

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

2011 年四季度国际经济及市场展望

内容摘要:

- 欧美此起彼伏的债务问题，其实质仍是 2008 年金融危机的延续，民间债务转移至官方债务，终于导致财政难以为继。
- 除非欧洲领导人能做出某种重大的政治抉择，否则如果继续沿着目前的轨迹前进，那么欧洲债务危机将不可避免的继续恶化，并很有可能以大规模主权违约，甚至部分国家退出欧元区为终点。
- 美国虽然也面临债务问题，但考虑到美元在货币体系中的特殊地位及回流机制，我们认为美国的债务问题不会演变成危机。
- 欧债危机的冲击分为两个阶段，一是政府削减开支，社会福利遭到损害，经济增长下滑；二是对金融市场、流动性的冲击，并传导到实体经济和贸易链条，目前正在向第二阶段发展。
- 随着危机扩散到新兴市场，新兴市场的债务风险将大幅上升。
- 全球央行的货币政策将转向宽松或至少保持不变，新兴市场有放松的空间，但发达经济体央行可打的牌不多，而在见到明显的通货紧缩和经济衰退信号前，美联储不会推出 QE3。
- 香港人民币市场 CNH 大跌，境内 DF 与境外 NDF 价格倒挂加剧，显示海外市场做空人民币预期升温，但人民币中间价大幅高开，凸显央行推进升值的决心，人民币升值前景已经进入博弈期，如果没有意外，预计年内人民币仍将维持升值基调。
- 美债的强势出乎市场的预期，预计美债收益率在 4 季度仍将保持低位，且收益率曲线可能进一步平坦化。
- 预计在 4 季度，受益于债务危机和经济放缓所引发的避险情绪，美元仍将保持强势，并有进一步上涨的空间，欧元等非美货币将振荡偏软，日元仍将维持强势，大宗商品前景不佳，也将拖累商品货币如澳元的表现。

一 此起彼伏的危机

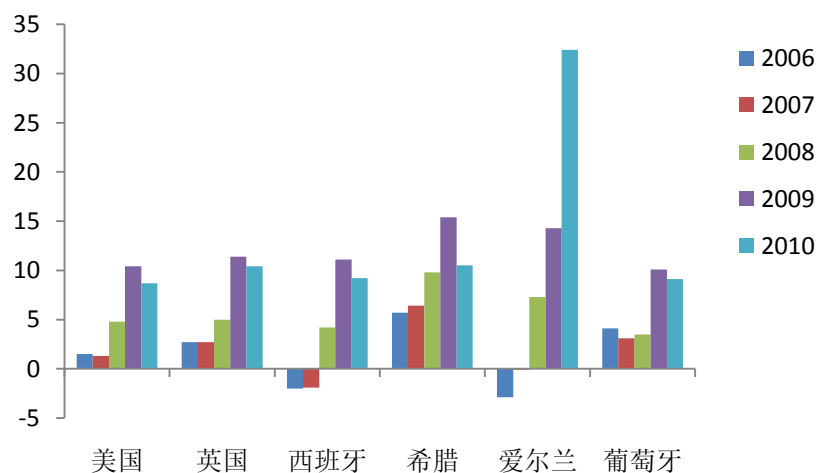
1 债务危机于三季度激化

三季度全球经济最突出的焦点问题就是债务问题，在欧洲，债务危机全面升级恶化，并将世界经济拖入到一种类似 2008 年的危机模式，而美国也史无前例的遭到了评级下调。此起彼伏的债务危机为世界经济投下了浓重的阴影。

为什么债务危机在 3 季度突然呈现全面恶化的表现？从本质上讲，2011 年的债务危机可以看作是 2008 年金融危机的延续，甚至可以说，我们迄今仍受困于 2008 年金融危机的泥潭中，各种矛盾的积累，终于使市场不堪重负，如果不是 3 季度爆发，也只是时间问题。

3 年前的金融危机，其根本原因是民间部门过度借债所导致的高负债和高杠杆率难以为继，如美国房贷泛滥（过低的借贷标准及不足的抵押品）和金融机构衍生品的泛滥。在看到雷曼倒闭对全球经济的巨大破坏性后，美欧各国政府纷纷动用财政力量，甚至采取直接注资的方式来挽救大型金融机构和金融市场，实事求是的讲，这种做法在很大程度上稳定了市场和投资者的信心，避免了危机发展成为 20 世纪 30 年代那样的大衰退，但是，政府的这种做法，相当于将民间部门的负债转移到政府部门，随着政府刺激经济力度的下降，财政压力不堪重负，最终爆发主权债务危机。

图1：部分国家财政赤字占GDP的比重

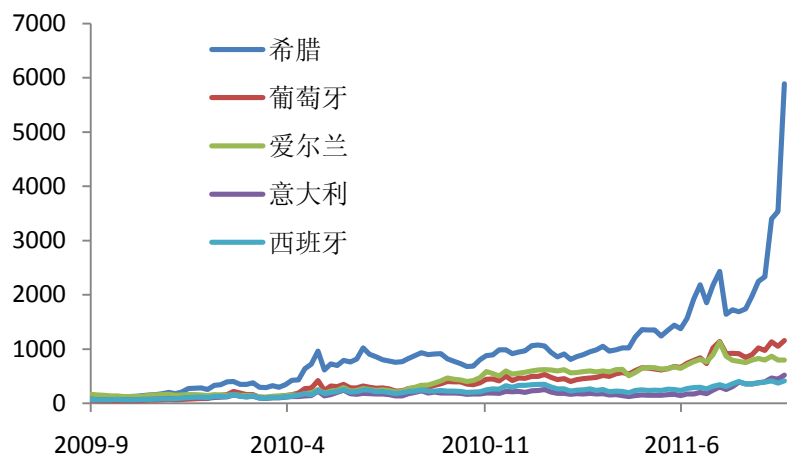


要消化掉这一沉重的债务负担，可能需要相当长的时期，或者

需要经济出现一轮异常强劲的增长，这在当前看来是完全不可能出现的。

当然，美欧各国也犯了一些技术性错误，比如美国国内的两党斗争，欧洲央行不合时宜的强硬货币政策（详见《欧洲央行加息是祸不是福》发表于《中国债券》），在解决希腊危机上的犹豫不决等，都或多或少的加速了全面危机的到来。

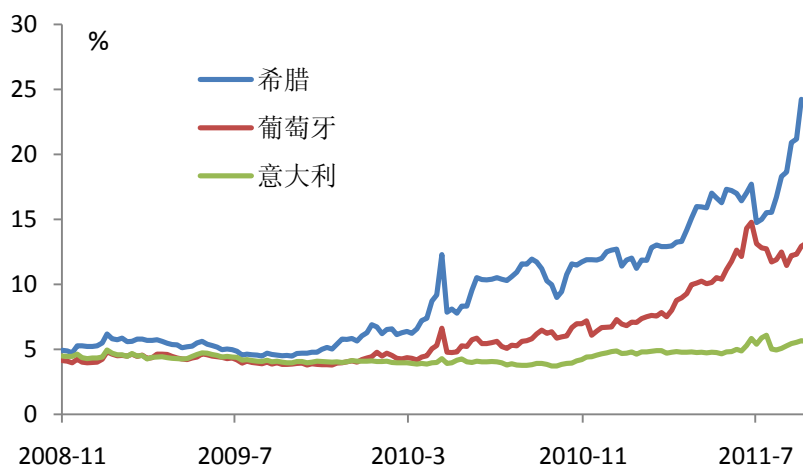
图2：部分国家5年主权CDS的表现



2 欧洲债务危机将进一步恶化

不过，对于目前的美欧债务困局，我们认为两者并不能相提并论，欧洲的前景异常凶险，而美国则相对乐观。简而言之，我们认为欧洲债务危机将会不可避免的继续恶化，而美国则不会。

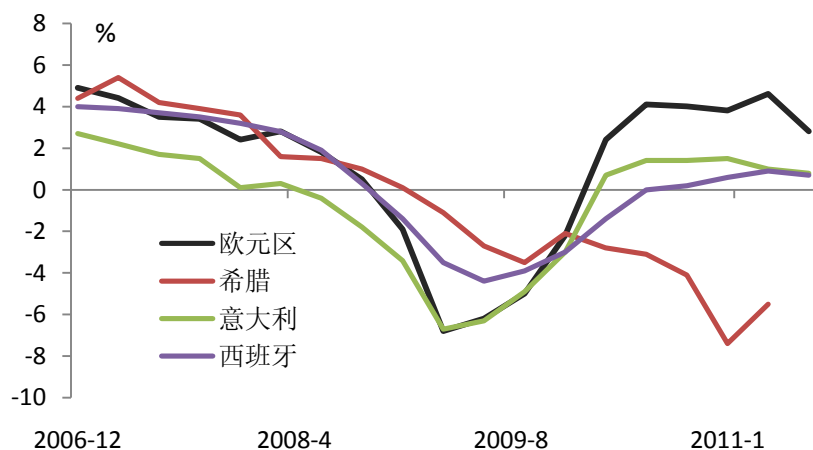
图3：部分国家10年期国债收益率



欧洲债务危机爆发一年多来，尽管欧盟和 IMF 等国际组织筹集了大量援助资金，但危机并没有得到缓解，反而愈来愈恶化，这从危机国的主权 CDS 与国债收益率，以及危机对全球金融市场的影响中都可见一斑。

要解决债务危机只有一个办法，那就是增强政府的清偿力，这要求政府的收入增长快于支出增长，目前欧洲各国普遍采用了激进的财政紧缩政策，即削减支出并增加税收，这种做法虽然可以暂时缓解财政压力，但却是一种逆经济周期的做法，并非建立在扩大税基增加税收的基础上，只会阻碍经济复苏，减少税源，从而进一步恶化财政危机，希腊等国每况愈下的经济表现就是证明。

图4：危机国GDP表现远差于欧元区平均水平



希腊以及其他债务危机国的问题在于，本身丧失了“造血”功能，而外界的救助措施只是“输血”，即使输再多的血，一旦撤走吊瓶，危机就会立即恶化。

欧洲要走出目前的困局，只有两条路可走，一是进一步统一财政，解决货币权和财政权分割的局面，并发行共同债券；二是建立退出机制，使某些危机国可以退出欧元区，重新发行本国货币，以使新货币大幅贬值来刺激经济，这相当于剥离不良资产。

但可惜的是，出于政治的原因，上述两条道路均不在欧洲领导人的考虑范围内，发行共同债券会进一步损害本国主权，而让某国退出欧元区则标志着欧元区试验的失败，谁也承担不起这个责任。

于是我们看到，欧洲正眼睁睁的坐视危机升级、恶化、扩散，从希腊蔓延到爱尔兰、葡萄牙，并进一步蔓延至意大利和西班牙。

因此，我们武断的认为，除非欧洲领导人能做出某种重大的政治抉择，否则如果继续沿着目前的轨迹前进，那么欧洲债务危机将不可避免的继续恶化，并很有可能以大规模主权违约，甚至部分国家退出欧元区为终点。

3 美国债务不会构成很严重问题

美国的情况则有本质不同，尽管美国的评级遭到下调，债务上限上调，但我们始终坚持这样一种观点，即不能以其他国家的标准来衡量美国，美国因享有美元的发行权而具有特殊优势。

这一观点我们曾在专题《美国国债仍将具有最高信用——美国主权评级下调的短期和长期影响》做了详细阐述，节选如下：

“实际上，标普下调美国评级是没有意义的，或者说意义不大，我们的理由包括：

1) 美国的国家信用是由美国自身超强的综合实力——政治、经济、军事、科技等来保障的，放眼全球，还没有任何一个主权实体能够对美国构成挑战，在美国失去唯一的超级大国地位前，其国家信用是不容置疑的，甚至可以说，在美国失去 AAA 评级后，其他国家的 AAA 评级也失去了意义；

2) 同时，美国的债务指标并不比很多欧洲国家更糟糕，美国的净债务迄今占 GDP 比重不超过 90%，调高债务上限后约占 100%，这一指标仍与很多西欧经济体相当；相反，举债上限这一条款的设置，令美国政府不会无节制的扩张负债，从而使得美国不会面临欧洲国家财政崩溃的境地；

3) 最重要的一点，美元在国际货币体系中的地位，以及由此建立的美元回流机制——其他顺差国所积累的美元将通过购买美国国债的方式回流美国——保证了美国不会出现融资问题，即美国可以通过发新债回收海外的美元来偿还已到期的旧债的办法，来维持其债务运转，而这一机制在其他国家是完全行不通的。尽管这一点遭到很多诟病，但问题是现阶段还没有其他货币能够取代美元，这是所有投资人不得不接受的现实。”

二 债务危机对世界经济的影响及央行对策

1 债务危机冲击的两个阶段

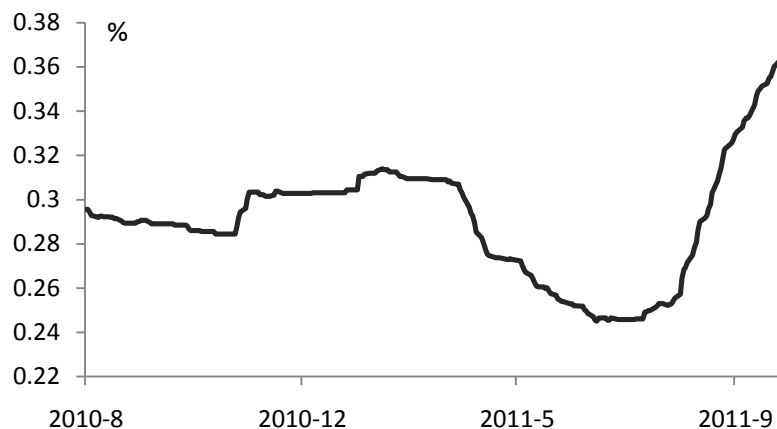
在欧美债务问题频发的冲击下，全球经济看起来正风雨飘摇，经济复苏已戛然而止，发达经济体正努力阻止经济滑向第二轮衰退的深渊。

债务危机对经济的影响将分为两个阶段：

第一阶段是政府为应对危机，被迫削减支出，这种做法不仅会大幅降低政府支出对经济的拉动作用，而且会损害全民福利，此时公共卫生、教育、保障等支出将面临缩减，居民将被迫增加储蓄以应对福利下降。这一阶段已经清晰的体现在希腊等实施了激进的财政紧缩的国家，而且这一做法往往容易导致社会矛盾激化，不稳定的社会形势反过来会进一步损害经济增长。

第二阶段是随着债务危机的加深，金融市场将受到强烈冲击，对手方的信用风险与市场风险叠加在一起，导致风险资产如股票、商品、非美货币、衍生品等被大幅抛售，这种抛售的自我强化行为，极易导致系统性风险。

图5：美元3个月LIBOR



随着金融市场动荡的加剧，储备资金“过冬”的心态将在金融机构间蔓延，于是我们看到全球五大央行于9月突然联手向市场注入流动性。但这种干预行为能否缓解流动性紧张仍充满疑问，随着流动性渐趋枯竭，实体经济从金融市场获得资金将愈发困难，从而冲击实体经济的运转。

而在民间，上述过程将导致消费者信心大幅萎缩，迫使居民进一步增加储蓄减少开支，这将使依赖消费部门的发达经济体步履维艰。

目前来看，债务危机似乎正在快速向第二阶段演化，即全球的实体经济将受到冲击，并逐渐传导到消费和贸易链条。

值得担忧的是，如果发达经济体的困境真的再一次通过贸易链条传导到如中国这样的新兴市场，那么新兴市场此时所面临的债务风险也将大幅上升。

图6: 美国和欧元区消费者信心大幅下滑

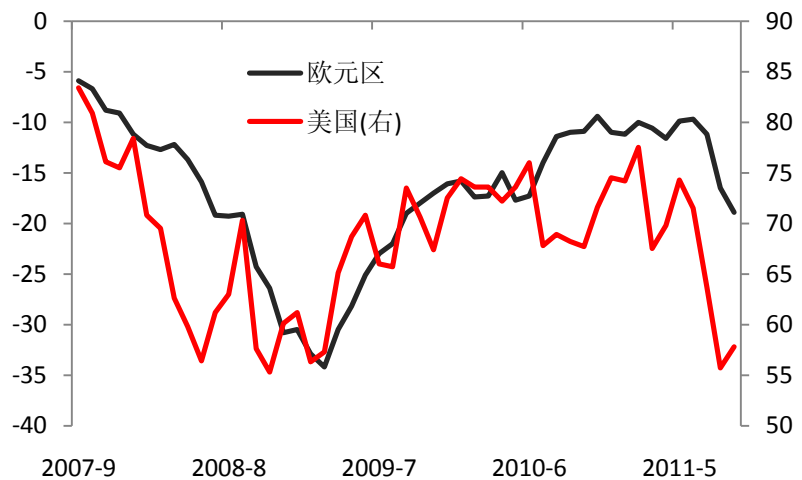
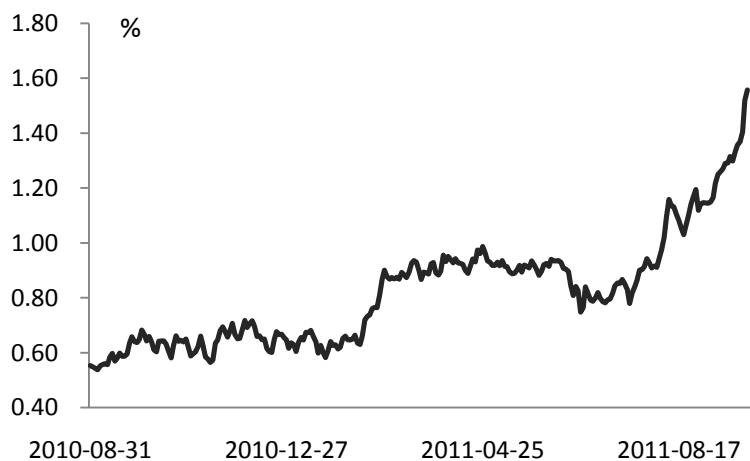


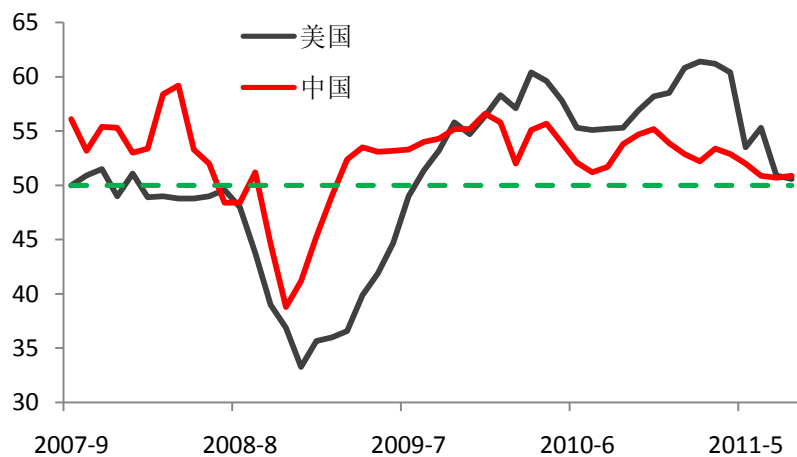
图7: 中国信用利差大幅上升 (3年中票与3年金融债)



在 2008 年，新兴市场采取了与发达经济体类似的手段，即加大政府刺激力度来避免危机，而随后新兴市场的快速复苏，则在一定程度上掩盖了债务激增带来的风险。一旦此次危机扩散到新兴市场，随着经济增长的下滑，前期所累积的债务的巨大风险将逐步暴露出来，而资本市场价格的普遍下跌，将导致抵押品价值不足，资不抵债将加速债务风险的到来。

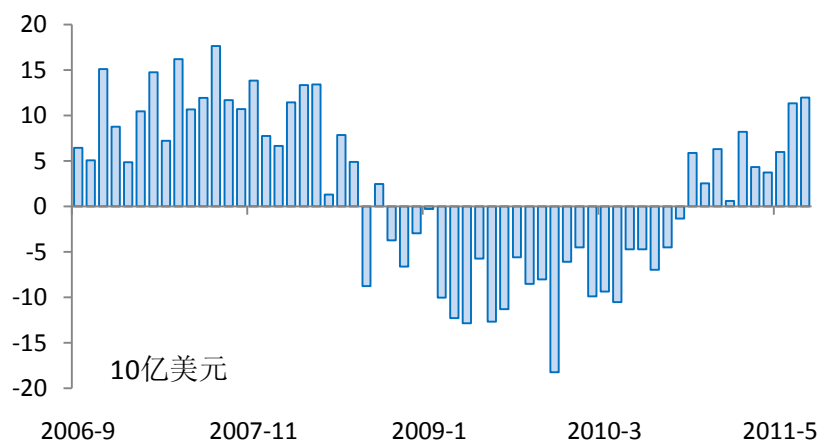
迄今为止，全球经济的放缓仍然是可控的和安全的，除少数债务危机国外，包括美国在内的多数发达经济体，都维持着一种异常低迷的复苏状态，新兴市场则经历着一种可以接受的经济放缓。不过，一些经济指标显示出目前这种状态的脆弱性，美国的就业市场再一次出现恶化趋势，中美两国的制造业则均出现明显下滑。

图8：中美PMI大幅回落



但也并非全是坏消息，如美国的消费者信贷保持着令人吃惊的增长规模，似乎经济低迷和高失业率并未影响美国居民重新举债的兴趣，如果这一趋势得以持续，那么至少可以保证美国经济不会陷入衰退，也可以确保全球贸易不会出现剧烈收缩；同时，中国进一步加大了政府对经济的刺激力度，保障房的大量开工在一定程度上抵消了投资下滑带来的影响。

图9：美国消费者信贷强劲增长



不过，上述利好并不足以扭转全球经济持续放缓的前景，而且上述两者本身也不够稳定，奥巴马政府最新推出的 4470 亿美元的就业刺激计划，充分说明了美国政府对于就业市场恶化前景的担忧；而随着中国地方债务风险进入集中披露期，一旦未来地方债务恶化，中国政府是否还有足够的能力来刺激经济，也是需要打上问号的。

因此，在债务危机持续不断的挤压下，我们认为全球经济在 2012 和 2013 年的表现将会差于原来的预期。

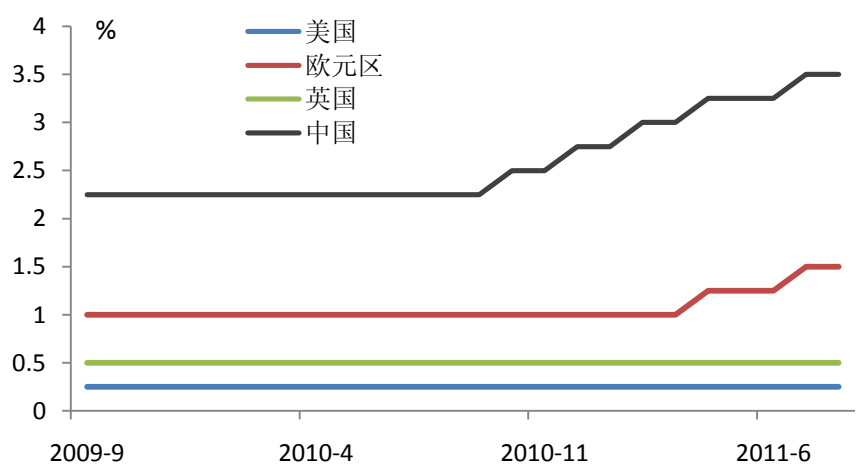
2 央行可打的牌不多

在债务危机和经济下滑的双重挤压下，各国央行将采取什么政策就显得尤为引人关注，不过他们能打的牌可能已经不多了。

从 2010 年后，多数央行开始转向紧缩性的货币政策，或暗示会结束宽松政策，原因是随着经济的企稳复苏，2008 年后所采取的超宽松货币政策正带来通胀的压力，部分新兴市场发生了相对严重的通胀。

但目前的恶劣局面，则迫使多数央行采取观望态度。欧洲央行已经为其错误的货币政策付出了代价，在今年刚刚实施了两次加息后，欧洲央行被迫改变口风，暗示其未来不排除降息以挽救欧洲经济；而新兴市场中的土耳其和巴西央行则在 3 季度出人意料的实施了降息。

图10: 美、欧、英、中四大央行利率(中国为1年期存款利率)



我们认为，随着经济环境的进一步恶化，多数新兴市场央行将有空间来转向宽松的货币政策，或者至少不会继续收紧货币政策；

而发达经济体的央行则没有那么多回旋余地，因发达国家的利率较之前一轮低谷并未出现明显上升，进一步放松政策的空间不大，美国的基准利率甚至始终维持在 0-0.25% 的水平。

而在量化宽松政策上，多数央行迫于依然高企的通胀压力，不敢贸然扩大规模，美联储正如我们所一直预期的那样，没有实施 QE3，而是实施了扭曲操作，即卖出短期国债，买入长债，以压低长端利率。我们坚持认为，除非美国出现明显的通货紧缩和经济衰退信号，否则美联储不会推出新一轮量化宽松。

在债务危机愈演愈烈而主要央行无计可施的局势下，我们认为避险将成为 4 季度甚至更长阶段的市场主流，因此，我们将在中期内看空股市、商品、非美货币，看好美元和美国国债。

三 人民币升值前景进入博弈期

从 2 季度开始的人民币 DF 与 NDF 价格倒挂现象，3 季度仍在持续，而且 9 月份进一步扩大，甚至一度超过 1000 点。

更值得注意的是，随着欧洲债务危机的深化与美元在国际市场上的走强，中国货币主管当局与海外市场力量之间出现了对人民币升值前景的博弈。

在汇改以来的数年间，海外市场一直是唱多人民币的主要力量，中国央行对升值的推动通常慢于海外的预期，甚至在一定程度上，央行起到了阻止人民币过快升值的稳定器作用。

但在 2 季度以来，随着国内外经济环境的变化，对人民币升值预期的空间不断收窄，DF 与 NDF 的价格倒挂可以看作这一信号。在 3 季度，甚至出现了对人民币的贬值预期，这一信号突出的体现在香港人民币的即期市场 CNH。9 月下旬，CNH 大幅跌至最低 6.54，远低于境内的人民币即期汇率。

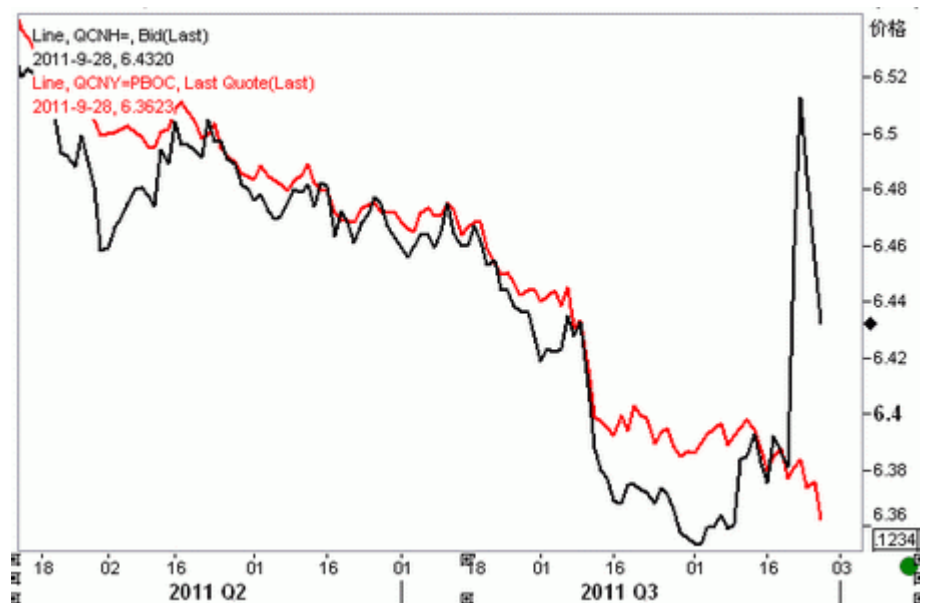
我们认为，出现这种贬值预期，逻辑上是合理的，理由包括：

- 1) 避险成为 3 季度的主流需求，全球金融市场都在买入美元，非美货币出现普跌，出现针对人民币的抛售并不奇怪；
- 2) 香港市场官方色彩较淡，市场预期力量足以推动价格出现较内地明显极端的波动；
- 3) 海外经济的不景气，很有可能逐渐影响到中国出口，甚至

不排除重演 2008 年出口下滑的局面，而中国内地经济放缓的趋势并没有结束，地方债务平台风险频现，这些因素都导致市场预期人民币的升值空间已经不大，未来甚至有政策逆转的可能。

不过我们也认为，虽然上述理由是成立的，但中国货币主管当局不会放任海外市场力量做空人民币，因中国汇改所坚持的“主动性、可控性、渐进性”的原则并未改变。

图11: CNH (黑) 与央行中间价



我们看到，就在 CNH 出现大跌后，人民银行公布的中间价出现超乎寻常的大幅上涨，与国际市场美元走强形成背离。我们认为，这很可能是央行在向市场发出信号，表明人民币不会出现贬值，并以此打消市场上做空人民币的力量。

如果央行中间价继续保持坚定高开态势，那么我们相信 CNH 价格的偏离度将被限制在一定水平。但是，如果海外形势进一步恶化，或者国内经济出现意外变化，那么这种倒挂仍将会持续下去，而这一态势将会鼓励客户在两地市场之间套利，并迫使内地银行为满足客户需求而更加愿意持有美元多头头寸，这将与高开的中间价形成冲突，并较易导致人民币触及日内 0.5% 的跌幅限制。

而对于人民币的前景，我们认为，人民币波动的主导权完全掌握在中国货币当局手中，香港的 CNH 或许会在心理上向内地传导贬值预期，但不会对人民币汇率形成实质性影响，人民币在年内的剩余时间内，仍将对美元保持升值势头，年底可能落在 6.25-6.30 区

间。

对于明年的前景展望，人民币仍将有进一步上升的空间，但空间可能并没有预期的那么大，明年转为双向波动的概率正不断上升。

四 利率、汇率市场展望

1 美国国债

图12: 10年期美国国债收益率



美国国债收益率在3季度的大幅下跌远远超出了多数市场人士的预期，也超出了我们此前的判断。

由于欧美债务问题的恶化以及美国评级的下调，避险成为推动美债上扬的巨大推动力，10年期美债收益率创下了60年来的新低，并跌破2%。

展望4季度，利好美债的因素并未消失，如欧洲债务危机可能进一步恶化，全球经济放缓可能加剧，新兴市场也可能卷入其中，美联储推出扭曲操作，买入长债，等等，这些利好因素将会继续支持美债保持强势，甚至会进一步压低长债收益率。

因此，预计4季度美债收益率将会继续保持低位，收益率曲线可能会进一步平坦化。

2 美元

图13: 美元指数



美元指数在3季度出现强劲反弹,并于技术图表上成功构筑了一个大型双底(或三重底)形态,颈线位于76上方。

筑底成功预示着美元指数将在中期内展开一波强劲走势,预计4季度测试80关口的可能性非常大,如果债务危机和经济放缓的恶化程度超出预期,美元指数突破80关口也不会让我们感到特别吃惊。

由于恶劣的经济局面在未来一段时间没有缓解的可能,因此避险情绪可能不会出现大幅消退,我们主张在更长的时间段内,不要轻易看空美元走势,其扭转前一轮熊市的概率正在显著上升。

3 欧元

与美元指数相对应的,欧元在3季度出现了大幅下跌,并于技术图表上构筑了一个大型头部,显示欧元未来将会持续较大的负面压力。

而恶劣的基本面也很难让欧元有机会扭转弱势,正如我们此前一直坚持的观点,在1.40以上欧元可能已经被高估了,因此4季度我们倾向于认为欧元将会处在回归其自身合理价值的过程中,重上1.40的难度很大。

同时我们也要指出,由于过去两年来外汇市场的波动性显著上升,任何利好欧元的消息和传闻都可能激发市场短期内的买气,从而刺激欧元大幅上升,但由于基本面大势已定,我们认为欧元即使

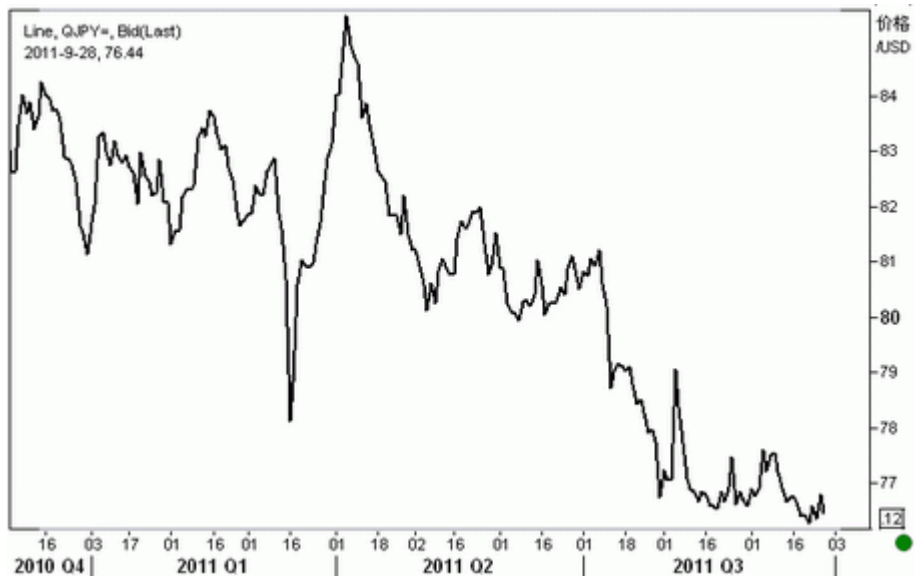
未来波动剧烈，也不会改变其逐渐向下的趋势，且每一次反弹都可以看作是做空的机会。

图14: 欧元



4 日元

图15: 日元



3 季度日元走势较为平静，除因日本官方干预造成的波动外，美元/日元大部分时间都在 76-79 的区间内小幅波动，并略有下行。

从长期趋势来看，美元/日元的下行趋势仍在延续，并未结束，同时日元做为避险货币的地位在 3 季度也进一步得到了巩固，因此，

我们预期美元/日元在 4 季度有继续下行的空间，不过，鉴于日本官方频繁威胁会干预市场，这一下行空间也许并不大且不稳定，但无论如何，4 季度期望日元出现大跌的观点将冒很大风险。

5 澳元

图16：澳元



大宗商品价格在 3 季度的大幅下跌，直接拖累了澳元大幅走低，跌破平价关口，并跌破了一年以来的上升趋势线，显示澳元本轮牛市正经受严峻考验。

由于欧洲债务危机以及全球经济前景暗淡，对大宗商品的需求将难以再现强劲局面，而美联储没有推出 QE3，也削弱了流动性对商品价格的推动作用，因此，4 季度大宗商品价格即使不继续下跌，也很难出现强劲上涨。

在这一前景下，澳元在 4 季度很可能以下跌或弱势整理为主，难以再现 2 季度强劲上扬的走势。

招银专题分析报告

2011年9月29日
总第82期

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行 2009 版权所有。保留一切权利。