

分析师:

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

黑云压城城欲摧

——2012年国际经济及市场展望

内容摘要:

- 2011年注定是不平凡的一年,这一年新自由主义经济学从失败走向了新的失败,新国家干预主义经济学也没能证明自己是救世主,主要经济体几乎都在债务与增长间痛苦的寻找着平衡点。
- 由于2012年上半年欧猪五国特别是意大利将迎来债务到期高峰,预计欧债危机将在2012年上半年进一步恶化,意大利将是焦点战役。目前有关方面采取的措施都是治标不治本,欧洲需要从输血向造血转变,宽财政、宽货币、汇率贬值、削减福利等措施将激励经济增长,但这些措施付诸实施的可能性并不大。欧债危机将通过贸易与金融链条影响全球,逐渐将欧洲的优质核心国家德国和法国拖入困境,美国经济表现虽然好于预期,但预计明年也将受到波及,呈现前高后低的特征。
- 面对日趋恶化的经济环境,主要央行可打的牌并不多,上一次应对金融危机的很多措施尚未退出,各国又在普遍进行财政紧缩,要再次刺激经济,实际上是心有余而力不足,预计欧洲央行会降息及扩大量化宽松规模,美国将保持现有政策不变,同时多国央行的联合干预行动将较过往频繁。
- 我们看好2012年美国国债和美元的表现,看空欧洲国家国债及欧元等非美货币的前景,而日元可能会成为非美货币中为数不多的坚挺货币之一。
- 临近年底,人民币即期汇率连续触及交易区间下限,但我们认为这并不代表人民币即将进入贬值通道,实际上,由于官方牢牢掌握着人民币中间价的主动权,在政治博弈及扶持市场信心的考虑下,官方不会轻易做出让人民币贬值的决定。
- 预计人民币的升值势头将延续到2012年上半年,之后在欧债危机、经济放缓、政治博弈等因素下,有较大可能进入宽幅双向波动,人民币经过汇改以来的6年升值进程,很可能在明年接近其阶段性的均衡价值所在,预计6.10附近将成为明年的天花板。

一、全球经济将在债务与增长间寻找平衡点

1、债务危机乌云笼罩全球

2011年注定是不平凡的一年，这一年新自由主义经济学从失败走向了新的失败，而新国家干预主义经济学也没能证明自己是救世主，主要经济体几乎都在债务与增长间痛苦的寻找着平衡点。不满的民众开始占领华尔街、占领伦敦、占领法兰克福、占领全世界……这实在是全球经济从2008年以来陷入痛苦挣扎却找不到出路的最好注脚。

图1: 美国民众的“占领华尔街”运动 来源: 互联网



自雷曼倒闭以来，所有的政府和经济学家实际上都在和一件事做斗争，那就是如何在削减庞大债务的压力下来刺激经济复苏，事实证明，几乎所有政府都遇到了难以逾越的卡夫丁峡谷——要么以经济低迷来忍受削减债务，要么刺激经济来背负更多的债务——似乎没有两全其美的办法。

大部分政府都选择了后一种办法，即以背负更多的债务来刺激经济，这不仅表现为政府公债发行量的激增，也表现为将民间债务转移至官方债务。

不过这种办法看来已经走到了死胡同，欧元区国家的债务危机在2011年下半年猛然升级，从希腊等小国迅速蔓延到意大利和西班牙这样的大型经济体，而且，债务危机已经引发了全面的政治、社会、经济危机，希腊和意大利总理易人，有近10个欧洲国家的政府在任期未满前就提前下台。

债务危机并不局限在欧洲，美国也风雨飘摇，并史无前例的失去了多年来的 AAA 评级，但正如我们多次阐述的观点那样，美国只会遭遇债务问题，而不会遭遇债务危机。

世界第二大经济体中国亦难以置身度外，几年前大规模的刺激经济计划，留下了巨大的城投债，按照不同口径估算，其规模达 9-14 万亿元，进入 2011 年后，城投债风险事件频繁浮现，并一度遭到抛售。

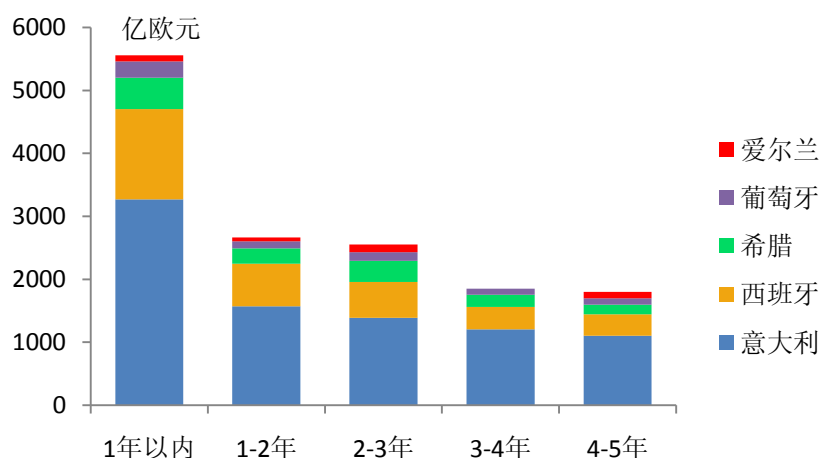
“幸福总是相似的，不幸却各不相同”，但如今，各国都在经受着“相似的不幸”，这相似的不幸究竟会以什么样的结局来结束，实在是一个需要好好思考的问题。

2、欧债危机在将在 2012 年进一步恶化

自欧债危机爆发以来，我们从来都本着恶意的原则去推测危机的演化，从来没有做出过危机已经见底或者“最恶劣的阶段已经过去”之类的草率结论，好消息是我们预测对了，坏消息也是我们预测对了——欧债危机真的没有见底。

我们将迄今为止能够掌握的，有关欧洲国家间债务相互持有情况和到期情况做了以下汇总，可以发现，即使有关方面做了诸多努力，但 2012 年上半年仍将是极为严峻的时间窗口，而意大利将成为关键性战役。

图2：“欧猪五国”债务到期规模 来源：路透

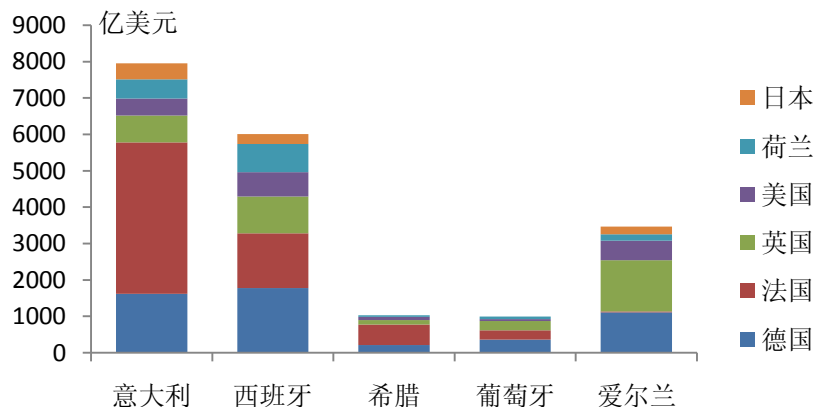


危机国未来到期债务规模呈现递减规律，其中一年以内到期的规模高达 5558 亿欧元，这其中可能包含了大量短期周转债务，但

在经济低迷的压力之下，未来1年偿还如此规模的债务，还是一项相当严峻的挑战。

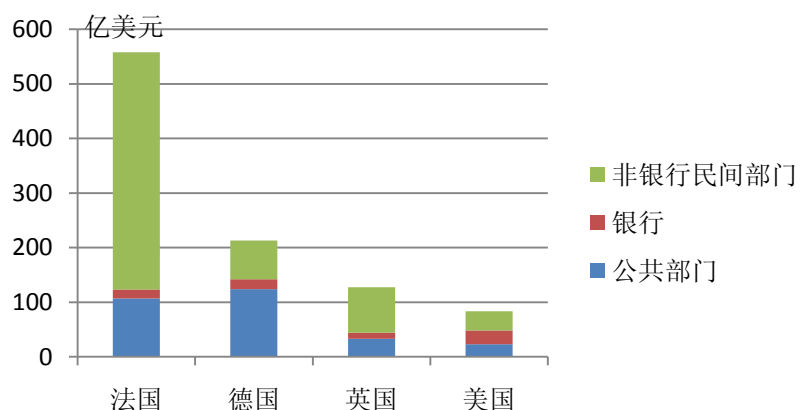
其中意大利的压力最大，1年内到期债务规模达3267亿欧元，而意大利全年的财政收入不超过7500亿欧元，意味着超过40%的财政收入都要用于支付债务，意大利必须继续大量借入新债，否则将面临财政崩溃，这也可以理解为什么欧洲稳定基金扩充至1万亿欧元的规模。

图3：“欧猪五国”债权人分布 来源：路透



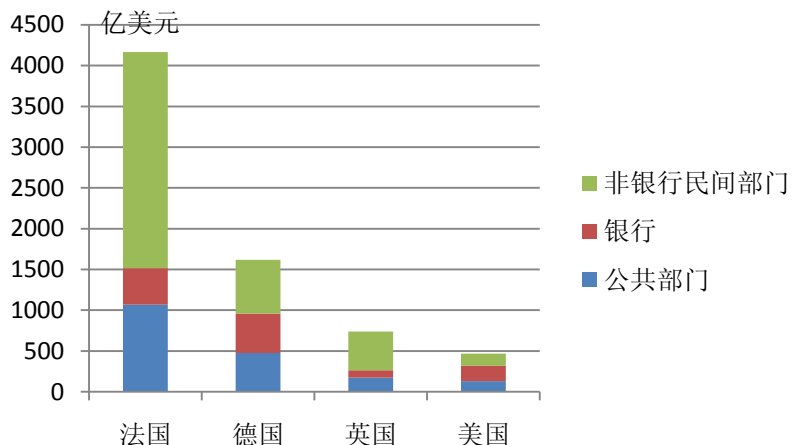
在危机国的主要海外债权人分布上，我们可以看到，法国的债权规模最大，几乎占到希腊和意大利的一半，西班牙的四分之一，而法国单在意大利的债权规模就高达4164亿美元，且非银行民间部门的规模非常之大。因此，无论是对希腊的债务减记，还是未来如果意大利出现债务减记，那么受损失最大的将会是法国的民间体系。

图4：各国民间部门在希腊的债权规模 来源：路透



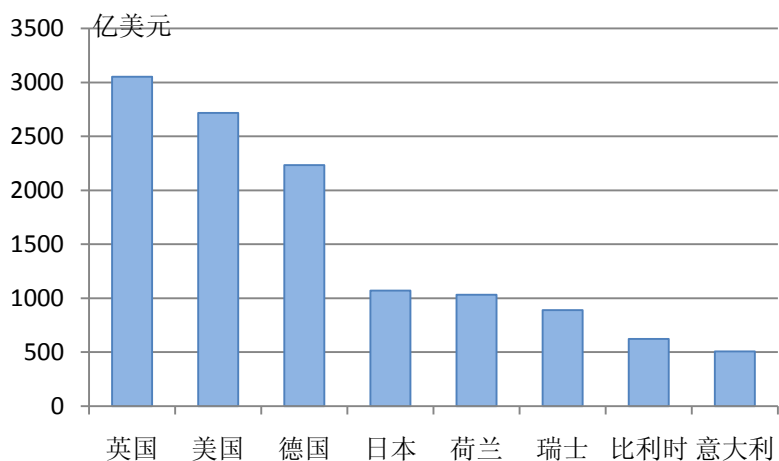
值得注意的是，美国和日本在欧洲国家的债权规模很小，这一方面反映出欧洲国家内部借贷的普遍性，另一方面也解释了美国和日本为何对参与解决欧债危机并不热心。同时，一旦出现普遍的严重违约局面，那么遭受最直接打击的将是法国、德国、荷兰等欧洲国家，而美、日受到的冲击将会相对较小。

图5: 各国民间部门在意大利的债权规模 来源: 路透



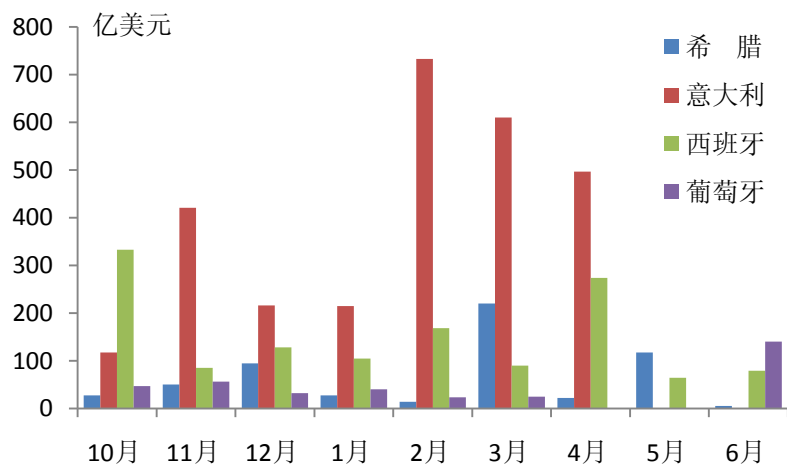
但是，鉴于发达经济体之间金融联系的紧密性，在欧洲拥有大量风险敞口的金融机构，可能会因这些金融机构陷入流动性困境等因素而受到第二轮打击。在法国的风险敞口中，以英国和美国的规模最大，英国的规模超过了 3000 亿美元，考虑到经济总量，英国将蒙受相对更大的损失，这也合理的解释了尽管并不受到欧元区国家的欢迎，但英国依然热衷于参与解决欧债危机。

图6: 各国在法国的风险敞口 来源: 路透



2012年,危机国将迎来债务到期的高峰,即使不考虑动态变化,2012年的2、3、4月,仍是相当危险的阶段,尤以明年的2月为甚,该月仅意大利的债务就有近800亿美元到期。而随着这些国家借新债还旧债,后续的月度债务峰值甚至可能会创出新高。

图7: 月度债务到期规模 来源: 路透



3、治标不治本的救助措施

迄今为止,包括欧元区各国、欧洲央行、欧盟、IFM等国际组织,为解决欧债危机做出了大量努力,概括起来,包括三大方面的措施:

1) 资金援助,已经有希腊、葡萄牙、爱尔兰三国获得了大规模的外部资金援助,这些资金以贷款的形式发放,要求受援国未来偿付本息,其中希腊已获得了六轮贷款。根据最新达成的协议,欧洲稳定基金 EFSF 将扩大到 1 万亿欧元的规模。

2) 整顿财政,几乎所有的欧洲国家,包括债务危机国,也包括非债务危机国,都制定了严苛的削减财政赤字的计划,包含大幅削减政府支出、社会福利,增加税收,延长退休年龄等措施,以期在未来数年,将各国财政赤字占 GDP 的比重大幅压缩,最终目标是将赤字削减至 GDP 的 3% 以内,这显然是一个痛苦的过程。

3) 减记债务,目前只有希腊一国享受到了这一待遇,各国民间部门将自愿减记在希腊 50% 的债务,应该说这已经是一种变相的、明目张胆的主权违约了,性质十分恶劣,因此,德法达成的最新精神是,今后将不再采取减记债务的方法,不过,一旦出现危急时刻,减记仍然是立竿见影的可以扭转局面的手段之一。

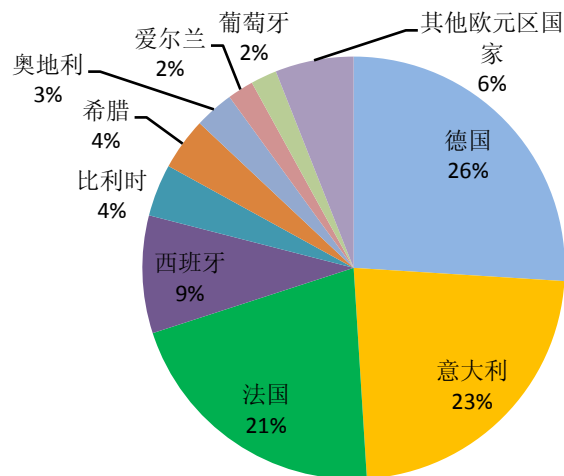
4、反思——欧洲需要什么样的改变？

需要市场和投资者反思的是，在召开了无数峰会，采取了无数对策后，欧债形势是越来越好，还是相反呢？答案显然是否定的。原因在于，欧洲人开错了药方。

第一，外部援助是在继续加大有关国家的债务杠杆。自2008年金融危机以来，实体经济和金融市场的趋势是去债务杠杆，但对债务危机国的援助措施却是反其道而行之，债务杠杆的加大进一步恶化了有关国家的形势。

第二，输血不能代替造血——欧洲在刺激经济方面乏善可陈。任何外部援助都相当于输血，但“病人”自身的造血功能并未恢复，一旦撤走外部资金，“病人”马上就陷入病危状态。因此，要想从根本上解决欧债危机，必须要恢复危机国的造血功能，即恢复自身的经济增长动能，依靠经济的扩张来稀释债务。

图8：欧洲国家债务份额 来源：路透



那么，欧洲国家是否有足够的手段来刺激经济强劲复苏呢？手段是充足的，但要实施起来却困难重重。

1) 宽松的财政政策，其实紧缩财政属于逆周期的策略，不利于经济的恢复与增长，宽松的财政会增加政府的支出，创造就业岗位，但很显然，都在整顿财政的欧洲各国目前难以接受这一政策。

2) 仿效美国超宽松的货币政策，引发通胀来稀释债务，此举是最为可行的，只要欧洲央行加大货币投放就可以，但问题是这样做会严重危害到核心国家的利益，比如经济相对良好的德国和法国，

他们并不需要一场有可能危害经济和社会稳定的通胀，欧洲央行要实施的话难度很大。

3) 欧元大幅贬值，虽然欧元已经出现了贬值，但要挽救危机国，贬值的幅度显然还远远不够。因此，主张将某些危机国踢出欧元区的呼声日渐高涨，比如一旦希腊重新发行本国货币，那就意味着本币的大幅贬值，届时将会刺激出口和吸引外国游客。不过，允许某国脱离欧元区，将构成政治上的道德风险，甚至标志着欧元试验的失败，目前还没有哪个领导人敢冒这样的风险。

4) 充足的资金支持，将 EFSF 扩大到一万亿欧元很好，但问题是目前规定只是对债权人进行有限度的担保，这意味着债权人只有 20-30% 的债务能够避免损失。这种杠杆化扩大 EFSF 的做法，要么表明欧洲国家资金已经紧张，要么表明其他国家已经不愿对危机国施以援手，但不管怎样，杠杆化 EFSF 不利于重建市场信心。

5) 开源节流，摒弃高福利社会模式。欧洲国家“从摇篮到坟墓”的高福利模式曾让很多国家羡慕不已，但如今这种模式遭遇了重大挑战，大幅削减社会福利，显然是可以短期见效的办法，但问题是，任何一个敢于提出这一纲领的政党，恐怕都无法赢得选民的选票，因此，我们预期欧洲国家对社会福利的削减将是温和的，有限度的。

由上可见，任何一项对策实施起来都面临非常大的困难，因此我们再次武断的认为，欧债危机将会持续较预期更长的时间，而欧元区乃至全球经济，也将持续受到负面压力。

二、债务危机对全球经济的影响

1、欧洲的衰退将损害优质核心国家，并将蔓延至全球

欧债危机将通过贸易与金融链条向全球传导，其中对新兴市场的影响将主要通过贸易链条，外需的萎缩将使新兴市场失去订单和市场，进而对大宗商品贸易带来压力；而对发达国家的影响将主要通过金融链条传导，正如前面分析的，由于金融机构间的交叉头寸，对手风险将导致流动性紧张，激发信贷紧缩，并进一步作用于实体经济。

其实全球经济所面临的环境与 2008 年雷曼倒闭之后十分相似，只不过区别是前一次危机的策源地是美国，这一次的策源地是欧洲，

前一次的风险在一夜间释放，令市场措手不及，这一次的风险则属于缓释，影响将逐渐体现。

在欧债危机爆发后的多数时间内，欧洲的优质核心国家，特别是德国和法国，一直成为欧元区稳定的基石，市场相信其强劲的经济增长和稳定的金融系统，将会使德法扮演欧洲“最终拯救人”的角色。

图9: 德法制造业PMI 来源: 彭博

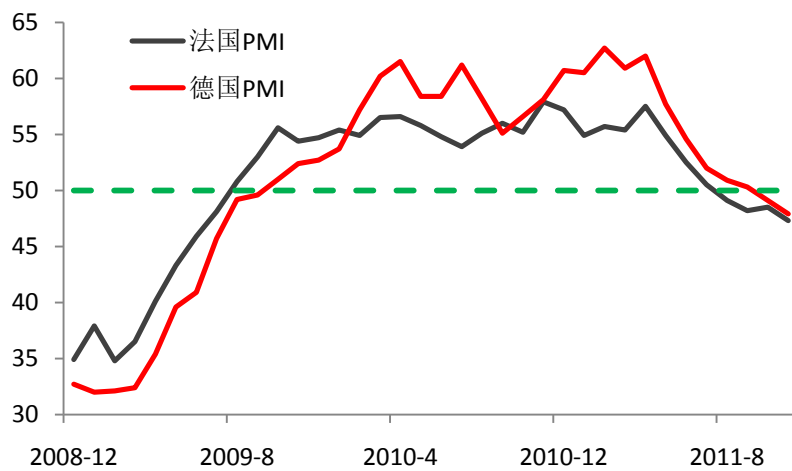
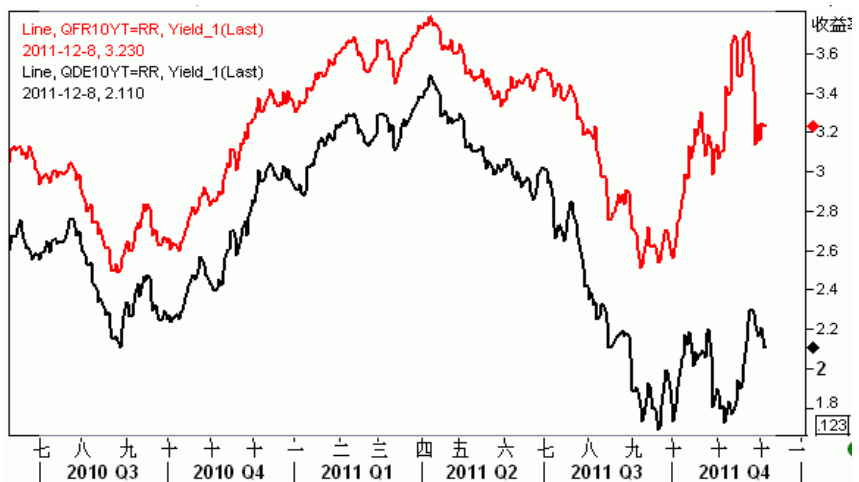


图10: 德(黑)、法(红)10年期国债收益率 来源: 路透



但是，欧债危机久拖不决，显然已经开始损害核心国家的经济增长，德法两国的多个经济指标都出现掉头向下，经济增长预期被调降。

两国的国债市场也出现变化，首先是法国与德国的国债利差出现飙升，显示市场对法国的国债不再信任，随后德国国债拍卖认购

倍数出现大幅下滑，显示资金不再将德国国债等同视作欧元区国债。

而最新的情况是，标普将两国都列入了负面观察名单，这意味着德法两国很可能在3个月后失去AAA评级。

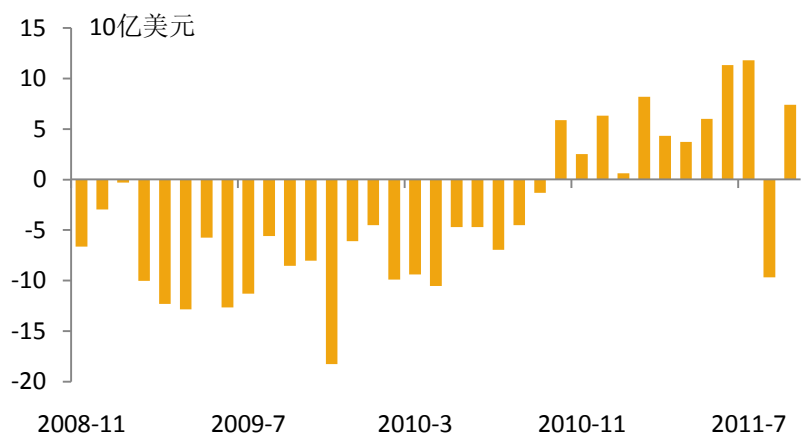
我们认为，欧元区的衰退与经济低迷已经不可避免，区别仅在于低迷持续的时间和力度。如果欧债危机在2012年上半年进一步恶化的话，那么其经济低谷甚至会持续至2013年。

2、美国经济将前高后低

令人感到惊讶的是，美国似乎并没有明显受到欧债危机的影响，在经历了2011年上半年的经济低潮后（实际上多数经济体在上半年都遭遇了经济降温），经济复苏于3季度出现突然加速，各项指标开始触底回升，这一趋势在进入12月后仍在延续。

此前我们曾根据美国3季度GDP判断，随着美国企业在4季度加大库存购进的力度，美国4季度经济表现不会太差，但事实是美国的经济回暖不仅体现在库存方面，也体现在制造业、消费和就业领域，其中制造业指标在经历了阶段性低迷后，已经开始摆脱50的荣枯分水岭。

图11：美国消费者信贷迅速恢复 来源：彭博



消费信贷在美国评级被下调时曾短暂出现下跌，但随后很快企稳回升，显示出美国的消费部门具有相当的韧性。而就业市场就更加强劲，其11月失业率从9.0%大幅跌至8.6%，当然，我们认为这一大跌存在偶发性因素，或者是受到意外因素的干扰，后期的数据很可能存在反复，但美国经济明显好于欧洲，已是不争的事实。

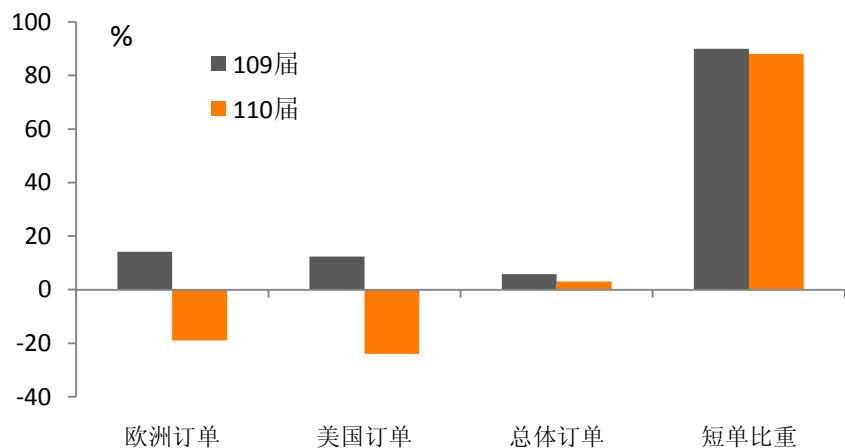
由于各项数据回暖的势头仍在持续，我们有充分理由认为美国现阶段的景气复苏可以维持到明年上半年，但如果欧债危机未能化解，甚至出现恶化，那么美国经济将不可避免的受到拖累，而补库存的高峰可能也会在明年上半年告一段落，因此预计美国经济明年将呈现前高后低的走势，即上半年保持相对欧洲良好的景气，下半年则出现放缓。

3、中国难以置身度外，或加快政策转变

做为第一大贸易体的中国，将不可避免的感受海外市场的压力，当然目前的形势较 2008 年还是有很大不同，不太可能出现疾风骤雨式的外部冲击，欧债危机的负面影响将会逐渐缓释，而这一影响过程将在 2012 年上半年达到高峰。

中国的外贸顺差已经开始自年内高点回落，我们预期还将进一步的回落，进出口的增幅也将出现较为明显的放缓。实际上，在 11 月结束的秋季广交会上，来自欧美客商的订单已经出现了超过两成的降幅，而广交会对中国外贸具有晴雨表的作用，因此外贸将出现一段紧日子已不可避免。

图12：秋季广交会欧美订单大降 来源：广交会网站



同时，中国 10 月外汇占款也出现了罕见的负增长，虽然并不能将外汇占款负增长等同于资本流出，但国内外经济环境变化引发的资本外流风险，已经是一个不得不正视的问题。

外汇占款的负增长，使得中国货币投放的一个源头突然暂停，进一步加剧了普遍存在的“钱荒”现象，我们认为这是 11 月底央行意外大幅调降存准率的直接导火索。

而在内外经济环境没有出现明显改善，甚至可能趋于进一步恶化的形势下，我们估计未来几个月，外汇占款都可能维持低迷甚至负增长的状态，这也将一定程度上加剧央行从紧缩向宽松政策转变的紧迫性，但向宽松政策转变的根本推动力，还将是国内外经济环境的变化。

三、央行的反应与金融市场策略

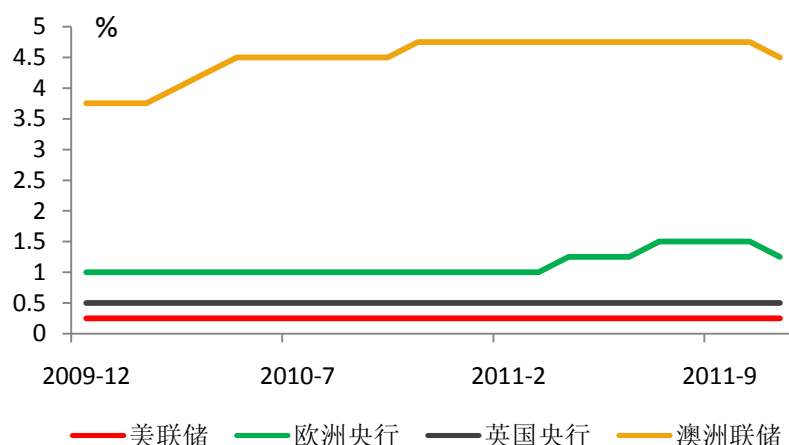
1、主要央行三大手段稳定市场

潮水退去才知道谁在裸泳，但随着新一轮温和复苏的结束，市场发现，几乎所有的人都在裸泳。面对日趋恶化的经济环境，主要央行可打的牌并不多，上一次应对金融危机的很多措施尚未退出，各国又在普遍进行财政紧缩，要再次刺激经济，实际上是心有余而力不足。

我们预计主要央行在新一轮经济低迷中将主要采用降息、量化宽松、联合干预等手段来支持经济和金融市场。

1) 降息。这并不会是一个普遍现象，因为很多央行已经无息可降，比如美国和日本，降息将只限于仍有降息空间的央行。

图13: 部分央行基准利率 来源: 彭博



欧洲央行将要修正前任行长特里谢所犯下的错误，特里谢过于关注通胀威胁，而忽视了债务危机的巨大风险，因此在2011年上半年，仍令人吃惊的实施了加息。

新任行长德拉吉看起来正回到正确的道路上来，他比特里谢更

加积极的参与市场活动,预计欧洲央行的此轮降息将持续到2012年,欧元利率甚至可能降至0.5-0.75%。

澳洲联储、新西兰央行、以及多数新兴市场央行也有可能进一步降息。

2) 量化宽松。对量化宽松(QE)的争论已持续了很长时间,甚至很多人讥讽伯南克的学术生涯“就是研究印钞票”,但经过两轮QE之后,美国经济表现出令人吃惊的弹性,而对QE畏首畏脚的欧洲则看不到任何曙光,看起来QE似乎在美国发挥了积极作用。

当然,反对者也可以举出日本的例子来证明QE是无用的,日本实施QE已经多年,但经济一直不景气,似乎只有在大地震之后的重建阶段,经济活动才出现升温。

但无论如何,货币主义看起来并未过时,而且在利率接近零后,央行也实在找不出更好的刺激手段,因此我们预计新一轮的QE将会在全球上演。

已实施了两轮QE的美联储,这次可能未必会急于扩大QE的规模,首先是美国经济表现尚佳,并不需要进一步QE的刺激,而且QE的重要目的——压低美国国债收益率——已经实现了,这在很大程度上是由欧债危机激发的避险资金所导致的,考虑到欧债危机在2012年不会迅速结束,因此联储可能并不需要实施新一轮QE就可以继续压低美债利率,当然,做为万全之策,联储也不会贸然关闭QE的大门,而是保持一种相机而动的姿态。

欧洲央行很可能在2012年扩大QE的规模,此前欧洲央行的QE规模十分温和,在面对欧债危机排山倒海的压力下,欧央行已经开始大手笔购进危机国国债,预计今后可能会推出更为明确规模更大的QE计划,但正如前面提到的,大规模量化宽松将损害德国这类优质核心国家的利益,因此欧央行的QE规模最终可能仍会远逊于联储当年的规模。

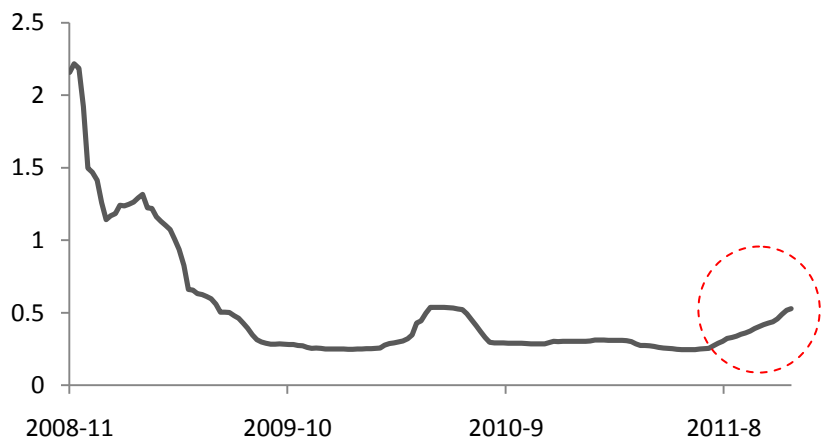
英国央行也很有可能实施新一轮QE,由于不需要像欧洲央行那样顾虑各国立场,英国央行更有可能放手一搏。

3) 联合干预。在2008年金融危机期间,很多金融机构实际上并不是被毒资产杀死,而是被流动性枯竭杀死的,自那之后,主要央行间的国际合作似乎开始变得活跃,随后几年我们多次见到央行

联合向市场提供流动性、联合干预日元、联合降低互换利率等行动。

因此，在 2012 年的某些“关键时刻”，比如市场信心因传闻崩溃时，银行间流动性枯竭时，LIBOR 利率大幅飙升时，某国国债暴跌时，某国汇率剧烈波动时，预计都会见到全球主要央行联合行动的身影，这样的好处是，可以明显缓解金融市场某一时段的恐慌，但坏处是，可能造成市场反向的极端波动，如果已经根据之前的趋势建立了仓位，则将面临亏损风险。

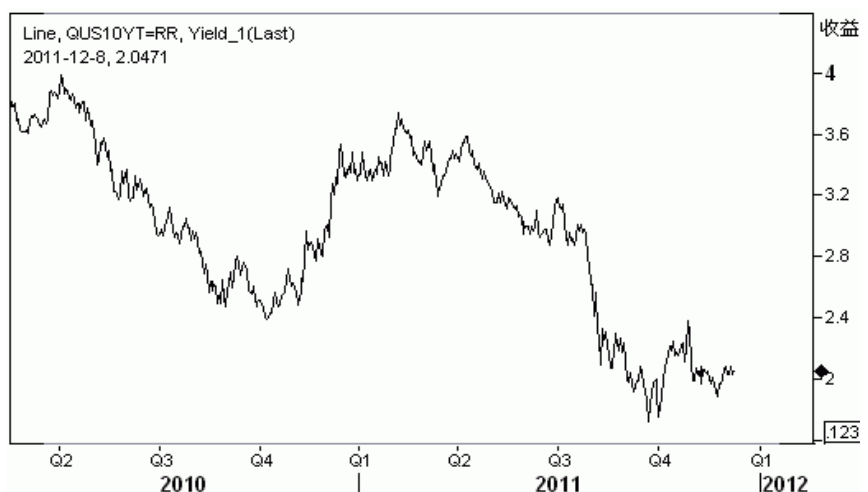
图14: 3个月美元Libor 来源: 彭博



2、债市将分化，看好美债看空欧债

对于外币债券市场而言，2012 年将继续是分化之年，美国国债将一如既往的扮演终极避风港的角色，持续的欧债危机会将大量避险资金推向美国，这将成为决定美债走势的根本因素。

图15: 10年期美国国债收益率 来源: 路透



而联储已经明确承诺会将低利率维持至 2013 年，美国的通胀压力也将逐渐放缓，这些因素都有利于美债利率保持在低水平。

当然，如果出现下述情况，则美债利率也将从历史低点反弹，那就是欧债危机并没有如预期的进一步恶化，而是出现意外缓和，美国经济也出现强劲复苏，导致市场避险情绪消退，以及预期联储可能会提前结束超宽松的货币政策。当然，我们倾向于认为这是小概率事件。

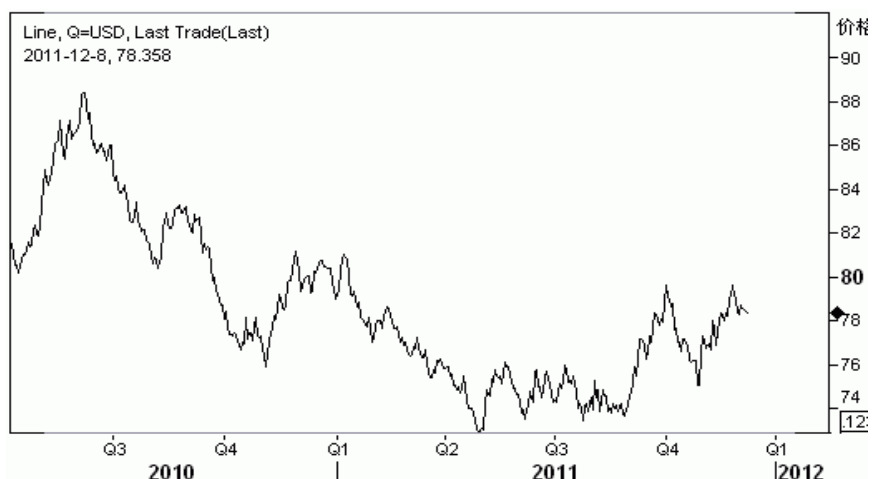
同时我们推荐规避欧洲债券，包括欧洲国家的公债、金融机构债，尽管在经历了大幅下跌后，很多欧洲的债券看起来颇为吸引人，但在欧债危机明显缓和前，买入欧洲债券将是一项高风险投资，欧债危机已使得欧洲国家和机构债面临的系统性风险显著上升，其债券可能面临最终无法清偿的窘境。

3、美元将保持强势，非美货币有普跌压力

1) 美元

在外汇市场方面，鉴于欧债危机在 2012 年进一步恶化的风险，以及欧美经济形势的对比有利于美国，我们认为美元很可能继续保持对欧元的强势，因此我们再次维持看好美元的观点。

图16: 美元指数 来源: 路透



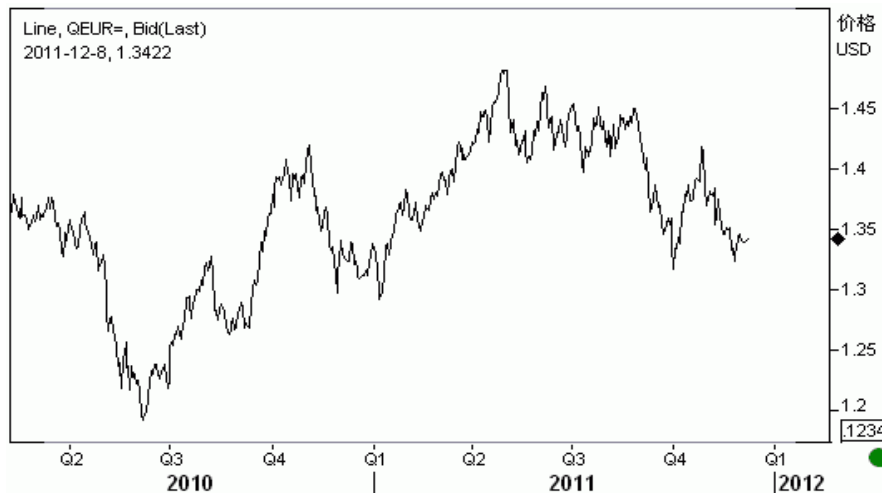
事实上自 2008 年以来，我们并没有追随市场主流看空美元的观点（看空美元几乎成为过去几年间的一种时尚），而是提出了自己的观点，即持续看好、或者至少不看空美元。几年来，美元陷入了一个宽幅振荡区间，美指在 72-90 之间波动，虽然并没有完全验证我们看好美元的观点，但至少使我们免于过度看空美元所带来的策略

风险。

预计在 2012 年上半年，随着欧债危机形势的进一步恶化，全球资金仍将流向美元资产，美指突破 80 关口的概率较大，之后将有较大机会上摸 85，但进入下半年后，不确定性将逐渐浮现，如果欧洲的形势趋于稳定，而美国经济确实出现前高后低的走势的话，则美元能否取得进一步突破犹未可知。

2) 欧元

图17: 欧元/美元 来源: 路透



欧元在 3 季度经历了大幅贬值,但就遭遇债务危机的形势而言,欧元的表现仍然相当强劲,我们怀疑欧元能否在 2012 年继续保持这一趋势,基于看好美元的判断,预计欧元很可能会出现振荡下跌,跌破 1.30 为大概率事件,甚至不排除有跌至 1.20 关口的风险。

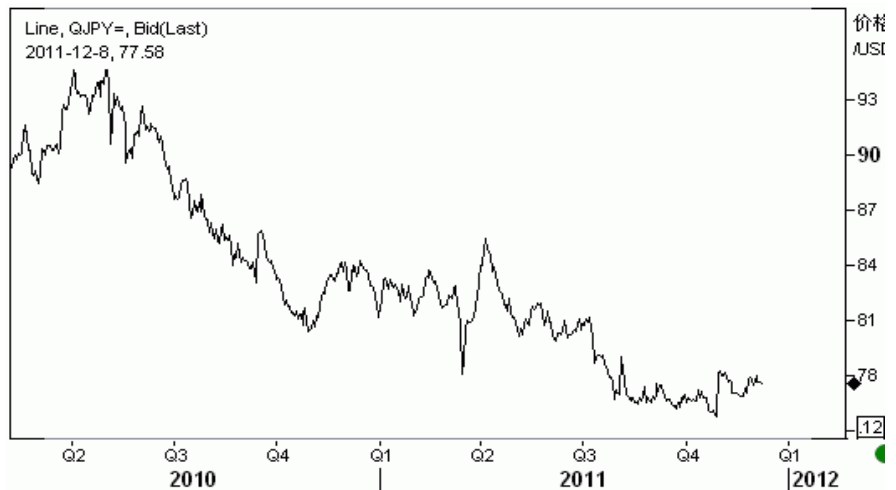
如果真的出现了希腊或其他国家退出欧元区的极端事件,那么欧元在短期内将遭遇重大危机,跌幅深度将超出我们的预期,但某国退出欧元区后,对欧元而言或许将是一个新的起点,因为这将起到利空出尽的作用,届时欧元很可能因边缘国家的退出而具备更高的估值,出现强劲反弹。简而言之,当某国退出欧元区导致欧元暴跌时,我们会认为将是买入欧元的机会。

3) 日元

日元在 2011 年的走势给市场留下了深刻印象,大地震后的剧烈升值,干预后的大幅贬值,以及 3、4 季度对历史高点的不断刷新,都显示出日元“静若处子、动如脱兔”的特点。

而日元兑美元的节节攀升，也进一步奠定了日元做为新晋避险货币的稳固地位，尤其是在瑞郎和欧元挂钩后，日元成为仅次于美元的避险货币，在美元大幅走强的阶段，日元居然对美元依然有小幅上涨。

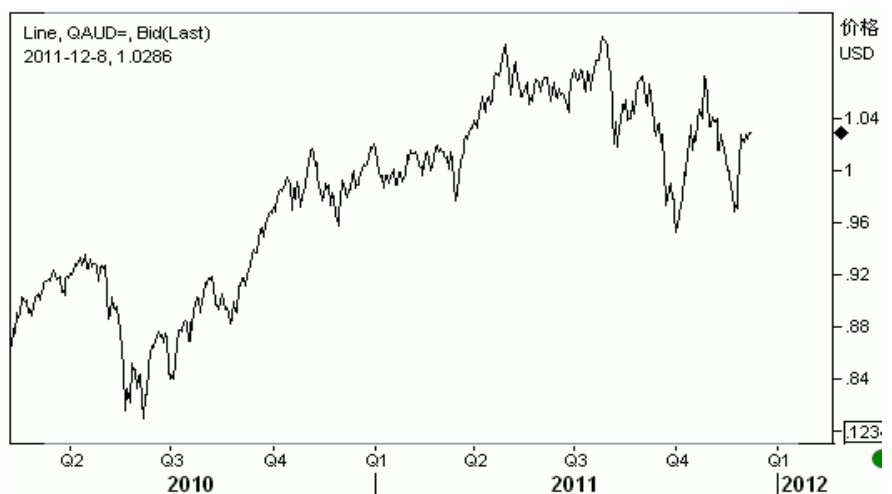
图18: 美元/日元 来源: 路透



预计在 2012 年，只要避险情绪不出现明显消退，日元整体仍会保持强势，甚至不排除兑美元创出历史新高，但日本官方频繁的干预将会限制日元多头的兴趣。预计美元/日元有可能在 74-82 区间内波动，且整体波动区间将低于 2011 年。

4) 澳元

图19: 澳元/美元 来源: 路透



得益于大宗商品价格在年初的强劲上涨，以及澳元自身的高利率优势，澳元在 2011 年表现优异，一度触及 1.1 大关，但随着商品

价格下行，以及澳洲联储进入新的减息周期，澳元在下半年失去上行势头，陷入高位振荡。

由于全球经济在 2012 年进一步放缓已成定局，中国经济也处于下行周期，大宗商品价格料难以抬头，可能会维持振荡甚至有下行压力，这将对大宗商品价格高度敏感的澳元带来负面冲击，而商品市场不振，以及亚太地区经济回落，也将拖累澳洲经济表现，可能促使澳洲联储实施更多的减息举措。因此，预计澳元在 2012 年难创新高，有较大可能出现振荡偏软的走势，不过，鉴于其高利率优势，预计澳元的整体跌幅将小于欧洲货币。

四、人民币将阶段性见顶

1、中国官方不会轻易让人民币贬值

十一月下旬以来，随着美元在国际市场上的大幅走强，人民币即期汇率展开了少有的调整，即期汇率连续触及交易区间下限，中间价也稳中有降，暂别了此前迅猛的升值势头。一时间，有关人民币已进入贬值通道的猜测四起，不过，我们认为人民币的升值趋势并没有结束，这一趋势至少仍会维持到 2012 年上半年。

图 20: CNH (红) 与 CNY 即期汇率 (黑) 来源: 路透



导致人民币连续跌停的技术性原因很多，比如购汇盘较大、套利因素、提前偿还外币贷款、热钱回流等，但根本原因是在内外环境的变化下，市场对人民币的升值前景乃至信心出现了动摇。

我们认为出现这一变化十分正常，在美元走强的大背景下，全

球货币普遍贬值是大趋势，出现对人民币的看空思路是符合逻辑的，此时继续看涨人民币才是不符合逻辑的，同时，中国经济自身的持续放缓，特别是房地产、城投债等风险浮现，也会自然的作用于市场预期。

但由于中国央行牢牢掌握了人民币中间价的主动权，而中间价则决定了日内交易区间，因此，只要中间价保持升值趋势，即使即期汇率每日跌停，人民币依然会持续升值。而考虑到国际政治博弈因素，以及扶持国内市场信心等问题，中国官方不会轻易做出让人民币贬值的决定。

2、三大因素决定人民币汇率走势

展望明年的人民币汇率走势，我们认为以下几点因素将会对汇率政策带来重大影响，甚至可能构成双向波动的基础条件（这里指的双向波动不是几百点的波动，而是上千点的阶段性升贬值）。

欧债危机的恶化程度

首先，欧债危机是否会在2012年上半年急剧恶化。正如我们前面分析的，明年上半年是欧债危机恶化的高风险窗口，一旦出现这种情况，中国的出口势必会受到冲击，决策层必定会对此做出反应。

虽然出口已经不再是中国经济增长的核心动力，压缩顺差和促使经济转型也是政府的既定目标，但如果在短期内出口受到严重冲击，引发就业问题 and 经济波动，这将是决策层所不能接受的，因此我们预计，一旦欧债危机出现上述异常恶化的局面，那么人民币很可能会重新软盯住美元，甚至为了避免追随美元被动大幅升值（美元很可能因避险情绪而大涨），而兑美元出现阶段性贬值，从而提前进入双向波动。

中国经济放缓的幅度

其次，中国经济是“软着陆”还是“硬着陆”。目前来看，中国经济的放缓程度既处在各方都能接受的范围内，也是政府的既定目标，基本上在沿着“软着陆”的轨迹前进，但“硬着陆”的风险并未排除，特别是对房地产行业的调控和城投债到期高峰来临的压力，都有可能引发经济的超预期回落。

虽然在严厉的调控措施下，中国房价已经出现了松动迹象，但迄今为止决策层并没有放松调控的任何迹象，有理由相信强硬的调

控立场将会贯穿明年全年。但受到资金压力及房产滞销的影响，开发商拿地及开工增速已出现明显下降，我们预计在几个月内就有可能出现负增长，这将直接对地方政府的土地财政构成压力，同时也将对房地产的上下游产业构成巨大压力。

图21: 国房景气指数 来源: 万得

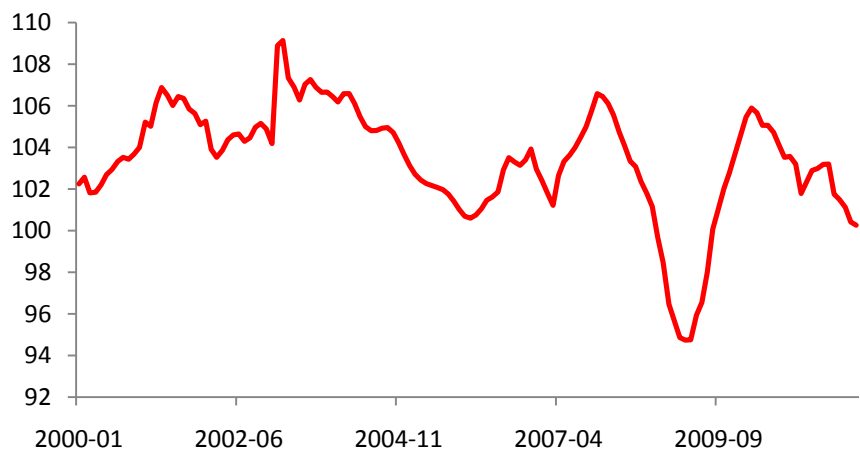
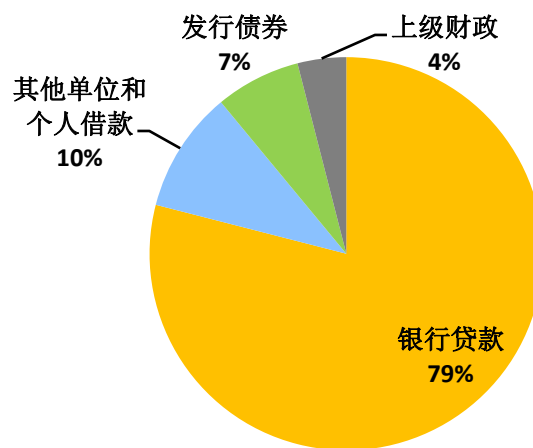


图22: 地方债债权人结构 来源: 万得



而大量的城投债都是以地方政府的未来财政收入做为担保的，因此一旦土地收入不能跟进，随着第一轮还款高峰期的来临，城投债的风险将会明显上升，银行的呆坏账压力也会上升。如果中央政府不能在还款高峰期来临前，在全国范围内推出有效的城投债缓和举措（如发行地方债或展期等），再结合房地产转冷对上下游产业的负面作用，那么中国经济硬着陆的风险将是现实的。

届时，做为应急举措之一，我们相信决策层不会允许人民币继

续大幅升值，以此来保证外贸行业的就业保持平稳，并在一定程度上抵消其他经济部门下滑的负面冲击。

再次，中美间的政治博弈可能会再度升温。人民币在国际上从来就不是一个单纯的经济问题，夹杂了太多的政治博弈，而美国对人民币的政治压力始终是无法忽视的一个重要因素。

我们预期明年来自美国的压力将会再度加大，一方面是因为明年是美国的大选年，各个党派都会将人民币汇率做为竞选的筹码之一，并为目前糟糕的就业形势寻找替罪羊；另一方面是，虽然美国的经济迄今远好于欧洲，但如果欧债危机持续不断，即使没有出现急剧恶化，也会对美国经济带来负面压力，因此明年美国经济很可能呈现前高后低的走势，经济复苏受阻将会加大美国对华施压的力度。

在上述多重因素的影响下，我们预期明年人民币仍有升值空间，可能见到 3%左右的涨幅，但很难维持今年这种单边升值的走势，进入双向波动的概率将大幅上升，而对人民币升值速度与空间具有决定性影响的，将是前两个因素，来自美方的政治因素将会构成阶段性干扰。

整体而言，除非世界经济出现意外的强劲复苏（这种可能性看来相当小），否则，人民币经过汇改以来的 6 年升值进程，很可能在明年接近其阶段性的均衡价值所在，预计 6.10 附近将成为明年的天花板。

招银专题分析报告

2011年12月9日
总第85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。