

欧债危机影响不容小视

(2011 年 11 月 21 日)

要点:

- 美国通胀压力进一步缓解，就业及房地产市场出现好转，经济呈现改善迹象，但前景仍不明朗。
- 欧洲债务危机持续恶化，欧洲经济增长乏力，衰退风险犹在。日本经济有所反弹，实际 GDP 近四个季度以来首次录得正增长，但面对全球经济增长的疲软，未来经济前景仍不容乐观。
- 国内方面，房地产调控效果持续显现，房价开始回落。当前全国房价拐点隐约浮现，但拐点的最终确立有赖于调控政策的持续和深入。在保障房市场还不完善，房地产调控的长效机制尚未形成之时，行政性的调控措施一旦放松，前期努力将前功尽弃。因此，“房地产一系列的调控措施，决不可有丝毫动摇”。
- 近来，欧洲债务危机愈演愈烈，对我国的影响不容小视。首先，欧债危机通过贸易渠道影响中国出口。其次，欧债危机通过金融渠道影响资本流入。再次，欧债危机通过信心渠道影响资本市场。最后，欧债危机会对我国外汇储备资产造成账面损失。三季度，欧债危机导致中国外汇储备资产损失高达 879 亿美元。

• 宏观经济研究团队

胡新智 付兵涛
范俊林 王静文
李新祯 李 莉
袁 江 韩 蓓
杨 伟

• 联系方式

010-85107803
macroabc@163.com

• 近期研究

2012 年投资将保持较快增长
(宏观经济周评, 20111114)

从广交会看明年出口走势
(宏观经济周评, 20111107)

政策如何预调微调 (宏观经济周评, 20111031)

声明:

本报告中的数据 and 信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略规划部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

欧债危机影响不容小视

美国通胀压力进一步缓解，就业及房地产市场出现好转，经济呈现改善迹象，但前景仍存不明朗。欧洲债务危机继续恶化，欧洲经济复苏乏力，衰退风险犹在。日本经济有所反弹，实际 GDP 近四个季度以来首次录得正增长，但面对全球经济增长的疲软，未来日本经济前景仍不容乐观。国内房价开始回落，资本流入大幅下降。

美国经济呈现改善迹象，但前景仍不明朗。美国商务部上周二公布，受电子、电器商品销量以及网络销量增加的推动，美国10月份零售销售表现好于预期。数据显示，美国10月零售销售3976.7亿美元，环比上升0.5%，此前市场预期为上升0.3%；剔除汽车、汽油和建材后的零售销售环比上升0.7%，创7个月以来最大增幅；电子及电器商品销售环比大幅上升3.7%，为近两年以来最大环比增幅。销售数据显示出美国消费者在节假日到来前夕消费意愿强烈。随着感恩节、圣诞节等西方隆重节日的到来，预计美国零售销售数据将继续向好。10月份，美国工业产出增长超预期。美联储上周三公布，受制造业产值增长推动，美国10月份工业产出环比增长0.7%，9月份工业产出修正后为下降0.1%，初步数据为增长0.2%。美联储的报告还显示，10月份工业的开工率为77.8%，高于9月份的77.3%。纽约联储上周二公布的数据显示，

11月份纽约州制造业指数升至0.61，这是该指数今年5月份以来首次为正值。费城联储上周四公布，11月份辖区内制造业商业景气指数从10月的8.7降至3.6，但针对未来六个月商业状况的预期指数飙升至41.9。

美国通胀压力进一步缓解。美国劳工部上周二公布数据显示，经季节性因素调整后美国10月份PPI较9月份下降0.3%，为今年6月份以来环比首次下降；与上年同期相比，10月PPI上升5.9%；剔除食品及能源的核心PPI与9月份持平。10月份CPI也有所下降。劳工部上周三公布，因汽油等能源商品价格下滑，经季节调整后的10月份CPI环比意外下降0.1%，为近四个月以来首次下滑；从同比来看，10月份CPI上涨3.5%。剔除食品和能源后的核心CPI环比上升0.1%，同比上升2.1%，符合市场预期。一并公布的数据还显示，美国10月实际收入环比上升0.3%，增幅高于预期。

美国房地产市场有所改善，但总体依然疲软。美国抵押贷款银行协会（MBA）上周三公布，因再融资需求降温，11月11日当周美国抵押贷款申请活动指数环比大幅下降10.0%。美国住宅建筑协会上周三公布，美国11月建筑商信心上升至18个月以来的最高点；11月美国房价指数上升至20，是2010年5月以来的最高值。美国商务部上周四公布，美国10月新屋开工总数年化为62.8万套，较9月份的63万套环比下降0.3%，好于市场预期的60.3万套；10月营建许可总数为65.3万套，较9月份的58.9万户环比大幅上升10.9%，创2010年3月以来最高水平。营建许可大幅上升，表明长期以来处于低迷当中的住房市场可能正在企稳。

美国就业市场出现好转。美国劳工部11月17日公布，美国11月12日当周首次申请失业金人数减少5000人，至38.8万，为今年4月2日当周以来的最低水平。同时，美国11月12日当周首次申请失业金人数四周均值下降4000人，至39.675万，近七个月来首次降至40万以下。此外，截止11月5日当周，持续申请失业金人数减少5.7万人，至360.8万，创2008年9月以来最低水平。

美国工业产出的增长、就业及房地产市场的改善，表明美国经济前景有所改善，经济陷入衰退的风险已经下降。但是，由于欧债危机恶化以及全球经济复苏乏力，美国经济近期的复苏势头能否持续仍有待进一步观察。

欧洲经济增长乏力，衰退风险犹在。欧盟统计局 11 月 14 日公布，欧元区 9 月工业产出环比下降 2.0%，为 2009 年 2 月以来最大降幅，同比上升 2.2%，创 2009 年 12 月以来最大增幅。分国别来看，欧洲三大经济体的工业产出环比降幅尤为明显。9 月德国和法国的工业产出分别下降 2.9% 和 1.9%，意大利工业产出下滑 4.8%。欧盟统计局 11 月 15 日数据显示，欧元区三季度 GDP 环比上升 0.2%，与预期及上月公布值持平。分国别来看，核心国家德国与法国经济表现尚可，但非核心国家经济表现疲软。今年三季度，德国 GDP 环比增长 0.5%；法国 GDP 环比增长 0.4%；西班牙和比利时经济陷入停滞；而荷兰 GDP 下降 0.3%；葡萄牙 GDP 下降 0.4%。

欧元区 9 月份进出口增幅有所下降。欧盟统计局 11 月 15 日公布，

欧元区 9 月未经季节调整的出口同比上升 10%，增幅比 8 月份下降 4 个百分点；进口环比上升 8%，增幅比 8 月份下降 3 个百分点。欧元区 9 月未经季节调整的贸易收支从 8 月的赤字 44 亿欧元转为盈余 29 亿欧元。意大利国家统计局 11 月 15 日公布，意大利 9 月出口环比上升 10.3%，进口环比上升 3.6%，季调后贸易赤字较去年同期收窄至 18.40 亿欧元。法国央行 11 月 14 日公布，法国 9 月经常帐户赤字从 8 月修正后的 24 亿欧元扩大至 40 亿欧元。

欧洲通胀压力犹存。欧盟统计局 11 月 16 日公布，欧元区 10 月 CPI 终值环比上升 0.3%，10 月份初值为上升 0.8%；10 月份 CPI 终值同比上升 3.0%，为 2008 年 10 月以来最高水平。剔除能源、食品、烟酒后的核心 CPI 终值环比上升 0.3%，终值同比上升 1.6%。意大利统计局 11 月 16 日公布，意大利 10 月 CPI 终值环比上升 0.6%，增幅创 16 年（1995 年 6 月以来）最高水平；10 月 CPI 终值同比上升 3.4%，创 2008 年 10 月以来最大升幅。英国央行 11 月 16 日公布三季度通胀报告，下调经济增长及通胀预期。报告称，通胀目前可能处在“峰值”附近；未来两年通胀更可能处在目标水平下方的 1.3% 附近，未来两年 GDP 年率增速将为 3.1% 左右。德国联邦统计局 11 月 18 日公布，10 月 PPI 环比上升 0.2%，同比上升 5.3%。

欧债危机继续恶化。上周二，意大利 10 年期国债收益率重新回到 7% 上方；西班牙上周二出售 12 个月和 18 个月国库券的支付收益率达到 1997 年以来最高。此外，当日西班牙 10 年期国债收益率触及 6.35%，为 1997 年来最高水平。法国 10 年期国债收益率上周四继续攀升，与

德国的 10 年期国债收益率差值突破 200 个基点。此外，穆迪 16 日下调了德国 10 家银行的优先债务和存款评级。欧债危机愈演愈烈对市场信心形成了持续打击。德国智库 ZEW 11 月 15 日公布，德国 11 月 ZEW 经济景气指数连续第九个月下滑，至 -55.2，创 2008 年 10 月以来最低。17 日公布的数据显示，瑞士 11 月 ZEW 投资者信心指数降至 -64.3，为 2008 年 12 月以来最低水平，且最近 7 个月中的第 6 次出现下降。同时，瑞士 11 月 ZEW 经济现况指数亦大幅恶化，从 10 月的 11.4 跌至 -4.8。

欧洲债务危机的恶化进一步增加了经济前景的不确定性。经合组织（OECD）11 月 14 日公布的数据显示，OECD 成员国 9 月（综合）领先指标连续第七个月下跌，跌至 100.4，创下 2009 年 12 月以来的最低。

日本经济有所反弹，但前景仍不容乐观。11 月 14 日公布的官方数据显示，日本第三季度实际 GDP 环比增长 1.5%，为四个季度以来首次录得正增长。日本第三季度实际 GDP 初值年化季率上升 6.0%，第二季度为下降 2.1%。虽然第三季度经济有所反弹，但外部形势的不确定性可能导致日本四季度经济增长放缓。日本经济产业省 11 月 14 日公布，9 月工业产出修正值较前月下降 3.3%，初值为下滑 4.0%。9 月产能利用率指数较上月下滑 3.6% 至 85.8，为五个月来首度下降。日本央行 11 月 16 日决定维持隔夜利率目标在 0-0.1% 不变，未宣布新的货币放宽举措，但调降经济增长预估。日本央行 11 月 17 日公布的月

度经济报告显示，受海外经济增速放缓、日元升值以及泰国洪灾等因素影响，日本的出口和产出增长可能暂时持平，之后再恢复温和上升。因海外经济放缓且泰国严重洪灾造成冲击，出口前景充满高度不确定性。

国内方面，房地产调控效果持续显现，房价开始回落。统计局上周五公布10月份70大中城市住宅销售价格变动情况。统计数据显示，与9月相比，全国70个大中城市新建商品住宅价格下降的城市有34个，持平的城市有20个，环比价格下降的城市比9月份增加了17个。环比价格上涨的城市中，涨幅均未超过0.2%，其中，京沪穗深4个城市的新建商品住宅价格环比分别下跌0.1、0.3、0.2、0.1个百分点。房价环比下降城市大幅增加，表明房地产调控效果持续显现。虽然房价有所下降，房价理性回归尚需时日¹。当前全国房价拐点隐约浮现，但拐点的最终确立有赖于政策的持续和深入。在保障房市场还不完善，房地产调控的长效机制尚未形成之时，行政性的调控措施一旦放松，前期努力将前功尽弃。因此，“房地产一系列的调控措施，决不可有丝毫动摇”。

国家外汇局15日公布数据显示，三季度，经常项目顺差578亿美元，资本和金融项目顺差（含净误差与遗漏）339亿美元，国际储备资产增加917亿美元，其中，外汇储备资产增加921亿美元。从三季度的资本和金融项目数据来看，国际资本流入大幅减少。三季度资本和金融项目顺差339亿美元，而二季度我国资本和金融项目顺差（含净误差与遗漏）高达835亿美元，三季度资金流入锐减60%。这表明，

¹参见“房价理性回归尚需时日”，中国农业银行战略规划部《宏观经济周评》，2011年9月26日。

在国际金融市场动荡加剧的情况下，资金避险情绪加剧，短期资本流入有所减缓。

今年下半年以来，欧洲债务危机逐渐从边缘国家向核心国家扩散，从公共财政领域向银行体系扩散，引发全球金融市场大幅动荡，冲击实体经济。我国虽远离欧洲，但是欧洲债务危机对我国的影响不容忽视。

首先，欧债危机通过贸易渠道影响中国出口。欧盟目前是我国第一大贸易伙伴和最大的出口市场，对欧盟出口占我国出口总额的比重约 20%，欧债危机如果进一步拖累欧洲经济，将会严重影响我国对欧洲的出口。海关总署公布的数据显示，9、10 月，我国对欧盟出口额同比增速已降到个位数，分别为 9.8%和 7.5%，大大低于 8 月份 22.3%的对欧出口增速，欧洲债务危机对中国出口的影响已经开始显示。而且，欧洲债务危机对全球实体经济的冲击也可能影响我国对其他国家的出口。此外，债务危机导致的经济增速放缓可能引发贸易保护主义。债务危机的爆发使得欧元区经济增长前景变得更加黯淡，多种社会矛盾集中显现，经贸问题政治化可能性增加。这意味着作为欧元区最重要的净出口国，中国无疑会成为欧元区国家实施贸易保护主义的对象。根据商务部数据，2011 年 1-9 月，我国遭受贸易救济调查案件已有 50 起，涉案金额达 30 亿美元。

其次，欧债危机通过金融渠道影响资本流入。欧债危机将导致全球避险情绪上升，资金流入意愿下降。此外，欧洲债务危机的恶化，

使得欧洲原本在全球各地的资金有回流欧洲救急的需要。在这些因素下，一些资金会流出中国。外管局 15 日公布的最新数据显示，三季度我国资本流入大幅锐减。商务部最新公布的数据显示，今年 1-10 月，欧盟 27 国对华实际投入外资金额为 55.08 亿美元，仅增长 1.05%，增速比 2010 年（10.71%）明显下降。此外，债务危机引发的银行危机将影响我国企业，特别是海外中资企业从境外金融机构获得贷款的规模。

再次，欧债危机通过信心渠道影响资本市场。欧洲债务危机不仅影响实体经济，而且打击投资者的信心。自从欧洲债务危机爆发以来，债务危机的演变牵动着全球资本市场的神经，内地资产市场也未能幸免。近期 A 股市场的大幅波动与欧洲债务危机的演变有很大关系。

最后，欧债危机对我国外汇储备资产造成账面损失。欧洲债务危机的恶化，使得欧元面临较大的贬值压力。三季度欧元兑美元累计贬值 7.8%，其中 9 月份贬值达 6.1%。欧元的贬值将会对我国外汇储备造成汇兑损失。根据央行公布的最新数据，9 月末我国余额为 32016.83 亿美元，比二季度仅增加 42 亿美元。外管局公布三季度我国国际收支平衡表初步数据显示，三季度外汇储备资产增加 921 亿美元（不含汇率、价格等非交易价值变动影响）。这意味着，由于价格以及汇率变化等因素，导致三季度我国以美元计价的外汇储备减值达 879 亿美元。

附 1：宏观经济主要数据概览

		10-10	10-11	10-12	11-1	11-2	11-3	11-4	11-5	11-6	11-7	11-8	11-9	11-10
国内生产总值 自年初累计														
GDP	人民币, 十亿			39798			9631.1			20445			32069	
	同比增长, %			10.3			9.7			9.6			9.40	
工业生产 当月														
增加值	同比增长, %	13.1	13.3	13.5	14.90	14.80	13.40	13.3	15.1	14.0	13.5	13.8	13.2	
其中: 轻工业	同比增长, %	12.9	12.7	13.0	13.10	12.80	11.90	12.9	13.9	12.8	13.4	12.8	12.1	
重工业	同比增长, %	13.2	13.6	13.7	15.60	15.60	14.00	13.5	15.6	14.5	13.5	14.3	13.7	
消费 当月														
消费品零售	人民币, 十亿	1429	1391	1533	1525	1377	1359	1365	1470	1457	1441	1471	1586	1655
	同比增长, %	18.6	18.7	19.1	19.9	11.6	17.4	17.1	16.9	17.7	17.2	17.0	17.7	17.2
其中: 城镇	人民币, 十亿	1240	1205	1326	1326	1192	1180	1185	1277	1258	1249	1278	1354	1436
固定资产投资 自年初累计														
固定资产投资	人民币, 十亿	18756	21070	24141		1744	3947	6272	9025	12457	15242	18061	21227	24137
	同比增长, %	24.4	24.9	24.5	24.9	25.0	25.4	25.8	25.6	25.4	25.0	24.90	24.9	
房地产投资	人民币, 十亿	3807	4270	4827		425	885	1334	1874	2625	3187	3778	4422	4992
	同比增长, %	36.5	36.5	33.2	35.2	34.1	34.3	34.6	32.9	33.6	33.2	32.00	31.1	
外商直接投资 自年初累计														
实际利用金额	美元, 十亿	82.00	91.71	105.74	10.03	17.82	30.34	38.80	48.03	60.89	69.19	77.63	86.68	95.01
	同比增长, %	15.7	17.7	17.4	23.4	27.1	29.4	26.0	23.4	18.4	18.6	17.7	16.6	15.9
外贸 当月														
出口	美元, 十亿	136.0	153.3	154.2	150.7	96.7	152.2	155.7	157.2	161.2	175.1	173.3	169.7	157.5
	同比增长, %	22.9	34.9	17.9	37.7	2.4	35.8	29.9	19.4	17.9	20.4	24.5	17.1	15.9
进口	美元, 十亿	109.1	131.0	141.1	144.3	104	152	144.3	144.1	139.7	143.6	155.6	155.2	140.5
	同比增长, %	25.6	37.7	25.6	51.0	19.4	27.3	21.8	28.4	17.9	22.9	30.2	20.9	28.7
贸易差额	美元, 十亿	27.1	23.0	13.1	6.5	-7.5	0.08	11.4	13.0	22.2	31.5	17.8	14.5	17.0
通货膨胀 当月														
居民消费价格指数	同比, %	4.4	5.1	4.6	4.9	4.9	5.4	5.3	5.5	6.4	6.5	6.2	6.1	5.5
商品零售价格指数	同比, %	3.9	4.7	4.1	3.7	4.3	4.6	4.7	4.9	5.8	6.1	6.0	6.0	5.3
工业品出厂价格指数	同比, %	5.0	5.1	5.9	6.6	7.2	7.3	6.8	6.8	7.1	7.5	7.3	6.5	5.0
货币														
M0	人民币, 十亿	4165	4225	4463	5806	4727	4485	4549	4460	4448	4518	4578	4715	4660
	同比增长, %	16.6	16.3	16.7	42.5	10.3	14.8	14.7	15.4	14.4	14.3	14.7	12.7	11.9
M1	人民币, 十亿	25330	25940	26662	26176	25920	26626	26677	26928	27466	27055	27339	26719	27660
	同比增长, %	22.1	22.1	21.2	13.6	14.5	15.0	12.9	12.7	13.1	11.6	11.2	8.9	8.4
M2	人民币, 十亿	69980	71030	72585	73388	73613	75813	75738	76339	78082	77292	78085	78741	81680
	同比增长, %	19.3	19.5	19.7	17.2	15.7	16.6	15.3	15.1	15.9	14.7	13.5	13.0	12.9
金融机构存款	人民币, 十亿	70279	70878	71824	71283	72602	75284	75620	76733	78643	77973	78680	79410	79210
	同比增长, %	19.8	19.6	20.2	17.3	17.6	19.0	17.3	17.1	17.6	16.3	15.5	14.2	13.6
金融机构贷款	人民币, 十亿	46870	47439	47920	48350	48887	49474	50210	50769	51403	51894	52243	52913	53500
	同比增长, %	19.3	19.8	19.9	18.5	17.7	17.9	17.5	17.1	16.9	16.6	16.4	15.9	15.8
贷款利率	一年期, %	5.56	5.56	5.81	6.06	6.06	6.06	6.31	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56	6.56
存款利率	一年期, %	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
汇率(期末)	人民币/美元	6.691	6.676	6.623	6.589	6.575	6.556	6.499	6.485	6.472	6.442	6.3867	6.3549	6.3233

数据来源: Wind 资讯、Bloomberg、农业银行战略规划部

附2：金融市场主要数据概览

指数名称	收盘	涨跌幅(%)				
		最近一周	最近两周	最近一月	2011年至今	2010年至今
主要股指						
上证指数	2416.56	-2.60	-4.42	4.28	-13.94	-25.5
深成指	10025.17	-3.78	-6.30	3.38	-19.53	-25.9
道琼斯工业平均指数	11796.16	-2.94	-1.56	-0.11	1.89	11.5
标准普尔500指数	1215.65	-3.81	-3.00	-1.83	-3.34	7.3
FT100	5362.94	-3.29	-2.97	-2.29	-9.10	-2.5
东京日经225指数	8374.91	-1.64	-4.85	-3.50	-18.13	-21.4
香港恒生指数	18491.23	-3.38	-6.81	2.58	-19.73	-15.3
利率						
3个月LIBOR	0.4878	6.68	11.49	19.21	61.08	91.8
3个月SHIBOR	5.655	0.01	-0.86	0.56	22.31	208.8
汇率						
美元/人民币	6.3551	0.20	0.24	-0.45	-3.81	-6.9
欧元/人民币	8.5761	-0.98	-2.05	-2.19	-2.80	-12.3
美元指数	78.023	1.40	1.38	1.15	-1.27	0.6
欧元/美元	1.3525	-1.64	-1.94	-1.65	1.05	-5.6
国际原油						
伦敦期货	107.56	-5.78	-3.94	-3.23	13.52	34.2
纽约期货	97.67	-1.33	3.62	10.14	6.88	19.8
有色金属						
铜	7525	-1.49	-4.38	5.32	-21.61	0.3
铝	2110	-2.41	-1.40	-0.71	-14.57	-6.9
农产品						
小麦	598.25	-3.00	-6.05	-5.34	-24.68	7.3
玉米	610.25	-4.42	-6.94	-6.01	-2.98	45.8
大豆	1168.25	0.19	-3.65	-3.63	-16.18	11.3
秦皇岛动力煤						
山西优煤	850.00	-0.58	-0.58	-1.16	8.28	9.0
山西大混	745.00	-0.67	-0.67	-1.32	7.97	11.2
焦煤	1420.00	0.00	0.00	0.00	4.03	5.2
黄金	1723.95	-3.62	-1.75	3.99	21.34	57.1
钢铁	4366	0.74	1.70	-1.24	-5.72	14.3
波罗的海干散货指数	1895	3.27	6.22	-11.28	6.88	-39.6

注：本数据报告日期为2011年11月18日，其中LIBOR以美元计价，SHIBOR以人民币计价。美元指数为纽约期货交易所DXY美元即期收盘价；原油价格单位为美元/桶；黄金为国际黄金现货价格，单位为美元/盎司；钢为螺纹钢（25毫米）各城市平均价，铜、铝为伦敦金属交易所LME3个月期货价格，美元/吨；小麦、玉米、大豆为芝加哥商品交易所期货价格，单位为美分/蒲式耳。

数据来源：Wind资讯、Bloomberg、农业银行战略规划部

本报告中的数据和信息均来自于公开资料，但不保证这些数据和信息的准确性与完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告的版权为中国农业银行战略规划部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。