

No. 1213

研究报告

IMI

2012 年 11 月份 国际经济金融形势评论

曹 彤 曲双石



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

2012 年 11 月国际金融形势评论

曹彤 曲双石¹

美国金融形势评论

11 月，受飓风桑迪影响，美国经济数据有喜有忧，但总体仍以继续回暖为基调。

就业方面，美国劳工部数据显示，10 月份美国非农就业人数环比增长 17.1 万，劳动参与率由 63.6% 升至 63.8%。同时，8 月、9 月数据共向上调整 8.4 万。但强劲的就业报告中仍存三点不足：一是失业率由 7.8% 升至 7.9%；二是平均失业期由 39.8 周升至 40.2 周，为去年 12 月以来最高；三是平均时薪环比零增长，同比仅增长 1.6%，低于通胀率。

房地产方面，美国房屋销售、房价和建筑活跃度的增长都表明市场已开始改善。美国商务部数据显示，9 月份美国新屋销量环比增长 5.7%、同比大涨 27.1%，季调并年化总量增至 38.9 万幢，创 2010 年 4 月针对首次购房者税务抵扣政策开始实施以来新高。同时，新屋售价中位值同比大幅攀升 11.7%。10 月份美国新屋开建量环比增 3.6%，季调并年化总量增至 89.4 万幢，创 2008 年 7 月以来新高；全美住宅建筑商协会（NAHB）报告显示，因廉价房和提前止赎房屋供应减少从而对新屋需求增加，11 月美国 NAHB 房价指数升至 46.0，为连续第七个月上升，创 2006 年 5 月以来最高。

消费方面，美国商务部数据显示，9 月份美国居民消费开支环比增长 0.8%，创今年 2 月以来最大。个人收入环比增长 0.4%，创今年 3 月以来最大；汤森路透集团和密歇根大学联合发布的消费者信心报告显示，11 月消费者信心指数由 82.6 升至 84.9，创 5 年来新高。

制造业方面，美国供应管理协会数据显示，10 月份美国 ISM 制造业指数由 51.5 微增至 51.7，超过预期的 50.5；美国商务部数据显示，9 月份美国工厂订单月率上升 4.8%，扣除国防的工厂订单月率上升 4.4%，均创去年 3 月以来最大升幅。

外贸方面，美国商务部数据显示，9 月份美国贸易赤字由 438 亿美元大幅下降 5.1% 至 415 亿美元，创 2010 年 12 月以来最低。美国对欧洲、中国出口虽放缓，但南美、中美洲新兴市场对美国产品需求却不断增长。9 月份美国出口在大豆、燃料、民用飞机等众多领域均实现增长。

尽管近期美国经济数据靓丽，且奥巴马成功连任消除了美国经济一大不确定性，但步步紧逼的财政悬崖仍是短期内全球最大经济风险，避免财政悬崖成为目前摆在奥巴马面前的最大任务。市场担心，一旦国会无法在期限内达成妥协方案，美国将面临短期违约风险，财政紧缩将抵消宽松货币政策在经济复苏中的作用，失业率将再度飙升，经济将面临严重衰退，并对全球经济构成冲击。美国国会预算办公室研究报告显示，若财政悬崖成为现实，明年美国经济将衰退 0.5%，失业率将升至 9.1%。

但目前两党分歧主要在于是否对富裕群体增税，并未如想象般巨大，双方最终极有可能达成妥协。去年夏季两党财政僵局的背景是美国经济极度疲软，双方在经济发展理念上对峙严重。而且，当时正值美国总统大选前夜，共和党不遗余力给奥巴马连任制造障碍，而提高债务上限问题就适时成为共和党手中最有力的武器。但目前美国经济回暖迹象明显，几乎是发达国家中惟一点亮；奥巴马刚获连任，态度将更加强硬；共和党失去比想象中更多的参议院席位，且民调显示若双方无法就避免“财政悬崖”达成协议，更多的美国人将指责共和党

¹ 曹彤，中国人民大学国际货币研究所联席所长、中国进出口银行副行长

曲双石，中国人民大学国际货币研究所副研究员、国务院发展研究中心助理研究员

而非奥巴马。这将迫使共和党与民主党实现合作。事实上，奥巴马及共和党领袖均已释放了妥协信号，两党协商态度十分积极。

然而，即使双方此次在财政悬崖问题上达成妥协，未来仍将面临新的财政问题。美国目前的困境是债务激增而经济增长缓慢，短期内恐怕无法找到有效解决办法。美国财政部数据显示，2012 财年（截至 9 月 30 日）美国联邦政府财政赤字为 1.089 万亿美元，为连续第四个财年跨过万亿美元大关；10 月份，即联邦政府 2013 财年第一个月，预算赤字为 1200 亿美元，同比上升 22%，其中支出同比上升 16.4%至 3043 亿美元；美国财政部已于 10 月底宣布计划于今年 10 月到明年 3 月底间发行 6300 亿美元净适销债券。种种迹象显示美国“寅吃卯粮”的财政习惯短期内不会改变。

欧洲金融形势评论

欧洲经济陷入衰退，债务问题未获缓解，德、法等欧元区核心国难以独善其身。

欧盟统计局数据显示，三季度欧元区 GDP 环比下滑 0.1%、同比下滑 0.6%，而二季度区 GDP 环比下滑 0.2%、同比下降 0.5%。GDP 连续两个季度萎缩表明欧元区已正式步入四年来第二场经济衰退。此外，欧元区中原本经济表现良好的国家也在三季度出现萎缩，如荷兰 GDP 环比大跌 1.1%，奥地利 GDP 环比下滑 0.1%；债务方面，欧盟统计局数据显示，截止二季度末欧元区政府债务占 GDP 比重由 88.2%升至 90%，创 1999 年欧元启动以来新高，并高于去年同期的 87.1%。

就业方面，欧盟统计局数据显示，9 月份欧元区失业人口达 1849 万，失业率攀升至 11.6%，创历史新高；欧盟失业人口升至 2575 万，失业率升至 10.6%。其中，西班牙、希腊失业率分别高达 25.8%与 25.1%。此外，欧元区 25 岁以下年轻人失业率升至 23.3%，欧盟年轻人失业率升至 22.8%。其中，希腊、西班牙年轻人失业率分别高达 55.6%和 54.2%。

实体经济方面，Markit 数据显示，10 月份欧元区综合 PMI 降至 45.7，为连续第 9 个月低于 50，并创 2009 年 6 月以来新低。其中服务业 PMI 降至 46.0，制造业 PMI 降至 45.4，为连续第 15 个月低于 50。PMI 数据表明，欧元区经济衰退程度进一步加深。此外，欧盟统计局数据显示，受资本商品和非耐用消费品产出拖累，9 月份欧元区工业产出月率下降 2.5%，年率下降 2.3%。

同时，随着欧债危机持续发酵及全球增长放缓，德、法等欧元区核心国家经济状况也极不乐观，已无法独善其身。

德国方面，德国经济研究所 Ifo 数据显示，10 月份德国 Ifo 商业景气指数降至 100.0，为连续第 6 个月下滑。其中现状指数降至 107.3，表明企业对当前经济形势非常不满。

就业方面，德国联邦劳工局数据显示，该国 10 月份季调后失业人数增至 293.7 万，失业率升至 6.9%，为该国失业率三年来首次出现环比上升。

实体经济方面，Markit 数据显示，10 月份德国综合 PMI 降至 47.7，服务业 PMI 降至 48.4，制造业 PMI 降至 46.0，为连续第 8 个月萎缩；德国经济部数据显示，9 月份德国季调后工业产出月率下降 1.8%，经工作日调整后年率下降 1.2%。其中，制造业产出月率下降 2.3%，资本商品产出下降 3.5%。

法国方面，自 2008 年以来，其公共债务规模急剧扩大，IMF 预计，2012 年法国债务占 GDP 之比将达 90%，2014 年将达 92.9%。继标普于 1 月 13 日将其 AAA 评级降至 AA+，评级展望为负面后，11 月 20 日，穆迪又将其主权信用评级由 Aaa 下调一档至 Aa1，评级展望同为负面。本次降级原因有三：一是法国经济正持续失去竞争力，劳动力和商品及服务市场僵化；二是法国政府财政前景不确定性增加，其设定的在 2016 年前实现结构性赤字平衡，2017 年将实际赤字占 GDP 之比降至 0.3%的预算目标过于乐观；三是法国经济受到来自欧债危机的

持续冲击，导致该国在经济增长、财政状况及融资成本等方面充满不确定性，且该国在欧债危机中风险敞口持续扩大。而且，法国无法指望依赖 ESM/EFSF 解决其财政问题，因为在对欧元区高负债成员国逐一施救后，其救助资金已所剩无几。此外，法国评级被不断调降也必将影响德国等其他欧元区核心国家的评级。

希腊通过紧缩措施及预算法案，但获得救助贷款仍困难重重。

希腊近期主要任务是争取欧盟和 IMF 发放下一笔 315 亿欧元救助贷款。11 月 8 日和 12 日，希腊议会接连通过了 135 亿欧元的新紧缩措施与 2013 年预算案。这两项法案的批准虽满足了获取贷款的先决条件，但目前欧盟与 IMF 分歧严重，IMF 认为到 2020 年希腊债务水平应降至 GDP 的 120%，欧盟委员会则认为应将该目标放宽至 125%。此外，希腊申请将实现财政目标时间延长两年至 2016 年也遭遇较强反对。各方严重分歧导致该笔本应于今年 6 月发放的救助款继续被拖延下去。由于无法及时获得贷款，希腊不得不通过紧急国债拍卖以满足迫在眉睫的资金需求。

IMF 持严厉态度本无可厚非，因为希腊此前财政紧缩进程早已偏离接受援助时预算规划的既定目标，且每次改变规则都令此后救助代价更大，也令欧盟信誉度降低。但欧盟统计局数据显示，截止二季度末希腊政府占 GDP 比重高达 150.3%。同时，预计 2013 年希腊经济将萎缩 4.5%，步入第六个连续衰退年头；财政赤字占 GDP 之比将升至 5.2%；债务增至 3460 亿欧元，占 GDP 之比由 2012 年的 175% 升至 190%。因此，希腊完成预定标恐怕并不现实。而且，要使希腊财政指标达到 IMF 设定的目标或需超过 800 亿欧元官方债务重组，此种规模的损失如何在国际债权人之间进行分配也将是一道难题。

西班牙经济、财政状况急速坠落，申援或难以避免。

经济方面，西班牙多项重要经济数据急剧下降。西班牙国家统计局数据显示，三季度西班牙 GDP 环比萎缩 0.3%，为连续第 5 个季度萎缩；9 月份西班牙失业率升至 25.02%，创 1975 年以来最高，为该国历史上失业率首次超过 25%。同时西班牙总失业人口接近 578 万，过去一年新增失业人口 79.97 万，同比上涨 16%。受国内经济状况影响，9 月份西班牙银行业不良贷款增加逾 30 亿欧元至 1822 亿欧元，占未偿还贷款总额的 10.7%。

财政方面，自去年 11 月拉霍伊政府上台以来已推出至少四个预算改革方案，但西班牙财政问题已然根深蒂固，并非预算改革即可解决。而该国财政目标接连失守，更使市场对其信心不断削弱。

同时，西班牙地方政府债务危机进一步加剧。由于流动性状况恶化，现金储备十分有限，日常运营需求很大程度上依赖于短期贷款，导致穆迪将包括加泰罗尼亚在内的五个西班牙地区信用评级调降；10 月底，坎塔布里亚地区宣布向中央政府寻求 1.37 亿欧元流动性援助，成为西班牙第 9 个寻求中央政府援助的自治区，也使其 17 个自治区中超过一半发出求援申请，导致中央政府 180 亿欧元流动性资金池愈发捉襟见肘，被动用资金已近 175 亿欧元，很可能需要注入更多资金。

西班牙虽有种种理由逃避申请救助，但市场的不耐烦和西班牙经济、财政状况的窘境表明这或许只是幻想。而即便西班牙最终申请全面救助，其谈判过程也将十分漫长艰难，因此欧元区中期内仍将处于欧债危机阴影笼罩之下。

日本金融形势评论

日本经济已陷衰退，中日关系恶化更令其雪上加霜。日本虽接连推出财政、货币刺激政策，但收效或十分有限。

自去年大地震后，日本经济受灾后重建效应拉动，连续两季度实现增长。但今年下半年以来，受内外需引擎集体熄火、中日关系恶化拖累，日本经济增长动能出现衰竭迹象。

日本内阁府数据显示，三季度日本实际 GDP 环比下降 0.9%，同比下降 3.5%，为去年四季度以来首现萎缩。其中占日本经济总量达 60% 的个人消费环比减少 0.5%、出口减少 5.0%（其中对华出口为过去三个季度来首现负增长）、设备投资减少 3.2%，成为拖累 GDP 下滑主因；日本央行季度经济报告显示，除受益于大规模灾后重建投资的东北地区外，九个地区中八个地区经济预估均遭下调，为 2009 年 1 月以来首次，与 7 月份报告中全面上调所有九大地区经济预估形成鲜明对比。

外贸方面，日本财务省数据显示，9 月份日本贸易赤字达 5586 亿日元，为连续 3 个月贸易逆差，创单月最高赤字纪录。其中，对华贸易赤字达 3295 亿日元，刷新单月历史最高纪录。对华出口仅 9538 亿日元，同比下降 14.1%，为连续 4 个月减少，尤其是汽车及汽车相关零部件等下降明显。此外，今年上半年（4-9 月份）日本贸易赤字高达 3.219 万亿日元，同样创最高赤字纪录。

消费方面，日本经产省数据显示，9 月份日本零售总额经季调后环比下跌 3.6%，为去年大地震以来最高跌幅。受钓鱼岛争端影响，中国赴日游大量取消，致使百货商店零售额严重受挫，免税商品销售剧减。

制造业方面，Markit 数据显示，10 月份日本 PMI 降至 46.9，为 18 个月来最低。分项指标中，产出分项降至 46.4，同为 18 个月来最低。新出口订单指数小幅升值 46.7，但仍低于 50，为连续第五个月萎缩；日本经产省数据显示，9 月份日本工业产出环比下滑 4.1%，同比下跌 8.1%。受欧债危机、日元升值及中日领土争端影响，汽车等高价商品需求进一步萎缩，乘用车产量环比下降 12.6%，同比下降 13.2%。而中国经济增长放缓则打击了钢铁、机械等工业产品需求；日本内务省数据显示，9 月份日本核心机械订单环比下降 4.3%，远超 1.8% 的预期，同时同比下降 7.8%。

此外，日本通缩状况依然严峻。日本总务省及日本央行数据显示，9 月份日本 CPI 年率下降 0.3%，核心 CPI 年率下降 0.1%，核心-核心 CPI 年率下降 0.6%。而两个具有前瞻性的指标同样处于下行通道：10 月份东京核心 CPI 年率下降 0.4%，日本国内企业商品物价指数（CGPI）月率下降 0.3%、年率下降 1.0%。

在经济萎靡、通缩依旧的背景下，日本官方在五天内施出财政政策、货币政策组合拳，试图拉抬经济。

10 月 26 日，日本政府推出总额达 7500 亿日元的“紧急经济刺激对策”，其中中央政府负担 4226 亿日元，以支撑处于衰退边缘的日本经济，纾解选民对经济的不满。此外，新一轮 1 万亿日元财政刺激计划也已箭在弦上。7500 亿日元刺激规模在日本历史上乏善可陈，预计对经济提升作用有限；10 月 30 日，日本央行追加 11 万亿日元资产购买计划，使总购买规模增至 91 万亿日元。同时还宣布，为鼓励金融机构更积极地向企业和个人放贷，将根据金融机构要求对新增贷款进行低息长期供给，供给总额不设上限。但预计若美联储在 12 月中旬议息会议中有所行动，日本央行仍会跟进。

日本财政问题日渐严峻，提前大选暂解日本版财政悬崖，或可打压日元汇率。

日本财务省数据显示，截至 9 月 30 日，政府债务总额同比增长 2.43% 至 983.295 万亿日元，创历史新高。此外，由于当月出口大减且能源进口增加令贸易收支承压，9 月份日本未季调经常帐盈余 5036 亿日元，为 1985 年以来同期最低，同比骤降 68.7%，经季调后经常帐赤字 1420 亿日元，为 1981 年 3 月以来首次。若经常账户盈余转为赤字，则意味着日本须依赖境外资本为其部分债务提供融资，将导致日本国债收益率上涨、价格下跌，使日本财政状况进一步恶化。

在此背景下，日本版财政悬崖浮出水面。本财年日本政府预算的 90.3 万亿日元中有 38.3 万亿日元须通过发行“赤字国债”筹集，但允许发行“赤字国债”的《特例公债法案》必须获得国会认可方能付诸实施。由于其迟迟未能通过，日本财政也日渐捉襟见肘。一旦财政枯

竭，将停发公务员工资并关闭部分政府机构，甚至停发养老金及生活保障金，损失将高达其 GDP 的 7%-8%。此外，财政悬崖进一步放大了日本政治对立态势，有损市场对日本政府管控国债能力的信心。

财政悬崖阴云之下，野田佳彦被迫宣布于 11 月 16 日提前解散国会众议院，于 12 月 16 日举行大选。从政治上说，此举将造成民主党内部进一步分裂，使日本小党准备不足，最终自民党重新上台执政、安倍晋三再次担任首相可能性大增；从经济上说，《特例公债法案》得以被自民党放行，从而使日本版财政悬崖落幕。但《法案》的通过或造成国债短期内集中发行，使价格下降而利息上升，进一步冲击日本财政状况。此外，由于安倍晋三对日本央行政策颇有微词，曾呼吁加强对央行实现通胀目标的责任约束，通过实施无限量宽松措施帮助国内经济摆脱通缩局面，因此，预计未来日元将大为承压。

人民币国际化进程评论

大量热钱涌入香港，迫使香港金管局两周内十次出手，内地亦需严加防范。

近期，美欧日等国相继推出宽松政策，导致全球流动性泛滥，资本从发达国家大举流向新兴市场。花旗银行报告显示，9 月下旬至 10 月，中国（包括港澳台地区）吸引了 80% 以上的资金，此种情况导致香港再度面临“热钱围城”的紧张局面。为捍卫联系汇率制度，截止 11 月 2 日下午，香港金管局两周内十次入市干预，向市场注入总额达 322.26 亿港元的流动性，使香港银行体系总结余攀升至 1809 亿港元。

热钱上一次大举涌入香港是在 2008 年 10 月至 2009 年 12 月之间，涌入规模超过 6400 亿港元。但此次热钱流入与之不同。2008-09 年涌港资金主要受避险情绪推动，因在全球金融市场动荡之际，香港实行的是港元钉住美元的联汇制，并宣布 100% 存款保障，使得港元被视为避险资产。而本次港元需求增加更多是因欧美宽松政策流动性外溢。与 QE1、QE2 相比，QE3 力度有所减弱，且美国经济露出企稳回升迹象，因此，无论是规模还是持续时间，此番热钱都无法与上一轮相比。

有鉴于此，可对本轮热钱的目的和投向作如下判断：

一是联汇制本身并非热钱攻击目标。首先，港币与美元脱钩时机并不成熟，美元仍是世界主要储备货币，人民币因资本管制方面原因还无法成为“联系”货币。此外，香港人民的感情及《香港特别行政区基本法》对香港经济独立地位的强调也是需要考虑的因素；其次，香港捍卫联汇制的决心坚定。联汇制使港元汇价保持稳定，有效降低了小型经济体大多会面临的汇率风险和交易成本，在确立香港国际金融中心地位方面发挥了重要作用。赌联汇制崩溃的情况在 2008-09 年热钱入港之时及 1997 年亚洲金融危机期间就曾出现，但均未成功。目前香港外汇储备超过 3000 亿美元，内地更是坐拥超过 3 万亿美元外汇储备，摧毁联汇制的市场势能远远不够。

二是热钱的目的仍是觊觎内地的人民币资产。9 月份以来内地各项指标纷纷亮出利好，经济三季度触底、四季度回升可能性增大，热钱进入内地意愿大增；同时，内地房地产价格在严厉管制下已经相对稳定了一段时间，而内地股市也已基本触底，上证指数仅在 2000 点左右，沪深 300 成分股估值甚至低于 2008 年金融危机时期，对热钱吸引力日益加大。截至 11 月 15 日，人民币对美元汇率已连续 13 个交易日触及涨停上限，可以看做热钱重新关注人民币资产的先行指标。

三季度显示，截至三季度末，QFII 现身于 156 家上市公司的前十大流通股股东行列，环比增加 30 家。其中新进股票 67 只，环比增加 18 只，为去年二季度以来最多；在三季度上证指数共计下跌 6.26% 的情况下，QFII 逆向操作，投资股票市值 582.24 亿元人民币，若剔除因限售股解禁的因素，环比增长 6.36%。此外，QFII 与 RQFII 规模受到追捧，获批 QFII

资格机构已达 199 家，总投资额度增至 335.68 亿美元，RQFII 额度也新增 2000 亿元，总额度扩大至 2700 亿元人民币。

客观来看，本轮人民币的升值并不具长期可持续性，过去数年来人民币升值的基础条件已发生明显变化。外需增速明显放缓、内需启动缺少龙头行业、潜在经济增长率下行、资本长期回报率下降等因素，都决定了人民币汇率将进入一段双向波动期，持续单边升值的动能不大。

首只双币双股面世，有利于人民币国际化。

10 月 24 日，合和公路基建完成配售 1.2 亿元人民币新股，从而成为首家实践港交所“双币双股”上市模式、在同一市场同时向投资者提供人民币交易股票及港元交易股票的上市公司。新股将在港交所主板另设的人民币柜台交易，以人民币计价、交易及结算。人民币交易股票及港元交易股票不论股息、分配及投票权等各方面均享有同等地位。上市后投资者可选择两种股份互换，达到套利效果，藉此追回当中的汇率差价。

对香港投资者来说，“双币双股”产品的创设为其提供了证券资产保值增值及风险管理的工具；对合和公路基建来说，其业务主要在内地，需要以人民币作为融资渠道，推出“双币双股”可减少货币兑换引起的风险及损失。另外，配售人民币新股有助提升该公司股份在市场流通量，对股份交易有正面影响；对人民币国际化来说，“双币双股”模式是港交所在发展人民币产品过程中的重要突破。随着香港人民币存款占外币存款比重不断上升，此举开创了人民币回流新机制，不仅满足了境外直接投资人民币产品的需求，也有利于巩固香港人民币离岸中心地位，扩大其影响力和辐射力。



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn