



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济简评

宏观经济研究报告

2011 年 11 月 21 日

海外经济

研究部

彭文生

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010001
pengws@cicc.com.cn

林暾

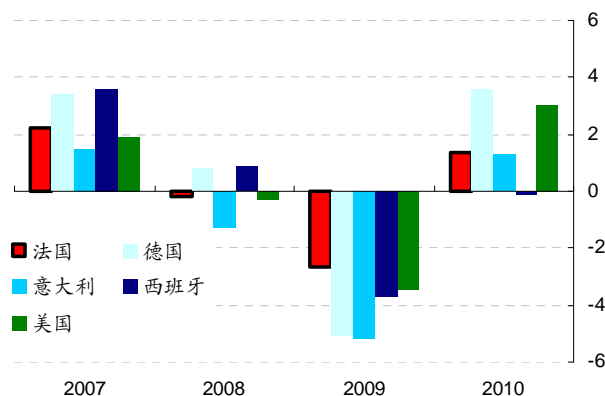
联系人, SAC 执业证书编号:
S0080111040011
lintun@cicc.com.cn

法国经济与金融市场展望

一. 近期经济形势

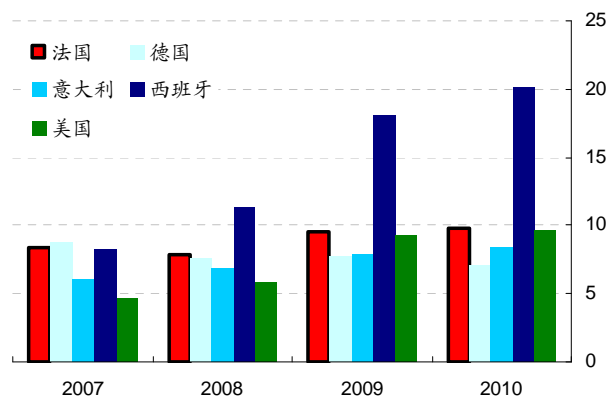
法国在整个危机中的波动比其他发达国家要小一些。比起其他发达国家,法国在全球经济危机中的表现相对较好。在 2008-2009 年,法国实际 GDP 增速的降幅比其他发达国家要小,失业率没有出现大幅上升的情况(图表 1-2)。但是法国在危机后的复苏也是缓慢,至 2011 年的上半年,产出增速和就业仍没有恢复到危机前的水平。

图表 1: 实际 GDP 增速 (%)



资料来源: IMF WEO, 中金公司研究部

图表 2: 失业率 (%)

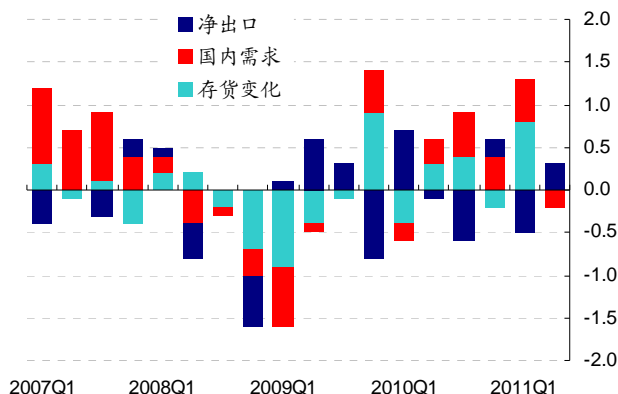


资料来源: IMF WEO, 中金公司研究部

经济复苏的主要动力源于内需的增长。最初的经济反弹受存货大幅增加的支持。在 2009 年的第四季度,存货对实际 GDP 的增长差不多贡献了 1 个百分点(图表 3),从那时起,内需在财政刺激的背景开始回升,尤其是私人消费增长强劲(图表 4)。例如至 2010 年底,为了在旧车换新车计划到期之前获取退税,消费者大量购买新车,使得汽车的新订单显著上升。

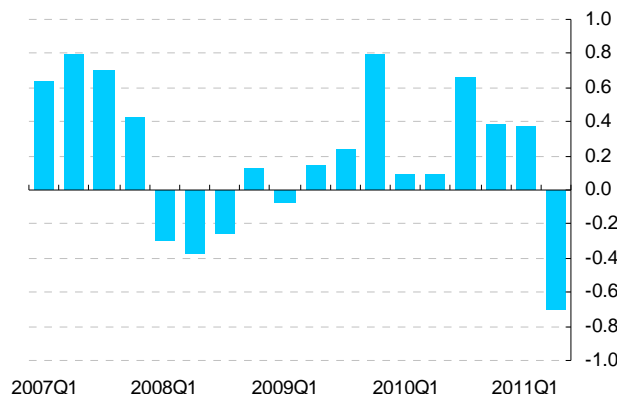
然而,现有迹象显示复苏势头减弱。由于财政刺激的减弱和一些临时性的因素(如温和的气候影响到能源的消费)的影响,私人消费在今年第二季度比第一季度缩水 0.6%。由于二季度对外进口需求下滑,净出口的增长转负为正。而由于欧元区内外需求的减少,出口几乎停滞。

图表 3: GDP 环比增长贡献率 (%)



资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

图表 4: 私人消费增速 (%)



资料来源: Haver Analytics、中金公司研究部

二. 经济展望

疲弱的劳动力市场将制约私人消费增长。今年夏天欧元区债务危机的加剧严重削弱了商业信心，情绪指数从 3 月的 109 下降到 9 月的 97（均值为 100）。投资如期放缓可能影响企业的新雇工决策。这对法国的失业率影响尤为大，因为劳动力市场的刚性意味着调整很可能会通过停止雇用、而不是降低工资来进行。高劳工税和高最低工资同样减少了各个细分市场的就业机会。近期养老金体制的改革可以帮助年龄较大的工人就业，截至 2011 年底受补贴人数的上升也能抑制失业率的上升。总之，预计 2012 年法国失业率将小幅上升至略高于 10% 的水平。黯淡的劳动力市场将减缓私人消费。我们预计私人消费增长将从 2011 年的 0.7% 放缓至 2012 年的 0.4%。

企业对经济增长的贡献也将消退。首先，现在的存货调整周期已经临近结束。其次，随着商业条件迅速恶化，设备使用率已开始下降，固定资本形成也在放缓。这些都对投资产生下行压力。最后，随着金融机构面临压力实行去杠杆化，可用信用额度也可能在近期收紧。这将会使得一些可行的项目融资困难。

外需不太可能抵消国内需求疲弱的影响。在过去几年，因劳动力成本稳步上升，法国已失去部分对外竞争力。因此，净出口在经济增长里的份额也有所下降。前瞻的看，国内需求疲弱可能会影响进口。但法国的出口也会因全球经济放缓而降低。综合来看，净出口不太可能提供经济增长需要的动能。

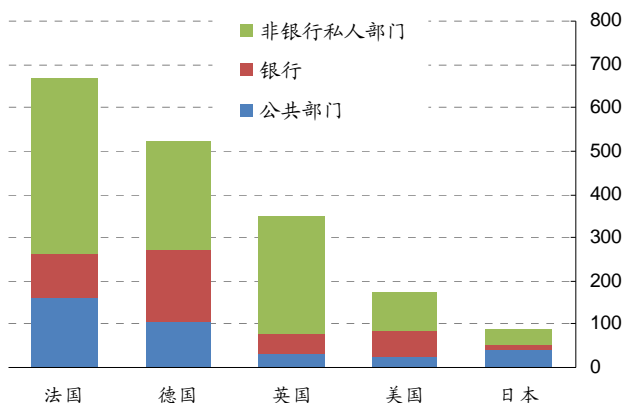
三. 风险分析

（一）银行系统的风险

法国银行对周边国家的风险敞口很高，且高度依赖批发融资市场，这使得法国银行系统尤其脆弱。1999 年欧元区成立后，欧洲金融系统之间互相渗透，各国之间风险敞口显著扩大。由于国债的低资本费用和零货币风险，欧洲各大银行增持了大量政府债券头寸。从图表 5 可以看到，在主要欧洲经济体中，法国银行对希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利和西班牙的风险敞口最高，达 6000 亿欧元。一些法国银行已经在减记 50% 希腊国债的过程中遭受了损失，而且在其所持意大利和西班牙国债上的类似减值支出，也将对法国银行的资产负债表产生显著负面影响。同时，法国银行的资金更多地来自欠稳定的批发融资市场（图表 6）。当市场对手风险上升时，法国银行将越来越难从市场上筹得资金。据相关报道，美国货币市场基金已经从七月开始减少对欧洲银行，尤其是法国银行的敞口了。在此背景下，法国银行的流动性风险堪忧。欧央行提供无限流动性的公开市场操作短期内可以缓和流动性压力，但只要银行之间不愿在无担保市场上互相借贷，那欧央行的流动性措施效果将很有限。

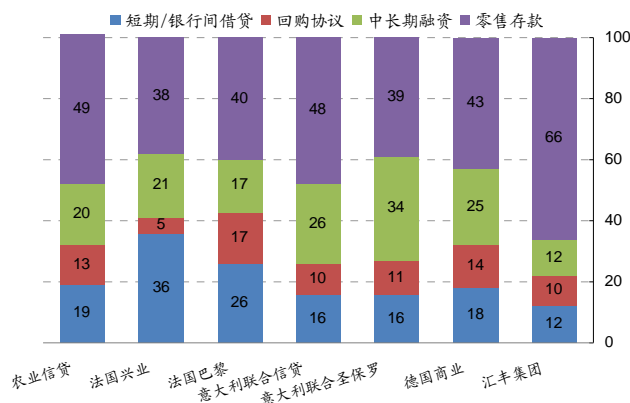
法国银行需要尽快提高资本金，以提振投资者信心。10 月底的欧元区峰会决定在 2012 年 6 月之前将银行一级核心资本金比率提升至 9% 以上。对于占法国银行系统 80% 的四家银行（法巴、BPCE 集团、农业信贷和法兴），估计其资本缺口达 88 亿欧元。尽管有人认为 88 亿欧元对法国银行建立起一个抵御债务危机的防火墙而言太少，但即便如此，如何筹得这 88 亿欧元仍是一个很大的挑战，尤其是在现在不利的市场条件下。一个更可能的结果是，银行会通过信贷紧缩来减小资产负债表规模。如果银行都这样做的话，那法国私人部门将面临严重的信贷紧张，进而拖累经济增长。

图表 5: 欧洲银行系统对希腊、爱尔兰、葡萄牙、意大利和西班牙风险敞口 (十亿欧元)



资料来源: BIS、中金公司研究部

图表 6: 主要欧洲银行的融资来源 (占总融资比重, %)

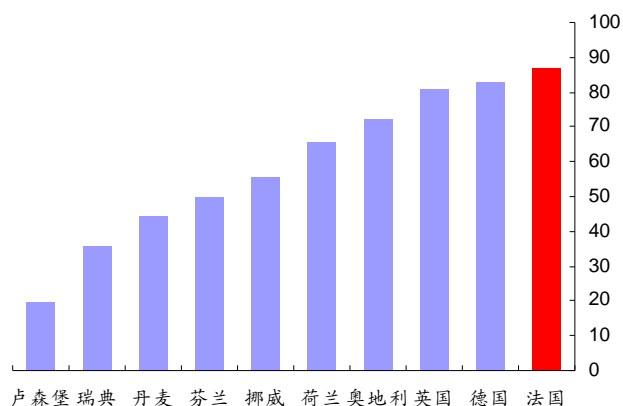


资料来源: 公司财务报表、中金公司研究部

(二) 财政系统的风险

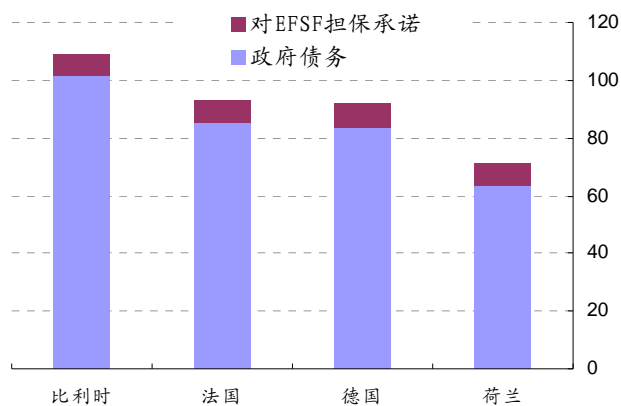
危机后的刺激措施以及欧元区救助计划带来的或有负债增加引发了对财政脆弱性的担忧。在全球金融危机期间, 法国政府对银行领域公开干预 (包括注入资金、担保银行债务和救助受损资产) 的规模达到 GDP 的 4.2%。再加上危机时因刺激经济导致财政支出大幅增加和政府收入减少, 法国政府的债务水平显著升高, 为 10 个 AAA 评级的欧洲国家中最高 (图表 7)。包括 EFSF 的承诺在内, 法国的总债务已经超过了 GDP 的 90%。美国的债务到达这个水平时遭到标普降级 (图表 8)。

图表 7: 政府债务占 GDP 比重 (%)



资料来源: IMF WEO、中金公司研究部

图表 8: 实际和或有负债 (占 GDP 比重, %)



资料来源: IMF WEO、EFSF、中金公司研究部

为确保 AAA 信用级别, 法国政府已经引入了一系列的预算改革。但这些措施可能影响经济增长, 并增加市场的负面情绪。在 2011 年的财政预算中, 法国政府计划将整体财政赤字削减到 GDP 的 5.75% (前一年为 7.1%)。政府也提出一个跨年的财政计划, 预计在 2011-13 年间提供金额达 GDP 2.8% 的调整措施。但商业信心在希腊全民公投流产后急速恶化, 法国政府债券收益率和 CDS 利差也随之大幅攀升。政府宣布了 70 亿欧元的额外紧缩计划 (在 8 月宣布的 100 亿欧元的基础上), 希望能保持法国债务水平不再上升。法国政府这一预防性的做法得到投资者的广泛认同, 但这些都是中长期的措施。如果法国银行系统需要大规模救助, 亦或 EFSF 遭受重大损失, 法国债务占 GDP 的比例将会大幅攀升, 威胁法国 AAA 的评级。如果法国失去 AAA 评级, EFSF 可能也必须上调利率。这样会使萨克奇总统和墨克尔总理保证推出的复杂的一揽子救助方案的有效性遭到质疑。不仅如此, 财政紧缩政策可能对经济增长有短期的负面影响。当增长放缓时, 消费和商业信心将恶化, 由此产生的负反馈循环可能扩散到全球其他地区。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED