

全球性货币宽松大幕已拉开

2012年必然是全球性货币宽松的一年，但是宽松的程度取决于各经济体自身遭遇到的瓶颈——通胀和通胀预期。

从国内来看，2011年12月的经济走势关键在于国内流动性好转的程度，中央经济工作会议的态度和欧元区事态的恶化程度。但两者近期都不可能大幅变化，中国的货币政策转向会有一个过渡期，在这个阶段（当前至明年上半年）主要以政策的变化和存款准备金率的调整为主，11月30日存款准备金率的调整可以视为这一轮调整的开始，利率在明年中期之前不会出现调整。

从国外来看，欧洲在今年最后一个月到期债务的量相对较小，还债风险不大，其风险主要集中在发行新债的成本和重要国家的主权评级风险上，但预计年内主要国家的发债成本（国债收益率）稳中有降，因而风险主要集中在主权国家的评级上，标普也确实发出下调警告，但我们认为欧元区核心国家评级下调在今年不会发生，而且欧央行很有可能在下一次的议息会议上决定继续降息，从而缓解欧洲银行当前的流动性紧张程度。因而短期工业品市场难出现明确的趋势性机会，整体格局振荡且稍稍偏强。

欧洲的问题在明年2-3月份会集中爆发一次，因为以现在的发债成本结合2-3月的债务到期规模来看，这个庞齐游戏（Ponzi game）很难继续下去，而全球经济在明年会明显差于今年，欧元区经济或将出现衰退。基于上述原因，我们对工业品价格中期走势持偏空的想法，但这个中期看空的观点也有一些需要格外注意的风险因素——全球性的再次宽松及美国就业状况近两个月持续好转。

留意美国就业持续好转为中期做空带来的风险

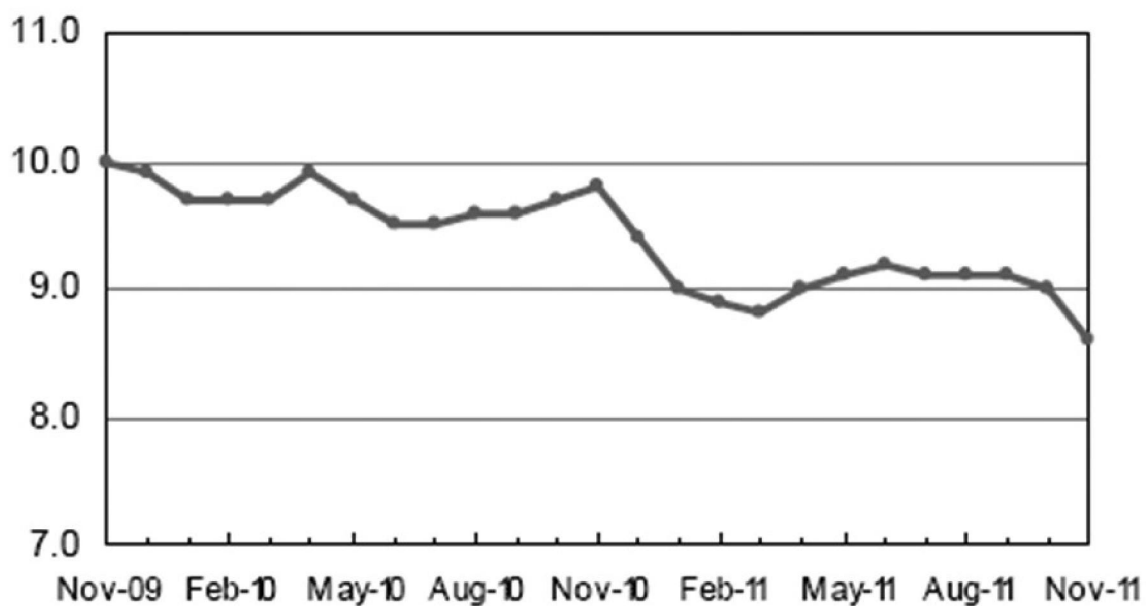
美国就业市场形势 11月份有所改善，因私营部门就业人数稳步上升，并且当月失业率降至2009年3月以来的最低水平。美国劳工部（Labor Department）公布，11月份美国非农就业人数增加120000人，其中私营部门就业人数增加140000人，而公共部门就业人数减少20000人。11月份失业率从10月份的9.0%降至8.6%，是自2009年3月触及8.6%以来的最低水平。失业率自今年3月份触及8.8%的水平以来一直未低于9%。经过向上修正后，美国10月份非农就业人数增加100000人，初值为增加80000人，9月份增加210000人，初值为增加158000人。

美国就业情况已经连续两个月持续大幅好转。虽然上个月公布的失业率只是从9月的9.1%小幅回落至9%，但这个数据是季调后的数据，未经季调的10月失业率是8.5%，11月是8.2%。而与此同时，劳动参与率也是在逐步上升的过程当中，这也佐证了美国就业情况的好转的观点，而且美国广义失业率在最近两个月也出现明显的回落。

而来自机构的调查显示，非农就业人口增加额基本符合预期。细致来看，零售业就业人数增加50000人，休闲和饭店行业增加22000人，商业和专业服务增加33000人，医疗保健行业增加17000人，制造业基本持平，但是建筑业的就业人口减少了12000，这也反映了美国房地产市场仍然在低谷徘徊。

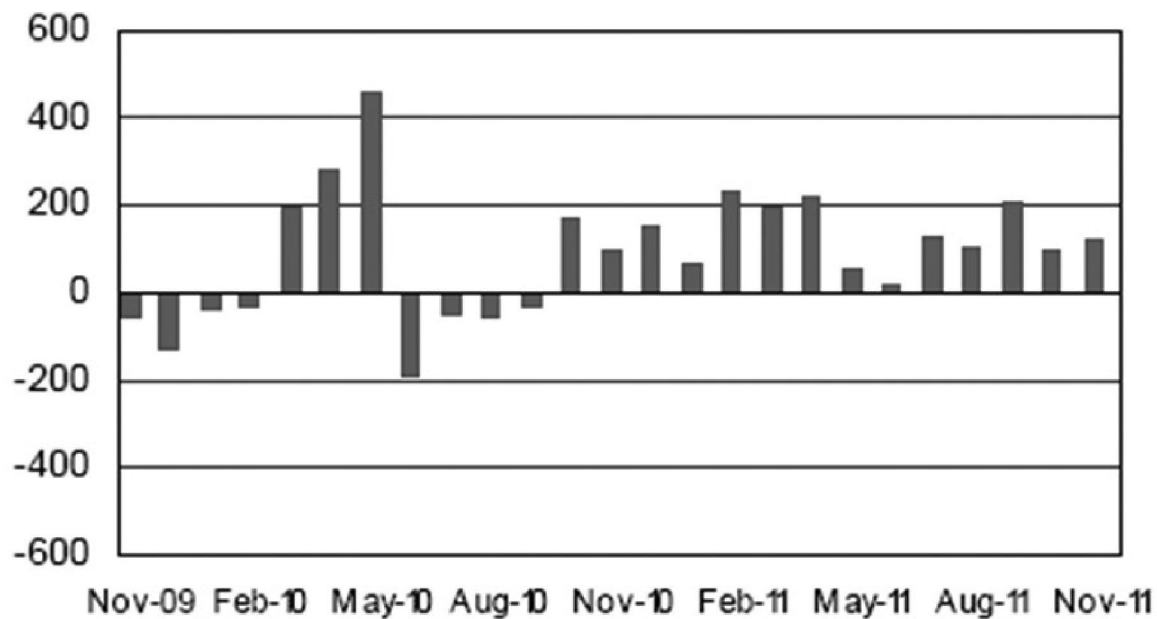
美国失业率

Percent



数据来源：BLS 广发期货发展研究中心
美国非农就业人口增加

Thousands



数据来源：BLS 广发期货发展研究中心

报告还显示，11月份失业人数减少 594000人，至 1330万人。未充分就业人数（包括求职者及希望全职工作的兼职人员）的比例从 10月份的 16.2%降至 15.6%。11月份所有行业工人平均小时工资减少 2美分至 23.18美元。过去 12个月中，平均小时工资仅上涨 1.8%，而同期总体通货膨胀率升约 3.8%

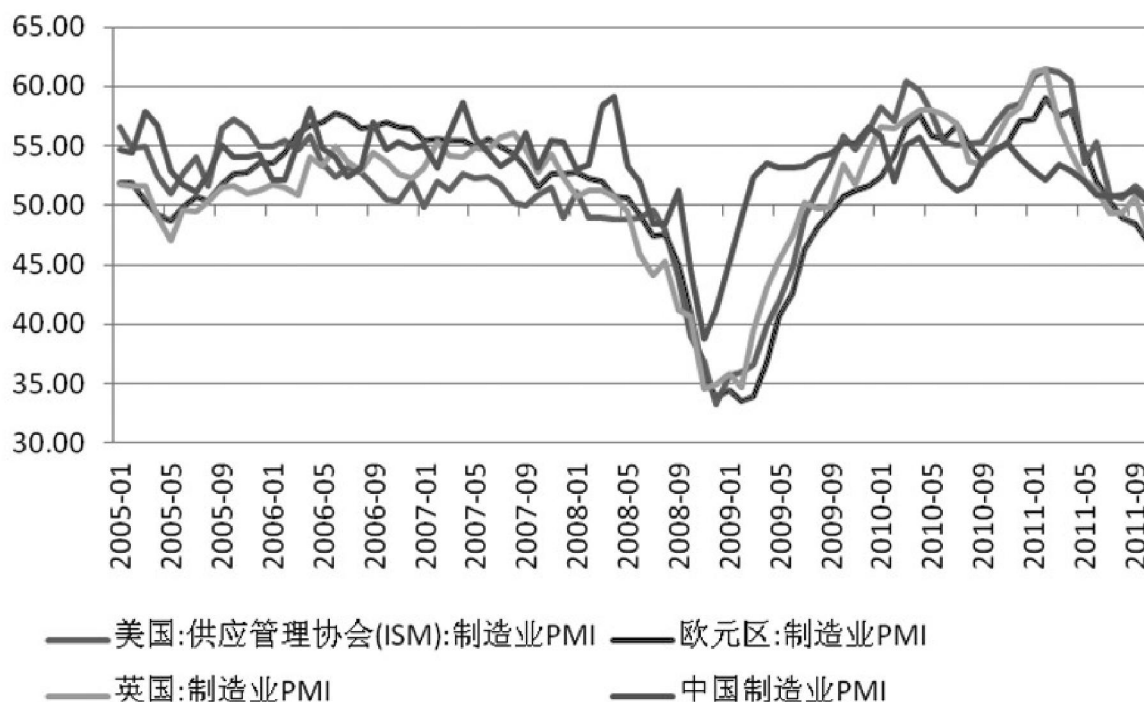
总体而言，美国近期的非农就业情况好转既有劳动力市场转暖的因素，也有美国一些重要节日逐步到来的因素。若是美国就业情况出现持续好转，在美国房地产不继续出现恶化的前提下，美国的居民消费会逐步上升，对美国经济乃至全球经济的复苏都会提供强大的动力。

全球制造业放缓

全球经济前景 11月出现明显恶化。欧元区和英国 11月制造业活动加速收缩，中国制造业活动近三年来首次收缩，唯美国一枝独秀，制造业活动有所扩大。美国供应管理学会制造业采购经理人指数 (FMI)从 10月的 50.8上升至 11月的 52.7。供应管理学会说，虽然受访者对总体经济环境、政府规定和欧洲金融状况表示担心，但鉴于原材料定价较低以及新订单的有利水平，他们对未来几个月的前景持更为谨慎乐观的态度。

但是美国以外地区的制造业数据相对惨淡许多。Markit编制的 11月份欧元区制造业 FMI 指数从 10月份的 47.1下滑至 46.4，创 28个月的低点，该指数根据对约 3000家企业的调查来衡量制造业的活动。调查显示，制造业生产和新增订单的降幅均创 2009年信贷紧缩最严重时期以来的最大幅度，而企业在逾一年半的时间里首次裁减就业岗位。更多证据显示，欧元区危机对更广泛的地区带来了破坏性的影响。Markit和英国皇家采购与供应学会的数据显示，11月份英国制造业 FMI 指数下滑至 47.6，创 2009年 6月以来的最低，就业岗位的裁减幅度为 2009年 10月以来该行业的最大程度。中国 11月官方采购经理人指数 (FMI)降到了 49，是自 2009年 2月爆发金融危机以来的最低值。因为受制于发达国家地区的财政紧缩和企业居民的去杠杆化，全球制造业将在 2012年继续放缓，尤其以发达国家的放缓为主。

全球制造业放缓



数据来源：Blomberg 广发期货发展研究中心

全球性货币宽松大幕已拉开

中国果断采取刺激经济的行动，近三年来首次下调银行存款准备金率。这是新一轮放松货币政策的行动之始，目的是在贸易和房地产领域双双疲弱之际提振中国经济。新的一年中英国央行将必须扩大量化宽松政策。今年 10 月，英国央行说，在已购买 2000 亿英镑国债和其他资产的基础上，将再买进 750 亿英镑的国债和其他资产，以便提振经济。欧央行在上一次议息会议上已经调降利率，预计下次会议将继续调降 0.25%。而美国的 QE3 似乎也呼之欲出。

而在 11 月 30 日，为避免流动性危机，多家央行采取联合行动，降低了美元互换安排的成本。与此同时，欧洲央行行长马里奥·德拉吉 (Mario Draghi) 暗示，欧洲央行可能采取更加积极的措施来应对欧元区债务危机。

2012 年必然是全球性货币宽松的一年，但是宽松的程度取决于各经济体自身遭遇到的瓶颈——通胀和通胀预期。当前全球通胀，无论是发达经济体还是新兴经济体都出现了一定回落，但是这个回落显然只是周期性的，下一轮的通胀不远且更猛，在这种背景下全球的宽松会受到较大程度的限制。另外，去杠杆化将是 2012 年全球的重要特征，“宽松出来”的货币大多会被去杠杆化吸收，因而“宽松”对全球经济和全球资产价格的促进作用都会非常有限。

欧元区近期或不会出现较大风险事件

12 月 1 日，在西班牙和法国国债顺利拍卖之后，欧元区政府债券收益率大幅下降，欧

元小幅走高。欧洲在今年最后一个月到期债务的量相对较小，还债风险不大，其风险主要集中在发行新债的成本和重要国家的主权评级风险上，预计年内主要国家的发债成本（国债收益率）稳中有降，因而风险主要集中在主权国家的评级上。“标普”也确实发出下调警告，但我们认为欧元区核心国家评级下调在今年不会发生，而且欧央行很有可能在下一次的议息会议上决定继续降息，从而缓解欧洲银行当前的流动性紧张程度。因而短期工业品市场难出现明确的趋势性机会，整体格局振荡且稍稍偏强。

让人们忘记当前危机的最好办法就是告诉大家在未来不远处有一个更大的危机，欧央行马不停蹄印钱买欧洲国债的建议就是准备干这个事情。对于欧元区的未来，我们相当不看好。

不要照“美国”画“欧洲”

首先，美国基本上是一个单一劳动力市场，劳动者可以从失业率不断上升的区域向职位相对充裕的地区流动。而在欧洲，各国劳动力市场实际上被语言、文化、宗教、欧盟成员国资格和社保系统等各类障碍割裂开来。虽然某些欧洲劳动者确实能在各国间迁徙，但由于缺乏美国劳动者所拥有的高度流动性，欧洲的总失业率只有在高失业率国家实行宽松货币政策之后才能有所下降，但这条路已经被单一货币堵死了。

第二个重要差别则是美国拥有一个中央财政系统。个人和组织把大部分税款交给了位于华盛顿的联邦政府，而非所在地（州）当局。因此当一个州的经济活动落后于其他州的时候，该州的个人和组织向联邦政府缴交的税款也会相应减少，同时来自联邦政府的资助额（失业津贴以及其他转移支付项目）也会相应增加。大体上看，马萨诸塞州或者俄亥俄州每出现 1 美元的 GDP 下降，所引发的税率变更和转移支付就将冲抵其中 40 美分，也因此起到有效的财政刺激作用。而欧洲则不存在类似的抵消行为，因为纳税人上缴的税款（以及接受的转移支付）基本上全部针对各国政府。欧盟《马斯特里赫特条约》特别保留了成员国收税以及进行转移支付的权力，而这也反映出欧洲各国并不愿像美国各州那样互相进行转移支付。

第三个重要区别是美国各州的宪法都规定要平衡每年的预算。在年景好的时候设立“纾困基金”以备衰退的同时，各州的“一般责任（general obligation）”借贷仅限于修建公路或者学校项目。即便是加利福尼亚这样看似挥霍无度的州，其当前年度预算赤字只是 GDP 的 1%，一般责任债务也仅相当于 GDP 的 4%。这些在州层面的预算赤字限制政策正是美国各州无法印钱来填补赤字空缺的逻辑结果。这些宪法规定防止了各州出现欧元区那样的赤字和借贷问题，而资本市场也忽略了各单一欧洲国家缺乏货币独立性的事实。即使欧元区能进化成为一个更加明确的政治联盟，也无法发展出美国经济的上述特质。尽管德国以及其他各方依然大力鼓吹政治联盟的形式，它也无法实现一个美国式的中央税收系统，因为这会令德国纳税人承担更多资助其他国家政府项目的压力。而这种政治联盟也无法提高欧元区内的劳动者流动性，更无法解决共同货币政策对经济循环状况各不相同的国家所带来的问题，同时也不能改善竞争力的国家的贸易状况，因为它们无法降低自身的货币汇率。或许加强欧元区政治联盟的最有效方法就是授予德国控制其他国家预算并修订相关征税和支出政策的权力，但这种主权的正式让渡只能增加德国和其他欧盟国家之间业已存在的紧张和冲突。

欧洲当前存在的问题和美国有一定程度的类似，但正是因为上述重要区别的存在，欧洲的问题解决起来困难复杂得多。