

2012年美国宏观经济展望——

柳暗花明又一村

中证期货研究部

周晋

邮件: zhoujin@citicsf.com

电话: 0755-23993634

尹丹

邮件: yindan@citicsf.com

要点:

- ❖ **个人消费成为美国经济的主要拉动力:** 美国经济在今年全球饱受债务危机的影响而处于泥泞的情况下, 美国复苏之势虽然缓慢但却稳定, GDP 环比增速持续上升, 个人消费是经济好转的主要力量, 个人消费的好转我们认为主要处于两方面原因, 一是奥巴马对小布什期间的税收优惠政策延续+新的税收优惠政策, 持续增加个人收入, 刺激个人消费; 二是, 就业市场的逐步好转, 个人收入的提高。除个人消费外, 私人投资和对外贸易情况都未见明显好转。
- ❖ **税收优惠政策将在月底前获得通过:** 我们认为美国一系列的减税政策对消费促进发挥很大作用, 虽然 12 月初国会两党就税收优惠政策延续未能达成一致, 但是我们认为国会将在 12 月 31 日前就税收优惠政策延期两党将达成一致, 最起码的现有薪资税将得到延续, 另外民主党提出的降低薪资税税率至 3.1% 和进一步的减税措施, 或许将得到有条件通过。因此, 未来个人消费在减税政策+就业好转带来的个人收入提高, 将持续保障个人消费对经济的拉动力。我们预计美国 2012 年 GDP 增速将继续维持在 2% 以上增速。
- ❖ **美国通胀回落, 陷入通缩的可能性不太大:** 虽然由于能源价格回落导致美国 CPI 回落, 但是核心通胀水平并未回落, 我们预计到明年在经济缓慢复苏的情况下, CPI 依旧将呈现温和状态, 核心通胀将维持在 2%-2.5% 之间, 美国出现通胀大幅抬头的可能性较低, 同样出现通缩的情况也难以出现。
- ❖ **关于 QE3 的看法:** 我们认为 QE 对于美国经济的推动依然十分有限, 边际效用甚至为负。除非经济大幅度衰退+通胀明显回落 (QE3 不至于使通胀水平抬头) 的情况下, 美国或许会在无奈中重启 QE3。**QE3 的另一种实现途径?** 欧债危机导致的量化宽松中美国所起的作用。美国一是通过直接购买欧债债券对欧元区提供支持; 二是通过向 IMF 注资, 通过 INF 向欧元区提供资金。美国作为 IMF 的最大份额国, 一旦欧元区危机扩散到银行, 危机整个金融体系, 势必将导致量化宽松的实行。
- ❖ **欧债危机对美国到底影响几何? 从贸易往来看,** 从美国 2010 年同欧盟地区主要国家的贸易往来看, 美国同欧盟的出口占总出口的比例为 18.65%, 进口为 16.54%。在欧盟中, 德、法、英是美国主要的进出口国。其中德国和英国是欧盟最大的贸易往来国, 其次是法国和意大利, 出口意大利占总出口的 1% 左右, 而进口而 1.5% 左右, 这一比例远低于德国和英国的贸易往来。而诸如 PIIGS 其他国家比例则更加低。因此, 从贸易往来来说, 在德、法“双核”经济保持强劲的时候, 欧元区的债务危机和经济衰退对美国的影响相对有限。**从欧债导致银行业危机的扩散路径来看,** 从持有 PIIGS 主权债务的银行机构来看, PIIGS5 国中前十大银行机构, 几乎没有出现美国银行机构的身影, 美国持有 PIIGS 的份额不仅较低, 而且银行业持有 PIIGS 较少, 更多的在共同基金和资产管理公司手中, 而这部分公司即使计提损失, 也没有资本补充要求。因此, 欧债即使演变到银行计提损失的地步, 对美国直接影响有限。

中证期货主要宏观指标预测

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	2011	2012 全年
Real GDP 同比 (%)	2	2.5	2.5	2.5	3	2.5	2.7
CPI 同比 (%)	3.8	3.5	3	2.2	2	3.2	2.5
就业率 (%)						8.5	8

目录

一、个人消费带来经济好转.....	1
1.1 个人消费是美国经济复苏最有利的拉动力.....	1
1.2 消费者信心不断提升，消费意愿持续提高.....	2
1.3 就业市场明显持续好转，个人收入提高，个人消费保持增长动力.....	2
二、顾虑：税收优惠政策延期是否能在国会如期通过？.....	4
三、通胀情况：通胀回落，尚不至于通缩.....	5
四、QE3？雾中看花，镜花水月.....	6
五、欧债危机对美国的影响程度分析.....	7

图表目录

图 1: 美国三季度GDP增速大超预期, 环比折年率 2%.....	1
图 2: 个人消费支出对GDP拉动明显.....	1
图 3: 个人消费构成中, 主要耐用品消费环比折年率.....	2
图 4: 从美国汽车销售数据来看, 日本其琛从 7 月份开始出现缓慢的恢复, 自 7 月份开始的震后恢复, 也是日本系的零部件消费升温.....	2
图 5: 密歇根消费者信心指数, 底部持续反弹.....	2
图 6: 初请救助金人数明显回落至 40 万以下, 持续领取救助金人数也明显回落.....	3
图 7: 美国新增非农就业人数 千人.....	3
图 8: 分布在各个行业的新增就业人数 千人.....	3
图 9: 2011 年前 11 个月各个行业累计新增就业人数 千人.....	3
图 10: 美国个人可支配收入已经超过危机前的水平 十亿美元.....	4
图 11: 个人消费占个人可支配收入的比例, 回升至危机前水平.....	4
图 12: 美国季调后的CPI和核心CPI 单位: %.....	5
图 13: 美国CPI各分项指数表现及涨幅变化 单位: %.....	5
图 14: 美国两轮量化宽松政策对经济的效果边际效用明显呈递减之势, 继续量化宽松将收效甚微 ..	6
图 15: 国内银行业持有PIIGS债务占银行业核心资本的比例.....	8
表 1: 国会两党就税收优惠政策的一致点和分歧点所在.....	4
表 2: 美国CPI各项构成表现.....	5
表 3: 美国同欧盟主要国家的贸易往来占比情况.....	7
表 4: 前 10 持有希腊主权债务的银行机构.....	8
表 5: 前 10 持有意大利主权债务的银行机构.....	8
表 6: 前 10 持有葡萄牙主权债务的银行机构.....	9
表 7: 前 10 持有西班牙主权债务的银行机构.....	9
表 8: 前 10 持有爱尔兰主权债务的银行机构.....	10

一、个人消费带来经济好转

美国经济在今年全球饱受债务危机的影响而处于泥泞的情况下，美国复苏之势虽然缓慢但却稳定，GDP 环比增速持续上升，个人消费是经济好转的主要力量，个人消费的好转我们认为主要处于两方面原因，一是奥巴马对小布什期间的税收优惠政策延续+新的税收优惠政策，持续增加个人收入，刺激个人消费；二是，就业市场的逐步好转，个人收入的提高。除个人消费外，私人投资和对外贸易情况都未见明显好转。私人投资由于了奥巴马 4470 亿美元的刺激方案在国会未能通过，其中用于建筑类的投资约为 1450 亿元的计划也因此流产，房地产市场依旧处于底部徘徊，私人投资领域在未来转好的信号暂未出现；而对外贸易方面，全球经济需求放缓明显，出口增速维持在 13%左右，进口增速维持在 12%左右，而逆差则呈现缓步减少局势，对 GDP 环比拉动率在 0.5 个百分点左右，在目前美国国内和国际环境下，私人投资和对外贸易均难以成为经济复苏的动力。

1.1 个人消费是美国经济复苏最有利的拉动力

美国 2011 年前三个季度 GDP 环比折年率分别为 0.4%、1.3%、2%，增速呈现不断提高之势。其中一季度和三季度对经济的拉动主要在于个人消费，二季度对经济的拉动主要在于私人投资，三季度个人消费对 GDP 的环比拉动达到 1.63 个百分点。

从三季度个人消费突出表现来看，主要是商品消费和服务消费均出现增速明显上升的态势，其中特别是商品消费经历了连续两个季度的大幅回落后，今年三季度增速出现了明显的回升，环比折年率从-1.6%上升至 1.3%，其中耐用品消费表现亮丽，增速从第二季度的-5.3%上升至 5.5%，回升了 10.8 个百分点。

从个人消费的构成来看，主要在于汽车和家电等耐用消费品的提振。而目前来看，美国房地产市场依旧低迷，从新房和现房销售数据来看，依旧未能摆脱底部区域，而家电和家具的需求提振很可能来自收入提升带来的更新需求；而汽车及其零部件消费提振明显，则在于日本自灾后恢复，从而导致汽车及其零部件消费的提升，这从美国汽车销售数据可见端倪。

图1：美国三季度 GDP 增速大超预期，环比折年率 2%



资料来源：bloomberg 中证期货研究部

图2：个人消费支出对 GDP 拉动明显

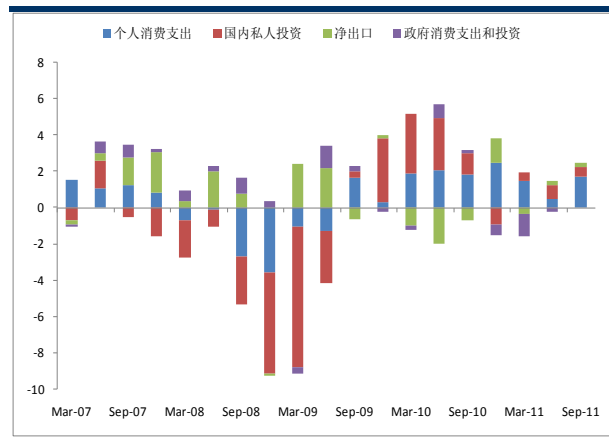
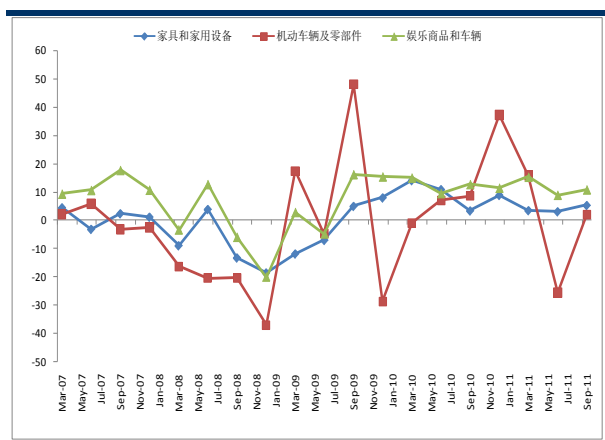
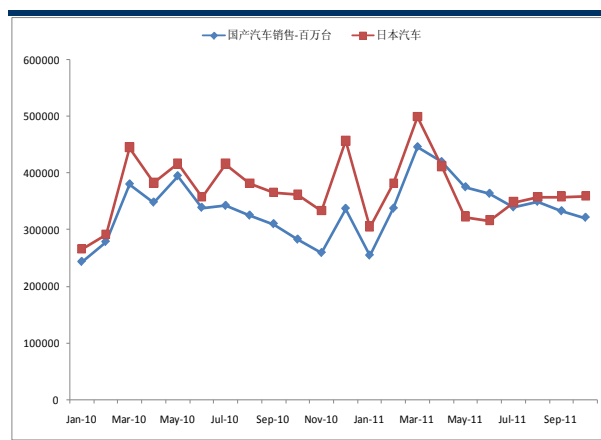


图3：个人消费构成中，主要耐用品消费环比折年率



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

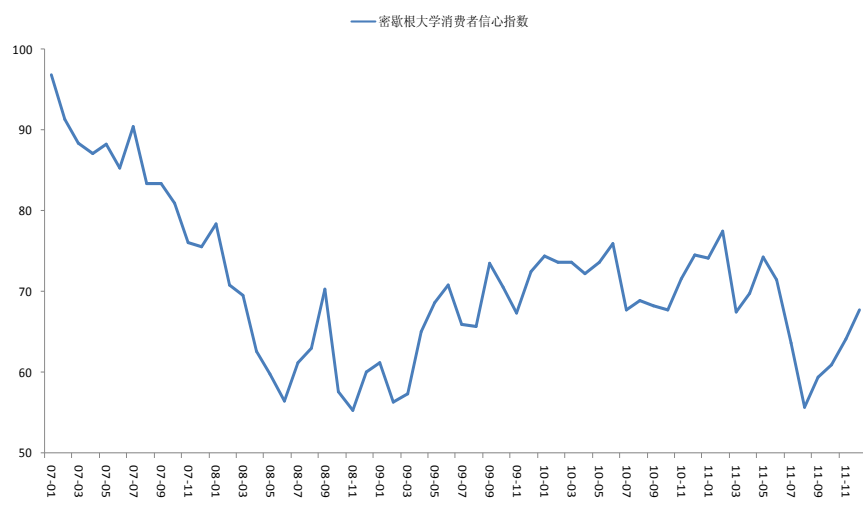
图4：从美国汽车销售数据来看，日本其琛从7月份开始出现缓慢的恢复，自7月份开始的震后恢复，也是日本系的零部件消费升温



1.2 消费者信心不断提升，消费意愿持续提高

而从消费的先行指标来看,2011年以来消费者信心自8月份降至08年金融危机水平后,触底反弹,2011年11月份反弹至64.1%,预计12月份将继续上升至67.7%。个人消费在美国经济复苏中扮演重要角色,居民消费信心也开始恢复,消费意愿逐步增强。我们认为,个人消费的持续向好,将成为后期美国缓慢复苏的主要动力。

图5：密歇根消费者信心指数，底部持续反弹



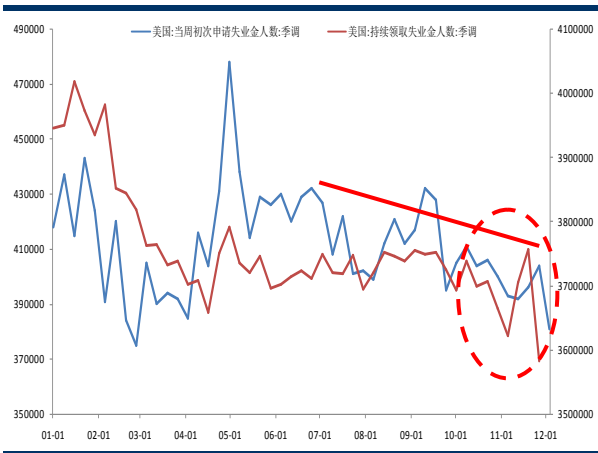
资料来源： bloomberg 中证期货研究部

1.3 就业市场明显持续好转，个人收入提高，个人消费保持增长动力

我们认为个人消费的好转,主要在于就业市场的持续好转导致的个人收入的提高。进入10月份以来,美国就业市场出现了一定程度的好转,当周初请失业金人数呈现逐步回落趋势,从月初的41万人逐步回落至40万人左右,进入11月份后基本维持在40万人次以下,12月3日当周初请失业金人数35.83万人次,创今年3月份以来新低,就业市场明显好转。而从持续领取失业金人数来看,11月最后一周持续领取失业金人数较前一周大幅减少,减至358.3万人次,创金融危机以来(2008年9月以来)历史新低,说明居民从持续领取失业金的困境中走出,寻找到合适工作,而每周新失业的人群也在减少。存量失业人员和新增失业人员的双双减少,显示了美国就业市场的明显好转。

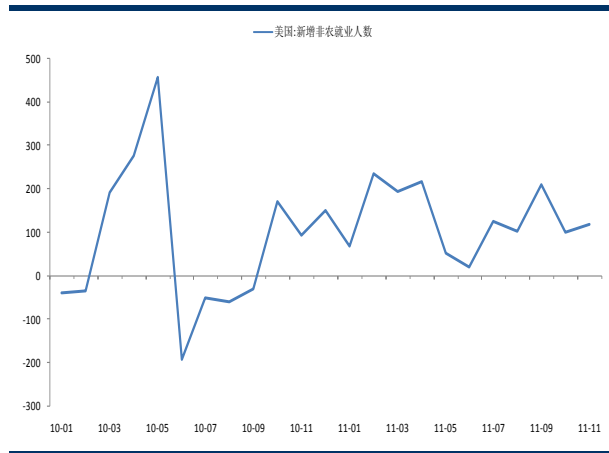
中证期货宏观策略专题报告

图6：初请救助金人数明显回落至40万以下，持续领取救助金人数也明显回落



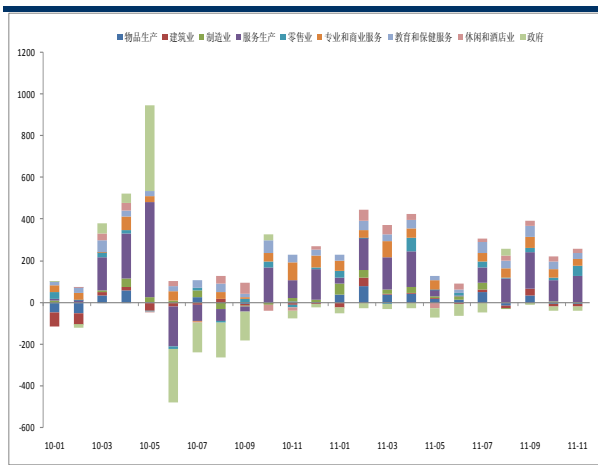
资料来源： bloomberg 中证期货研究部

图7：美国新增非农就业人数 千人



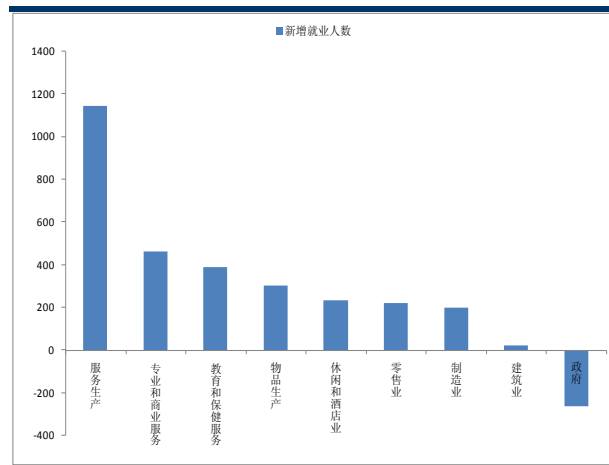
从就业市场好转来看，新增就业主要去向较为明显，主要分布在服务生产行业、专业和商业服务、教育和保健服务、物品生产，前11个月这四个行业新增就业人数分别为114.4万人次、46.3万人次、39.2万人次、30.4万人次，而政府部分新增就业人数累计减少26.3万人次。

图8：分布在各个行业的新增就业人数 千人



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

图9：2011年前11个月各个行业累计新增就业人数 千人

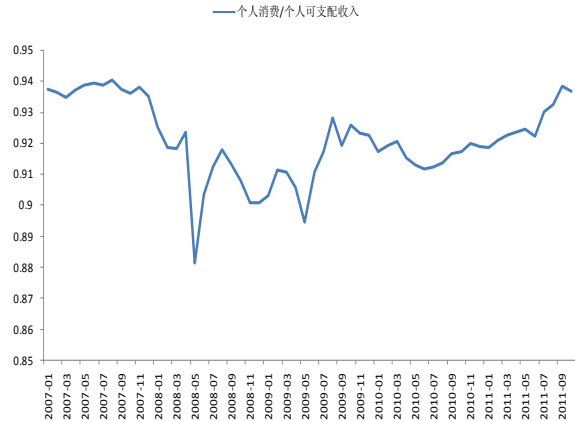


就业市场的好转，带来最大的影响——居民收入水平的提高，消费能力得到提高。目前居民可支配收入水平达到11.6万亿，略超过金融危机前水平，而个人消费/可支配收入值也回升至危机前水平。美国居民收入水平得到持续好转，消费意愿也得到增强。

图 10: 美国个人可支配收入已经超过危机前的水平 十亿美元



图 11: 个人消费占个人可支配收入的比例, 回升至危机前水平



资料来源: bloomberg 中证期货研究部

二、顾虑: 税收优惠政策延期是否能在国会如期通过?

众所周知的减税可以促进居民收入, 而美国的先行税收减免政策对促进居民收入, 刺激居民消费起到了重要作用。而目前美国的税收政策和实行的税率是小布什执政期间通过大规模减税后的税收政策, 该政策将于今年 12 月 31 日到期, 目前对税收政策的后期如何操作, 国共两党对于延长税收优惠期限不存在分歧, 而重要的分歧点在于民主党提出的部分提案如继续降低薪资税至 3.1%, 再次是如何弥补减税政策带来的政府财政赤字扩大的缺口。而民主党倾向于通过对年收入超过 100 万美元的富豪增税实现, 而共和党则倾向通过对联邦雇员在 2015 年前不涨薪实现。奥巴马 12 月 5 日敦促国会延长今年初推出的降低工资税措施, 如果不采取行动, 企业雇员工资税率将从 4.2% 回到 6.2%。减税措施令美国家庭缴税额平均减少约 1,000 美元。

表 1: 国会两党就税收优惠政策的一致点和分歧点所在

达成一致方面:	
国共两党相互赞成延长薪资税减税措施的期限	
分歧点:	
目前国共两党分歧点重要在于对弥补减税导致的财政收入减少方式, 两党存在不同途径。	
民主党提案	<ul style="list-style-type: none"> 1、民主党提出的对年收入超过 100 万美元的富豪提高税率; 2、民主党提出的对年收入在 20 万美元以下个人以及 25 万美元以下的夫妻实施减税; 3、继续延长薪资税优惠期限, 并且把薪资税降低至 3.1%
共和党提案	<ul style="list-style-type: none"> 1、共和党提出的对联邦政府雇员在 2015 年之前不加薪等; 2、在其他政策上绑架薪资谁提案。如, 建设一条加拿大输油管道、放宽环保监管等。
我们的观点	<p>在这一次的复苏中, 个人消费担当了主要力量。而这主要源自个人收入的增长, 如果税收优惠政策不能如期的延期, 那么居民收入必然减少, 无疑会对脆弱的复苏过程造成较大的打击。我们认为, 两党在 12 月 30 日前将就税收优惠政策达成一致。个人消费在美国经济复苏中依旧将充当主要角色。</p>

资料来源: 中证期货研究部

我们认为, 美国国内将在 12 月 31 日前就税收优惠政策延期两党将达成一致, 最起码的现有薪资税将得到延续, 另外民主党提出的降低薪资税税率至 3.1% 和进一步的减税措施, 或许将得到有条件通过。因此, 未来个人消费在减税政策+就业好转带来的个人收入提高, 将持续保障个人消费对经济的拉动力。我们预计美国 2012 年 GDP 增速将继续维持在 2.5—3% 增速。

三、通胀情况：通胀回落，尚不至于通缩

美国在经历了金融危机后的两轮量化宽松后，通胀水平并未大幅提到到失控的局面。10月份美国季调后的CPI同比上涨3.6%，涨幅较9月份回落0.3个百分点，这主要是能源类价格的明显回落所致。10月能源价格季调后同比涨幅为14.3%，虽然绝对涨幅较高，但是环比回落2%。提出能源和食品价格后美国核心CPI季调后同比上涨2.1%，涨幅较9月份扩大0.1个百分点。

图12：美国季调后的CPI和核心CPI 单位：%

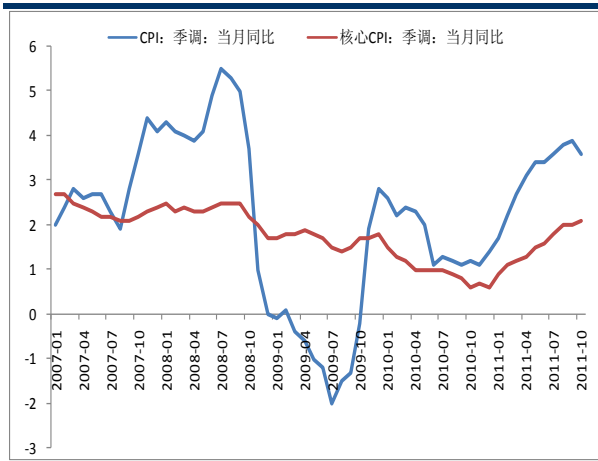
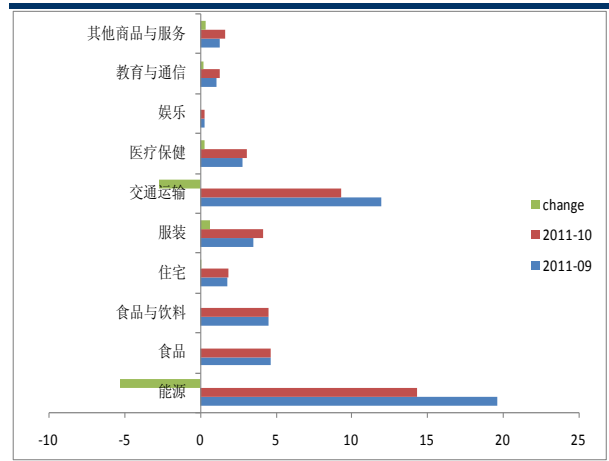


图13：美国CPI各分项指数表现及涨幅变化 单位：%



资料来源： bloomberg 中证期货研究部

表 2：美国 CPI 各项构成表现

	2011-06	2011-07	2011-08	2011-09	2011-10
能源	19.60	19.00	18.50	19.60	14.30
食品	3.70	4.20	4.60	4.70	4.70
食品与饮料	3.60	4.00	4.40	4.50	4.50
住宅	1.30	1.40	1.60	1.80	1.90
服装	1.90	3.00	4.20	3.50	4.20
交通运输	12.00	11.80	11.60	12.00	9.30
医疗保健	2.90	3.20	3.20	2.80	3.10
娱乐	-0.10	-0.20	0.10	0.30	0.30
教育与通信	1.00	1.00	1.10	1.10	1.30
其他商品与服务	1.40	0.80	0.90	1.30	1.70

资料来源： bloomberg 中证期货研究部

美国CPI的构成中，住房价格占CPI的比重在42%左右，其次是食品类占比在13.7%左右，第三大权重为能源，占比在8.6%左右。美国房地产目前无论从新房销售还是成屋销售或者先行指标营建许可方面的数据来看，都处在底部区域，而我们判断，美国房地产市场在2012年很难看到实质性的改变。房地产市场的低迷，制约了美国CPI的大幅上行。而目前美国的食物类价格涨幅处于历史相对高位(2011年10月份美国食物类价格同比增速为4.7%，而进入20世纪以来食物类价格的最高涨幅为6.7%)，后期继续上行的空间也相对有限。唯一不确定的在于权重8.6%的能源价格，我们能源化工小组预计明年原油高点在120元左右(WTI原油)，虽然原油价格将明显上涨，但对CPI的贡献来说，在住房价格低迷，食物类价格回落的情况，难以对CPI起到扭转的作用。至于通缩，我们认为目前的货币环境下，美国陷入通缩的可能性较小。

虽然由于能源价格回落导致美国 CPI 回落，但是起核心通胀水平并未回落，我们预计到明年在经济缓慢复苏的情况下，CPI 依旧将呈现温和状态，通胀将维持在 2.5%-3%之间，美国出现通胀大幅抬头的可能性较低，同样出现通缩的情况也难以出现。

四、QE3? 雾中看花，镜花水月

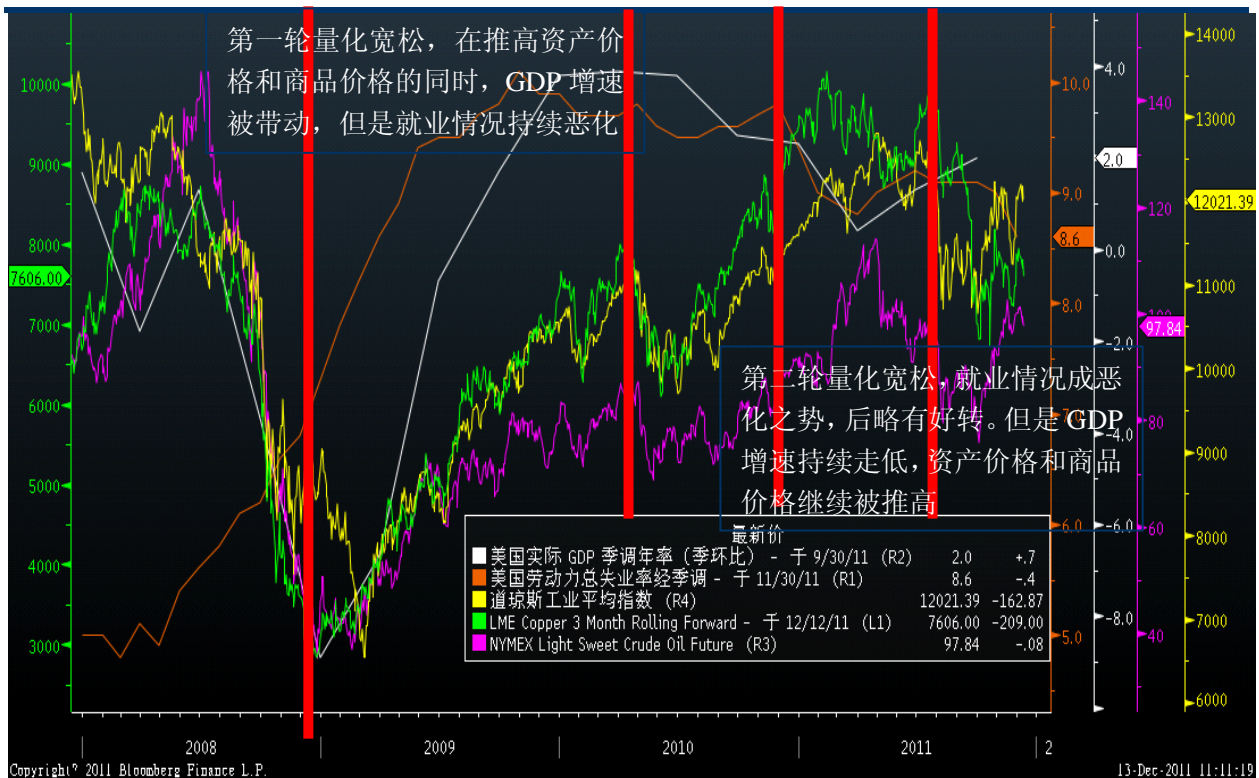
对于 QE3 我们认为目前这种情况下，注入过多的流动性对美国实际经济实际上难以产生良好的效果，唯一的效果似乎是推高商品价格和道琼斯指数，对实体经济并未产生有效作用。

美国第一轮债券购买始于 2008 年 11 月为了应对两房的问题，随后一直持续至 2010 年一季度，累计购买债券近 1.7 万亿，第二轮始于 2010 年 11 月 3 日，购买 2 年至 10 年期国债，金额将近 6000 亿美元，第二轮量化宽松与 2011 年 6 月结束。

从量化宽松实施的时间段，以及这个时间段美国就业和经济、资本市场和商品市场表现来看。在第一轮量化宽松实施期间（2008.11-2010-03），失业率持续走高，失业率从 2008 年 11 月份的 6.8% 飙升至 2010 年 3 月份的 10.1% 的高点，期间量化宽松对促进就业作用几乎没有。在持续向市场注入流动性德情况下，美国 GDP 环比折年率从 2008 年底的 -8.9% 上升至 2010 年一季度的 3.8%，经济增速有，明显好转，而从资本市场和商品市场来看，自从量化宽松以来，几乎走的是单边上扬之势，道琼斯指数从 2008 四季度的 8000 点左右飙升至 10000 点上方，LME 铜价从 4000 美元下方涨至近 8000 美元，原油价格从 50 美元下方涨至近 80 美元。在第一轮量化宽松中，就业市场持续恶化，经济有所恢复的同时大幅推高了商品价格和股指，尽管如此，量化宽松至少对经济增长还是存在一定效果的。

但是在第二轮量化宽松中，经济增速开始回落，就业情况略有好转，但是失业率依旧维持在高位，对经济和就业作用作用依旧十分微弱，但是对资本市场和商品市场的推动作用却继续高歌猛进，道指从 10000 点左右涨至将近 13000 点，LME 铜价继续涨至 10000 左右，而原油价格则一度涨至 113 美元。无论资本市场还是商品市场，涨幅均十分明显。第二轮通胀在推高资产价格同时，对就业和经济的作用开始微乎其微。

图 14：美国两轮量化宽松政策对经济的效果边际效用明显呈递减之势，继续量化宽松将收效甚微



资料来源: bloomberg 中证期货研究部

因此，我们认为 QE 对于美国经济的推动依然十分有限，边际效用甚至为负。除非经济大幅度衰退+通胀明显回落（QE3 不至于使通胀水平抬头）的情况下，美国或许会在无奈中重启 QE3。但是鉴于目前美国经济复苏情况良好，而且核心通胀处于警戒线附近，从未来一年来看，美国通胀也难以出现通缩情况。前两轮量化宽松对经济并未起到应有的促进作用，反而推高了商品价格和金融资产价格，我们认为，美国主动实行量化宽松的可能性依然较低。

但我们对美国通过另外一种方式施行量化宽松的可能性持谨慎态度。也就是欧债危机的量化宽松中美国所起的作用。美国一是通过直接购买欧债债券对欧元区提供支持；二是通过向 IMF 注资，通过 INF 向欧元区提供资金。美国作为 IMF 的最大份额国，一旦欧元区危机扩散到银行，危机整个金融体系，势必将导致量化宽松的实行。

五、欧债危机对美国的影响程度分析

欧债危机对美国的影响主要体现在三方面，一是双方实体经济的往来；二是美国金融机构持有的欧元区有毒债券；三是欧债带来的金融动荡。对于第三方面，我们难以量化。但是对于前两个方面，我们却可以从美国同欧元区的贸易往来和美国银行持有有毒欧洲债券的量来管窥蠡测。

从美国 2010 年同欧盟地区主要国家的贸易往来看，美国同欧盟的出口占总出口的比例为 18.65%，而 2011 年前 10 个月这一比例略有回落至 18.03%，而 2010 年美国同欧盟进口额占总进口比例为 16.54%，2011 年前 10 个月这一比例回落至 16.35%，回落幅度较小。在欧盟中，德、法、英是美国主要的进出口国。其中德国和英国是欧盟最大的贸易往来国，其次是法国和意大利，出口意大利占总出口的 1%左右，而进口而 1.5%左右，这一比例远低于德国和英国的贸易往来。而诸如 PIIGS 其他国家比例则更加低。因此，从贸易往来来说，在德、法“双核”经济保持强劲的时候，欧元区的债务危机和经济衰退对美国的影响相对有限。

表 3：美国同欧盟主要国家的贸易往来占比情况

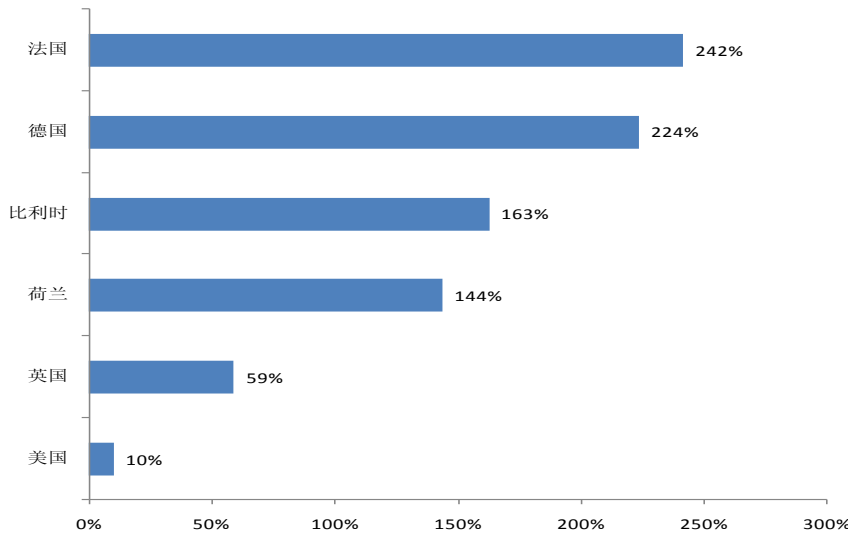
	出口			进口		
	2010	2011 前 10 个月	change	2010	2011 前 10 个月	change
欧盟	18.65%	18.03%	-0.62%	16.54%	16.35%	-0.19%
德国	3.75%	3.29%	-0.46%	4.28%	4.34%	0.06%
英国	3.77%	3.75%	-0.03%	2.57%	2.26%	-0.31%
法国	2.10%	1.89%	-0.21%	1.99%	1.77%	-0.23%
意大利	1.10%	1.08%	-0.03%	1.47%	1.51%	0.04%
西班牙	0.79%	0.73%	-0.06%	0.44%	0.50%	0.06%

资料来源：bloomberg 中证期货研究部

如果欧债危机继续扩散、恶化，首当其冲是持有有毒债券的银行业，目前欧元区已经同意对希腊债券计提 50% 的损失。计提损失后，银行计提损失，进行拨备覆盖，资本充足率下降，进而需要资金补充资本。从各国银行业持有 PIIGS 债券的比例来看，主要集中在欧元区内部相互持有，美国持有 PIIGS 债券的比例较低。截止 2011 年二季度，美国持有 PIIGS 债券份额占其银行业核心资本的比例仅为 10%，而德国这一比例为 224%，法国为 244%，美国这样比例明显远低于欧元区主要国家，即使银行业计提所持债券损失，美国受到伤害相对较小，处于可承受范围。

而从持有 PIIGS 主权债务的银行机构来看，PIIGS5 国中前十大银行机构，几乎没有出现美国银行机构的身影，美国持有 PIIGS 的份额不仅较低，而且银行业持有 PIIGS 较少，更多的在共同基金和资产管理公司手中，而这部分公司即使计提损失，也没有资本补充要求。因此，欧债即使演变到银行计提损失的地步，对美国直接影响有限。

图 15: 国内银行业持有 PIIGS 债务占银行业核心资本的比例



资料来源: bloomberg 中证期货研究部

表 4: 前 10 持有希腊主权债务的银行机构

机构名称		债务额(百万欧元)	未偿还债务%
希腊主权债		277,293.07	100
银行持有人总计		57,001.34	20.56
National Bank of Greece SA	希腊国家银行	12,337.40	4.45
EFG Eurobank Ergasias SA	希腊 EFG 欧洲银行	10,202.00	3.68
Piraeus Bank SA	希腊比雷埃夫斯银行	9,613.07	3.47
Alpha Bank AE	希腊阿尔法银行	6,750.12	2.43
Agricultural Bank of Greece	希腊农业银行	6,568.47	2.37
BNP Paribas SA	法国巴黎银行	1,600.00	0.58
Commerzbank AG	德国商业银行	1,400.00	0.5
Dexia SA	比利时德克夏银行	1,292.00	0.47
Deutsche Postbank AG	德国邮政银行股份有限公司	923	0.33
Deutsche Bank AG	德意志银行	881	0.32
Societe Generale SA	法国兴业银行	800	0.29

资料来源: bloomberg 中证期货研究部

表 5: 前 10 持有意大利主权债务的银行机构

名称		债务额(百万欧元)	未偿还债务%
意大利主权债		1,608,964.49	100
银行持有人总计		197,248.94	12.26
Intesa Sanpaolo SpA	意大利联合圣保罗银行	63,394.00	3.94
UniCredit SpA	意大利裕信银行	38,846.70	2.41
Banca Monte dei Paschi di Sien	意大利西雅那银行集团	25,000.00	1.55

中证期货宏观策略专题报告

BNP Paribas SA	法国巴黎银行	12,200.00	0.76
Dexia SA	德克夏银行	10,003.00	0.62
Unione di Banche Italiane SCPA	意大利意联银行	9,234.05	0.57
Commerzbank AG	德国商业银行	7,900.00	0.49
Credit Agricole SA	法国农业信贷银行	6,749.00	0.42
Barclays PLC	巴克莱	5,482.27	0.34
Banco Bilbao Vizcaya Argentari	西班牙对外银行	4,357.00	0.27

资料来源: bloomberg 中证期货研究部

表 6: 前 10 持有葡萄牙主权债务的银行机构

名称		债务额(百万欧元)	未偿还债务%
葡萄牙主权债		131,007.36	100
银行持有人总计		20,581.00	15.71
Banco Comercial Portugues SA	葡萄牙千禧商业银行	5,142.00	3.92
Banco Espirito Santo SA	葡萄牙圣精银行	3,595.00	2.74
Banco BPI SA	葡萄牙投资银行	2,895.05	2.21
Dexia SA	德克夏银行	1,839.00	1.4
Banco Santander SA	葡萄牙桑坦德	1,400.00	1.07
BNP Paribas SA	法国巴黎银行	1,400.00	1.07
Barclays PLC	巴克莱	931.24	0.71
Commerzbank AG	德国商业银行	900	0.69
Credit Agricole SA	法国农业信贷银行	676	0.52
Societe Generale SA	法国兴业银行	500	0.38
HSBC Holdings PLC	汇丰控股	446.13	0.34
Deutsche Bank AG	德意志银行	288	0.22

资料来源: bloomberg 中证期货研究部

表 7: 前 10 持有西班牙主权债务的银行机构

名称		债务额(百万欧元)	未偿还债务%
西班牙主权债		654,650.35	100
银行持有人总计		79,384.11	12.13
Banco Bilbao Vizcaya Argentari	西班牙对外银行	34,587.00	5.28
Banco Santander SA	桑坦德	24,200.00	3.7
Barclays PLC	巴克莱	5,315.07	0.81
Commerzbank AG	德国商业银行	2,800.00	0.43
KBC Groep NV	比利时 KBC 集团有限公司	2,100.00	0.32
UniCredit SpA	意大利裕信银行	2,053.59	0.31
Societe Generale SA	法国兴业银行	1,800.00	0.27
Credit Agricole SA	法国农业信贷银行	1,521.00	0.23
HSBC Holdings PLC	汇丰控股	1,040.97	0.16
Deutsche Bank AG	德意志银行	859	0.13

资料来源: bloomberg 中证期货研究部

表 8: 前 10 持有爱尔兰主权债务的银行机构

名称		债务额(百万欧元)	未偿还债务%
爱尔兰主权债		86,031.26	100
银行持有人总计		5,987.29	6.96
Royal Bank of Scotland Group P	苏格兰皇家银行	2,797.07	3.25
Deutsche Bank AG	德意志银行	478	0.56
KBC Groep NV	比利时 KBC 集团有限公司	400	0.46
Societe Generale SA	法国兴业银行	400	0.46
Barclays PLC	巴克莱	366.52	0.43
Banco BPI SA	葡萄牙投资银行	357.35	0.42
BNP Paribas SA	法国巴黎银行	300	0.35
Intesa Sanpaolo SpA	意大利联合圣保罗银行	251	0.29
Banco Comercial Portugues SA	葡萄牙千禧商业银行	209	0.24
Credit Agricole SA	法国农业信贷银行	169	0.2

资料来源: bloomberg 中证期货研究部

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司可发出其它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映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司 2011 版权所有。保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场二期 14 层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道
1777 号东方希望大厦 9 层 H 室

邮编：200122

电话：(021)68401585

传真：(021)61019873

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 14 号
顺驰第一国际 18 层 1803 号

450003

(0371)65613352

(0371)69102132

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号
大连国际金融中心 A 座期货大厦 2508 室

116023

(0411)84806372

(0411)84806872

青岛营业部

地址：青岛市香港中路 6 号
世贸中心 B 座 105 室

邮编：266071

电话：(0532)85917799

传真：(0532)85917780

杭州营业部

杭州延安路 515 号
国信大厦 11 楼 1117 室

310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街
8 号国际财源中心 A 座 8 层 801

100007

(010) 57762888

(010) 57762999