

2010年5月19日

## 中国经济 欧元和欧元区经济走弱的潜在影响

**什么样的问题？**周二（5月18日）欧元对美元的汇率跌至 1.22，创下四年来的新低。欧元区整体经济，特别是欧元的走弱对中国经济及其政策预期有哪些影响？在讨论这个问题之前，我们先来回答以下 5 个问题：

**问题 1：**中国经济卷入欧元区整体经济，尤其是目前正处于财政危机之中欧洲外围国家的程度有多深？

**问题 2：**中国出口出现雷曼兄弟破产之后那样的暴跌的风险有多大？

**问题 3：**欧元汇率的大幅下跌对人民币汇率政策有何影响？

**问题 4：**欧元对美元汇率的大幅下跌对中国的外汇储备管理政策有何影响？

**问题 5：**对整体宏观经济及政策有何影响？

**结论：**1) 中国实体经济因卷入欧元区经济而遭受的负面影响很可能是可控的，尤其是在短期内更是如此；2) 全球贸易，尤其是中国出口出现急剧萎缩的可能性很小；3) 除非欧元对美元的汇率出现持续剧烈的波动，人民币仍将按既定轨道退出目前事实上“盯住美元”的汇率制度；4) 整体主权风险的提高，尤其是欧元汇率的急剧下跌将使中国外汇储备管理者在通过欧元资产进行多元化配置时变得更为谨慎，并且更倾向于在传统的资产类别之外为其外汇储备寻找新的投资机会；5) 欧元区经济走弱有助于中国经济避免最坏的情形：过热。

### 近期报告

题目	日期
航图：感觉差异	2010年5月18日
再通胀和政策正常化缓行	2010年5月11日
4月份贸易顺差再现	2010年5月10日
再次调高存款准备金率	2010年5月3日
全面抑止房价的快速增长	2010年4月19日
2010年一季度的发展显示理想情形进入轨道	2010年4月16日
人民币盯住美元：会否退出？为何退出？何时退出？如何退出？	2010年4月5日

**重要信息披露，请参见位于本报告结尾的信息披露部分。**

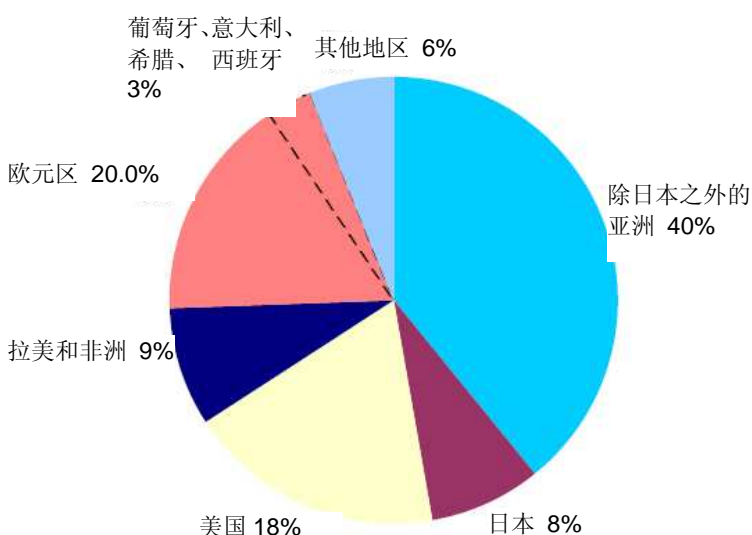
## 欧元和欧元区经济走弱的潜在影响

**问题 1：中国经济卷入欧元区整体经济，尤其是目前正处于财政危机之中欧洲国家的程度有多深？**

**答：**中国实体经济因卷入欧元区经济而遭受的负面影响很可能是可控的，尤其是在短期内更是如此。

2009年，中国向欧元区的出口约占其出口总量的20%，其中目前正处于财政危机的四国，葡萄牙、意大利、希腊和西班牙仅占3%（表1）。

表 1  
 中国卷入财政危机国家的程度较轻



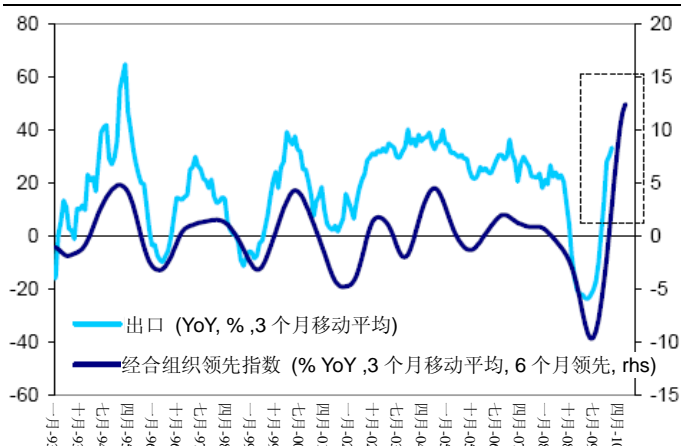
来源：摩根士丹利研究部

此外，随着欧洲外围国家财政整顿措施的收缩性影响的逐步显现，主权债务危机对欧元区实体经济，尤其是从其他国家进口货物和服务的影响最终将蔓延开来。我们的同事，摩根士丹利欧洲首席经济学家艾尔加·巴奇 (Elga Bartsch) 将她对欧洲货币联盟 (EMU) 2010 年 GDP 增长预测从 1.2% 下调至 0.9%，而她对 2011 年的预测则为 1.1%（参见“欧洲经济：在平均线以下艰难前行”，2010 年 3 月 11 日）。

我们认为，在短期内，全球经济复苏的周期性上升势头可能会强过当前的主权债务危机对经济增长的抑止作

用。我们预期中国的出口在未来几个月内继续保持强劲增长（表 2）。

表 2  
 未来几个月内出口将继续保持强劲增长



来源：摩根士丹利研究部

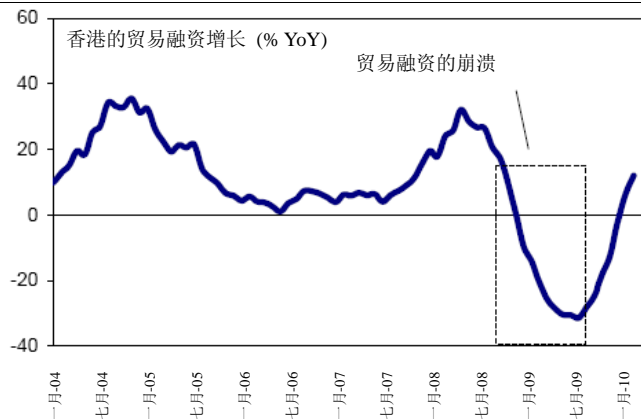
**问题 2：中国出口出现 2009 年 9 月雷曼兄弟破产之后那样的暴跌的风险有多大？**

**答：**我们认为，全球贸易，尤其是中国出口出现急剧萎缩的可能性很小。

在雷曼兄弟破产之后全球贸易随之崩溃的原因不仅在于相关实体经济的急剧萎缩，而且还有金融市场的因素：由于主要金融机构的大规模去杠杆化，贸易融资几近枯竭。（表 3）

在目前这个当口，欧洲银行业一哄而上实施去杠杆化的风险较小。首先，在欧洲各国批准设立 7500 亿欧元的稳定基金之后，欧元区的流动性风险看来在很大程度上已经得到了控制。其次，本次主权债务危机中，债权人和债务人结构比较简单透明，从而使其交易对手风险远远低于 2008 年底和 2009 年初，当时的交易对手风险在一定程度上对于复杂的金融机构之间混乱的去杠杆化起到了推波助澜的作用。

表3  
 2008年底贸易融资的崩溃



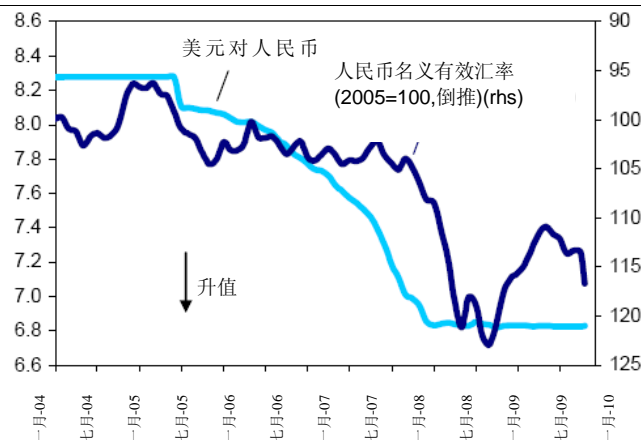
来源：摩根士丹利研究部

**问题 3：欧元汇率的大幅下跌对于人民币汇率政策有何影响？**

**答：**我们认为，除非欧元对美元的汇率出现持续剧烈的波动，人民币仍按既定轨道退出目前事实上“盯住美元”的汇率制度。我们仍然认为，6、7月份是最有可能发生这一事件的“机会窗口”。

在事实上的“盯住美元”汇率制度下，弱势欧元意味着人民币在贸易加权后的升值。因此，许多市场人士开始认为，鉴于人民币在贸易加权的基础上已经被动升值，近期内人民币与美元脱钩的可能性不大。

表4  
 人民币即期汇率和名义有效汇率

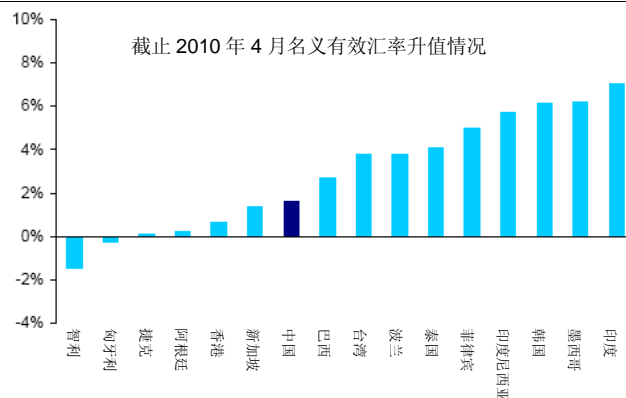


来源：摩根士丹利研究部

自年初以来，人民币贸易加权汇率已经有所上升。但是，即使算上这一升值，人民币目前（5月19日）的名义有效汇率仍只相当于去年同期的相同水平（表4）。

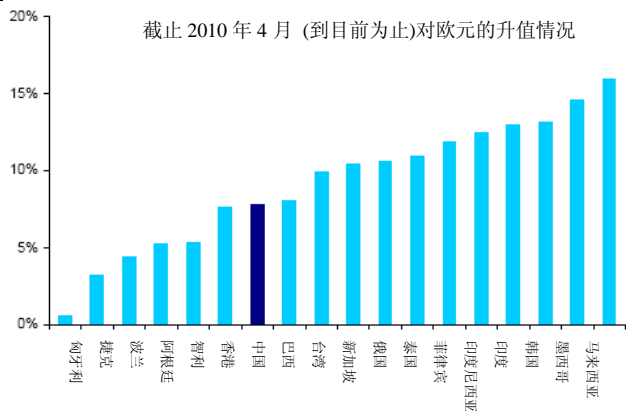
此外，许多与中国同属新兴市场的经济体，其货币的贸易加权汇率升值幅度远远高于人民币（表5）。其原因是，几乎所有的新兴市场货币对欧元的汇率都有过大幅度的升值。中国也不例外（表6）。

表5  
 人民币名义有效汇率的升值落后于其他新兴经济体货币



来源：摩根士丹利研究部

表6  
 人民币对欧元的升值落后于其他新兴市场货币



来源：摩根士丹利研究部

这些情况表明，就中国与其他新兴市场经济体在第三类市场（如欧元区）的竞争而言，中国并未因其货币的贸易加权汇率的上升而丧失竞争力。因此，在我们看来，因欧元走弱而认为人民币退出“盯住美元”及其价值重估延后的预期是经不起推敲的。事实上，我们认为，保持人民币贸易加权汇率的竞争力并非中国政府在进行是否盯住美元的决策时考虑的首要重点。相反，我们认为，通过在危机中以“名义锚”模式确保稳定和增强信心才是最重要的考虑。在市场不出现大幅波动的情况下，维持一个更加灵活的汇率制度的益处可能会超过维持名义锚的必要。

展望未来，我们重申：尽管最近欧元的走弱，人民币的重新估值仍然是一种政策选择。虽然我们预期在5月24日中美战略对话开始之前，人民币不会立即升值，但我们仍然坚持：6、7月份是最有可能发生这一事件的“机会窗口”（参见“人民币盯住美元：会否退出？为何退出？何时退出？如何退出？”4月4日）。我们认为，6月26-27日在大多伦多的G20峰会之前出台相关政策的可能性较大。从战术的角度来看，我们认为在目前市场对人民币重新估值预期较低的情况下出台更为合适。

**问题 4：对中国的外汇储备管理政策有何影响？**

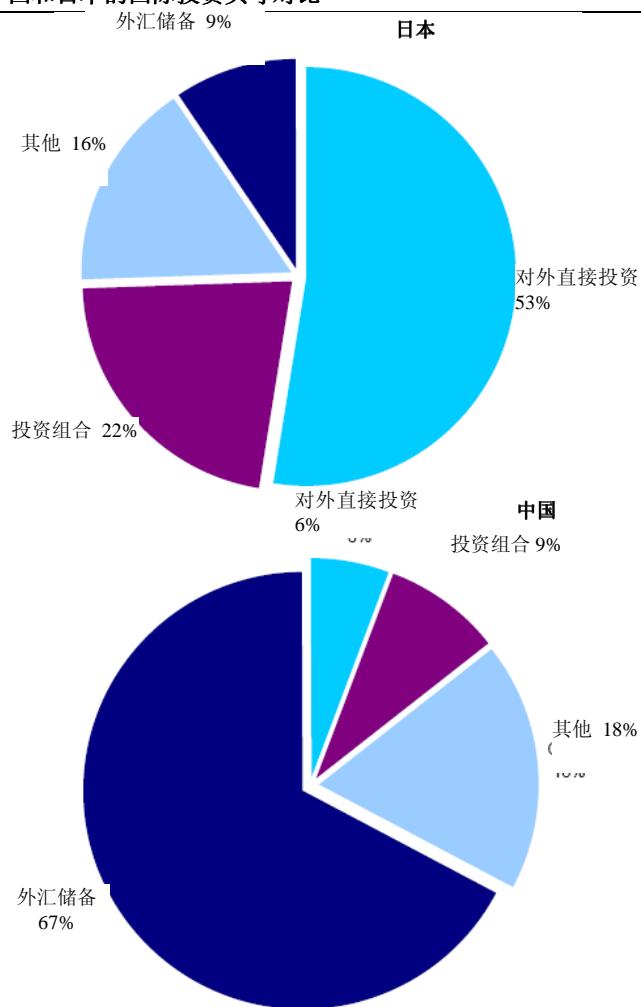
**答：**我们认为，整体主权风险的提高，尤其是欧元汇率的急剧下跌将使中国外汇储备管理者在通过欧元资产进行多元化配置时变得更为谨慎，并且更倾向于在传统的资产类别之外为其外汇储备寻找新的投资机会。

许多市场人士都在猜测：鉴于欧元资产的吸引力已今不如昔，中国外汇储备管理者是否会放缓甚至暂停中国官方外汇储备资产从美元资产向欧元资产的多元化配置？欧洲的主权债务问题的解决可能不是一朝一夕的事。

这是一个合理的问题。我们认为，欧元最近的弱势的确会引起对中国外汇储备管理多元化战略的重新思考。在近期内，相关决策可能围绕美元和欧元资产的合理配置进行。在这一问题上，更深远的影响则是：考虑到一向被认为风险较低的主要工业化经济体的政府债券也靠

不住，中国是否应当在传统的资产类别之外，为其官方外储管理寻找新的投资机遇？

表 7  
 中国和日本的国际投资头寸对比



来源：摩根士丹利研究部

事实上，就多元化问题而言，目前存在着“狭义”和“广义”的多元化。前者指在传统的官方储备资产的范围之内进行的多元化，而后者则指对于整个国家的海外资产的整体结构进行的多元化。目前欧元区的主权债务危机使中国更有必要加快这一方面的努力。表 7 对比了中日两国的国际投资头寸，它显示了中国在“广义”多元化方面尚有较大的提升空间。巧合的是，据最近的媒体报告，中国

外汇储备的管理机构国家外汇管理局已通过国家开发银行将一部分外汇储备资产用于提供境外项目融资。

### 问题 5：对整体宏观经济及政策有何影响？

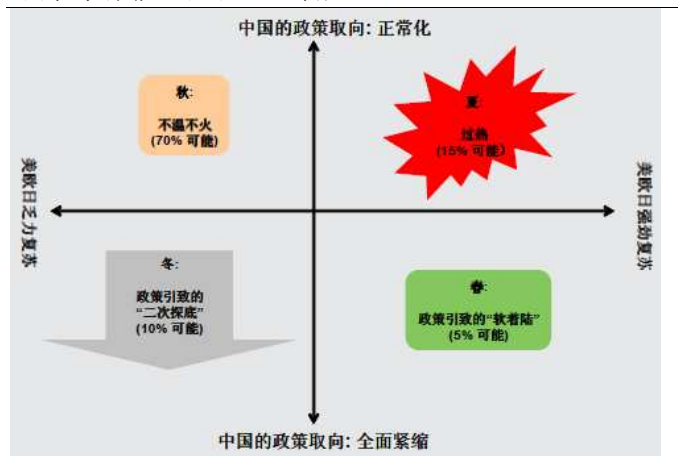
答：我们认为，欧元区经济走弱的有助于中国经济避免最坏的情况：过热。

中国卷入疲弱的欧元以及欧元区经济的方式主要为通过贸易及直接对外投资等实体经济渠道。由于中国尚未开放资本账户，且保持着巨大的收支盈余，金融市场的传导对中国影响甚微。

总体而言，我们认为根据我们的“四季”框架概念，G3 的坏消息未必是中国的坏消息。（表 8）（参见“中国经济：理想情形进入轨道”，4月15日）。

中国的政策姿态：正常化

表 8  
“四季”框架概念下的 2010 年展望



来源：摩根士丹利研究部

我们认为，今年中国经济面临的最大风险是过热和通胀，或我们“四季框架”中的“夏季”情形。欧元区经济的走弱有助于降低这一“最坏情形”。具体而言，G3 经济的强劲复苏将刺激中国出口和工业产能的利用，大幅推高国际商品的价格，加之 2009 年迅猛的货币和信贷扩张，势必导致通胀压力的加剧。如果最终出现这一情形，中国政府将不得不通过收紧银行信贷来进行大幅度紧缩，这不仅将导致经济活动的急剧减速，而且还可能在银行系统产生大量的不良贷款。

自从希腊债务危机及其影响加剧以来，国际商品价格已经出现了大幅度的下跌。我们认为这将有助于控制中国的通胀。事实上，我们预测中国的经理人采购指数(PPI)同比增长将在 4 月份达到 6.8%的峰值（参见“中国通胀跟踪报道：PPI 可能已经见顶”4月19日）。

此外，希腊债务危机凸显了中国经济的外部环境的不确定性和下行风险，使中国政策制定者在出台重大政策转变（紧缩）时更趋于谨慎，从而有助于防止我们的“四季框架”中的“冬季”情形，即政策引导型的双底衰退。对此，中国总理温家宝在最近的一次公开讲话中暗示应注意多项政策叠加的负面影响。

我们修正原先有关 2010 年上半年会有一次加息的观点，认为 2010 年下半年的加息次数不会超过一次（参见“中国经济：再通胀和政策正常化缓行”，5月11日）。事实上，鉴于最近希腊主权债务危机及其影响，各国主要中央银行预期将暂缓其紧缩政策的出台。摩根士丹利首席经济学家迪克·伯纳(Dick Berner)预期美联储的加息将暂缓至 2011 年初（参见“美国经济：主权信用风险意味着美国将维持低利率”，5月10日）。摩根士丹利欧洲首席经济学家艾尔加·巴奇(Elga Bartsch)则认为欧洲中央银行在 2011 年中期之前不会加息（参见“欧元区经济：欧洲中央银行观察”，5月6日）。

## 信息披露

本报告的信息与观点是由以下一个或多个公司编制和发行，并对内容负责：Morgan Stanley Asia Limited, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte. (注册号码 199206298Z, 由新加坡货币管理局监管, 和/或 Morgan Stanley Asia (Singapore) Securities Pte Ltd (注册号码 200008434H, 由新加坡货币管理局监管), 和/或 Morgan Stanley Taiwan Limited 和/或 Morgan Stanley & Co International plc, 汉城分支, 和/或 Morgan Stanley Australia Limited (A.B.N.67003734576, 澳洲金融服务牌照号码 233742 持牌交易商), 和/或 Morgan Stanley India Company Private Limited 以及它们的分支机构 (统称“摩根士丹利”)。

### 全球研究冲突管理政策

本研究报告是根据本公司的冲突管理政策出版发行，详情请查看：[www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies](http://www.morganstanley.com/institutional/research/conflict/policies)

### 重要信息披露

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体状况及目标。摩根士丹利建议投资者应独立评估特定的投资和战略，并鼓励投资者寻求专业财务顾问的意见。投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。本报告并非购买或出售任何证券或参与任何交易策略的要约。阁下投资的价值和收益，可能因利率或汇率、证券价格或市场指数、公司的运营或财务状况或其它因素的变化而有所不同。过去的业绩未必能说明未来。对未来市场表现的估计是基于或许无法实现的假定。

除有关摩根士丹利的信息外，摩根士丹利的研究人员根据公开的信息资料撰写报告。摩根士丹利竭力采用可靠和全面的信息，但是我们并不对其准确性或完整性做任何保证。除非我们打算终止对个别覆盖公司的跟踪研究，本报告所载意见或信息的任何变化，摩根士丹利没有告知阁下的义务。报告中的事实与观点并未经过摩根士丹利其它业务部门的专业人士，包括投资银行专业人士的审阅，因此不能反映后者已掌握有关信息。

致台湾读者：在台湾交易的证券/工具的信息由 Morgan Stanley Taiwan Limited (“MSTL”) 发布。本刊物不得向公共媒体发放，或被公众媒体所引用。

致香港读者：信息是由 Morgan Stanley Asia Limited 或以其名义在香港发布的并可以被视为系其所为，属于其在香港受监管业务的一部分。阁下如对本刊物有任何疑问，请联系我们的香港销售代表。

本刊物在日本由 Morgan Stanley Japan Securities Co., Ltd. 发行，该公司业已批准并同意为加拿大发行的本刊内容负责；在德国由法兰克福受联邦金融服务监管局 (BaFin) 监管的 Morgan Stanley Bank AG 发行；在西班牙由 Morgan Stanley, S.V., S.A. (摩根士丹利集团子公司) 发行，受西班牙证券市场委员会 (CNMV) 监管，该公司声明，本文件是根据适用于西班牙法规规定的金融研究行为守则撰写并发表；在美国由 Morgan Stanley & Co. Incorporated 发行，并对刊物内容负责。在英国，由金融服务管理局授权和监管的 Morgan Stanley & Co. International plc 负责发行其编制的研究报告，并完全根据《2000 年金融服务及市场法》第 21 款规定批准由任何关联公司编制的研究报告。英国私人投资者应从 Morgan Stanley & Co. International plc 代表获取有关投资的意见。在澳大利亚，本报告及其任何内容仅针对《澳大利亚公司法》定义的“批发客户”发行。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 JSE Limited 的成员，并且受南非金融服务局监管。RMB Morgan Stanley (Proprietary) Limited 是 Morgan Stanley International Holdings Inc. 和 FirstRand Investment Holdings Limited 共同拥有的合资公司，FirstRand Investment Holdings Limited 则由 FirstRand Limited 全权拥有。

本报告所载商标和服务标志产权为所有者各自拥有。第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。全球行业分类标准 (“GICS”) 是由 MSC 与标准普尔联合制订并属其专有财产。摩根士丹利所依据的有关 MSCI 国家指数系列的预测、意见、展望和交易策略是全部来自公开的讯息渠道。MSCI 并没有审议、批准或认可在本报告所载的任何预测、意见、展望和交易策略。摩根士丹利对 MSCI 指数的制定决议不具有影响力或控制权。未经摩根士丹利的书面同意，不得复印、出售或转发本报告或其中任何部分。摩根士丹利研究报告主要通过电子媒体，及在若干情况下，以印刷方式发送。阁下亦可向我们索取有关推荐证券的其它信息。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (DIFC Branch) 传播，受迪拜金融服务管理局监管，并仅针对迪拜金融服务管理局定义的“批发客户”发行。本报告只提供给批发客户中满足管理条例中客户条件的客户。

本报告是由 Morgan Stanley & Co. International plc (QFC Branch) 传播，受卡塔尔金融中央管理局监管，并仅针对商业客户和市场对应团体发行。本报告不提供给卡塔尔金融中央管理局定义的零售客户。

根据土耳其资本市场局的要求，这里发表的投资信息、评论和建议并不属于投资顾问活动的范畴。投资顾问服务是通过经济行、投资组合管理公司、非存款银行和客户之间的涉及投资顾问的合同所提供。这里发表的评论和建议是基于发表此评论和建议的当事人的个人意见。这些意见可能不适合您的财务状况、风险和回报偏好。因此，单凭这里发表的信息进行投资决策可能达不到您所预期的结果。

注意：如中英文版本之间存在差别，以英文版为准。

# Morgan Stanley

摩 根 士 丹 利

摩 根 士 丹 利 研 究 部

**美国**  
1585Broadway  
NewYork,NY10036-8293  
**UnitedStates**  
Tel:+1(1)2127614000

**欧洲**  
20BankStreet,CanaryWharf  
LondonE144AD  
**UnitedKingdom**  
Tel:+44(0)2074258000

**日本**  
4-20-3Ebisu,Shibuya-ku  
Tokyo150-6008  
**Japan**  
Tel:+81(0)354245000

**亚太地区**  
ThreeExchangeSquare  
Central  
**HongKong**  
Tel:+85228485200