



携手杉立
共创宏图

杉立研发部

王慧靓

021-68402550



一、 国内经济——由弱复苏向结构性改革过渡	6
1.1 2013 年上半年经济增速放缓，且未来仍无走强信号	6
1.2 下半年投资和出口难有亮色表现，而消费依旧难当大任	7
1.3 关注地方债务和影子银行问题，是否会形成下半年风险冲击事件	8
二、 美国——继续带领全球经济复苏	11
2.1 主要经济指标表现良好，下半年复苏有望加速	11
2.2 美联储基本明确 QE 退出线路，利于美元走强	13
三、 欧洲——在低谷中寻出路	15
3.1 欧元区经济连续第六个季度萎缩，仍在底部徘徊	15
3.3 预计欧债问题会继续缓和，关注货币政策是否进一步宽松	16
3.4 9 月份德国大选何去何从，对欧元区影响重大	17
四、 日本——面临政治和经济双风险	18
4.1 经济风险——日债危机、安倍经济学无效	18
4.2 政治风险——2013 年 7 月份议会选举	19
五、 其他国家--美元走强致本币贬值压力加大	20
5.1 下半年澳币及雷亚尔贬值潜在犹存，矿石和煤炭出口价或继续下滑	20
5.2 美元回流迹象明显，可能诱发部分新兴国家产生金融危机	20
六、 2013 年下半年重要宏观事件及其潜在影响	21
七、 2013 年宏观经济走势对期市影响综述	22



插图目录

图 1 GDP 季度累计值及同比增长率	6
图 2 工业增加值	6
图 3 PMI 指数	6
图 4 PPI 指数	6
图 5 PMI 库存指数	7
图 6 PMI 订单指数	7
图 7 城镇固定资产投资累计值	7
图 8 进出口同比增长率	7
图 9 GDP 增长结构	8
图 10 社会消费品零售总额	8
图 11 36 个地方政府本级债务资金来源	9
图 12 地方城投债净发行量	9
图 13 GDP 分项对实际 GDP 拉动	11
图 14 实际 GDP 总值和季环比折年	11
图 15 消费者信心指数	12
图 16 房地产市场指数	12
图 17 新屋开工&建筑许可	12
图 18 标普 CS-20 大城市房价	12
图 19 美国制造业 PMI	13
图 20 美国非制造业 PMI	13
图 21 美国十年国债收益率曲线图	14



图 22 美元指数与黄金	14
图 23 美元指数与伦铜	14
图 24 欧元区实际 GDP 与环比	15
图 25 欧元区 GDP 分项对实际 GDP 拉动	15
图 26 欧元区 PMI 制造业和服务业指数	15
图 27 欧元区失业率	15
图 28 欧猪五国债务占 GDP 比重	16
图 29 欧元区各国到期债务 (百万欧元)	16
图 30 德国和法国十年期国债收益率	16
图 31 西班牙和意大利十年期国债收益率	16
图 32 德国 GDP 分项对 GDP 拉动率, %	17
图 33 实际 GDP 总值和季环比折年	17
图 34 美元兑日元持续升值	18
图 35 日本连续十个月出现贸易逆差	18
图 36 日本 CPI 走势	18
图 37 日经 225 指数在五月底出现暴跌	19
图 38 日本十年期国债收益率显著回升	19
图 39 澳大利亚矿产品出口情况	20
图 40 澳大利亚 GDP	20
图 41 美元兑澳元汇率走势	20
图 42 美元兑巴西元汇率走势	20
图 43 金砖四国股指走势(俄罗斯、巴西)	21



图 44 金砖四国股指走势(中国、印度)	21
图 45 新兴市场基金规模变化情况.....	21
图 46 印尼卢比及泰铢汇率走势.....	21

表格目录

表 1 近期新政府主要政策动态.....	10
表 2 美联储最新经济预期.....	13
表 3 下半年美联储议息会议.....	14
表 4 今年 7 月日本参议院选举.....	19



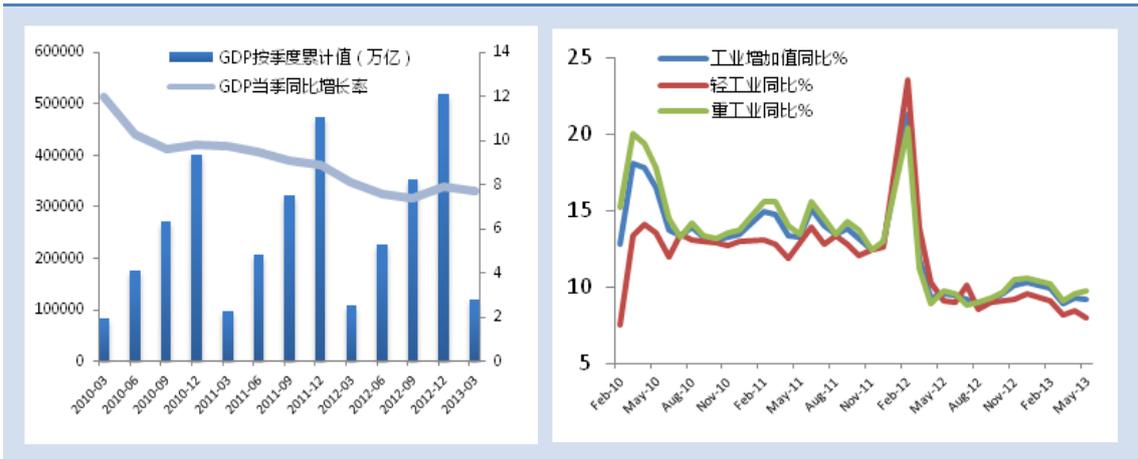
一、国内经济——由弱复苏向结构性改革过渡

1.1 2013 年上半年经济增速放缓，且未来仍无走强信号

2012 年 3 季度 GDP 增速是继连续 11 个季度下跌后的首次回升，但回升至 7.9 之后，2013 年 1 季度 GDP 增速回落至 7.7% (见图 1)，主要经济指标均出现不同程度萎缩，如工业增加值都出现不同程度的萎缩 (见图 2)，2013 年前五个月份，工业增加值维持在 9 左右，明显低于去年的同期水平，此前预期的经济弱复苏基本遭遇否定。

图 1 GDP 季度累计值及同比增长率

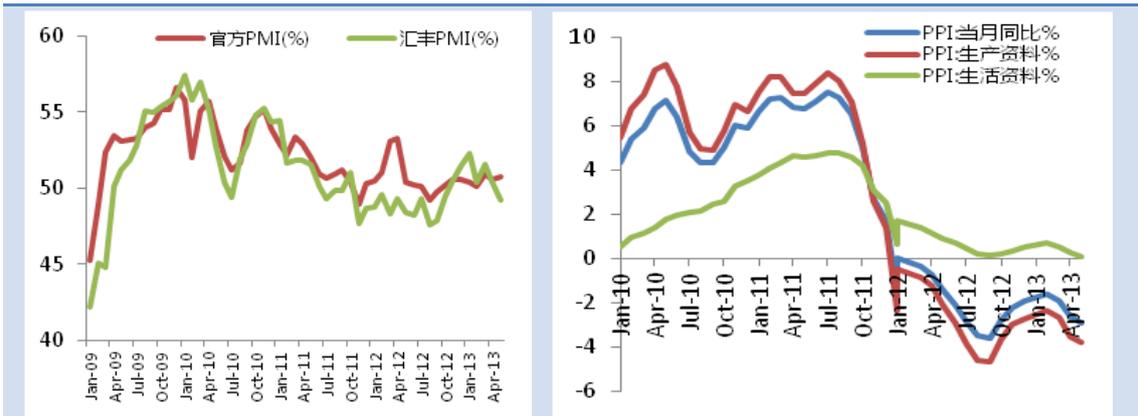
图 2 工业增加值



此外，今年前六个月，官方PMI没有太大亮点，虽都稳定在50荣枯线之上，但上升势头不明显，最近公布的6月份官方PMI则直接下降至50.1，明显弱于往年同期水平，6月汇丰PMI更是跌至48.2。自3月份以来，每月下跌1个百分点。显示中小企业情况更加严峻，跌幅超出市场预期较多，也意味着经济复苏或更漫长、难度较大。

图 3 PMI 指数

图 4 PPI 指数



从 PMI 分项数据看，产成品库存未明显下降 (见图 5)，原料库存未明显增加，说明企业去库存和补库意愿均不强。此外，新订单和出口订单数据也偏淡 (见图 6)，预示下游需求端对上游环节难有推动力。

今年五月 PPI 同比降幅扩大至 2.9% (见图 4)，已连续第 15 个月出现负增长，预计年内 PPI 转正无望，如此情况下，对相关性价较高的工业品而言，其下半年走势不容乐观。



图 5 PMI 库存指数

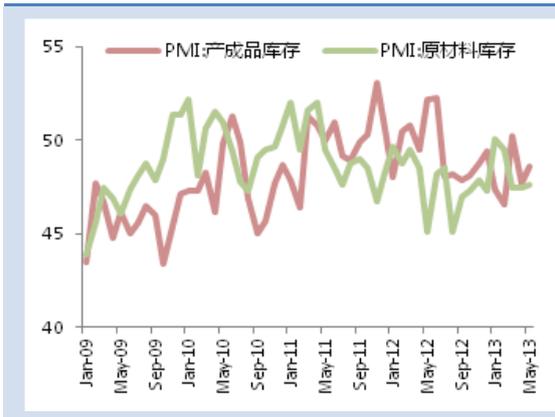
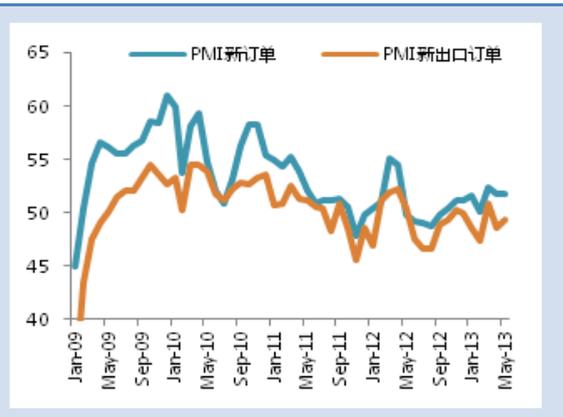


图 6 PMI 订单指数



1.2 下半年投资和出口难有亮眼表现，而消费依旧难当大任

2013 年 1-5 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 131211 亿元, 同比名义增长 20.4%, 增速比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。从环比看, 5 月份固定资产投资 (不含农户) 增长 1.43%。但值得注意的是, 制造业投资仍在产能重构与去产能博弈中增长放缓, 房地产投资可能遭遇政策打压, 预计 2013 年下半年投资仍保持温和增长态势。

图 7 城镇固定资产投资累计值

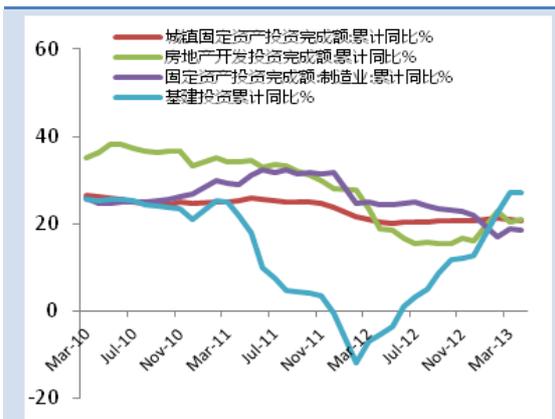
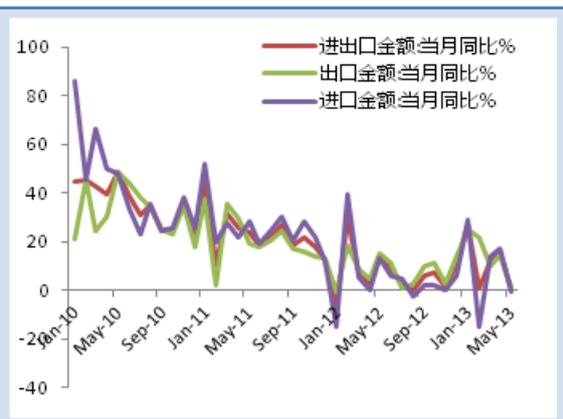


图 8 进出口同比增长率



今年 1-4 月份, 进出口数据出现好转 (见图 8), 但在全球及国内总体需求不旺的背景下, 如此高企的进出口数据遭普遍质疑, 主要集中于贸易套利行为对此形成了干扰, 对此今年 5 月 5 日, 外管局下发《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》(20 号文)。五月份的对外贸易数据已经初现端倪, 2013 年 5 月, 我国进出口总值 3451.1 亿美元, 同比增长 0.4%。其中出口 1827.7 亿美元, 同比增长 1%; 进口 1623.4 亿美元, 同比下降 0.3%。

预计下半年进出口增速将逐步回归真实。加之人民币升值及升值预期, 美国经济虽强劲复苏, 但欧洲等其他海外经济体形势仍不乐观, 未来半年出口增长将会回落到 10% 以下水平。



图 9 GDP 增长结构



图 10 社会消费品零售总额



从 GDP 增长结构 (见图 9) 来看, 投资 30.3% 的贡献率较之前期出现较大萎缩, 消费贡献率则出现稳定攀升的迹象, 2013 年 1 季度达 55.5%, 在政府无意于加大投资拉动经济持续发展的前提下, 消费无疑是最佳选择。

今年 1-5 月, 国内社会消费品零售总额同比增长 12.6%, 比上年同期放缓 1.9 个百分点。其中, 5 月份, 国内社会消费品零售总额同比增长 12.9% (见图 10), 比 4 月份加快 0.1 个百分点。从年初开始, 名义和实际消费增速双双持续下降, 至 4 月略有回调, 但趋势上仍然延续 2010 年初开启的三段式台阶下调。这其中很大一方面是以公款消费为代表的高档餐饮受制政策, 以及禽流感、黄浦江飘猪等事件影响, 预计今年消费增长将很难超越 2012 年, 稳定在 13% 上下。

总的来看, 在投资和出口皆出现疲软, 消费仍没有能力狂澜大局之前, 对 GDP 增速持保守估计, 预计今年 GDP 增速不会超过 7.5%。

1.3 关注地方债务和影子银行问题, 是否会形成下半年风险冲击事件

6 月 10 日, 审计署发布 36 个地方政府本级政府性债务余额 3.85 万亿元, 比 2010 年增加 4410 亿元, 增长 12.94%。从 36 个地区债务资金来源看 (见图 11), 2012 年底债务余额中, 银行贷款占 78.07%, 虽然仍是债务资金的主要来源, 但银行贷款余额所占比重下降 5.60 个百分点, 近年来地方债务来源于债券发行 (见图 12)、其他单位和个人借款逐渐增多。

这种地方债务资金来源从间接融资向直接融资的转化虽然有利于化解银行体系风险, 但是却并没有消除债务的整体风险, 相反加大了风险, 地方债务资金来源向直接融资的转换反而使得债务风险扩散化。这也意味着今后地方政府一旦违约, 对于社会的负面影响也就越大, 债务处理的难度也就更大。



图 11 36 个地方政府本级债务资金来源

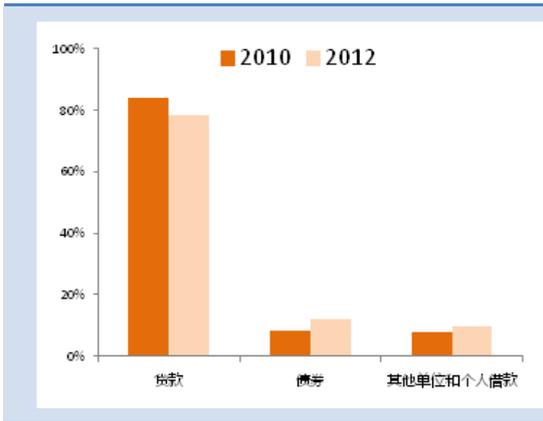
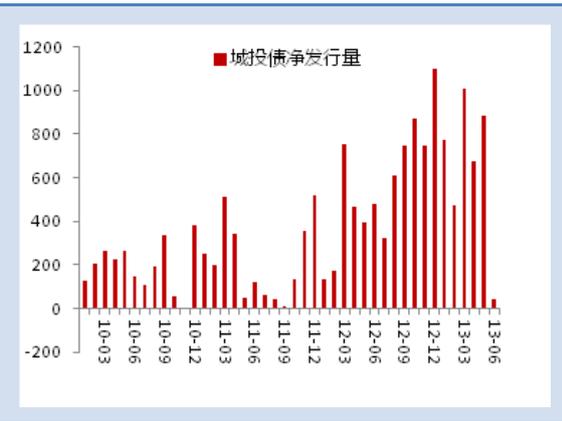


图 12 地方城投债净发行量



对此，去年四季度以来，央行、发改委、财政部、国土资源部等多部门相继发文（《关于加强土地储备与融资管理的通知》（162 号）、《国家发展改革委办公厅关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知》（3451 号）、《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（463 号））。如果将这些政策结合起来看，已初步构成了一个多层次的约束体系。这种约束体系正是建立在地方政府融资乱象丛生的背景下。

今年上半年开始央行针对影子银行的监管也不断加码，今年 3 月底银监会下发《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，对“非标准化债权资产投资”做出相关规范和限制。此文件一出引发当日 A 股近 3% 的跌幅，我国影子银行规模到底有多大，市场说法不一，普遍预计在 27 万亿-30 万亿左右，预计银监会未来对影子银行的监管仍将以审慎和限制为主，可能在 8 号文之后出台更多的清理影子银行的政策。

今年 6 月央行发布 2013 年中国人民银行金融稳定报告，重点指出：(1) 准备实施存款保险制度；加快培育市场基准利率体系；(2) 促银行加强表外活动风险控制；(3) 控制对地方融资平台和房地产商的信贷；(4) 抑制资金通过影子银行系统进入各行各业。从工作报告中可以看出今年央行的工作重点就是控制地方政府融资平台和影子银行风险，保驾护航经济调结构。

6 月 20 日，由 shibor 隔夜利率和银行间 7 日回购加权利率暴涨而引发的市场流动性紧张，对此，央行并没有采取降准和逆回购等操作向市场大量注入流动性，而是强调认真贯彻稳健货币政策，切实提高风险防范意识，不断提高流动性管理的主动性和科学性，继续强化流动性管理，促进货币环境稳定。虽然央行此次冷眼旁观的态度令股市暴跌两周，但国务院、央行对经济去杠杆、挤泡沫，调结构的决心，是短空长多的明确信号。

如果央行六七月份仍无大规模释放流动性的动作，加之七月初五大行 2400 亿元的现金分红，七月初补缴 8000 亿元准备金及七月中旬约 4500 亿元规模的财政存款上缴，市场上短期资金紧张的局面恐要维持至七月底，流动性对市场影响最大的商品即股指期货，负面因素还包括 IPO 重启日益临近，预计股指向下运行动能释放恐要维持至三季度末。

国务院总理李克强在 6 月初也表示要通过激活货币信贷存量支持实体经济；通过深化



改革来刺激市场和经济的内生活力，以释放消费和民间投资潜力。进一步研究采取既利当前又利长远、既稳增长又调结构的举措，把有效需求挖掘出来。着力提高增长的质量和效益，促进经济持续健康发展。

总的来说，从新一届政府多次官方发言中解读（见表1），本届政府或容忍更低的GDP增速，在控风险的前提下，积极进行经济结构性改革，释放经济自身调节能力，尽管短期可能是个阵痛的过程，但中长期一定会走的更稳。

表1 近期新政府主要政策动态

时间	地点	要点
6月29日	习近平出席全国组织工作会议	选人用人时要改进考核方法手段，既看显绩又看潜绩，把民生改善、社会进步、生态效益等指标和实绩作为重要考核内容，再也不能简单以 国内生产总值增长率来论英雄 。
6月19日	李克强总理主持召开国务院常务会议	研究部署金融支持经济结构调整和转型升级的政策措施。 强调盘活货币存款，支持实体经济。
6月9日	习近平同奥巴马举行中美元首第二场会晤	中国正在 加快转变经济发展方式 ，着力推进新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化，实施创新驱动发展战略，努力 扩大内需 ，发展空间十分广阔。
5月29日	李克强出席全球服务论坛北京峰会	大力发展服务业，既是当前稳增长、保就业的重要举措，也是 调整优化结构 、打造中国经济升级版战略选择。最大限度地 释放改革红利 ，最大限度地依法依规为服务业发展“松绑”，让企业轻装上阵，增添活力和创造力。
5月14日	李克强出席国务院机构职能转变动员会议	当前经济发展形势错综复杂，下行的压力较大，一些行业产能过剩的矛盾又凸显，财政金融领域还存在多种风险隐忧。要实现今年发展的预期目标， 靠刺激政策、政府直接投资，空间已不大，还必须依靠市场机制。
4月7日	习近平出席2013年博鳌亚洲论坛	中国经济将继续保持健康发展势头， 国内需求特别是消费需求将持续扩大 ，对外投资也将大幅增加。今后5年， 中国将进口10万亿美元左右的商品 ，对外投资规模将达到5000亿美元，出境旅游有可能超过4亿人次。



3月29日 李克强出席部分省市经济形势座谈会 把握稳中求进的总基调,搞好宏观调控,统筹考虑**稳增长、控通胀、防风险,保持经济平稳运行**,用勇气和智慧推动转型发展,打造中国经济升级版。

二、美国——继续带领全球经济复苏

2.1 主要经济指标表现良好,下半年复苏有望加速

美国经济继续全面复苏,今年一季度GDP环比增长2.4%(见图14),高于过去2010年来一季度同期水平,从分项拉动来看,个人消费仍是支撑美国经济的最强动力,贡献2.2个百分点(见图13)。创下两年来最大涨幅。受到政府全面减支计划的拖累,政府消费和投资拖累GDP增幅0.8个百分点。市场预测随着削减预算的政策效果开始显现出来,美国经济增速可能会在2013年中期放缓。在过去11个季度里,政府支出已10次下滑,并对经济增长构成抑制。而在过去两个季度,国防支出先后大幅减少22.1%和11.5%,这是自1954年朝鲜战争过后的最大连续两季跌幅。消费支出能否继续强势上涨,抵消美国政府减支带来的负面影响,仍是下半年甚至2014年美国经济增长的关键。

图 13 GDP 分项对实际 GDP 拉动

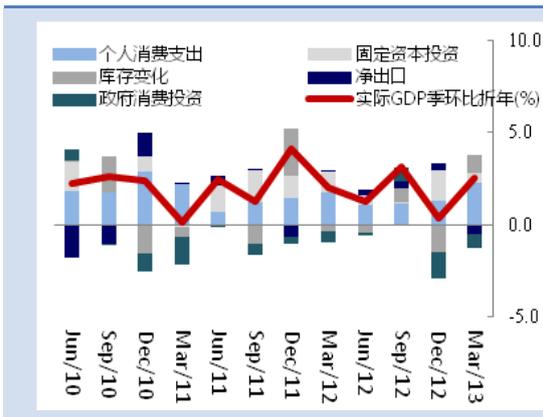
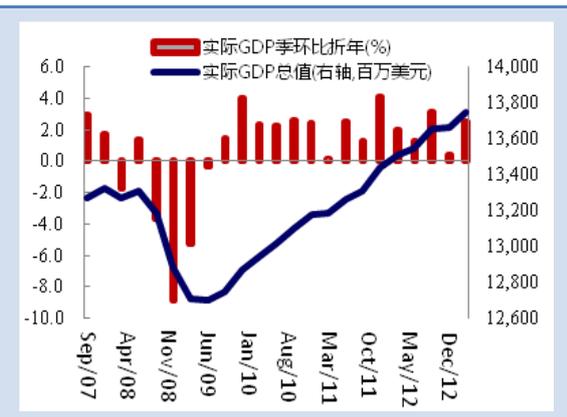


图 14 实际 GDP 总值和季环比折年



美国个人消费开支约占美国国内生产总值的70%，是经济增长的主引擎，个人消费支出持续回暖，奠定美国经济回暖的基础。6月密歇根大学消费者信心指数从5月83.7再度上升至84.1(见图15)，是2007年7月以来的最高，主要是受到经济好转、股市连创新高与房地产市场升温的带动。

今年6月NAHB房价指数从5月份的44攀升至52的近期新高(见图16)，NAHB房价指数低于50表示认为市场状况不佳的建筑商人数，大于认为市场状况良好的人数。该指数自2006年4月以来一直低于50。虽然新屋开工大幅下降，但作为新屋开工领先指标的4月营建许可年化上升14.3%至101.7万户，远高于预期的94.5万户。营建许可总数创下2008年6月以来最高水平。5月该数据仍高居98.5万户的水平。预示着房地产市场依然乐观，见图17。



图 15 消费者信心指数

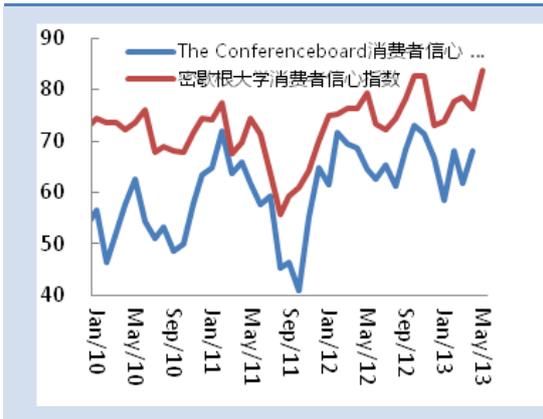


图 16 房地产市场指数



如图 18 所示,代表美国 20 座城市房价指数 CS-20 去年年底以来,今年三四月份该指数同比上涨幅度分别为 10.9%及 12.1%,屡创 2006 年以后的新高。美国房价的全线上涨,显示房地产市场对美国经济的支撑有所加强,也对美国家庭的财务状况构成明显的改善,而房价这一趋势具有一定的持续性,加上消费者信心这一领先指标的上升,预计下半年将继续推动美国经济复苏。

图 17 新屋开工&建筑许可



图 18 标普 CS-20 大城市房价



美国制造业仍在复苏,但势头放缓不及去年,今年 2 月达到 54.2 的峰值后,连续 3 个月出现下滑,5 月回落至 49 的收缩区域(见图 19),较 4 月回落 1.7 个百分点。分项来看,新订单指数从 4 月的 52.3 回落至 48.8,就业指数从 4 月的 50.2 小幅下降至 50.1,价格指数和出口指数皆有小幅回落。

非制造业情况要比制造业乐观,非制造业 5 月 PMI 小幅上涨至 53.7% (见图 20)。调查也表示,5 月以来美国 13 类非制造业行业均实现增长,大部分被调查者表示乐观。分项来看,新订单指数从 4 月的 54.4 上升至 56,就业指数从 52 小幅下降至 50.1。



图 19 美国制造业 PMI

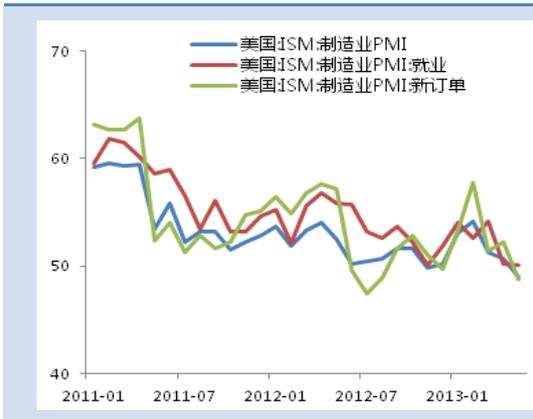
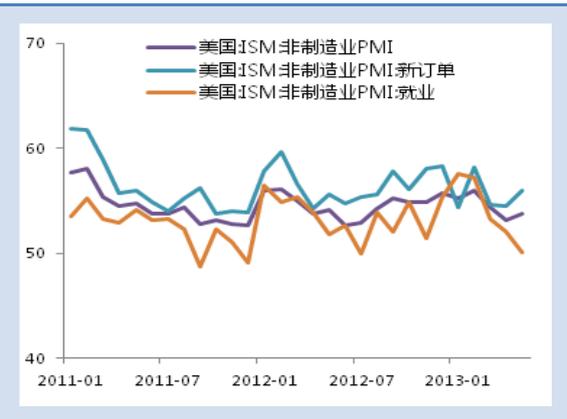


图 20 美国非制造业 PMI



总的来看，美国的非制造业复苏要强于制造业，非制造业尤其是服务业的复苏是拉动美国经济复苏的主要驱动力，是下半年以及 2014 年美国经济增长的有力保障。

2.2 美联储基本明确 QE 退出线路，利于美元走强

在 6 月 20 日议息会议上，美联储对经济复苏更乐观，上调了经济增长预期，下调失业率预期（见表 2）。同时，伯南克明确表示，若上述数据预测，则美联储很可能在今年稍晚放缓资产购买，并于 2014 年年中结束 QE。

表 2 美联储最新经济预期

	2013 年最新预期	上次对 2013 年预期	2014 年	2015 年
GDP	2.3%-2.6%	2.3%-2.8%	3%-3.5%	2.9%-3.6%
失业率	7.2%-7.3%	7.3%-7.5%	6.5%-6.8%	5.8%-6.2%

下半年还有 4 次议息会议，其中 9 月 17-18 日和 12 月 17-18 日的二次有伯南克发布会（见表 3），对债券购买速度放缓的决定可能会在 9 月出现。

另外，从近期美国国债收益率的走势，已经提前对 QE 退出做出解读，2008 年以后，美联储接连实施数轮 QE，压制了美国国债收益率（见图 21），尽管目前还不确定退出的时间点，但退出的方向已经非常明确。截至 6 月 19 日，十年美国国债已经上升到 2.33% 的 13 个月的新高水平 美国国债的熊市的开始一方面表明美国经济的好转和 qe 退出的预期，会引发资金更快的回流美国。



表 3 下半年美联储议息会议

会议召开时间	利率决议公布时间	是否有伯南克发布会
7月30-31日	8月1日	无
9月17-18日	9月21日	有
10月29-30日	10月31日	无
12月17-18日	12月19日	有

图 21 美国十年国债收益率曲线图



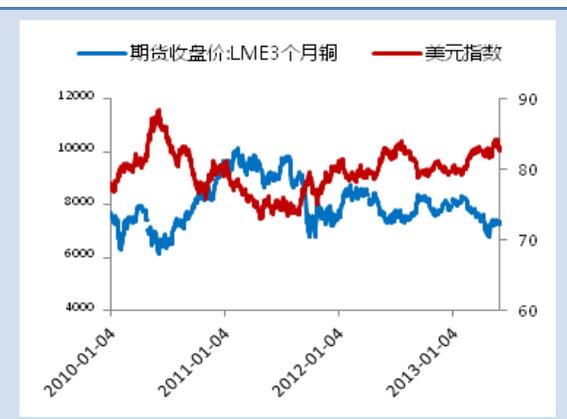
一旦量化宽松政策退出，美元必将进入阶段性上升轨道。根据历史经验，美联储升息后往往带来美元的持续走强。在上轮美联储的紧缩周期(2004 年中期至 2005 年底)期间，美联储共加息 8 次，期间美元指数从 87 上升至 92.4。因此，美国量化宽松政策退出通过“美元—非美货币”的传导，使得全球其他货币贬值，对全球汇率市场的均衡产生较大影响。

美元进入上升轨道，对以美元计价的贵金属和大宗商品影响最大，从图 22、23 中可以看出，美元指数与黄金、伦铜基本负相关走势。

图 22 美元指数与黄金



图 23 美元指数与伦铜



此外，2013 年下半年欧洲央行和日本央行的相对变化将成为影响美元指数走势的关键因素。日本央行短期内再度加码量化宽松的可能性不大。若欧洲央行货币放松和美联储政策收紧的双重预期逐渐强化，也将推动美元指数继续向上。

总的来看，无论从美国经济复苏稳健，QE 退出时间和路线逐步清晰，美元回流都将是顺势而为。美元指数的走高，对贵金属等以美元结算的大宗商品，都形成实质性中长期利空。美元升值非美元货币贬值，必将对资源出口国造成打击，压低诸如煤炭、铁矿石等黑色金属采购价格。



三、欧洲——在低谷中寻出路

3.1 欧元区经济连续第六个季度萎缩，仍在底部徘徊

数据显示，欧元区一季度 GDP 季率下降 0.2%、年率萎缩 1%，连续 6 个季度下降（见图 24、25）。造成今年上半年经济萎缩的主要原因包括，塞浦路斯银行危机打击欧元区经济信心，由于“三驾马车”（欧盟、IMF 和欧洲央行）施加压力，南部国家“紧缩-增长”再平衡调整幅度弱于预期。意大利新一届政府组阁曲折等等。

图 24 欧元区实际 GDP 与环比

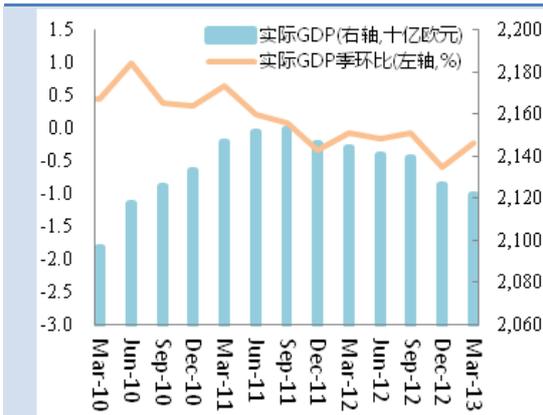
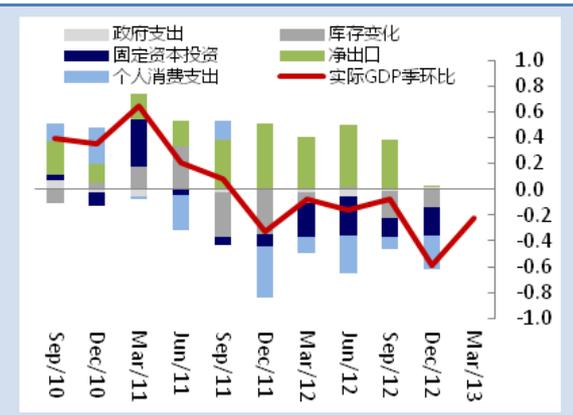


图 25 欧元区 GDP 分项对实际 GDP 拉动



从欧元区 PMI 指数来看（见图 26），5 月综合 PMI 初值创 3 个月新高，从 46.9 升至 47.7。服务业和制造业 PMI 初值分别上涨至 47.5 和 47.8，均创 3 个月新高。分项来看，制造业和服务业产出衰退速度均有所放缓；是否从 PMI 有所缓解的走势上可以判定欧洲经济走出低谷，目前来看还为时尚早，不过趋势上看没有继续恶化的迹象。

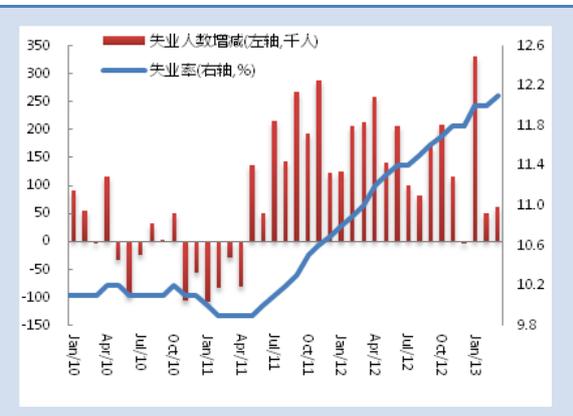
整体来看，无论从欧元区的 GDP 环比出现调头，还是 PMI 虽仍低于 50，但有明显企稳的迹象，欧元区只要不出现系统性风险，经济或逐步温和企稳，预计欧元区 GDP 下半年衰退或有减缓，2013 年或出现正增长。

相较于美国，欧元区的失业率惨不忍睹。今年 4 月份，欧元区 17 国的失业率为 12.2%（见图 27），比今年 3 月份又上升了 0.1 个百分点。从图 33 可以看出，造成高失业率的原因是债务危机以来欧盟国家实施紧缩政策。政府减少支出 私营公司又没有填补上就业缺口。

图 26 欧元区 PMI 制造业和服务业指数



图 27 欧元区失业率



3.3 预计欧债问题会继续缓和，关注货币政策是否进一步宽松

欧猪五国的债务问题始终未解决（见图 28、29），欧盟委员会及德国方面在 5 月对紧缩政策进行节奏调整的倾向越来越明显，相关领导人不断在公开场合表示紧缩政策已经达到极限，法国、西班牙、波兰、斯洛文尼亚、荷兰和葡萄牙在赤字占 GDP 比重的达标时间上也获得不同程度的宽限。

图 28 欧猪五国债务占 GDP 比重

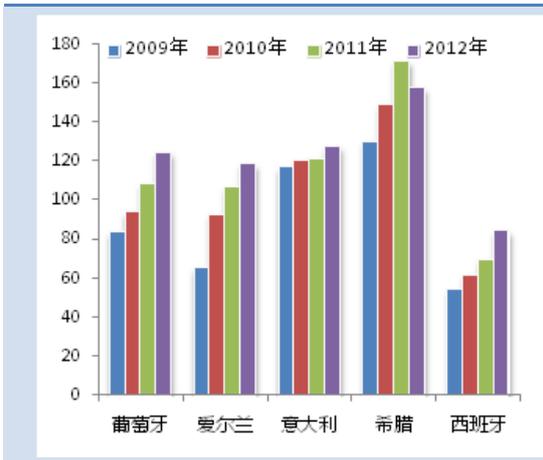
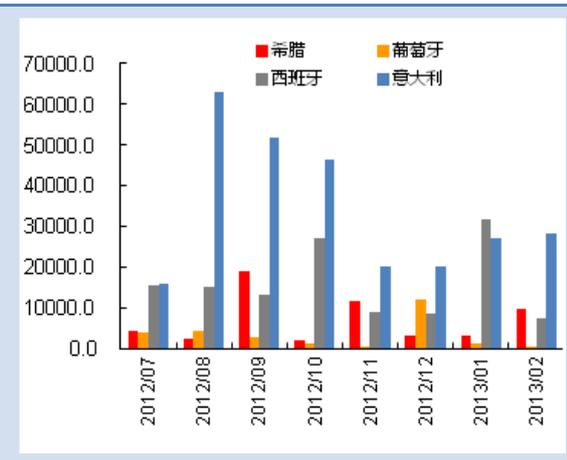


图 29 欧元区各国到期债务（百万欧元）



今年 5 月欧洲央行宣布降息 25 个基点，再度祭出宽松货币政策以刺激经济增长，符合市场普遍预期。欧央行行长德拉吉进一步表示，如果未来数月欧元区经济复苏仍无起色，不排除对商业银行存放在央行的隔夜存款实行负利率的可能性，以此来压低欧元区债券的市场利率，降低融资国和发债企业的资金成本，从而达到进一步刺激经济的效果。

目前欧洲央行对今年经济增长持-0.5%的预期，今年 5 月 IMF 与 OECD 分别小幅下调欧美经济增速为-0.3%和-0.6%。

欧洲央行行长德拉吉多次在公开场合表示，欧元区经济仍在调整过程中，ECB 手中仍握有许多备选政策，包括负存款利率，且已准备好对相关意外后果的措施。关注下半年欧洲央行对经济增速的预期，如果再度下调经济预期，或引发进一步货币宽松政策。

图 30 德国和法国十年期国债收益率

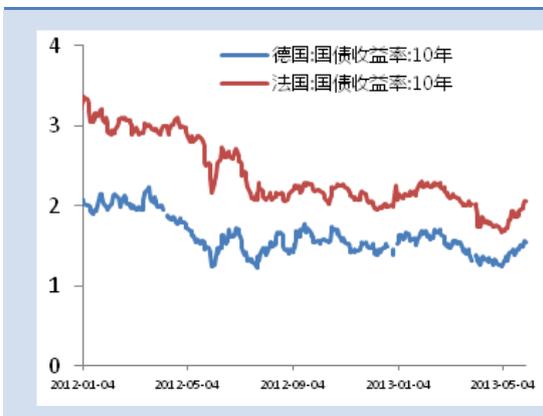
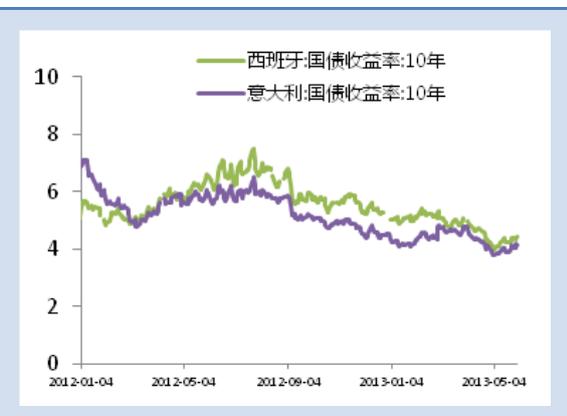


图 31 西班牙和意大利十年期国债收益率



从市场反应来看，欧洲央行如期放宽货币政策的举动对欧洲国债市场构成短期提振，多国债券收益率于 5 月 3 日大幅下滑（见图 30、31）。其中，西班牙 10 年期国债收益率自



2010 年以来首次跌破 4%，葡萄牙 10 年期国债收益率触及 2010 年 10 月以来低位 5.62%。同日，法国、荷兰、奥地利和比利时 10 年期国债收益率均降至纪录低点；并且近日意大利的债券收益率也在不断收低。

尽管从欧元区主要国家国债收益率上看，当前金融市场压力已有所缓解，但由于经济增长乏力，这意味着金融市场的稳定性依然脆弱。一些国家仍存在着因经济衰退或结构性改革不力，而使主权债务危机波澜再起的风险，而主权债务危机会影响到银行业融资环境，增加银行融资成本，金融体系的融资困境无疑将影响居民消费和企业生产，从而加剧经济萎缩和失业率上升，并进一步加深主权债务风险，从而形成负向反馈循环。要打破主权债务危机和银行业危机之间的恶性关联，就需要加强银行业统一监管，加速推进欧洲银行联盟进程。

降息能否引导宽松资金通过货币政策传导至实体经济，还有待进一步观察，密切关注下半年欧洲货币政策及银行业联盟监管相关动向。

3.4 9 月份德国大选何去何从，对欧元区影响重大

数据显示，德国第一季度季调后 GDP 初值季率增长 0.1%（见图 32 和 33），令经济免于陷入衰退，德国联邦统计局表示，德国经济仅取得微幅上涨，经济增长疲软部分归因于冬季极端天气。经济增长几乎完全是由民间消费推动的。

一季度私人消费推动 GDP 增加了 0.4 个百分点，投资则拉了 0.3 个百分点的后腿，而由于出口的下降导致外贸形势不佳，则仅推动了 0.1 个百分点的 GDP 增长。市场调研机构 GfK 称，私人消费对经济增长的重要性再次得到确认。GfK 的调查显示，德国 6 月消费者信心指数续升至 6.5，创五年半以来的新高。

图 32 德国 GDP 分项对 GDP 拉动率，%

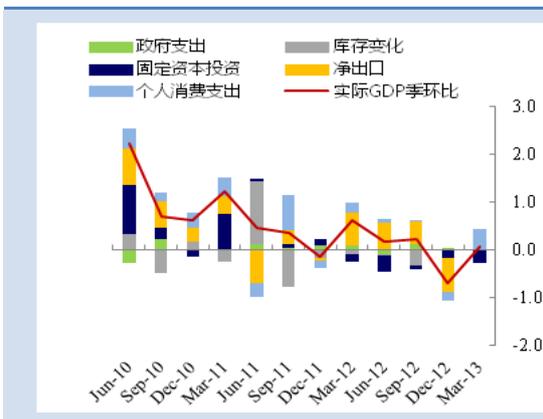


图 33 实际 GDP 总值和季环比折年



未来拉动欧洲经济增长的引擎仍是德国经济的复苏，2013 年 9 月底德国将举行大选，目前竞选活动正在升温。鉴于德国在管理欧元危机中的关键作用，大选结果将影响到总体政策反应以及欧洲经济和体制框架如何变化。相比于默克尔领导的中右翼政府，左倾的社会民主党人士对财政紧缩政策更为犹疑。如果德国选民不支持救助，默克尔在 2013 年大选中失利，那么欧元区财政一体化道路必将增添更大的不确定性。

四、日本——面临政治和经济双风险

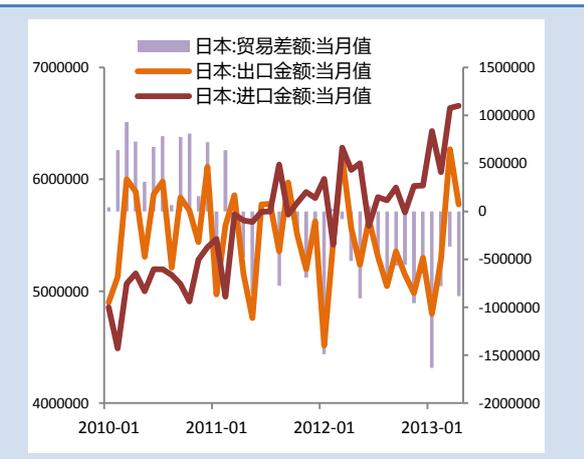
4.1 经济风险——日债危机、安倍经济学无效

自 2012 年底安倍新政府上台以来,安倍选择了激进的量化宽松政策推动货币贬值来提振经济。自日本执行本轮激进的量宽以来,日元兑美元已贬值约 20% (见图 34)。2008 年全球金融危机之后,日元兑美元升值了 35%。2011 年日本贸易出现 48 年以来的首次逆差。2012 年在海外市场普遍低利率的背景下,海外投资收益大幅下降,经常项目顺差也大幅度下降并出现逆差。截止到 2013 年 4 月,日本又连续 10 个月出现贸易逆差 (见图 35)。

图 34 美元兑日元持续升值

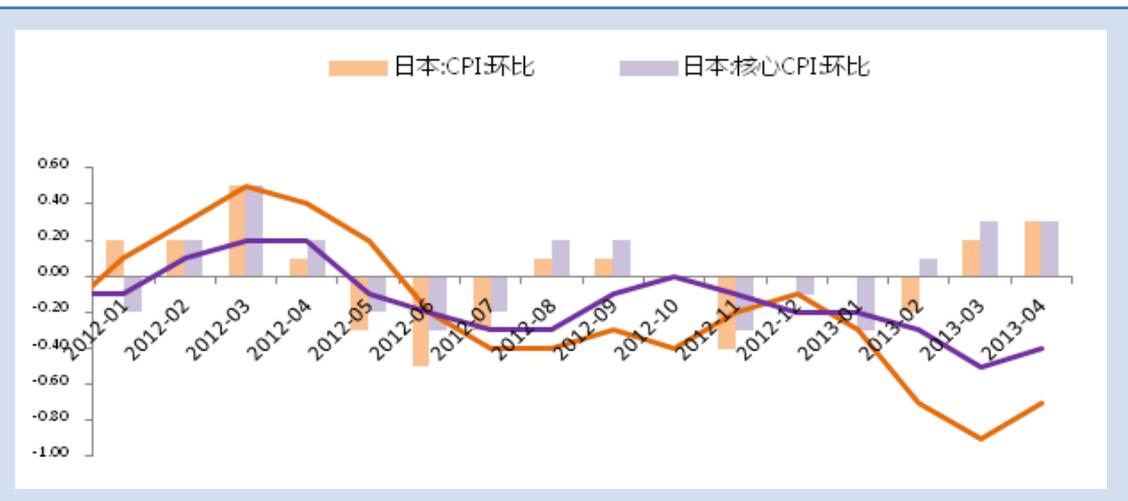


图 35 日本连续十个月出现贸易逆差



自去年 11 月以来日元的大幅贬值确实提高了出口部门的利润,并在拉动日本股市大幅上涨的同时增强了消费者信心,但其尚未导致出口订单数量出现实质性的提升。进口却由于日元贬值导致燃料、食品、服装以及半导体等进口成本大幅上涨。4 月份出口总额较上年同期增长了 3.8%,达到 5.78 万亿日元,而进口总额则增长 9.4%,至 6.66 万亿日元。

图 36 日本 CPI 走势



尽管 CPI 同比由于去年 2、3 月环比基数高而仍未摆脱下行态势,但不计食品与能源的核心 CPI 环比已显示通胀回升迹象 (见图 36)。正是通胀预期上升,导致日本长期国债遭抛售。长债收益率的显著上升 (见图 38),将诱发日金融部门资产减值的预期,进而可能导致



的信用紧缩效应，从而加深经济的衰退。日股在此预期下诱发获利盘大幅抛售而暴跌（见图 37）。面对长债收益率的上行，日本央行没有选择，只能通过进一步量宽将其压回去。

图 37 日经 225 指数在五月底出现暴跌

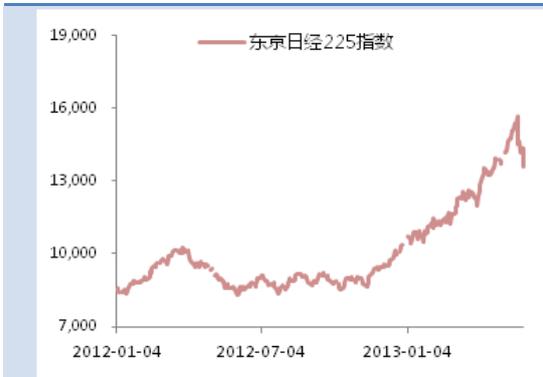
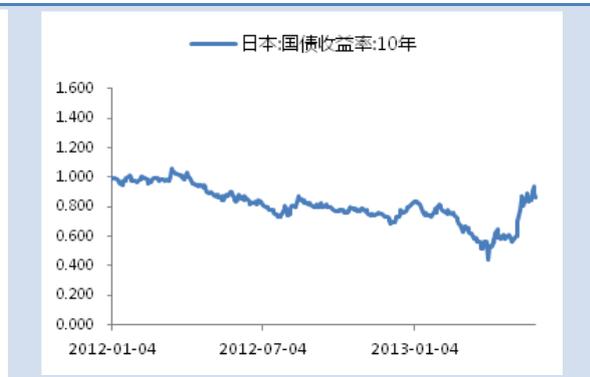


图 38 日本十年期国债收益率显著回升



4.2 政治风险——2013 年 7 月份议会选举

具体对安倍政府而言，其政治风险来源于 7 月的参议院选举。见表 4，在 242 个日本参议院席位中，将有 121 个席位改选。若安倍所在自民党(也是执政党)，在此次选举中能获得其中的 73 席，再加上不改选的 49 席，总计掌握参院过半数的 122 席。从而改变长久以来的“扭曲国会”状态，利于其推行后续经济改革及刺激政策。

表 4 今年 7 月日本参议院选举

党派	议员数	总席位占比	2013 年 7 月 28 日改选 席位数	总改选席位占比
民主党·新绿风会	85	35.12%	43	35.54%
自由民主党(安倍首相所在党派)	83	34.3%	34	28.1%
公明党	19	7.85%	10	8.26%
大家的党	13	5.37%	3	2.48%
生活党	8	3.31%	6	4.96%
共产党	6	2.48%	3	2.48%
绿风党	4	1.65%	4	3.31%
社会民主党·护宪联盟	4	1.65%	2	1.65%
维新会	3	1.24%	2	1.65%
新党改革	2	0.83%	1	0.83%
各派属议员	9	3.72%	7	5.79%
合计	236	97.52%	115	95.04%
欠员	6	2.48%	6	4.96%
总数	242	100%	121	100%

当然，如果安倍宽松经济政策因政治因素无法继续，则可能导致通胀预期不断上升、资本外逃、长期利率和国债收益率上涨，最终使得日本银行及国家负债压力增加，形成债务危机。



五、其他国家--美元走强致本币贬值压力加大

5.1 下半年澳币及雷亚尔贬值潜在犹存，矿石和煤炭出口价或继续下滑

铁矿石以及煤矿是澳大利亚最大类别出口商品，在经济结构中占重要地位。但随着中国经济减速，其出口需求缓步下跌（见图 39），这也直接导致其 GDP 增速下滑。数据显示，澳大利亚第 1 季度 GDP 年率仅上升 2.5%，低于预期值+2.7% 和前期+3.1%（见图 40）。

为刺激经济增长，5 月 2 日澳洲联储宣布将基准利率降低 25 个基点至 2.75%。虽然六月初澳洲联储公布利率决议中宣布维持基准利率在 2.75 不变，但其会议纪要显示，其仍有继续降息可能性，为澳币贬值的进一步潜在动力。

图 39 澳大利亚矿产品出口情况

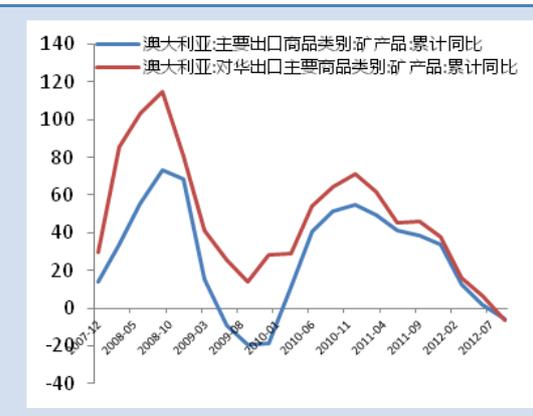
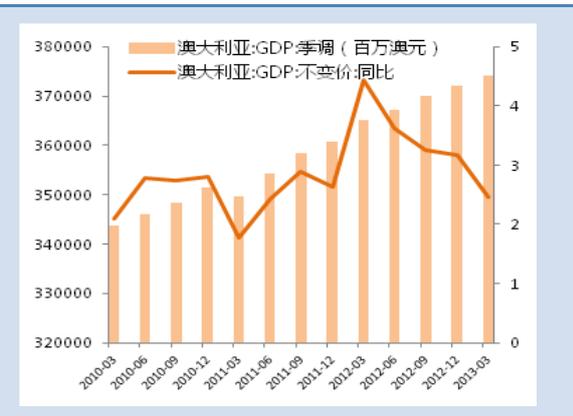


图 40 澳大利亚 GDP



而巴西经济结构同澳大利亚类似，且同样面临衰退、本币贬值的压力。在澳洲降息预期及巴西经济不景气的氛围下，两国货币兑美元汇率持续走低（见图 41、42），而这也使得铁矿石和煤炭价格进一步走低。

图 41 美元兑澳元汇率走势



图 42 美元兑巴西雷亚尔汇率走势



5.2 美元回流迹象明显，可能诱发部分新兴国家产生金融危机

因美国经济复苏迹象明显，且美元类资产预期收益上涨(如美股、美债等),从资本逐利性看，将促使更多资金撤离新兴市场。这从主要新兴国家股指走势中已得到体现，自从 5 月下旬开始，金砖国家股指均出现大幅回调(见图 43、44)。



图 43 金砖四国股指走势(俄罗斯、巴西)

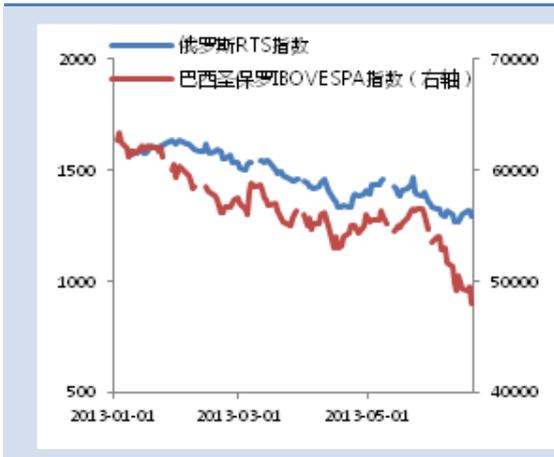
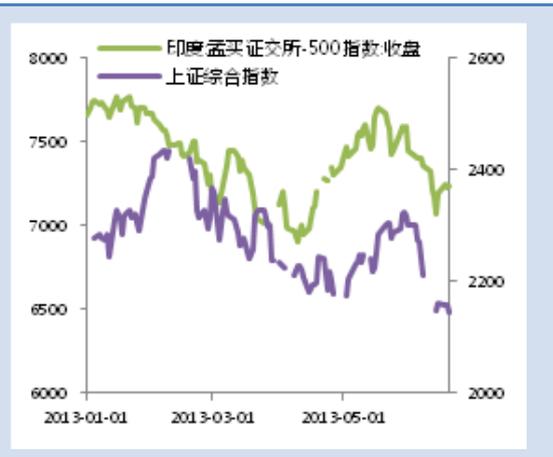


图 44 金砖四国股指走势(中国、印度)



数据显示,截至 6 月 19 日当周,新兴市场基金赎回规模高达 26 亿美元,而前周为 25 亿美元(见图 45),这也反映了美元走强下资金的态度。

图 45 新兴市场基金规模变化情况

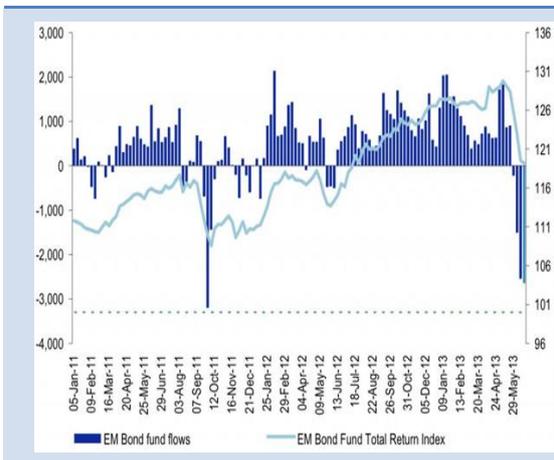
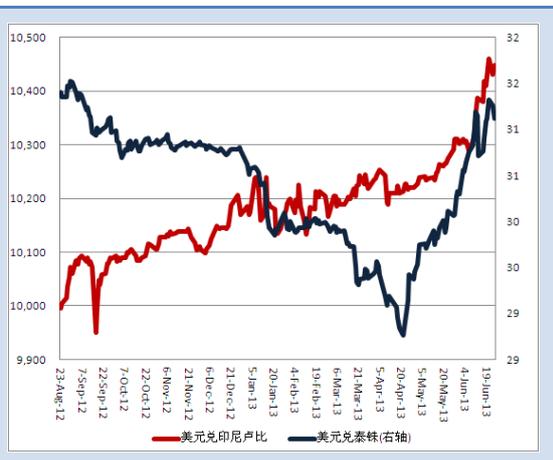


图 46 印尼卢比及泰铢汇率走势



显然,若上述趋势难以逆转,对外汇储备总体水平较低,且国内自身经济面差的国家而言,可能诱发金融危机(如巴西、泰国和印尼),以其汇率贬值明显加快的现象看(见图 46),该推测可能会逐步得到印证,值得关注。

六、2013 年下半年重要宏观事件及其潜在影响

时间	事件	潜在影响
国内部分		
或 7 月前后	城镇化工作会议	利多股指和商品
10 月前后	十八届三中全会	整体经济思路,释放改革红利,利多股指和商品
国际部分		
7、9、10、12 月	美联储议息会议, QE 或逐步退出	利空贵金属、有色金属
9 月	德国大选,欧元区政治风险	利多贵金属
7 月	日本参议院选举,决定现行“安倍经济学”是否有效延续和执行	利多贵金属



七、2013 年宏观经济走势对期市影响综述

(1) 美联储明确退出 QE 信号, 逐步的退出及最终全部撤离, 整个超过一年的时间都将制约贵金属的金融属性, 如无重大政治事件阻碍各国现有经济政策, 预计下半年贵金属以震荡盘跌为主。

(2) 全球经济弱势复苏格局仍将持续, 中国经济复苏或低于预期, 实际需求依旧不振, 美元步入升值通道, 双重利空压制有色金属走势。

(3) 政府或容忍更低的GDP增速, 2013年上半年投资放缓, 政府也无意于加大投资力度来拉动经济发展, 以螺纹、玻璃为代表的, 对投资依赖性较强的商品品种, 不会出现较大的内生增长动力, 预计下半年将予以继续盘跌为主。

(4) 石化品种塑料、PTA 及 PVC 将跟随供需震荡, 此类生产型原料更依赖于自身去产能程度, 因其相应受宏观面影响较小, 主要还是自身供需结构影响, 因此或会较为抗跌。

(5) 城镇化会议及十八大三中全会带来的十年改革纲领, 会带动银行、地产、券商等权重股政策红利, 对冲掉经济复苏偏弱, 传统钢铁、制造业等产能过剩行业带来的负面冲击, 考虑到七八月份 IPO 重启, 会对场内资金造成较强的稀释效应, 预计下半年股指会先抑后扬, 主要的涨势会出现在四季度。



杉立期货

Shanli Futures

携手杉立

共创宏图

客服电话 0574-87716270

传真：0574-87717386

分析师简介

王慧靓：2002-2008 年就读于德国波恩大学，获国民经济学硕士，并在 Reinhard Selten (1994 年诺贝尔经济学奖得主) 经济学实验室专攻期货期权的估值，现任宁波杉立期货股指期货分析师。

联系电话：021-68402550

邮 箱：huijiangwang@hotmail.com

分析师承诺

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责条款

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为杉立期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。