



携手杉立
共创宏图

杉立研发部

李光军

0574-87729761



中国篇	9
一、投资继续回落，消费难走强，出口或温和复苏	9
1.1、房地产业投资明显回落，下半年难改疲态.....	9
1.2、传统制造业投资难回升，基建及新兴产业投资托底稳增长.....	11
1.3、消费小幅回暖，下半年亦难以大幅走好.....	14
1.4、上半年出口总体表现不佳，后期或小幅改善.....	16
二、调结构、促改革、稳增长目标下，微调、定向为政策主基调	17
2.1、下半年物价涨幅可控，货币政策收紧概率不大.....	17
2.2、调节资金流向、降低资金成本，定向宽松为手段.....	18
2.3、下半年难有大规模财政刺激，各类改革以长效机制为主.....	22
三、下半年地方债偿还压力较大，但无系统性风险	22
四、经济增速中枢下滑为新常态，传统投资品周期行业大趋势向下	22
美国篇	24
一、第 1 季度 GDP 意外下滑，后期将重回增长轨道	24
二、美联储年内加息概率不大，QE 紧缩增量利空有限	26
欧洲篇	28
一、上半年经济下滑态势扭转，但依旧疲软	28
二、财政政策难有动作，仍有潜在宽松货币政策刺激经济	29
日本篇	31
一、“安倍经济学”正面效应尚可，但持续性存疑	31
二、货币政策边际效用递减，或致全球金融市场阶段性波动加剧	32



其他国家篇	34
一、澳洲经济有回暖迹象，但宜持谨慎乐观预期	34
二、巴西仍处衰退区间，且经济前景依旧悲观	35
2014 下半年主要风险事件提示	35
宏观面因素对相关资产影响说明	36



插图目录

图 1 房地产业固定资产投资完成额.....	9
图 2 商品房销售面积情况.....	9
图 3 全国百城住宅价格指数走势.....	9
图 4 房地产业土地购置及新开工面积情况.....	9
图 5 地方政府土地出让金收入占比.....	9
图 6 主要城市土地成交溢价率情况.....	9
图 7 十大城市商品房库销比.....	10
图 8 房屋库存-销售比情况(亿平方米).....	10
图 9 房地产开发资金来源情况.....	11
图 10 委托贷款及信托融资变动情况.....	11
图 11 我国社会资金利率走势(年率,%).....	11
图 12 我国货币供应量增速.....	11
图 13 主要制造行业利润总额同比增速.....	12
图 14 制造业固定资产投资情况.....	12
图 15 固定资产投资各分项占比.....	12
图 16 基建行业固定资产投资情况.....	12
图 17 传统基建行业固定资产投资增速.....	12
图 18 新兴行业固定资产投资增速.....	12
图 19 铁路固定资产投资情况.....	13
图 20 中央及地方财政支出情况.....	13
图 21 固定资产投资资金来源结构.....	13



图 22 税收-工业增加值-住宅价格同比增速对比	13
图 23 基建类信托发行情况.....	14
图 24 城投债发行情况	14
图 25 社会消费品零售总额同比增速.....	14
图 26 主要分项零售总额同比增速(%)	14
图 27 汽车、石油及制品零售同比.....	15
图 28 家电、建材及家具零售同比.....	15
图 29 我国城镇和农村居民收入增速(%)	15
图 30 我国居民消费者信心指数.....	15
图 31 我国出口金额增速.....	16
图 32 对欧美、日本及香港出口增速.....	16
图 33 其他主要经济体出口增速.....	16
图 34 人民币汇率走势	16
图 35 我国 CPI 同比增速及分项贡献	17
图 36 CPI 翘尾因素走势	17
图 37 能繁殖母猪存栏量环比变动幅度(%)	17
图 38 全国生猪价格预估值.....	17
图 39 全球原油供需平衡情况(万桶/日)	18
图 40 美元指数与 CRB 走势对比.....	18
图 41 国内工业品 PPI 及库存情况.....	18
图 42 PPI 翘尾因素走势	18
图 43 M2/GDP 占比情况.....	18



图 44 银行间同业拆借加权利率走势.....	18
图 45 M2 及工业增加值同比增速对比	19
图 46 非金融上市公司 ROE 与加权贷款利率对比.....	19
图 47 理财产品预期收益率情况.....	20
图 48 城投债到期收益率情况.....	20
图 49 127 号文对买入返售业务影响测算.....	20
图 50 社会融资分项占比变化情况.....	20
图 51 非金融上市公司资产负债率.....	20
图 52 商业银行存贷比及货币乘数.....	20
图 53 新增外汇占款情况.....	21
图 54 央行各类资产同比增速.....	21
图 55 各年度到期债务占比.....	22
图 56 2014 年基建信托到期量分布情况	22
图 57 制造业、批发及零售业库存变化.....	24
图 58 美国季度 GDP 环比增速	24
图 59 美国房屋销售情况.....	24
图 60 美国 NAHB 房地产市场指数	24
图 61 美国零售销售增速.....	24
图 62 工业生产情况	24
图 63 美国家庭负债率	25
图 64 美国商业银行信贷投放情况.....	25
图 65 美国非农就业人数情况.....	25



图 66 美国个人收入和消费支出增速对比.....	25
图 67 美国密歇根大学消费者信心指数.....	25
图 68 美国制造业及非制造业 PMI 指数.....	25
图 69 美联储资产负债表.....	26
图 70 美联储 QE 缩减计划情况.....	26
图 71 美元指数和伦敦现货金走势对比.....	27
图 72 10 年期美债收益率和标普 500 指数走势对比.....	27
图 73 欧元区零售销售及出口情况.....	28
图 74 欧元区 GDP 增速及分项拉动率.....	28
图 75 欧元区核心 CPI 及 PPI 走势.....	28
图 76 欧元区失业率情况.....	28
图 77 欧元区制造业及非制造业 PMI 值.....	28
图 78 欧元区消费及投资信心情况.....	28
图 79 欧元区主要经济体 10 年期国债收益率.....	29
图 80 欧猪五国债务占 GDP 比重.....	29
图 81 欧元区货币供应增速.....	30
图 82 欧元区消费信贷情况.....	30
图 83 日本 GDP 增速及分项贡献率.....	31
图 84 日本核心 CPI 同比及环比增速.....	31
图 85 日本进出口情况.....	31
图 86 日本消费者信心指数以及制造业 PMI.....	31
图 87 日本国债占 GDP 比例.....	32



图 88 日本外债占 GDP 比例	32
图 89 日本央行资产负债表.....	32
图 90 日本国债收益率及汇率走势.....	32
图 91 澳大利亚矿产品出口情况.....	34
图 92 澳大利亚 GDP 总值及增速(百万澳元,%)	34
图 93 澳洲制造业 PMI 值及消费者信心指数	34
图 94 澳元汇率与铁矿石、动力煤走势对比.....	34
图 95 巴西 GDP 及主要分项增速	35
图 96 巴西制造业 PMI 值及消费者信心指数	35
图 97 巴西 GDP 增速及制造业 PMI 值.....	35
图 98 雷亚尔汇率与铁矿石走势.....	35

表格目录

表 1 2014 上半年部分地方政府购房条件放松一览	10
表 2 2014 年降准情况一览(单位：亿元)	21
表 3 美联储最新经济预期	26
表 4 欧洲央行 6 月议息决议	29
表 5 欧元区经济增速预测	30



中国篇

一、投资继续回落，消费难走强，出口或温和复苏

1.1、房地产业投资明显回落，下半年难改疲态

自 2014 年初以来，我国房地产业各类主要指标均明显下滑。截止 5 月，我国房地产业固定资产投资累计完成额为 3.95 万亿，同比增幅为 14.2%，降幅较大(见图 1)；商品房累计销售面积为 3.61 亿平方米，同比减少 7.8%(见图 2)。

图 1 房地产业固定资产投资完成额

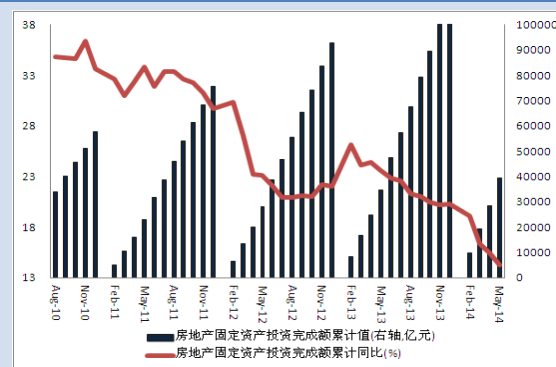
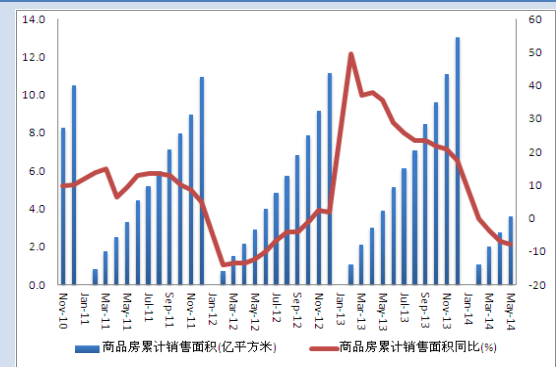


图 2 商品房销售面积情况



而房价持续多年“只涨不跌”的预期亦明显改变。截止 6 月，全国百城住宅价格指数环比减-0.5%，同比增幅为 6.48%，二者均连续数月回落(见图 3)。作为前瞻指标，土地购置面积、商品房新开工面积等表现亦显悲观。同期，前者累计同比减少 5.7%，后者累计同比减少 18.6%(见图 4)。

图 3 全国百城住宅价格指数走势

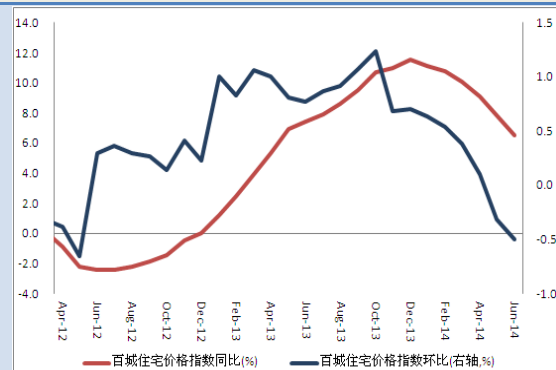
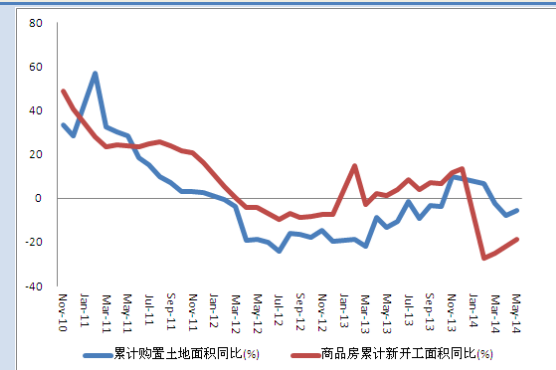


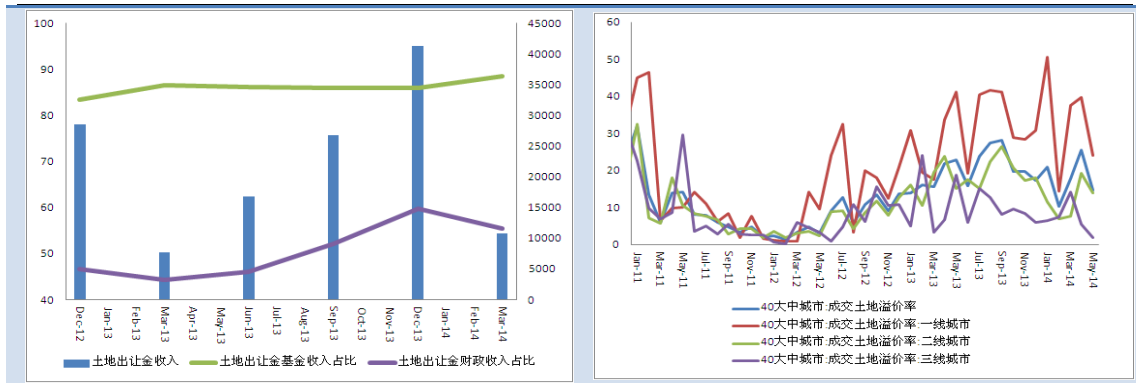
图 4 房地产业土地购置及新开工面积情况



在现阶段经济结构调整和转型尚处初级阶段的情况下，房地产业及土地财政仍占据非常重要地位。截止 2014 年 3 月，国有土地累计出让金收入为 1.08 万亿，占地方政府基金收入比例为 88.4%，地方政府本级财政收入为 55.4%(见图 5)。而在房地产业增速放缓的背景下，土地交易市场亦相应转弱，从图 6 可看出，全国主要城市土地成交溢价率回落趋势明显。

图 5 地方政府土地出让金收入占比

图 6 主要城市土地成交溢价率情况



显然，若房地产业减速趋势延续，将对地方政府财政收入产生较为严重的负面影响。故自 4 月以来，部分地方政府相继放松管制条件(见表 1)，以期刺激房市回暖。不难想象，若下半年各月国内房地产业成交及销价跌势难止，预计将有更多城市出台类似政策。

表 1 2014 上半年部分地方政府购房条件放松一览

城市/区域	内容要点
天津滨海新区	放宽购房条件
江苏无锡	购房落户条件放宽
浙江萧山	设置购地保证金上限
广西南宁	购房人群范围放宽
安徽铜陵	契税补贴+住房公积金贷款条件放宽
河南郑州	为房贷提供政策担保
浙江宁波	限购条件放宽

然而，本次房地产业调整非决策层主动调控打压，而是供需结构开始逆转所致。

1) 从供给端看：自 2014 年初开始，国内十大城市商品房库存销比持续攀升，已超越去年同期最高值(见图 7)。另从年度值看，预估 2014 年库存-销售比为 1.66，亦属历史高位区间(见图 8)。以此数据看，未来国内房地产市场面临较大库存去化压力。

图 7 十大城市商品房库存销比

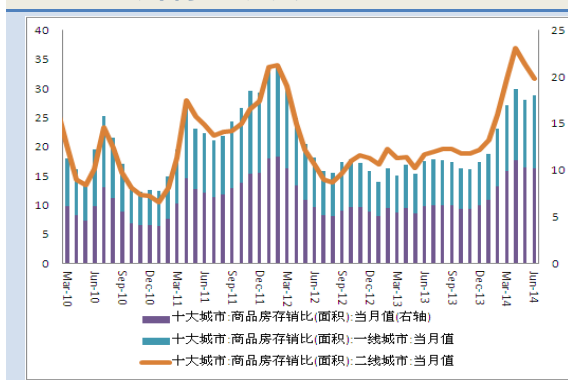
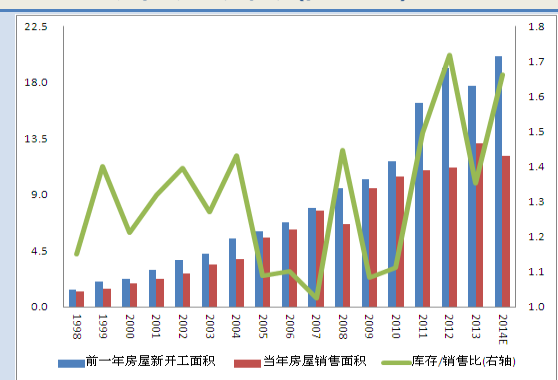


图 8 房屋库存-销售比情况(亿平方米)



2) 从需求端看：以房地产开发资金为监测对象，从图 9 可看出，自 1 月以来按揭贷款、国内贷款及自筹资金等来源增速均持续下滑，三者共计占资金来源比重超 70%(见图 9)。从委托贷款及信托等主要非标融资规模变化看，在监管层约束明显加重背景下，二者降幅明显(见图 10)。



图 9 房地产开发资金来源情况

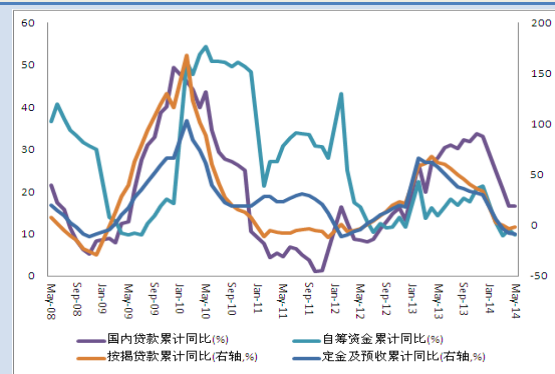
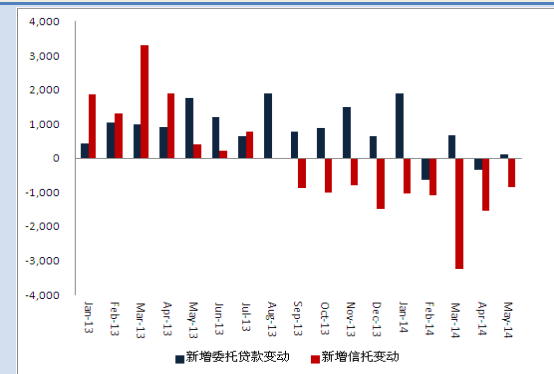


图 10 委托贷款及信托融资变动情况



虽然央行及银监会 5 月要求各商业银行支持首套房信贷需求，但在整体信贷资源有限、房贷项目缺乏竞争优势的情况下(见图 11)，预计银行对其难有实质性倾斜，相关管理层窗口指导的实际效果有限。同时，货币政策稳健的基本导向未变，即难有全面宽松：以 M2 增速为代表，其增速平稳(见图 12)。

图 11 我国社会资金利率走势(年率,%)

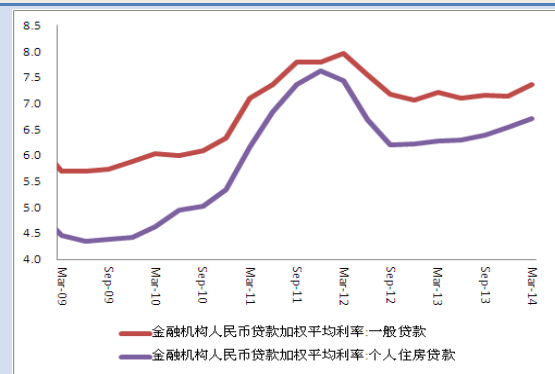
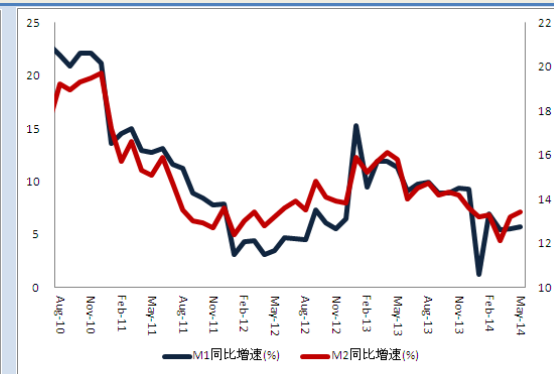


图 12 我国货币供应量增速



显然，在主要资金渠道不畅的预期下，开发商投资建设需求、社会购房需求亦将受限，后期房地产业投资增速难言乐观。

此外，按“十二五”期间各类保障房建设目标(含棚户区改造)，2014 年开工量为 700 万套，以 50 m²/套、投资强度为 2000 元/m²简单计算，则年均拉动投资额为 7000 亿，约占 2014 年预估固定资产投资总额的 1.5-2%左右。因此，棚改及保障房建设对投资贡献力度较为有限。

综合未来政策走向、供需结构及保障房建设等因素看，预计下半年国内房市难有起色。

1.2、传统制造业投资难回升，基建及新兴产业投资托底稳增长

受产能过剩、需求放缓等因素影响，2014 年前 5 月，国内主要制造行业如煤炭开采和洗选、有色金属冶炼、化工和专用设备制造业等利润总额累计增速或大幅下滑，或衰退区间徘徊(见图 13)。结合各项前瞻指标看，预计下半年制造业整体利润薄弱的情况难改善，这也将抑制固定资产投资增速转强。

数据显示，截止 5 月，制造业固定资产投资完成额累计值为 5.3 万亿，同比增速为 14.2%，连续 7 个月回落(见图 14)。



图 13 主要制造行业利润总额同比增速

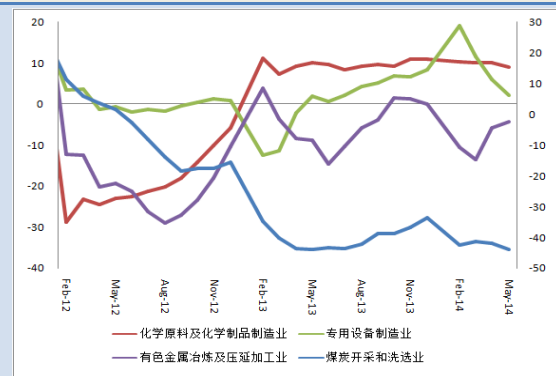
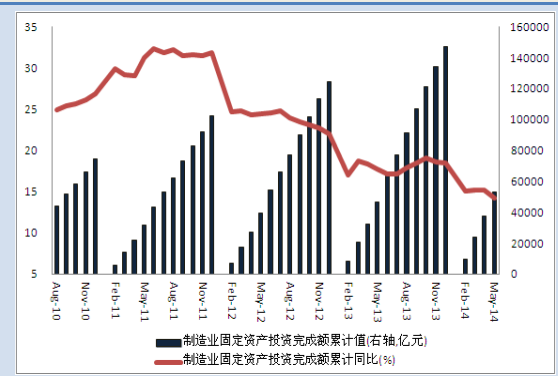


图 14 制造业固定资产投资情况



从固定资产投资构成看，房地产、制造业及基建投资三者总占比约为 80%，前二者总占比约为 50%。因房地产业投资增速大减，且制造业增速同样回落，致上半年固定资产投资增速持续下降：截止 5 月，国内固定资产投资累计总额为 15.5 万亿，同比增速为 17.2%(见图 15)，已连续多月放缓。

因下半年房地产业、制造业固定资产投资情况预期悲观的情况下，若要实现“保下限”目标，再遵循“调结构”的基调、兼顾稳增长和促民生的基建及新兴产业投资领域应有刺激措施：如交通基础设施、水利工程、环保产业、新一代信息基础设施、清洁能源工程、现代煤化工和石化产业基地等。

图 15 固定资产投资各分项占比

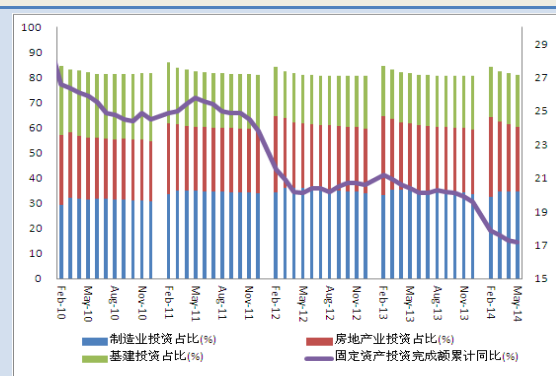
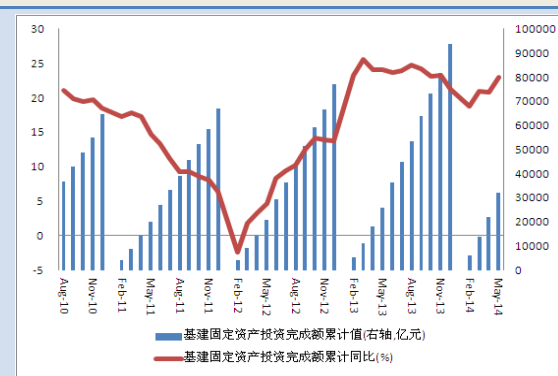


图 16 基建行业固定资产投资情况



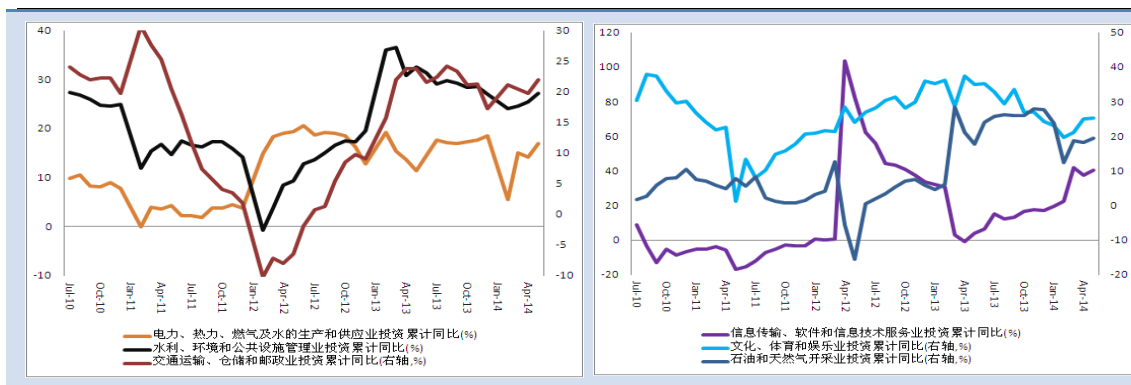
上述导向在相关数据中已有印证：

(1) 从基建行业固定资产投资看，截止 5 月，其累计总额为 3.2 万亿，同比增速为 23%，总体表现平稳(见图 17)。其中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计增速为 17%，交通运输、仓储和邮政业累计增速为 21.9%，水利、环境和公共设施管理业累计增速为 27.2%，均属高增速(见图 17)。

(2) 从新兴行业看，截止 5 月，信息传输、软件和信息技术服务业固定资产投资累计总额同比增速为 40.4%，文化、体育和娱乐业同比增速为 25.2%，石油和天然气开采业同比增速为 19.3%(见图 18)。

图 17 传统基建行业固定资产投资增速

图 18 新兴行业固定资产投资增速

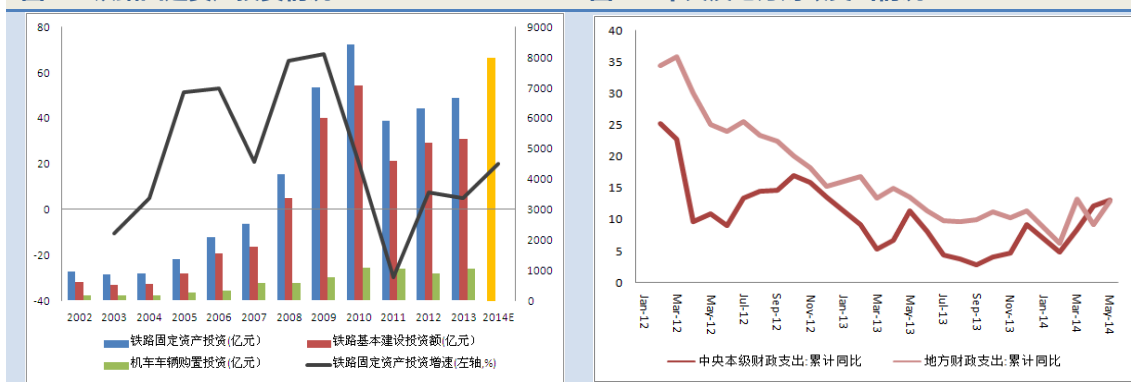


另自年初来,我国铁路固定资产投资已连续 2 次上调,由 6300 亿提至 8000 亿,同比增幅为 20.2%,为近年来新高(见图 19)。作为稳增长的重要手段,预计年内铁路投资额度仍有上调空间。

对应而言,政府财政支持力度亦明显增大:截止 5 月,中央支出累计同比增幅为 13.1%,地方支出累计同比增幅为 12.9%,远高于第 1 季度 GDP 增速 7.4%(见图 20)。

图 19 铁路固定资产投资情况

图 20 中央及地方财政支出情况

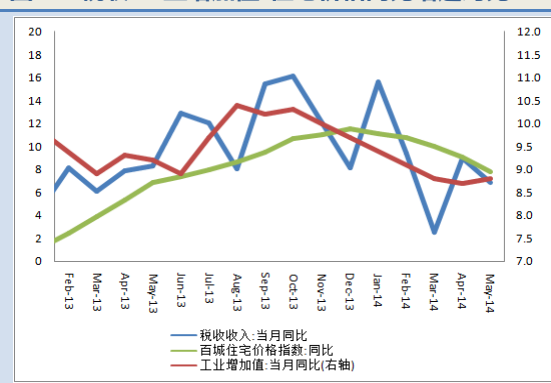
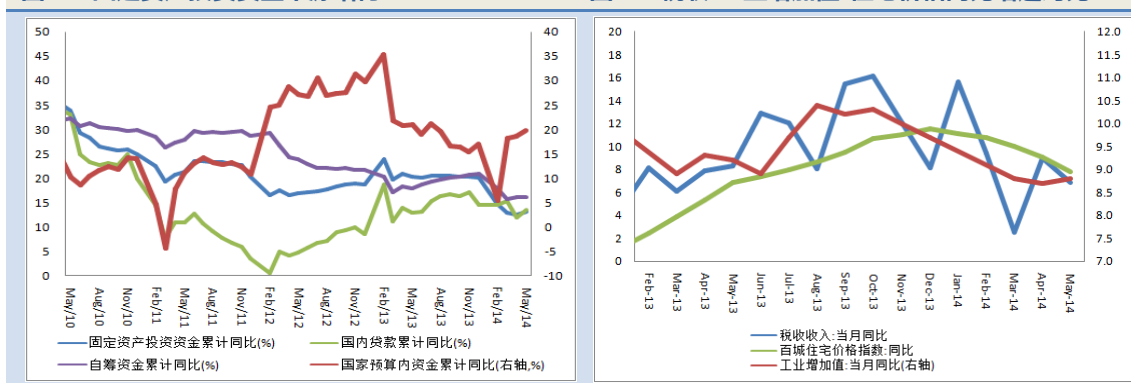


基建行业投资需要大量配套资金支持,其主要来源分别为国家预算内资金、贷款及自筹资金等。2014 年 1-5 月,三者累计同比增速分别为 19.7%、13.5%和 16.1%,而后两者增幅均持续回落(见图 21)。

其中,国家预算内资金与财政收入直接相关,而在“稳健财政政策”的背景下,显然支出与收入应相符。从税收视角看,因工业增加值增速放缓、房地产业预期悲观,下半年财政收入情况亦不乐观(见图 22)。如此看,财政支出的高增速难以持续。

图 21 固定资产投资资金来源结构

图 22 税收-工业增加值-住宅价格同比增速对比





再考虑其它社会融资渠道—如基建类信托和城投债：

截止 5 月，基建类信托累计发行量仅为 162 亿，同比大减 46.2%(见图 23)，这与“非标”业务监管趋严、增量规模收缩有直接关系。同期，城投债累计发行量为 9256 亿，同比大增 129%，主要原因如下：受上半年个别产业债违约(如超日债)、部分信托产品兑付风险(如中诚信托等)影响，其风险溢价大幅下行，配置价值增大。

图 23 基建类信托发行情况

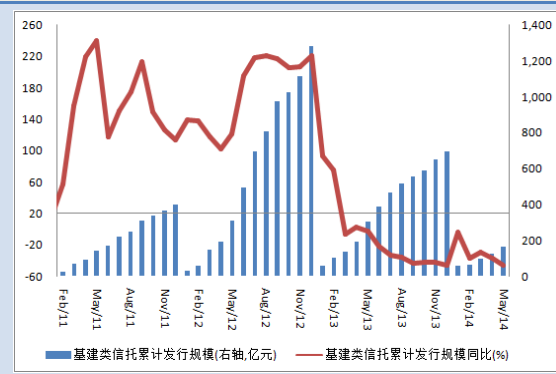
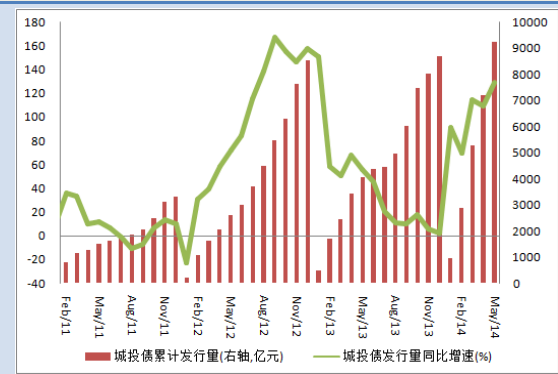


图 24 城投债发行情况



经测算，本年度城投债到期总量约为 3700 亿，虽然下半年到期量较多，但总量可控。

此外，2014 年 2 月发改委对地方融资平台出台相关政策：允许借新还旧，允许在项目建设资金出现缺口、无法完工情况下发行适度规模新债，允许发行部分债券、与高利短期债务进行置换，有利于降低城投债偿付风险。以此看，下半年城投债会为地方基建投资重要的资金来源方式。

但须注意，“剥离平台公司融资职能、发行地方债和市政债”为中长期规范政府举债融资行为、解决久期匹配等问题的基本思路。同时，在严控地方政府债务规模的导向下，对城投债及非标融资增量规模不宜期望过高。

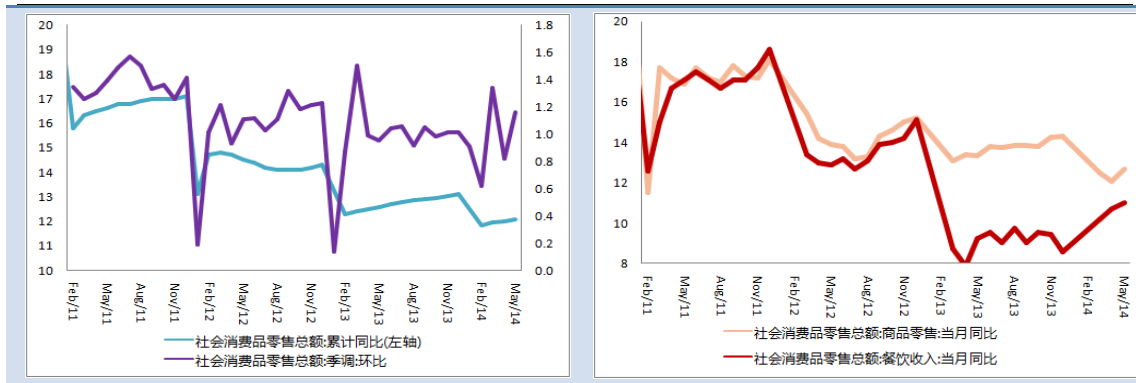
综合相关政策导向、资金来源渠道看，基建及新兴产业固定资产投资可作为应对经济增速下滑的托底工具，而非强力刺激。根据各细分项占比，预计 2014 年基建固定资产投资可一定程度上对冲房地产业下滑风险，但难以形成刺激效应。

1.3、消费小幅回暖，下半年亦难以大幅走好

2014 年上半年国内整体消费情况有所回暖，截止 5 月，社会消费品零售总额累计值为 10.3 万亿，同比增幅为 12.1%，而环比值则连续多月为正，但增速较有限(见图 25)。从分项数据看，商品零售变化不大，而去年受“反腐”、“严控三公消费”负面冲击较大的餐饮业则有较明显回升(见图 26)。

图 25 社会消费品零售总额同比增速

图 26 主要分项零售总额同比增速(%)



另从汽车行业相关消费看，汽车零售额同比增速呈逐月下滑态势，石油及制品类增速相对平稳(见图 27)；而与房地产业销量紧密相关的家电、建材装饰及家具零售增速则大幅下滑(见图 28)。

图 27 汽车、石油及制品零售同比

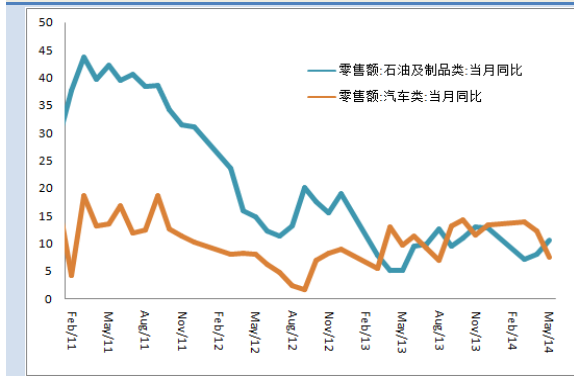
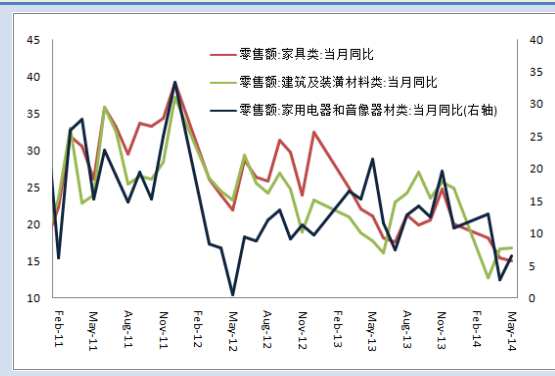


图 28 家电、建材及家具零售同比



一般而言，消费增速与居民收入增长有直接关系。截止 2014 年第 1 季度，我国城镇和农村居民收入同比增速分别为 9.8%和 10.1%，表现平淡(见图 29)。在居民收入预期未改善、房地产业销售放缓的情况下，预计下半年消费明显走强的可能性较小。这从国内消费者信心指数走势中得到印证，其无明显走强趋势(见图 30)。

图 29 我国城镇和农村居民收入增速(%)

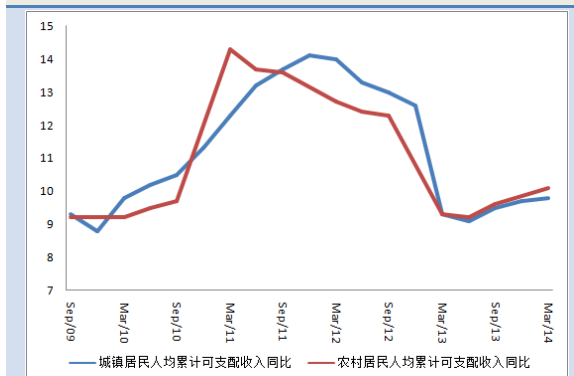
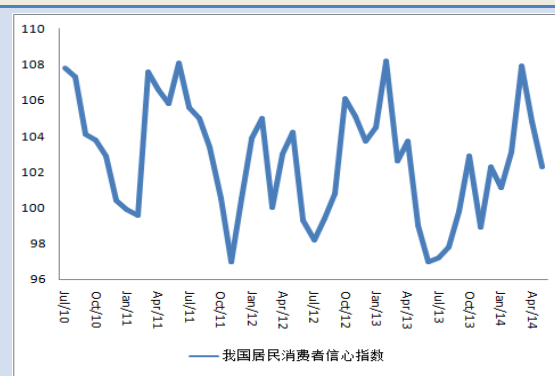


图 30 我国居民消费者信心指数



考虑到餐饮、汽车及房地产相关行业等权重，下半年消费总体呈温和恢复态势，预估 2014 全年社会消费品零售总额同比增幅为 12%。



1.4、上半年出口总体表现不佳，后期或小幅改善

上半年我国出口总体呈下滑态势，截止 2014 年 5 月，我国出口金额累计同比减少 0.35%，但较前 4 月降幅持续缩窄(见图 31)。

从主要出口目的地看，欧盟累计同比增 8.7% 美国累计同比增 4.6% 日本累计同比增 5.1%，虽然增幅较小，但总体呈复苏态势，应是其国内经济形势回暖所致；而对香港出口累计同比则大减 26.4%，与去年同期暴增局面形成鲜明对比(见图 32)，这应与外管局等机构出台相应监管措施，抑制套利、套汇虚假贸易有关。

图 31 我国出口金额增速

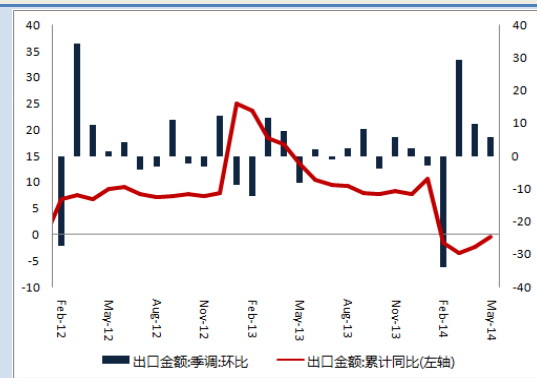
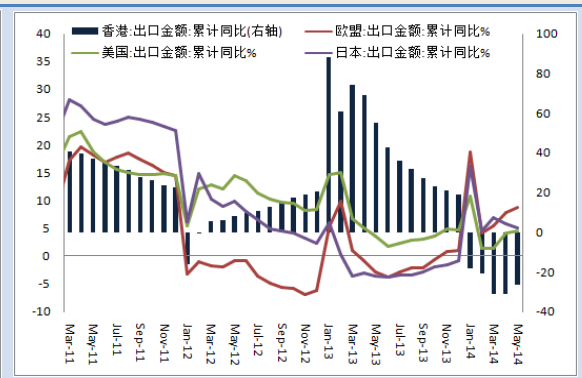


图 32 对欧美、日本及香港出口增速



另从金砖国家及其它新兴经济体出口情况看，除巴西外，虽然整体增速水平依旧较低，但亦呈逐步好转态势。截至 5 月，俄罗斯、印度及东盟等目的地累计出口额同比增速分别为 4%，4.9%和 6.6%(见图 33)。

从汇率角度看，上半年人民币贬值幅度较大，其对美元汇率由年初 6.1 下滑至 6.17，总体上利于商品出口。但该阶段贬值原因主要是国内宏观面数据偏弱、央行主动调控(惩戒套利资金、扩大汇率双向波幅)所致。

预计在下半年国内经济企稳、货币政策偏宽松下，人民币难以形成走弱趋势，这从美元对人民币贬值预期监测指标上亦可印证，自 6 月以来，其已有明显的走稳迹象(见图 34)。

当然，因央行具有足够手段和能力维持汇率波动区间，在稳增长、保底线思维下，为保障出口，即便人民币升值，预计幅度也有限，即不会对出口构成明显负面冲击。

图 33 其他主要经济体出口增速

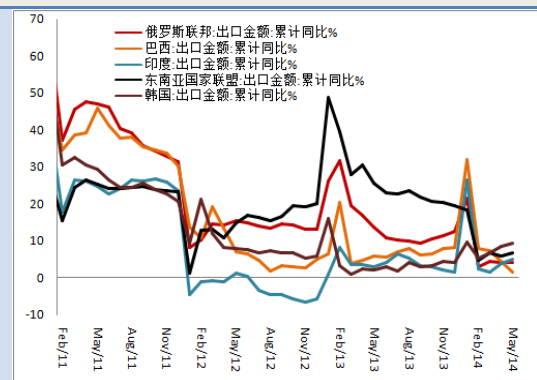


图 34 人民币汇率走势





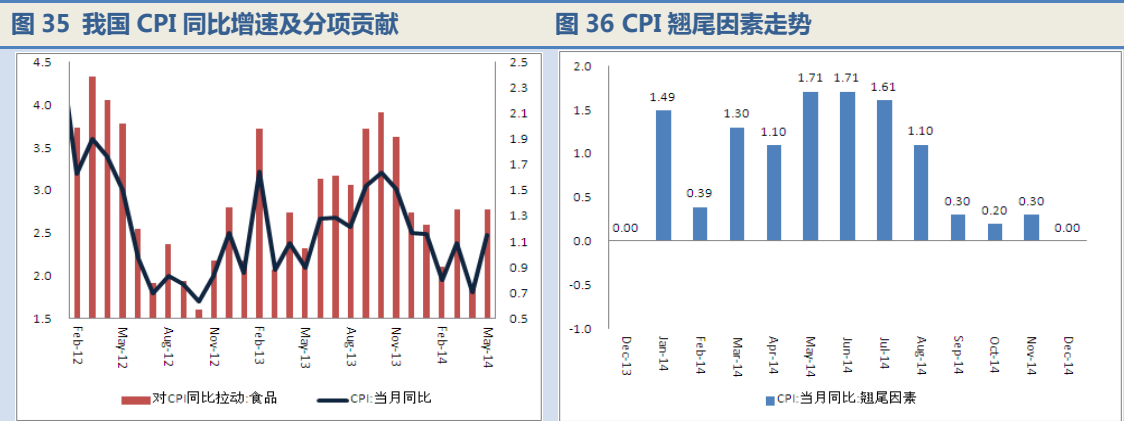
从政策面看，自 2014 年上半年以来，管理层已出台一系列稳定外贸增长措施：如简政放权提高贸易便利化水平，挖掘出口新增长点，大力提升出口产品附加值等。

综合看，在主要国家宏观面总体回暖，且国内政策支持效果逐步体现的情况下，下半年出口增速将企稳回升，但幅度有限。

二、调结构、促改革、稳增长目标下，微调、定向为政策主基调

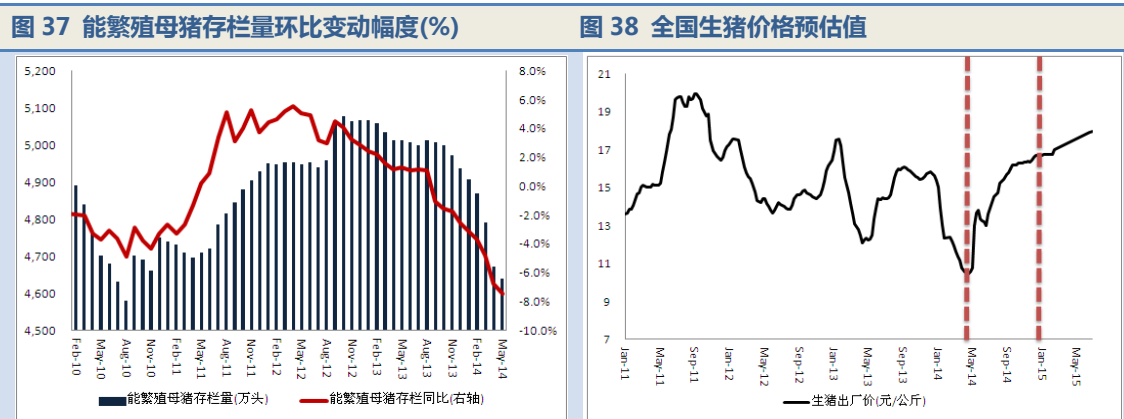
2.1、下半年物价涨幅可控，货币政策收紧概率不大

2014 上半年通胀率整体表现平稳，远低于 3.5% 的上限值。其中 5 月份 CPI 同比涨幅为 2.5%，为年初来最高值，这与食品分项中禽蛋类价格大涨及翘尾因素有直接关系(见图 36 和 37)。



受供给收缩影响，预计下半年猪肉价格将上涨。该分项在 CPI 权重构成中占比为 3%，故需分析其潜在冲击。

截止 5 月，我国能繁殖母猪存栏量为 4639 万头，环比减少 0.71%，已连续 9 个月下降；同比大幅减少 7.46%，而其历史最低值为 4600 万头(见图 37)。以此看，生猪供需将处于紧平衡状态，预计后期猪价将继续上涨。但高基数将制约下半年猪肉同比增幅，预计猪价上涨对 CPI 不会构成过大压力(见图 38)。



另据全球主要权威气象机构监测结果看，2014 年下半年全球发生厄尔尼诺现象的概率超过 70%。若其发生，将对全球主要出口国的小麦、稻米产量构成较大影响，但因我国对上述品种的进口依赖度较低，即该气候事件对 CPI 粮食分项难有实质性冲击。



从油价分项看，据 OPEC 最新报告，若不考虑伊拉克动荡造成的减产，全球原油供给将达到 9130 万桶/日，而相应的需求为 9110 万桶/日，供给盈余在 20 万桶/日，供需仍基本平衡。预计下半年油价将呈震荡偏强走势，布伦特原油波动区间为 105-120 美元/桶之间，对 CPI 整体影响有限。

此外，因下半年美国经济仍维持复苏态势，美元总体走强趋势下，预计代表全球大宗商品价格走势的 CRB 指数亦将承压下行(见图 40)，出现输入性通胀压力可能性不大。

图 39 全球原油供需平衡情况(万桶/日)

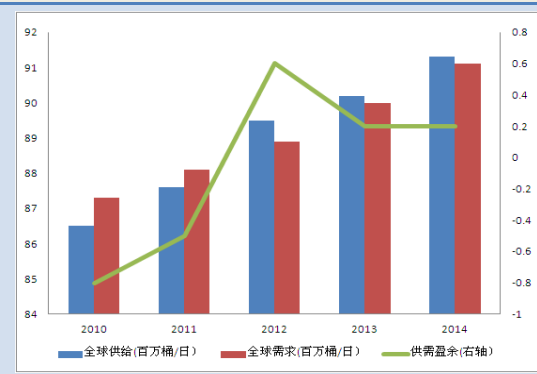
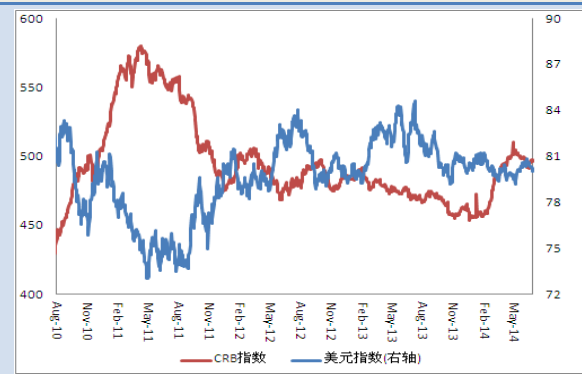


图 40 美元指数与 CRB 走势对比



从 PPI 指标看，上半年其同比降幅逐步缩小，但仍处负值区间；另从制造业 PMI 产成品库存分项数据看，亦无明显去化迹象(见图 41)。而下半年 PPI 同比增速基本无翘尾因素影响(见图 42)。在主要行业产能过剩、持续去库存的背景下，预计 2014 年全年 PPI 值整体难改疲态。

图 41 国内工业品 PPI 及库存情况

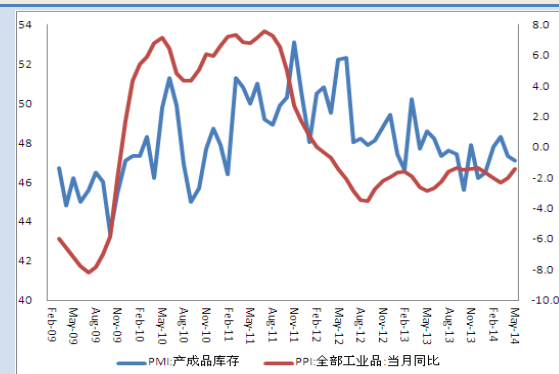
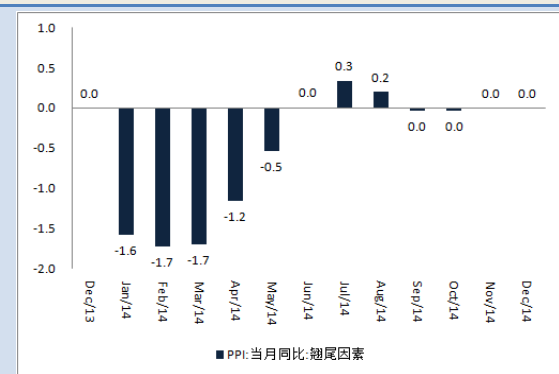


图 42 PPI 翘尾因素走势

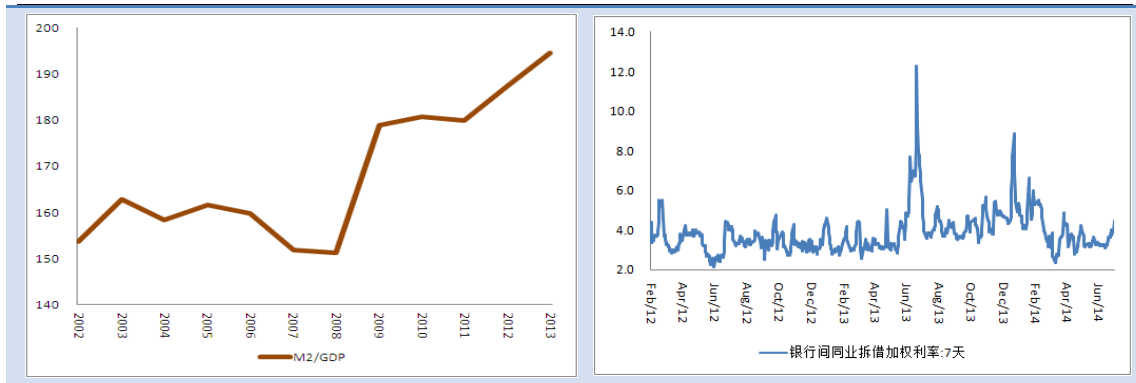


综合 CPI 和 PPI 影响因素看，2014 年下半年物价难以出现明显上涨。因此，从防通胀目标看，预计货币政策收紧可能性不大。

2.2、调节资金流向、降低资金成本，定向宽松为手段

图 43 M2/GDP 占比情况

图 44 银行间同业拆借加权利率走势



截止 2013 年，M2 占当年 GDP 比重已达 195%(见图 43)，意味货币供应总量充裕。另自 2014 年初以来，银行间资金市场价格亦有明显回落，截止 6 月底，7 天期同业拆借及回购加权利率为 4%左右(年化)，降幅近 20%(见图 44)。

虽然资金面偏宽松，但实体经济并无明显起色，体现为 M2、工业增加值同比增速持续背离(见图 45)，主要原因如下：

(1) 从供给端看：各类金融机构热衷于逐利，大量流动性资源内部循环，并未有效进入实体经济部门，这以近 3 年来同业业务、非标业务大爆发为典型代表；

(2) 从需求端看：实体经济需求不旺，但资金成本依旧高企，抑制其主动投资意愿。截止第 1 季度，非金融上市公司 ROE 仅为 2.13%，2013 全年为 7.2%；而同期金融机构人民币加权平均利率则为 7.2%、7.18%，属微利甚至亏损局面(见图 46)

图 45 M2 及工业增加值同比增速对比

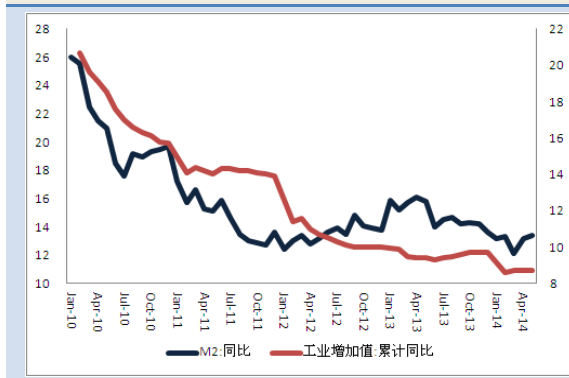
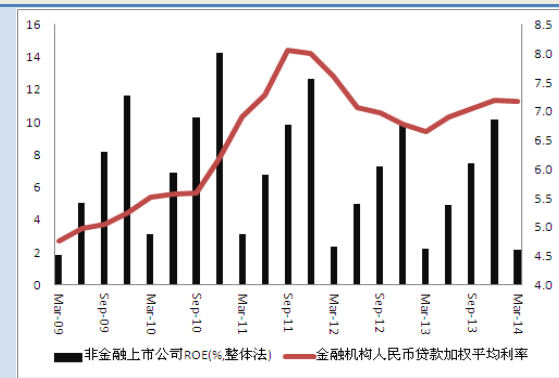


图 46 非金融上市公司 ROE 与加权贷款利率对比



导致企业融资成本居高不下的主要症结在于资金流向房地产行业 and 融资平台：前者能承担高利率，后者则对利率脱敏。资金以直接或间接方式流向相对高收益的两行业，自然难以促进实体经济发展。

当然，因 2014 上半年房地产市场下滑态势明显，使得融资需求有抑制，进而带动资金成本回落。但融资平台因预算软约束，且有地方政府隐性担保，城投债在资源获得上处于优势地位，成为实际上的定价中枢，抬高整体资金价格水平。

以上述两领域典型对接标的——理财产品和城投债为代表：自 2013 年初以来理财产品收益水平不断攀升，3 月期、1 年期预期年化收益率最高值超 6%，至 6 月末亦维持在 5.3% 的高位；城投债到期收益率走势大体类似(见图 47 和图 48)。



图 47 理财产品预期收益率情况

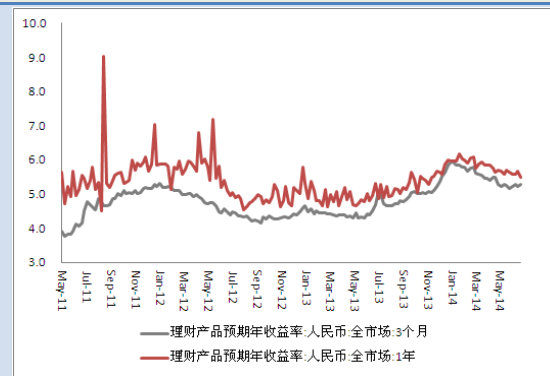
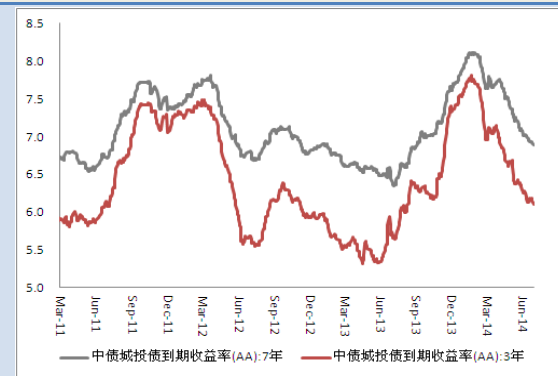


图 48 城投债到期收益率情况



综上所述，无论从资金供给抑或需求看，资金成本高企是导致“货币热、经济冷”的关键性因素。基于此，央行、银监会等相关机构出台一系列政策：

(1) 加强影子银行监管，降低非标吸引力。

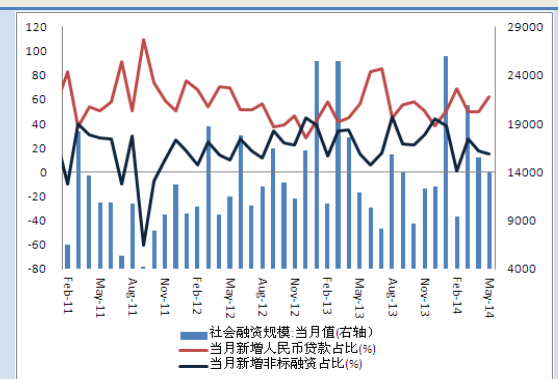
以重磅的 127 号文为代表，降低其资本占优优势，增大其监管套利成本，促使其回转表内。

如买入返售信托收益权，将其风险资产计提比例由 25%上调至 100%，则会致其实际收益率明显下调(见图 49)。而从社会融资分项占比变化看，新增人民币贷款逐月回升，而非标融资(委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票)则逐月下降，意味该政策效应正显现(见图 50)。

图 49 127 号文对买入返售业务影响测算

项目	买入返售信托受益权(有担保, 不计提相应设备和成本)(%)	买入返售信托受益权(有担保, 127号文下按100%计算风险资产)(%)
隐含税率	15.00	15.00
风险资产计提比例	25.00	100.00
收益率	7.00	7.00
税收成本	1.05	1.05
资产占用成本	0.50	2.00
实际收益率	5.45	3.95

图 50 社会融资分项占比变化情况

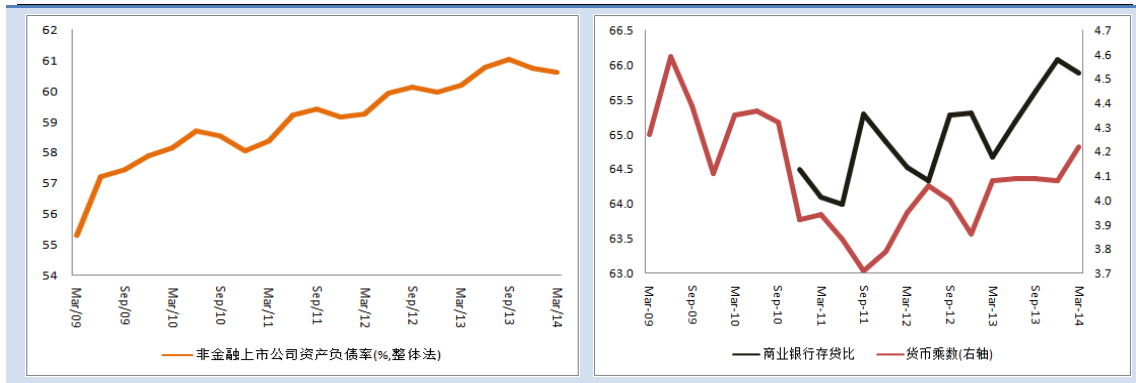


(2) 实行定向宽松政策，兼顾稳增长和调结构。

因我国货币流动性存量相当充裕，且企业整体资产负债率已处绝对高位(见图 51)。若继续扩增量，会导致大量僵尸企业继续存活，不利于市场发挥其自然出清机制。但为对冲非标约束、投资下滑等负面影响，仍需进行一定程度的宽松。因此，须结合调结构，进行定向宽松。

图 51 非金融上市公司资产负债率

图 52 商业银行存贷比及货币乘数



从政策手段看，主要着眼于增强金融机构信用创造能力、增加基础货币供应、提高货币乘数等。从图 52 看，截止 1 季度，商业银行总体存贷比已高达 66%，而其监管红线为 75%；另从货币乘数看，其亦处较低水平。显然，上述状态提供了政策空间。

a) 增强信用创造能力方面：银监会已于 7 月 1 日起调整商业银行存贷比计算口径，分子项扣减支农、三农及小微企业贷款；分母项则增加银行对企业、个人发行的大额 CD 和外资法人银行吸收的境外母行一年期以上存放净额，以减轻该指标的限制。

b) 增强基础货币供应量方面：为对冲外汇占款贡献递减的大趋势(见图 53)，央行开始提供包括短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)及对国开行提供保障房建设专项支持等再贷款工具，而抵押补充贷款(PSL)亦有传闻。预计再贷款将逐步成为重要的基础货币投放渠道，以“对其他金融性公司债权”为例，其增长加速态势已有体现(见图 54)。

尤需注意，央行向国开行一类的政策性银行提供定向再贷款，可类比为“中国版 QE”，能很好兼顾调结构、稳增长的目标。

图 53 新增外汇占款情况

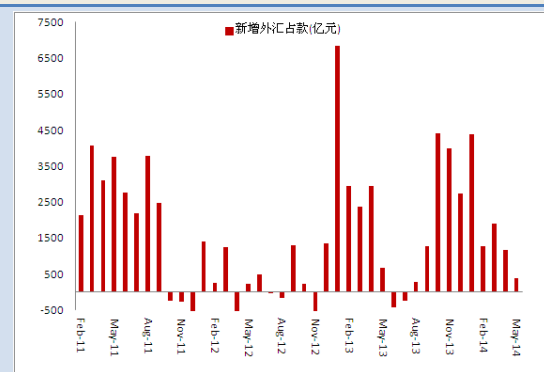
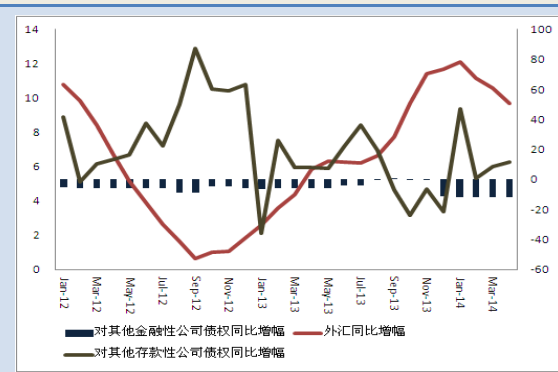


图 54 央行各类资产同比增速



c) 提高货币乘数方面：央行主要采取定向降准手段，其已于 5 月和 6 月，连续三次对支持三农、小微企业贷款的金融机构下调存款准备金率(详见表 2)。

表 2 2014 年降准情况一览(单位：亿元)

时间	政策导向	对应机构	货币政策	估算释放基础货币
5.24	支持三农+定向降准	县城农商行、县城农合行	农商行存款准备金下调 2%/ 县城农合行存款准备金下调 0.5%	1000



6.17	支持三农+ 小微定向降准	城商行、非县农商行、非 县农合行、财务公司、 金融租赁和汽车金融	存款准备金 下调 0.5%	700-800
6.17	支持三农+ 小微定向降准扩散	兴业、民生、招行、宁波 等股份制银行	存款准备金 下调 0.5%	400-500

2.3、下半年难有大规模财政刺激，各类改革以长效机制为主

2014 上半年总理李克强、财政部长楼继伟等决策层主要领导先后多次表示不会出台大规模刺激政策，各类改革将以建立、健全长效机制为主：包括国企改革、财税体制改革、上海自贸区建设等。

预计财税方面改革将为下半年工作重点，在营改增、消费税、地方政府自主发债、基建项目融资向社会资本放开等均会有实质性突破。

三、下半年地方债偿还压力较大，但无系统性风险

根据国家审计署报告，截止 2013 年 6 月末，地方全部政府性债务余额 17.9 万亿，占 GDP 约 35%。其中直接债务 10.9 万亿，占 GDP 的比例约为 19%。预计 2014 年地方政府到期债务占比为 20%(见图 55)。从总量看，偿债风险应不大。

从债务构成看，因近年来传统贷款业务对地方融资平台限制严格，地方政府大量通过非标融资。以基建信托为例，经测算，2014 年各季度到期量分别为 1810 亿、2632 亿、3108 亿和 4079 亿(见图 56)，即下半年偿债压力较大，部分地方或发生违约流动性风险。

但因地方政府拥有大量的优质资产，且在“开正门、堵偏门”基调下，地方可通过自主发债进行债务展期，即发生系统性风险的可能性不大。

图 55 各年度到期债务占比

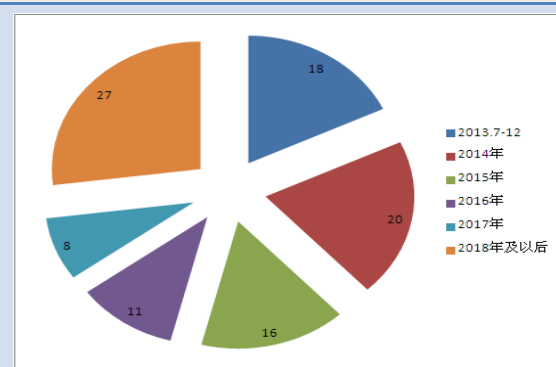
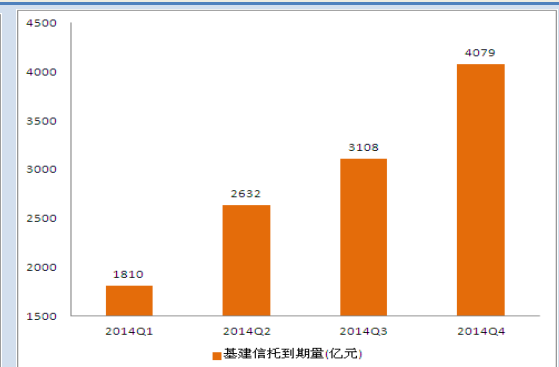


图 56 2014 年基建信托到期量分布情况



四、经济增速中枢下滑为新常态，传统投资品周期行业大趋势向下

按习近平主席表述，国内处于“经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”三期叠加阶段。再结合“克强经济学”的核心思路，即不刺激、去杠杆和简政放权，故今后相当长一段时间的宏观经济调控导向如下：调结构、促供给，虽为出于稳增长的促投资举措，但总体以定向为主，而非大规模刺激投资需求的老套路。



综上所述，因消费和出口尚未有明显走强的结构性变革趋势，经济增速中枢下滑为新常态。而在缺乏需求刺激的导向下，预期传统投资品周期行业大趋势向下，以黑色金属、煤炭等为代表。



美国篇

一、第 1 季度 GDP 意外下滑，后期将重回增长轨道

受极寒天气影响、美国第 1 季度零售、出口及存货投资增速均明显回落(见图 57)，直接导致当季 GDP 终值环比增速为-2.9%，远不及市场普遍预期(见图 58)。但进入第 2 季度后，上述负面冲击消散，各类积极因素作用正常体现，预计 GDP 增速将大幅上修，重回复苏增长轨道。

图 57 制造业、批发及零售业库存变化

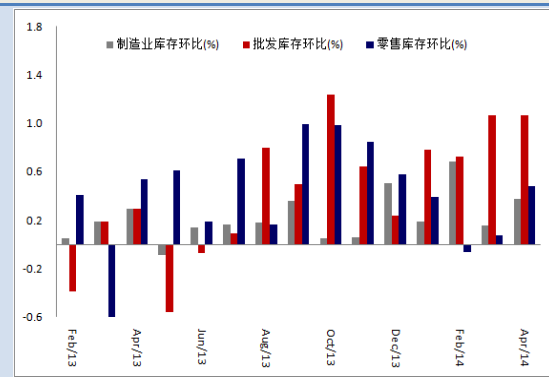
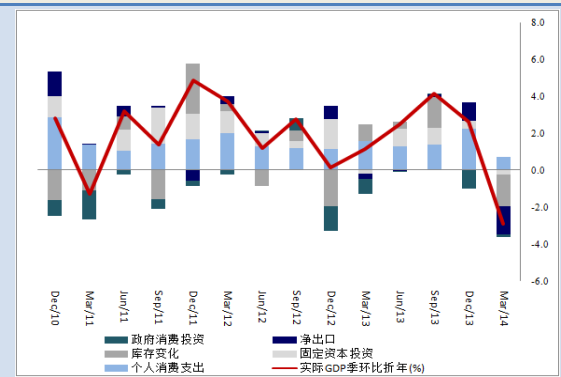


图 58 美国季度 GDP 环比增速



截止 5 月，美国新屋和成屋销量总数年化分别为 50.4 和 489 万套，扭转 1 季度下滑局面(见图 59)；另从 NAHB 房地产市场指数看，其整体亦呈企稳回升态势(见图 60)。鉴于房地产这一资本品的财富效应，其景气度回暖，利于带动投资及消费的进一步走好。

图 59 美国房屋销售情况

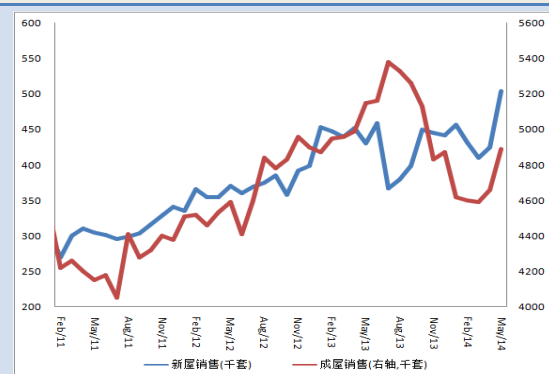
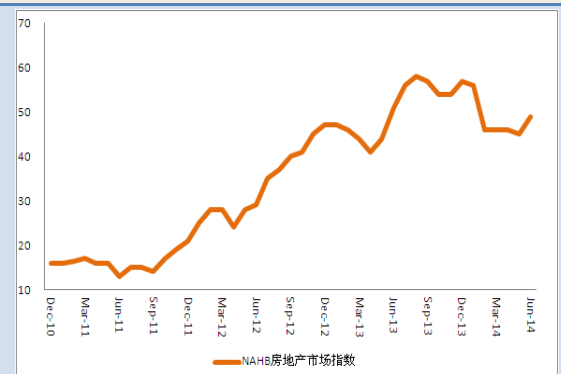


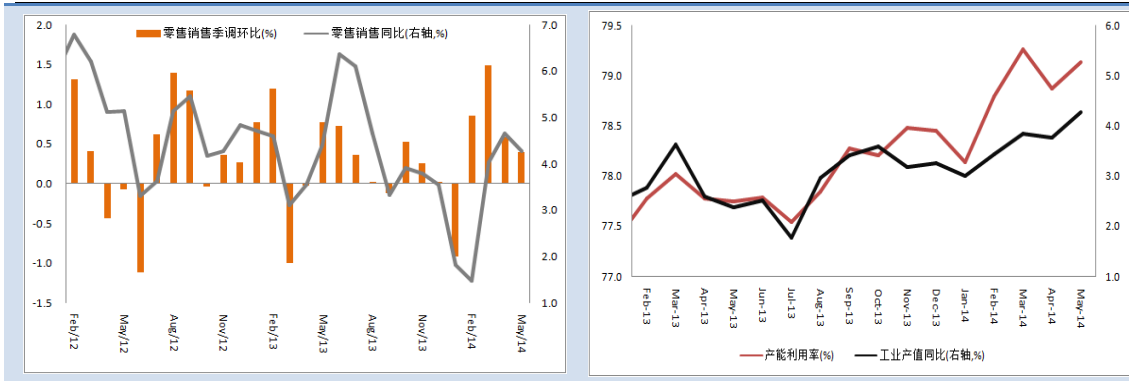
图 60 美国 NAHB 房地产市场指数



从消费支出看，2014 年前 5 月，美国零售销售总体呈增长态势(见图 61)；另从工业生产看，无论从产值同比增速，抑或产能利用率，二者均保持稳步上升(见图 62)。

图 61 美国零售销售增速

图 62 工业生产情况



自 2009 年以来，美国居民户去杠杆成效显著。截止 2014 年 1 季度，其家庭负债率降至 9.94%，绝对值已处于近 10 年来低位(见图 63)，利于加杠杆行为重新启动。从商业银行信用供给情况看，消费、房地产、工商业及其他分项信贷扩张迹象较为明显(见图 64)。

图 63 美国家庭负债率

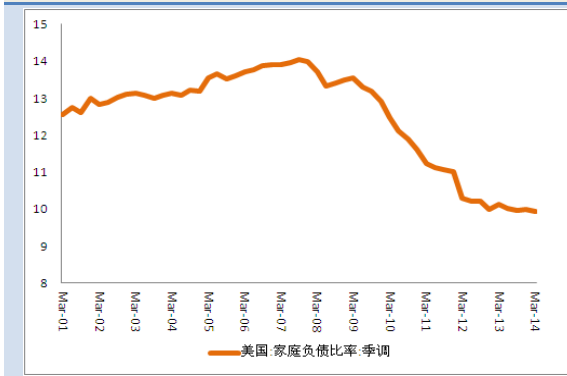
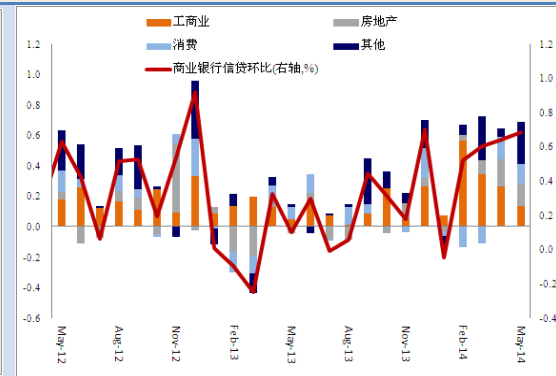


图 64 美国商业银行信贷投放情况



截止 6 月 美国新增非农就业人数为 28.8 万 失业率为 6.1% 整体表现良好(见图 65)。就业市场改善，无疑利于个人收入预期转向乐观，进而促进消费支出增加(见图 66)。作为美国对 GDP 贡献最大的分项，消费增速加快显然利于其企稳反弹。

图 65 美国非农就业人数情况

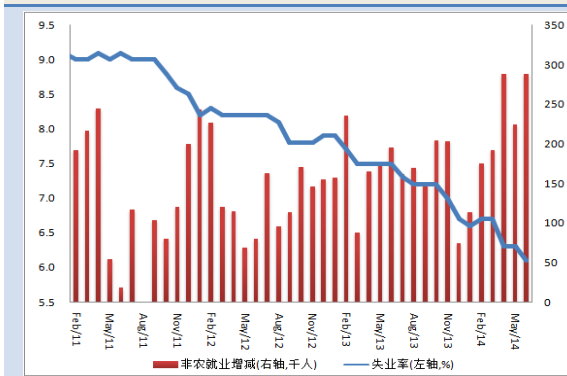
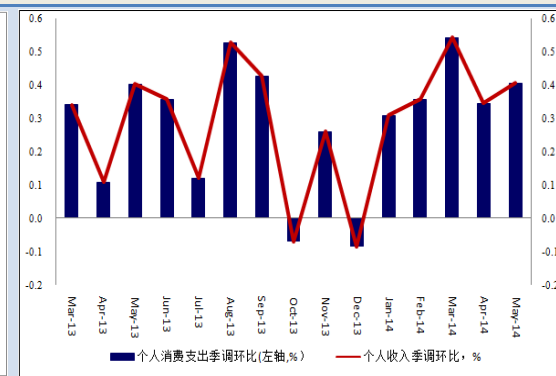


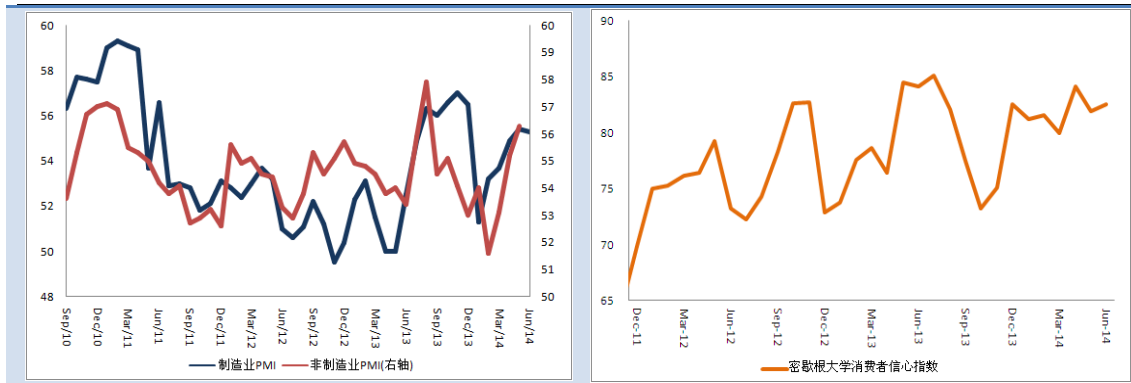
图 66 美国个人收入和消费支出增速对比



综上所述，预计自第 2 季度开始，美国将重回增长轨道，这从主要前瞻指标的表现得到印证：包括制造业及非制造业 PMI 值、密歇根大学消费者信心指数表现看，三者均处于稳步上升通道(见图 67 和 68)。

图 67 美国密歇根大学消费者信心指数

图 68 美国制造业及非制造业 PMI 指数



二、美联储年内加息概率不大，QE 紧缩增量利空有限

鉴于美国经济复苏态势基本确立，而美联储资产总额已达天量(见图 69)，其于 2013 年 12 月正式启动 QE 购债缩减计划。结合年初以来各次利率决议，按照每次缩减 100-150 亿美元规模测算(国债和 MBS 各 50 亿)，预计 12 月将正式结束 QE(见图 40)。

图 69 美联储资产负债表

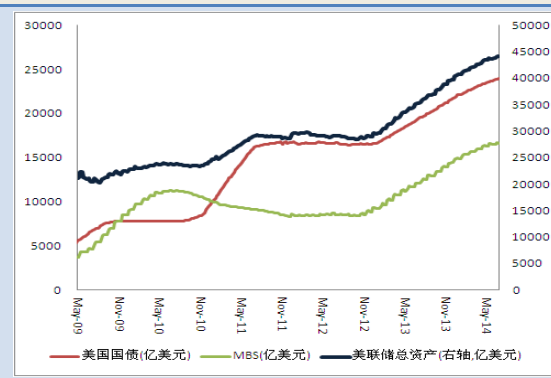
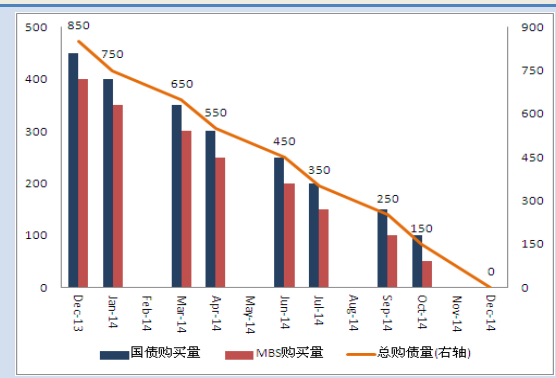


图 70 美联储 QE 缩减计划情况



因 QE 购债缩减已广泛为市场所预期，市场更为关注何时启动加息。从美联储 3 月和 6 月议息会议声明看，即使在 QE 结束后，0-0.25%的基准低利率仍将维持相当长一段时间。此外，其放弃失业率降至 6.5%的门槛，转而采用更广泛的经济评估。受第 1 季度负面冲击影响，美联储在 6 月会议上下调 2014 年增长预期，将 GDP 增长区间由 2.8%-3%下调至 2.1-2.3%，降幅较大；而失业率和核心通胀率预期则基本保持不变(见表 3)。

表 3 美联储最新经济预期

项目	2014 年预测值		2015 年预测值	
	3 月	6 月	3 月	6 月
GDP	2.8%-3%	2.1%-2.3%	3.0%-3.2%	3.0%-3.2%
失业率	6.1%-6.3%	6%-6.1%	5.6%-5.9%	5.4%-5.7%
核心 CPI	1.4%-1.6%	1.5-1.6%	1.7%-2.0%	1.6%-2.0%

再综合美联储主席耶伦，及 FOMC 其它委员一贯言论及倾向看，预计加息或于 2015 年年中启动，而这可从 9 月及 12 月余下最为重要的两次议息会议上寻找更进一步线索。

鉴于 QE 购债缩减增量利空有限，预计相关资产受美元汇率、美债收益率的负面冲击力



将较 2013 年降低，即其金融属性下降。这从 3 月及 6 月美联储利率决议公布后，贵金属和国债、股指价格波幅明显缩小的现象中得到印证(见图 71 和 72)。

图 71 美元指数和伦敦现货金走势对比

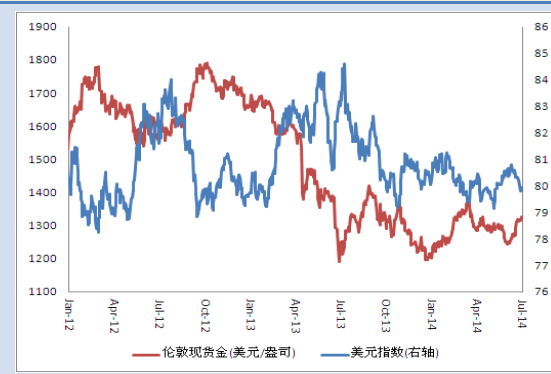


图 72 10 年期美债收益率和标普 500 指数走势对比





欧洲篇

一、上半年经济下滑态势扭转，但依旧疲软

虽然第 1 季度欧元区出口增速放缓幅度较大，但零售销售表现尚可(见图 73)，且补库需求大增，当季 GDP 环比增速为 0.2%，但仍处较低水平(见图 74)。即欧元区经济下滑态势扭转，但整体表现依旧疲软。

图 73 欧元区零售销售及出口情况

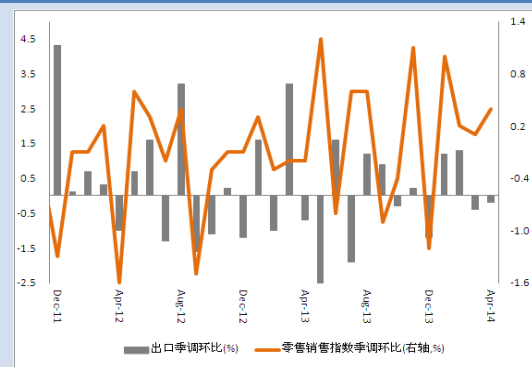
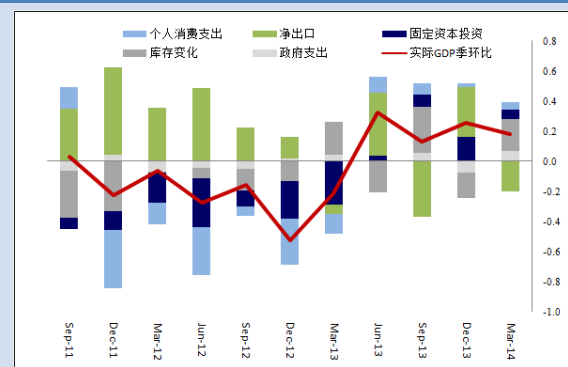


图 74 欧元区 GDP 增速及分项拉动率



从通胀指标看：截止 5 月，欧元区核心 CPI 同比增速为 0.5%，且连续多月不超过 1%，更远不及欧洲央行 2% 的调控指引水平；而 PPI 亦是持续为负值(见图 75)。而截止 5 月，欧元区失业率为 11.6%。虽然环比有略微改善，但绝对值仍然处高位(见图 76)。

图 75 欧元区核心 CPI 及 PPI 走势

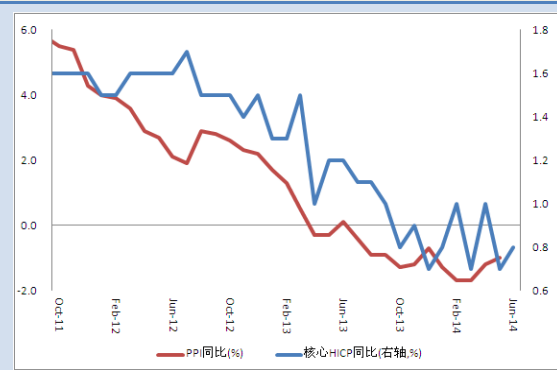
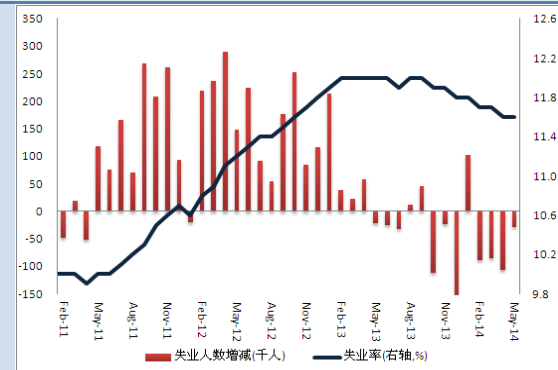


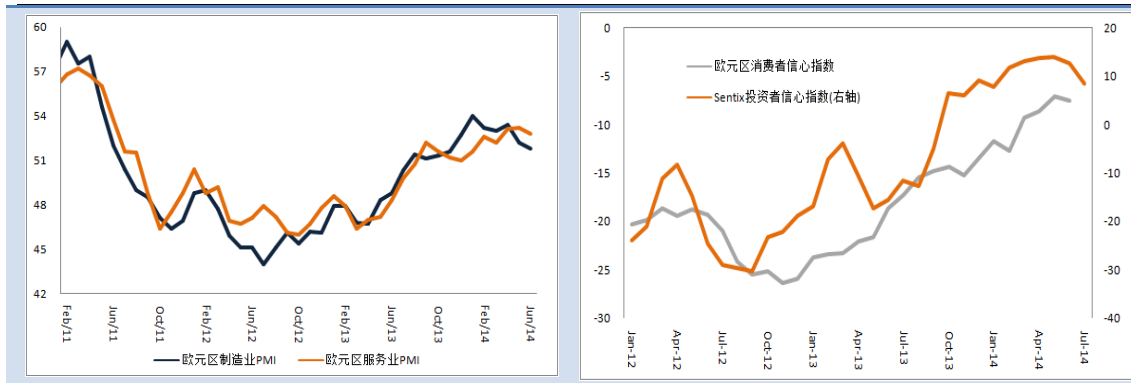
图 76 欧元区失业率情况



另从景气指标看：截止 5 月，欧元区制造业和非制造业 PMI 值分别为 51.8 和 52.8，虽然自 2013 年中来均在 50 荣枯线之上，但始终难以进一步走强，且有阶段性回调(见图 77)。而欧元区消费者信心指数环比则持续好转，但绝对值仍在负值区间；Sentix 投资者信心指数亦呈上行乏力之势(见图 78)。

图 77 欧元区制造业及非制造业 PMI 值

图 78 欧元区消费及投资信心情况



综上所述，2014 上半年欧元区经济下滑态势应有扭转，但仍难摆脱疲软局面。

二、财政政策难有动作，仍有潜在宽松货币政策刺激经济

继去年 12 月 15 日爱尔兰宣布退出三驾马车(IMF、ECB 和欧盟)的救助后，西班牙也于 12 月 31 日结束欧洲稳定机制(ESM)的援助计划。而希腊亦称计划于 2014 年退出救助，不再需要后续的援助贷款。这也意味着欧债危机所产生的阴影正逐步消散，市场就这一问题的风险担忧情绪有本质改善，从相关国家 10 年期国债收益率持续下降的走势中得到体现(见图 79)。

图 79 欧元区主要经济体 10 年期国债收益率

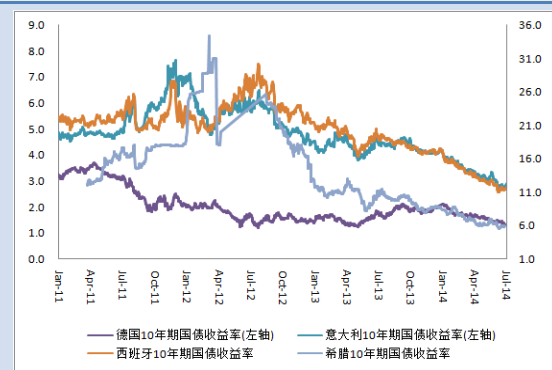
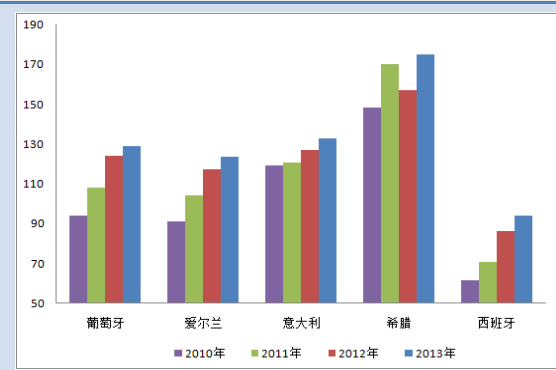


图 80 欧猪五国债务占 GDP 比重



当然，截止 2013 年，欧猪五国债务负担依旧严重，葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊及希腊债务占 GDP 比例分别为 129%、124%、133%、175%和 94%(见图 80)。这也意味上述国家仍将延续财政整固进程，政府开支难以放松，及财政方面难以刺激政策。

在此背景下，为推动经济复苏，在货币政策上进行宽松为唯一选择。继 2013 年 5 月、11 月两度降息后，欧洲央行于 6 月再次降息至负利率，且推出一系列的数量型刺激措施，具体如下表 4。

表 4 欧洲央行 6 月议息决议

政策工具	政策内容
主要再融资利率	从 0.25%降至 0.15%
隔夜存款利率	从 0%降至-0.1%
隔夜贷款利率	从 0.75%降至 0.4%
固定利率全额主要再融资操作	从 2015 年 7 月延长至 2016 年 12 月



SMP	停止冲销，释放 1650 亿欧元流动性
定向 LTRO	初始规模 4000 亿欧元，上限为 1 万亿欧元
购买 ABS	开始筹备工作
全面 QE	存在可能

从政策导向上看：1) 结束 SMP 冲销和延长固定利率全额分配回购操作有利于改善银行间流动性；2) 定向 LTRO 旨在改善银行对非金融企业信贷，而非上一轮 LTRO 操作主要被银行用来购买国债，对实体经济和推升通胀无直接作用；3) 潜在的 ABS 购债及全面 QE 操作，利于改善货币传导途径，激发实际信贷需求；

但须注意，上述政策能否实际推动欧元区经济走强，宜持谨慎乐观态度。自欧债危机以来，欧洲央行已推出一系列宽松举措，其对降低边缘国家信用风险上效果明显，但在促进经济复苏方面作用有限。以货币供应量和消费信贷增速为代表，二者均连续多月处低位运行，显示宽松货币政策传导至实体的通道不畅(见图 81 和 82)，即欧洲央行各项具体措施能否见效还需观察。

图 81 欧元区货币供应增速

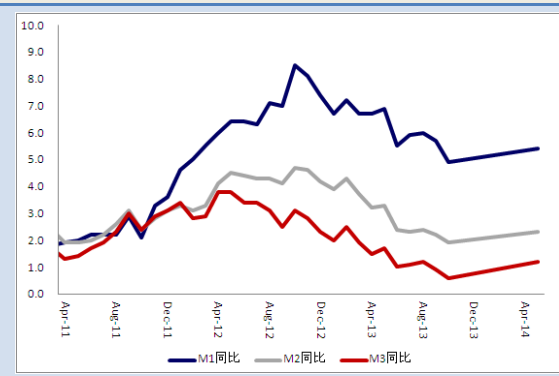
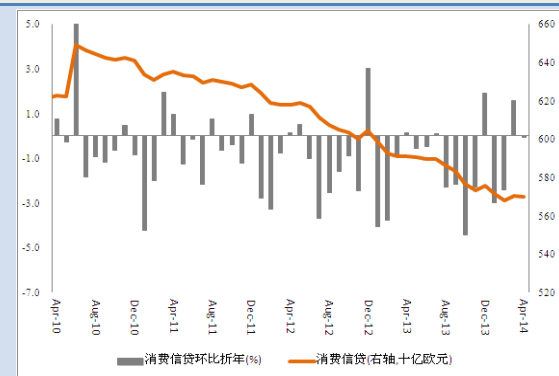


图 82 欧元区消费信贷情况



此外，欧盟委员会、欧洲央行分别 5 月和 6 月下修 2014 年经济增速和通胀预期。根据自年初以来欧洲行长德拉吉、及其他主要成员多次言论看，若通胀水平和其他主要经济指标持续走弱，预计下半年其继续加码宽松力度的概率较大(如 ABS 购债和全面 QE)。

表 5 欧元区经济增速预测

指标	欧盟委员会				欧洲央行			
	2014-Feb		2014-May		2014-Mar		2014-June	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
GDP 增速	1.2	1.8	1.2	1.7	1.2	1.5	1	1.7
通胀率	1	1.3	0.8	1.2	1	1.3	0.7	1.1



日本篇

一、“安倍经济学”正面效应尚可，但持续性存疑

自“安倍经济学”推出以来，在激进的扩张性货币政策、支持性的财政政策作用下，日本经济整体呈复苏态势，即其实效作用尚可。截止 2014 第 1 季度，该国实际 GDP 环比增速为 5.7%，较去年大幅提升。其中，私人消费分项的拉动作用最为明显，这与 4 月消费税上调，居民提前透支有直接关系；另积极财政政策亦提振固定资产投资需求(见图 83)。另从 CPI 走势和消费者信心指数看，二者也是持续改善(见图 84)。

图 83 日本 GDP 增速及分项贡献率

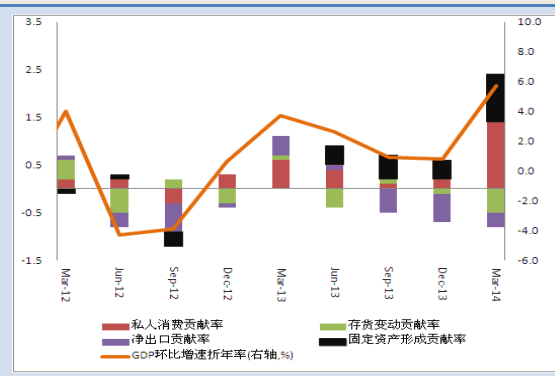
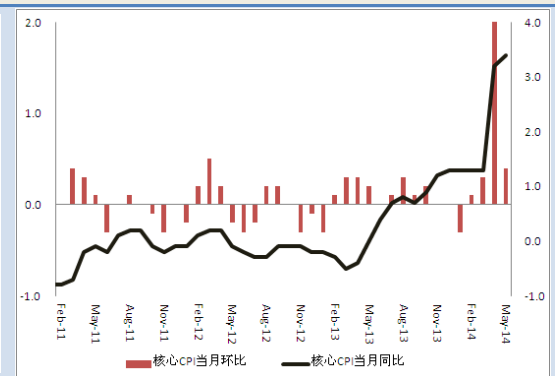


图 84 日本核心 CPI 同比及环比增速



综合日本央行 2014 年初来各次利率决议，其一直维持现行 0.1% 的基准利率水平，且以每年 60-70 万亿日元规模量化宽松规模。虽然政策基调未变，其负面作用已有明显体现：日元汇率贬值固然利于出口，但更不利于进口，自 2013 年 6 月以来，该国始终处于贸易逆差状态(见图 85)。此外，贬值带动输入型通胀(如进口能源价格上涨)，亦夸大了“安倍经济学”对通胀水平的实质性改善。

另从先行指标看，日本消费者信心指数以及制造业 PMI 已经连续多月回落(见图 86)，意味下半年其复苏的持续性存疑。

图 85 日本进出口情况

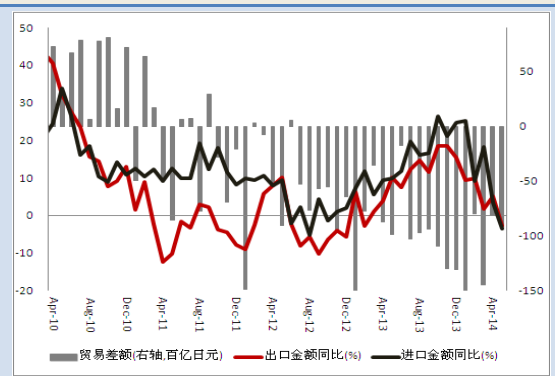
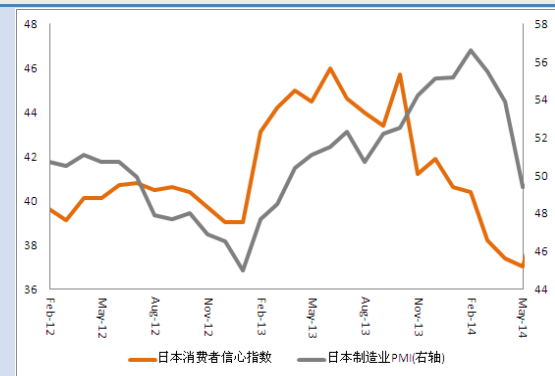


图 86 日本消费者信心指数以及制造业 PMI



二、货币政策边际效用递减，或致全球金融市场阶段性波动加剧

在安倍政府不惜一切代价摆脱通缩的执政理念下，其直接后果即日本债务负担率将进一步加重。截止 2014 年 1 季度，其未偿还债务占 GDP 比例达 210%，居全球之首(见图 87)。从持有者结构看，大部分为国内投资者持有，外债占比不超过 30%(见图 88)。因此，虽然日债规模将膨胀，但相当长一段时间内产生类似欧债危机的可能性不大。

图 87 日本国债占 GDP 比例

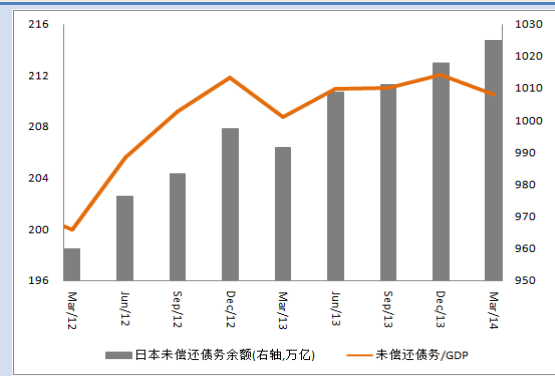
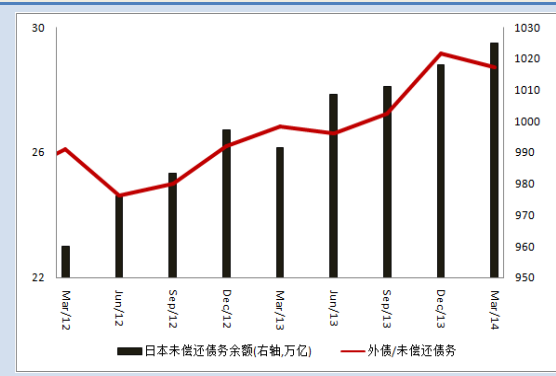


图 88 日本外债占 GDP 比例



作为“安倍经济学”的第三支箭——结构性改革已于 2014 年启动，以 4 月消费税上调为信号，其后续内容包括公司税、财政收支项目改革等，但其属中长期措施，且实践难度最大，难以在下半年取得实质性突破。故作为最易操作的刺激性手段，若日本经济增速转弱，货币政策可能再次扩张。

截止 2014 年 6 月底，日本央行资产总额已高达 258 亿日元，政府债券为 212 万亿，占比高达 82%(见图 89)。在如此巨量的债务规模下，日本央行继续加大购债或逆转日元资产既有的稳定特征，遵循“购债—>通胀预期增强—>抛债—>收益率上升—>加码购债”的恶性循环，致市场产生财政赤字不可持续的预期。

图 89 日本央行资产负债表

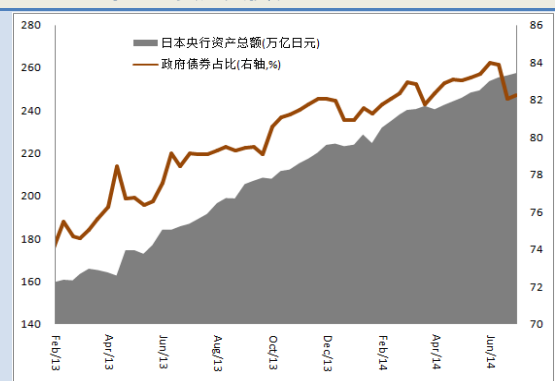


图 90 日本国债收益率及汇率走势



如此，日元资产不再被市场视为低息安全资产，包括基于日元融资的利差交易萎缩、日债持有风险增大而遭抛售，即有可能加剧全球外汇、债券及相关股市等主要金融市场的波动。

而上述现象亦在 2013 年第 2 季度有体现，该阶段日债收益率暴涨、日元汇率亦快速贬值(见图 90)。因此，需警惕日本经济走软、货币刺激乏力的情况下，市场预期逆转所造成



的阶段性冲击。



其他国家篇

一、澳洲经济有回暖迹象，但宜持谨慎乐观预期

作为典型的资源型国家，矿产品出口对澳大利亚经济有重要影响：2014 年第 1 季度该项值累计同比增速为 9.52%(见图 91) 这也带动当季 GDP 走强，同比增速为 3.6%，为 2012 年第 3 季度最高值(见图 92)。

图 91 澳大利亚矿产品出口情况

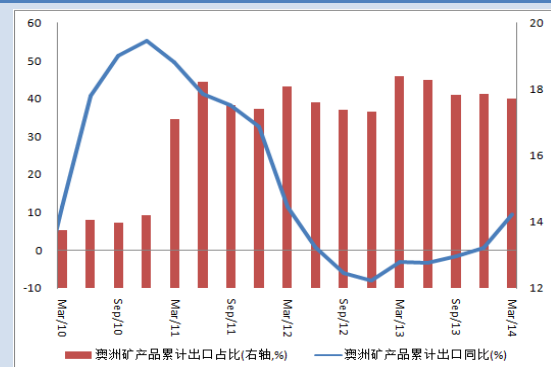
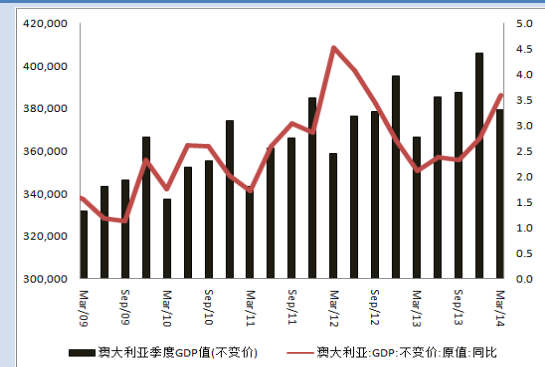


图 92 澳大利亚 GDP 总值及增速(百万澳元,%)



但从先行指标看，该国消费景气度预期不佳，截止 6 月，西太平洋-墨尔本消费者信心指数为 93.2，已连续 8 个月回落；另从制造业 PMI 值看，出口分项走强趋势明显，这与其低基数有关。而总值表现平淡，意味出口正向驱动力逐步被抵消(见图 93)。

图 93 澳洲制造业 PMI 值及消费者信心指数

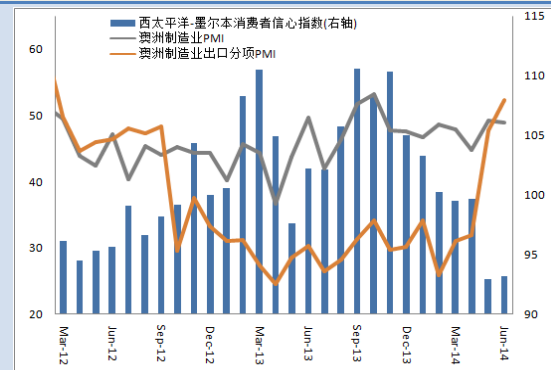
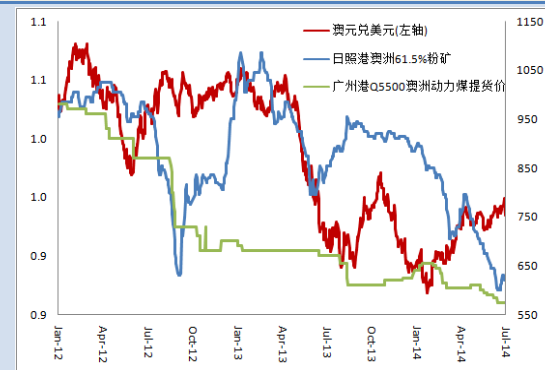


图 94 澳元汇率与铁矿石、动力煤走势对比



因经济有回暖迹象，自 2014 年初来，澳洲联储各次利率决议均维持 2.5%的基准利率不变，但相关会议纪要看，其总体对复苏呈谨慎乐观态度，且认为澳元汇率处高值区间。

综合看，若 GDP 主要增量驱动因素—出口项回落，预计澳洲联储仍有继续宽松促使澳元贬值的可能性。若不考虑供需平衡结构，其主要大宗出口商品--铁矿石和动力煤价格与汇率走势高度一致，这在 2013 年体现得非常充分(见图 94)。显然，若下半年澳元重新走弱，亦是矿价和煤价潜在利空因素。



二、巴西仍处衰退区间，且经济前景依旧悲观

而另一资源出口大国—巴西则难以走出衰退。因出口、固定资产支出等大幅下滑，2014年第1季度巴西GDP增速再度转弱，环比值仅为0.2%(见图95)。再从该国制造业PMI值及消费者信心指数看，二者亦持续下探(见图96)，意味经济前景依旧悲观。

图95 巴西GDP及主要分项增速

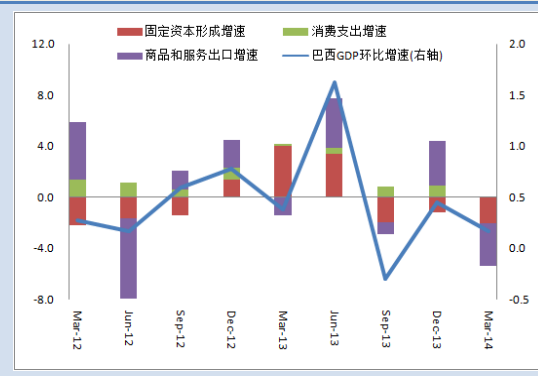
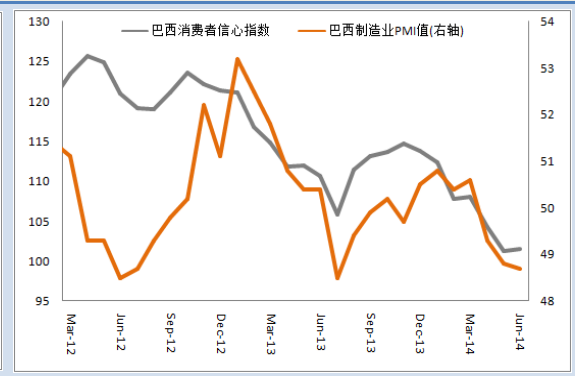


图96 巴西制造业PMI值及消费者信心指数



鉴于巴西国内通胀率处绝对高位，且环比项也无改善迹象(见图97)，抑制货币政策宽松的空间，这也意味下半年其GDP增速进一步下滑概率较大。综上所述，巴西雷亚尔贬值趋势难改，这也将利空其主要大宗出口商品价格，如铁矿石(见图98)。

图97 巴西GDP增速及制造业PMI值

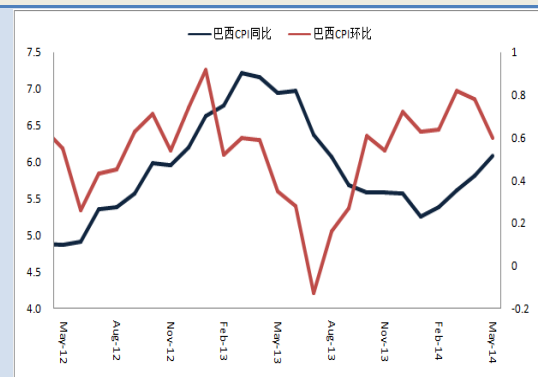
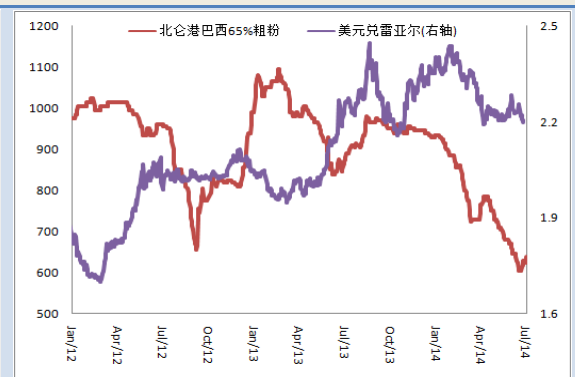


图98 雷亚尔汇率与铁矿石走势



2014 下半年主要风险事件提示

时间	事件	潜在影响
国内部分		
7月	中央政治局经济形势分析会	定调下半年宏观调控基本导向
8月	国务院经济形势分析会	/
国际部分		
9、10、12月	美联储会议	潜在利空汇率及金属
8、11月	澳洲联储利率决议	潜在利空矿产品



宏观面因素对相关资产影响说明

国别	核心变量	影响因素	预期状态	相关标的资产	波动方向
中国	房地产投资	供给增多、需求下滑	总体增速 下滑	1)螺纹钢； 2)玻璃； 3)焦煤； 4)焦炭；	利空
	基建投资	增量利多，但有资金约束			
	制造业投资	环保制约、去产能、 利润预期不佳			
	消费	反腐及三公支出限制、汽车及 家电需求增速难提升	略有改善	1)有色金属； 2)天然橡胶；	中性
	出口	美国经济增速加快、欧元区依 旧疲软，日本温和增长	小幅复苏	1)有色金属； 2)纺织原料	略偏多
	非标问题	抬升利率中枢值 潜在流动性风险	非标资产 重新配置	1)股指； 2)融资贸易品；	潜在利空
美国	美元汇率	就业持续改善	逐步走高	1)贵金属； 2)有色金属； 3)非美元资产；	长线利空， 阶段性无关
	美债收益率	消费者信心增强	逐步走高		
	消费	美联储紧缩	加速增长	1)原油； 2)美元资产；	利多
	家庭负债率	加杠杆启动	加速增长		
欧元区	欧元汇率	欧洲央行潜在加码宽松倾向	/	1)贵金属； 2)欧元资产	利空
	制造业		逐步回暖	1)有色金属；	偏多
日本	日元汇率	安倍政府无限量宽松措施	/	1)日元资产；	利空
澳洲 及巴西	澳元汇率	澳洲央行潜在宽松倾向	/	1)澳元资产；	利空
	雷亚尔汇率	巴西宏观面走弱趋势难改		2)雷亚尔币资产；	利空
				3)铁矿石及煤炭；	利空



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

李光军：金融学硕士，负责宏观经济、有色金属相关品种研究。

联系电话：0574-87729761

邮 箱：konghuanshi@163.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。