

有惊无险

摘要

- 中国 2013 年各部门债务总量占 GDP 比重为 221%，较 2008 年上升了 52 个百分点，增速相对较快。虽然从国际比较，总杠杆率不算很高，但在发展中国家，政府和企业的债务已经处于领先地位。债务的压力已经对当前经济产生较大影响，调结构某种程度上也就是降债务的过程，并对经济增速形成一定压力。
- 2014 年上半年固定资产投资增速累计同比下滑至 17.3%，为近十年以来的新低。其中制造业投资和房地产投资增速的低位徘徊起到了关键作用。但二季度开始的基建投资增速的快速提升抵消了疲弱的制造业投资和房地产投资的负面影响。随着中央为刺激政策的推开，现半年基建投资将会在固定投资中起到关键作用。因此固定投资环节最大的不确定因素为制造业和房地产投资，而房地产的下滑则是最大的风险。
- 我们预计如果经济下行压力进一步增加，定向宽松的力度将会加大，降息或降准等全面放松的可能性也在加大。货币政策的放松将在资金价格和数量两方面得到体现。价格方面，短期市场利率可能维持较低水平；人民币汇率以双向波动为主，不会有大幅度升值或贬值，中期看人民币汇率还有一定升值空间。
- 在基础建设和城镇化的加快促进下，内需得到了恢复，因此二季度经济的增速并不低，我们预计会在 7.5 左右。PMI 指数的变化也表明 5、6 月份内需的恢复，但外部环境的不确定性使得出口对经济促进作用不大。展望下半年，内需的恢复将会得到维持，但力度取决于政策的力度和改革的决心。我们预计三季度的增速将会有所下滑，而四季度因为去年基数较低的原因会较高，全年的经济增速会维持在 7.4% 的水平。
- 目前美国通胀压力不大，而且就业复苏距离联储目标仍有一定距离，在退出量化宽松后，美国经济很可能仍然需要一段时间的低息环境的支持。我们认为，今年加息的可能性不大，最有可能的时点应该是在明年二季度。而欧洲和日本的宽松政策目前仍看不到明显的效果，发达经济体这列火车即将分开，欧日继续前进，美国开始刹车。

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy, Excellent services

南华期货研究所

张一伟

010-63032869

张静静

010-83168383

王晨

010-63180126

目 录

序 言	5
第 1 章 中国经济：从“不刺激”到“微刺激”与“饮鸩止渴”	6
1.1. 从“不刺激”到“微刺激”	6
1.2. 风险存在于负债过高和地产行业	7
1.2.1. 地方政府和企业负债过高	7
1.2.2. 房地产下滑带来的风险	8
1.3. 松货币、宽财政	8
1.4. 对下半年经济的预测	9
第 2 章 从货币政策看境外经济	11
2.1. 美欧 QE 你方唱罢我登场	11
2.1.1. 美联储加息倒计时	11
2.1.2. 欧洲 QE 大门已经打开	14
2.2. 日本：安倍经济学的局限性	16
2.2.1. 对通缩的忌惮	16
2.2.2. 安倍的第三支箭	18
2.3. 加息国家各取所需	19
2.3.1. 为抑制通胀加息——新西兰	19
2.3.2. 为防货币贬值加息——新兴经济体	20
南华期货分支机构	24
免责声明	26

图表目录

图表 1.1.1: 年初以来稳增长的措施	6
图表 1.2.1: 中国各部门的负债 (占 GDP 的比重%)	7
图表 1.2.2: G7 居民与企业债务占 GDP 比重%	7
图表 1.2.3: 几个国家各部门债务率% (2012 年)	7
图表 1.2.4: 固定投资增速%	7
图表 1.2.5: 汽车与商品房销售增速 (%)	7
图表 1.2.6: 房地产业的下滑	7
图表 1.3.1: 社会融资组成的变化%	9
图表 1.3.2: 外汇占款与基础货币	9
图表 1.3.3: 金融脱媒的加速	9
图表 1.3.4: 进出口增速%	8
图表 1.4.1: PMI 指数开始得到恢复	10
图表 1.4.2: 中国的单位资本效率	10
图表 1.4.3: 工业企业 6 个月库存增量占月度销售收入比重%	10
图表 1.4.4: 中国消费占 GDP 的比重%	10
图表 2.1.1: 美国 ISM 制造业 PMI	11
图表 2.1.2: 美国新增非农就业人数	11
图表 2.1.3: 美国 GDP 环比折年率	12
图表 2.1.4: 美国新增耐用品订单环比	12
图表 2.1.5: 美国新屋销售及成屋销售	12
图表 2.1.6: 美国 Markit 制造业 PMI	12
图表 2.1.7: 6 月美联储官员利率预测	17
图表 2.1.8: 3 月美联储官员利率预测	17
图表 2.1.9: G7 财政赤字占 GDP 比重	17
图表 2.1.10: G7 私人部门 (住户加企业) 债务年增长率	17
图表 2.1.11: 欧元区的通胀与汇率	15
图表 2.1.12: 欧元区经常账户与贸易的平衡	15
图表 2.1.13: 非居民购买欧元区净资产占 GDP 比重%	16
图表 2.1.14: 央行资产占本国 GDP 比重	16
图表 2.2.1: 日本政府债务	18
图表 2.2.2: 日本商业销售同比	18
图表 2.2.3: 日本通货膨胀率	17
图表 2.2.4: 日本对外贸易及差额	17
图表 2.2.5: 日元贬值步伐放慢并有回升迹象	18

图表 2.2.6: 日本劳动人口	18
图表 2.3.1: 新西兰食品价格.....	20
图表 2.3.2: 新西兰 CPI 及 CPI 分类指数	20
图表 2.3.3: 新兴经济体货币汇率	20
图表 2.3.4: 美联储 MBS 购买规模周环比	20

序 言

由于中国的经济严重依赖于政府的干预，虽然经济周期理论也同样发挥作用，但政府这只“看得见的手”不断试图抚平周期的波动。但经济周期原因及其他因素仍对中国经济的增长起到了关键作用。潜在增长率的下滑及前期发展带来的问题使得我们现在面临更为复杂的前景，改革与发展的难题又一次摆到了我们面前。经济结构的改革以及对环境/资源的担忧使得本届政府淡化对于经济增长的追求，同时强调中国迫切需要从以投资和出口驱动型经济向一个新的可持续发展的消费导向型经济转型。这是中长期目标，但从短期看，改革与增长是一对孪生兄弟，改革需要在增长的前提下，但增长的下滑却为改革提供了另一种基础。由此选择在更深的层面持续推进结构性改革，意味着增长在向高附加值转型并淘汰低附加值产能（去产能杠杆），更重视环境和资源保护、促进服务业和鼓励消费、减轻对投资和信贷的依赖（金融改革）与重新平衡贸易盈余的过程中将不可避免地放慢。下半年的经济增幅可能会低于上半年。季度的经济增速可能会落到 7.2% 左右，四季度将又会重上 7.5%。全年的增速预计将会在 7.4% 的样子。

第1章 中国经济：从“不刺激”到“微刺激”

1.1. 从“不刺激”到“微刺激”

自从去年“钱荒”以来，市场感觉中央政府及央行将不会对经济像前期那样干预，由此滋生了无数市场猜测和紧张，因为就算是轻微的增长放缓也可能意味着对经济的显著冲击。此外经济如何回落与回落的速度也很难预测，从而带来进一步的市场担忧并加强了观望情绪。当经济下行势头一旦建立，其可能自我强化并失去控制；未来的救助也将因为更大的下滑惯性而更难且成本更高。无论是改革还是就业的压力，完全放任经济变化的思路似乎都已经不合时宜。而对经济微调已经成为当下的主旋律，这也就保障今年的增长率不会偏离年初目标过多。

表格 1.1：年初以来稳增长的措施

时间	稳增长政策详细内容
2014-3-17	中国人民银行宣布，自 3 月 17 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 1% 扩大至 2%，银行的现汇买卖差价与当日中间价之差由 2% 扩大到 3%。
2014-4-2	国务院常务会研究扩大小微企业所得税优惠政策实施范围，部署进一步发挥开发性金融对棚户区改造的支持作用，确定深化铁路投融资体制改革、加快铁路建设的政策措施。4 月 30 日，铁路投资目标上调至 8000 亿以上。
2014-4-18	李克强主持召开新一届国家能源委员会首次会议，研究讨论了能源发展中的相关战略问题和重大项目。当前要开工一批重大能源项目，包括水电、核电、风能、太阳能等领域。
2014-4-25	中国人民银行下调县域农村商业银行人民币存款准备金率 2 个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。 从 6 月 16 日起对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行（不含 2014 年 4 月 25 日已下调过准备金率的机构）下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2014-4-30	李克强主持召开国务院常务会议，部署支持外贸稳定增长和优化结构有关工作，确定进一步促进高校毕业生就业创业的政策措施。5 月 15 日，国务院印发《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，以激发市场活力、提振外贸企业信心、促进进出口平稳增长。该文件被称为稳外贸“国 16 条”。6 月 11 日，中国人民银行下发文件《关于贯彻落实《国务院办公厅关于支持外贸稳定增长的若干意见》的指导意见》，出台十一项措施支持外贸稳定增长。
2014-5-21	国务院总理李克强 5 月 21 日主持召开国务院常务会议，部署加快推进节水供水重大水利工程建设。会议确定，在今明两年和“十三五”期间分步建设纳入规划的 172 项重大水利工程。大幅增加国家创投引导资金促进新兴产业发展。

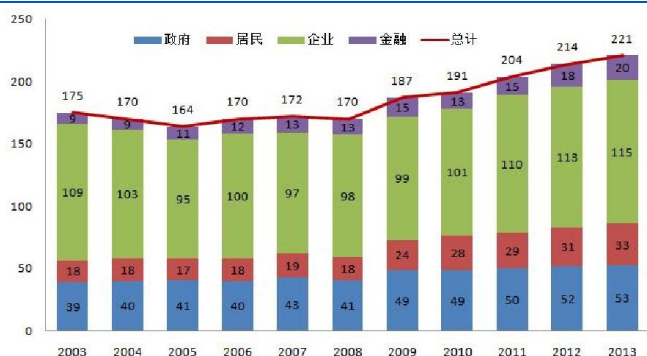
数据来源：南华研究

1.2. 风险存在于负债过高和地产行业

1.2.1. 地方政府和企业负债过高

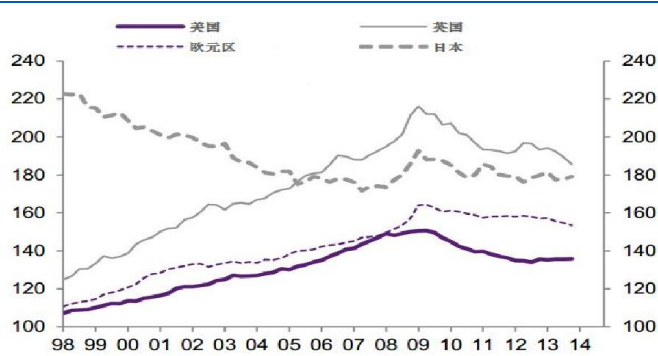
中国 2013 年各部门债务总量占 GDP 比重为 221%，较 2008 年上升了 52 个百分点，增速相对较快。虽然从国际比较，总杠杆率不算很高，但在发展中国家，政府和企业的债务已经处于领先地位。企业的债务过高一方面与中国以间接融资为主的金融系统有关。另一方面，高杠杆率的企业主要集中在国有经济所主导的行业。这主要是由于金融危机之后国有企业以特有的机制参与了由政府主导的反危机调控，快速扩张了自身的负债。同时，由于部分地方政府融资平台属于地方国有企业，因此不少地方政府债务是以企业债的形式出现的。因此，可以判断目前中国债务的结构性风险是集中在国有经济部门。债务的压力已经对当前经济产生较大影响，调结构某种程度上也就是降债务的过程，并对经济增速形成一定压力。

图表 1.2.1：中国各部门的负债（占 GDP 的比重%）



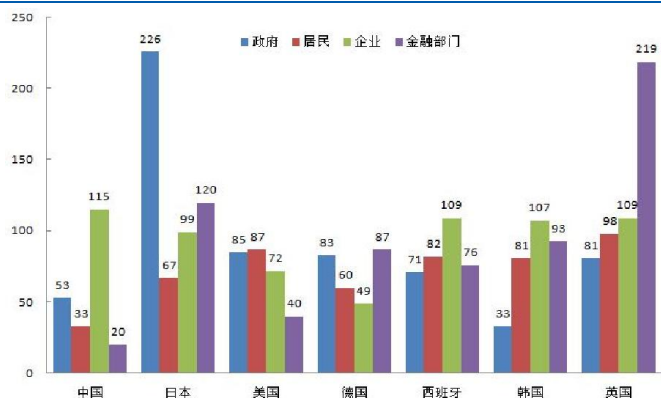
资料来源：中国社科院，南华研究

图表 1.2.1：G7 居民与企业债务占 GDP 比重%

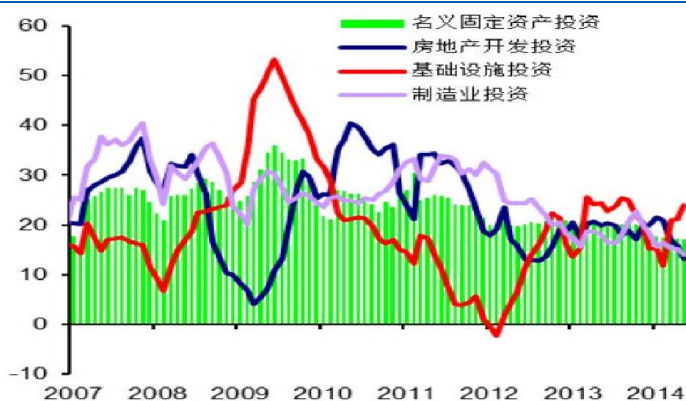


资料来源：Datastream, Fed, BoE, ECB, BoJ, 南华研究

图表 1.2.3：几个国家各部门债务率%（2012 年）



图表 1.2.4：固定资产投资增速%



资料来源：IMF，世界银行，南华研究

资料来源：CEIC，瑞银，南华研究

1.2.2. 房地产下滑带来的风险

2014 年上半年固定资产投资增速累计同比下滑至 17.3%，为近十年以来的新低。其中制造业投资和房地产投资增速的低位徘徊起到了关键作用。但二季度开始的基建投资增速的快速提升抵消了疲弱的制造业投资和房地产投资的负面影响。随着中央为刺激政策的推开，现半年基建投资将会在固定投资中起到关键作用。因此固定投资环节最大的不确定因素为制造业和房地产投资，而房地产的下滑则是最大的风险。由于房地产业及其所带动的行业对 GDP 的贡献度接近 30%，近期的房地产投资快速下滑是造成上半年经济疲软的主要原因。这次房地产下滑并没有明显的政策触发因素，而是由于以往支撑房地产供求格局的基本面已发生改变。过去十年间，住房供给增长一直快于内在需求和改善性需求，但投资性需求增长较快，弥补了二者的差距。不过，由于人口结构的变化、其他投资渠道的兴起、土地改革、以及地方政府和国企的预算管理逐渐加强，长久以来支撑投资性需求的诸多因素正在消退。而且在政策明显偏离支持地产行业的环境下，我们认为今年房地产行业将对经济的拉动作用大幅下滑。如果政府的态度持续，房地产持续大幅下滑的风险将是未来两年中国经济面临的重大下行风险。

图表 1.2.5：汽车与商品房销售增速（%）



资料来源：Wind 资讯，南华研究

图表 1.2.6：房地产业的下滑



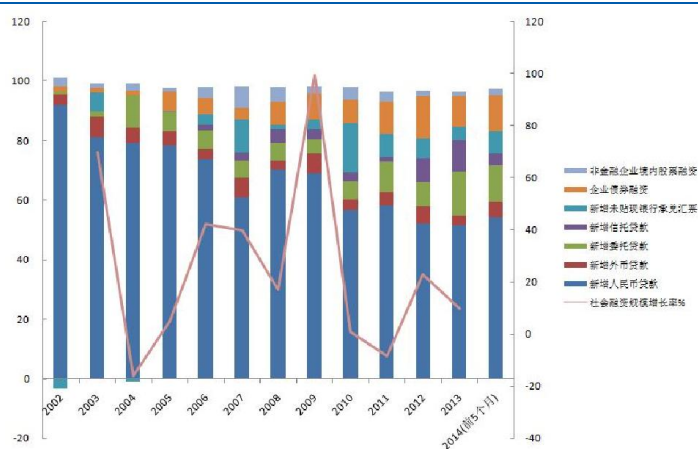
资料来源：Wind 资讯，南华研究

1.3. 松货币、宽财政

由于外汇占款的减少和银行表外资产的压缩，央行在货币政策方面显得更为主动。同时政府负债的压缩使得财政迫使货币投放的压力大为减轻，央行因此可以动用为被认为是更为“精准”的措施。经济增速的下滑加大了松货币的声音，但因为背负 08 年后“滥发货币”的包袱，央行顶住了降准和降息压力。但毕竟在结构无法单方面调整的前提下，松货币是必然的结果。6 月 16 日开始的部分银行降准必然会扩大到全部，而且

我们预计如果经济下行压力进一步增加，定向宽松的力度将会加大，降息或降准等全面放松的可能性也在加大。货币政策的放松将在资金价格和数量两方面得到体现。价格方面，短期市场利率可能维持较低水平；人民币汇率以双向波动为主，不会有大幅度升值或贬值，中期看人民币汇率还有一定升值空间；但我们面临这样一个难题，即人民币升值不利于出口和稳增长，贬值则不利于稳房价。另外，在私人部门增速下滑的情况下，利用财政政策刺激经济是我们现在又面临的现实。下半年微刺激的力度将会加大，财政政策的基调将是宽松的。因此，我们预计今年全年 M2 的增速约为 13.5%，人民币汇率年底将会在 6.20 附近。

图表 1.2.1：社会融资组成的变化%



资料来源：Wind 资讯，南华研究

图表 1.2.2：外汇占款与基础货币



资料来源：Wind 资讯，南华研究

图表 1.2.3：金融脱媒的加速



资料来源：Wind 资讯，南华研究

图表 1.2.4：进出口增速%



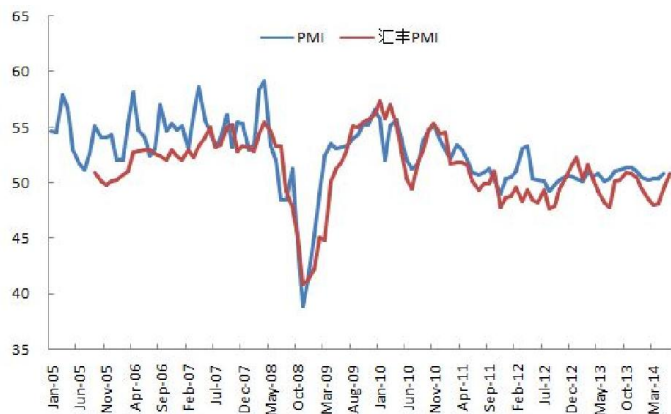
资料来源：Wind 资讯，南华研究

1.4. 对下半年经济的预测

在基础建设和城镇化的加快促进下，内需得到了恢复，因此二季度经济的增速并不

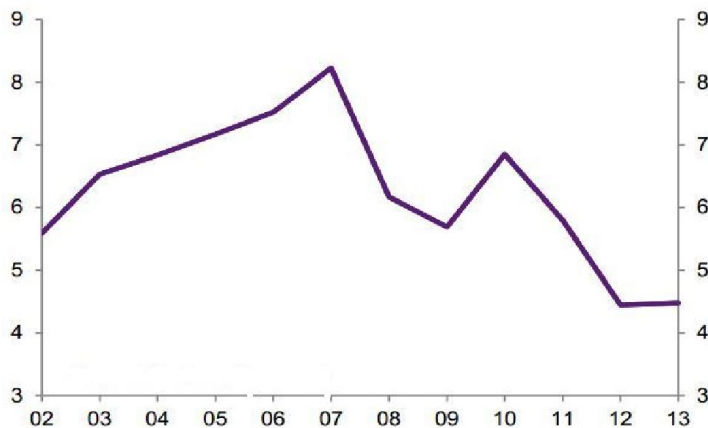
低，我们预计会在 7.5 左右。PMI 指数的变化也表明 5、6 月份内需的恢复，但外部环境的不确定性使得出口对经济促进作用不大。展望下半年，内需的恢复将会得到维持，但力度取决于政策的力度和改革的决心。我们预计三季度的增速将会有所下滑，而四季度因为去年基数较低的原因会较高，全年的经济增速会维持在 7.4% 的水平。

图表 1.2.1: PMI 指数开始得到恢复



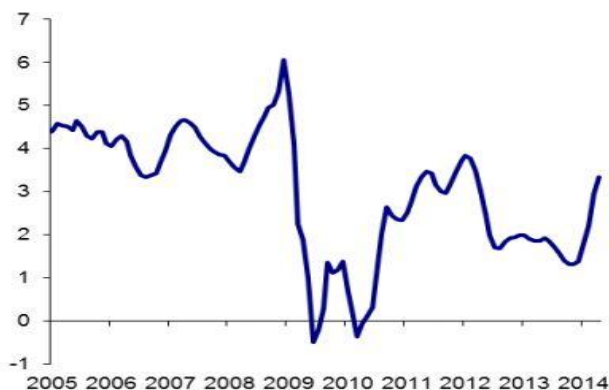
资料来源: Wind 资讯, 南华研究

图表 1.2.3: 中国的单位资本效率



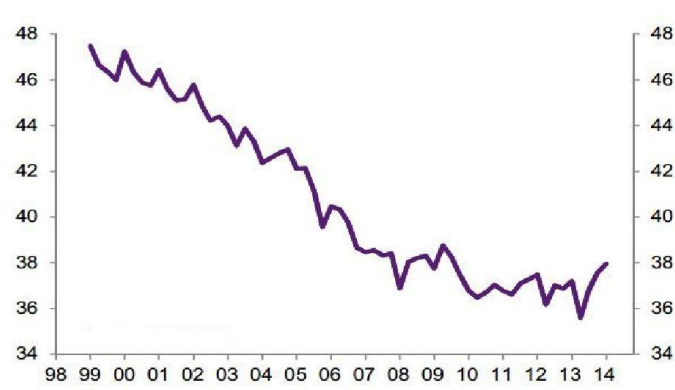
资料来源: Datastream, CEIC, 南华研究

图表 1.2.3: 工业企业 6 个月库存增量占月度销售收入比重%



资料来源: CEIC, 南华研究

图表 1.2.4: 中国消费占 GDP 的比重%



资料来源: NBS, Natixis, 南华研究

第2章 从货币政策看境外经济

2.1. 美欧 QE 你方唱罢我登场

2.1.1. 美联储加息倒计时

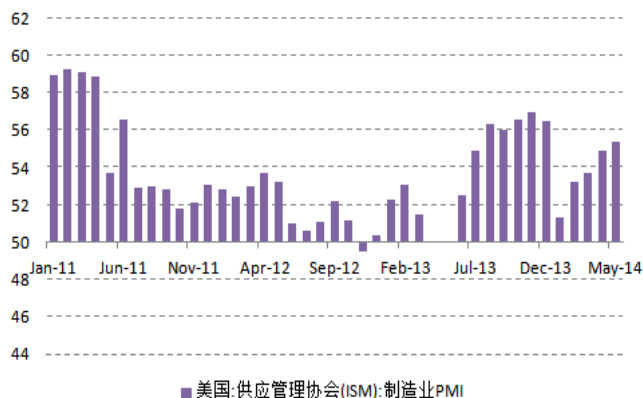
王晟

ws@nawaa.com

010-63180126

2014 年财政预算通过,财政拖累暂时解决,政府支出对经济增长的压制得到缓解。就业市场改善势头不减,随着失业率回落及收入增长,消费拉动作用继续增强。当前市场对美国经济的复苏前景十分乐观。从当前美联储缩减购债规模的节奏来看,退出 QE 已成定局,而目前引发市场猜测的是在一系列华丽数据折射出的美国经济稳步向好的背景下,美联储将何时加息。

图表 2.1.1: 美国 ISM 制造业 PMI



资料来源: Wind 资讯, 南华研究

图表 2.1.2: 美国新增非农就业人数

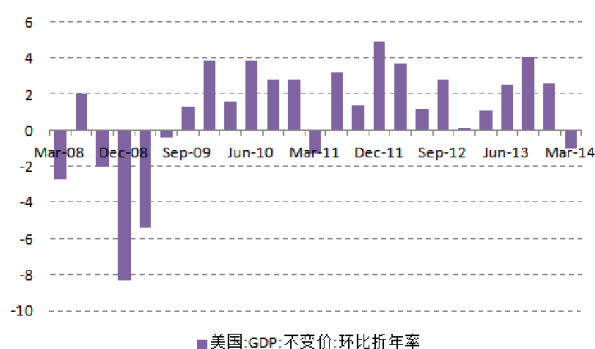


资料来源: Wind 资讯, 南华研究

首先从最主要的就业来看,3月美国新增非农就业人数 19.2 万人,与市场预期基本一致;同时2月新增非农就业人数由 17.5 万人大幅上调至 19.7 万人;3月失业率为 6.7%,与 2 月持平;3 月劳动参与率由 2 月的 63% 升至 63.2%。从新增非农就业的分布来看:3 月制造业就业较上月减少了 1000 人,弱于 1-2 月,并且 1-3 月月均新增 9000 人的数据是近六个月最低;建筑业 3 月新增就业人数为 1.9 万人,基本与 2 月持平;私人服务部门 3 月新增就业 16.7 万人,是去年 11 月以来的最好水平;政府部门 3 月就业人数基本与上月持平。从数据来说,19.2 万似乎是一个不错的成绩,但是如果与 2 月份的数据联系起来看,就不那么“惊艳”了。2 月份的非农就业数据向上修正至 19.7 万,这意味着,从目前来看,3 月的非农就业实际上与上月差别不大。不过,尽管如此,3 月份的就业数据仍然进一步确立了美国就业市场温和复苏的趋势。从最新公布的美国 5 月新增非农就业人口数据来看,该数据录得 21.7 万,略高于市场预期的 21.5 万,虽然相距之前的 28.8 万有一定差距,但 20 万以上的新增就业依然足以显示美国就业市场的复苏力度,失业率的持稳也从另一个角度验证了复苏的强劲。

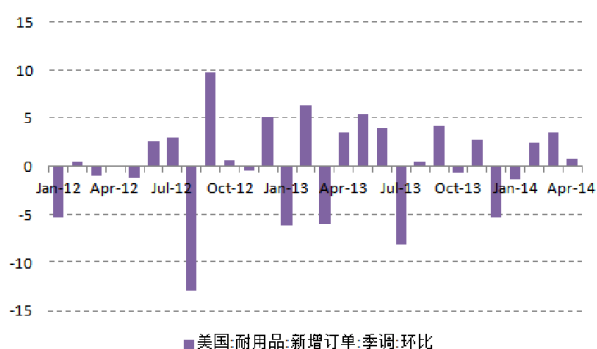
另外，制造业持续扩张以及房地产价格的企稳回升，也显示着美国经济复苏的动力。美国 5 月制造业 PMI 升值 56.2，显示行业正加速扩张；另外，美国成屋销售及新屋销售数据均出现明显好转，且好于预期，说明美国楼市经过一个增长缓慢的冬季后出现复苏的最新迹象。美国 4 月耐用品订单环比增加 0.8%，好于预期的-0.7%，并且三月的月率由 2.9%向上修正至 3.6%，此外，美国 5 月服务业 PMI 也创下了 2012 年 3 月以来新高。

图表 2.1.3：美国 GDP 环比折年率



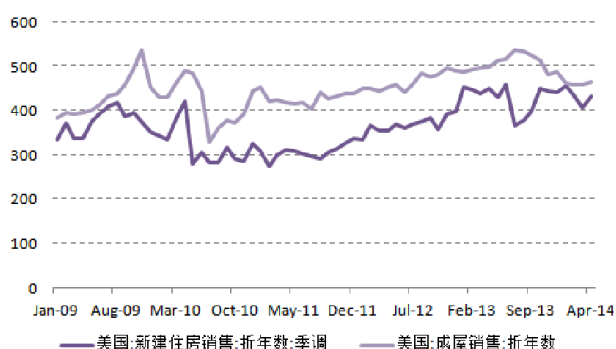
数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 2.1.4：美国新增耐用品订单环比



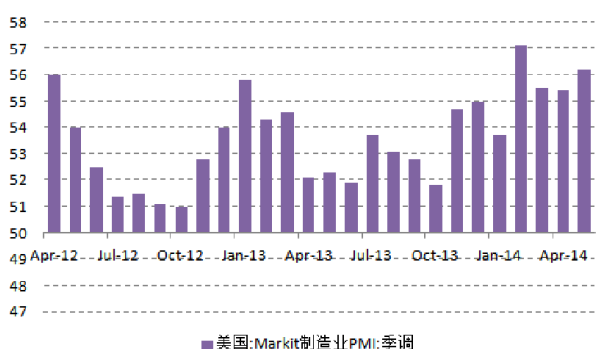
数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 2.1.5：美国新屋销售及成屋销售



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 2.1.6：美国 Markit 制造业 PMI



数据来源：Wind 资讯，南华研究

一系列的华丽的数据背后仍然包含了一些隐忧。第一季度美国 GDP 修正为下降 1%，创下 2011 年以来最差表现，另外，第一季度核心个人消费支出物价指数年率向下修正至 1.2%，偏低的经济增速及通胀率使得美元加息的预期受到一定程度的打击，美元出现下滑，但幅度并不大。另外，美国 4 月营建支出月率为 0.2%，大幅低于市场预期 0.7%，而美国 5 月 ISM 制造业指数也在经过两次调整后修正至 55.4，低于市场预期 55.5。

总体而言，美联储对于美国经济的整体状况还是持十分乐观的态度的。我们从下图（2014 年 3 月 19 日美联储对美国主要经济指标预测与变化）中就能够看出。而另一方面，美联储不断缩减其资产购买规模也体现出其对当前经济复苏趋势的肯定。在刚刚于 6 月 19 日公布的 FOMC 会议声明中，美联储将每月购买资产规模继续缩减 100 亿美元。不过，需要注意的是，美联储虽然一直缩减购债规模，但其资产负债表截至目前为止仍

然是处于扩张状态的。按照美联储目前缩减购债规模的节奏来看，美国有望在今年 4 季度彻底借宿量化宽松（QE）。而从美国的就业及通胀目标来看，目前美国通胀压力不大，而且就业复苏距离联储目标仍有一定距离，在退出量化宽松后，美国经济很可能仍然需要一段时间的低息环境的支持。我们认为，今年加息的可能性不大，最有可能的时点应该是在明年二季度。

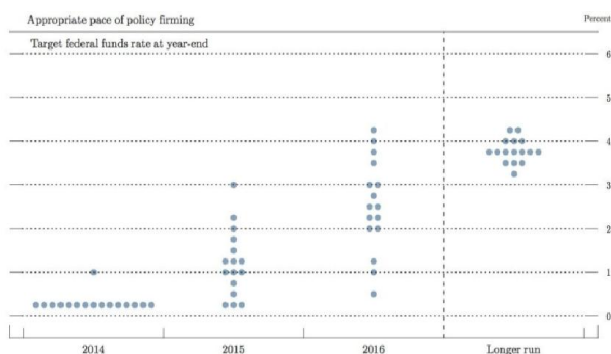
表格 2.1：美联储对美国主要经济指标预测与变化

Variable	Central tendency				Range			
	2014	2015	2016	LONGER RUN	2014	2015	2016	LONGER RUN
Change in real GDP	2.8 to 3.0	3.0 to 3.2	2.5 to 3.0	2.2 to 2.3	2.1 to 3.0	2.2 to 3.5	2.2 to 3.4	1.8 to 2.4
Unemployment rate	6.1 to 6.3	5.6 to 5.9	5.2 to 5.6	5.2 to 5.6	6.0 to 6.5	5.4 to 5.9	5.1 to 5.8	5.2 to 6.0
PCE inflation	1.5 to 1.6	1.5 to 2.0	1.7 to 2.0	2	1.3 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.0	2
Core PCE inflation	1.4 to 1.6	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0		1.3 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.0	

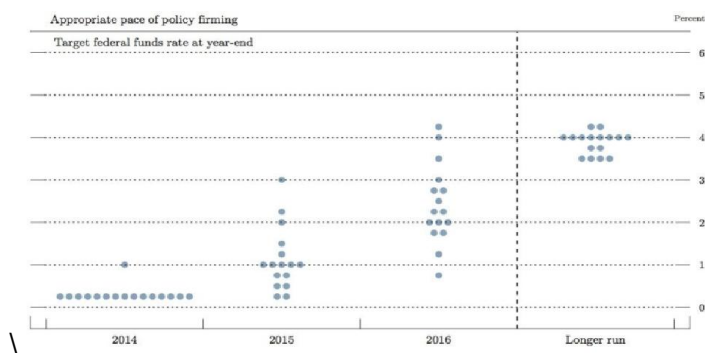
资料来源：南华研究

下面两幅图分别是 3 月和 6 月 FOMC 成员对今年到 2016 年及更久以后短期利率的预期，图中的每一个圆点代表预计横坐标对应时间里达到纵坐标对应利率水平的一位美联储官员。

图表 2.1.7：6 月美联储官员利率预测



图表 2.1.8：3 月美联储官员利率预测



资料来源：Wind 资讯，南华研究

资料来源：Wind 资讯，南华研究

从整体来看，无论是 3 月还是 6 月的预期结果都显示出认为 2014 年内出现加息的官员人数只有一位，这意味着年内出现加息的可能性很小；而认为明年出现加息的官员则占据绝大多数，说明美联储的加息时点很可能就在明年。用 6 月和 3 月公布的同样类型图表对比可以发现，6 月预计 2015 年联邦基金利率仍保持现状的美联储官员比 3 月多了一位。但 6 月预计 2015 年联邦基金利率超过 1% 的官员人数更多，6 月这样预期的有 8 人，3 月有 5 人。6 月预计 2016 年联邦基金利率达到或超过 3% 的官员有 6 人，3 月有 4 人。6 月预计 2016 年以后更长期时间段内联邦基金利率达到或超过 4% 的官员只有 5 人，3 月有 10 人。这表明美联储官员预计明年加息的速度比此前预计的快，长期反而速度不及此前预期。

2.1.2. 欧洲 QE 大门已经打开

在市场的强烈预期下，欧洲央行在 6 月 5 日的议息会议上，宣布了包括负利率和其他数量型操作在内的一揽子宽松措施。市场此前已普遍预期负利率，但认为德拉吉的动作还是过小，因此欧元在宣布议息决议时快速从 1.3600 附近降到 1.3500 附近的位置，随后被快速拉升到 1.3600 以上，并创出新高，北京时间第二天早上东京市场开盘时位于 1.3657 附近。这也出乎市场的预料。总结欧洲央行的议息决定，主要有以下及部分。

（一）、大幅降低利率，存款利率为负

下调“主要再融资利率”（main refinancing rate）10 个基点至 0.15%；下调“隔夜贷款利率”35 个基点至 0.4%；把“隔夜存款利率”下降 10 个基点至 -0.1%——这也是有史以来继丹麦和瑞典后的第三个实施负利率的央行，但更为重要的是，欧洲央行成为首个尝试负存款基准利率的全球主要央行，这对全球的货币政策将产生巨大的影响。

（二）、定向 LTRO (TLTRO)

定向 LTRO 类似于英国央行的“融资换贷款”（Funding for Lending）机制，即对愿意向实体经济放贷的银行提供定向流动性、促使银行向居民和企业部门放贷。欧洲央行宣布，在实施的最初阶段，银行可按其向欧元区非金融私人部门贷款余额（不含居民房贷）的 7% 申请 TLTRO 借款，整体规模合计约 4000 亿欧元（占欧元区 GDP 的 5% 左右）。之后，从 2015 年 3 月至 2016 年 6 月，所有银行可申请最多 3 倍于其向欧元区非金融私人部门净贷款（不含居民房贷）规模的 TLTRO 借款。从每次 TLTRO 实施后的 24 个月开始，银行可选择还款。所有 TLTRO 将于大约 4 年后的 2018 年 9 月到期。首批 TLTRO 将于 2014 年 9 月和 12 月展开。

（三）、着手准备 QE

欧洲央行的声明提供了额外刺激计划的可能，就目前来看，我们认为此次决议对于阻止欧元区通胀率持续低于预期的效果可能有限。如果通胀率在接下来的数月中不见起

色，信贷可获性较低，以及欧元继续强势形成的通缩风险持续存在，不排除欧洲央行将采取进一步行动的可能。目前，欧洲央行已经决定加快在 ABS 市场上直接购买资产的筹备工作，未来将考虑购买“简单”、“透明”、以对欧元区非金融私人部门债权为基础资产的 ABS。

（四）、强化流动性支持

为了强化前瞻性指引、维持货币宽松度、抑制货币市场波动，欧洲央行决定“尽可能久”地实施按固定利率、不限贷款额度(fixed rate tender procedures with full allotment)的再融资操作(MRO)，至少持续到 2016 年 12 月。

（五）、停止对冲 SMP

欧洲央行目前每周都通过发行 7 天票据来回收其通过 SMP 购买债券所产生的流动性。当前 SMP 余额为 1650 亿欧元。停止对冲 SMP 意味着将一次性增加货币市场流动性、有可能促使资金流出欧元区。

图表 2.1.9：G7 财政赤字占 GDP 比重



数据来源：Bloomberg，南华研究

图表 2.1.10：G7 私人部门（住户加企业）债务年增长率



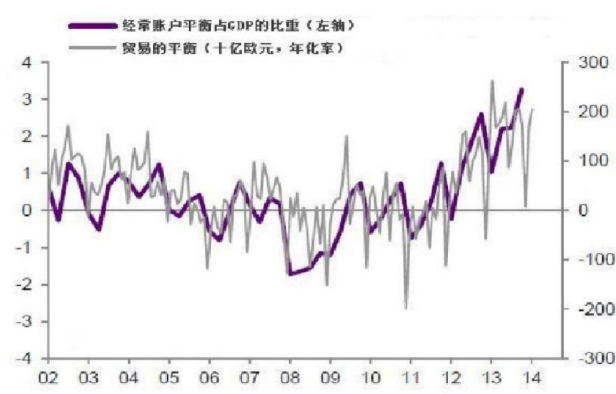
数据来源：Bloomberg，南华研究

图表 2.1.11：欧元区的通胀与汇率



数据来源：ECB，Bloomberg，南华研究

图表 2.1.12：欧元区经常账户与贸易的平衡



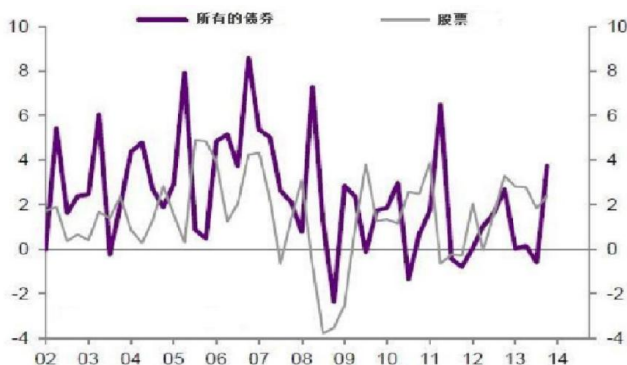
数据来源：ECB，Bloomberg，南华研究

目前市场认为德拉吉的举措明显不够预期，这从决议宣布当晚欧元汇率的表现就能看得出来。欧洲央行采取这些措施无非是要降低市场利率，迫使资金流向实体经济，同时压低汇率。但市场认为这些措施的力度仍不能改变现状。德拉吉降息的原因确实是欧洲的通缩风险加剧。欧元区 5 月份欧元区 HICP 同比通胀率已经降到 0.5%，其核心通胀率也放缓至 0.7%，双双回落至今年 3 月的历史新低。尤其值得注意的是，德国的通胀率也下滑至 0.6%，创 2010 年 2 月以来的新低。说明欧洲的通缩风险明显加剧。而德拉吉此前曾表示，欧元名义汇率每上升 10% 就会拉低欧元区通胀率 0.4 to 0.5 个百分点。自 2012 年 8 月以来，欧元名义有效汇率已累计升值了 12%，实际有效汇率也累计升值了 10%。因此压低汇率是这次欧洲央行的主要目标之一。但短期看来事与愿违。

由于南北欧的生产效率和成本的不同，德拉吉此次一刀切式的措施对于这个经济差距较大的地区会产生一定的负面作用。德国部分央行和政府官员已经表示开始对负利率的明显的不满，认为这是对德国财富的一种掠夺。但对于南欧来说，正面作用会大一些。从中长期效果来看，此次组合拳的效果会逐渐体现出来。

图表 2.1.13: 非居民购买欧元区净资产占 GDP 比重%

图表 2.1.14: 央行资产占本国 GDP 比重



资料来源: ECB, Bloomberg, 南华研究

资料来源: Fed, ECB, BOE, BOJ, Bloomberg, 南华研究

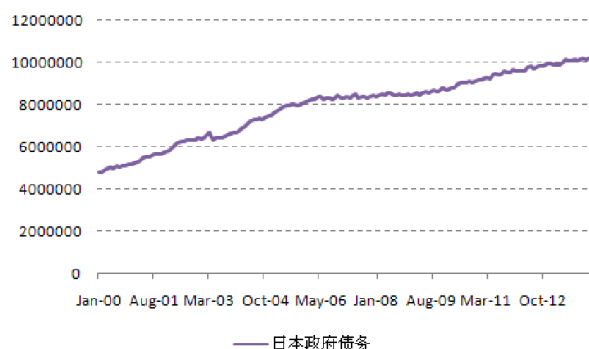
2.2. 日本：安倍经济学的局限性

2.2.1. 对通缩的忌惮

日本长久以来饱受通缩之苦,不仅扼杀日本过去 15 年的成长,更被中国挤下全球第二大经济体的宝座。所以,日本政府对于通缩的忌惮是不言而喻的。从安倍上台以来,其饱受争议的安倍经济学的三支箭中,已经射出的前两支——货币贬值和财政刺激,都蕴含着快速推升物价,将日本拉出通缩泥潭的目的。至于安倍的前两支箭是否正中目标,在 2013 的年报中已经详细论述,在此不做赘述。

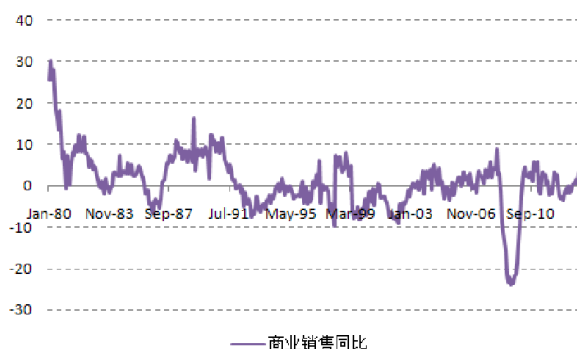
今年日本政府为了进一步推高通胀率，又推出了提高消费税的政策，于 4 月 1 日将消费税由 5% 上调至 8%。这是日本时隔 17 年上调消费税。据日本政府估计，上调消费税每年可带来 8 万亿日元财政收入，但今年日本政府的财政缺口达到 50 万亿日元之巨，再加上超过 1000 万亿日元的未偿债务，上调消费税增加的财政收入可以说微不足道。日本政府计划在明年 10 月将消费税由 8% 进一步提高到 10%，不过即使税率上调至 10% 也无法筹措所需的社保费用，日本政府仍会有高额财政赤字。

图表 2.2.1：日本政府债务



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 2.2.2：日本商业销售同比



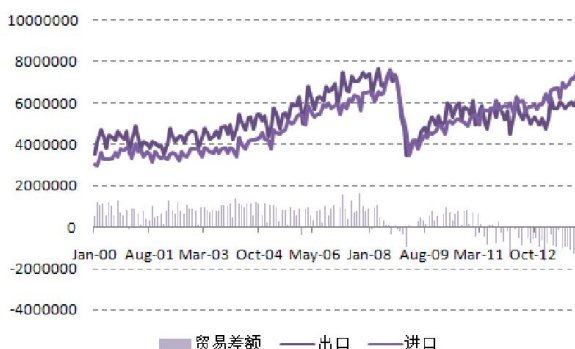
数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 2.2.3：



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 2.2.4：日本对外贸易及差额



数据来源：Wind 资讯，南华研究

加上这一次，历史上日本曾两次调整消费税，分别是：1989 年——日本泡沫经济的高峰期，税率为 3%；1997 年——亚洲金融风暴，日本首次将消费税税率从 3% 上调到 5%。一般而言，在消费税提升的前一个月，商业销售总额都会达到一个高点，而进入调整当月销售额就大幅度下滑。这源于消费者在增税前突击购买住房、汽车等耐用消费品，以及随之而来的消费断档。但由于消费税并不会改变消费习惯，长期对商业销售影响不大。

值得注意的是，历次消费税调整都直接导致 CPI 大幅提高。日本计算 CPI 的指标中，有 75% 的品种受消费税影响。理论上，消费税每提高 2%，将带动 CPI 上涨 1.5%。1997 年

4 月，消费税上调了 2%，当月 CPI 较上月上升 1.4%，消费税的提升几乎完全传导到 CPI 上。在经济增长乏力的背景下，增加消费税有望在不严重打击消费的前提下帮助日本摆脱通缩，代价则是让民众承受存款缩水，为政府债务埋单。

日本央行行长黑田东彦曾明确表态，2%的通胀目标是剔除提升消费税影响的通胀率。这意味着日本央行正面临进一步量化宽松的压力。另外，由于核电厂关闭导致燃料进口大增，再加上日本的大部分生产企业转向海外；日元贬值带来的出口收益已难以弥补进口损失。日本贸易赤字状态已持续了 20 个月，今年 1 月贸易赤字更是创下历史新高。留给日本央行的时间已经不多。

上调消费税还需要政府采取措施安抚民众，通过下调企业税率鼓励企业加薪是安倍政府的一个重要政策选择。安倍去年曾明确表示，日本将实施法人税减税等企业扶持举措，并敦促企业尽快提高工资。从目前出台的方案看，日本政府可能将企业税从当前的 38.0%下调至 35.6%，这将为企业减少 9000 亿日元的税务负担，代价是进一步压缩政府财政刺激措施的空间。

目前，日本经济结构改革进展缓慢，财政支出受累于巨额债务，货币刺激也遇到瓶颈，上调消费税是把双刃剑，在帮助日本走出通缩的同时，也可能令安倍经济学功亏一篑。

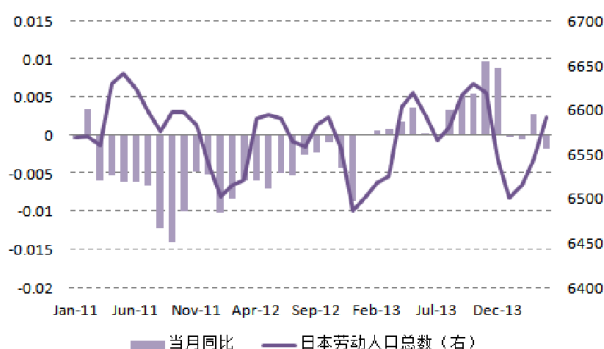
2.2.2. 安倍的第三支箭

从目前来看，安倍经济学的效果还是十分显著的：日本达成通胀率 2%的目标已经成功在望，而调高消费税的决定，也将有助降低政府的预算赤字，另外，分析人士预测日本 2015 年的预算赤字/国内生产总值(GDP)之比预计将由 2013 年的 7.6%降至 5.1%。

图表 2.2.5：日元贬值步伐放慢并有回升迹象



图表 2.2.6：日本劳动人口



数据来源：Wind 资讯，南华研究

数据来源：Wind 资讯，南华研究

但这股动能正在减弱。从 10 月以来，日本出口增幅持续下滑，失业率及日元却都停止下行。对未来更具重要意义的是，这些政策改革看起来并不具备促成经济转型的性质。对于劳动人口几乎年年缩水的日本而言，安倍政府在劳动和移民改革、以及支持职业妇女的改革

提案并无法重振活力。

而对于安倍的第三支箭——经济结构改革，市场早已期待已久。在第三支箭中，含有税收、投资、农业改革系列措施，以此提高经济潜在增长率。不过，市场对此的反应以负面居多，认为“第三支箭”大部分措施早已过时，并回避了深层次结构性问题，使得改革不着边际，远离标靶。

而对于政策中的“亮点”——降低企业税至 30%，我们认为无法有效起到增强经济活力的作用，原因是：日企的内部留存(利润剩余)在 2013 财年末(2014 年 3 月末)同比增加 12%，达到历史最高的 304 万亿日元，而资产方的手头现金高达 153 万亿日元，持有的债券和股票也有 23 万亿日元。一种根深蒂固的观点认为，只要企业的国内税负减轻劳动成本下降，这些利润剩余就能转化为设备投资带动 GDP 增长潜力的上扬，但对于日本的消费者和企业股东而言，工资水平和企业分红的增长率远远低于企业利润留存增长的情况下，可能在今年 10 月迎来第二轮消费税率提升，而企业将确实享受更低的法人税率但并不确定把资金投回日本国内，这无疑是一种讽刺。

至于承诺将进一步放松对农业、劳动力以及医疗领域的管制上，日本农业和医疗保健行业被称为“坚如磐石的监管准则”，注定改革阻力将十分强大。日本农协联盟拥有巨大的政治权力，强势农民游说团体的反对先前提出的有关农业改革的大胆提议，就是一个鲜活的例证。

从安倍政府目前的政策来看，并没有形成一个相对完整的改革框架提案，而且至今也没有梳理出日本经济面临的结构性问题的根源，因此无论是税率还是 GPIF 问题，均是个案而不涉及到日本经济结构的根本性变化。同时，日本也面临全球主要经济体都共有的麻烦，即劳动人口增速下滑和劳动生产性低迷的结构性问题，如果安倍政府无法将第三支箭真正射中结构性调整的靶心，将难以挽救陷入滞涨泥潭的日本经济。

2.3. 加息国家各取所需

2.3.1. 为抑制通胀加息——新西兰

3 月 13 日，新西兰联储将现金利率从 2.50%上调 25 个基点至 2.75%，这使得新西兰成为首个加息的发达经济体。之后，新西兰央行又分别于 4 月及 6 月的利率决议中再次加息，截至目前为止，新西兰今年已经经历了三次加息，利率由年初的 2.5%已经升至 3.25%。

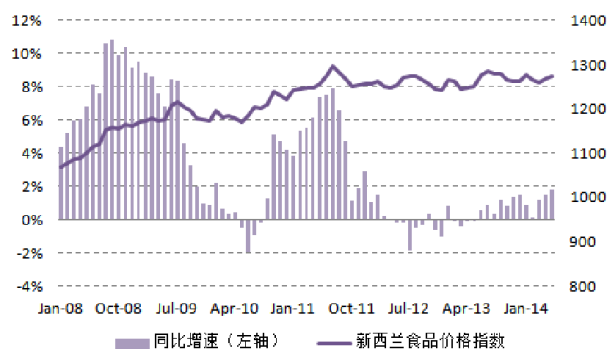
新西兰央行连续加息，显示了其对国内稳步复苏的经济形势的乐观判断。当前新西兰经济扩张动能强劲，从新西兰统计局公布的数据显示，去年第三季度 GDP 较上年同期增长 3.5%，为 2007 年 9 月以来最高，新西兰已经成为发达经济体中增长最快的国家之一。另外，今年一季度的 GDP 增速

不过，新西兰的净移民人数推高了房市和消费者需求，而且出口商品的价格仍维持在高位，这使得新西兰面临巨大的通胀压力。新西兰央行在会后公布的声明中指出，提高基准利率的主要目的是把今后的通货膨胀率控制在 2%的中期目标附近，以确保经济增长势头可持续。业内人士认为，该国加息的主要原因是国内经济增长迅速，通货膨胀

压力明显并可能在今后两年持续增大。

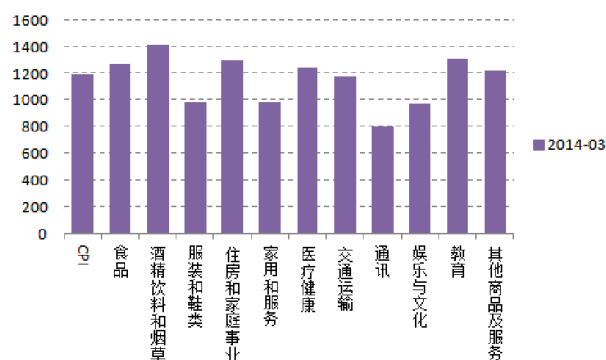
如果新西兰元汇率明显贬值，新西兰央行可能需要进一步升息。随着经济强劲增长加剧通胀压力，该国将需要继续调升利率，如果发出暂停加息的信号可能会导致纽元汇率走低，进而再度推高通胀等一系列不好的影响。我们预计，如果新西兰的经济进一步走强，并且通胀压力没有明显缓解，新西兰央行最快或将在 7 月份会议上继续加息，甚至不排除在 9 月或 12 月再一次加息的可能。

图表 2.3.1：新西兰食品价格



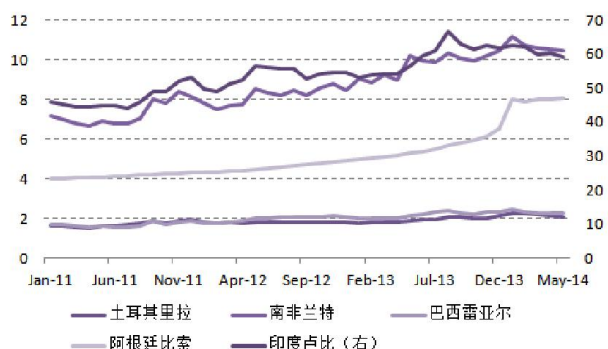
数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 2.3.2：新西兰 CPI 及 CPI 分类指数



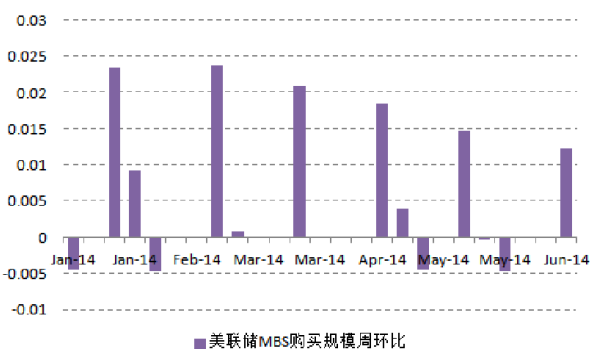
数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 2.3.3：新兴经济体货币汇率



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 2.3.4：美联储 MBS 购买规模周环比



数据来源：Wind 资讯，南华研究

2.3.2. 为防货币贬值加息——新兴经济体

从巴西 1 月 15 日将基准利率上调 50 个基点开始，印度、土耳其、南非、阿根廷等新兴市场国家相继加息，其中土耳其央行大幅上调所有主要利率，有些利率的上调幅度甚至超过一倍；阿根廷央行更是在近日将基准利率提高至 28.8%。

1 月 29 日，美联储在本年度第一次货币政策会议上宣布，从 2 月开始将每月资产购买规模再缩减 100 亿美元，至每月 650 亿美元。虽然在去年市场对美联储逐步退出 QE 已经有预期，但实际的 QE 退出加速还是触发资本大规模逃离新兴经济体，新兴市场国家面临新一轮资本回流和本币贬值压力。

实际上,为应对资本外流和货币贬值,部分新兴市场国家的加息大戏在去年就曾上演。去年 5 月初,在美联储表示可能退出量化宽松政策后,包括土耳其在内的新兴经济体金融市场出现波动,货币大贬。为稳定汇率,土耳其央行在 7 月份率先上调利率,将隔夜拆借利率由 6.5%上调至 7.25%,这也是土耳其去年首次加息。印度央行在 7 月也改变了其之前一直采取的宽松货币政策,上调边际贷款工具利率和银行利率,9 月和 10 月又连续上调基准利率 50 个基点至 7.75%。有专家分析,虽然加息对稳定市场发挥了重要作用,但美联储去年 12 月正式宣布缩减 QE 后,资本仍然大量逃离新兴市场;投资者对于新兴市场的兴趣在消退,部分国家的央行将不得不再次加息,以满足稳定这些国家货币汇率和阻止资本外流的需要。

今年以来,随着货币政策会议的临近,美联储加速退出 QE 的预期更加触动了市场的敏感神经。1 月下旬以来,资本回流加速已经掀起新一轮新兴市场国家货币贬值潮,阿根廷比索、土耳其里拉、南非兰特、巴西雷亚尔等新兴经济体货币相继大幅度贬值。为应对资本外逃、货币贬值的冲击,在外汇干预难见成效的情况下,这些重灾国家央行被迫收紧货币政策,通过提升利率来捍卫本币。身处本轮金融动荡中心拉丁美洲的巴西 1 月 15 日率先加息,将基准利率上调 50 个基点至 10.5%。为抑制通胀和稳定卢比汇率,印度央行在 1 月 28 日意外将基准利率由 7.75%上调至 8%。土耳其央行货币政策委员会在 1 月 28 日晚也召开紧急会议,并于 1 月 29 日宣布将基准回购利率由 4.5%大幅加至 10%,隔夜贷款利率由 7.75%上调至 12%,隔夜借款利率由 3.5%升至 8%。升息幅度远超市场预期。加息决定出炉后,美元对土耳其里拉从决策前的 2.2530 大幅下滑至 2.1795。与其他新兴市场国家央行保持一致,南非联储在 1 月 29 日也将基准利率提升 50 个基点至 5.5%。不过消息公布后,南非兰特对美元却大跌逾 3.0%,至 11.3800 的五年低位。此外,阿根廷央行最近连续调高基准利率至 28.8%,各主要商业银行的个人贷款年利率由此上涨到 49%至 52%不等,若加上其他开支,一年期贷款总成本更是达到贷款额的 85%左右。

值得关注的是,对于今年以来新兴市场国家货币遭到抛售和金融动荡,美联储在本次会议上并未提及。有专家表示,这是因为近期的波动还没有影响美国经济的复苏。然而,一些研究机构则认为,虽然现在说新兴市场将遭遇新一轮金融危机还为时过早,但有些国家受到的冲击较大,而且随着美联储退出 QE 将持续较长一段时间,潜在扩散风险应引起足够警惕。相关数据显示,目前新兴市场金融动荡主要是由散户投资者引起的,如果机构投资者也加入到资本外逃的队伍中,那么这一动荡局面可能继续恶化。

对于新兴经济体紧急加息的效果,在外汇储备不足的情况下,提升利率能够阻止本国货币汇率下跌,但是从去年加息效果看,只是起到了应急作用,没有改变资本外流的不利形势,而且加息还会重创经济复苏。事实上,美联储退出量化宽松政策只是新兴市场国家货币大幅贬值的外部因素,最根本的还是其自身的经济基本面问题。有市场人士分析,在新兴市场国家中,有一批高杠杆、高贸易赤字和高财政赤字的“三高”国家,这些国家过去依赖资本流入享受高增长,而一旦资本撤离,就会受到明显冲击,出现股

市暴跌、货币贬值。此外，政治风波也让土耳其、乌克兰等国家的经济形势雪上加霜。

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808 / 89971820 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B803、B805、B608、B609 室
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052658 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江余姚舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

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-大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2
电话: 023-62611588

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 89 号六层 603、604
电话: 0513-89011160

普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号

电话 0663-2663886

齐齐哈尔营业部

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号
电话：0452-5883883

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、
3233 、 3234、3235 室
电话：0580-8125381

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

浙江省证监局、期货业协会温馨提示：期市有风险，入市需谨慎。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net