



## 匍匐前进

### 摘要

#### 宏观部分：

- 中国：展望 2016，从支出法角度看，制造业为代表的工业增速将会维持在低位，金融市场不会再次起到如此大的作用，地产全面形式并不很乐观；而以消费和新兴服务业为代表的新兴产业并不能完全替代工业增速的下滑。在政府的扶持下，我们预计 2016 年经济增速为 6.7% 左右。
- 美国：美国经济在消费和地产的带动下持续复苏，美联储因此在预估失业率维持 5% 左右水平和经济增长 2% 以上的前提下已经启动加息步伐。我们预计 2016 年底美元的基准利率会在 1% 左右，经济增速在 2.5% 的水平。
- 欧洲：预计欧洲经济将在未来中短期（6 个月-1 年）继续保持缓慢增长的态势。由于通胀水平尚未达标，中短期可预见通胀恢复动力不足，宽松的货币政策仍将持续，甚至继续加码：包括采取降息、扩大量化宽松规模（QE2）、延长宽松时限等。另外，欧洲受中国经济的影响将逐步扩大，与美国的货币政策将持续分化，但是出口的企稳恢复将使得经济恢复看到一丝曙光。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

张一伟

010-63032869

zyw@nawaa.com

黎敏

010-83168383

limin@nawaa.com

张元桐

010-83168383

zhangyuantong@nawaa.com

## 目录

|        |                             |    |
|--------|-----------------------------|----|
| 第 1 章  | 中国经济：预期 2016 年增速为 6.7%..... | 4  |
| 1.1.   | 旧有经济结构增速不断下滑 .....          | 4  |
| 1.1.1. | 投资对经济的作用继续下降 .....          | 4  |
| 1.1.2. | 不能给予房地产过高期望 .....           | 5  |
| 1.1.3. | 出口能维持已经很不易 .....            | 5  |
| 1.2.   | 消费拉动作用不断增强.....             | 5  |
| 1.3.   | 工业去杠杆持续，大宗商品需求开始有所分化 .....  | 6  |
| 1.4.   | 金融市场的改革与汇率.....             | 7  |
| 第 2 章  | 美国.....                     | 8  |
| 2.1.   | 美国经济形势 .....                | 8  |
| 2.2.   | 美国加息势在必行 .....              | 9  |
| 2.3.   | 美元维持强势 .....                | 11 |
| 第 3 章  | 欧洲.....                     | 12 |
| 3.1.   | 通胀未见好转，量化宽松将持续加码.....       | 12 |
| 3.2.   | 低油价是欧洲央行扩大 QE 的重要因素 .....   | 13 |
| 3.3.   | 地缘政治影响日趋突显.....             | 14 |
|        | 南华期货分支机构 .....              | 16 |
|        | 免责声明 .....                  | 18 |

## 图表目录

## 第 1 章

|                                                            |   |
|------------------------------------------------------------|---|
| 图 1.1.1.1 固定资产投资增速；图 1.1.1.2 中国 PMI 指数.....                | 4 |
| 图 1.1.2.1 搜房百城房价走势变化；图 1.1.2.2 汽车销售回暖 .....                | 5 |
| 图 1.3.1 三大产业就业情况；图 1.3.2 中国各主体的债务率.....                    | 6 |
| 图 1.3.3 2015 中国对部分商品实际需求增长率；图 1.3.4 中国 PPI 与美国商品进口价格 ..... | 6 |
| 图 1.4.1 美元兑人民币与一篮子货币指数；图 1.4.2 四种货币的名义有效汇率.....            | 7 |

## 第 2 章

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图 2.2.1 美国核心 CPI 同比 .....                         | 10 |
| 图 2.2.2 美国失业率.....                                | 10 |
| 图 2.3.1 美国经济一枝独秀.....                             | 11 |
| 图 2.3.2 部分国家时薪的增长变化.....                          | 11 |
| 图 3.1.1 欧元区三大基准利率,图 3.1.2 欧元区通胀率.....             | 12 |
| 图 3.1.3 欧元区 GDP ,图 3.1.4.欧元区进出口.....              | 13 |
| 图 3.2.1 国际主要原油期货价格走势 ,图 3.2.2 欧元兑美元即期汇率及美元指数..... | 13 |
| 图 3.3.1 欧元区 PMI,图 3.3.2 欧元兑美元汇率市场情绪.....          | 14 |

## 第 3 章

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 3.1.1 欧元区三大基准利率 .....     | 12 |
| 图 3.1.2 欧元区通胀率 .....        | 12 |
| 图 3.1.3 欧元区 GDP .....       | 14 |
| 图 3.1.4.欧元区进出口.....         | 14 |
| 图 3.2.1 国际主要原油期货价格走势 .....  | 15 |
| 图 3.2.2 欧元兑美元即期汇率及美元指数..... | 15 |
| 图 3.3.1 欧元区 PMI.....        | 15 |
| 图 3.3.2 欧元兑美元汇率市场情绪.....    | 15 |

## 第1章 中国经济：预期 2016 年增速为 6.7%

总体上看，中国经济呈现“转型不明显”的特色。首先，经济确实在转型。第二产业在国民经济中的比重在不断下降，从 2007 年的 46.8% 降至 2014 年的 42.4%，并在 2015 年第 3 季度进一步降至 41.1%。而第三产业的比重则从 2007 年的 42.9% 升至 2015 年第 3 季度 49.8%。也就是政府提出的“消费型经济”的口号开始起作用。但这同时伴随着工业企业的“去杠杆化”和“去产能化”的阵痛。今年前三个季度经济增速之所以还能说得过去，主要还是金融市场起到了关键作用。进入四季度，我们看到私人部门汽车和地产的恢复和政府基建项目的推进，因此 2015 年全年我们预计经济增速会在 6.9% 附近。展望 2016，从支出法角度看，制造业为代表的工业增速将会维持在低位，金融市场不会再次起到如此大的作用，地产全面形式并不很乐观；而以消费和新兴服务业为代表的新兴产业并不能完全替代工业增速的下滑。在政府的扶持下，我们预计 2016 年经济增速为 6.7% 左右。

### 1.1. 旧有经济结构增速不断下滑

#### 1.1.1. 投资对经济的作用继续下降

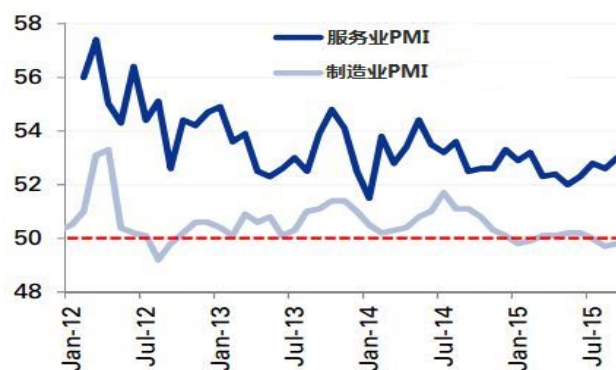
我们旧有的经济结构是以制造业为主的模式，以制造业为代表的工业一直在国民经济中起到主导作用。但在 2015 年制造业的下滑更为明显。由于下游需求的不断萎缩和行业整体负债过重，制造业的实际增速已经从 2014 年第 4 季度的 7.0% 降至 2015 年第 3 季度的 5.8%，基本上是近二十年来的最低水平。与之相随的是固定资产投资增速的下滑。固定资产投资增速今年前 10 个月已经降到了 10.2%，预计今年全年的增速在 10.5% 的样子。我们预计 2016 年的固定资产投资增速并不会比 2015 年快，从支出法计算，投资对经济的拉动作用将会在不到三个百分点的水平。

图 1.1.1.1 固定资产投资增速

图 1.1.1.2 中国 PMI 指数



来源：Wind，南华研究



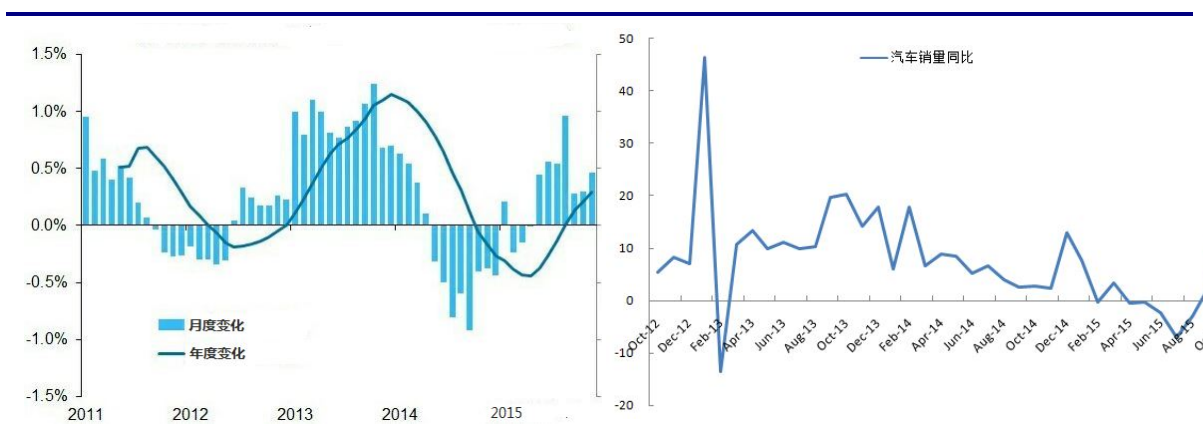
来源：Wind，南华研究

### 1.1.2. 不能给予房地产过高期望

2015 年的房地产出现了明显分化，一线城市由于库存较低，且人口吸引能力强，土地交易、建筑活动和房屋成交情况较好；而三、四线城市则库存压力巨大，加之中央政府收紧地方政府融资平台等因素，地产活动较弱。总体来看，2015 年全国地产对经济的拉动作用较前几年大幅减弱。从现有政策和中央的态度分析，2016 年的主基调是化解库存。因此指望地产业明年对经济增长起到更大作用的想法似乎不太现实。房地产投资的增速明年有可能会将为负值，但对经济的负面作用会比今年要小。

图 1.1.2.1 搜房百城房价走势变化

图 1.1.2.2 汽车销售回暖



来源：搜房网，南华研究

来源：Wind，南华研究

### 1.1.3. 出口能维持已经很不易

从全球贸易和行业分工来看，中国正处在后工业化的时代，全球经济也处在勉强支撑的局面。美国经济的强劲也只是建立在低利率货币刺激的基础上，实际进口需求并不乐观；我们的传统出口大国——欧洲和日本，还处在不得不利用极度宽松的货币政策拉动经济走出通缩边缘的道路上，更何況在很大程度上日本经济是需要中国来帮助的。因此我们预计 2016 年净出口对经济的拉动作用也就仅仅维持在今年的水平附近，对 GDP 的拉动约为 0.7 个百分点左右。

## 1.2. 消费拉动作用不断增强

从 2015 年看，第三产业，即服务业对经济的拉动作用增长明显。服务业增速从 2014 年的 7.8% 小幅增至 2015 年第 3 季度的 8.6%，消费对经济的拉动作用已经超过投资，正成为带动“新经济”的主要力量。但深究其中，我们发现 2015 年第三产业中金融业的发展对整个行业起到了关键的作用。据我们测算，第三产业的增速中有接近三分之一的增长来自于金融行业，尤其是而三季度中股市的快速上扬和随后金融企业产值的迅速膨胀。我们预计 2016 年随着国家对金融业改革的持续和放松管制，第三产业仍将会对经济起到主要作用。服务业的增速将会维持在 8% 上下。但是值得注意的是，以健康、教育、文化、娱乐、运动、公共服务等在内的“其他服务”类别为代表的新兴服务业（几乎占到整个服务业的 40%）的增长一直非常强劲，在 2015 年第 3 季度同比增长达到了 9.5%。这受益于收入增长和社会保障体系等的原因。此外，今年的新增就业岗位似乎主要来自

服务业，这表明制造业与服务业之间的关系正在发生改变，消费和服务业正在成为经济增长的新动力。

### 1.3. 工业去杠杆持续，大宗商品需求开始有所分化

由于终端需求的大幅萎缩，同时企业负债压力过大，产能严重过剩，大宗商品价格在 2015 年继续大幅下滑。这从今年我国投资增速的快速下滑也能得到显著映射。显然，我们俨然已经成为全球最大的商品需求国时，突然发现我们的路径走不通了，投资的急刹车必然导致大宗商品需求的剧烈下降。PPI 的持续走低，出口的不振也正是旧有路径被几乎堵死的征兆。政府提出的供给侧改革，被理解为进一步削减产能、简政放权并提高劳动生产率。这也说明去产能的道路还很长，痛苦的过程才刚刚开始。但从大宗商品的角度，持续几年的价格低迷已经使得个别商品的供需发生偏移，我们预计 2016 年总体大宗商品价格仍处于低位徘徊，但个别品种会有所摆脱困境。（具体请见我们的商品年报）

图 1.3.1 三大产业就业情况

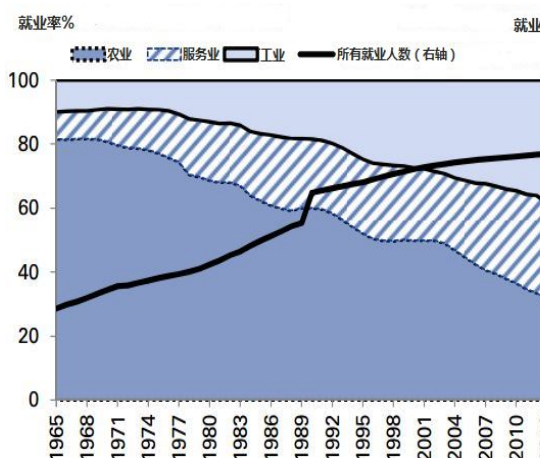


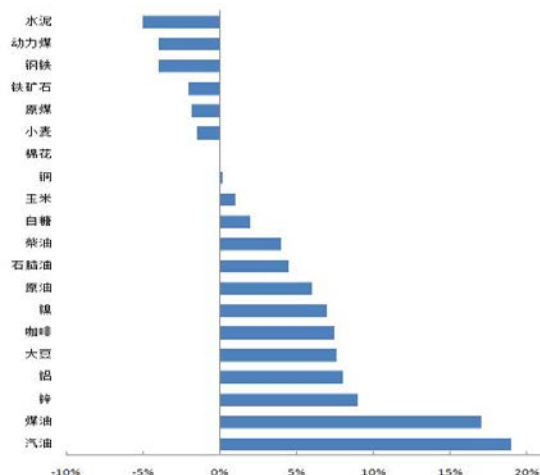
图 1.3.2 中国各主体的债务率



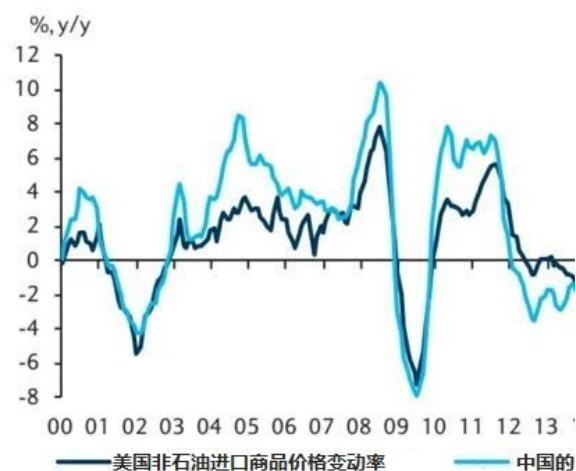
来源：国家统计局，南华研究来源：国家审计署、南华研究

图 1.3.3 2015 中国对部分商品实际需求增长率

图 1.3.4 中国 PPI 与美国商品进口价格变动率



来源：国家统计局，南华研究



来源：美联储，Wind，南华研究

## 1.4. 金融市场的改革与汇率

当前经济中酝酿的最大风险之一就是企业负债过大。非金融私营部门的债务总额2007年占GDP的93.7%持续扩大到2015年的近160%。这几乎是全球最高的水平！企业高负债，加之持续的PPI通缩与欠佳的企业盈利状况，成为最突出的金融风险。由于这些负债几乎都是来自于间接融资，因此发生违约，银行体系将会受到巨大冲击，这也是我们对金融体系进行改革的原动力之一。另一个原动力就是人民币的国际化。而沿着这两道路往前看，交汇点又集中在了财政改革和货币政策上。

我们认为中央政府可能将会把财政赤字目标从2015年占GDP的2.3%提升至2016年的3.0%，并有可能会有3%的赤字红线。加上地方政府的新增负债，我们预计中国2016年整体财政赤字将和2015年估算的占GDP9.0%的水平相当。

由于财政实质上的紧缩以及较低的通胀和人民币的升值，2015年中国的货币政策并不算宽松，即使中国人民银行在今年5次下调了基准利率和4次下调存款准备金率点。我们预计2016年的货币政策将会比2015年宽松，理由是财政政策的相对宽松和人民币的贬值。我们预计2016年将会有出现至少25个基点的降息和4次50个基点的降准。

人民币的国际化已经加入了SDR，使得中央银行可以在一定程度上放弃汇率盯住美元的政策，转而明确地盯住一篮子货币的方式。但这同时表明人民币兑美元“软着陆”的开始。美元已经进入加息周期，我们预计2016年美元至少两次的加息。人民币兑美元将会贬值接近5%，在2016年底有可能会超过6.70的水平。

图 1.4.1 美元兑人民币与一篮子货币指数

图 1.4.2 四种货币的名义有效汇率



来源：人民银行，南华研究

来源：汤森路透，南华研究

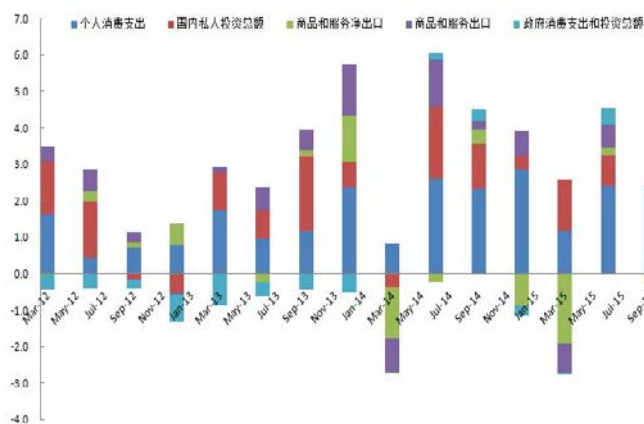
## 第2章 美国

### 2.1. 美国经济形势

美国三季度以来复苏动能出现减弱迹象。从制造业运行情况来看，三季度美国 ISM 制造业 PMI 指数连续回落，9 月达到 50.2%，已接近 50% 的临界点，工业产出与制造业的走势基本吻合，9 月份美国工业产出季调同比仅增长 0.4%，较 8 月大幅下降 0.7 个百分点；从通胀角度来看，三季度美国各月度 CPI 分别同比增长 0.2%、0.2% 和 0%，尤其是 9 月出现零增长，且环比下降 0.2%。剔除食品与能源价格后，9 月核心 CPI 同比增长 1.9%，接近 2% 的政策目标，环比增长 0.3%；从就业角度看，8、9 两月美国新增非农就业人数均大幅低于预期，其中 9 月仅新增 14.2 万人，失业率下降至 5.1%，9 月美国劳动参与率已回落至 62.4%，所以美国失业率下降源于劳动力市场供给下降，而非需求上升；从进出口角度来看，美元指数的高位运行对出口造成较大影响，受此影响，今年以来美国外需疲软，出口增速始终为负增长，8 月份美国出口同比下降 6.2%，创危机以来新低；从消费角度看，三季度美国消费基本保持平稳，密歇根大学消费者信心指数 11 月份跌至 99.3，连续 2 个月上涨，9 月份食品与零售消费季调同比增长 2.4%，较 8 月回升，三季度整体水平也要好于二季度；从房地产情况来看，三季度房地产价格和景气指数 5.67%，消费及房地产数据并未出现大幅下滑，显示国内因素不是经济放缓的主要原因，出口增速大幅下降应是主要拖累因素。

2015 年，美国复苏动能出现减弱迹象，但是美国消费与房地产数据并未出现大幅下滑，表明消费和房地产不是经济放缓的主要原因，出口增速大幅下降应是主要拖累因素，而美国出口增速的下滑主要是受到美元升值的负面影响，导致出口成为拖累；今年前三个季度个人消费支出对 GDP 环比拉动比率分别达到 1.19%、2.42%、2.05%，美国个人消费支出占据美国经济总量的近七成，其稳定持续的扩张，说明美国经济增长有着很强的内生动力，预计 2016 年美国维持稳健复苏的势头。

图 2.1.1 美国 GDP 分项



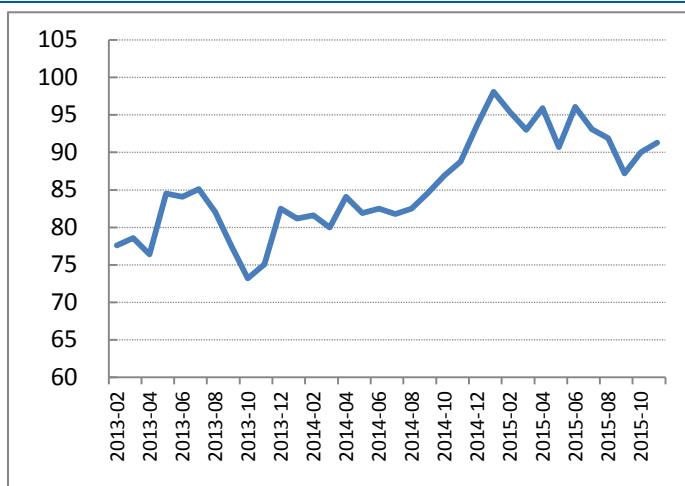
来源：Wind，南华研究

图 2.1.2 美国消费信贷的增长



来源：Wind，南华研究

图 2.1.3 美国：密歇根大学消费者信心指数



来源：Wind，南华研究

图 2.1.4 美国住宅销售



来源：Wind，南华研究

## 2.2. 美国加息势在必行

美国连续四年退出量化宽松的货币政策，随着美国经济的复苏，以及美联储多次释放出加息的信号，市场又将目光转向美联储加息上面。

1) 美国通胀处上扬迹象。10 月份 CPI 以及工业产出环比等数据, 10 月 CPI 环比为 0.2%, 与预期值持平, 且高于前值-0.2%; 美 10 月核心 CPI 环比 0.2%, 预期 0.2%, 前值 0.2%。10 月 CPI 数据与预期一致, 尤其是在考虑到近期能源价格持续走低的情况下, 核心 CPI 数据仍旧处于较高水平, 从而表明美国通胀已经出现上扬迹象, 为扫清了加息前的最后一个障碍提供了基础。

2) 美国非农就业数据好于预期。10 月新增非农就业人数 27.1 万人, 失业率降至 5%, 10 月非农就业报告在劲爆的外表下更是释放出美国就业复苏从量变到质变的关键信息, 尤其是薪资大幅反弹及 10 月失业率的显著下降, 就业市场的复苏虽有反复, 但确定性依然较高, 表明美联储加息条件之一的就业数据已经达标。

3) 美国经济维持了稳健复苏的势头。今年前三个季度美国经济环比增长 0.6%、3.9%、1.5%, 而个人消费支出对 GDP 环比拉动比率分别达到 1.2%、2.4%、2.2%; 美国个人消费支出占据美国经济总量的近七成, 其稳定持续的扩张, 说明美国经济增长有着很强的内生动力, 美元强势。

鉴于美联储对通胀前景的判断并不依赖于通胀数据本身, 而是取决于经济增长和就业改善的前景, 我们认为美联储正找回通胀回升至目标水平的“合理信心”, 并且美国的就业市场不算特别疲软, 失业率下跌会推升通胀的范围, 同时美国经济在个人消费支出带动下呈现出稳健温和复苏的态势, 美国劳动力市场已经接近充分就业的状态, 所以美联储加息势在必行, 加息只是时间问题。

图 2.2.1 美国核心 CPI 同比

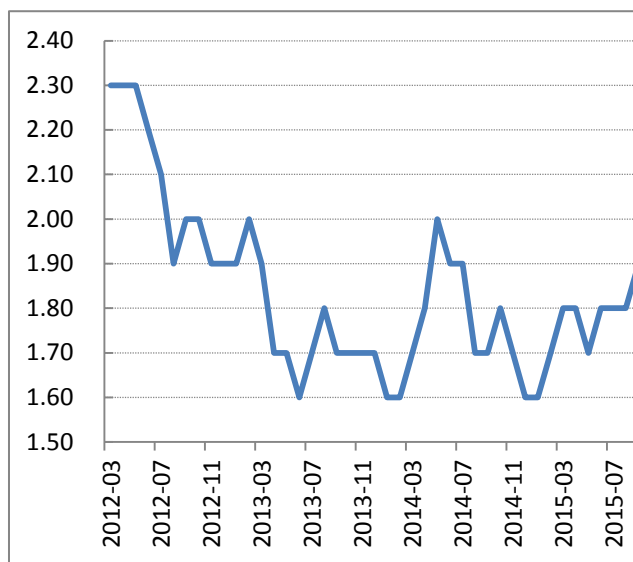
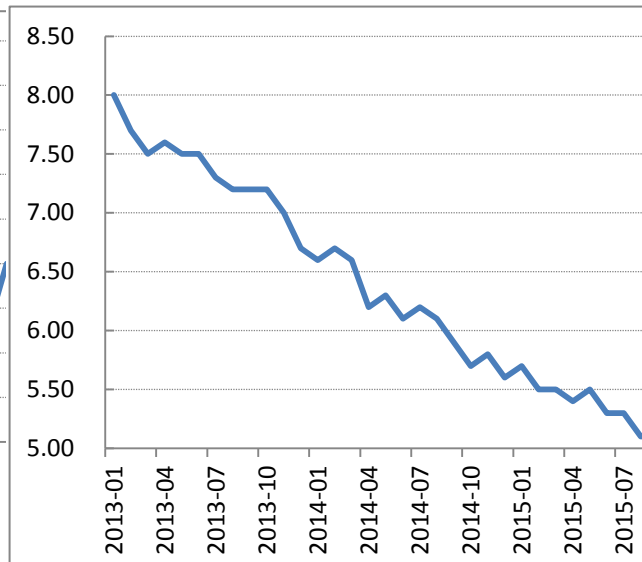


图 2.2.2 美国失业率



来源: Wind, 南华研究

来源: Wind, 南华研究

## 2.3. 美元维持强势

美元指数自 2014 年 6 月以来一路走强，今年 3 月突破 100 关口，创 12 年高位。自创新高以来，美元指数涨势暂歇，10 月中旬以来，随着市场对美国加息预期再度升温，美元指数重拾升势，我们认为美元指数持续上涨的主要原因有四个方面 1) 美国收紧货币政策。美元强势往往与美联储加息相对应，美元加息，大量美元会回流美国，美国资产更具吸引力，所以就会抛掉本国货币，购买美元，那么还是促使美元继续大涨，促使美元不断升值；2) 欧中货币宽松推升美元。自今年 3 月欧洲央行实施 QE 以来，欧元区整体企业活动维持稳健复苏，但进一步扩张的动力不足，令市场对于欧洲央行量宽政策能否达到预期效果产生质疑。3) 美国经济仍有复苏的弹性，美联储周三公布的 10 月 FOMC 会议纪要显示，绝大多数委员认为 12 月会议上加息可能是合适的，得益于美国个人消费支出的持续扩张，美国经济维持了稳健复苏的势头。今年前三个季度美国经济环比增长 0.6%、3.9%、1.5%，而个人消费支出对 GDP 环比拉动比率分别达到 1.2%、2.4%、2.2%；美国个人消费支出占据美国经济总量的近七成，其稳定持续的扩张，说明美国经济增长有着很强的内生动力；4) 危机提升避险情绪，全球央行放水竞赛，世界格局多级化日趋明显，新兴市场金融危机、地缘政治风险，提升避险情绪。

2016 年，美元指数或持续维持强势。美元自去年年中以来不断升值，欧洲央行释放宽松信号及中国央行双降，美国经济仍有复苏的弹性，随着今年到明年收紧货币，美联储最终会容忍美元进一步走强，美元指数将稳步提升。

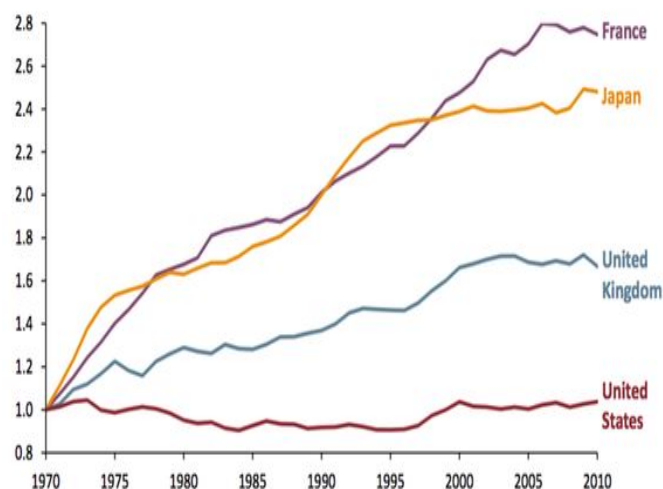
图 2.3.1 美国经济一枝独秀



来源：Bloomberg，南华研究

图 2.3.2 部分国家时薪的增长变化

（1970=1，按不变美元价格计算）



来源：Bloomberg，南华研究

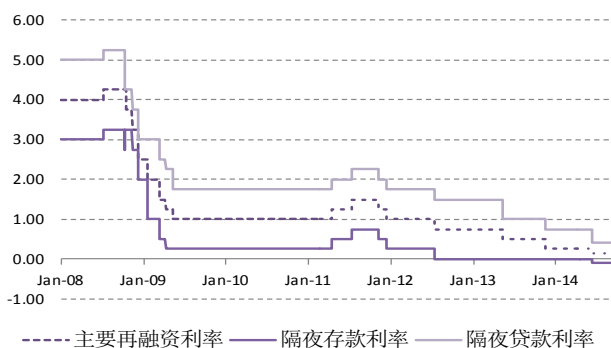
## 第3章 欧洲

2015 年，在美国经济强劲复苏，全球经济增长格局出现分化的背景下，欧洲还是没能从全球金融危机和欧债危机的泥潭中走出。欧元区经济增长缺乏动力；通胀下行压力犹在；欧美货币政策分化影响突显；希腊债务问题犹待解决；叙利亚难民安置、巴黎暴恐袭击等地区局势恶化拖累经济恢复。欧洲经济的复兴之路，道阻且长。

### 3.1. 通胀未见好转，量化宽松将持续加码

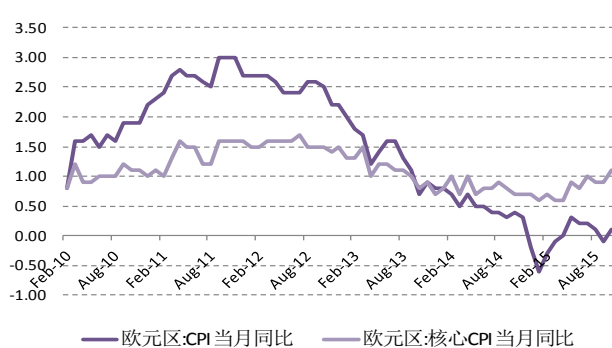
临近年底，欧洲央行行长德拉吉在最近的一次欧洲央行利率决议后称，核心通胀持续好转的迹象减弱，将在 12 月重新审视宽松的程度。如有需要，QE 持续时间可能超过 2016 年 9 月，并且他曾在更早之前的新闻发布会上暗示过存在进一步降息的可能。这使得市场对欧洲央行进一步实施宽松的货币政策产生了预期。当前，欧洲央行以及市场都认为欧元区存在巨大的通胀下行风险，并且担忧可能会存在通缩的窘境。

图 3.1.1 欧元区三大基准利率



来源：Wind，南华研究

图 3.1.2 欧元区通胀率



来源：Wind，南华研究

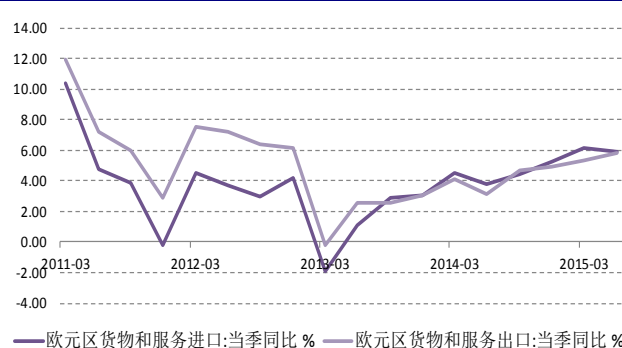
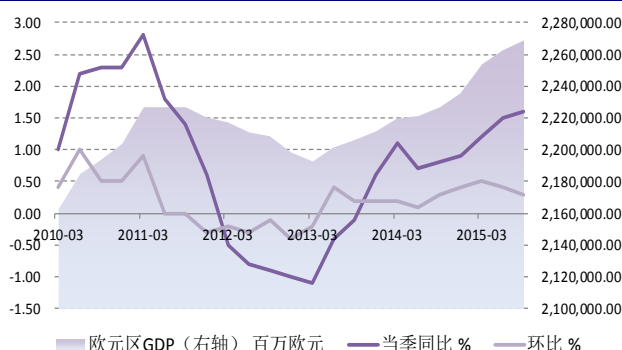
早在 2014 年，欧洲央行曾一度通过发行 TLTRO、担保债券、ABS 购买等一些列货币宽松政策工具来刺激经济企稳恢复，但是欧元区经济增长动能仍逐渐减弱，经济增速逐渐放缓，失业率居高不下，企业借贷困难，同时欧元区通胀率仍然处于非常低的水平。多重压力促使欧洲央行祭出了负利率的大招，但是欧元区经济持续复苏难见起色。在多种货币政策工具效果有限的背景下，欧洲央行便效仿美联储、英国央行、日本央行购买政府债券的行为，于 2015 年 3 月 9 日正式启动购买区域内各国国债，全面开启量化宽松货币政策。宣布从 3 月起每月购买 600 亿欧元政府与私人债券，预计将持续至 2016 年 9 月底。如今实施量化宽松政策已 8 个月，欧元区核心 CPI 仍未达到欧洲央行的预期目标，CPI 当月同比初值更是接近零值。通胀的低迷促使欧洲央行不得不重新审视当前的宽松程度，而 2015 年 12 月的利率决议极有可能是为下一步宽松货币政策铺平道路，减小市场对于货币政策变化的意外性波动和悲观情绪进一步蔓延。面对欧美货

币政策分化日趋明显以及能源价格（尤其是原油价格）的疲软，量化宽松已经成为欧洲央行的最后的救命稻草。欧洲央行近期宣布进一步宽松的可能性大幅提升，并且很多参与者认为欧洲央行会打出“组合拳”，即降息和扩大 QE 规模同时进行。

针对此举，我们预测欧元兑其他货币汇率会由于市场参与者的过度看空预期而产生大幅下跌，短期会对欧元区的出口产生强烈的推升。另一方面，欧元兑美元接近平水位，廉价的欧元资产将大幅提升欧元资产对境外投资者的吸引力，欧洲债市、股市或迎来上涨。

图 3.1.3 欧元区 GDP

图 3.1.4. 欧元区进出口



来源：Wind，南华研究

来源：Wind，南华研究

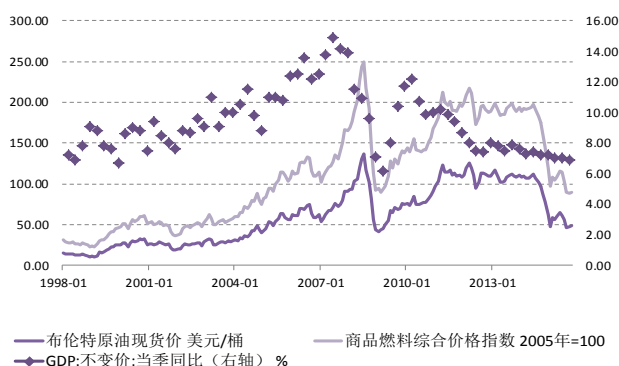
## 3.2. 低油价是欧洲央行扩大 QE 的重要因素

欧元区的通胀率严重依赖于能源进口需求。自 2014 年 11 月，石油输出国组织（OPEC）决定维持产量上限不变，推进“挤出战略”，以低价打压竞争对手，原油市场供应过剩日益严重，诱发油价走低。但是欧洲央行担心的是，导致油价低迷的原因并不只是供给过剩，还包括需求减少，这将直接反映欧洲经济前景趋于恶化。石油生产的投资一定程度上是基于对需求的预测，需求低于预期，需求降低也可使得油价下跌。尽管低通胀率在短期内可能会刺激消费开支，但这也暗示着出口需求进一步减弱，产生外溢效应，导致投资减少，伴随而来的严重问题是全球经济疲软。如果油价下跌更多是由需求引起的，那么全球经济增速会比预期更加缓慢。其他条件不变时，这意味着要实现 2% 通胀目标将会更难，采取更激进的刺激措施将会变得合理。

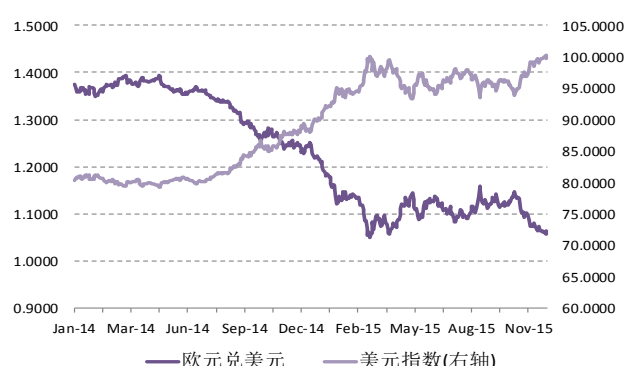
另一方面，中国经济放缓是欧元区宽松货币政策的又一推手。参照石油价格的走势，在过去 15-20 年，石油价格与中国经济的兴衰密切相关。中国经济放缓可能是石油和其他大宗商品价格下滑最大的影响因素。这不仅仅是供应端的问题。历史上，在需求放缓时，作为世界上最大的石油出口国，沙特并不能主宰油价反弹。在 20 世纪 80 年代，沙特减产了，但油价并没有提高。如今，中国已超越美国，成为了世界上最大的石油净进口国，因而中国经济放缓对石油生产国形成了较大的冲击。中国三季度 GDP 六年来首破 7%，而据彭博的调查，明年中国 GDP 增速仅为 6.5%。并且可能维持中高增长在未来将成为常态。在由投资型向消费型转变的过程中，中国对油价的需求难有显著提升。欧洲央行寄希望于通过能源（原油）价格增长促进通胀恢复的目标短期难以实现。

图 3.2.1 国际主要原油期货价格走势

图 3.2.2 欧元兑美元即期汇率及美元指数



来源：Wind，南华研究



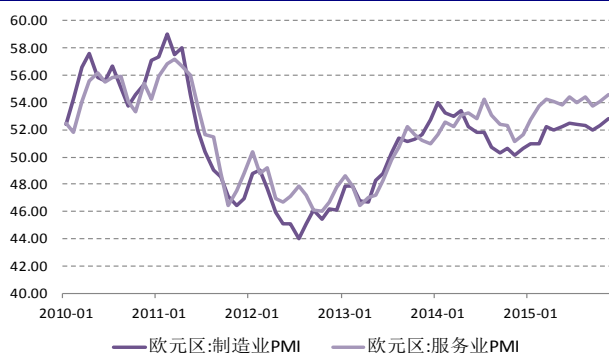
来源：Wind，南华研究

### 3.3. 地缘政治影响日趋突显

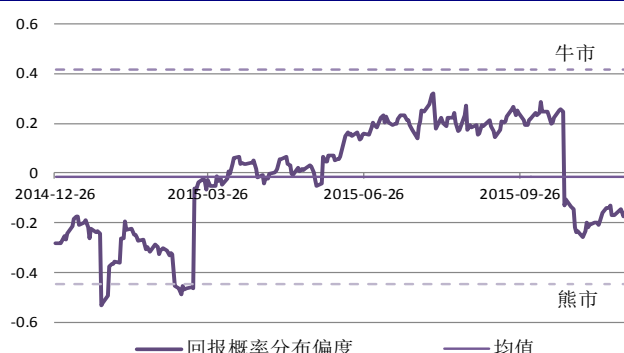
过去的一年，欧洲在竭力刺激经济、保障通胀稳步恢复的同时，复杂的地区局势让各国首脑及欧洲央行应接不暇：迫于自保，瑞士央行单方面取消了欧元兑瑞士法郎的汇率下限。这一黑天鹅事件使得欧元兑瑞士法郎出现罕见的巨幅波动，恐慌情绪瞬间加剧。希腊的债务问题迟迟未能得到妥善解决，以德国为首的债权国对希腊的改革方案致使希腊启动公投，决定是否继续留在欧元区。此举再度引发市场对欧元货币稳定性和统一性的质疑。而此后的叙利亚难民涌入欧洲、ISIS 策划巴黎恐怖袭击等事件使得地区局势陡然升级，为经济恢复徒增了不少阻力，影响较为严重的便是欧洲的航空业和旅游业。

图 3.3.1 欧元区 PMI

图 3.3.2 欧元兑美元汇率市场情绪



来源：Wind，南华研究



来源：Wind，南华研究

总的来说，欧元区经济活动已有所改善，但是进一步刺激仍然是不可或缺的。欧元区 GDP 正在以适度的速度增长，采购经理人指数（PMI）等高频数据正在朝着金融危机以来的高点改进；就业创造也有了改善；货币增长在加速，信用创造也重现生机。

欧洲央行推出大规模刺激的预期让做空欧元成为了近日最受欢迎的交易之一。但是从欧元兑美元即期汇率近期的表现来看，短期继续做空欧元或许并不是明智的行为。首先，欧元区的经济正在复苏，新刺激的力度还需要进一步观察；欧元兑美元 2015 年已经贬值超 12%，预期已经走尽，市场存在“买谣言，卖事实”的倾向，但是由于欧美货币政策分化趋势还将保持相当长的一段时间，所以欧元兑美元的弱势格局也将继续维持。

2016 年预计欧元兑美元仍将继续走弱，建议耐心等待出现反弹后逢高做空入场，以获得政策红利。

预计欧洲经济将在未来中短期（6 个月-1 年）继续保持缓慢增长的态势。由于通胀水平尚未达标，中短期可预见通胀恢复动力不足，宽松的货币政策仍将持续，甚至继续加码：包括采取降息、扩大量化宽松规模（QE2）、延长宽松时限等。另外，欧洲受中国经济的影响将逐步扩大，与美国的货币政策将持续分化，但是出口的企稳恢复将使得经济恢复看到一丝曙光。

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室  
电话：0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88200279

### 温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室  
电话：0577-89971820

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902  
电话：0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话：0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室  
电话：0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话：0573-82153186

### 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：0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号  
电话：028-86532609

### 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：0931-8805310

### 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：0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话：010-63155309

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室  
电话：0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话：0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话：024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802  
电话：022-88371079

### 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话：02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层  
电话：021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话：0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室  
电话：0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房  
电话：020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室  
电话：0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话：023-62611626

**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 永康市丽州中路 63 号 11 楼  
室  
电话：010-63161286

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室  
电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室  
电话：0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话：0663-2663855

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室  
电话：0573-80703002

**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

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
电话：0512-87660825（魏瑶电话）

**浙江南华资本管理有限公司**

杭州市西湖大道 193 号定安名都 B 座 313 室  
电话：0571-87830355

**永康营业部**

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话：0579-89292777

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室  
电话：0592-2120366

**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

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）  
电话：0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0574-85201116

**横华国际金融股份有限公司**

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼  
电话：00852-28052658

## 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。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)