

市场情绪较为乐观 年内震荡上行概率大

近一段时期以来，大宗商品尤其是各类工业品整体较为强势，这和我们上月月报的结论较为吻合。究其原因，主要源于全球宏观经济数据和市场对于美国货币政策预期变化的复合因素。不久前刚刚公布的我国 8 月汇丰制造业采购经理人指数（PMI）预览值一举突破 50 的枯荣线，远远好于市场预期值，这是对市场情绪的一针强心剂。由于汇丰制造业 PMI 跟踪的是中小企业的的数据，通常比跟踪大中型企业的官方制造业 PMI 数据为低，因此该数据的强势好转令市场人士对中国经济硬着陆的担忧大幅缓解。此外，我国各项新型城镇化的措施也在渐渐推出，我国房地产企业再融资如火如荼，各级政府考虑到稳增长的需要加大了投资力度也令市场为之振奋。特别地，由于国际宏观经济环境的不断改善，我国未来几个月的外贸数据很可能有较大的改观也令市场情绪更为乐观。

美国的数据近期喜忧参半，虽然失业率降到了 7.4%，非农就业数据也是处于高位，但是最新的美国 7 月新屋销月率则大幅下滑 13.4%。美国这些好坏不一的数据相对于近期快速复苏的欧洲和见底回升的中国而言不能算好，当然也不算太坏，充其量属于不愠不火。但是，这些数据对于美联储的指导性意义则仍是市场人士最为关注的焦点。由于最新的美国房屋数据大幅下滑，因此市场认为美联储未必会在 9 月的议息会议上缩减宽松规模，导致金融属性较强的工业品进一步上扬。当前，市场认为美联储将缩减并渐渐退出宽松政策是没有异议的，尽管在退出的节奏把握上可能有些差异，因此笔者认为市场对于美联储退出宽松的预期已经释放掉相当一部分，未来随着退出宽松的节奏变化金融属性较强的品种将继续震荡向上。不过，必须要指出的是，美国在宽松政策退出后对其经济的负面影响有多大目前仍有很大不确定性，因此美债下行，美股回调也就不足为奇了。此外，最新发布的美联储议息会议显示美联储委员们对于未来通胀的走势开始有了分歧，部分委员认为未来通胀可能开始上行（尤其伴随着近期中东的恶化局势），这对金融属性较强的工业品也是一个向上的推动。

欧洲的经济数据近期保持强势，无论是 GDP 还是 PMI 都超出预期，彰显出其经济已经触底回升。未来南欧国家的间歇性发作恐怕无法撼动欧洲整体复苏的态势。

近期另一大焦点是部分新兴市场国家的货币大幅贬值和股市大幅下跌，比如印度，印尼等。究其原因，这和美联储即将收缩宽松规模的预期是分不开的。这类新兴市场国家的经济很大程度依靠国际游资的投资，其本身缺乏核心竞争力，外汇市场又过于自由，国际游资的自由流动过于频繁，很容易造成其国内经济的大幅波动，并对整个国民经济造成危害。由于国际投资者预期美联储将在不久的将来缩减甚至退出宽松政策，大批国际游资逃离这类新兴市场国家，造成这些国家股市暴跌，货币大幅贬值。需要指出的是，作为新兴市场重要代表的我国目前不用担心此类风险，由于我国外汇管理制度严格规范，风险隔离

制度有效到位，国际游资对我国的冲击非常有限，不会对我国的资本市场带来风险，这也是近期人民币保持坚挺的主要原因。

展望未来，笔者认为今年年内金融属性较强的大宗商品将继续震荡向上的态势，美国经济数据则将继续不愠不火的状态，美联储年内缩减宽松规模是大概率事件(尽管市场预期已经消化掉相当一部分，但美联储做出缩减宽松政策的宣布后金融属性较强的品种将会回调)，美股仍将保持震荡(只有在美联储开始缩减宽松规模以后，市场在缩减开始后看清美国经济数据和美国企业的盈利面情况后，美股才能选择方向)，欧洲则将持续复苏，我国经济数据未必会有很高的反弹速度，但是经济结构将渐趋合理。

 作者

黄澍，现任新湖期货研究所首席宏观分析师，美国加州大学洛杉矶分校金融工程硕士，佐治亚理工学院物理学博士。在宏观经济走向、资产优化配置、固定收益产品、金融衍生品领域有一定研究经验。当前主要从事宏观经济和国债期货的分析和研究。

免责声明

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作任何保证，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品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

全球宏观面展望

分析师:

蒋林 (衍生品分析师)

执业资格号: F0260358

电话: 021-22155602

E-mail: jianglin@xhqh.net.cn

孙娜 (宏观策略分析师)

执业资格号: F0271720

电话: 021-2215613

E-mail: sunna@xhqh.net.cn

刘志龙 (国债期货分析师)

执业资格号: F0290804

电话: 021-22155619

E-mail: liuzhilong@xhqh.net.cn

吕章明 (宏观策略分析师)

执业资格号: F0291210

电话: 021-22155601

E-mail: lvzhangming@xhqh.net.cn

要点

- **美国:** 近期美国经济数据整体趋好, 房地产市场表现活跃, 商业投资稳步增长, 而劳工市场显示出加速复苏的苗头; 另外, 尽管股票价格回落, 家庭财富仍然在房价和工资水平增长的支撑下上行, 可支配收入和信贷标准的改善也有力支撑了消费支出。欧洲和中国经济传来了良好的需求, 这两方面反过来支撑了美国经济的继续复苏, 但也使得部分资金由美国流出。随着缩减量化宽松的时间点趋近, 未来金融市场的波动性很可能增大。在波动之后, 预计美股震荡、而美债收益率保持上行。
- **欧洲:** 通过近几个月的观察, 欧元区经济企稳回升的趋势是十分清晰地, 但是这种增长动力更多的来自外部环境的转暖而非欧元区内部。美、日经济回暖并不代表全球市场整体需求的改善, 欧元区居民消费意愿改善有限, 居高不下的失业率是欧元区经济最为脆弱的地方。展望下半年欧元区经济, 未来增长水平有进一步的改善空间, 但幅度可能会较为有限。
- **展望:** 进入 9 月市场将受到诸多重磅事件的考验, 美国就业报告、美联储议息决议、德国大选以及美联储候选人确定, 这些都会对行情产生重大影响, 其中美联储议息会议决议将在 9 月 19 日凌晨公布随后伯南克将发表讲话, 目前市场广泛预计 9 月份将开始收缩 QE, 但这种预期自 5 月份以来已开始释放预计不会再造成趋势性的波动。9 月中国可能相对比较平静, 受到广泛关注的十八大三中全会对于经济改革的讨论, 该会议可能在 10 月才会举行。笔者认为, 金融市场 9 月将会较为动荡, 但可能仍会保持短期向上反弹的短期趋势, 未来对行情构成重大利空的因素主要还看政策方向何时再慢慢转向调结构以及通胀物价的进一步上升到一定程度, 对于国内来说通胀升至 3.5% 上方政策风险将上升。因此, 建议投资者短期可以继续谨慎做多部分商品同时必须时刻注意盘面的重大变化。

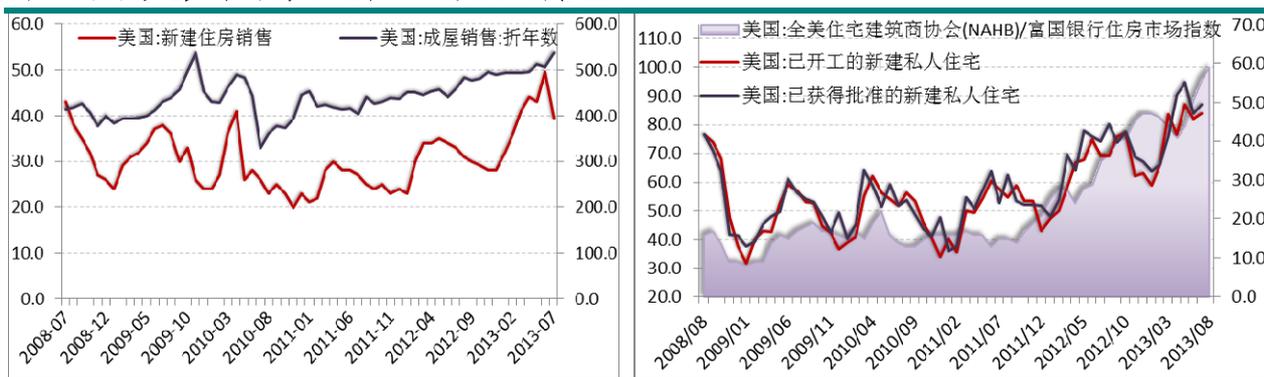
一、美国经济复苏进入平稳状态， 缩减 QE 时间点临近

1. 房地产活动扩张趋势趋稳， 三季度或将平稳增长

美国二季度的房地产市场活动经历了迅速的扩张，这包括实际住宅投资、房屋销售以及房屋价格等方面的增长。不过，季末新开工和营建许可的回落让三季度的房地产市场复苏承受了一些压力。7、8 月份已经公布的各类数据和信息有好有坏，这包括不断上扬的房屋价格指数，如 NAHB 指数在 8 月又创新高，20 城房价指数也是趋涨的。在房价的支撑下，新开工和营建许可数量也在 7 月有所回升（图 1 右）。这些数据可以表明，房地产市场的复苏势头仍然是良好的。销售方面，如图 1 左所示，成屋销售增速保持稳定并好于预期，而近月的新屋销售数据在 7 月出现了明显的下滑。相比成屋，新屋价格波动更为敏感，这可能更多是反映了利率的波动。从融资的角度讲，根据 7 月高级信贷员关于银行贷款行为的民意调查（SLOOS），房地产市场上对资金的需求不断走强，而银行在下半年以来也不断放宽按揭贷款的标准，这对房屋需求的持续增长是利好的。不过，银行发放房屋贷款的标准相对历史数据仍然是较紧的，同时近期的按揭贷款的利率继续上行，缩减 QE 会继续推高利率，这对房地产的需求端会有一些的限制。

良好的房价仍然是支撑房市前景的第一要素，政策不确定性及其导致的利率上行是打压市场的最主要因素。因而综合考虑，未来的开工和销售仍然有上升的空间，而 8、9 月房屋销售可能相对平稳，第三季度整体房地产市场可能会保持中速的增长。

图 1 美国房地产市场情况（开工、价格，销售数据）



资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

2. 劳动力市场继续温和改善

从市场最为关注的就业来看，私人部门的新增就业人数环比下降，不过 ADP 就业人数却仍保持稳定增长。尽管二者存在一些出入，不过以上半年来看，二者还是共同反映了劳动力市场的温和复苏这一态势的。另外，在近两个月内，有几项数据出现了值得关注的变动，包括：衡量工资水平的指标持续增长而平均工时出现了下降；自 7 月以来，首申和续申失业金人数都在明显的下降；以及“由于经济原因兼职人数”出现反弹。结合这几项数据分析可以得出，企业对员工人数的需求是在迅速上升的，但是迫于对政策不确定性及其可能导致的市场波动的担忧，企业并不敢急着招入全职员工，而是倾向于选择兼职员工用

以过渡。这也是私人非农就业与 ADP 就业数据背离的原因之一。同时，企业招聘计划在增长，这意味着企业可能会逐渐加快扩张的步伐，未来就业状况很可能继续改善。

尽管失业率在 7 月下降 0.2% 至 7.4%，但美国的劳工市场在这一段时间并没有明显改善，失业率的下降更多的是因为劳动参与率下降（63.4%）。更进一步而言，劳动参与率没有能形成连续增长的态势正是劳动力市场效率仍然较低的一个重要佐证，如图 3 左。

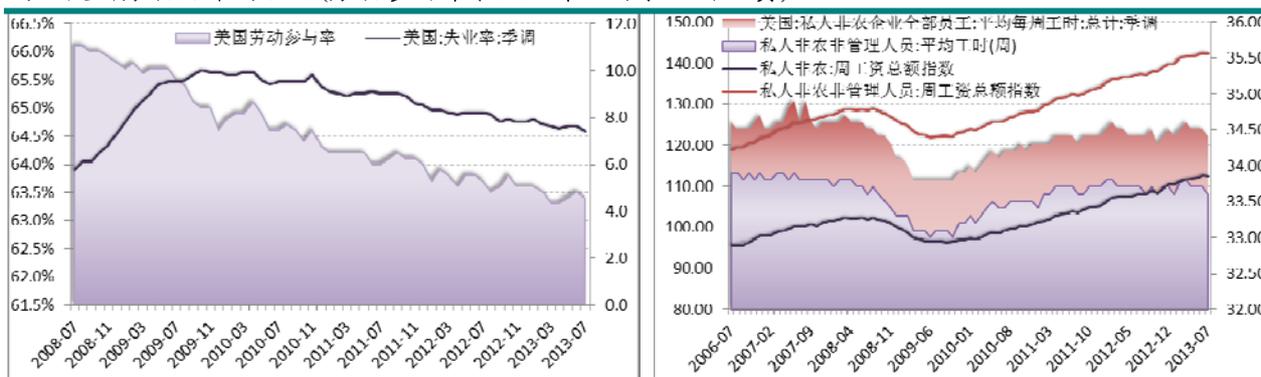
综合而言，由于世界范围内主要经济体开始转暖，对美国而言内外围的需求都有回升，因而劳工市场风险不大。如果世界范围内的经济继续回暖，那么美国劳工市场的改善速度很可能加快。预计 8、9 月，劳工市场的改善速度会继续上升，而劳动参与率保持稳定或略微回升，因而失业率运行平稳或略微下降（8 月 7.4%-7.3%，9 月 7.3%-7.2%）。

图 2 美国劳动力市场状况(非农就业，周失业金数据)



资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

图 3 美国劳动力市场状况(劳动参与率和失业率，非农工时工资)



资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

3.通胀小幅上升，不过仍不及美联储预期

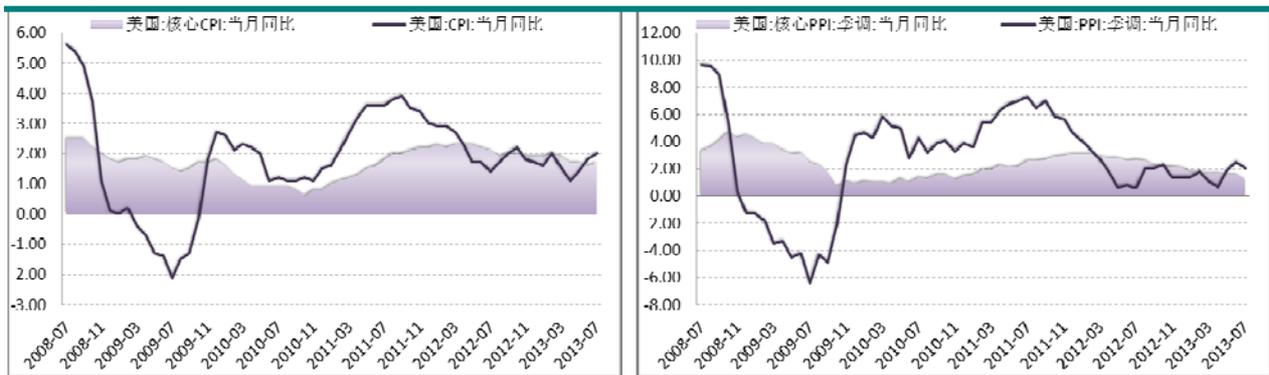
如图 4 所示，美国的核心 CPI 自一季度回落后，连续几个月保持在 1.7% 左右至今；而核心 PPI 数据则从上半年的 1.6% 跌落至目前的 1.2%。由于这两方面的数据距离美联储 2% 的通胀目标还有相当的距离，这也意味着未来缩减 QE 导致的通缩风险。另外可以发现，在原油价格的支撑下，整体 CPI 仍然上行；不过 PPI 的回落可能反映了短期的供应过剩，这点从汽车销售在 7 月有所下降以及 PMI 产出的大幅增长中可以得到佐证。

图 5 左显示了 CPI 的分项数据，其中虚线框是 6 月的数据，实色块是 7 月数据。在近

几个月中，能源、交通价格继续显著上涨，反映了原油价格的上涨。而其他项目的增幅与上月相差不多，大体反映了诸如住房、零售、教育、医疗等行业的平稳复苏。另外，6月的PCE继续回暖，这与当时的CPI数据相一致，这部分增速主要是服务贡献的。

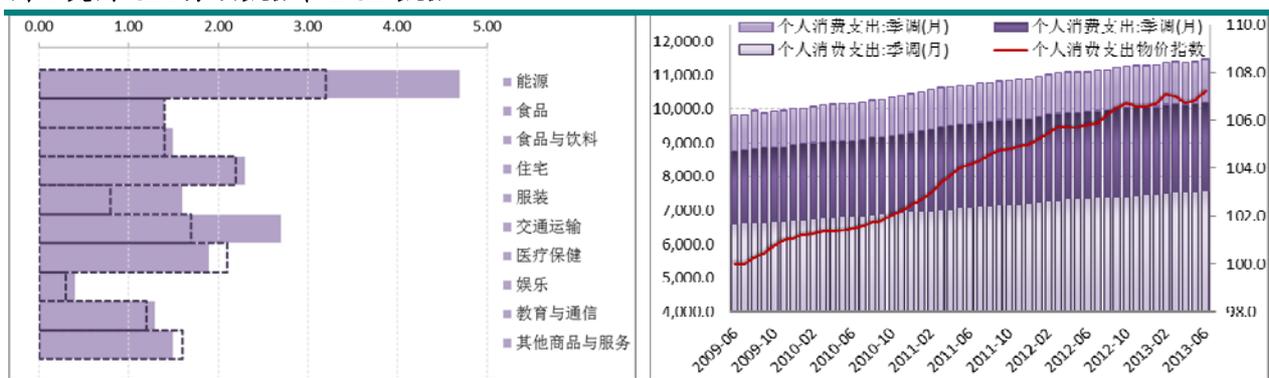
随着全球其他经济体需求转好，在未来的几个月内商品价格可能会继续被推高，这在对抗美国国内的潜在通缩风险时是有一定作用的。不过，如果近月通胀数据仍然不乐观，是会对美联储退出QE的时间表产生一些影响的。短期来看，考虑到WTI原油价格在近期运行在相对平稳的区间内，这意味着8月CPI数据很可能会保持稳定。

图4 美国CPI和PPI数据



资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

图5 美国CPI分项数据和PCE数据



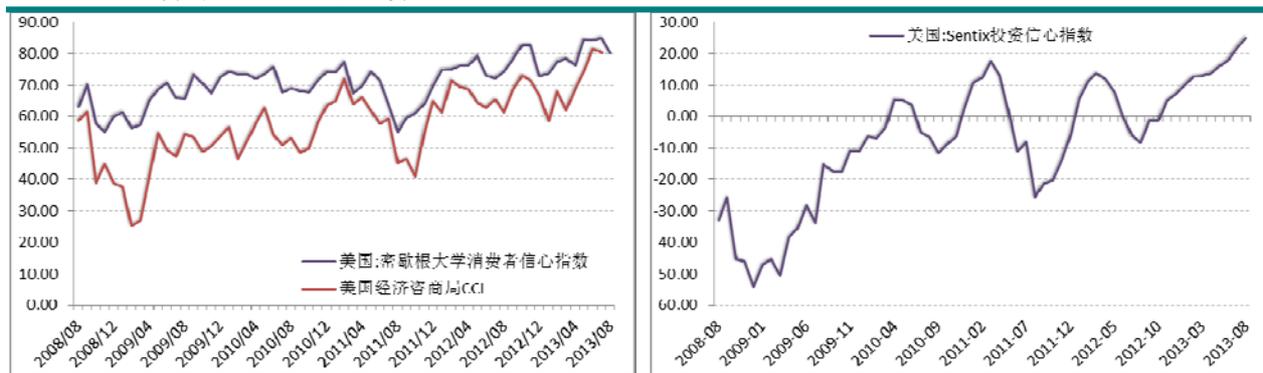
资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

4. 消费者信心略微回落，投资者信心保持高位

密歇根大学的消费者信心指数在8月出现了一些下滑（80），这主要体现在对前景的预期指数上（72.9），无疑这显示了消费者们对缩减QE及其对经济复苏的影响的担忧，比如利率上行对消费能力和资产价值的增长的限制（其中，6月的消费信贷就大幅低于了预期）；相比之下，消费者们对美国经济现状还是有相当的信心的——家庭财富和可支配收入仍然在逐渐增长，且大多数行业的恢复速度是稳健的，劳动力市场的需求也在不断增加，因而现状指数仍然保持在90以上。类似的，谘商局的消费者信心也有一定的回落。值得一提的是，近期的消费信心数据是很有参考价值的，在同步指标中它显得尤为敏锐。近期的信心指数下调与资金从美国的流出的状态有相当的一致性，反映了市场对近期美国

政策不确定性的担忧，而世界其他主要经济体（欧洲、中国）则开始复苏。相比之下，投资者信心的 Sentix 指数则直接指向了持续向好的房地产市场，它反映了对未来资本市场的乐观情绪。

图 5 美国消费者信心指数和投资信心指数

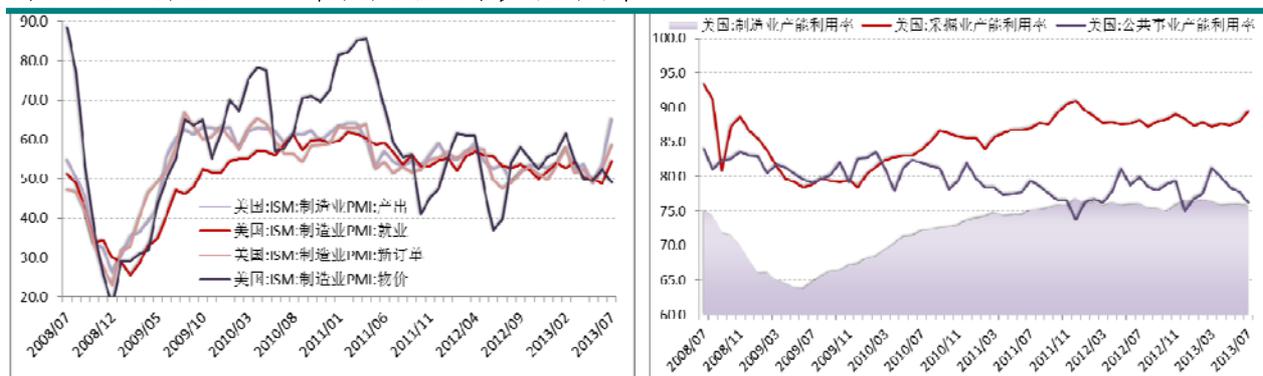


资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

5. 美制造业 PMI 数据大幅向好，体现外围经济体需求回升

今年以来，抑制美国制造业扩张的一个很重要的因素是外围经济不振。随着欧洲和中国经济显示出回暖的迹象，7 月的 ISM 制造业 PMI 显著上升。在各分项数据中，首先新订单数据升至去年末的水平，这意味着需求的转好，考虑到美国国内需求增幅平稳，这部分需求可能有相当一部分是来自国外的；同样产出的大幅上升，表明市场对未来需求增长的预期是相当乐观的；这两部分带动了就业指数的反弹，结合非农报告中兼职人数上升，这也说明了企业的一种需要员工但又不敢直接扩张的状态；另外，产出的飙升直接导致了物价的下落，与 PPI 数据相一致，反映了短期的供应过剩。产能利用率方面变化不大，制造业持稳，采掘业上涨，二者未来仍有上行空间；而公共事业由于财政减支继续下降。短期来看，在 7 月的跳涨之后，8 月 PMI 可能平稳或小幅回落。不过综合考虑，整体经济稳定复苏再加外围需求回暖，可以预计，第三季度的 PMI 将肯定是上行的。

图 6 ISM 制造业 PMI 部分分项数据和产能利用率



资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

6. 美元低位震荡，黄金走势较强，美债和美股下跌

近期随着缩减 QE 时间的临近，金融市场的波动性有所增强。其中，由于资金从美国

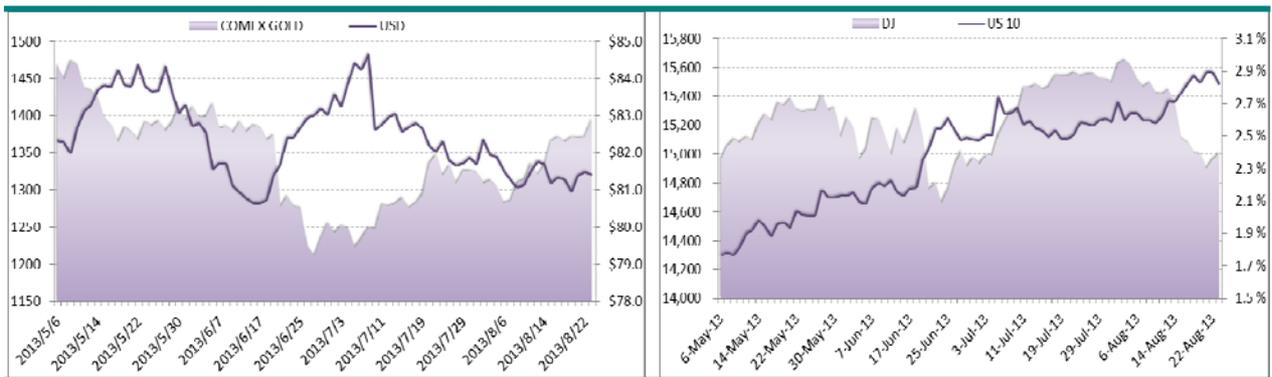
流向复苏中的其他主要经济体，美元徘徊在低位，短期内这种震荡可能持续；从中期来看，随着缩减 QE 的进行，美国经济前景仍然看好，市场利率上行，因而美元有上行空间。

黄金市场是另一个波动性显著增强的市场，随着缩减 QE 临近，市场浮现了对缩减的担忧情绪，因而黄金的价格显著上升。考虑到实际开始缩减 QE 后对黄金价格仍然会有一些影响，这包括两方面：如果美国经济良好且没有显示受到缩减影响，那么金价下跌；或者美国经济风险增大，导致金价上升。因而短期内黄金震荡的概率仍大；另外，在升息预期之前黄金可能都难以下跌了。

美股在过去的 3 周内经历了非常明显的下调，这同样是缩减 QE 预期的影响。尽管从较远的退出 QE 的时间来看，美股下行空间很大。不过由于实际开始缩减 QE 的幅度不会很大，因而中期内在美国经济的支撑下，预计美股更可能是震荡的。

金融市场中表现最没有悬念的是美国国债收益率了，在过去的一个月内仍然上行，同样的，可以预见在未来很长一段时间内美债收益率仍然会是上行的。

图 7 美债收益率、美元指数、美股与黄金



资料来源：WIND 资讯 新湖期货研究所

7. 美国经济整体复苏平稳，世界主要经济体回暖

美国经济在过去几个月中复苏势头趋于平稳，其中二季度整体数据明显好于预期，经历了一个明显加速复苏的时期，不过在随后的三季度伊始，美国复苏速度有所减缓。美国经济活动的复苏主要表现在消费支出温和增长、房地产市场稳步扩张、商业投资支出逐渐上升、劳动力市场温和改善等方面；同时，随着外围主要经济体欧洲、中国度过了低谷，这些外需的增长也会持续支撑美国经济的复苏。

目前美国经济面临的限制条件主要包括：政府减支、税收增加，市场利率上行，通胀预期，以及政府政策的不确定性。另外，在前几个季度中，世界范围内资金流向美国的情况已经有所转变。目前的状况是，资金由新兴经济体流向美国、欧洲等发达经济体，而在欧美内部，近期的资金是由美入欧的，这在一定程度上会限制美国经济复苏的速度。

美联储的政策方面，随着今年最重要的一个季月议息会议的临近，市场对美联储的缩减计划已经拭目以待了。考虑到逐步缩减并退出 QE 可能需要半年到的三个季度时间，因而市场预计美联储很可能在 9 或 10 月宣布开始缩减 QE。从目前的情况看，就业市场方

面的风险是很小的，因而美联储关注的最基本指标——失业率已经是运行良好了；而相比之下，通胀则仍然没能达到预期目标，这意味着在缩减 QE 的过程中很容易产生通缩的风险。因而如果美联储做出比较积极的决策，从 9 月开始缩减，削减量应该会很很小，可能在 100-150 万亿左右。

综上，美国的大多数行业都显示了继续复苏的趋势，这意味着接下来一段时间经济的稳定增长。比较可能的情况是，在未来几个月内，美国实体经济以一种中等的速度复苏，金融市场的波动性会在开始缩减购债的时候增强。

二、中国宏观经济展望

1、外需评估

7 月贸易情况仍暂时结束了 5/6 月同比增长下滑的局面:进出口总额 3541 亿美元,同比实现 7.8% 的增长,进口 1681 亿美元,同比 10.92%,出口 1859 亿美元,同比 5.13% ;1-7 月进出口累计 23517 亿美元,同比增长 8.49%,出口累计 12387 亿美元,同比增长 9.55%,进口累计 11130 亿美元,同比增长 7.34% .从上半年的外贸形势来看,4-6 月出口相对旺季来说,明显呈现旺季不旺的特点,7 月外贸情况好转为我们展示了外部需求似乎正在好转的积极信号。

中欧光伏产品贸易摩擦告一段落,中欧贸易的紧张情绪在一定程度上得到缓解,同时欧洲主要经济体的各项经济指标开始企稳并小有回升态势,这对于今年下半年外贸稳定似乎起了个好兆头,但是,下半年的外贸形势仍然不甚乐观,外贸出口的不进一步减缓,将极大缓解下半年经济的下行压力. 上月商务部曾表示,商务部会同国务院有关部门研究采取支持出口的措施.随着欧洲/美国等国的经济逐步走稳与复苏,外部需求也能得到一定程度的稳固,国内政策缓解部分企业的生存困境,但很难彻底扭转此种底部运行的态势,除非汇率方面出现重大调整.

图 1 中国进出口同比数

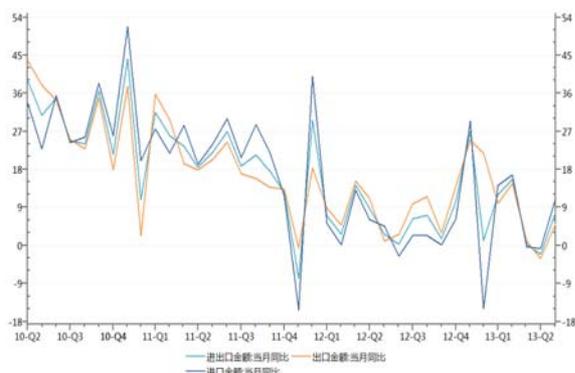
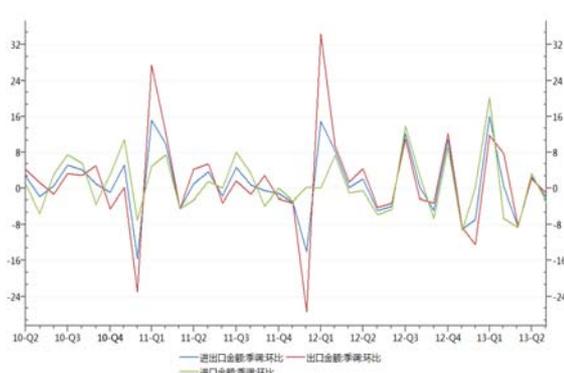


图 2 中国进出口环比数据



资料来源: WIND

日本方面安贝能够顺利组阁,对于其货币贬值的政策取向暂时告一段落.但是正如我们年初以来所关注的,美联储的量化宽松收缩的时间点与节奏近期已经对市场造成了比较

大的扰动,直前主要影响的是贵金属以及美国的债券市场,目前恐慌情绪已经开始波及亚洲其他主要经济体和新兴市场,债券市场与股票市场均出现明显下挫.未来各国在汇率利率的政策将直接或间接影响我国的货币政策,外围市场货币贬值压力将成为影响我国出口形势的重要不确定因素.

2、内需评估

房地产市场投资保持适当增速,资金来源结构出现明显变化

截至2013年7月我国商品房销售面积6.13亿平方米,相对于2012年同期4.85亿平方米,增加1.25亿平方米.其中期房销售4.7亿平方米,同比增加25.4%,现房销售1.37亿平方米,同比增速27.2%.从销售节奏上看,仍就延续二月高开高走的态势.

7月,房地产累计施工面积56.8亿平方米,相对于去年同期48.9亿平方米,同比增长16.2%;分项来看,住宅施工面积41.7亿平方米,同比增长13.6%,仍旧占据在建工程的大半壁江山.办公楼与商业用房分别为2亿平方米,6.7亿平方米,同比增速27.1%和22.7%.新开工面积基本与上年同期明显增加至11.26亿,同比增速仅为8.4%.从近年新开工面积情况来看,住宅虽然仍有8.2亿平方米的新增规模,增速较上期2.9%增速,大幅度提升至7.1%,上月住宅类房地产市场的开工远低于新开工整体水平,本月出现比较大逆转.办公楼/商业用房面积持续相对保持较高增长.房地产整体施工面积较大,但是新增建设尤其是住宅类新增的增长幅度本月明显好转,,房地产开发速度处于前几年20%左右的增速明显处于放缓阶段,房地产的开发施工热情一下子达到了一年以来的新高水平.

今年以来这种现象与商品房的良好销售情况行成鲜明对比.开发商资金状况明显好于去年,今年房地产开发投资增速的情况来看,国内贷款摆脱去年的低位运行态势,呈现高开高走局面,截至7月累计增长31.5%,累计达到11433亿元,延续年初房地产贷款增速快于整体的新增信贷水平水平.此前新增信贷增加相对应的是其自筹资金增速开始下降,但是本月开始该数据出现明显好转,自筹资金累计同比增加18.2%,创下年内次新高.其他资金来源(我们估计为房地产信托)2.9万亿,增速达到45.5%资金.销售良好的局面下,房地产开发贷与信托资金撑起了该市场巨大的建设规模,在未来房地产市场政策相对稳定的预期之下,房地产市场的建设主体加快了建设步伐.

图3 全国房屋建设同比情况

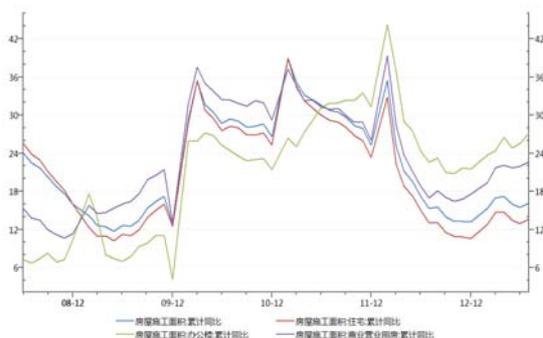
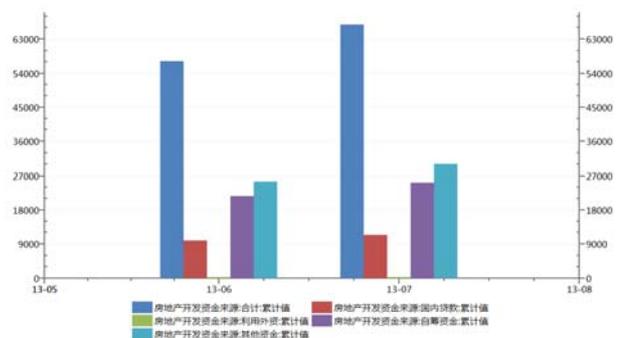


图4 房地产开发资金来源



资料来源: WIND

3、政府公共投资的持续力度有待于观察

1-7月固定资产累计投资22.17万亿,总体增长20.1%,其中中央投资1.05万亿,相对于去年-3%来说实现正的12.4%增长,地方投资21.1万亿,同比增长20.5%。今年投资增速基本与去年同期相仿,突出的特点是中央投资项目明显呈现稳定增长局面。从建设总量来看,投资方面还是具有一定稳定性的。

从投资结构上看,新增固定资产投资完成额9.1万亿,同比增长21.5%;其中一二三产的投资情况出现比较明显的分化,比较突出的是第一产业投资4826亿元,增长32.8%,三产业的投资12.1万亿,增速为23.1%,这两个产业仍就沿袭去年的投资增速大增的势头不减。二产投资规模9.5万亿,但是增速相对于去年同期,明显回落至16%。

4、货币供给

7月M1,M2同比虽然保持年初的上升通道,虽然5月开始开始出现回调迹象,而且6月数据再次印证,二者差距的保持缩减的态势,。7月新增贷款6999亿元,其中票据融资为代表的短期融资2362亿元,中长期贷款4382亿元。1-7月的延续中长期贷款保持相对稳定,保持在4000亿左右的水平。此前居民长期贷款水平呈现逐月上升态势,6月的3409亿元小有回落,7月继续延续此种态势,新增减少400亿,居民中长期贷款主要投向与房地产相关。由于银行贷款出于早投入早受益原则的指引,全年贷款额度60%会在上半年投放,中长期项目资金的贷款额度已经审批,将具有一定的可持续性。经过年中的钱荒事件,各家银行对于下半年信贷额度的投放总量上稍微控制了一下,体现在短期票据融资方面,大幅减少了2300亿元。

金融机构外汇贷款余额7571亿美元,去年同期为5834亿美元,同比增长29.8%。特别值得注意的是结售汇自6月首次出现了逆差,银行7月结汇1508亿美元,售汇1576亿美元,结售汇逆差69亿美元;海外代收2443亿元,海外代付2457亿元,同样出现14亿的逆差,从结算情况来看,未见资金大开大合的异常现象,但有迹象表明资金流入迹象减缓。但是在QE收缩规模的大背景下,现阶段外贸,银行结售汇方面任何的变化都要给与足够的关注。

图5 M1与M2

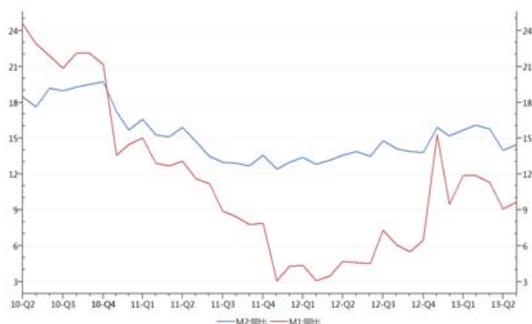
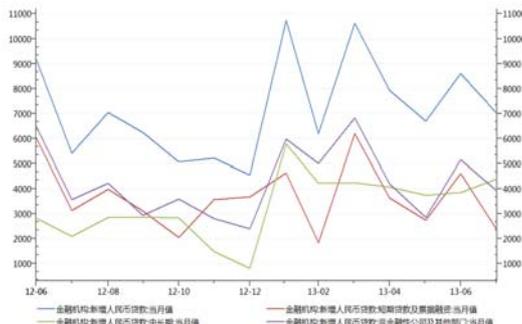


图6 金融机构新增人民币贷款 单位: 亿



5、本月重要事件

秋天十八届三中全会所讨论的主要议题和思路将是我们未来关注的重点。

中国共产党体制是一个动员型体制，这个体制的一大特点，就是做什么都首先需要有一个大目标，有了这个大目标，然后再去做动员，动员各方面的力量来实现这个大目标。几年来顶层设计没有明确的大目标，各级政府尽管也开始强调社会建设，但其重点仍然放在经济发展方面，社会改革只是经济改革的一个补充。未来的顶层设计将是我们重点关注的内容。

现在，政治强人时代已经过去，中国政治开始进入一个常人政治时代。领导层各方面所受制约越来越多，有时候不免受制于各种利益集团的影响，因此经常难以开创政治大格局。上世纪80年代，英国的撒切尔革命和美国的里根革命，主要的一项内容就是通过公共部门的私有化，大力消减官僚既得利益集团对改革所构成的阻力。执行中如何平衡各方面利益，开启全新的改革领域，从而最大限度的减少阻力，未来的改革方向制定与具体目标的执行极大的考验新一届领导人的智慧。

庞大的既得利益集团(国有企业、事业单位)有几个一般特征。首先，就是他们缺少进取心，安于现状，抵制改革。其次，一般心态或者通病是避免风险，他们按既定的规则办事，只向上负责，而不对下负责。第三，既得利益有时也会有一些“改革”动作出现，但实际上很难说这些是真正的改革，而是为了追求一些具体利益而进行的“改革”。经常的情形就是：部门要追求部门利益的时候，他们往往会以“改革”的名义进行。结果，改革越多，问题就越多。我们估计未来的改革重点可能仍然集中于经济领域，做大蛋糕时解决当前各种矛盾的主要突破口。

自1980年代到1990年代中期，在分权分利的制度条件下，中国的改革使得大多数民众获益。但近十多年来，社会大多数没有从改革中获得好处或者获得足够的好处。明显的证据就是：一方面，中国取得了非常高的发展速度，创造了世界经济增长史上的奇迹，政府的税收也有同样速度的快速增长。另一方面，社会收入分配越来越不公平，收入差异不断扩大，社会分化也越来越严重。经济发展的目前这个阶段，此次顶层设计更多的会考虑使广大民众从现有的经济发展中获得实惠，从而增加收入进而带动整个社会投资消费形成良性循环。我们看到了一些好的迹象，如放开中小城市的落户政策，小小的一张户口本凝聚了大量的医疗/教育等公共服务资源，城乡的差距将会进一步缩小，在一定程度上体现公平。但是我们也要看到，现有的公共投入是与既有的城乡结构相配合的，这部分改革是必要考验政府的决心与能力，是否愿意，能有力拿出如此之多的配套资金。就目前的经济改革动向来看，这方面的指导方针尚未出台，改革更多的是停留在现有的经济领域，着眼点更多的是激发社会资本活力方面。

自7月20日至8月20日的这一个月的时间里，中国先后出台了8项重大政策，这些政策覆盖广泛，突显了中央在经济改革方面的重要思路，主要包括——

7月20日,中国全面放开金融机构贷款利率管制,取消金融机构贷款利率0.7倍的下限,由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平。资金市场利率被人为长期的压低,我们需要继续持续关注未来对存款的价格管制,利率市场化进程正在逐步加速.同时民营银行的牌照发放成为近期市场中关注的重点,鼓励新建不同投资主体的银行,有利于建设多层次的金融服务体系.原来仅从政策上鼓励,指标上要求四大国有/全国股份制银行提供中小企业贷款,目前清晰的认识到原有银行的运行机制与市场需求难以有效对接,放开金融牌照,引社会资金进入放贷市场,才是真正的市场化改革之路.作为配套改革方案8月12日,国务院公布《关于金融支持小微企业发展的实施意见》,明确提出确保实现小微企业贷款增速不低于各项贷款平均水平、增量不低于上年同期水平。同时,大力拓展小微企业直接融资渠道,切实降低小微企业融资成本。

8月1日,月销售额不超过2万元的小微企业暂免征收增值税和营业税。此次免征两税将为超过600万户小微企业带来实惠,据初步估算,预计年减税规模近300亿元。同时,交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点在全国范围内推开。据测算,2013年全部试点地区企业将减轻税负约1200亿元。在企业经营困难的大环境下,减税无疑对于企业尤其是中小微企业的正常运转起到了积极作用.我们年报与月报中一再提及,今年八月营改增试点将在全国推开,一定会对地方政府的当期财政收入造成较大影响,在没有新的税源的情况下,下半年各个地方主导的建设项目仍将受到资金不足的制约。

8月19日,国务院出台了《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》,提出要向地方政府和社会资本放开城际铁路、市域(郊)铁路、资源开发性铁路和支线铁路的所有权、经营权,鼓励社会资本投资建设铁路。同时研究设立铁路发展基金,创造条件,将铁路货运价格由政府定价改为政府指导价,增加运价弹性。从2004年开始,国家就提出鼓励非公资本进入铁路领域,2012年,原铁道部又发布《铁道部关于鼓励和引导民间资本投资铁路的实施意见》。但雷声大,雨点小。社会资金不进来,主要因为铁道部一家独大,进来的资金经营决策上没有话语权,而且也没有好的预期。除了运煤专线,一般线路盈利能力较低。

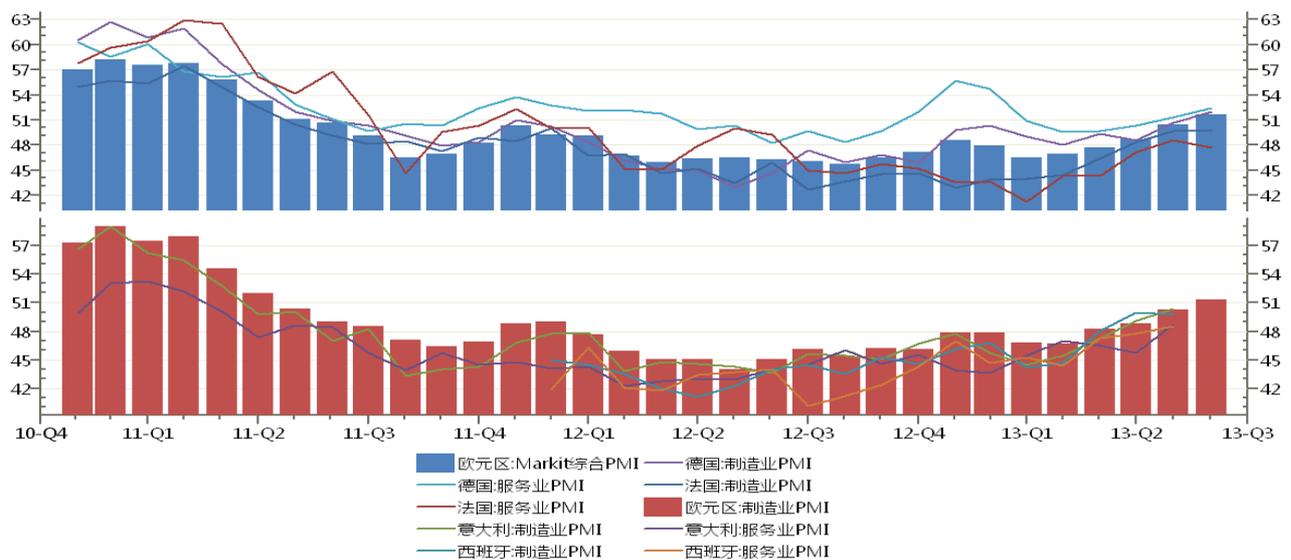
这次,国务院设立铁路发展基金的方式,以中央财政性资金作为引导性资金,吸引社会资金进入。这样一来,社保基金等相当于社会法人,就可以进入铁路建设领域,不确定某一个具体的铁路建设项目,也就不直接参与铁路建设与经营,但会保证给予一定的稳定合理收益,有可能是以债权形式。

我们认为未来把尚未市场化的社会资源品市场化,同时使得广大人民能够从中受惠,才是奠定中国未来改革的重要突破口,会解放出巨大的生产力。

三、欧元区经济预期进一步改善但幅度较为有限

8 月份采购经理人指数结果显示欧元区经济复苏形势进一步好转，制造业与服务业企业的扩张速度是两年多来最快的。就企业增长情况来看，第三季度是欧元区两年多来最好的一季，上行势头由德国带领。受国内和出口需求增加的推动，德国 8 月增长形势再次加速。相反，法国 8 月 PMI 虽然远高于去年同期，但恢复持续增长的能力仍然值得怀疑，尤其服务业方面，这也表明该国国内需求增长乏力。除德、法以外，支撑欧元区经济持续改善的动力也来自外围国家，如葡萄牙、爱尔兰等国。如下图所示，欧元区制造业 PMI 连续第四个月上行并创下 26 个月新高。

图 1 外围需求好转进一步推动欧元区经济改善



资料来源：WIND 资讯

欧元区 6 月份失业率出现自 2011 年至今的首次下降，而 7、8 连续两个月欧元区经济仍在持续改善，我们似乎有理由相信欧元区就业市场已经见底。然而，就业市场的好转仍然无法掩盖欧元区就业环境的脆弱性，首先，外需改善是提振欧元区经济复苏的重要影响因素，而新兴市场基本面的快速恶化和美联储年内可能缩减 QE 规模的实施计划给全球经济带来较为不利的负面影响；其次，美国 10 年期国债收益率的上升可能会间接恶化欧元区外围国家的债务结构，虽然暂且并未看到明显的传递迹象，但是诸如希腊或需第三轮援助的风险事件潜在爆发的可能性会增加欧元区就业市场的波动性。

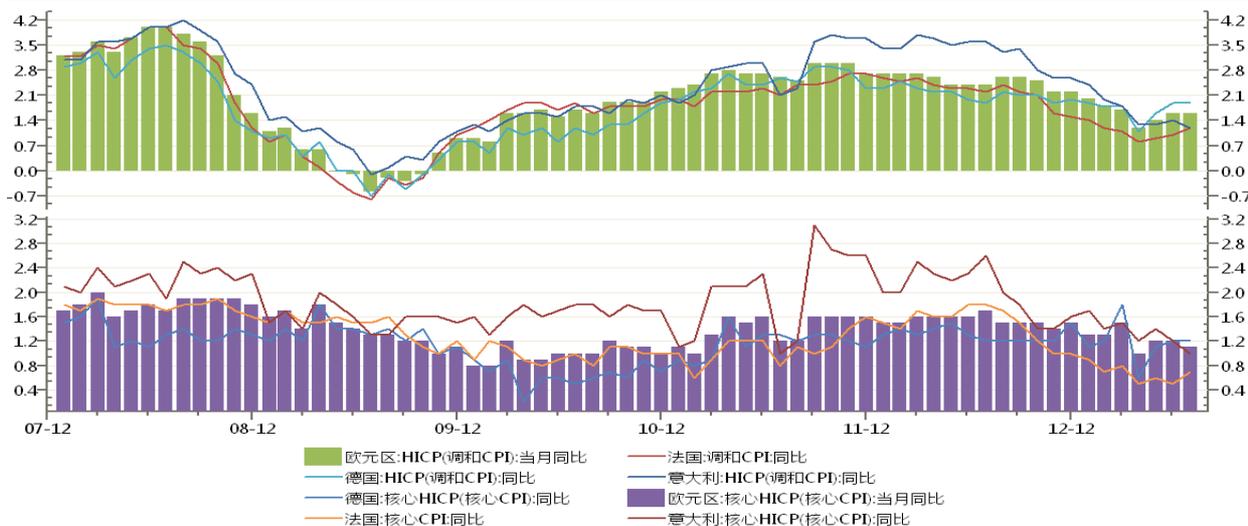
图 2 欧元区 6 月份失业率自 2011 年至今出现首次下降



资料来源：WIND 资讯

欧元区7月CPI维持不变，结合温和回升的历史趋势，消费需求或在企稳反弹。然而，需求改善可能主要来自于欧元区核心国家，如下图所示，德国和法国的通胀水平有企稳回升迹象，相反，意大利的通胀水平仍然呈现明显的下滑趋势。另外，需求改善的主要原因可能是受到能源和食品价格上涨影响，因为德国和法国核心通胀水平依旧处于低位。

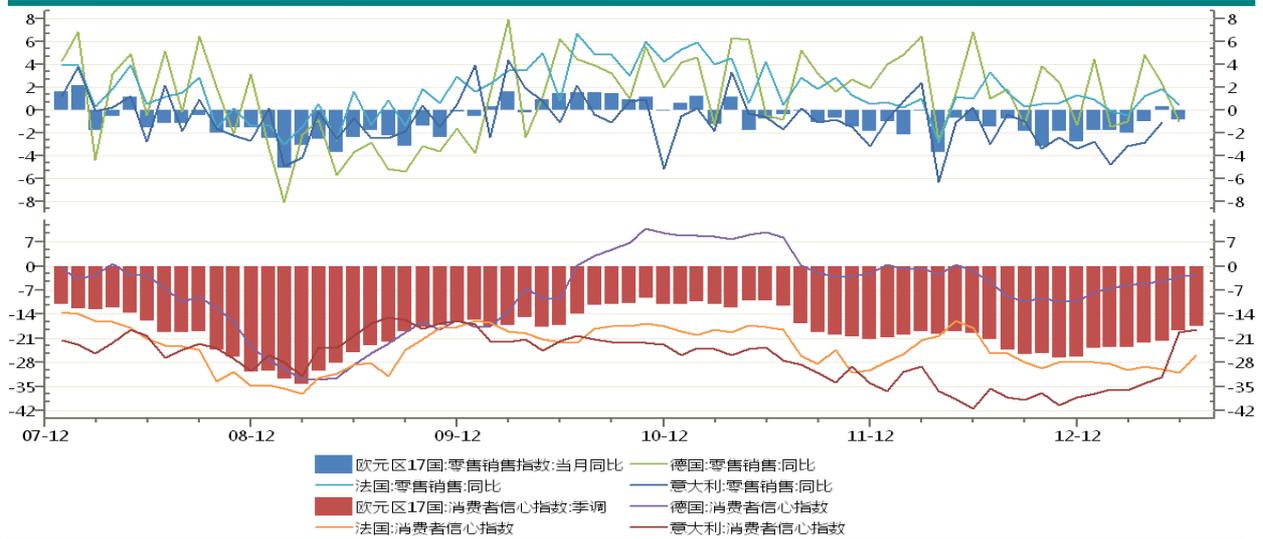
图3 欧元区核心通胀保持低位



资料来源：WIND 资讯

8月份欧元区消费者信心指数创下25个月新高并好于市场预期，这表明当欧元区走出史上最长衰退后正蓄势复苏（欧元区二季度GDP增长0.3%走出了连续6个季度的衰退）。如下图所示，欧盟委员会报告8月份欧洲17国消费者信心指数初值为-15.6，创下自2011年7月以来最高。然而，当前欧元区消费者信心指数仍然低于自1990年以来长期平均水平，这也表明消费者仍然不太可能迅速追加开支。企业投资可能偏向谨慎，欧洲许多政府仍然维持紧缩政策，而创纪录的失业率将在一段时间内遏制消费者的支出。

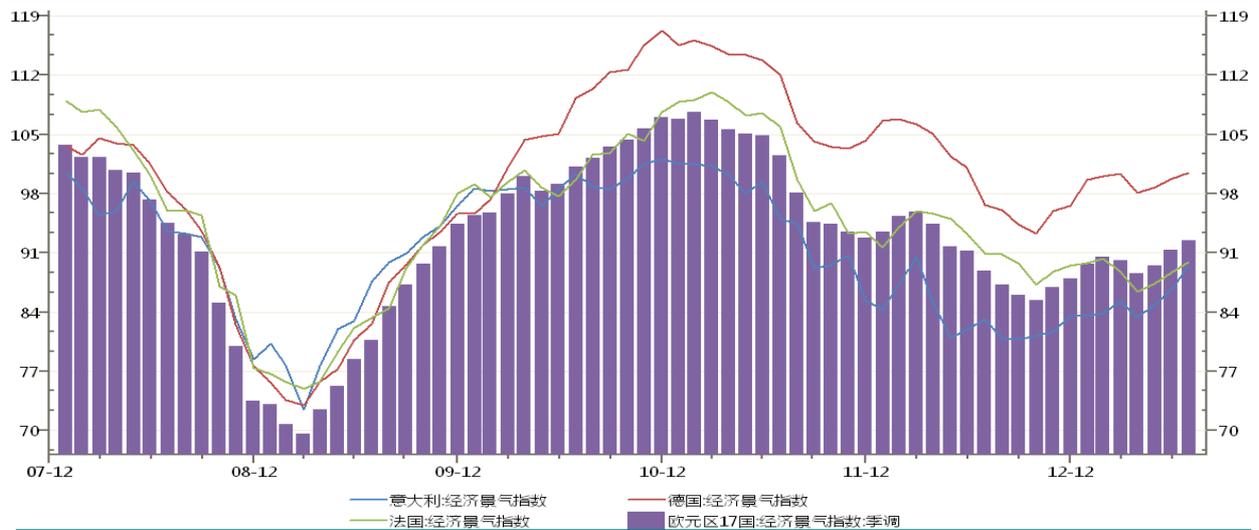
图4 欧元区消费者信心指数持续小幅改善



资料来源：WIND 资讯

欧元区 7 月份经济景气指数连续第三个月走高，且升至 15 个月来的最高水平。从各个成员国的表现来看，增长动力似乎债务国比核心国家更足。如图所示，德国和法国的经济景气指数连续第三个月反弹，而意大利的表现明显更好一些，7 月份的经济景气指数为 89.5 创出近 16 个月新高。尽管欧洲央行预计出口将是欧元区经济增长的主要推动力，但消费者支出的反弹也有望为经济复苏提供支持。同时，工业产出的急剧增加、产出预期的上升以及订单的改善也使工业部门的信心在逐步改善。

图 5 欧元区经济景气指数升至 15 个月新高

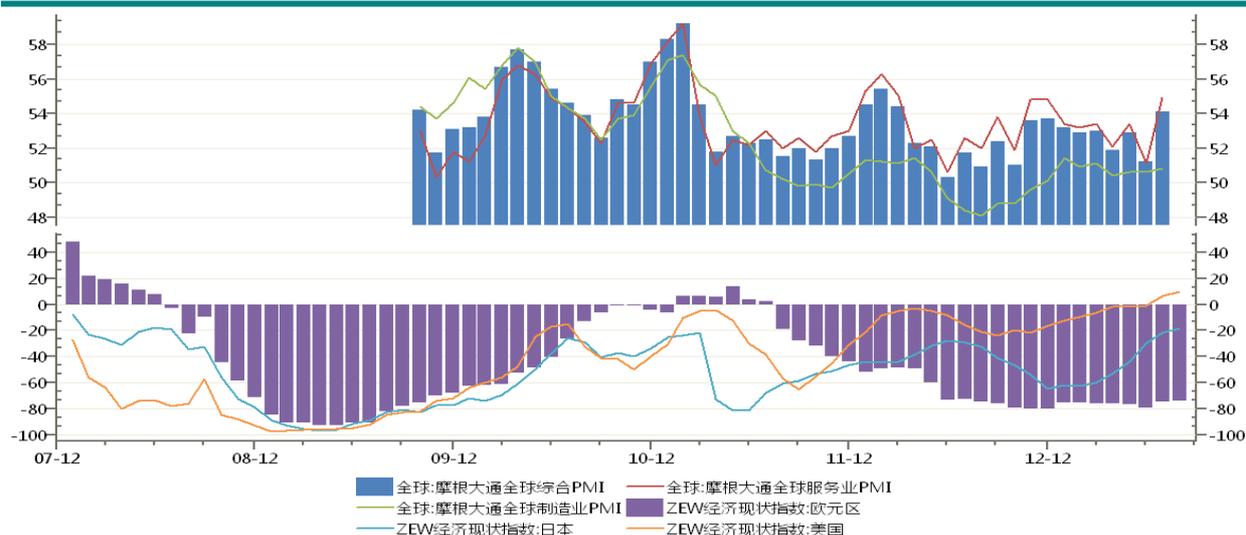


资料来源：WIND 资讯

通过近几个月的观察，欧元区经济企稳回升的趋势是十分清晰地，但是这种增长动力更多的来自外部环境的转暖而非欧元区内部。如下图所示，美国和日本 ZEW 经济现况指数都有较好的上升趋势，而欧元区 ZEW 经济现况指数持续徘徊于底部。另外，反映全球经济冷暖的 7 月摩根大通全球综合 PMI 较 6 月明显回升，其中分项全球制造业 PMI 小幅

上升，而全球服务业 PMI 却出现了显著走高。全球服务业 PMI 和制造业 PMI 走势上的显著差异反映了市场需求在宏观环境和金融市场相对稳定的背景下确有改善，而这种改善尚未传导至制造业或者确切说改善情况尚不足以刺激制造业扩张。综合来看，美、日经济回暖并不代表全球市场整体需求的改善，欧元区居民消费意愿改善有限，居高不下的失业率是欧元区经济最为脆弱的地方。展望下半年欧元区经济，未来增长水平有进一步的改善空间，但幅度可能会较为有限。

图 6 美、日经济表现持续回升 反观欧元区持续徘徊低位



资料来源：WIND 资讯

四、展望-市场迎来疯狂九月

8 月份以来，经济企稳回升成为市场炒作的主要方向。一直以来，大家已经习惯于欧元区和中国两大经济实体低迷的经济表现，然而随着中国的政策重心转向保增长，货币政策适度放松、以棚户区改造项目、铁路建设城市基础设施及 IT 基建的加快及小微企业减税等财政刺激政策力度加大，国内经济虽然仍处在调结构的大周期之中，但短期经济数据开始回暖成为不争的事实。8 月份汇丰制造业采购经理指数 PMI 为 50.1，新订单和产出指数明显反弹，带动了制造业 PMI 恢复扩张趋势。欧元区近一段时间以来经济回暖迹象明显，甚至超出市场预期。8 月份欧元区经济发展强劲，采购经理人指数上涨 1.2 个点至 51.7，高于经济学家此前预期的 50.9，这是该指数连续第二个月高于 50 临界点。今年二季度，欧元区经济已经实现 0.3% 的增长，按目前发展势头看，三季度有望实现 2011 年春季以来最快增长。推动该地区经济形势向好的主要因素是：一、德国仍是欧元区经济增长引擎。8 月份德采购经理人指数上升 1.3 点至 52 点，是两年以来峰值。在经历连续 5 个月外需疲弱后，德内需和外需同时走高。二、欧元区重债国也释放出积极信号，其经济和订单经历了 2011 年初以来最大幅度增长。

在如今全球财政去杠杆和高度宽松的货币环境下，有效需求不足使得经济存在长期的下行压力，而间歇性的财政政策松动对经济的推动效果较为明显，中国和欧元区近期的经济增长属于这种类型。从盘面的表现看，8月份以来，以煤钢焦为典型代表的建材类商品表现强势，有色金属和橡胶等相关品种也同样如此，然而塑料、PTA、PVC等化工品表现弱于预期。商品价格上涨引发一定的通胀预期，贵金属价格近期也开始反弹，黄金的价格目前已经再次回升至千四上方。支撑贵金属价格上涨的另一大因素是部分亚洲国家主要是印度、印尼、马来西亚、泰国等新兴市场国家受到美联储削减QE预期导致的资金回流影响，股市债市下跌本币信任度下降推升贵金属需求。

总体来说，市场以一种比较平和积极的心态进入9月份，但进入9月份市场将受到诸多重磅事件的考验。美国最新一期的就业报告、美联储议息决议、德国大选以及美联储候选人的确定，这些都会对行情产生重大影响，其中美联储议息会议决议将在9月19日凌晨公布随后伯南克将发表讲话，目前市场广泛预计9月份将开始收缩QE，但这种预期自5月份以来已开始释放预计不会再造成趋势性的波动。对于中国来说，9月份可能相对比较平静，受到广泛关注的十八大三中全会对于经济改革的讨论，该会议可能在10月份才会举行。笔者认为，金融市场9月份将会较为动荡，但可能仍会保持短期向上反弹的短期趋势，未来对行情构成重大利空的因素主要还看政策方向何时再慢慢转向调结构以及通胀物价的进一步上升到一定程度，对于国内来说通胀升至3.5%上方政策风险将上升。因此，建议投资者短期可以继续谨慎做多部分商品同时必须时刻注意盘面的重大变化。

 作者

蒋林，新湖期货研究所衍生品资深分析师，进入期货行业以来一直致力于金融期货交易策略研究。擅长宏观基本面分析，对于股指期货套保套利交易有较深入的研究。

孙娜，新湖期货研究所宏观策略高级分析师，进入期货行业以来一直致力于宏观经济分析。当前主要从事宏观经济和期权的分析与研究。

吕章明，现任新湖期货研究所宏观策略高级分析师，中国科技大学理学博士。在宏观经济走向、资产价格变化、金融衍生品领域有一定研究。当前主要从事宏观经济和期货品种策略性交易的分析和研究。

刘志龙，四川大学软件工程学士，英国拉夫堡大学经济与商学硕士。现任新湖期货宏观金融分析师，主要研究方向为国际宏观经济走势以及国债期货的部署策略。

联系我们

公司总部

地址：上海市裕通路100号洲际中心36楼新湖期货有限公司
邮编：200070
电话：400-8888-398
传真：021-22155559

新湖期货研究所

上海总部：上海市裕通路100号洲际商务中心36层
杭州：杭州市江干区剧院路358号宏程国际25楼2502
大连：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座期货大厦2702

温州营业部

地址：温州市车站大道金鳞花苑2幢1101室
邮编：325000
电话：0577-88991588
传真：0577-88988180

台州营业部

地址：台州市椒江区市府大道557号万家灯火都市广场6楼
邮编：318000
电话：0576-88053555
传真：0576-89892901

嘉兴营业部

地址：嘉兴市中环广场东区A座1203室
邮编：314000
电话：0573-82090662
传真：0573-82052419

北京营业部

地址：北京市东城区东直门南大街甲3号居然大厦501室
邮编：100007
电话：010-64006876
传真：010-64006010

沈阳营业部

地址：沈阳市沈河区惠工街10号卓越大厦1507室
邮编：110013
电话：024-31060016
传真：024-31060013

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号期货大厦2701房间
邮编：116023
电话：0411-84807691
传真：0411-84807519

郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦1410室
邮编：450008
电话：0371-65613558
传真：0371-65612810

青岛营业部

地址：青岛市东海西路39号世纪大厦1808、1809室
邮编：266071
电话：0532-85790036
传真：0532-85796000

上海营业部

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1801-04单元
邮编：200122
电话：021-61657295
传真：021-61657211

福州营业部

地址：福州市鼓楼区水部街道五一北路129号榕城商贸中心十一层02号
邮编：350001
电话：0591-87878217
传真：0591-83337962

深圳营业部

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2406室
邮编：518035
电话：0755-23811813
传真：0755-23811800

海口营业部

地址：海口市龙华区国贸大道2号海南时代广场15层
邮编：570125
电话：0898-36627000
传真：0898-36627135

济南营业部

地址：济南市历下区历山路157号天鹅大厦601
邮编：250013
电话：0531-80973106
传真：0531-80973196

杭州营业部

地址：杭州市江干区剧院路358号宏程国际大厦2502
邮编：310020
电话：0571-87782180
传真：0571-87782193

长沙营业部

地址：长沙市天心区芙蓉中路二段198号新世纪大厦1701-1704
邮编：410015
电话：0731-82772266
传真：0731-82776031

重庆营业部

地址：重庆市江北区建新东路36号平安国际大厦10-1
邮编：400003
电话：023-88518666
传真：023-88518951

厦门营业部

地址：厦门市思明区厦禾路1032号中国外运大厦A座802
邮编：361000
电话：0592-5835135
传真：0592-5835135

西安营业部

地址：西安市高新区高新一路2号国家开发银行大厦1105室
邮编：710075
电话：029-88377355
传真：029-88377322

成都营业部

地址：成都市青羊区锦里东路2号宏达大厦23楼B2
邮编：610031
电话：028-61332568
传真：028-66154680

太原营业部

地址：太原市小店区长风街705号和信商座32层3220-3223
邮编：030006
电话：0351-2239777
传真：0351-2239771