

L 型格局难破，梯次复苏势显

——2013 下半年宏观经济展望

摘要:

- 当前中国经济较为严重的一环仍是产能过剩，这是近两年拖累企业盈利下降的元凶。这也是政府施政的重点，基于上述逻辑，展望下半年，制造业整体的投资增速预计仍将维持低位。由于从年中来看，消费也呈现低点，加之三季度外需预计难以振作，综合来看，三季度实体经济仍将延续二季度以来的“弱复苏”态势。我们从高频数据可以看到，二季度经济增速或将继续下降，预计将低于一季度 7.7% 的增速，我们预计三季度或难有改观，将接近 7.5% 的政府目标，而四季度在政策红利的刺激下，有望好转。
- 根据二季度已公布的重要经济数据推算，预计美国经济二季度将较一季度放缓，处于 1.8-2.0% 之间。考虑到三季度美国财政紧缩依然持续，以及全球经济低迷的态势，预计三季度美国经济的增速将维持在这一水平，对四季度美国经济形势稍微乐观，可能会超过 2.3%。
- 从较长期的角度来看，欧洲家庭、企业“去杠杆化”依然在进行，加之政府实施紧缩的财政政策（也可理解为政府的“去杠杆化”），使得欧洲经济仍处于衰退边缘。以季度为周期来看，今年一至二季度欧洲经济虽然局部出现起色，但低谷盘整的基本格局依旧未变。

宏观策略小组

张翔（执业编号：F0290531）
电话：021-5058 6279
邮箱：zhangxiang@sywgqh.com.cn

牛野（执业编号：F0282547）
电话：021-50585922
邮箱：niuye@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 10 楼
邮编：200122
电话：021 5058 8811
传真：021 5058 8822
网址：www.sywgqh.com.cn

1、中国经济近况

从长周期来看，受到劳动力成本上升、世界经济低迷的影响，中国自改革开放以来的“粗放式”的增长模式不可持续。从短周期来看，自 2011 年开始，政府开始调控房地产市场、抑制产能过剩，使得整体经济增速“下一个台阶”，告别了过去两位数的经济增速。

2013 年是新政府上台施政的“元年”。在上述背景之下，作为应对，决策层推出了以“新四化”为主要抓手的一系列改革政策。可以看到，与上一届政府有所不同的是，新政府的改革政策更加注重“顶层设计”；新政府对于经济增速的容忍度更低、对于调控经济的能力更有把握；这些都体现出新政府深化改革的信心和决心。

以下我们对近期中国经济数据和走势，分别从政策、实体和货币三个层面进行分析考察。

1.1 政策层面：暗流涌动的政策空窗期

和一季度各种“新政”密集出台的情况相比，二季度至今，宏观政策面显得略为空白，没有实质性政策措施推行落地。然而，在平静表面之下，为推动年初推出的“新四化”改革，新政府正在努力进行各种政策铺垫，挑战和调整旧有结构性经济因素。以下我们就银监会新规、城镇化规划以及其他重大政策进行跟踪解读。

银监会监管方面，近期第一个市场焦点是中央正对地方融资平台为核心的潜在系统性金融风险进行持续性政策清理。继去年年底多部委联合发文（即“463 号文”）封堵地方融资平台公益性项目的信托融资途径和土地、政府信用担保途径之后，3 月 28 日银监会再次发文（即“8 号文”）对银行理财产品投资非标准化债权资产余额划定“红线”，这实际限制了地方平台公司通过信托证券等融资通道对接银行理财产品资金池，是从资金来源方面对平台融资的进一步限制。4 月 10 日，银监会再次印发《关于加强 2013 年地方政府融资平台贷款风险监管的指导意见》（即“10 号文”），重申对平台贷款要控制总量、严控审批和健全统计口径，但与此同时，却悄然取消或弱化了之前讨论稿中对分类不佳的平台新增贷款，平台新增贷款总量和平台退出等方面提出的明确数量控制条件。这实际上是在封堵平台非信贷融资途径的同时，又从信贷途径对其有所松绑。其中政策微妙的调整，凸现了处理这个结构问题的艰巨性。

新政和传统市场力量思路交锋的另一个焦点在于未来的城镇化规划方案。尽管小道消息不断，但市场人士热盼许久的城镇化规划方案至今仍然迟迟没有公布，全国城镇化工作会议的确切会期却仍然未能确定。从消息面来看，虽然城镇化改革是新政的核心推手，但政府的具体改革思路与市场习惯思维所形成的期待有较大的差异。后者期待的是“数十万亿计的集中化的城镇化改造投资方案”，但政府显然不愿意把这个方案变成“N 万亿投资计划”的单纯扩大版。近日国务院批转《关于 2013 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》（简称“通知”），其中城镇化改革是和城乡统筹改革是并列放在一个章节，而且重点是谈我们之前反复强调过的社会管理体制、户籍和土地管理制度等先决改革措施。我们认为，这暗示将来要出台的城镇化方案，将是一个投资计划和以上基本制度改革以及产业结构优化调整紧密配套和高度整合的综合改革方案。地方政府要想象过去那样只靠上房地产项目轻易套资，恐怕决非易事。

考虑到“新四化”整体改革布局的内在逻辑，度过这个政策空窗期后，接下来政府在土地管理制度和财税预算体制上的具体改革举措值得持续关注和跟踪。其他需要加以密切关注的改革进程中包括通知中提到的资源品价格改革，融资体制改革和利率、汇率市场化进程等。接下来银行的反应方式，将对整个中国经济和资本市场的发展产生举足轻重的影响。而在在目前境外热钱汹涌的局面下，汇率改革会在何时以什么样的方式启动，也是市场的一个持续关注点。

6 月份，来自于政策层对于货币政策面最直接的消息莫过于“关于李克强总理强调要通过激活货币信贷存量支持实体经济发展”。激活货币信贷存量主要有两层含义。其一是不能再用以往的甚至更高的货币增长速度推动经济增长。这意味着，有关部门将会控制货币增长速度。第二是要提高货币运行效率。这也是金融支持实体经济发展的主要方向。针对第二点，“推动资产证券化”、“大力发展直接融资市场”、“发展其他非信贷融资”和“推动存量债务重组”是可能的措施，后期关注具体法规的公布。

1.2 实体层面：通胀温和，经济复苏乏力

1.2.1 经济景气分析

2013年5月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.8%，比上月上升0.2个百分点。2013年5月，构成制造业PMI的5个分类指数3升1平1降。生产指数为53.3%，比上月上升0.7个百分点，是本月PMI提升的主要动力。新订单指数为51.8%，比上月略升0.1个百分点。原材料库存指数为47.6%，比上月回升0.1个百分点，连续4个月位于临界点以下。从业人员指数为48.8%，比上月下降0.2个百分点。

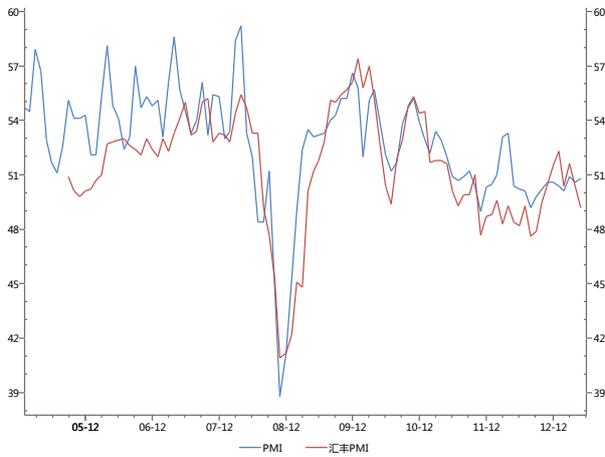
以下是对经济景气指标的详细分解说明：

从需求来看，新订单指数略有回升处于50以上；新出口订单和积压订单位于50以下，但较上月有所反弹；库存来看，产成品库存和原材料库存都出现了小幅增加，但远低于50，显示企业对于备货仍持观望态度；购进价格指数大幅降低，购进价格指数小幅改善，但低于50，说明企业预期有限改观。然而，从业人员指数同比与环比都出现下降，说明企业整体开工率仍然比较不足。

从分区指标来看，中部和西部景气度仍在下降，东北部有所复苏，东部呈现上升态势。这表明，以东部地区为代表的最终需求端复苏对于中游部分工业产业回升起到了拉动作用，带动了该部分产业比较密集的东北部PMI回升。然而，由于回暖趋势尚未完全传导到中上游，以资源型工业为主的中部、西部地区的景气程度仍然较低。

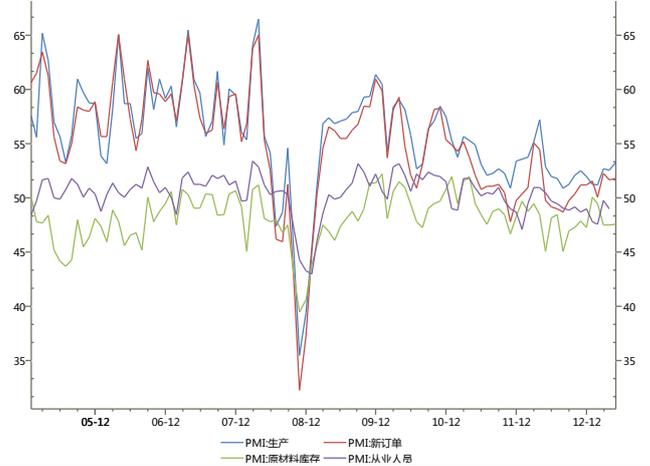
汇丰PMI5月份跌至50以下，环比出现较大的下跌，但与去年同期相比，有所改善。比较官方PMI与汇丰PMI，可以看到，大型企业和中小型企业生产景气出现明显分化，这也从侧面反映制造企业复苏的分层态势。

图 1：官方 PMI 与汇丰 PMI 走势图



来源：wind，申万期货研究所

图 2：官方 PMI 分项



来源：wind，申万期货研究所

1.2.2 价格分析

最新的物价数据显示，2013 年 5 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 2.1%。1-5 月平均，全国居民消费价格总水平比去年同期上涨 2.4%。全国工业生产者出厂价格同比下降 2.9%，环比下降 0.6%。工业生产者购进价格同比下降 3.0%，环比下降 0.6%。1-5 月平均，工业生产者出厂价格同比下降 2.1%，工业生产者购进价格同比下降 2.3%。

整体来看，消费品方面通胀压力不大，而工业品方面有通缩压力，PPI 连续 15 个月下降，5 月同比降幅实际有所扩大，凸显产能过剩等结构性问题仍严重。

• 消费价格指数（CPI）分析

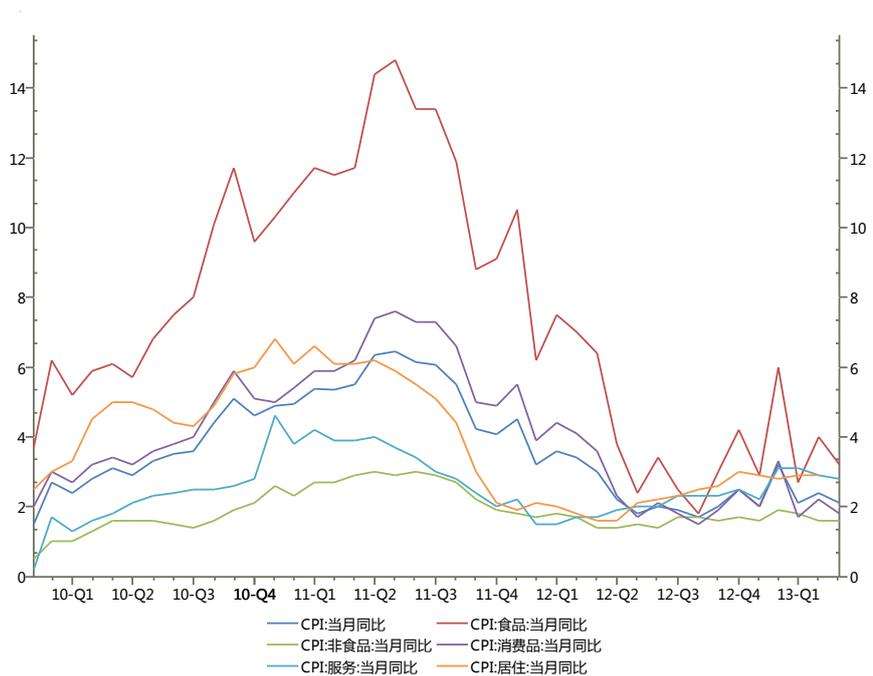
就 CPI 而言，从历史规律来看，食品，消费品和服务价格三者走势同步。如果特别关注食品 CPI 的话，我们可以发现，食品 CPI 在 2000 年之后出现三次波动高峰期：其中波峰之间的平均时间跨度为 3.5 年，从波谷到下个波峰的平均时间跨度为 2.5 年左右。如果这个统计规律正确，目前食品 CPI 已经于 2012 年探底后处于波浪式上升阶段，并将会于 14 年底到 15 年上半年到达下一次峰值。从这个角度来看，CPI 长期上升态势已经确立。

从 CPI 的构成来看，非食品 CPI 延续了 2012 年波动较小的态势，对 CPI 影响较大的是食品 CPI。具体来看，随着气温的进一步回升，鲜菜大量上市，使得价格环比下降 13.8%，影响 CPI 环比下降近

0.5 个百分点，是拉低 CPI 的主要原因。其他方面，受禽流感影响，肉禽蛋及其制品同比增速继续下降，但降幅有所收窄；受抑制公款消费影响，烟酒同比增速仍处于较低水平。从潜在的影响食品 CPI 走高的因素来看，鲜果价格环比上涨 0.9%，涨幅比 4 月份扩大了 0.6 个百分点；水产品价格也是继续上涨，涨幅为 0.7%。猪肉价格虽仍下跌，但降幅趋缓，且 5 月中下旬出现了上涨。

从历史趋势来看，由于 CPI 食品价格与肉禽类和水产品价格走势大致相同，而总的 CPI 走势又与食品和消费品紧密同步（食品和食品中肉类在 CPI 中比例较大），因此考虑到禽流感降温后对肉禽食品的需求会大幅回升，我们预期在今年三季度 CPI 会有一个相对比较大幅的反弹。但就目前而言，鉴于新旧助涨主题尚未完全交替，整体物价在近期仍处于一个温和上升的阶段。综合来看，整体走高态势可能在 7 月之后更为明显。

图 3：CPI 及分项走势图

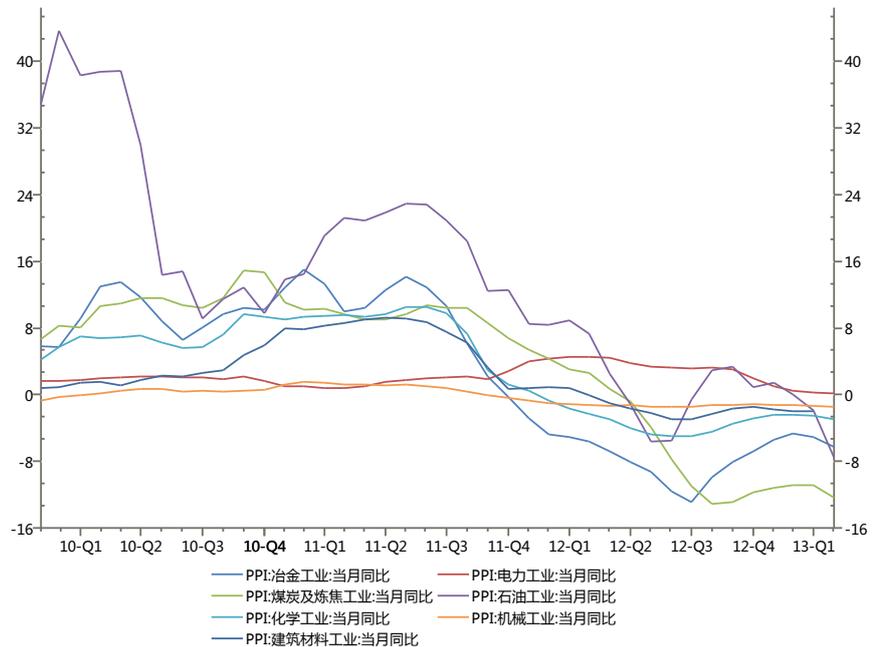


来源：wind、申万期货研究所

• 生产价格指数（PPI）分析

从 PPI 分项结构来看，上游采掘和原材料价格同比平均下跌 7.0%，环比跌幅进一步扩大，甚至比去年 8、9 月份的低点还要大。中游制造业产品价格同比下滑 2.7%，离去年 9 月份-4.2% 的低点尚有一段距离，下游消费品价格则同比增长 0.1%，与去年 9 月份增速持平。与去年 9 月份相比的意义在于，2012 年 9 月份是经济的谷底，随后经济开始温和复苏，至 2013 年 1 月份，PPI 下游价格增幅都有所扩大，但 2 月份以后，价格增速逐渐走低，从工业品价格这一重要的经济表征变量来看，目前整体工业的复苏势头依然疲弱。而从产业链的角度来看，上、中、下游行业景气和利润受价格冲击的程度依次递减。越靠近上游的行业感受到的景气恶化可能越为明显，而靠近消费端的行业的景气度下滑可能相对温和。细分数据显示，冶金和焦煤产业链条仍是供求失衡，供大于求局面的重灾区，去产能化进程任重道远。其资源品价格会在相当长一段时间内维持低位。

图 4：PPI 及分项走势图



来源：wind、申万期货研究所

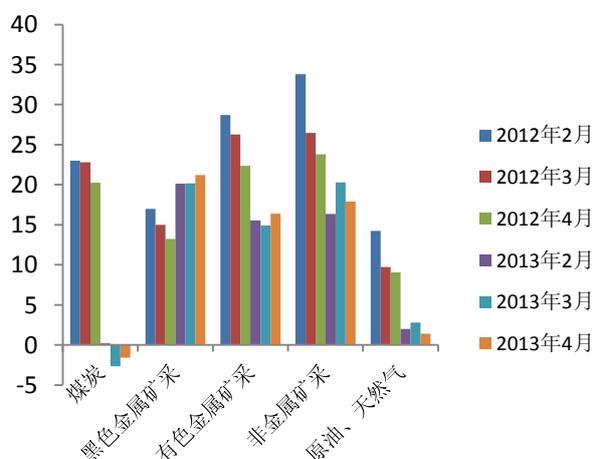
1.2.3 产业链分析

中国经济的复苏进程倍受全球市场关注。我们认为，对这一进程更细致的解读，应当从产业链分层的角度入手。下面我们就从总需求（用主营业务收入或业务量月累计同比增速衡量），盈利能力（用利润月度累计同比增速衡量）和后续产能（用固定资产投资完成额累计同比增速衡量）的角度，来分解分析中国产业链主要环节的恢复状况。

（1）从需求端而言，经济“景气”从下游到上游呈现逐渐扩散的趋势：较之去年同期，多个下游企业需求回升明显，但最关键的三个因素：铁路货运、公路货运和零售消费增速尚未回到去年的水平，说明经济回升仍未获得足够的加速度动力。这里把铁路货运、公路货运和零售批发业等服务业划入下游产业链进行考察，是因为铁路货运、公路货运是工业生产的同步指标，而零售批发业则是生活消费的直接和最终体现。

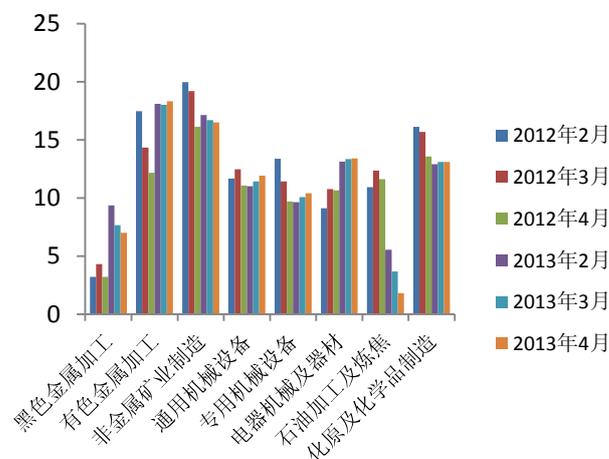
中游主要行业主营业务收入同比增速增加情况参差不齐。其中机械设备，电器制造及化工品，有色金属加工等行业都出现了不同程度持续回升的趋势，但石化炼焦等行业需求仍然缺乏上行动力，景气分化或者恢复趋势部分扩散是这一链条领域的主要特征；上游由于受中游景气恢复不全和持续产能过剩影响，经济景气恢复步伐和节奏更加迟缓和疲弱，但黑色金属增速的相对走高和有色金属的逐步回升，也表明景气已经开始向上游逐渐扩散，只是煤炭仍然是产能过剩和需求不足的重灾区。

图 5：上游行业主营业务收入月累计比



来源：wind，申万期货研究所

图 6：中游行业主营业务收入月累计比

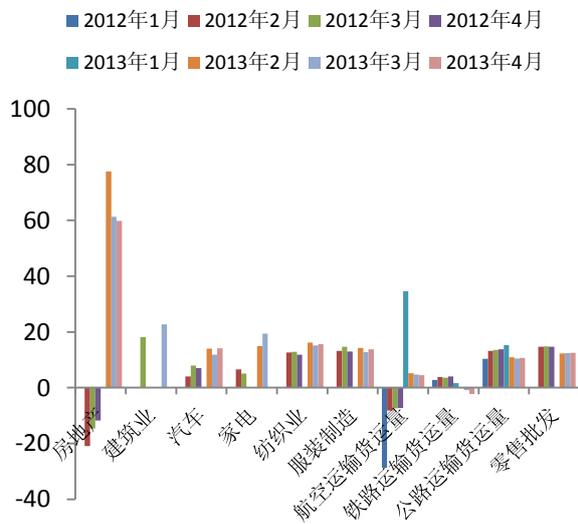


来源：wind，申万期货研究所

(2)1-4月份全国规模以上工业企业实现利润增速(11.4%)比1-3月(12.1%)有所回落,但继续好于去年同期的水平。

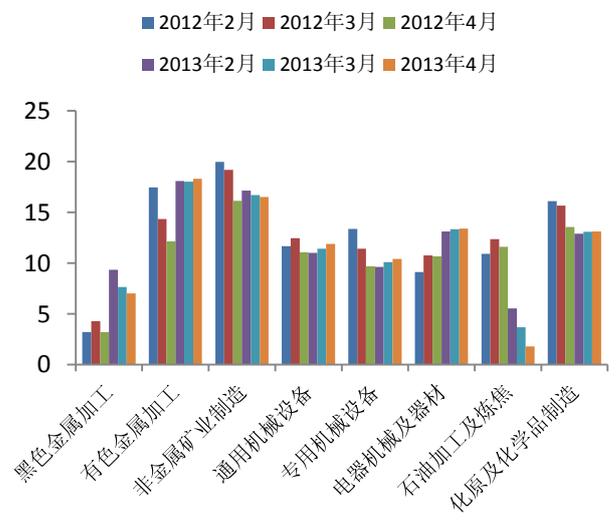
图5显示,下、中、上游行业盈利能力依次呈阶梯型恢复的格局也很明显。下游行业盈利累计同比增速普遍明显恢复,中游企业大部分持平,而上游多数行业尚未走出经营效益持续低迷的阴影区域。盈利增速上升的覆盖面在整个产业链呈现下、中、上游阶梯式依次收窄,说明经济活动产生的利润的大部分停留在最终生产和流通环节。越靠近上游,受刚性成本和竞争过剩因素影响而导致成本和需求价格两端挤压的局面越严重。产业链的中上端应该是产业结构政策疏导、优化和调整的重点。纵观整个产业链,除去房地产业,下游行业当中汽车、纺织和服装制造盈利能力恢复较好,从产业链传导的角度,建议可以关注相关上游行业如化工和专用机械设备等。这些中游行业盈利也出现了稳重待升的态势。

图7: 下游行业主营业务收入月累计比



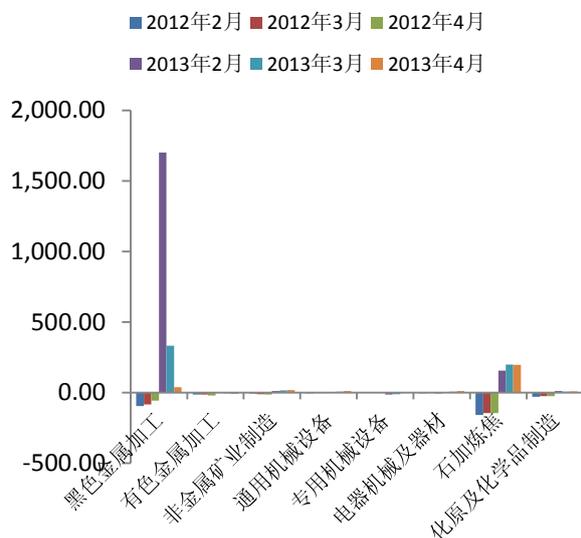
来源: wind, 申万期货研究所

图8: 上游行业利润总额月累计比



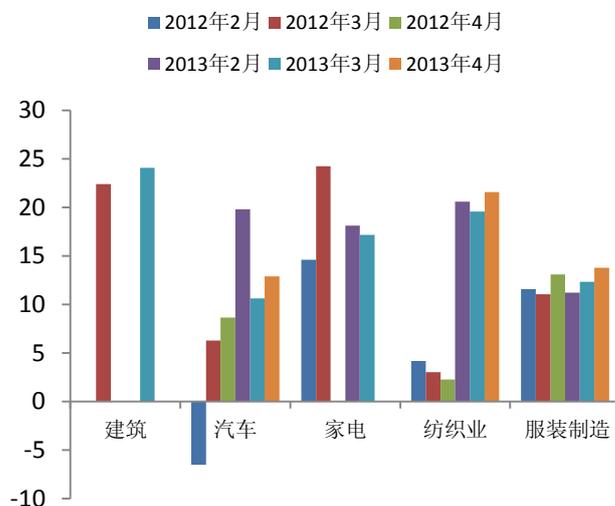
来源: wind, 申万期货研究所

图 9：中游行业利润总额月累计比



来源：wind，申万期货研究所

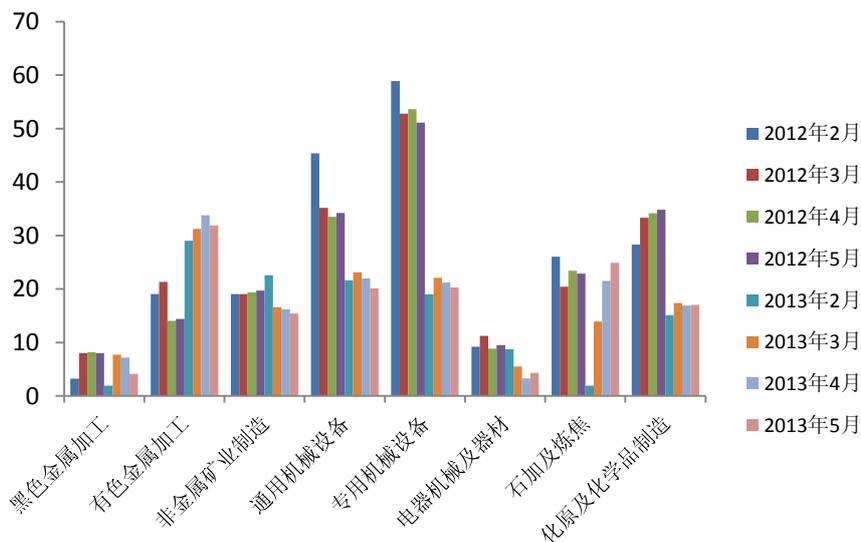
图 10：下游行业利润总额月累计比



来源：wind，申万期货研究所

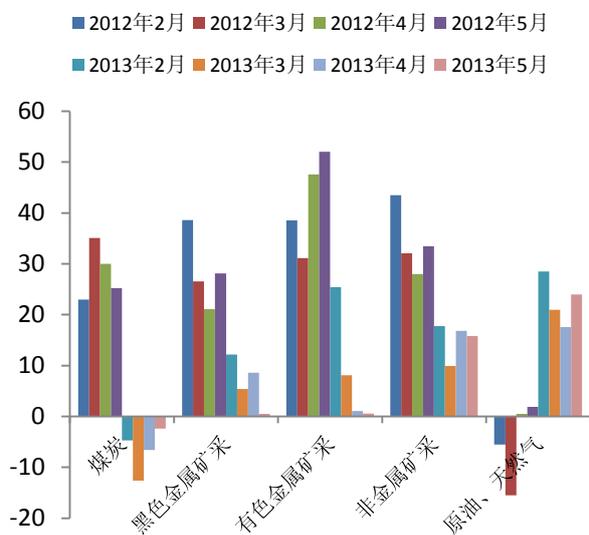
(3) 从固定资产投资完成额的细分数据来看，产业链上端集中急速减能，下端增量的“泄洪式”固定资产投资模式比较明显。值得注意的是，三大运输业和基建投资拉动经济增长态势很强。与一般制造业的低迷相对应的是，房地产开发投资维持高位，1-5月（20.6%）比1-4月份回落0.5个百分点，但高于去年同期水平。在下游地产、基建增速回升的拉动下，加上上游原料价格下跌，中游有色金属投资增加显著。

图 11：中游行业固投完成额月累计比



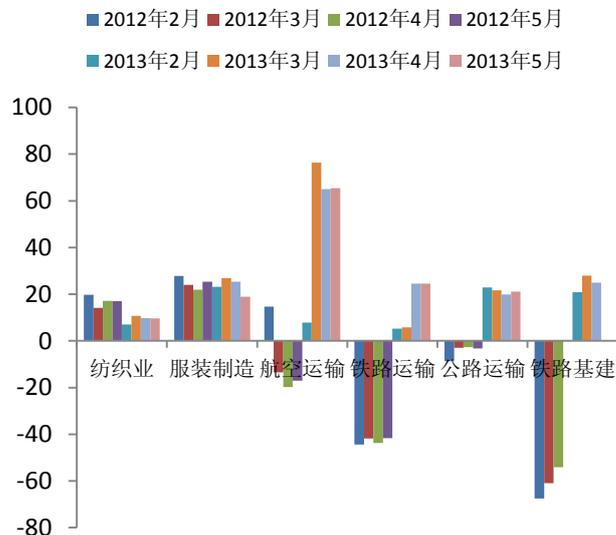
来源：wind、申万期货研究所

图 12：上游行业固投完成额月累计比



来源：wind，申万期货研究所

图 13：下游行业固投完成额月累计比



来源：wind，申万期货研究所

1.2.4 综合数据点评

从综合数据来看，相比去年最后一季度（14.5%，14.9%，15.2%），5 月份消费同比增速依然延续了今年以来“下一个台阶”的格局（2-5 月为 12.3%、12.6%、12.8%、12.9%），也是最近几年来的最差开局。从消费的波动特点来看，除去 08 年，基本上是两头翘（1-2 月和 11-12 月），中间低格局；基于以上规律，6、7 月份预计整体增速依然维持低迷的态势。

1-5 月份（20.4%）固定资产投资增速较 1-4 月份回落 0.2 个百分点，已回落至去年 4 季度的水平，但是较去年同期（20.2%）相比略有好转。从产业方面来看，第一产业维持高速增长（31.1%），但较 1-4 月增速回落 1 个百分点；第三产业增速也较高（23.9%），较 1-4 月增速持平；第二产业总体增速较低（16.4%），较 1-4 月回落 0.6 个百分点。第二产业中工业投资增速出现回落，主要受到制造业投资增速回落影响，制造业企业对于未来信心整体仍显不足。

从进出口总额来看，5 月份仅增长 0.4%，与 1-4 月份平均增速 18%（扣除掉春节）相对，出现较大的回落。且低于去年同期水平（14.18%）。海关报告称，对港套利贸易基本得到遏制，内地与香港贸易快速回落是 5 月份较前几个月下降的主因；另外，从中期来看，2011 年以后，受到国内经济放缓、外部需求低迷的影响，进出口总额同比增幅也已经“下一个台阶”。

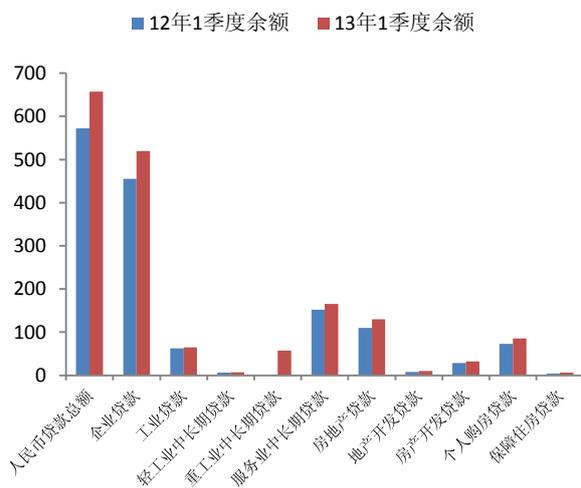
1.3 货币面下半年展望：中性趋紧

1.3.1 货币面基本情况描述

人行统计数据显示，2013年1-5月全社会融资规模为9.11万亿，比上年同期多增3.1万亿，增幅达到52%。5月份社会融资规模为1.19万亿，比上年同期多增424亿。总体来看，今年上半年整体货币面较为宽裕，尤其是1月和3月的单月数据，创下了十年来的新高。

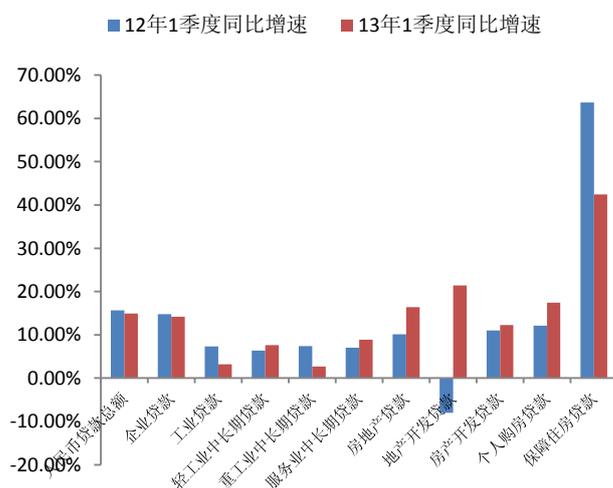
从人行公布的一季度金融机构人民币信贷投向来看，与去年年初相比，今年一季度贷款投向具有以下特点：第一，去年年初短期贷款增长较快，长期贷款增长较缓；经营贷款增加较快，固定资产投资贷款增长较缓。今年两组指标的对比趋势正好相反。短期贷款和经营性贷款增长相对放缓，说明市场短期投资信心尚未恢复。第二，较之以往，轻工业和服务业中长期贷款增速回升，重工业中长期贷款增速回落，说明复苏级差化格局非常明显，也暗示着基建仍是资金投向的一个主要方向。第三，较之去年年初，房地产贷款明显提高。

图 14：季度贷款流向（余额）



来源：wind，申万期货研究所

图 15：季度贷款流向（余额）



来源：wind，申万期货研究所

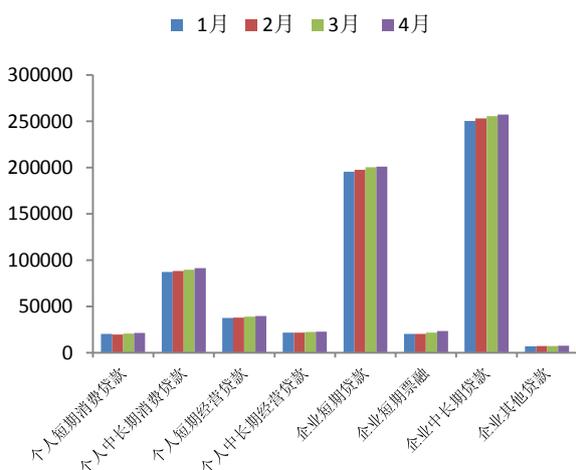
1.3.2 货币传导机制失灵

目前的货币面比较显著的问题是资金向实体经济传导有欠通畅。这可以用三个方面的事实来说明。

第一，货币流向仍然严重失衡。据人行统计，1 季度房地产贷款名义增加 7103 亿元，同比多增 4667 亿元，增量占同期各项贷款增量的 27%。但加上通过其他间接渠道流入房地产领域的信贷资金，我们估算，房地产相关信贷资金增量占贷款总增量 42% 以上。也就是说，近一半的银行贷款仍然流向了房地产业。

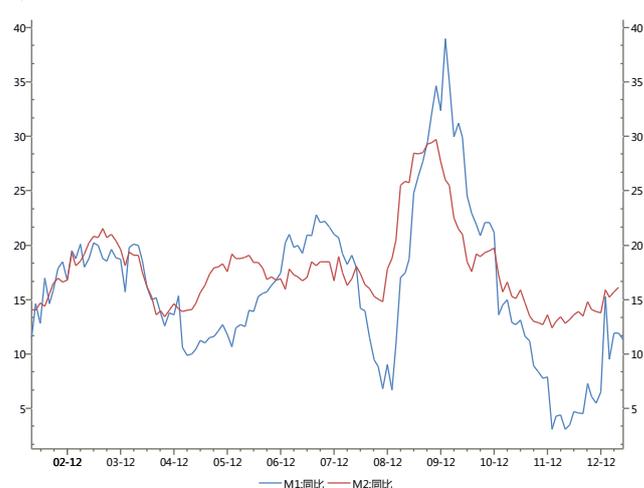
第二，很多贷款发放后并没有被充分投入其他实体经济而存在“空转”现象。这可以从比较 M1 和 M2 的货币增速可以看出。在经济疲弱期，广义货币（包括企业定期存款）M2 的增速会出现高于狭义货币 M1（不包括定期存款）的局面。这种剪刀差的存在，是因为实体经济不被看好，货币发行后有相当部分并未实际投入到实体经济，而是以各种直接和间接方式（例如信贷资金拆出和转贷）停留在到银行账户上，从而形成货币“空转”。我们观察到，自今年年初以来，M2 和 M1 的剪刀差再度拉大，说明企业投资欲望和信心都不是很充足，资金向实体流动的货币传导机制有待修复。这也从另一个角度揭示了经济景气的完全恢复还尚待时日。

图 16: 贷款分项



来源: wind, 申万期货研究所

图 17: M1 与 M2



来源: wind, 申万期货研究所

第三，资金进入地方融资平台但未能“有效启动”。从固定资产投资（扣除掉房地产）来看，其资金来源在经历了1月至2月份短暂的回升之后，随即便出现了下降。从分类来看，在建项目同比增速为正，而新建项目同比增速为负。我国目前的投资管理制度有如下规定，一个新项目正式开建，必须得先有20%至40%的项目资本金才可以启动，由于地方政府手握许多项目，当前“新建项目”同比增速的下降，很有可能是因为地方政府项目资本金的严重不足。

1.3.3 货币政策分析

年初，政府将今年货币供应量定为13%，是近十年来较低的水平，与经济增速目标下调相一致。从这个角度可以看到，政府进行调控房地产市场和抑制产能过剩的过程中，对于货币政策是希望可以予以配合的。

这种货币导向在5月份显得尤为明显。从公开市场业务中可以看到，5月9日，央行发行3个月期总额100亿的央行票据，这是自2011年12月份以来时隔一年多以来，央行重启票据发行。5月份整体发行量为920亿。5月份，央票发行利率持稳于2.91%。发行央票的背景是今年年初至5月份“热钱”入境的压力很大，加上较宽裕的资金状况，使得央行于在启用短期启动流动性工具之外，也开始重启央票业务，以调控经济活动中潜在的热钱风险。

到了6月份，受到美联储可能减少购债的影响，资金回流至发达国家的迹象明显，而季末考核时间也来临，双重压力之下，银行间同业市场资金骤然紧张，隔夜、7天利率均达到了两位数，市场一度呼吁央行可以注入资金缓解流动性。但我们并没有看到央行放宽货币闸门。这也再次验证了央行今年货币政策审慎和结构调整不放松的导向。

下半年货币政策，我们认为将稳中趋紧。从经济面来看，下半年经济预计将维持弱复苏的态势，四季度可能复苏态势更好；物价水平方面，7月份以后物价可能会温和反弹，也制约着货币政策“中性”的程度。从政府的角度来看，由于强调盘活“存量货币”，以及银监会对于“非标”资产的处理，总体来看，也倾向于中性偏紧的货币政策。考虑到下半年美联储将减少购债，热钱可能外流，这样将造成国内资金面较上半年趋紧的局面。

1.4 中国经济总结

当前中国经济较为严重的一环仍是产能过剩，这是近两年拖累企业盈利下降的元凶。这也是政府施政的重点，基于上述逻辑，展望下半年，制造业整体的投资增速预计仍将维持低位。由于从年中来看，消费也呈现低点，加之三季度外需预计难以振作，综合来看，三季度实体经济仍将延续二季度以来的“弱复苏”态势。我们从高频数据可以看到，二季度经济增速或将继续下降，预计将低于一季度 7.7% 的增速，我们预计三季度或难有改观，将接近 7.5% 的政府目标，而四季度在政策红利的刺激下，有望好转。

2、世界经济近况

2.1 美国经济现状综述

从长周期来看，美国经济在金融危机之后，家庭和企业的“去杠杆”进行的较为顺利，加之美联储的量化宽松等政策刺激，美国逐步步入缓慢复苏的经济周期。2013 年年初，美国地产市场带领经济持续复苏，但二季度以后，温和复苏的势头出现了反复。

据美国商务部最新的数据显示，2013 年第一季度 GDP 环比增长为 2.4%，较去年四季度有明显的改善，且好于去年同期水平。从分项数据来看，提振经济的主要部门为消费和私人投资，而政府部门的紧缩继续打负分。

但最新的经济数据展现出“经济复苏”曲折的一面，主要体现在以下两点，1、一季度拉动经济增长的消费部门近期有走弱的迹象；2、制造业表现不佳。然而尽管曲折反复，地产市场的持续好转仍增添了一抹亮色。

下面分别从制造业、房地产和消费等对美国经济贡献度较大的部门以及物价水平对美国经济进行解构分析。

- **制造业**

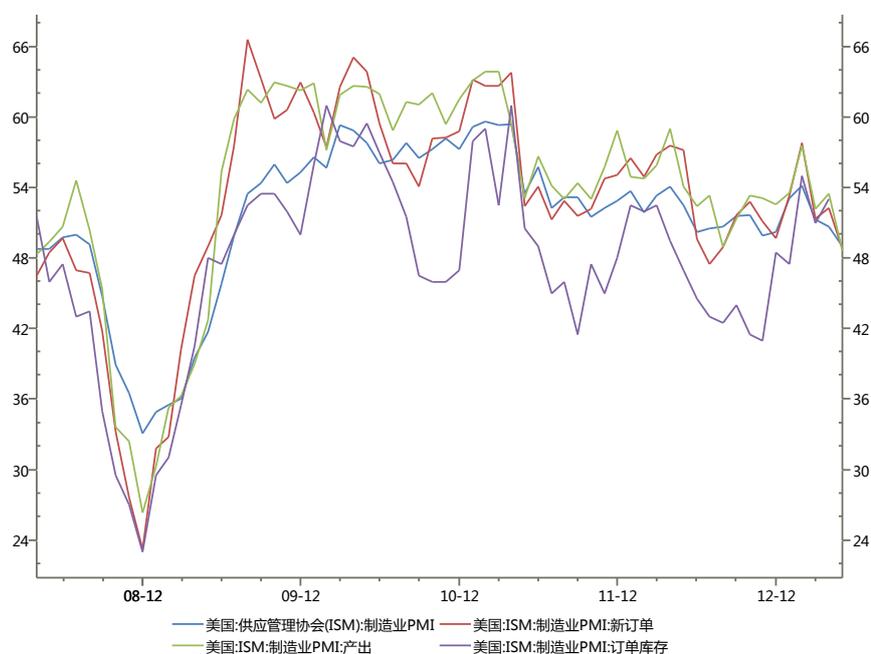
美国 PMI 指数 5 月份跌破荣枯线（49）为 09 年 7 月份以来的新低，这显示美国工业生产形势低迷，美国经济复苏有所反复的现实。从分项数据来看，主要分项指标均较上月出现下跌，其中跌幅较大的是新订单、订单库存、产出和新出口订单，这显示出从生产-库存-订单全面出现下跌，尤其是新订单出现较大的下

跌，昭显接下来几个月工业生产可能持续走低。

从行业反馈来看，18个主要的制造业当中，10个反馈出现增长，6个反馈出现收缩。由于总体制造业在收缩，可以看到6个行业收缩情况较严重。这6个行业分别是：交通设备、化学制品、塑料和橡胶制品、计算机和电子产品、初级金属以及其他制造业。细分来看，塑料和橡胶制品行业反映说，受到天然橡胶价格下跌影响，客户暂缓订单；计算机和电子产品行业反映说，政府紧缩开支对一些军事项目有负面影响；金属加工制造行业反映说，总体经济形势不好，客户缩减订单；交通设备行业反映说，找不到技术熟练的工人。化学制品行业反映说，国内外经济形势不佳，使得销售下降。

综合 PMI 分项数据和行业反馈，可以看到，受到全球经济低迷和大宗商品价格下跌的影响，美国制造业未能独善其身，尽管地产市场有所恢复，但不足以拉动整体制造业的增长。由于美国制造业占整体工业的70%，且 PMI 对于美国经济周期拐点有很好的领先作用，2 季度末和 3 季度初美国经济可能会有所放缓。

图 18：美国 PMI 及分项



来源：wind、申万期货研究所

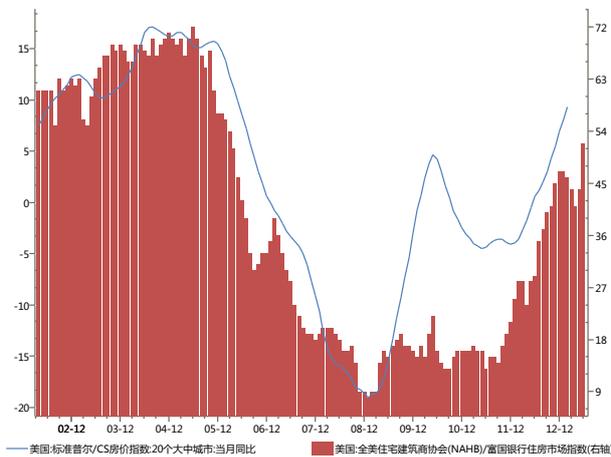
- 房地产

房价是衡量房屋市场的领先指标。首先从 NAHB 公布的住房市场指数来看，6 月份为 52，超越 50 这一景气关口，这说明认为市况良好的建筑商人数多于认为市况不佳的建筑商人数，调研数据显示，随着新屋需求的增加，建筑商们看到市场环境改善。其次从实际的房屋价格变化来看，标准普尔/CS 房价指数同比数据在 1 季度出现了大幅的反弹，平均反弹幅度达到 9%，创下了 06 年以来最好的同比表现。

以成屋销售来观察房屋销售情况，最新的销售数据延续了稳步增长的态势，只不过在今年年初这种态势有所放缓，环比来看几乎未见增长。新屋开工在今年年初总体维持增长的态势，只不过 4 月份出现了环比 18% 的下降，但仍好于去年同期水平。

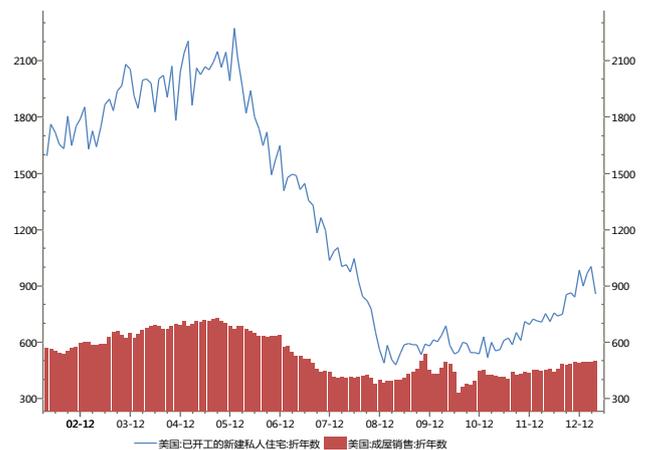
总体来看，经历了数年的“去杠杆化”之后，美国房地产市场开始出现谷底复苏-加速的态势，预计将持续给经济提供正能量。

图 19：房屋价格



来源：Bloomberg，申万期货研究所

图 20：成屋销售与新屋开工



来源：Bloomberg，申万期货研究所

- 消费与就业

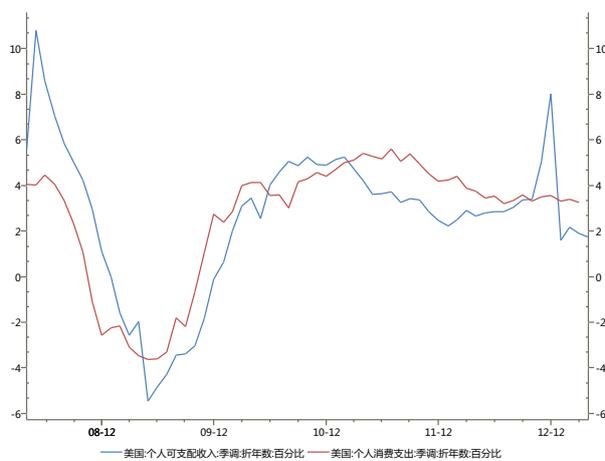
从高频数据来看，4 月份消费者支出出现了一年来首次的下滑，但从同比数据来看，仍延续了今年以来 2% 左右的增长。这也是 2011 年以来的平均水平。消费支出的放缓与个人收入的表现亦步亦趋，与整体经济温和复苏的表现不一致的是，居民可支

配个人收入增长走向下坡路，从这个角度能看到消费似乎后劲不足。

就业数据方面，从每月新增就业增长的态势来看，去年四季度以及今年一季度的每月新增就业人数一度大幅增长，平均新增接近 20 万人。但这种态势未能延续到二季度，最近两个月平均新增人数为 16 万。就业市场的变化与整体制造业下滑相对应。失业率表现则较为积极，最新的失业率为 7.6%，基本延续下跌的态势；从失业结构来看，超过半年以上失业占比为 37.30%，这与历史平均 18%相比，仍高达近一倍，这显示美国长期失业人数仍居高不下，为未来就业市场的复苏投下阴影。

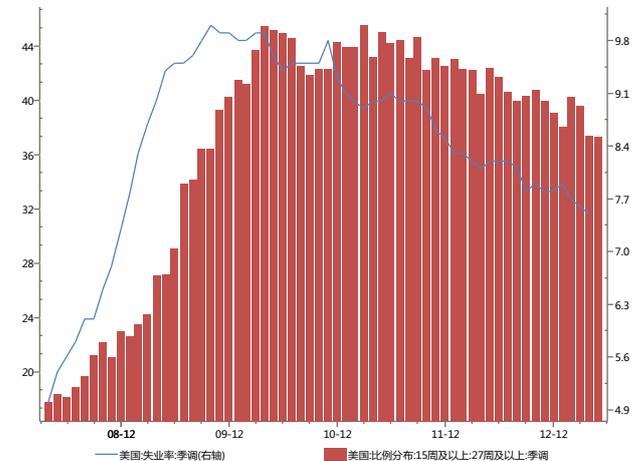
综合来看，2 季度消费和就业市场均显示放缓的迹象，鉴于美国消费对整体经济贡献较大，预计这可能会拖累整体经济的表现。

图 21：个人消费支出与收入



来源：Wind，申万期货研究所

图 22：失业率与失业半年以上占比

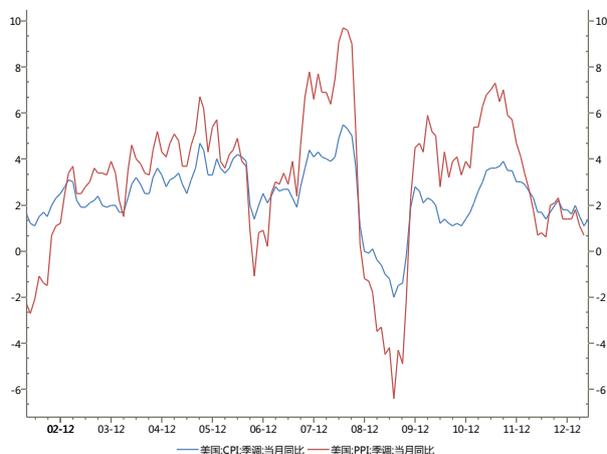


来源：Wind，申万期货研究所

• 物价水平

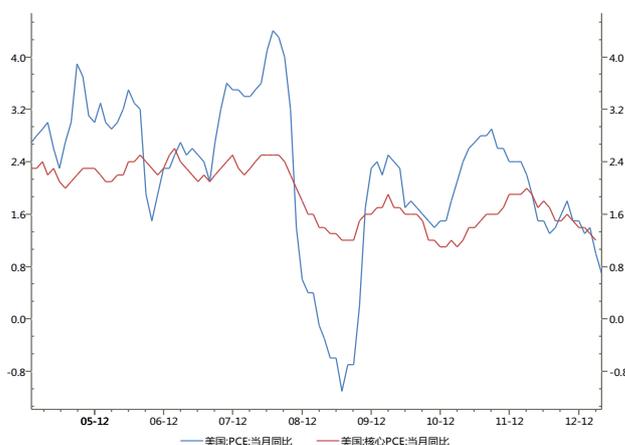
三大最主要的物价指数 CPI、PPI 和 PCE 今年总体来看都呈现温和走低的态势，且都低于 2% 的美联储目标水平。这主要是受到两方面因素影响，一方面是受到大宗商品价格下跌影响，另一方面实体需求的疲弱也使得物价水平偏低。由于整体工业生产和经济水平都趋缓，预计 2013 下半年物价水平仍将处于较低水平。

图 23: CPI 与 PPI



来源: Wind, 申万期货研究所

图 24: PCE



来源: Wind, 申万期货研究所

2.2 美国经济政策述评

在政策层面,美国近期最受市场关注的是自动减支政策对于经济的拖累以及政府的债务上限问题,和美国的货币政策是否会发生实质性转变,后者尤其是市场关注的焦点,下面就上述内容分别阐述。

2.2.1 自动减支政策拖累经济

总体来看,美国政党对于债务问题仍处于僵持阶段。4 月份美国总统奥巴马向国会提交了一份 3.8 万亿美元的预算案,呼吁增加税收收入;而美国众议院却通过了一项不加税的、在 2023 年实现预算平衡的计划。两党之间对于征税问题仍处于博弈阶段。

美财政部采取“特别措施”将债务上限到达日期拖至 9 月份。特别措施将释放 2600 亿美元,另外值得注意的是,9 月底美国还将通过另一个开支法案。达到债务上限的时间推迟,意味着这两件事情时间碰到了一起,到时候谈判的风险可能会进一步上升,因为政府将同时面临关门和债务违约的风险。

综合来看,维持 1 季度报告观点,即美国本年度财政紧缩是总基调。目前两党虽仍就债务削减问题进行谈判,但随着自动减赤的实施,其对经济的拖累作用已经在 2 季度得以体现,预计将仍拖累 3 季度经济的表现。值得注意的是,关键的时间点是 9

月份。

2.2.2 量化宽松政策

6 月份的美联储利率会议上，上调了 2014 年的经济预期、下调了连续三年的失业率，同时下调了两年通货膨胀。具体如下表：

表 1 美联储利率会议对经济指标的预测

	6 月份利率会议	5 月份利率会议
失业率	2013 年为 7.2-7.3%； 2014 年为 6.5-6.8%； 2015 年为 5.8-6.2%。	2013 年为 7.3-7.5%； 2014 年为 6.7-7.0%； 2015 年为 6.0-6.5%。
GDP	2013 年为 2.3-2.6%； 2014 年为 3.0-3.5%。	2013 年为 2.3-2.8%； 2014 年为 2.9-3.4%。
通胀	2013 年为 0.8-1.2%； 2014 年为 1.4-2.0%。	2013 年为 1.3-1.7%； 2014 年为 1.5-2.0%。

来源：美联储，申万期货研究所

从上表中可以看出，美联储对于经济总体表现出更乐观的判断，对就业市场尤其如此。在会后的新闻发布会上，主席伯南克说，如果美联储对于经济的预测是准确的，那么美联储很可能在今年稍晚放缓资产购买，并于 2014 年年中结束 QE。结束 QE 并不会马上售出 MBS 证券，同时重申了即使失业率降至 6.5%，也要经历“数个季度”才会考虑加息。

2.3 美国经济总结

根据二季度已公布的重要经济数据推算，预计美国经济二季度将较一季度放缓，处于 1.8-2.0% 之间。考虑到三季度美国财政紧缩依然持续，以及全球经济低迷的态势，预计三季度美国经济的增速将维持在这一水平，对四季度美国经济形势稍微乐观，可能会超过 2.3%。

2.4 欧洲国家经济形势简评

2.4.1 经济现状综述

从较长期的角度来看，欧洲家庭、企业“去杠杆化”依然在进行，加之政府实施紧缩的财政政策（也可理解为政府的“去杠杆化”），使得欧洲经济仍处于衰退边缘。以季度为周期来看，今年一至二季度欧洲经济虽然局部出现起色，但低谷盘整的基本格局依旧未变。

从综合指标来看，今年第一季度欧盟经济 GDP 同比收缩 0.7%，4 月份失业率达到 11%，与前值持平。再来看下经济综合景气态势，最新公布的制造业调查数据显示，欧元区 5 月制造业 PMI 终值为 48.3，环比出现反弹，维系了近 15 个月以来的高位，且为 4 个月来首次上升，高于去年同期值（45.1）。而 5 月份欧元区服务业和综合 PMI 终值分别为 47.2 和 47.7，高于前值及去年同期值。但是，欧元区主要国家 PMI 终值仍位于荣枯线以下。调查还显示，欧元区 5 月份企业活动收缩速度小幅放缓，但新订单仍处于长期短缺状态。这一切都表明欧洲经济复苏仍是一个比较漫长的过程。

从国别来看，欧盟两大经济引擎——德国和法国经济分化的态势仍然明显。如果德法之间经济差距继续拉大，将对两国之间以及在欧盟内部进行政策协调，对于“欧债危机”的缓解和欧元的走势都将产生不利的影 响。“欧债危机”的核心焦点国家——西班牙和意大利的经济表现也可谓喜忧掺半。

以下是对欧元区主要成员国家近期经济特点的简述：

- **德国**

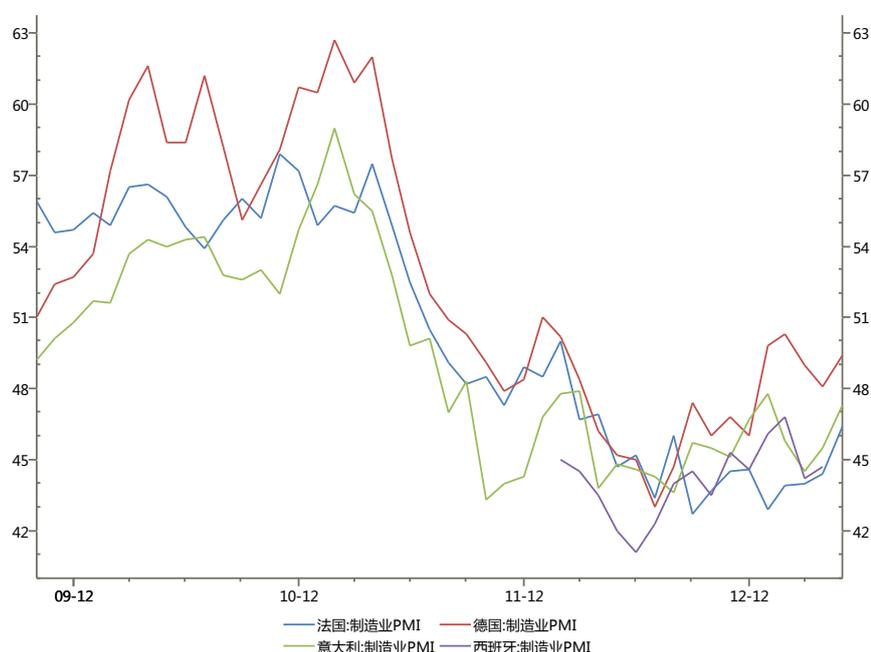
数据显示，德国制造业在 5 月份略有萎缩，当月制造业 PMI 终值上修至 49.4，高于 48.1 的前值，亦高于去年同期水平，出口和新订单为三个月以来首次出现扩张。当月德国服务业 PMI 为 49.7，较前值 49.6 微幅上升，并带动综合 PMI 有所上涨。由于其支柱行业制造业和优势产业出现较好反弹，德国实际 GDP 自去年第四季度环比下降 0.7% 恢复到今年第一季增长 0.1%。

- **法国**

法国今年第一季度 GDP 环比下降 0.16%，有效投资不足是

主因。二季度以来经济略有改善，从制造业数据来看，今年5月法国制造业 PMI 终值 46.4，高于前值 44.4，连续 5 个月出现回升。但离 50 的荣枯线仍有一定距离。相关调查显示，法国制造业信心显著恢复，好于预期，但仍居于长期均衡水平下方。与此同时，其服务业 PMI 仍在低位徘徊，5 月份为 44.3，与 4 月份持平，考虑到服务业在法国 GDP 中占比（18.3%）远高于制造业（10.3%），这说明较之德国，法国经济恢复进程仍然比较乏力。

图 25：欧洲四大经济体 PMI



来源：wind、申万期货研究所

• 西班牙

西班牙一季度 GDP 同比下降 2.0%，环比下降 0.5%，这是连续第 7 个季度收缩，国内需求乏力是经济羸弱症结所在。从行业来看，支柱行业服务业的销售额虽然环比有所好转，但同比仍低于去年。亮点在于出口，一季度继续保持快速增长，同比增长 3.9%，保持连续五个季度增长的势头。另外，西班牙今年 5 月制造业 PMI 为 48.1，虽然低于 50，但已是 20 个月以来的最高水平。

• 意大利

意大利一季度 GDP 同比下降 2.4%，环比下降 0.6%，消费和投资均比较萎靡。投资方面，企业固定资产投资环比下降 3.3%，同比大幅下降 7.5%；消费方面，一季度消费环比下降 0.5%，同

比下降 3.4%。二季度以来，意大利制造业开始好转，5 月份 PMI 到了 47.3，环比回升；新订单指数虽然仍较低，但是从 21 个月的低点开始反弹，显示未来或有好转。但服务业 PMI 出现回落。外贸也有亮点，5 月份对欧盟以及非欧盟地区都出现了贸易盈余，而去年同期则是贸易赤字。

- **其他关键国家**

其他国家方面，希腊贸易赤字和制造业景气均出现了一定改善，但整体经济仍处于深度衰退之中。英国今年第一季度 GDP 环比增长 0.3%，5 月制造业 PMI 为 51.3，环比增加，英国一季度经济避开了五年来的第三次“技术性”衰退，减轻了英国政府此前承诺将坚持国际货币基金组织要求进行紧缩计划的压力。

2.4.2 通胀水平及政策简评

从通胀水平来看，欧盟 5 月 CPI 为 1.4%，虽较上月有所反弹，但总体仍处于较低的水平。4 月份，比利时、德国、希腊和法国的物价环比下降，希腊连续第二个月处于通缩中。物价疲弱也从侧面反映出家庭消费意愿和公司投资意愿不强，显示欧盟地区“总需求疲弱”的现实。

从政策方面来看，为应对低迷的经济形势，欧洲央行实施了积极的货币政策：5 月初将基准利率下调至 0.5%。欧洲央行行长德拉吉还说对于实施“负利率”持“开放立场”，显示出在“经济低迷+通胀较低”的内部环境下，以及日本央行量化宽松货币政策的外部环境下，欧洲央行宽松的货币倾向。但财政政策方面，则依然紧缩。财政方面，虽然各国政府透露出了暂缓紧缩的政策意图，但考虑到德国 9 月份将开始大选，预计并不会出台正式的政策。综合来看，欧洲政策方面的支持依然仅是货币政策层面的。

2.4.3 “欧债危机”追踪

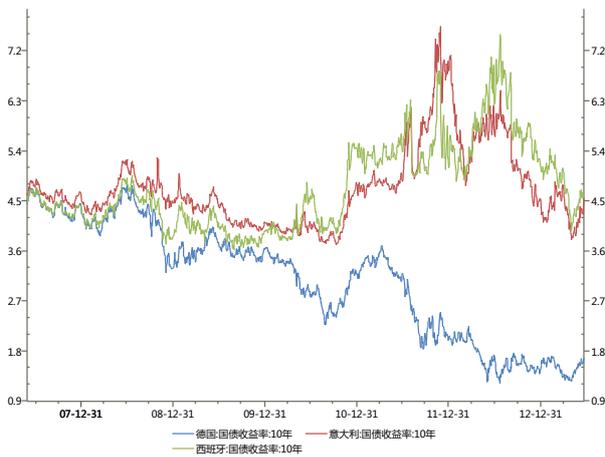
上半年欧洲市场除了塞浦路斯和意大利大选搅起了两次小波浪，其他的时间，则似乎风平浪静。但这并不意味着“欧债危机”已经得到了解决，而是因为今年上半年全球金融市场充沛的流动性（日本央行的量化宽松政策）以及欧洲央行的下调利率，加之全球经济仍处于复苏进程，共同造成的。支持这一逻辑的是意大利和西班牙的国债收益率一路走低，且与德国国债走势亦步亦趋，资金面和市场情绪主导了欧洲国债市场。

虽然欧洲执委会称塞浦路斯银行重组是未来欧洲银行业重组的模板,可以看到未来银行业联盟以及银行统一监管仍是大势所趋,但考虑到去年“欧债危机”激化时曾提到今年将出台银行联盟的细节措施,而到目前为止也仅仅是财长会议上的一致认可,仍没有具体的措施。造成这种情况的原因,恐怕是今年9月份德国将举行大选,很有可能重大的政策将拖到大选之后进行。

在政策层面,我们最为关注:相关国家的银行体系能不能继续通过欧洲三大流动性机制--ESM,OTM 和 LITRO 来维系资金补给能力。这有赖于财政契约和银行统一监管的模式细化性实施;2014 年建立统一的欧洲偿债基金也是在为发行统一的欧元债券进一步奠定机制基础,这些措施需后市持续跟踪。

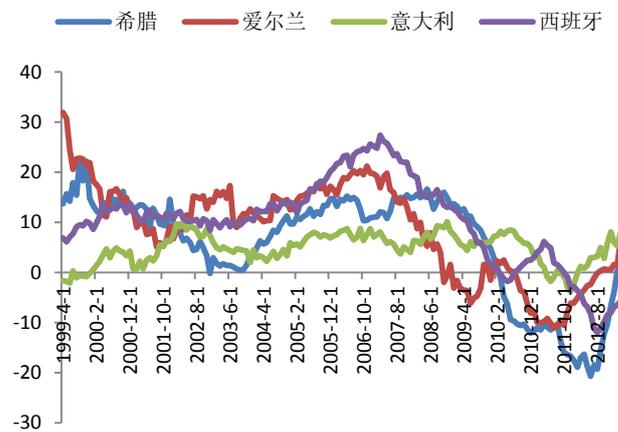
就今年下半年来看,我们认为重要的时间窗口是9月份。除了德国大选的因素以外,届时如果美国按照早前论调,因为就业改善而提前进行流动性退出,率先打破全球“量化宽松”货币平衡格局,资金可能持续回流到美国,届时如果欧洲经济恢复程度不佳,可能会引发欧债危机反复化。

图 26: 欧洲国家收益率



来源: Wind, 申万期货研究所

图 27: 欧元区核心国家银行存款增长情况



来源: Wind, 申万期货研究所

2.5 其他国家和地区经济形势简评

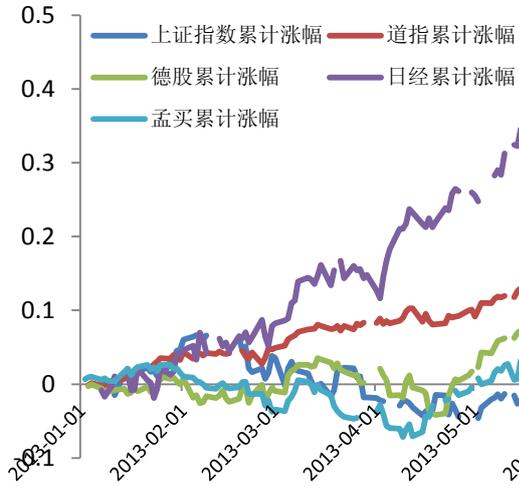
今年最受瞩目的国家当属日本，其史无前例的量化宽松政策，以及大肆宣扬的“安倍经济学”，政策干预经济和金融市场可谓力度颇大。从实体层面看到，日本的经济景气指数连续反弹，并在5月份步入了扩张的阶段。但实体经济是否可以持续的复苏，有赖于政策的配合，具体来看，“安倍经济学”三大支柱：大胆的货币政策、灵活的财政政策、经济增长战略。前两者已经在2季度推行，并一度刺激日本股市大幅走高，但受到美联储将减少购债的影响，日本股市自高位回落逾20%，在这样的背景下，安倍政府推出第三大战略即经济增长战略，只不过该“日本再兴战略”由于缺乏具体实施措施，很可能是为7月份的参议院选举造势。因而，从政策层面关注日本经济下半年的影响，还要关注秋季具体提出的“产业竞争力强化法案”的具体实施细节。当前日本经济仍然是温和复苏的格局。

3、2013年下半年策略展望

二季度全球金融市场产生了数次“共振”，资产之间的联动性加强，且更为有意思的是，全球股市与债券市场出现了“齐跌”的走势。这一现象的背后的市场逻辑是：美联储决定在今年年底减少购债，即流动性将减少。让我们从更长的周期来看，2008年金融危机以后，全球主要央行纷纷向金融市场注入史无前例的流动性，传统的避险资产（债券）与风险资产（股市）齐涨，从这个角度来看，流动性在一定程度上扭曲了市场。而二季度当美联储释放出将“减少购债”的政策意图时，无怪乎市场的这种“恐慌”表现了。以CRB为代表的商品指数二季度出现了筑底的迹象，且与美元指数关联度有所降低，这可能是由于后者波动性走高所致。

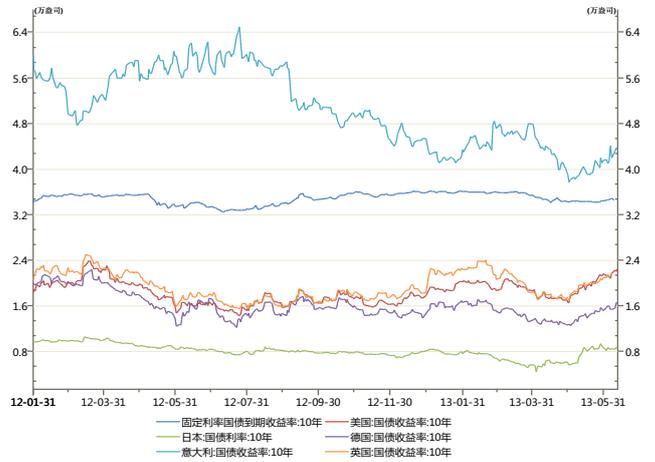
二季度中国金融市场方面来看，股市、债市和商品市场再次体现了一个特性，即从反映实体经济层面的“定价能力”来看，商品领先于债市，债市领先于股市。年初以来，国内工业品和基金属率先下跌，而股市则展开一波反弹，随后开始下跌，债市在股市反弹之时依然保持坚挺显示对于经济仍较为谨慎，而后受到6月份资金紧张的影响，股债双双走低。而商品方面，受到资金紧张的影响相对较小。

图 28：全球主要股市走势



来源：Wind，申万期货研究所

图 29：全球主要债券市场走势



来源：Wind，申万期货研究所

图 30：股市、债市与工业品指数



来源：wind、申万期货研究所

我们对下半年金融市场的逻辑如下：

首先，让我们梳理下国际金融市场演变的情况，从经济面来看，美国经济复苏反复、欧洲仍陷入低迷，对中国外需影响负面；从资金面来看，美联储可能将会减少购债，流动性减少；从市场

情绪来看，受到美联储“减少购债”的影响，债券市场波动较大。总体来看，国际金融市场的的影响趋于“负面”。

我们认为国际金融市场的的影响是：1、国际因素对于中国股市和债券市场影响为负面，但总体主要体现在实体经济层面，注意流动性是否会出现逆转；2、国内大宗商品主要影响为贵金属、有色金属尤其是铜价，二者金融属性较高，高度敏感美联储的货币政策；以及国内化工品的原料原油；农产品受影响相对较小。

其次，就国内金融市场来看，由于我们预计三季度经济低迷的态势将持续，且资金面中性趋紧，因而股票市场和债券市场相对而言都同样受到资金紧张的负面影响，三季度物价水平相对温和对债券有一定的负面影响，但总体而言经济的低迷对债券市场有一定的支撑作用。假如没有政策刺激，股市或维持低迷的态势。

我们对国内商品市场的基本逻辑如下：从宏观面来看，总需求预计将延续低迷的态势，这不支持工业品和基金属有向上的趋势性行情；从基本面来看，我们认为总需求影响基本面的“需求”，而针对需求减少，行业的“限产保价”能力是品种分化的主要原因，这种情况在二季度已经得到了体现。“限产保价”（实际上螺纹仍在增产）能力较差的产业链：煤-焦-钢预计难以摆脱颓势，而“限产保价”能力较强的化工行业：塑料、PTA 则将相对强势。综合宏观面来看，预计主要品种将难以出现趋势性行情，考虑到三季度国内外负面因素产生了叠加效应，贵金属、铜的下跌趋势值得关注。值得注意的是，9月份是重要的时间窗口，关注届时国际上（美联储减少购债、德国大选等政策）、国内（四季度将召开的三种全会）的重要政治政策事件。