



执笔人:

钟伟/魏伟

山雨欲来，经改待启

要点:

■ 中国经济增长与通胀：应对下行压力

我们认为今年中国宏观经济关注的核心就是：如何应对增长和通胀的下行压力。保增长是为了促改革，宏观经济政策对于增长下行的容忍度在加强，但依然会对经济的下行压力作出反应，大规模的逆周期刺激政策不会出现。政府依然会千方百计的保证就业，并保持经济增长维持在合理区间。第三产业经济增长表现相对较好，经济结构调整有所加快。

我们预计 2014 年全年经济增长都会围绕 7.5%左右波动，并且波动率极小，一季度经济增长 7.4%可能带来的影响是短期内无必要再加码经济刺激政策了，而往后的政策依然以微调为主。

关于经济增速和其他数据的加总偏差问题。我们认为 2014 年政府对投资和消费的调控预期十分简单，投资同比少增 2 个百分点的冲击，为消费多增 2 个百分点所抵消，外贸严峻，然后全年经济增长总体在约 7.5%，但考虑到房地产投资和居民收入增长的持续放缓，全年要达到政策预期是困难的。从第一季度的宏观经济运行情况看，投资和消费均极其接近我们对全年的预期，但都已差于政策调控目标区间。当下出现的情况是，宏观加总之后的经济增长明显偏离了按经验可以接受的增长预期。出现了 1998 现象，这种加总谬误，全年都将平稳存在。

■ 中国经济流动性：央行强势政策偏紧，需求衰退现宽松

央行仍会在权衡中谋求平衡，但其姿态包含三个坚定，一个冲击，并导致一个结局。央行的三个坚定是：第一，在不断微调的同时坚定保持稳中偏紧的货币政策姿态；第二，在调控标内的同时坚定地强调表外业务表内化的要求；第三，在维持适当的信贷和货币供应量等数量指标的同时，坚定以观察价格指数为微调的决定性因素。央行货币政策态度可能带来的一种冲击：这种冲击就是钱荒卷土重来的可能性。

衰退性宽松在 2012，2013 年仍是个不靠谱的命题，但在 2014 年，随着增长和通胀的下行，随着存量货币加速回流收益率下滑的实体经济，衰退性宽松有可能逐渐成立，其中名义利率见顶的拐点可能早于实际利率见顶的拐点。

■ 全球经济：经济缓慢复苏，大宗商品价格走势疲弱

给发达国家经济在 2014 年的情况排序，维持我们去年年底的结论：欧洲可能是能够带来惊喜的；美国经济增长一季度明显低于预期，但随后的二季度可能会重回升势，量宽退出将保持正常步伐；日本经济似乎透支了长期的增长潜力，进入二季度后可能难以乐观；新兴市场经济体依然在调整的过程当中，但一季度显示出一些效果，并有一些企稳的迹象。大宗商品价格较为疲软，最重要的原因就是中国的经济结构转型给大宗商品的边际需求带来了巨大的影响。



正文目录

一、中国经济增长与通胀：应对下行压力	- 6 -
1.1 宏观经济目标与政策解读	- 6 -
1.2 经济增长：结构转型稳增速，刺激政策渐落空	- 7 -
1.3 通货膨胀：CPI 平稳略向下，PPI 回升尚有难度	- 12 -
附录 1：房地产行业供给端压力渐显，致房地产投资增速下行	- 13 -
二、中国经济流动性：央行强势政策偏紧，需求衰退现宽松	- 16 -
2.1 央行艰难中谋求平衡，货币政策坚持中性偏紧	- 16 -
2.2 货币需求疲软带来名义利率下行	- 17 -
2.3 利率曲线陡峭化和缓慢下行过程中仍可能面临冲击	- 19 -
2.4 流动性对股票市场的影响：数量指标趋向负面，价格指标有改善可能	- 20 -
附录 2：流动性指标对股指的相关性分析	- 21 -
三、全球经济：经济缓慢复苏，大宗商品价格走势疲弱	- 24 -
3.1 全球经济运行：经济缓慢复苏	- 24 -
3.2 大宗商品价格：走势疲弱	- 28 -



图表目录

图表 1	历年 GDP 增速目标与实际.....	- 6 -
图表 2	历年 CPI 增速目标与实际.....	- 6 -
图表 3	历年财政赤字与赤字率目标.....	- 7 -
图表 4	历年 M2 增速目标与实际.....	- 7 -
图表 5	经济数据前瞻.....	- 8 -
图表 6	2014 年一季度增长保持在合理区间.....	- 8 -
图表 7	第三产业经济增长是拉动增长的重要因素.....	- 8 -
图表 8	工业增加值增速有所企稳.....	- 9 -
图表 9	工业品生产有所下滑.....	- 9 -
图表 10	房地产投资大幅回落，基建投资略向上.....	- 10 -
图表 11	地方项目投资增速有所下滑.....	- 10 -
图表 12	社会消费品零售总额增速基本稳定.....	- 11 -
图表 13	中西医药、汽车和办公用品消费尚可.....	- 11 -
图表 14	餐饮消费边际开始改善.....	- 11 -
图表 15	居民收入增速缓慢上升.....	- 11 -
图表 16	2014 年一季度进出口均现大幅波动.....	- 12 -
图表 17	2014 年一季度我国仅对香港出口大幅下滑.....	- 12 -
图表 18	2014 年一季度顺差仅 167.4 亿美元.....	- 12 -
图表 19	短期出口订单有所回升.....	- 12 -
图表 20	CPI 较为平稳，PPI 回升尚难.....	- 13 -
图表 21	农产品价格一季度处于调整期.....	- 13 -
图表 22	商品房施工面积总量达 66.56 亿平米.....	- 14 -
图表 23	房地产新开工 2013 年创历史新高.....	- 14 -
图表 24	2014 年一季度房地产新开工明显负增长.....	- 14 -
图表 25	2014 年一季度商品房销售面积增长为负.....	- 14 -
图表 26	2014 年 1-3 月 30 大中城市商品房销售负增长.....	- 14 -
图表 27	新建住宅和二手住宅价格指数同比均现回落.....	- 14 -
图表 28	货币政策坚持中性，GDP+CPI 拉动 M2 下行.....	- 18 -



图表 29	2014 年一季度 M2 增速下滑至 12.1%	- 18 -
图表 30	信贷新增和社会融资总额基本稳定	- 18 -
图表 31	影子银行融资有所收敛	- 18 -
图表 32	理财产品收益率缓慢下行	- 18 -
图表 33	票据贴现利率持续下行	- 18 -
图表 34	银行间利率曲线变动走势	- 19 -
图表 35	国债收益率曲线变动走势	- 19 -
图表 36	一季度外汇资金流入较多	- 20 -
图表 37	人民币汇率持续贬值	- 20 -
图表 38	银行间短期利率有所下降	- 20 -
图表 39	长期债券收益率高位震荡	- 20 -
图表 40	发达经济体通胀压力较小	- 21 -
图表 41	M2-M1 和上证综指散点图	- 23 -
图表 42	M2-M1 和上证综指趋势图	- 23 -
图表 43	实际利率和上证综指散点图	- 23 -
图表 44	实际利率和上证综指趋势图	- 23 -
图表 45	实际利率和修正指数散点图	- 23 -
图表 46	实际利率和修正指数趋势图	- 23 -
图表 47	美国一季度 PMI 指数出现回落	- 24 -
图表 48	美国一季度工业生产指数回落	- 24 -
图表 49	美国 1-2 月零售额大幅下滑, 3 月有所回升	- 25 -
图表 50	美国一季度新屋开工数量显著下滑	- 25 -
图表 51	美国一季度通胀有所回升	- 25 -
图表 52	美国一季度劳动力市场情况	- 25 -
图表 53	欧元区投资和消费逐渐回暖	- 26 -
图表 54	欧元区一季度通胀继续走低	- 26 -
图表 55	欧元区失业率依然较高	- 26 -
图表 56	英国工业生产和房价指数回升	- 26 -
图表 57	英国通胀水平回落	- 27 -
图表 58	英国失业率回落	- 27 -



图表 59	日本商业销售额增速上行.....	- 27 -
图表 60	日本通胀水平持续回升.....	- 27 -
图表 61	新兴市场经济增长情况.....	- 28 -
图表 62	新兴市场通胀情况.....	- 28 -
图表 63	主要工业商品的消费需求市场（国别）占比.....	- 29 -
图表 64	原油价格较为平稳.....	- 29 -
图表 65	铜铝价格均走弱.....	- 29 -
图表 66	原油价格较为平稳.....	- 30 -
图表 67	铜铝价格均走弱.....	- 30 -



一、中国经济增长与通胀：应对下行压力

1.1 宏观经济目标与政策解读

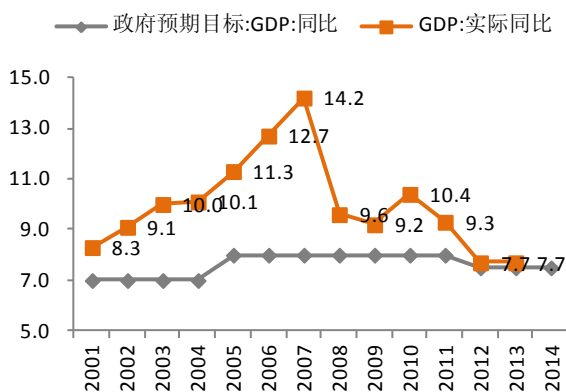
李克强总理今年已经在多次场合表示了对今年经济增长的看法：今年中国经济增长预期目标是7.5%左右，无论经济增速比7.5%高一点，或低一点，只要能够保证比较充分的就业，不出现较大波动，都属于在合理区间。同时强调不会采取短期的刺激政策。

我们认为今年中国宏观经济关注的核心就是：如何应对增长和通胀的下行压力。保增长是为了促改革，宏观经济政策对于增长下行的容忍度在加强，但依然会对经济的下行压力作出反应，大规模的逆周期刺激政策不会出现。政府依然会千方百计的保证就业，并保持经济增长维持在合理区间。

因此我们有理由对于经济增长不那么悲观，也有理由对改革的进程略显乐观。国务院出台应对1季度宏观经济的措施，一是提升对小微企业的所得税免征起点，二是加大棚户区改造投入，三是加速铁路投资。虽然我们认为政策的边际刺激效应在下降，政策力度也不强，但对于维系经济保持在合理区间还是有利的。

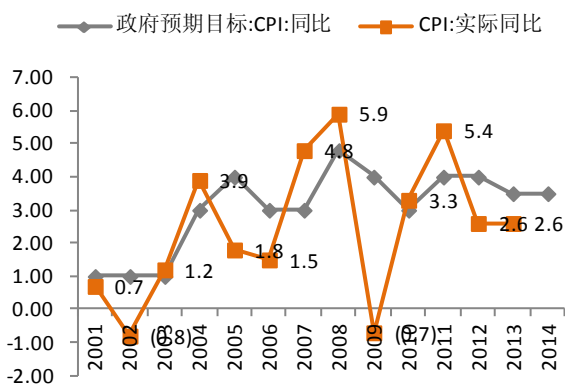
观察2014年宏观经济的调控指标，投资，消费和外贸的同比增长目标分别为17.5%、14.5%和7.5%，而上述指标在2013年分别为19.3%、13.1%和7.6%。我们倾向于认为已有的政策应对力度使这种调控在完成投资增速目标方面较为有望，而消费和外贸目标的大成则无望。因此，年内经济下行的压力依然存在，关键看如何应对。

图表1 历年GDP增速目标与实际



资料来源: CEIC

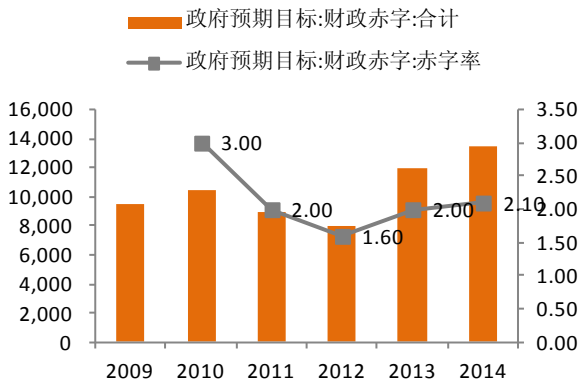
图表2 历年CPI增速目标与实际



资料来源: CEIC

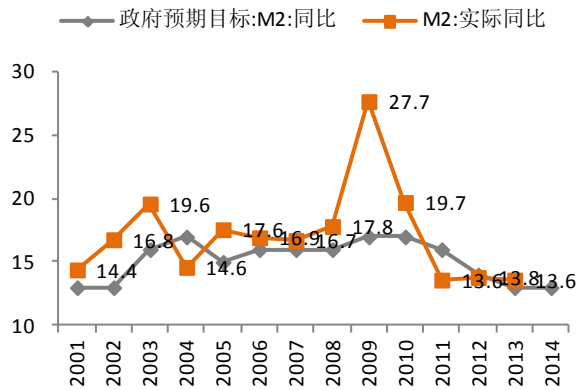


图表3 历年财政赤字与赤字率目标



资料来源: CEIC

图表4 历年M2增速目标与实际



资料来源: CEIC

1.2 经济增长: 结构转型稳增长, 刺激政策渐落空

1、经济增长: 结构转型稳增长, 数据加总显谬误

2014 年一季度国内生产总值 12.8 万亿元, 同比增长 7.4%。分产业看, 第一产业同比增长 3.5%; 第二产业同比增长 7.3%; 第三产业同比增长 7.8%。从环比看, 一季度国内生产总值增长 1.4%。

从公布的数据来看, 经济增长平稳的势头变得更加明确, 经济增长的数据略高于我们和市场之前的预期, 在工业增加值、投资增速、消费增速和外贸增长表现均略低于预期的情况下, 经济增长能够保持相对平稳主要取决于经济结构调整和产业结构优化的贡献, 同时也体现了政府稳增长稳定预期的决心。

根据国家统计局对于经济及产业结构优化的描述: “一季度, 第三产业增加值占国内生产总值的比重为 49.0%, 比上年同期提高 1.1 个百分点, 高于第二产业 4.1 个百分点。内需贡献继续提高。一季度, 最终消费支出占国内生产总值比重为 64.9%, 比上年同期提高 1.1 个百分点。城乡居民收入差距进一步缩小。一季度, 农村居民人均现金收入实际增长快于城镇居民人均可支配收入 2.9 个百分点, 城乡居民人均收入倍差 2.53, 比上年同期缩小 0.06。节能降耗继续取得新成效。一季度, 万元国内生产总值能耗同比下降 4.3%。”

我们预计 2014 年全年经济增长都会围绕 7.5% 左右波动, 并且波动率极小, 一季度经济增长 7.4% 可能带来的影响是短期内无必要再加码经济刺激政策了, 而下半年的政策在无出现经济大的滑坡的前提下依然以微调为主。

关于经济增速和其他数据的加总偏差问题。我们认为 2014 年政府对投资和消费的调控预期十分简单, 投资同比少增 2 个百分点的冲击, 为消费多增 2 个百分点所抵消, 外贸严峻, 然后全年经济增长总体在约 7.5%, 但考虑到房地产投资和居民收入增长的持续放缓, 全年要达到政策预期是困难的。从第一季度的宏观经济运行情况看, 投资和消费均极其接近我们对全年的预期, 但都已差于政策调控目标区间。当下出现的情况的是, 宏观加总之后的经济增长明显偏离了按经验可以接受的增长预期。出现了 1998 现象, 这种加总谬误, 全年都将平稳存在。

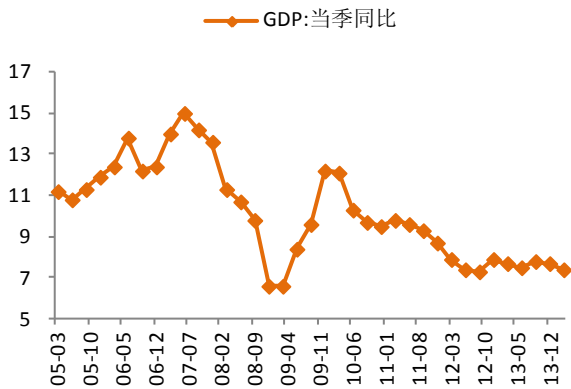


图表5 经济数据前瞻

	实现值			预测值		
	2013	2014Q1	2014/03	2014/04	2014Q2	2014
经济增长						
GDP (%)	7.7	7.4	/	/	7.3	7.4
工业增加值 (%)	9.7	8.7	8.8	9.2	9.3	9.2
固定资产投资: 累计 (%)	19.6	17.6	17.6	17.8	18.0	18.5
社会消费品零售总额 (%)	13.1	12.0	12.2	12.5	12.5	13.2
出口 (%)	7.9	-3.4	-9.0	4.7	4.8	5.0
进口 (%)	7.3	1.6	-11.3	8.9	9.7	10.0
外贸顺差 (亿美元)	2592	167	77	100	450	1750
PMI*	/	/	50.3	50.5	/	/
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.6	2.3	2.4	2.1	2.0	2.2
PPI 同比 (%)	-1.9	-2.0	-2.3	-1.8	-1.2	-0.6
货币金融						
M2 (%)	13.6	12.1	12.1	12.5	12.9	13.3
新增信贷 (万亿元)	8.89	3.01	1.05	0.85	2.90	9.60
1 年期存款利率 (%)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
美元兑人民币汇率*	6.10	6.15	6.15	6.16	6.15	6.12

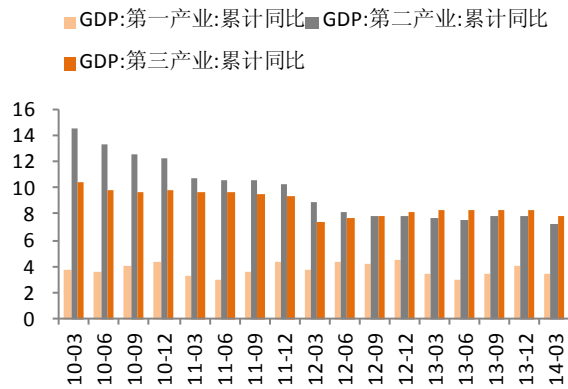
数据来源: 自行整理

图表6 2014年一季度增长保持在合理区间



资料来源: CEIC

图表7 第三产业经济增长是拉动增长的重要因素



资料来源: CEIC

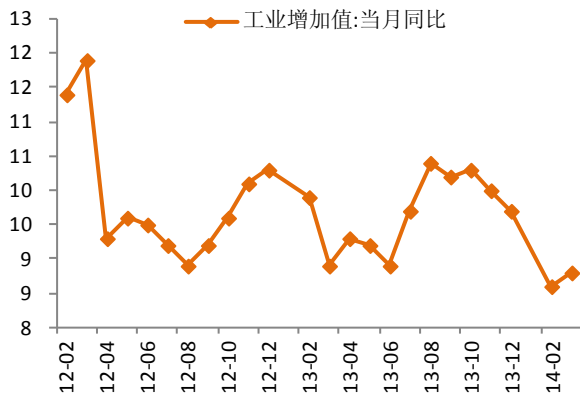
2、工业生产：产能去化导致工业生产难以乐观

2014 年一季度，工业增加值增速 8.7%，其中 3 月份工业增加值增速 8.8%，三月较二月工业增加值表现有所企稳。工业生产相对低迷，主要原因是产能去化所带来的压力持续存在，对于 2014 年工业生产很难有理由特别乐观，工业生产的低迷是由产业结构的调整所直接带来的，从另一个角度看，2014 年经济结构转型和产业结构的调整已经较 2013 年有所加快。



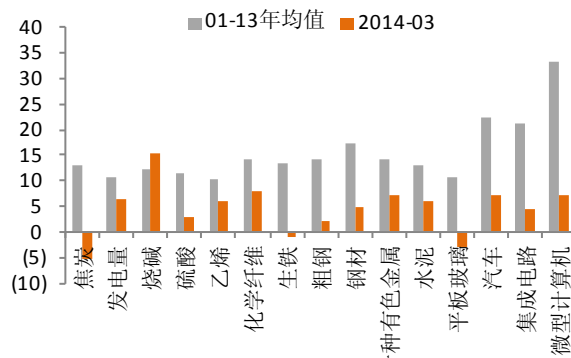
从工业品生产的情况来看，发电量的表现差强人意，但一些产能过剩行业，例如钢铁、焦炭、平板玻璃、部分化工产品等均表现较差，这和整体的产业结构调整形势基本匹配。

图表8 工业增加值增速有所企稳



资料来源: CEIC

图表9 工业品生产有所下滑



资料来源: CEIC

3、固定资产投资：房地产市场走势定固定资产投资能否稳定

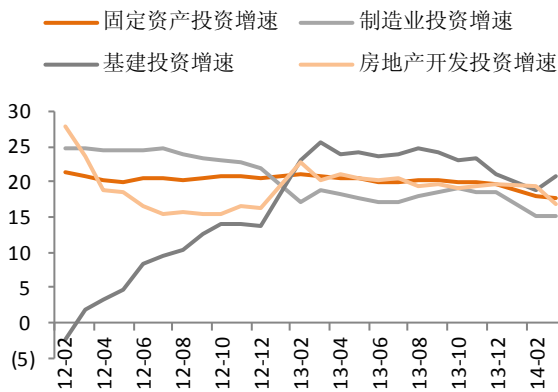
2014年1季度，固定资产累计投资增速17.6%，较1-2月下滑0.3个百分点，其中房地产开发累计投资增速下滑至16.8%，呈现明显下行，制造业累计投资增速15.2%，处于低位企稳的态势，基础建设投资累计投资增速20.88%，有所回升。

投资增速的下行主要是房地产开发投资增速下行所引起的，基建投资依然起到稳定增速的作用，这和我们去年年底以来的判断完全一致。如果从单月的情况来看，这种情况就表现的更为明显，2014年3月，房地产开发、制造业和基建投资的单月增速分别为11.8%、15.4%、25.11%，房地产投资下行和基建投资上行呈现出明显的分化。

投资增速能否稳定的关键在于房地产市场能否平稳。就克强总理已经作出的政策微调而言，边际上多建100万套棚户区改造，多建1000公里铁路，以及对小微企业的种种优惠等，这些小的微调加总起来，影响全年投资增速不会超过1.5个百分点。它能否抵消房地产投资的下滑？从首季的房地产投资，销售，尤其是新开工的增速看，新开工，新拿地已出现剧烈下跌，2013年全年新开工接近20亿平米，今年能维持在勉强高于10亿平米就不错。就销售金额和面积看，负增长5-10%是大概率，土地市场将迅速冰封。因此已有的投资激励政策是否力度足够，视房地产是否快速下行而定。目前房地产处于急剧加速下行的进程中。涉房投资的同比少增可能超过万亿元，而目前微调的对冲政策力度不足4000亿。如无进一步的涉房政策调整，投资将难以稳定。

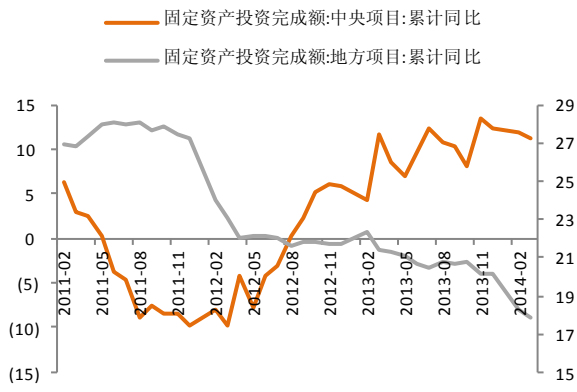


图表10 房地产投资大幅回落，基建投资略向上



资料来源: CEIC

图表11 地方项目投资增速有所下滑



资料来源: CEIC

4、消费增长：收入增长依然缓慢，消费增长仅能缓慢回升

2014年1-3月份，社会消费品零售总额同比增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。其中，限额以上单位网上零售额815亿元，增长51.7%。

2014年3月份，社会消费品零售总额同比名义增长12.2%（扣除价格因素实际增长10.8%）。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长10.2%。按消费形态分，1-3月份，餐饮收入同比增长9.8%；商品零售同比增长12.2%。3月份，餐饮收入同比增长10.2%；商品零售同比增长12.5%。

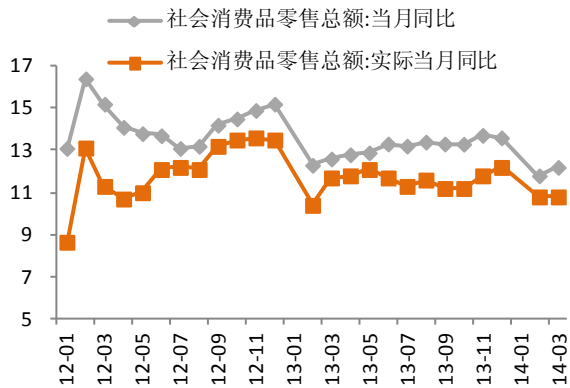
消费增长的表现相对稳定，餐饮消费较2013年有所改善，反映了反腐尚在持续，但其边际影响依然有所下降。分行业来看，一般消费、地产相关消费等均较去年增长有所回落，相对表现较为稳定的是中西医药、汽车和办公用品。

统计局最新公布了限额以上单位网上零售额的增长情况，同比增长达51.7%，可见网络消费的增长速度依然较为可观，限额以上网上零售额占限额以上零售消费总额的8%左右，预计较高的增速将会持续。

从居民收入增速的变化来看，2014年一季度，城镇居民和农村居民收入增速均稳步缓慢上升，考虑到经济增长的速度有所放缓，因此居民收入在经济总量中的占比缓慢提高，但整体来看，居民收入增速依然不快，2014年一季度城镇居民人均可支配收入实际增长7.2%，农村居民人均现金收入实际增长10.1%，恐难以对消费形成太多正面的刺激，仅能够维持缓慢改善的格局。因此我们预计年内消费也将呈现缓慢改善的格局。

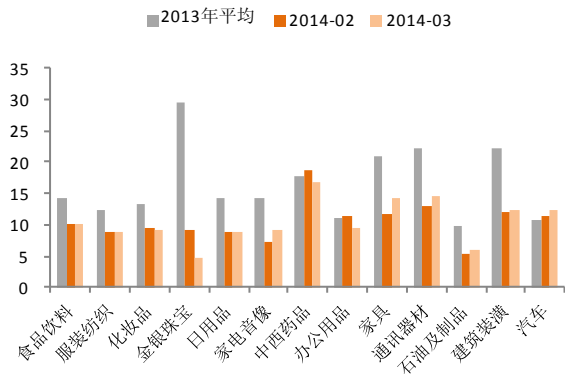


图表12 社会消费品零售总额增速基本稳定



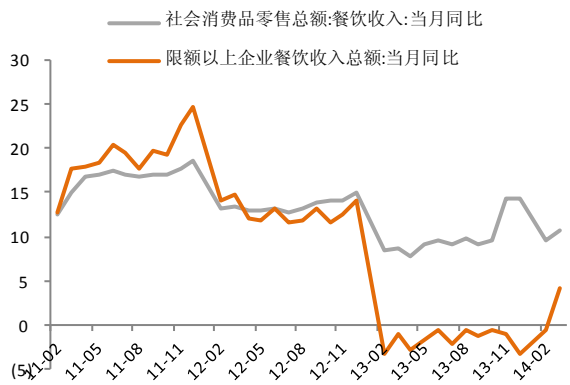
资料来源: CEIC

图表13 中西医药、汽车和办公用品消费尚可



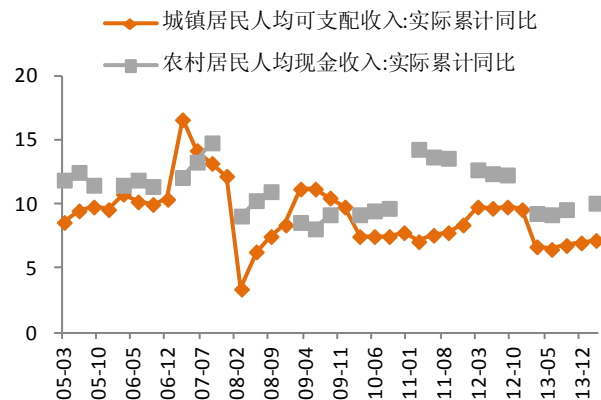
资料来源: CEIC

图表14 餐饮消费边际开始改善



资料来源: CEIC

图表15 居民收入增速缓慢上升



资料来源: CEIC

5、贸易增长: 贸易增长表现混乱不具代表性

2014 年一季度, 进出口总额 9659 亿美元, 同比下降 1.0%。其中, 出口 4913 亿美元, 下降 3.4%; 进口 4746 亿美元, 增长 1.6%。进出口相抵, 顺差 167.4 亿美元。

一季度进出口数据波动极大, 原因在于 2013 年一季度虚假贸易盛行提高了贸易基数, 2 月中旬央行和外管局联手打击机构热钱, 人民币汇率走势逆向波动导致套利贸易大幅下降, 从对香港的贸易数据能够看出明显的变化。

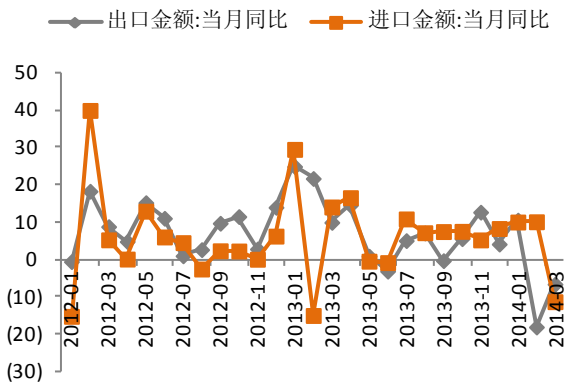
从外围的情况来看, 外贸的基本面并不会会有明显变坏的迹象, 外贸的边际增量主要来自于新兴市场, 2014 年一季度新兴市场经济显现出企稳的迹象, 对中国外贸的影响逐渐偏正面一些, 美国、欧洲的经济处于缓慢复苏的轨道。因此一季度因为种种原因造成的外贸大幅波动不会有代表性, 这种情况不会持续。

对于外贸的未来走势其中关键因素在于如何看待汇率变动? 有三种可能的结果, 一是中资国境内外套利, 二是热钱和央行对赌, 三是外资唱空做多。但无论如何, 人民币贬值大致上不反映



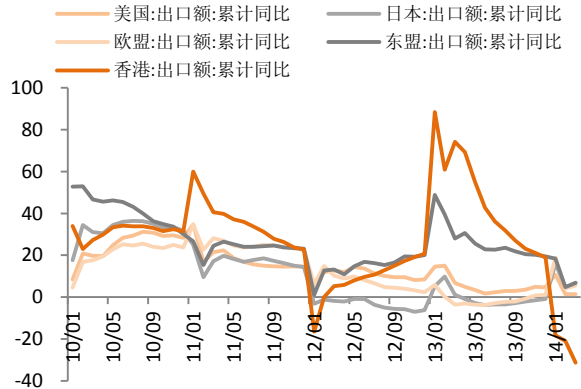
市场供求，今年第 1 季度，仍是经常项目顺差，外资 FDI 维持稳定内流。对于汇率的看法可能意味着对原本已经在极度表现很差的外贸表现不用过度看空。

图表16 2014年一季度进出口均现大幅波动



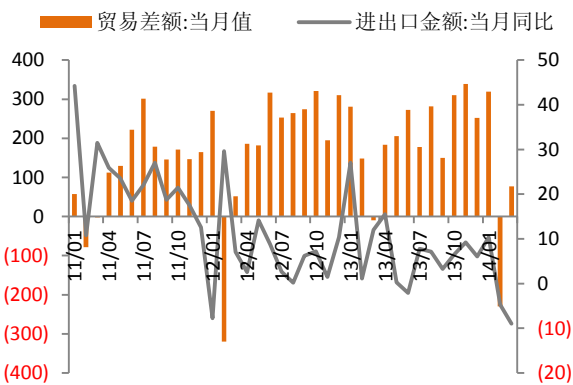
资料来源: wind

图表17 2014年一季度我国仅对香港出口大幅下滑



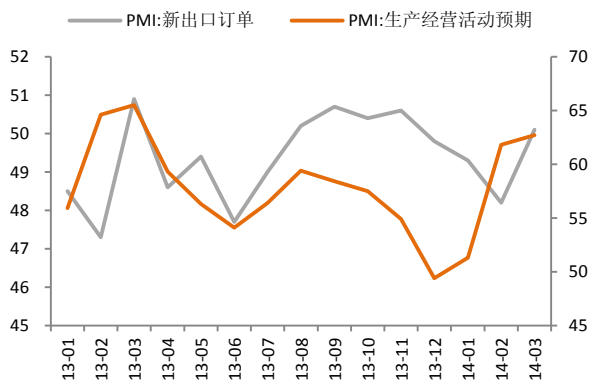
资料来源: wind

图表18 2014年一季度顺差仅167.4亿美元



资料来源: CEIC

图表19 短期出口订单有所回升



资料来源: CEIC

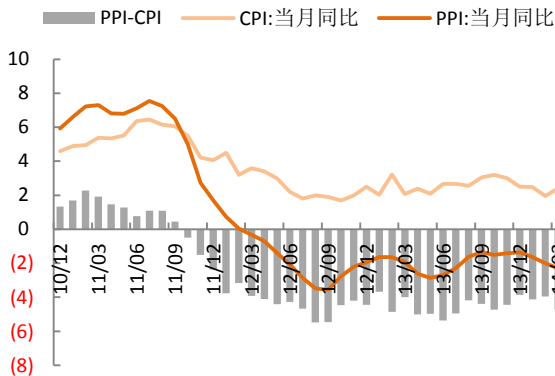
1.3 通货膨胀：CPI 平稳略向下，PPI 回升尚有难度

2014 年对于 CPI 的判断依然是平稳略向下，从基数因素来看，2014 年和 2013 年的差异极小，应构成全年 CPI 较为平稳的基础，当然基数上半年比下半年略高，一季度新增的因素主要是猪肉和粮食价格下跌较为明显，但猪肉价格进一步下跌的空间变得越来越有限，粮食价格虽有不确定性，但整体来看，CPI 环比依然没有非常明显的下滑趋势，如果猪肉价格能够企稳回升还可能弥补下半年 CPI 基数较低的问题，令全年的物价走势波动变得更小。预计 CPI 二季度温和略往下。

PPI 已经连续在通缩区间 25 个月，2014 年新增的环比因素依然为负，预计全年基本没有转正的机会，大宗商品价格受到中国需求下滑的影响持续下跌，也给 PPI 造成了负面的影响，在这个影响的变价消除之前，难以预计 PPI 出现明显改善的势头，年内 PPI 的回升主要来自于翘尾因素变化的影响。

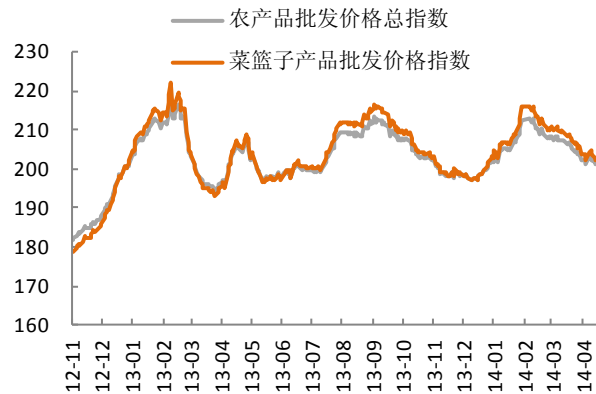


图表20 CPI较为平稳，PPI回升尚难



资料来源：CEIC

图表21 农产品价格一季度处于调整期



资料来源：CEIC

附录 1：房地产行业供给端压力渐显，致房地产投资增速下行

2013 年受到上半年房地产销售报复性反弹的影响，房地产投资再次出现加速。2013 年房屋新开工面积超过 20 亿平，房屋施工面积已经达到 66.56 亿平米。房地产在 2013 年糟糕的供给端表现无疑给短期的房地产市场埋下了巨大的隐患，可能导致的结果就是房地产供求失衡的状况迅速从局部走向全面。

截止到 2013 年底，商品房住宅的施工面积 48.63 亿平米，当年的新开工 14.58 亿平米，按照我们对供需侧变化的计算，供给在未来出现明显的断崖式下跌是存在一定可能性的。原因是在需求进入到一个高位平稳期后（即每年的销售保持在 10-15 亿平米，但难以有较快增长以后），开发商预期的显著变化很有可能带来新开工的断崖式下滑。

如 2014 年一季度，房屋新开工面积同比增速-25.2%，房屋销售面积同比增长-5.7%，考虑到 2013 年一季度房屋销售极高的基数因素，我们可以对短期房地产市场的走出得出以下结论：第一，销售量方面的表现依然处于高位；第二，新开工的下滑可能意味着开发商对于市场预期开始出现明显转变。

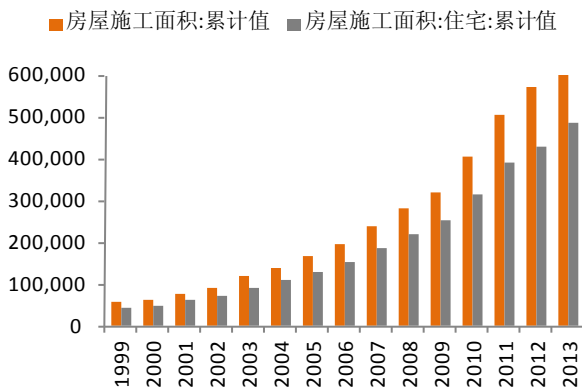
另一个短期的转变因素发生在商品房交易市场上，2014 年前三月，全国 30 大城市商品房交易同比下滑 20%左右，其中一线城市同比下滑 40%，再现 2012 年上半年的情况。如果考虑到限购限贷政策已经持续三年之久，政策的边际效应早已过去的问题，此轮转变的核心因素应该是对房价上涨预期的快速调整，越来越多人开始不再认为房价不会下跌。

我们对 2010 年房地产销售的情况和房地产价格走势的情况进行分析发现，房地产量价之间存在明显的因果效应，成交量的变化是未来成交价格变化的重要原因，成交量对价格的影响的滞后时间在 3-6 个月。供求关系的变化首先影响房地产交易量，成交量出现明显的收缩或增加，3-6 个月以后，明显的影响到价格的走势。按照量为价先的经验，2014 年 1-3 月份房地产成交的明显萎缩，将会在价格上逐渐得到反映，如果加上预期变化的推动，可能会带来一定的房价调整压力。

2014-2015 年，我们不排除在房地产的供给侧，尤其是住房新开工会出现明显的回落，房屋新开工面积的绝对量将低于房屋销售面积，随后更大的可能性将会逐渐缓慢回落。

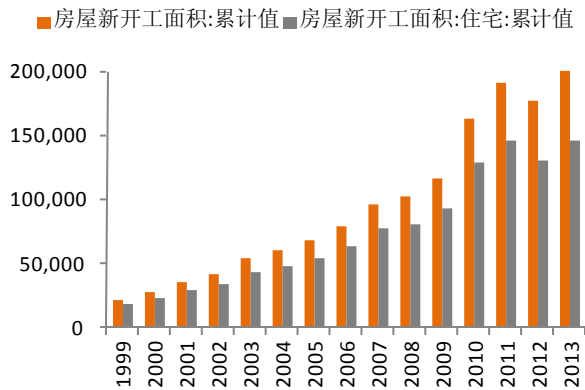


图表22 商品房施工面积总量达66.56亿平米



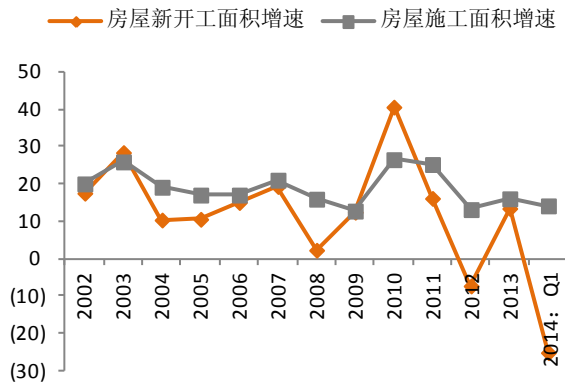
资料来源: CEIC

图表23 房地产新开工2013年创历史新高



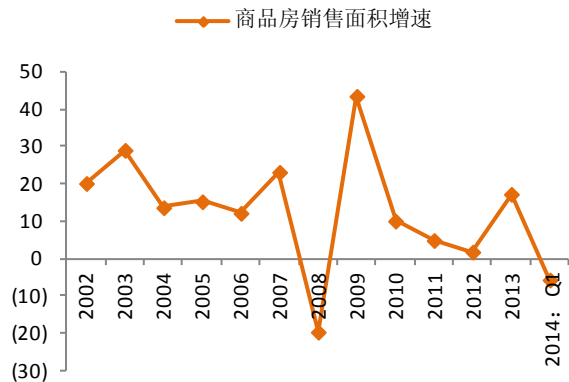
资料来源: CEIC

图表24 2014年一季度房地产新开工明显负增长



资料来源: CEIC

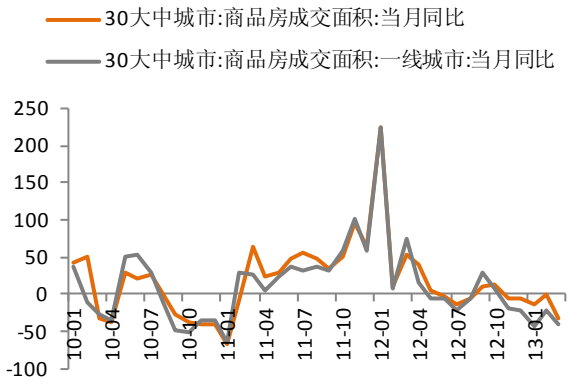
图表25 2014年一季度商品房销售面积增长为负



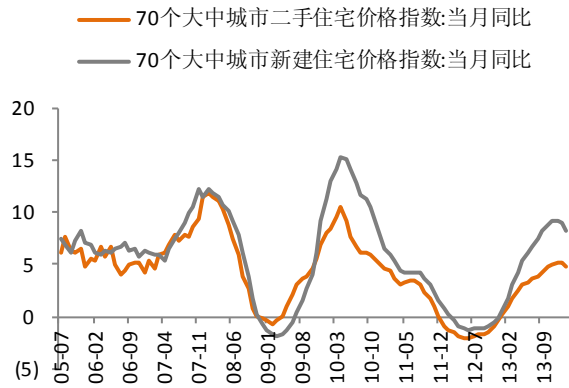
资料来源: CEIC

图表26 2014年1-3月30大中城市商品房销售负增长

图表27 新建住宅和二手住宅价格指数同比均现回落



资料来源: CEIC



资料来源: CEIC



二、中国经济流动性：央行强势政策偏紧，需求衰退现宽松

2.1 央行艰难中谋求平衡，货币政策坚持中性偏紧

央行将在多重约束中求得艰难的平衡。

我们认为央行四大权衡非常艰难：央行需要在使货币供应量 - GDP 增速 - CPI 增速保持稳定的前提下，避免量紧价高对实体经济转型的过度伤害；在控制长期流动性总量的前提下，保证适宜的短期流动性；在控制短期流动性数量的前提下，保持适当的货币市场利率；在控制汇率基本稳中略软的前提下，防范利率改革导致热钱对国内货币环境的干扰。这四大权衡，不容易做到。

两个判断流动性是否中性的基准将成为央行调控短期货币价格的基准：大致可以参照的是 2013 年的 1~2 月份和 8~11 月份。我们认为去年 1~2 月份流动性略偏松，价格略低；8~11 月份流动性略偏紧，价格略高。2014 年内央行流动性的调整姿态，可能会略紧于去年 1~2 月、更接近于 8~11 月份的状态。

以此带来的效果：除 14 天以下利率过低而可能逐步上行之外，利率总体水平可能下行。考虑到实体经济的承受能力，影子银行融资利率过高，银行信贷利率再往上颇艰难，随着企业信贷需求的逐渐疲弱，以及过剩产能部门萎缩逐渐释放的资源，利率长端可能会逐步下移，但现在还未到时候。央行的公开市场操作将不断微调，以兼顾短期量价关系。

从 1 季度的信贷数据看，我们维持数月前的判断不变，央行仍会在权衡中谋求平衡，但其姿态包含三个坚定，一个冲击，并导致一个结局。

央行的三个坚定是：第一，在不断微调的同时坚定保持稳中偏紧的货币政策姿态；第二，在调控标内的同时坚定地强调表外业务表内化的要求；第三，在维持适当的信贷和货币供应量等数量指标的同时，坚定以观察价格指标为微调的决定性因素。

以上三种坚定姿态引发的市场影响是深远的。

在第一种坚定中，我们大致可以认为调整存款准备金率是一种小概率事件了，除非经济增速有异乎寻常的急剧下行。我们大致也可以认为，在年内存款利率市场化仍将发酵，但采取扩大上浮区间的可能性变小。从目前观察，中国银行业的利差水平虽然仍然将收缩，但余地已不是太大。原因在于中外银行业净利差水平不可比，中国有较高的存款准备金率（折算影响至少 50 个 BP），有贷款比约束（折算影响至少 20 个 BP），有营业税（折算影响至少 30 个 BP），上述三项相加，我们也许可以粗略地这么说，中国银行业 2.8 个百分点的净利差，大约相当于国际同行 1.8 个百分点的净息差。因此，如果央行继续深化利率市场化改革，最终会使存准率，贷存比等政策受到冲击。

在第二种坚定中，央行可能会坚持表外业务回到表内，表外业务主要是信托，理财等。央行的这种坚持未必会得到银行和监管部门的赞同，毕竟从国际银行业看，表外资产早已超越表内规模。但在央行的坚持下，表外业务形态可能会被迫发生变化，尤其是风险定价和业务规范性的管控要求将明显提升，使得表外业务和表内业务的监管标准有趋同的可能。

在第三种坚持中，货币信贷的数据指标重要性有所下降。例如，当下 M2 的增速已相当低，很大程度上是国库现金开始逐步减少，衡量财政紧张状态的主要指标，不是赤字率，不是当期财政收入，而是国库现金的变动，目前国库现金的逐步减少，显示财政存量资金的使用效率在改善，货币在倒逼财政。未来即便数量指标方面出现一些波动，但市场利率水平总体平稳时，央行的货币政策姿态就会维持平稳。年初至今，货币市场利率短端轻微向上，国债收益率陡峭化并低于 2013 年，都显示当下货币政策坚定重视价格，同时兼顾数量的姿态是合理的。



央行货币政策态度可能带来的一种冲击：这种冲击就是钱荒卷土重来的可能性，目前假同业的做法较多，同业资产和同业负债如果双向膨胀，则显示一些银行在利用同业市场进行期限错配以牟取利益，这种情况也是引发 2013 年 6 月钱荒的导火索，但现在仍然阴魂不散。设想如果央行对同业资产和负债，对总资产和负债设定一个上限，例如 15%；并同时要求分行参与同业必须获得总行的授权并纳入同业资产负债占比的考核，那么假同业业务受到挤压是很自然的。这种冲击随时可能发生。

综合以上总结，我们的结论是，衰退性宽松在 2012，2013 年仍是个不靠谱的命题，但在 2014 年，随着增长和通胀的下行，随着存量货币加速回流收益率下滑的实体经济，衰退性宽松有可能逐渐成立，其中名义利率见顶的拐点可能早于实际利率见顶的拐点。

2.2 货币需求疲软带来名义利率下行

流动性价格过高必然会给实体经济的运行带来负面影响，中国对货币需求最大的几个部门主要集中在地方政府融资平台、房地产企业和制造业企业，对于货币需求的庞式骗局正常是不会自动消失的，这也是 2013 年市场热衷于探讨货币空转的原因。然而 2014 年一季度，我们还是看到了货币需求下降所带来的名义利率开始下行。

我们已经讨论了央行的货币政策依然是中性偏紧的，外汇占款的流动性供给也在逐渐减少，但利率侧的表现却依然显示流动性较为宽松，唯一的原因是 GDP+CPI 的下行带来了货币吸收能力的下降，因此一季度 M2 增速 12.1% 不仅仅反映了去年较高的基数，也反映了缓慢下行的经济增长和通胀水平。

另外供给端的变化也不容忽视，如央行对于同业的态度和银监会对于信托监管的趋严，这些因素本身不应该成为制约业务扩张的因素，但却带来了表内表外业务监管趋同，风险定价和业务规范性的变化冲击了边际上对价格最不敏感的部门，即地方政府融资平台、房地产企业和制造业企业的融资需求。我们认为一季度社会融资总额结构的变化正在反映这种趋势。

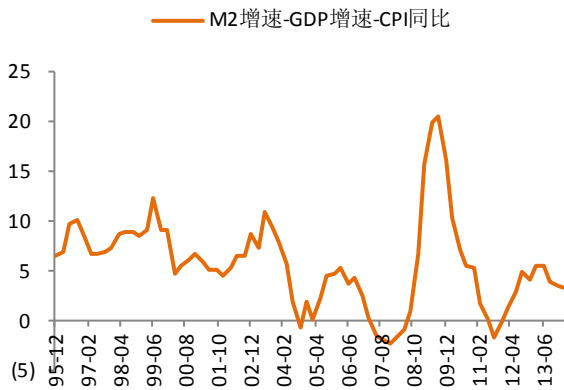
一季度信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票均较去年同期有所下降，反映影子银行体系在趋严的监管政策之下，有部分表外转表内的因素开始出现。人民币信贷新增 3.01 万亿则表现相对正常，在经济增长和 CPI 均有所下滑的背景下，反映出新增信贷的供给依然是较为充裕的。

我们判断名义贷款利率可能已经见顶并开始缓慢回落，有两个利率指标可以作为显示名义利率见顶回落的证据，第一是理财产品的收益率水平年初以来逐渐缓慢回落；第二是票据贴现利率的持续下行，我们预计银行表内贷款利率的走势可能下降的更为缓慢，原因是表外转表内可能会在一定程度上拉高商业银行贷款的加权平均利率，但趋势应该是一样的。

如果经济能够延续当前结构性调整的趋势，那么名义利率的下行应该是具有一定持续性的，当然，结构调整的艰难以及商业银行资产负债表调整的压力可能会拖慢名义利率下行的节奏。

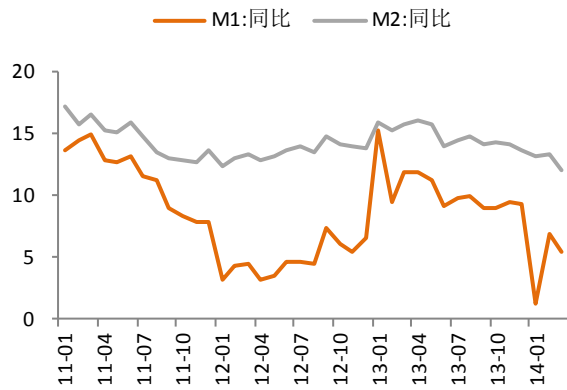


图表28 货币政策坚持中性，GDP+CPI拉动M2下行



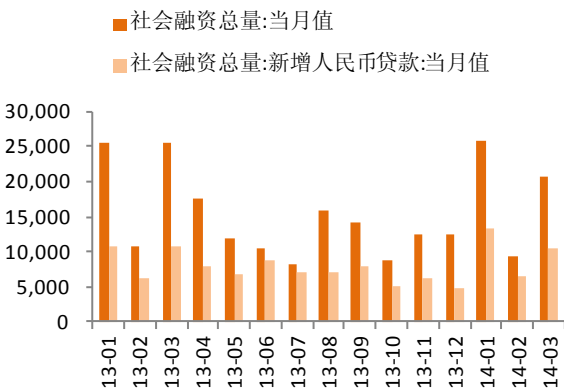
资料来源: WIND

图表29 2014年一季度M2增速下滑至12.1%



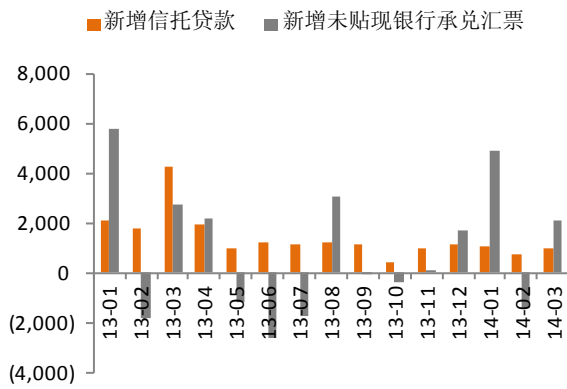
资料来源: WIND

图表30 信贷新增和社会融资总额基本稳定



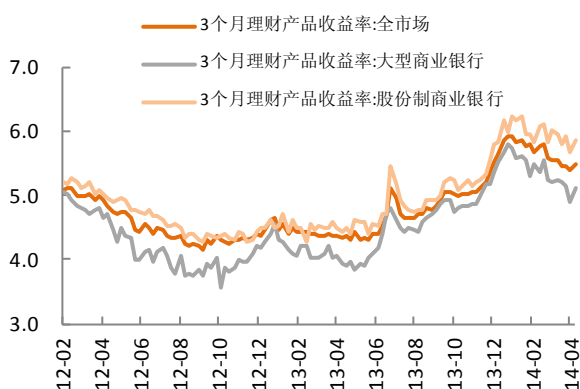
资料来源: WIND

图表31 影子银行融资有所收敛



资料来源: WIND

图表32 理财产品收益率缓慢下行



图表33 票据贴现利率持续下行





资料来源: WIND

资料来源: WIND

2.3 利率曲线陡峭化和缓慢下行过程中仍可能面临冲击

2014 年一季度利率的变化趋势有两个: 第一是利率曲线的陡峭化, 不论是短期的银行间市场利率, 还是短中长兼有的国债收益率, 利率曲线都表现出明显的陡峭化趋势; 第二是利率在缓慢下行。

我们认为利率在供给侧最好的一季度已经过去了, 以外汇占款的流动性供给情况为例, 虽然一季度结售汇顺差量依然较大, 但从汇率变动的趋势来看, 外汇占款的流动性供给窗口正在变小。3.01 万亿的新增信贷和 5.60 万亿的社会融资总额也提供了足够的流动性数量的支持。在这样的情况下流动性价格尤其是短期流动性价格下降较多, 人民银行一季度累计的货币回笼操作 1.42 万亿, 净回笼资金 5530 亿元, 可见流动性状况之宽裕。

对于短期利率特别是银行间市场利率, 未来定然会受到央行整治同业业务的扰动, 某重程度上, 4 月份以来在银行间市场的利率变动已经在反映流动性供给的减少和未来央行政策的走向, 4 月份银行间利率已经和 2013 年 8-11 月较为偏紧的流动性价格基本一致了。

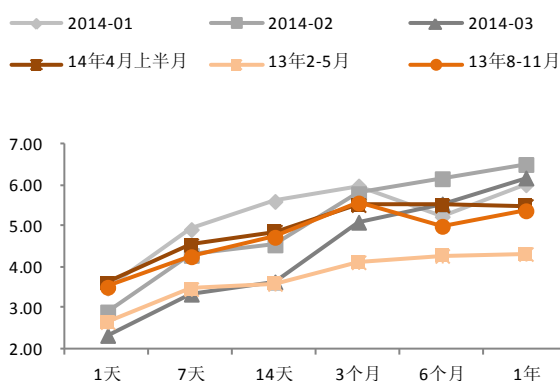
从冲击的角度分析, 供给冲击都是短期的, 而需求的变化是个长期变化(除了边际预期的调整是短期变化以外)。二季度流动性层面的供给冲击可能将逐步显现。

短期的国债价格 4 月也有回升的趋势, 但长期国债价格在连续 3 个月盯住 4.5% 以后却出现了松动的迹象, 我们依然认为长期利率风险反映的较为充分。

而信用债领域, 除了流动性的短期冲击风险以外就是信用风险违约的短期冲击风险, 这些因素尚未消除, 以当前经济的走势来看, 风险暴露的可能性在加大而不是在减少。

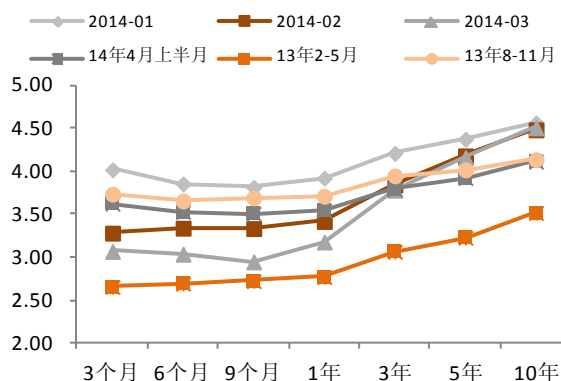
央行的操作手段中其实应对短期供给冲击的工具是不足的, 在没有意愿整体性调整存款准备金的前提下, 剩下的主要是公开市场操作, 央行虽然会紧盯价格, 但对应流动性供给短期冲击的压力依然是较大的。

图表34 银行间利率曲线变动走势



资料来源: CEIC

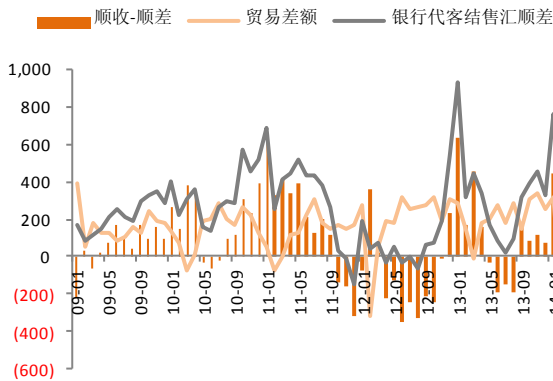
图表35 国债收益率曲线变动走势



资料来源: CEIC

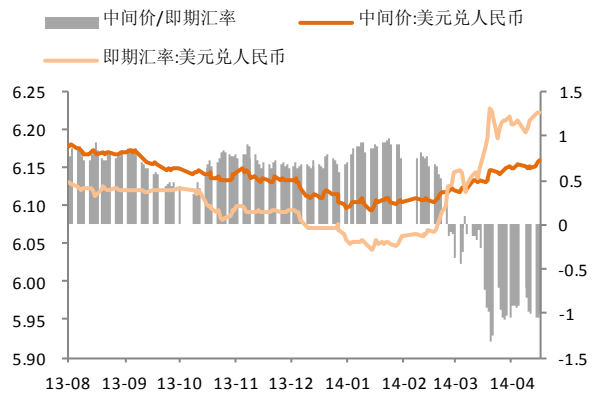


图表36 一季度外汇资金流入较多



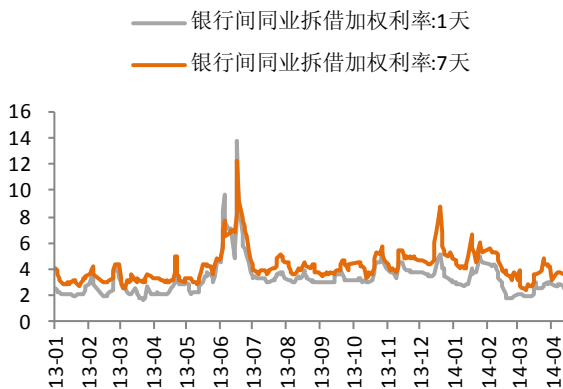
资料来源: CEIC

图表37 人民币汇率持续贬值



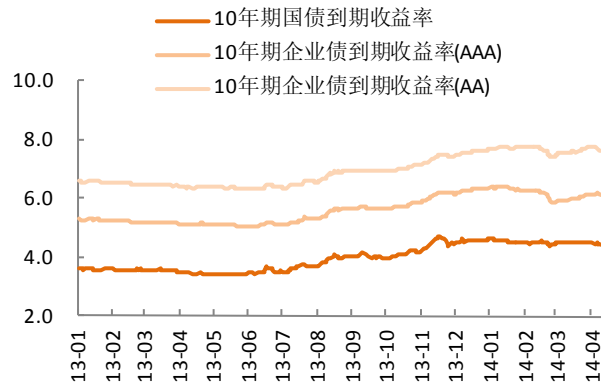
资料来源: CEIC

图表38 银行间短期利率有所下降



资料来源: CEIC

图表39 长期债券收益率高位震荡



资料来源: CEIC

2.4 流动性对股票市场的影响：数量指标趋向负面，价格指标有改善可能

2014 年与债券市场关系最密切的是流动性而非通胀，而和股票市场关系最密切的是改革预期，其次是流动性而非增长。

短期流动性指标方面，我们选取了数量和价格两个方面的月度数据。其中，数量指标为：超额准备金率、M2-M1、M2-GDP、SLF、社会融资总量、新增信贷；价格指标为：同业拆借利率（1天和7天）、票据贴现利率（珠三角和长三角）、国债收益率（3个月、6个月、1年）、实际利率。结论是：与股票指数相关性较高的短期流动性指标是：超额准备金率，M2-M1，M2-GDP，SLF，实际利率。其中，数量指标相关性最好的是 M2-M1，价格指标相关性最好的是实际利率。



2014 年流动性数量的供给保持相对平稳，但从量的指标来看，流动性数量的供给往后不会好于今年一季度，短期的供给冲击也会变得越来越多。

价格因素的走势却显得有些扑朔迷离，实际利率本来是和市场相关性最高的指标，通胀的小幅下行和名义利率下行向叠加，令实际利率的走势变得不确定性加大，但相比于流动性量的情况变差的趋势，价格指数却存在改善的可能。

附录 2：流动性指标对股指的相关性分析

我们对短期流动性指标和股票指数之间的相关关系进行了简单分析。

首先，选取 14 个短期流动性指标和 6 个股票指数。短期流动性指标包括数量和价格两个方面的月度数据，其中数量指标为：超额准备金率、M2-M1、M2-GDP、SLF、社会融资总量、新增信贷；价格指标为：同业拆借利率（1 天和 7 天）、票据贴现利率（珠三角和长三角）、国债收益率（3 个月、6 个月、1 年）、实际利率。股票指数选取了上证综指、中证 500、沪深 300、创业板指和中小板指的月度数据，但考虑到现有的股票指数可能无法较好地反应市场波动情况，我们以交易额为权重编制了一个新的修正指数。具体操作方法是：取 2000 年之后的数据，以申万 23 个行业的指数为基础，以当前交易日之前三个月的区间日均交易额占区间日均总交易额的比例为权重，将 23 个行业的指数分别加权之后相加，得到了一系列新的修正指数。

以 2010 年为分界点，我们分别计算了流动性指标和股票指数的全序列相关系数和 2010 年之后序列的相关系数。从结果来看，大部分指标 2010 年以后序列的相关性要高于全序列的相关性。因此，主要参考 2010 年后的数据分析结果，我们得出以下结论：

第一，整体来看，短期流动性与股票指数的相关系数都并不太高，最高的绝对值仅为 0.7807。我们将相关系数在 0.5 以上的数据加粗在表格中标出。在我们选取的短期流动性指标中，数量指标与股票指数的相关性比价格指标与股票指数的相关性要好一些。

第二，从上述相关系数的具体数据上分析，与股票指数相关性较高的短期流动性指标有：超额准备金率，M2-M1，M2-GDP，SLF，实际利率。其中，数量指标中表现最好的是 M2-M1，与几个股票指数的相关性都在 0.5 以上，与上证综指的相关度为-0.7293；价格指标中表现最好的是实际利率，与几个股票指数的相关性都在 0.6 以上，与上证综指的相关度为-0.6480。

第三，从股票指数方面看，与短期流动性相关度较好的股票指数是中证 500 指数，共有 6 个指标的相关系数在 0.5 以上；但在所有相关系数中，绝对值最高的是修正指数与实际利率的相关系数，为-0.7807。

图表40 发达经济体通胀压力较小

			上证综指	中证 500	沪深 300	创业板指	中小板指
数量 指 标	超额存款准备金率	全序列相关系数	-0.3636	-0.6219	-0.5346	-0.0800	-0.5970
		2010 年后相关系数	-0.4677	-0.5542	-0.4660	-0.0800	-0.5260
	M2-M1 缺口	全序列相关系数	-0.4255	-0.4435	-0.3476	-0.3045	-0.4401
		2010 年后相关系数	-0.7293	-0.6123	-0.6964	-0.3045	-0.5819
	M2-GDP	全序列相关系数	-0.1970	0.1779	0.0829	0.2815	0.1520

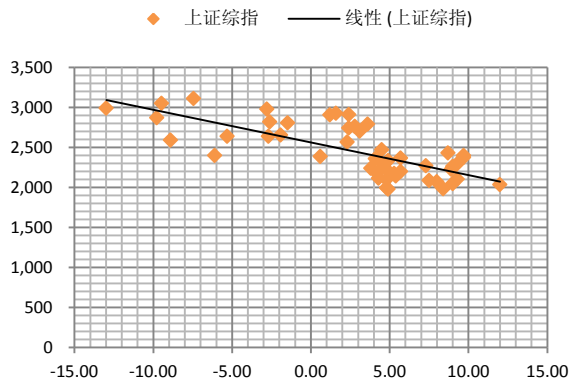


		2010年后相关系数	0.5727	0.5405	0.5835	0.2815	0.5839
	SLF	全序列相关系数	-0.4278	-0.5625	-0.3932	-0.5293	-0.4002
		2010年后相关系数	-	-	-	-	-
	社融总量	全序列相关系数	0.2745	0.4626	0.4072	0.0536	0.4421
		2010年后相关系数	-0.1307	-0.1917	-0.1288	0.0536	-0.2059
	新增信贷	全序列相关系数	0.1854	0.3080	0.3017	0.1053	0.2780
		2010年后相关系数	-0.0583	-0.1259	-0.0715	0.1053	-0.1509
价 格 指 标	1天同业拆借	全序列相关系数	0.0375	0.3403	0.1178	0.1732	0.3557
		2010年后相关系数	-0.3940	-0.2202	-0.3643	0.1732	-0.1657
	7天同业拆借	全序列相关系数	0.1361	0.4062	0.2155	0.2340	0.4157
		2010年后相关系数	-0.3334	-0.1421	-0.3039	0.2340	-0.0759
	珠三角票据直 贴利率	全序列相关系数	0.0709	0.2903	0.0933	-0.0104	0.3246
		2010年后相关系数	-0.1663	-0.0155	-0.1567	-0.0104	-0.0042
	长三角票据直 贴利率	全序列相关系数	-0.1526	0.2953	-0.0812	0.0021	0.3221
		2010年后相关系数	-0.1487	0.0024	-0.1399	0.0021	0.0142
	3个月国债收 益率	全序列相关系数	0.0797	0.2567	0.1271	0.4744	0.2786
		2010年后相关系数	-0.5339	-0.2493	-0.4964	0.4744	-0.1984
	6个月国债收 益率	全序列相关系数	0.2543	0.3922	0.2879	0.4630	0.4266
		2010年后相关系数	-0.4974	-0.2075	-0.4564	0.4630	-0.1605
	1年期国债收 益率	全序列相关系数	0.2857	0.4017	0.3142	0.4707	0.4353
		2010年后相关系数	-0.4599	-0.1699	-0.4196	0.4707	-0.1303
	实际利率	全序列相关系数	0.0005	-0.4562	-0.4117	-0.1659	-0.4880
		2010年后相关系数	-0.6480	-0.7556	-0.6574	-0.1659	-0.7455

数据来源: Wind

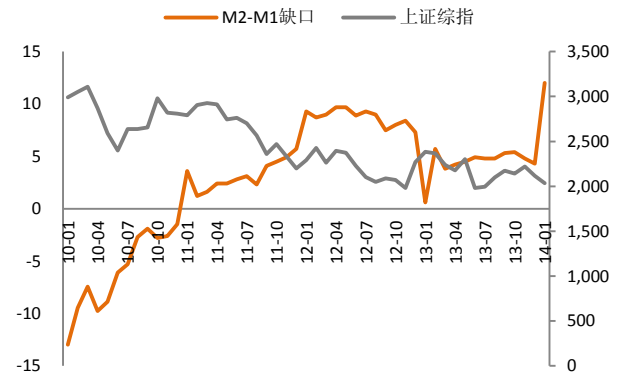


图表41 M2-M1和上证综指散点图



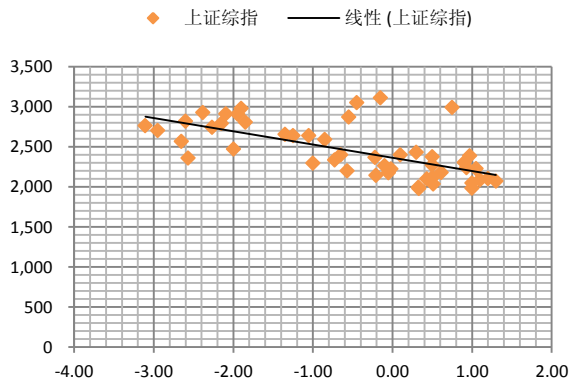
资料来源: WIND

图表42 M2-M1和上证综指趋势图



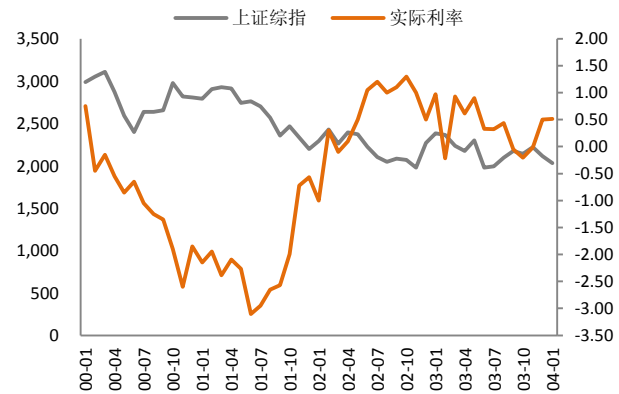
资料来源: WIND

图表43 实际利率和上证综指散点图



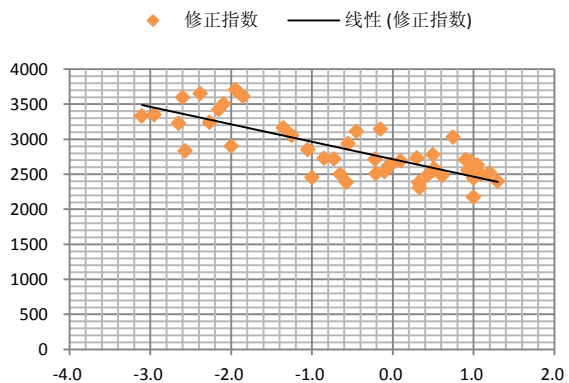
资料来源: WIND

图表44 实际利率和上证综指趋势图



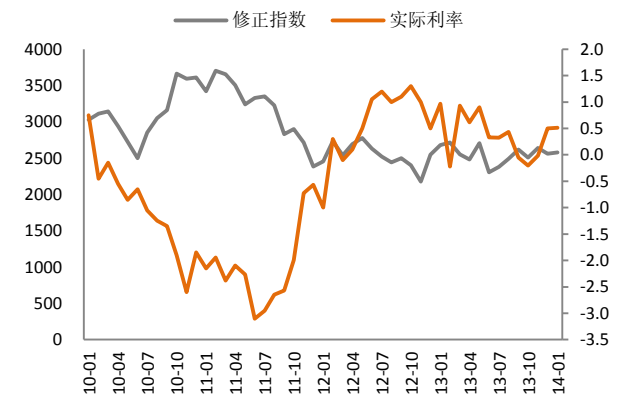
资料来源: WIND

图表45 实际利率和修正指数散点图



资料来源: WIND

图表46 实际利率和修正指数趋势图



资料来源: WIND



三、全球经济：经济缓慢复苏，大宗商品价格走势疲弱

3.1 全球经济运行：经济缓慢复苏

给发达国家经济在 2014 年的情况排序，维持我们去年年底的结论：欧洲可能是能够带来惊喜的；美国经济增长一季度明显低于预期，但随后的二季度可能会重回升势，量宽退出将保持正常步伐；日本经济似乎透支了长期的增长潜力，进入二季度后可能难以乐观；新兴市场经济体依然在调整的过程当中，但一季度显示出一些效果，并有一些企稳的迹象。

1. 美国经济：经济复苏依然缓慢

从美联储量宽退出的态度来看，美国经济有望在二季度重新缓慢回升的势头，一些负面的因素可能会逐渐过去。劳动力市场的改善依然乏力，即使考虑到天气转暖的因素，依然不会显著改变劳动力市场当前的状况。

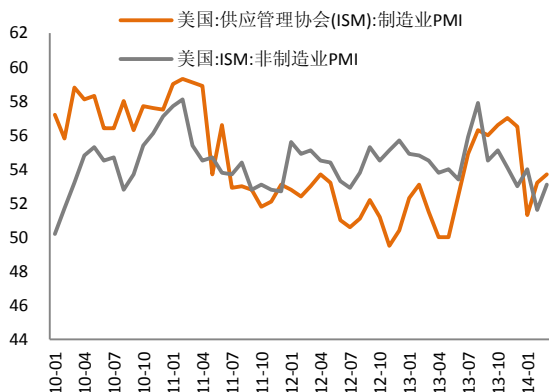
受到冬季严寒天气和周期性库存调整的影响，美国一季度的多项宏观经济指标均呈现下降趋势。其中，美国 1-3 月的制造业和非制造业 PMI 指数虽然都高于临界值，分别平均达 52.7 和 52.9，但较去年 4 季度 56.7 和 54.1 的平均值仍有明显回落；工业生产指数，尤其是制造业产出指数同比增速逐渐从高位回落；新屋开工数量受天气影响也出现显著回落；消费者信心指数相对平稳，但零售数据在 1-2 月份的大幅下跌将拖累消费数据的表现。总体来看，美国一季度经济增长整体将低于预期，预计 GDP 增速在 1.5% 左右。

通胀方面，美国一季度 CPI 环比持续回升，但同比数据在 1.5 左右波动，仍然低于 2% 的通胀目标值。美联储认为低于目标的通胀数据将不利于美国经济的复苏，因此宽松的货币政策将仍然是主旋律，短期内加息的可能性不大。而就业市场方面，今年 1-3 月份，美国新增非农就业人数分别为 14.4 万人、19.7 万人和 19.2 万人，失业率降至 6.7%。美国就业市场的改善仍较为缓慢，其长期结构性失业问题仍然相当严峻。

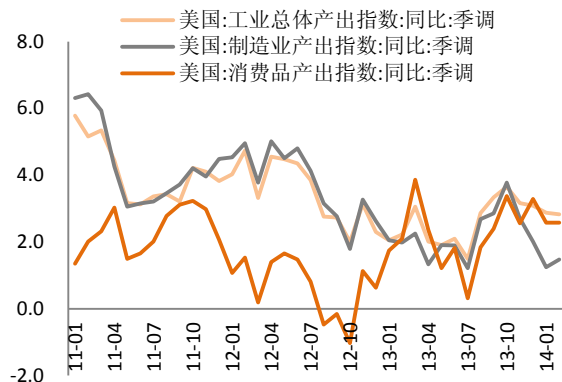
在美国经济整体保持缓慢复苏的情况下，2014 年 3 月的美联储议息会议决定继续缩减资产购买规模，也表明政府当局对美国经济增长仍保持充足信心。这是自去年 12 月以来的第三次缩减，购债规模已经从每月 850 亿美元下降到 550 亿美元。按照每次议息会议降低 100 亿美元的节奏，到今年年底就将基本实现量宽退出。

总的来看，美国一季度经济稍低于预期，但总体复苏情况良好。恶劣天气的影响因素退去之后，二季度将迎来更为有力的增长，GDP 增速有望达到 2.3%。

图表47 美国一季度PMI指数出现回落



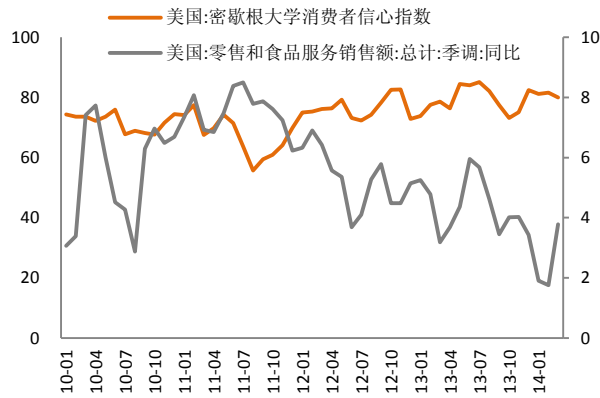
图表48 美国一季度工业生产指数回落





资料来源: CEIC

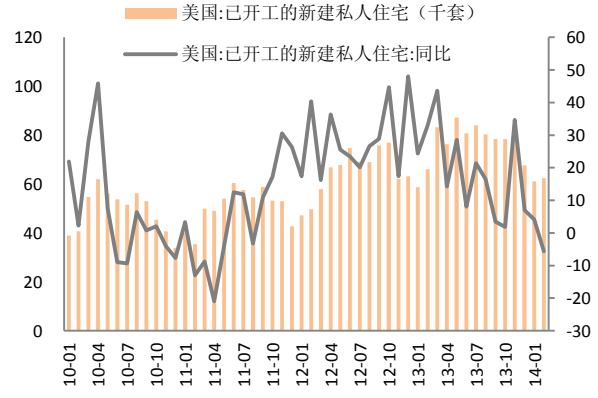
图表49 美国1-2月零售额大幅下滑, 3月有所回升



资料来源: CEIC

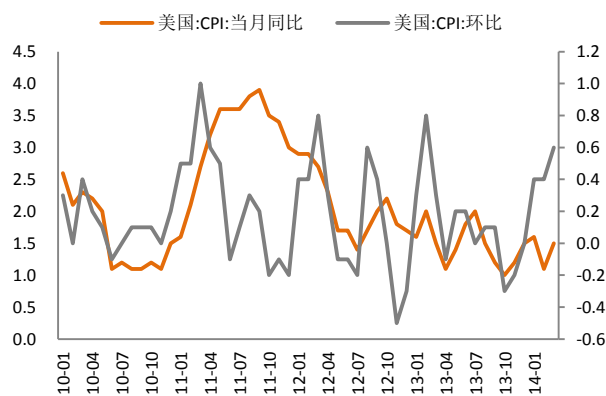
资料来源: CEIC

图表50 美国一季度新屋开工数量显著下滑



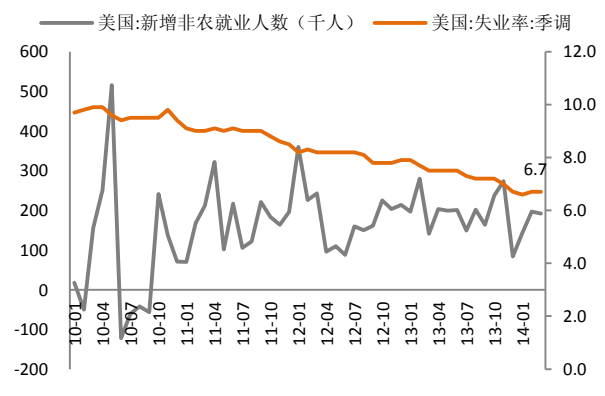
资料来源: CEIC

图表51 美国一季度通胀有所回升



资料来源: CEIC

图表52 美国一季度劳动力市场情况



资料来源: CEIC

2. 欧洲经济: 经济改善前景变乐观

欧元区在2013年基本上摆脱了政府债务的风险而将更多的注意力转移至其经济先行指标的持续改善。持续宽松政策下融资成本的下行以及内部劳动力等要素市场的显著调整, 加快了欧元区市场的出清, 主要核心国德国经济的稳定回暖亦构成经济触底反弹的主因。尽管欧元区内部在经济、政治和社会文化上的结构性问题将会在中长期内约束其经济的表现, 但就中短期来说, 我们预计2014年欧元区的实体经济将表现出更为明显的复苏势头。

欧洲一季度经济增长在投资回暖和私人消费温和上升的带动下正在逐步加快。整体来看, 欧元区经济的改善是令人相对乐观的, 预计2014年欧元区经济可以回升至0.5%的正增长水平。欧洲央行最为关注的还是通缩的风险, 最新的统计数据显示, 欧元区3月份消费者价格指数(CPI)初值同比增长0.5%, 创出09年11月以来的新低。

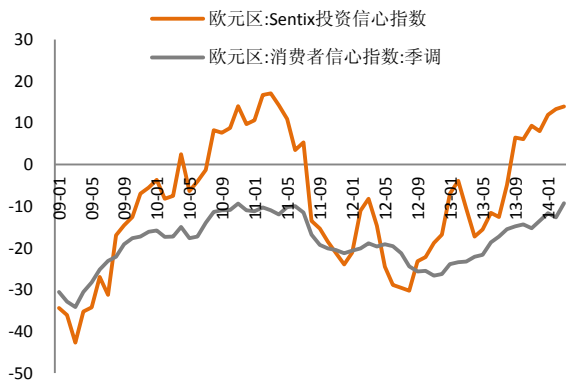


虽然欧元区经济增长的数据略好于预期，但欧元区通胀持续疲软、失业率居高不下的状态尚没有得到根本改观，为保持经济增长动力，欧洲央行近期仍面临极大的宽松压力。如果通胀水平出现下行压力，不排除欧洲央行在二季度可能再次削减利率水平。

英国一季度经济复苏形势良好，正在朝着低通胀、高增长的政策目标迈进。一季度其工业生产指数和房价指数双双回升，尤其2月份房价指数同比创07年9月以来的最大涨幅。此外，英国通胀指数进一步放缓，回落至相对理想的水平。失业率仍在继续缓慢下滑。

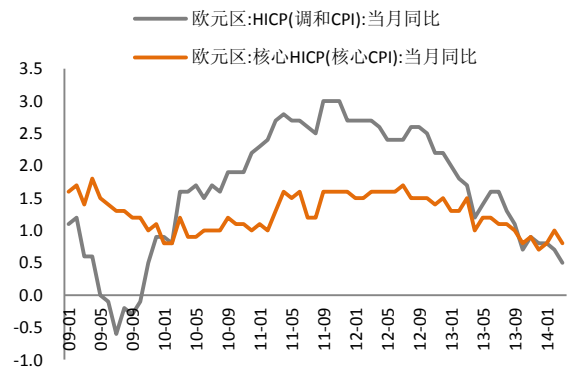
总的来看，欧洲的经济将继续保持温和复苏，在整个欧洲金融市场趋于稳定和低利率的环境下，投资有望继续改善。而通缩压力将是阻碍欧元区经济复苏步伐的隐忧。

图表53 欧元区投资和消费逐渐回暖



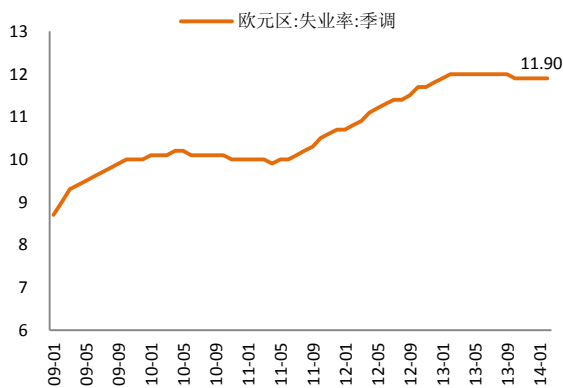
资料来源：CEIC

图表54 欧元区一季度通胀继续走低



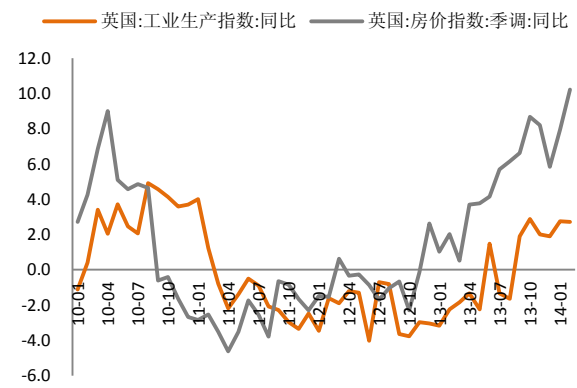
资料来源：CEIC

图表55 欧元区失业率依然较高



资料来源：CEIC

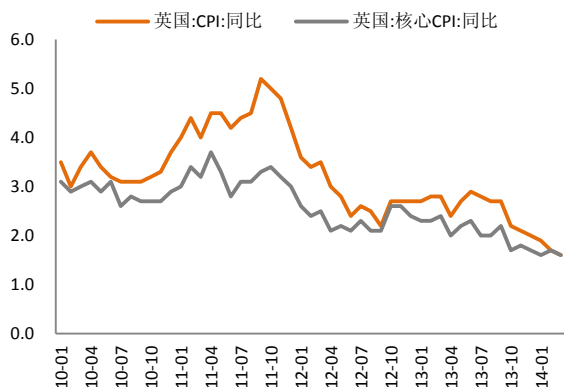
图表56 英国工业生产和房价指数回升



资料来源：CEIC

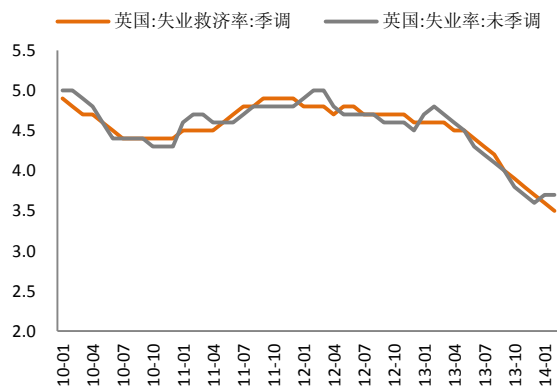


图表57 英国通胀水平回落



资料来源: CEIC

图表58 英国失业率回落



资料来源: CEIC

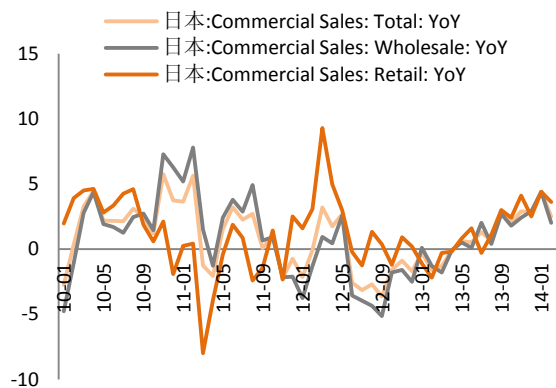
3. 日本经济：消费税改革透支增长潜力

日本一季度的经济主要受到消费税提高预期的影响，在“提前消费效应”的推动下，私人消费的大幅增长使得日本经济在一季度呈现了良好的增长势头。不过，从商业销售额数据来看，消费税上调的预期实际上从去年就已经开始使得日本的消费额逐步持续上行。

日本央行4月份的月度经济报告指出，虽然于4月1号启动的消费税上调为经济带来了一些波动，但就业率的上升和工资水平的提高使得个人消费和住房投资维持弹性增加，日本经济仍然保持了温和复苏的态势。商品价格适度上涨，信贷需求适度增加，出口将温和增长，工业生产处于温和上升的趋势。从通胀的情况来看，1-2月日本CPI基本维持在1.5%左右，走势较为平稳。

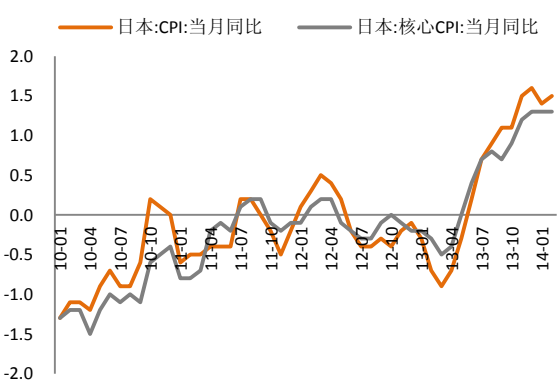
总的来看，日本一季度的经济增长是由私人部门透支消费能力促成的，而在消费税上调生效之后，二季度消费可能出现的下降将使得经济增速有所回落。

图表59 日本商业销售额增速上行



资料来源: WIND

图表60 日本通胀水平持续回升



资料来源: WIND

4. 新兴市场国家：经济转型进行中，压力仍大但有改善



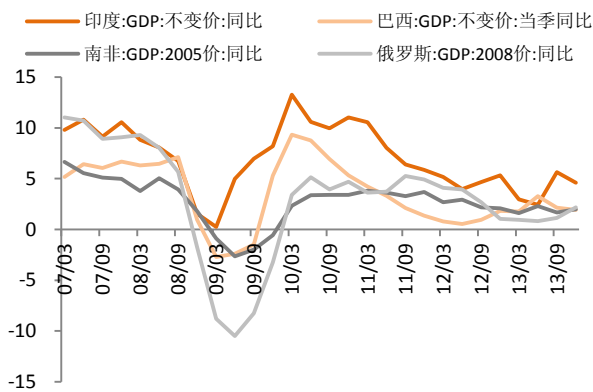
目前，全球市场对于量化宽松的退出的看法将越来越明确，全球资本流向美国和欧洲等发达经济体的过程没有结束，新兴市场对于资金的吸引需要有良好的基本面来支撑。新兴市场对此也存在预期，整体来看，较好的假设就是随着全球市场对量宽退出预期经过较长时间的消化，负面的影响会较小一些。一些新兴市场经济体也在主动的调整，如印尼从2013年下半年，就通过加息和改善经常项目逆差等方式来应对可能出现的资本外逃风险。

有些新兴市场经济体的经济机构调整取得一定的成果，如印度的通胀水平连续下降，显示其紧缩的货币政策正在取得效果。

地缘政治危机依然困扰着东欧，俄罗斯和乌克兰无疑是经济增长方面受到打击最大的。大宗商品价格调整的压力可能令巴西和南非持续受到压力，但其通胀的压力可能会变得小一些。

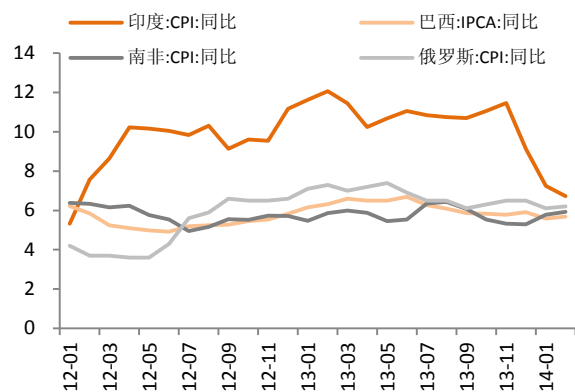
IMF在2014年4月下调了全球经济增速，主要原因是下调了新兴市场的经济增速，整体来看，新兴市场依然在经历经济结构的转型，压力依然存在，但东亚及东南亚的新兴经济体在经历了大幅的资本外逃后，正在变得逐渐稳定。

图表61 新兴市场经济增长情况



资料来源：WIND

图表62 新兴市场通胀情况



资料来源：WIND

3.2 大宗商品价格：走势疲弱

2014年一季度，全球主要门类的大宗商品价格均较为疲软，而这种疲软的态势恐怕尚未结束，最重要的原因就是中国的经济结构转型给大宗商品的边际需求带来了巨大的影响。

有一些大宗商品价格的下跌可以用供给面的变化来解释：如铁矿石、原油和粮食价格。地缘政治因素的紧张也会给原油价格带来一定的支撑。但从全球的需求角度看，发达经济体缓慢的经济回升速度现在的边际上完全无法和中国经济结构转型的影响相比。这也是包括铁矿石、铜、铝等大宗商品价格持续走弱的重要原因。

从现在来看，中国经济增速的缓慢回落和经济结构的调整过程在短期内难以结束，这对全球大宗商品价格长期走势可能带来较为负面的影响，3月份大宗商品价格又经历了一轮明显的下跌，短期内可能相对平稳，但其长期走弱的需求格局尚难以改变。

其他新兴市场国家的需求也难以对大宗商品价格短期形成足够有利的支撑，因此我们认为，大宗商品价格的走势将会延续。

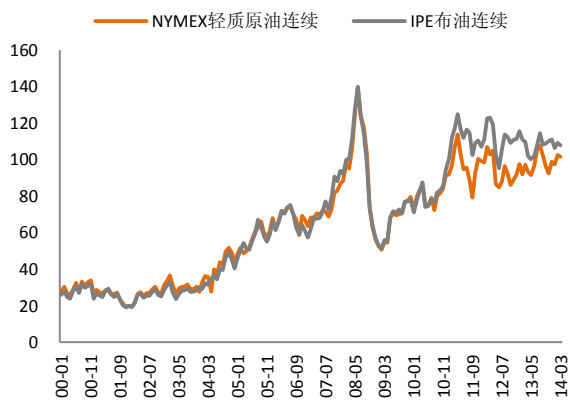


图表63 主要工业商品的消费需求市场（国别）占比

	美国	德国	日本	中国	印度	北美	欧洲	欧美日(欧洲北美和日本)	亚洲(除日本)
原油	20.0%	2.7%	5.3%	11.7%	4.2%	25.0%	21.0%	51.3%	27.0%
煤炭	11.5%	2.1%	3.3%	50.2%	8.0%	12.6%	8.0%	23.9%	66.0%
铜	8.9%	5.4%	4.8%	44.0%	2.0%	11.6%	17.8%	34.2%	61.1%
铝	10.0%	4.6%	4.1%	46.0%	3.8%	12.0%	16.9%	33.0%	62.0%
铅	15.0%		3.0%	45.1%		16.5%	14.8%	34.3%	61.0%
锌	7.5%		3.6%	44.8%	5.0%	9.8%	16.8%	30.2%	63.5%
镍	6.9%		9.0%	49.6%		7.3%	17.5%	33.8%	62.6%
锡	7.9%	4.9%	7.7%	49.0%		9.6%	15.8%	33.1%	64.8%
粗钢	6.7%		4.6%	45.2%	5.1%	9.0%	13.5%	27.1%	60.5%
天然橡胶	8.6%		6.9%	34.0%	8.9%	10.0%	11.5%	28.4%	61.5%

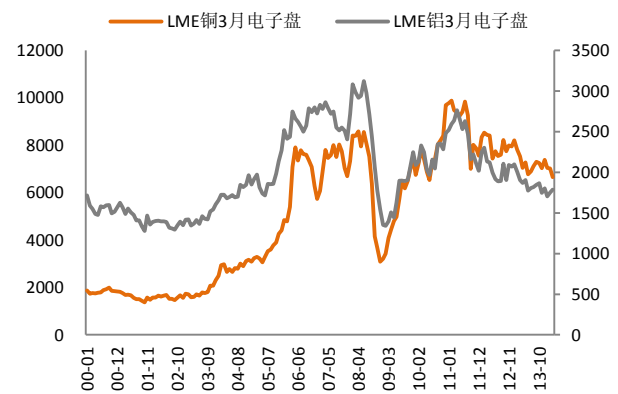
资料来源：BLOOMBERG, EIA, IRSG

图表64 原油价格较为平稳



资料来源：WIND

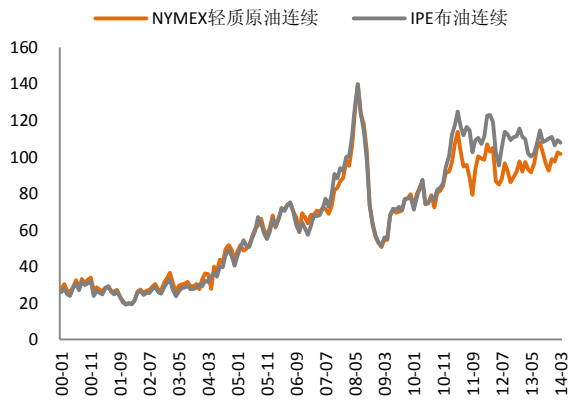
图表65 铜铝价格均走弱



资料来源：WIND

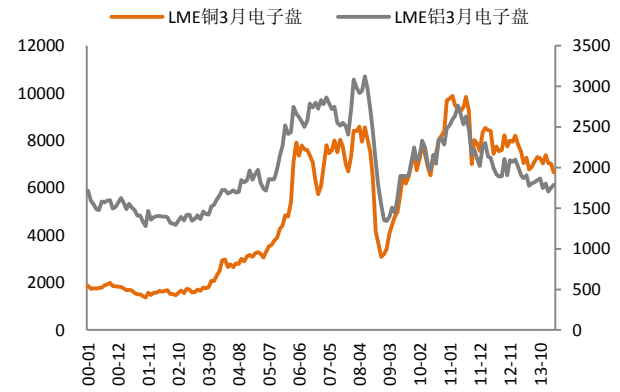


图表66 原油价格较为平稳



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表67 铜铝价格均走弱



资料来源：WIND，平安证券研究所