

七 年 之 痒

摘要

- 今年距离金融危机刚好七年……7 年的时间足以让一个人“重生”，但却不足以令危机后的全球经济再度焕发生机。
- 2013 年新政开局至今已有以“大众创业、万众创新”为口号，以“一带一路”“互联网+”、“中国制造 2025”为代表的一系列经济改革措施出台。从科布·道格拉斯函数来看，改革密集释放的背后是刘易斯拐点之后劳动力供给增量下滑以及美元强周期下资本外流风险加剧带来的压力，以及唯有推动生产率向上才能破解的经济迷局。但政策边际效应锐减加上外部形势严峻，下半年实体经济的改善仍面临巨大挑战。
- 我们发现美元周期已成为非美经济体经济、金融波动的系统性风险，布局长期，除经济结构调整外，还需弱化系统性影响。亚投行→争取黄金原油定价权→人民币国际化路线清晰，但阻碍重重。在内忧外患之际，我们相对看好债券、美元资产，看空非美货币和商品。



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

张一伟

zyw_89@nawaa.com

张静静

010-83168383

zhangjingjing@nawaa.com

黎敏

limin@nawaa.com

目录

目录

第一章 老问题、新办法.....	5
1.1 潜在增速大幅下滑.....	5
1.2 强美元之患.....	6
1.3 逆水行舟改革年.....	7
第二章 下半年经济展望：曙光乍现，前路仍难	7
2.1 短期经济弱企稳.....	7
2.1.1 PMI 荣枯徘徊，疲软格局未改	7
2.1.2CPI 稳中有升 PPI 降幅收窄	8
2.1.3 外贸受国际复苏影响，未来高增可期	9
2.2 前行路漫漫，政策转向难.....	10
第三章 系统性风险与大类资产配置	11
3.1 逃离美元周期之中美博弈大格局	11
3.1.1 第一轮美元周期的牺牲品——拉美	11
3.1.2 第二轮美元周期的牺牲品——日本&亚洲	13
3.1.3 第三轮美元周期与中国	15
3.2 市场噪音.....	19
3.2.1 希腊退欧风险几何	19
3.2.2 日元：飞流直下三千尺？	20
3.3 对冲系统性风险.....	21
3.3.1 康德拉蒂耶夫大周期中期底部	21
3.3.2 大类资产配置基本观点：	21
南华期货分支机构.....	23
免责声明	25

图表目录

图表 1: 潜在经济增速和真实增速.....	5
图表 2: 大家都在平均增速以下	5
图表 3: 固定投资持续下滑.....	6
图表 4: 服务业占 GDP 的比重已接近 48%.....	6
图表 5: 美国的核心通胀水平	6
图表 6: 全球贸易跟不上产出的增长	6
图表 7: 汇丰 PMI 及荣枯线.....	8
图表 8: 官方 PMI 及荣枯线.....	8
图表 9: CPI 当月同比.....	9
图表 10: PPI 当月同比.....	9
图表 11: 贸易差额当月同比.....	10
图表 12: 出口、进口金额当月同比.....	10
图表 13 美元指数	12
图表 14 美国经济增速环比折年率（2005 价）	12
图表 15 阿根廷&美德城市化率	13
图表 16 阿根廷&智利经济总量（十亿美元，1970-2004）	13
图表 17 美元兑日元.....	14
图表 18 1986 年日本对外贸易形势严峻	14
图表 19 日本 M2 同比.....	14
图表 20 日本经济增长	14
图表 21 美国实际利率&伦敦金走势.....	17
图表 22 美国实际利率&布伦特油价.....	17
图表 23 新增外汇占款&热钱.....	19
图表 24 人民币汇率.....	19
图表 25 欧元兑美元.....	20
图表 26 去年美元兑日元突破 25 年压制线.....	20
图表 27 康德拉蒂耶夫大周期	21
图表 28 6 月中长期债券到期收益率反弹.....	21
图表 29 国债期货：5 年期&10 年期.....	22
图表 30 IH&IC.....	22
 表格 1 真实经济增速与生产率	 5
表格 2 拉美与其他新兴经济体的储蓄率对比（1981-2004）	11
表格 3 两次石油危机中美国出现滞胀的经济表现.....	12

表格 4 主要国家 GNP 及货币汇率数据	15
表格 5 几大主流原油期货合约对比	17

第一章 老问题、新办法

1.1 潜在增速大幅下滑

实际上，从新世纪的开始，中国经济就面临了增长乏力的局面。只不过在新世纪的头几年，增长的势头仍很猛，表现不明显。08 年经济危机来临以后，大家过后分析我们确实应在新世纪初下狠心改变增长模式。我们过去对投资的过度依赖和要素资源的浪费已经不能持续，经济核心的问题是效率越来越低下，从而导致潜在经济增速从上世纪末的两位数跌落到不足 7% 的水平（见图 1）。经历了 08 年四万亿的投资（加上地方政府的投资已经超过十万亿），我们得到的结果是政府和企业债务高企，产能严重过剩，环境污染严重和后继乏力等一系列严重问题。

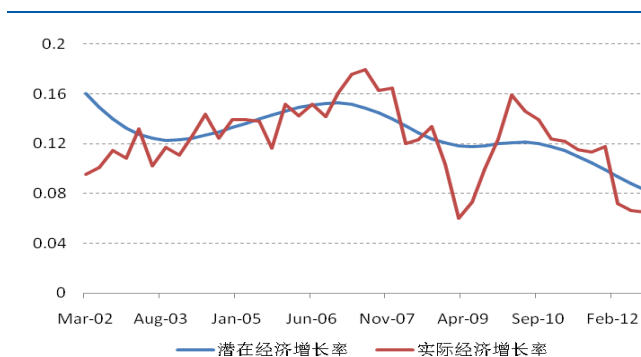
进入 2015 年，我们不得不接受不到 8% 的增速水平。对应的是更低的工业增长速度和固定投资的不断下滑，过去的地产与制造业投资两个车轮已经锈迹斑斑，而出口却因发达市场的变化阴晴不定。因此我们上半年可打的牌不多，政府和企业去杠杆、降债务，居民加杠杆和释放民间生产力等措施是正在采取的措施。

表格 1 真实经济增速与生产率

	年度真实 GDP 增速	劳动力对 GDP 的贡献度	资本对 GDP 的贡献度	全要素生产率对 GDP 的贡献度
1978~1990	9.01%	16.2%	50.1%	33.8%
1990~2000	10.43%	3.7%	59.9%	36.4%
2000~2011	10.37%	1.8%	68.3%	29.8%

来源：国研中心、南华研究

图表 1：潜在经济增速和真实增速



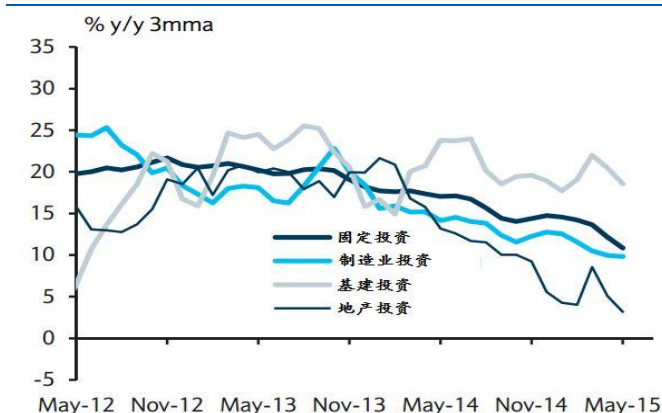
资料来源：国研中心、南华研究

图表 2：大家都在平均增速以下



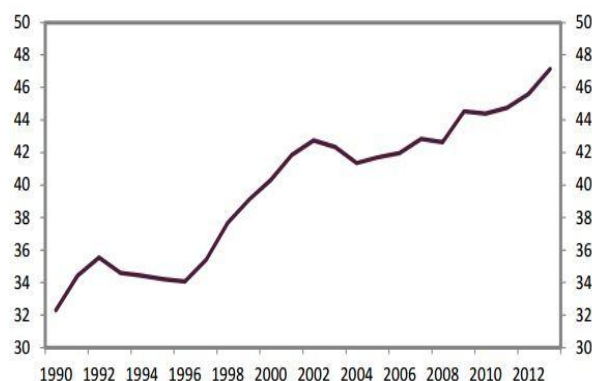
资料来源：IMF、南华研究

图表 3：固定投资持续下滑



资料来源：Bloomberg、南华研究

图表 4：服务业占 GDP 的比重已接近 48%



资料来源：Bloomberg、南华研究

1.2 强美元之患

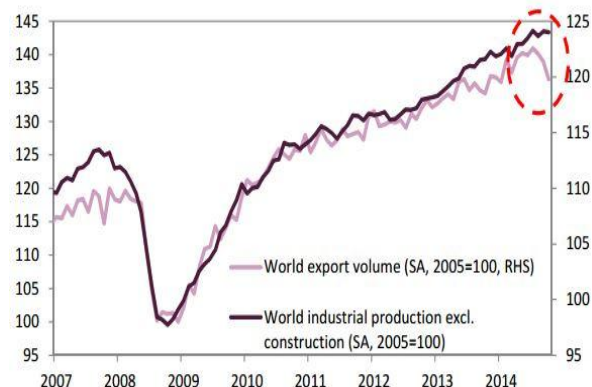
美国在发达国家之中经济复苏速度最快，同时其就业和地产双轮驱动，导致上半年经济在发达国家中一枝独秀。美联储虽然在 6 月份的会议上并没有宣布加息的开始，但我们预期年底前美联储会有至少一次加息的动作。

图表 5：美国的核心通胀水平



资料来源：Bloomberg、南华研究

图表 6：全球贸易跟不上产出的增长



资料来源：Bloomberg、南华研究

近联储一份最新研究报告显示，美国充分就业状态下的失业率可能仅为 4.3%，远低于 3 月时美联储官员们预计的 5%~5.2%，而 5 月的失业率为 5.5%。说明当前的失业率远高于自然失业率，意味着美国劳动力市场还有很大的改善空间，并且薪资上涨缓慢不足以推升通胀至预期水平，这应该是美联储这次会议不着急加息的理由之一。现在状态下，劳动收入在产出和进口中的比重在下行，处于 1947 年以来最低的

水平附近。这种局面不会短期改变，也压制了 6 月份的加息预期。但从通胀的角度来看，美国核心通胀水平正在不断攀高。

加息预期和美国经济偏强，导致资金回流美国，引发美元走高，大宗商品价格下滑。这对金融市场多头来说不是件好事。

1.3 逆水行舟改革年

在重投资、轻消费的老路径困难重重下，新一届政府已经选择了去杠杆、重消费的新路径。采取措施焕发民间生产力，金融市场改革，降低实际利率，恢复直接融资市场活力等，已经使得国内经济转型出现了初步的成功。上半年最权威明显的就是服务业占 GDP 的比重已经接近 48%，虽然与欧美近 70% 的水平还有相当距离，但已经是 20 多年来的最高。可以说，今年又是一个改革的重头年。逆水行舟，不进则退！

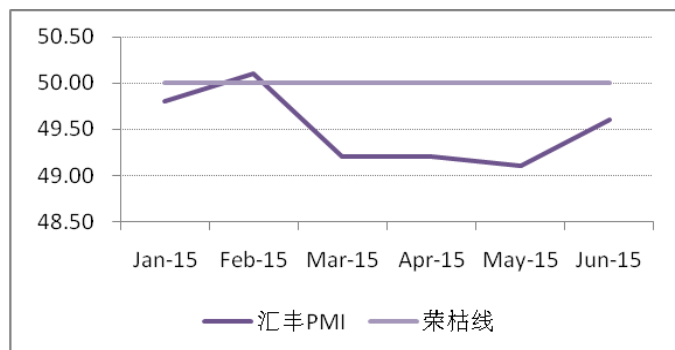
第二章 下半年经济展望：曙光乍现，前路仍难

2.1 短期经济弱企稳

2.1.1 PMI 荣枯徘徊，疲软格局未改

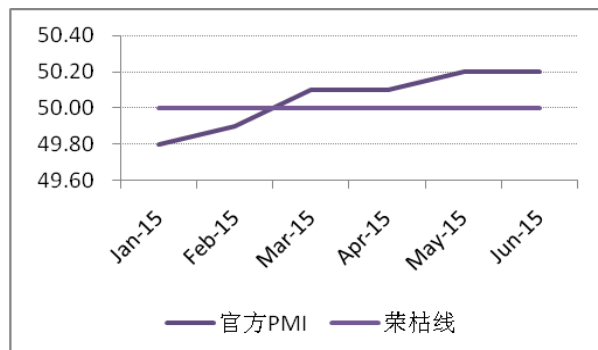
2015 年 1 月，官方制造业 PMI 为 49.8%，自 2012 年 10 月以来首次跌落荣枯线下。本期 PMI “失守”荣枯线，节气因素首当其冲，但制造业大于经济整体的下行压力仍不可轻视；2 月官方制造业 PMI 为 49.9%，连续两月处于荣枯线下，但收缩幅度收窄。本期 PMI 表现良好，政策推动、节气因素及国际环境改善均有贡献；3 月官方制造业 PMI 超预期回升至 50.1%，重回荣枯线上方，表明制造业活动有所扩大，但 PMI 涨幅低于往年同期水平，意味着制造业存在一定下行压力；4 月官方制造业 PMI 为 50.1%，与上月数据持平，连续两月位于荣枯线上方，部分分类指数出现积极变化；5 月 PMI 启稳，是近期国内外市场积极因素的积累及国际大宗商品价格震荡回升等因素共同作用的结果，但数据表现仍显疲弱，经济下行压力仍在；6 月官方制造业 PMI 为 50.2%，与 5 月份持平，连续四个月位于荣枯线上方，但略低于市场预期的 50.4%，整体仍偏弱势，当前中国的经济面临的下行压力难言缓解，政策加码稳增长势在必行，虽然 2 季度经济下行压力超过预期，但前景并不悲观，近期央行“双降”以及后续更多财政、货币政策的托底，有望进一步扩大政策的累积效应，下半年经济增长企稳可期。我们认为，经济数据持续下行是注定的，重点在于经济数据是否能够按大家预期的速度下行，我们不否认经济数据的下行以及其持续性，但是对未来经济有向好预期，其中政府稳经济政策的持续出台无疑起到了重要作用。

图表 7：汇丰 PMI 及荣枯线



资料来源：Wind 资讯，南华研究

图表 8：官方 PMI 及荣枯线

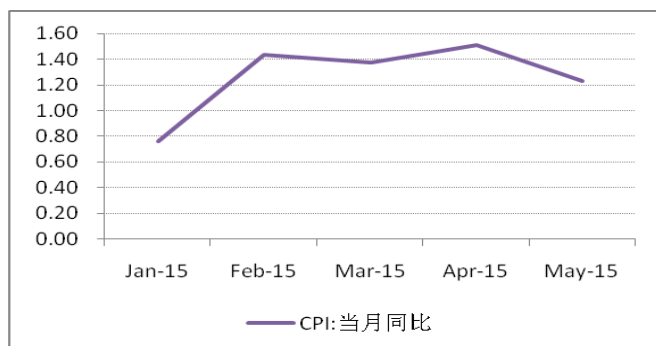


资料来源：Wind 资讯，南华研究

2.1.2CPI 稳中有升 PPI 降幅收窄

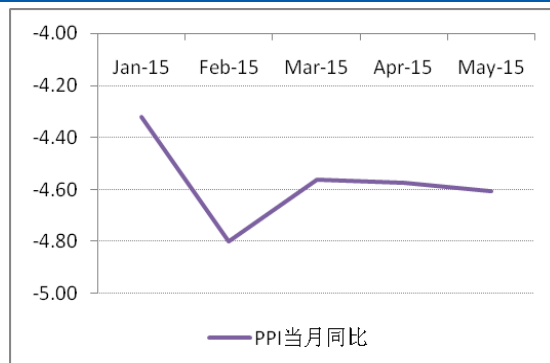
蔬菜价格下跌拖累食品价格,原油价格下跌拖累非食品价格,叠加春节延期影响,2015 年 1 月全国居民消费价格总水平同比上涨 0.8%,创下逾五年来最低水平。2 月 CPI 同比上涨 1.4%,CPI 超预期好转主要归功于春节的有效拉动,此外,今年春节后延,2 月份的对比基数相对较低也在本月价格同比上涨中有所贡献。3 月份 CPI 同比上涨 1.4%,涨幅与上月相同,再次处于“1 时代”,环比受季节性因素影响降幅明显,基本符合我们的预期,市场普遍预期一季度经济有望触底,未来经济企稳改善是趋势,只是复苏力度可能较弱。4 月份 CPI 同比上涨 1.5%,较上月提高 0.1 个百分点,环比受季节性因素影响略有下降。5 月份,全国居民消费价格总水平同比上涨 1.2%,涨幅较上月回落 0.2 个百分点,低于我们的预期,CPI 低预期主要来自于季节性的回落,食品价格 5 月环比下跌 0.9%,非食品方面环比则略增 0.2%。整个 1-5 月,CPI 同比平均上涨 1.3%,整体物价维持低通胀水平。受输入性通缩和国内经济低迷共同扰动,1 月全国工业生产者出厂价格同比下降 4.3%。2 月 PPI 同比下降 4.8%,已经连续 36 个月落入负区间,生产资料价格连创逾五年新低构成 PPI 时速下滑的主要推手。3 月份,PPI 同比下降 4.6%,降幅较前期缩小 0.2 个百分点,是 2014 年 7 月以来首次收窄,受部分工业行业价格改善及政府托底政策作用显现影响,3 月 PPI 环比下降 0.1%,较上月降幅收窄 0.6 个百分点。5 月 PPI 环比下降 0.1%,环比降幅有所收窄,主要与大宗商品价格短期出现一定的反弹有关,5 月 PPI 同比降幅与上月持平为 4.6%,从分项来看,受到原油反弹的带动,与原油直接相关的石油天然气开采出厂价环比增 4.4%。我们认为,我国的经济处于“新常态”下,低增长+低利率+低通胀还将持续,预计未来半年国内宏观经济继续偏弱,GDP 将稳定在 7%左右,“经济降档+政策托底+流动性宽松”格局短期难以改变,仍存在继续降息或降准的空间及可能。

图表 9: CPI 当月同比



资料来源: Wind 资讯, 南华研究

图表 10: PPI 当月同比



资料来源: Wind 资讯, 南华研究

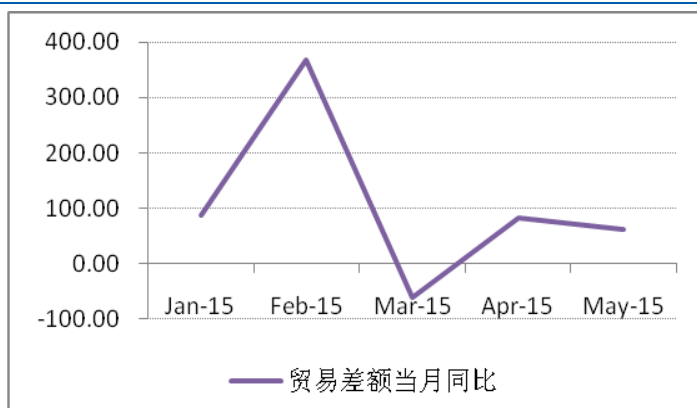
2.1.3 外贸受国际复苏影响, 未来高增可期

2015 年 1 月, 出口同比增速-3.3%, 进口同比增速-19.9%, 虽然 1 月份进出口数值增长明显下降, 进入衰退境地, 但经季节调整后进出口降幅收窄。考虑到春节因素对年初进出口同比影响较大, 经过季节调整后, 1 月份出口和进口的降幅分别为 1.3% 和 14.4%。2 月, 进出口显著超预期好转。其中, 进口继续呈现季节性回落态势, 同比下降 22.6%; 而出口并未呈现季节性回落, 而是大幅增长 48.3%; 顺差也是再创历史新高。3 月进出口总值同比下降 13.5%, 出口同比下降 14.6%, 进口同比下降 12.3%, 贸易顺差同比收窄 62.6%至 181.6 亿元数据创一年最差表现, 贸易顺差低于我们及市场预期。4 月进出口总值同比下降 11.1 个百分点, 较上月降幅收窄。其中出口同比降幅收窄, 说明出口形势有所好转。5 月份我国进出口总值 1.97 万亿元, 其中出口 1.17 万亿元, 同比增速-2.8%, 降幅较 4 月份的-6.2%继续收窄 3.4 个百分点; 进口 8033.3 亿元, 同比增速 18.1%; 贸易顺差 3668 亿元, 扩大 65%。出口处于持续好转的过程中, 但回暖进程缓慢。整体说来, 从前五个月进出口数据来看, 外贸形势并没有根本好转, 不过出口降幅从 4 月开始收窄, 5 月进一步收窄, 如果 6 月份得以进一步巩固, 那么未来数月出口增速有希望由负转正。此外, 5 月进口下降幅度超出预期, 反映内需依旧低迷。我们认为, 在国内需求低迷和产能过剩的双重压力之下, 企业仍以去原料库存为主, 负增长态势短期恐难以扭转, 依靠下半年完成全年外贸增长目标难度颇大, 总体来看, 进出口数据已在一季度见底, 二季度初现企稳回升, 结合外贸扶持政策以及在宽松货币政策持续发力的情况下, 三季度进出口或将上扬, 下半年应持乐观态度, 但并不太可能超出预期。

综上所述, 我们认为, 5 月经济如期实现弱企稳, 今年最低点很可能在 4 月。投资的低迷为后续增长投下阴影, 工业增加值和消费低位反弹, 货币信贷也好于预期。稳增长的压力不在就业、服务业, 而在中上游体系, 以及与这部分经济高度相关的经济体系 (银行、债市), 经济仅够弱企稳, 谈不上真正意义上的企稳, 经济回暖会具备一定的惯性, 但需要政策的极力呵护。无论经济在 6 月继续企稳还是指标重新向上, 但没有大好转的可能, 政策的稳增长必须更进一步提升, 不能有一丝侥幸心理, 经济

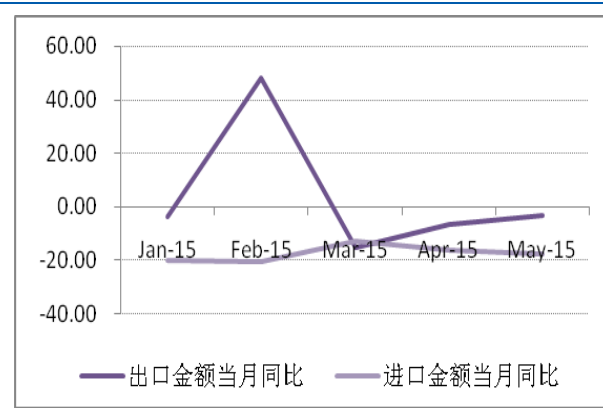
能依靠自身力量达到新的均衡点，7%是稳增长的结果，而非经济自然增长的结果。关于经济企稳，5 月和 6 月经济数据显示的经济企稳，是近期稳增长初显成效的结果，对政策进一步加码起到肯定的作用，政策需持续发力。

图表 11：贸易差额当月同比



资料来源：Wind 资讯，南华研究

图表 12：出口、进口金额当月同比



资料来源：Wind 资讯，南华研究

2.2 前行路漫漫，政策转向难

上半年宽松的货币环境对经济的下滑起到了一定的支撑作用，但“宽货币”向实体经济的传导效果较差，投资不足，难以拉动内需。我们预计下半年依然会保持宽松的货币政策；同时，财政政策更加积极推进，地方债务置换速度加快、规模扩大，有利于推动投资的增长，预计随着财政政策的推进，四季度整体投资增速有望小幅回升，但是经济复苏动力依然不足。房地产销售市场呈现复苏迹象，1-5 月商品房销售面积同比降幅大幅收窄，且从去年 12 月以来跌幅成持续收窄的态势，尤其是一线城市成交面积和住宅价格指数均呈现持续反弹趋势。从目前来看，销售传导至投资仍需较长周期，如果销售情持续好转，预计地产投资有望在四季度企稳。1-5 月企业盈利水平有所恢复，但整体需求不足和商品价格的低迷是制约着企业盈利能力提升的最大障碍，预计下半年工业企业利润仍将在低位徘徊。上半年通缩压力较大，CPI 低位运行，PPI 连创新低后有企稳迹象；预计下半年通缩压力有所减缓，CPI 将保持低位，原材料价格反弹，PPI 跌幅收窄经济仍在下行通道。

综上所述，我们认为，工业生产低位徘徊；投资增速有所回升，消费增幅缩窄，进出口依旧弱势；CPI、PPI 继续低位徘徊；M2 增速小幅上行，新增信贷扩张，经济复苏动力不足，政策转向难，下半年难以改变经济弱势。

第三章 系统性风险与大类资产配置

2008 年美国次贷危机对于很多人仿佛就在昨天。试想如果这一事件发生在新兴经济体、欧元区或者日本，其结果可能导致大量资产撤离，区域性金融危机持续一段时间后烟消云散。不要讲说你这个逻辑不对，你看看欧债危机的影响，但从本质上欧债危机是美国次贷危机的衍生物。而美国次贷危机不仅成为全球性危机，而且其影响直至今天仍在持续：欧债危机令欧元区到现在还在挣扎于经济衰退和通货紧缩的边缘、中国经济此后正式降速、新兴经济体在“溢出效应”影响下通胀和经济均受到重创。很显然，非美经济体的危机最多是区域性的，然而美国的危机却是全球性的。

不止如此，若以上世纪 70 年代为起点，追溯过去 40 余年的全球经济运行，我们会发现美元国际货币地位的建立和美元周期运行其实已经成为全球一体化背景下的市场系统性风险。随着中国经济、金融力量的崛起，我们只有创建自己的游戏平台，制定自己的游戏规则，逃离美元周期才能避免系统性风险的全面爆发。

3.1 逃离美元周期之中美博弈大格局

1971 年至今美元启动过三次强周期行情，分别在 1980-1985 年、1995-2001 年以及当下。

3.1.1 第一轮美元周期的牺牲品——拉美

1971 年 8 月 15 日美国时任主席尼克松宣布美元与黄金脱钩，随后美元暴跌，美元流动性不再受黄金的约束，美国开始由实体经济转向虚拟经济，同时通过贸易逆差扩张的方式向外输出美元流动性。1971 年之今仅有 1973 年和 1975 年当年有过较少的贸易顺差。与此同时，南半球的拉美国家正值经济高速发展阶段，美元流动性的输出给了他们巨大的美元资本。事实上从战后到 60 年代，为了加快工业化步伐，拉美国家积极地引进外资，外资流入大幅度上升。20 世纪 60 年代中期至 70 年代中期，外资大量进入制造业部门，同时突出出跨国公司对某些产品生产和销售的垄断和控制问题。且由于内部储蓄（见表 1）和国内投资不能与引入的境外资本同步发展，所以在外资利润汇回压力下，引资国的经济增长对外资的依赖程度便会逐渐加深¹。

表格 2 拉美与其他新兴经济体的储蓄率对比（1981-2004）

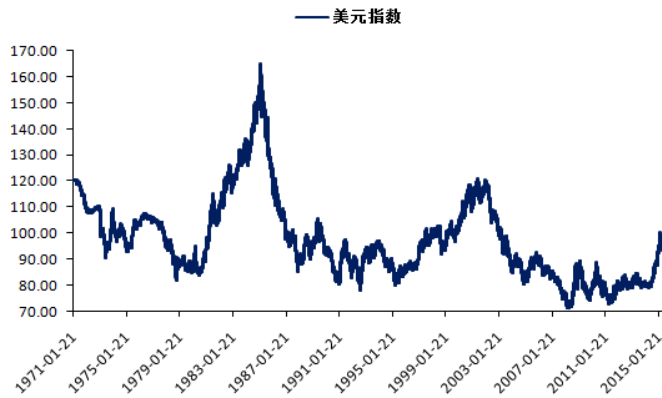
	1981	1985	1990	1995	2000	2004
阿根廷	-	15.9	17.2	16.5	14.3	21.2
智利	8.2	8.6	24	24.3	20.7	23.2
巴西	18.7	21.2	19.3	19.7	17.5	23.3
拉美地区	-	-	-	19.1	18.5	22.0
韩国	23	28.2	35.6	35.8	33.4	34.0

¹ 李建伟，《拉美国家外资依赖问题分析及启示》，《世界经济》，2006 年 7 月。

泰国	22.3	24.3	32.8	34	30.4	31.2
----	------	------	------	----	------	------

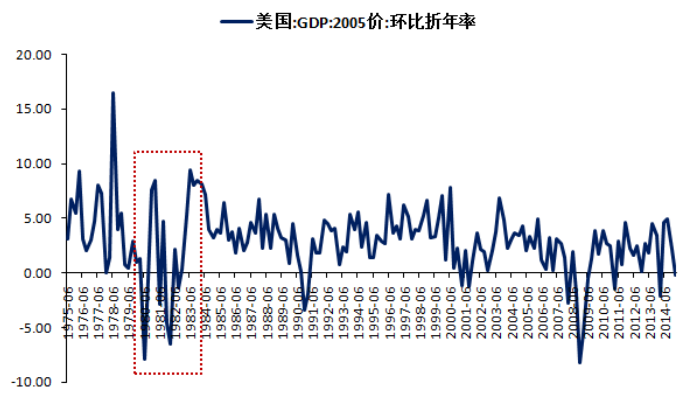
资料来源：EIUCountryData，南华研究

图表 13 美元指数



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 14 美国经济增速环比折年率（2005 价）



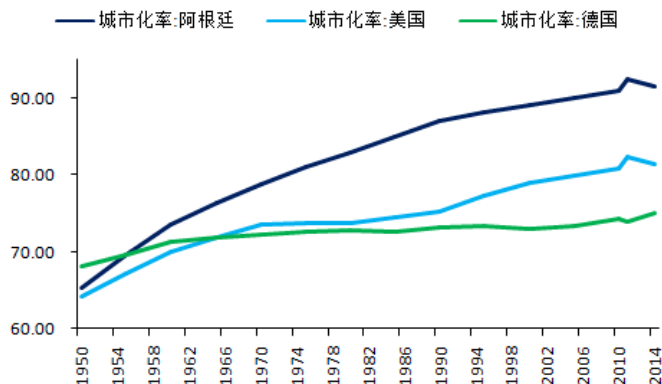
数据来源：Wind 资讯，南华研究

表格 3 两次石油危机中美国出现滞胀的经济表现

时期	GDP 增速	劳动力供给		产能利用率	
		增速	失业率	工业产能利用 率	物价变化
1971~1973	4.8	2.6	5.5	84.2	4.6
1974~1975	-0.4	2.4	7.1	80.4	10.1
1976~1978	5.2	2.9	6.9	82.7	6.6
1979~1982	0.9	1.9	7.6	79.8	10.3

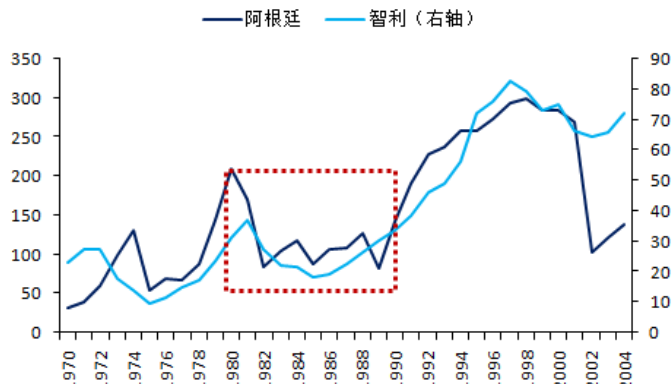
数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 15 阿根廷&美德城市化率



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

图表 16 阿根廷&智利经济总量 (十亿美元, 1970-2004)



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

但是美元并不会永远贬值。美国为稳固在中东地区的影响力, 乐见中东战争并因此引发上世纪 70 年代的两次石油危机, 尽管长期得力, 但短期给美国带来了恶性通胀及经济放缓, 1974~1975 年以及 1978~1982 年美国陷入经济滞胀。为了扭转颓势, 里根政府维持高利率并通过削减开支、减税、放松企业管制等措施抑制通胀提振经济。1983 年后里根经济学带领美国走出滞胀, 但高利率环境却吸引大量境外资本, 美元指数扶摇直上。由于外资依赖度过高, 资本回流美国令拉美引资拉升经济的循环增长模式难以为继, 拉美经济增速放缓并进一步引起了 20 世纪 80 年代的债务危机, 而后陷入恶性循环。从城市化率 (图 3) 来看, 如阿根廷等典型拉美国家在上世纪 50 年代就已达到美德的水平, 其彼时的经济地位可见一斑, 但内部实体经济空心化、外资依赖过度等问题令其在 80 年代遭受美元强周期的重创, 经济总量萎缩近半, 1989 年阿根廷通胀率曾高达 4900% 之多。

3.1.2 第二轮美元周期的牺牲品——日本&亚洲

尽管里根经济学令美国摆脱了滞胀经济, 但财政和贸易双赤字形势严峻, 1985 年美国与德法英日签署了广场协议, 日元进入快速升值期, 1986 年日本经济断崖式下滑。且在美国强大的压力下, 日元经历了长达 10 年的时间持续升值的过程。1985 年 9 月, 美元兑日元在 1 美元兑 250 日元上下波动, 协议签订后, 在不到 3 个月的时间里, 快速下跌到 200 日元附近, 跌幅 20%。到了 1995 年 4 月, 日元的汇率已经升至 1 美元兑 79 日元, 创下历史之最。为了对冲本币贬值带来的出口压力提振经济, 日本央行采取极度宽松的货币政策, 令日本继续维持了三年的经济增长。但由于流动性并未直接接入实体经济, 房地产和股市的过度投机为日本经济泡沫破裂埋下伏笔。

从 1986 年 1 月到 1989 年底日经 225 由 13000 点飙升至 39000 点, 四年间上涨了三倍。1987 年, 东京证券交易所的股票市值超过纽约证交所, 1987~1988 年, 东京股票市场的市盈率平均高达 60 倍。此外, 1985~1990 年东京的商业用地价格上涨了 3.4 倍, 住宅用地上涨了 2.5 倍, 全日本商业用地价格上涨约 1 倍, 住宅用地价格上涨约 60%。股市和地产的过度投机令日本货币政策由松转紧, 日本基准利率从 2% 一直攀升至 6%, 金融和地产市场出现了抛盘, 大量外资撤离, 加上货币升值后出口形势严峻,

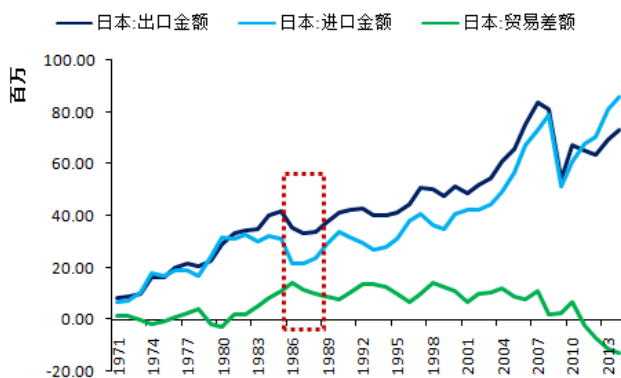
日本政府对国内市场的过分保护政策、产业团体的实质性垄断局面以及终身雇佣制度等掣肘经济增长的问题也一并暴露出来。从此日本陷入了“失去的二十年”。但这仅仅是序幕。

图表 17 美元兑日元



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 18 1986 年日本对外贸易形势严峻



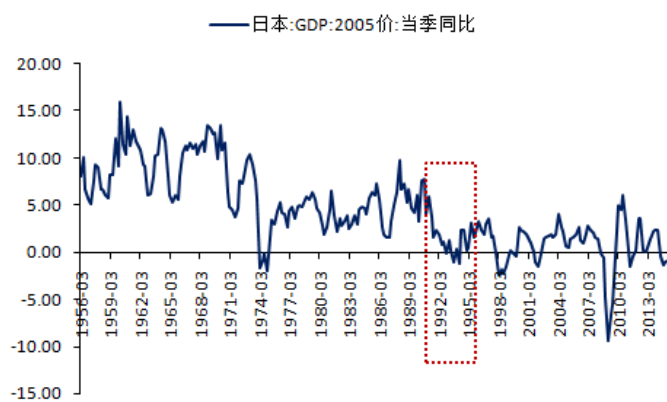
数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 19 日本 M2 同比



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 20 日本经济增长



数据来源：Wind 资讯，南华研究

随着日元升值“到位”，美元开始筑底走强，同时也意味着美元输出的资本红利又一次暂停，而此次的受害者是亚洲。进入 90 年代，发展中国家争夺外资的竞争愈演愈烈。泰国经常项目的巨额逆差及财政收支的巨额赤字，使得泰国除了进一步放开外商投资范围外，过分依赖于举借外债来弥补资本缺口，这使其外债总额飙升，外债结构严重失衡。据统计，泰国外债由 1992 年底的 396 亿美元增加到 1996 年底的 930 亿美元，相当于 GDP 的 50%，其中短期外债约占外债总额的 45% 左右。为偿付这种巨额债务，泰国必须保持年 15% 以上的出口增长率和不断的外资流入，但美元的走强令泰国再次上演了货币危机。1997 年初，以“量子基金”为代表的国际炒家就开始拼命做空泰铢，同年 5、6 月间，泰铢贬值压力进一步加剧，泰国政府欲采取了一定措施缓和，但没有足够的外汇储备，7 月 2 日泰国政府被迫宣布放弃泰铢与美元挂钩的固

定汇率制，实行浮动汇率制。当天泰铢汇率最低曾达到 1 美元兑 32.6 铢，贬值幅度高达 30%以上。

亚洲金融危机中受到打击的并非泰国一个，截止 1998 年 7 月印尼、泰国、菲律宾、马来西亚、韩国等国 GNP 同比跌幅分别达到 83.4%、40.0%、37.3%、38.9%和 34.2%，香港、老挝等国家和地区也受到波及。这次危机被誉为上世纪美国大萧条后最大的金融危机。

表格 4 主要国家 GNP 及货币汇率数据

国家	GNP (亿美元)		涨跌幅	货币	换 1 美元		涨跌幅
	1997/6	1998/7			1997/6	1998/7	
泰国	1700	1020	▼40.0%	泰铢	24.5	41	▼40.2%
印尼	2050	340	▼83.4%	印尼盾	2380	14150	▼83.2%
菲律宾	750	470	▼37.3%	菲律宾比索	26.3	42	▼37.4%
马来西亚	900	550	▼38.9%	马来西亚令吉	2.5	4.1	▼39.0%
韩国	4300	2830	▼34.2%	韩元	850	1290	▼34.1%

数据来源：南华研究整理

3.1.3 第三轮美元周期与中国

从前两轮美元周期的影响来看，受影响的国家和地区有两个共性：其一是美元下行阶段均是美元的输出对象，并以此为契机得以快速发展，但也落得外资依赖过度的隐患；其二是美元回升期，美元流动性由输出转为输入，前期受到美元红利提振的经济体面临冲击，美元资产抽离将中断其已有的经济增长循环模式。从本质上看，美元周期对非美经济体的冲击需要非美经济体自身存在经济结构缺陷，比如实体空心化和外资依赖过度等，但在全球经济一体化背景下，即便没有上述特征这种系统性风险仍然会爆发，美国次贷危机后的欧债危机就是一个很好的例子。

而继拉美和东南亚地区之后，在 21 世纪初期这一轮美元贬值过程中最为受益的便是中国，此间随着中国加入 WTO 而给我国经贸带来活力，但同期外资进入规模也在急剧扩张。与 70 年代的拉美、80 年代的日本和 90 年代初的东南亚如此相似的伴随美元弱周期崛起的中国经济也已经受到目前强美元周期的牵制（观点见前文，此处不再赘述）。避免“系统性风险”爆发的压力越发加重，目前中国已经全面启动逃离美元周期战略。多年来，中国除努力摆脱出口导向型及投资导向型的增长模式，实现粗放型向集约型的转变外；近年来，我们正在从三个层面建立“系统性风险控制平台”：通过围绕一带一路建立的亚投行增强中国国际话语权→通过增加黄金、原油等重要商品的人民币结算和交易份额提升本币含金量→通过人民币国际化对冲美元周期的冲击。

1、亚投行 PK 世行

世界银行（WBG）与国际货币基金组织（IMF）和世界贸易组织（WTO）一道，成

为国际经济体制中最重要的三大支柱。其宗旨是：a. 通过对生产事业的投资，协助成员国经济的复兴与建设，鼓励不发达国家对资源的开发；b. 通过担保或参加私人贷款及其他私人投资的方式，促进私人对外投资。当成员国不能在合理条件下获得私人资本时，可运用该行自有资本或筹集的资金来补充私人投资的不足；c. 鼓励国际投资，协助成员国提高生产能力，促进成员国国际贸易的平衡发展和国际收支状况的改善；d. 在提供贷款保证时，应与其他方面的国际贷款配合。世行的主要出资方为美、日、英、德、法五国，新兴经济体在世行的话语权极低。

2015 年 6 月 29 日《亚洲基础设施投资银行协定》签署仪式在北京举行，亚投行 57 个意向创始成员国财长或授权代表出席了签署仪式，其中已通过国内审批程序的 50 个国家正式签署《协定》。亚投行的宗旨为：a. 通过在基础设施及其他生产性领域的投资，促进亚洲经济可持续发展、创造财富并改善基础设施互联互通；b. 与其他多边和双边开发机构紧密合作，推进区域合作和伙伴关系，应对发展挑战。尽管亚投行的定位是区域性合作，但 57 个意向创始国中已包括了除美日外的主要发达经济体。而美国从起初的不愿盟友加入到目前希望亚投行与世行合作的态度可以看出亚投行令中国成功得获得了更多的国际话语权。

2、黄金&原油定价权之争

全球经济之所以需要看美元周期脸色，无非就是美元国际地位的结果，目前全球外储中仍有 63% 左右是美元资产，全球贸易仍主要以美元交易结算，加上金融市场足够发达，多种商品定价权自然落到美国手中。这种联系的确立经历了三个阶段：

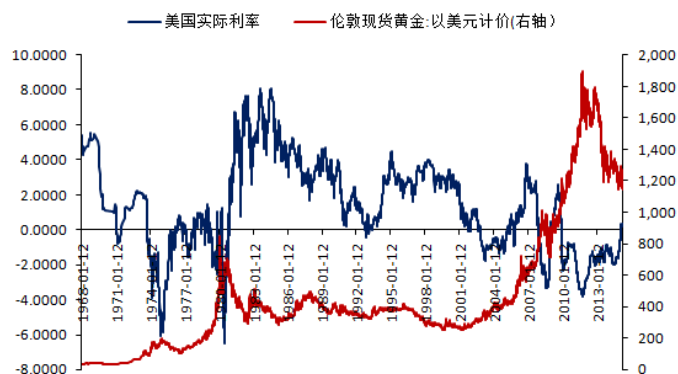
第一阶段：1944 年 7 月，罗斯福总统推动建立了三个世界体系，一个是政治体系——联合国；一个是贸易体系——关贸总协定，也就是后来的 WTO；一个是货币金融体系，即：布雷顿森林体系。当然布雷顿森林体系的建立是由于美国拥有足够多的“财富”：全球 80% 的黄金。这一阶段令美元成为国际货币，产生了以黄金背书的国际信用。

第二阶段：在 1971 年 8 月 15 日，时任美国总统尼克松宣布关闭黄金窗口，美元与黄金脱钩。尽管美元不再以黄金背书，但由于 27 年的国际商贸习惯和非美国国家大量的美元外储，因此美元仍具有国际信用，不过此次是以美国国家信用背书。这一阶段的意义在于美国可以持续开动印钞机，而不必再顾忌 1 盎司等于 35 美元的束缚了。

第三阶段：1973 年 10 月石油输出国组织（OPEC）接受了全球石油交易以美元结算的条件。至此，美元成为了全球大宗商品定价锚，其走势与商品的联动性增强，美元周期也逐渐与美国和非美经济体的经济周期相对应。

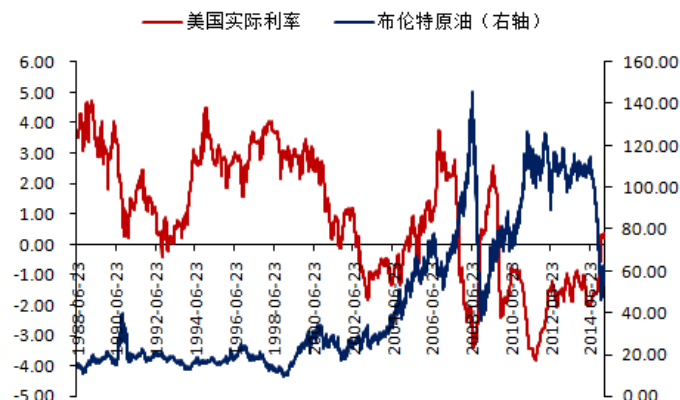
正是如此，我们看到国际金价的每一次趋势拐点都对应着美国实际利率峰值或者谷值；自上市以来，WTI 原油和布伦特原油价格走势同美国实际利率的相关性更是高达 75% 左右。进一步讲美国实际利率在时时刻刻左右商品甚至全球金融资产的定价。

图表 21 美国实际利率&伦敦金走势



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

图表 22 美国实际利率&布伦特油价



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

去年下半年, 中国就开始推动中资商业银行参与伦敦金银市场协会的黄金定价。此前在该市场具有定价权的银行包括德意志银行、法国兴业银行、汇丰银行、加拿大丰业银行和英国的巴克莱资本银行五家。尽管这种定价并不能对黄金价格趋势产生明显影响, 但却能代表黄金市场的话语权。今年 6 月 16 日伦敦金银市场协会 (LBMA) 的表示伦敦洲际交易所 (ICE) 基准管理机构已经批准中国银行参与伦敦金银市场协会 (LBMA) 黄金定价。在中国银行加入之后, 目前共有 8 家参与每天两次竞价银行, 包括摩根大通、丰业银行、汇丰、法兴、瑞银、巴克莱、高盛和中国银行。

根据上海期货交易所的表态, 三季度末国内原油期货上市的概率很高, 与国际主流原油期货合约相比, 目前我们看到的国内原油期货合约草案极有“中国特色”, 旨在提高中国在国际原油甚至能源领域的话语权。

表格 5 几大主流原油期货合约对比

合约名称	交易品种	合约单位	报价方式	最小变动价位	交割方式	合约月份
WTI	轻质低硫	1000 桶	美元及美分/桶	0.01 美元/桶	实物	未来 9 年, 其中连续月为当年以及未来 5 年, 6 年之后只挂 6 月和 12 月合约
Brent	轻质低硫	1000 桶	美元及美分/桶	0.01 美元/桶	现金	12 个连续月份, 一季度后扩展至最长 24 个月, 半年后至最长 36 个月。
阿曼原油	中质含硫	1000 桶	美元及美分/桶	0.01 美元/桶	实物	当年所有月份及下一年前五个月

我国拟上市	中质含硫	100 桶	人民币/桶	0.2 人民币/桶	实物	36 个月以内，其中最近 1-12 个月为连续月份合约，12 个月以后为季月合约
-------	------	-------	-------	-----------	----	--

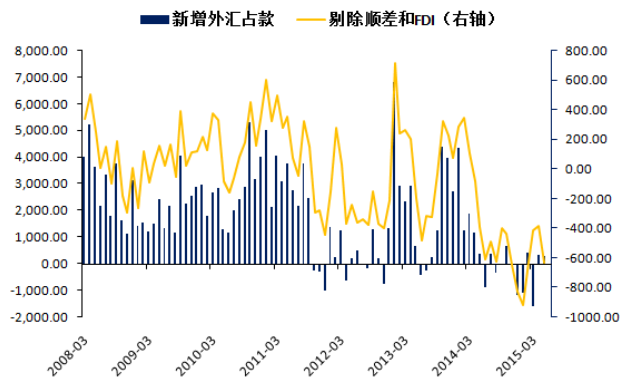
资料来源：南华整理

3、人民币国际化挑战美元

2012 年 6 月 8 日，央行首次将存款利率浮动区间上限调整至基准利率的 1.1 倍，开启了存款利率市场化的征程。两年后，2014 年 11 月 22 日，央行再次将存款利率浮动区间扩大到基准利率的 1.2 倍。2015 年 3 月 31 日，国务院法制办颁布了《存款保险条例》，自 2015 年 5 月 1 日起金融机构正式实施存款保险制度。作为利率市场化改革的配套基础设施，金融机构准入和退出机制正在逐步确立。今年 4 月 20 日，央行又将存款利率浮动区间扩大到 1.3 倍，5 月 11 日，央行将存款利率浮动区间从 1.3 倍直接上浮到 1.5 倍。今年利率市场化进程明显提速了。今年 3 月，央行行长周小川在“两会”期间曾公开表态，今年放开存款利率上限管制是大概率事件，那么下半年央行很可能还有一次降息操作并伴随着存款利率的完全放开。

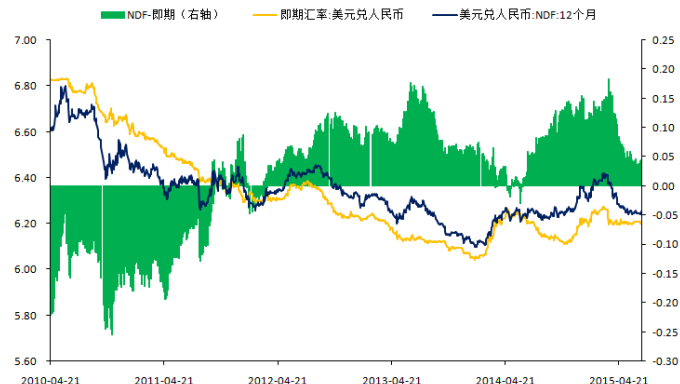
另外，此前央行行长周小川在 IMF 的讲话中表示年内中国将实现人民币可自由兑换，尽管有四种情况将保留资本项管制——涉及洗钱、对恐怖主义进行融资、过度利用避税天堂的跨境金融交易，都应该受到监控和分析；对外债进行宏观审慎管理；中国将在合适的时机管理短期投机资本流动，然而对于支持实体经济发展的中期和长期资本流动将被解除管制；国际收支统计和监测将会加强——但通过 IMF 审查，将人民币纳入特别提款权（SDR）的迫切心情相当明显。原因有二：其一是今年货币基金组织将会进行每五年一次的特别提款权审查，本次审查的一个重要问题是人民币是否将被纳入到 SDR 货币篮子中，如果今年进不去就要再等五年；其二是美元升值给人民币带来了一定的压力，2012 年至今中有相当长的时间市场对人民币存在贬值预期，同时新增外汇占款出现净流出，纳入 IMF 特别提款权后人民币距离完成国际化就很久了。

图表 23 新增外汇占款&热钱



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

图表 24 人民币汇率



数据来源: Wind 资讯, 南华研究

3.2 市场噪音

正因为美元在全球外储中的比重超过 60%，因而其一升一跌就可被视为全球金融、经济的系统性风险，如果按这个逻辑走下去，那么对我们而言除自身外的其他非美经济体的运行风险就可视为市场噪音：既扰动市场运行，但又成不了大气候。

3.2.1 希腊退欧风险几何

6 月 30 日希腊欠 IMF 的 15.5 亿欧元到期，希腊不出意外的违约了；7 月 5 日希腊公投结果表明 61.31% 的希腊选民反对债权人改革计划。其实在这个节骨眼上，希腊是肯定要违约的，不把事情闹大一点，欧元区以及三驾马车就不可能答应他的条件。事实上，三驾马车对希腊紧缩财政的要求虽然能够保证其收支平衡，但却的确令希腊经济陷入了进一步萎缩。2010 年三驾马车（IMF、欧洲央行、欧盟）对希腊的所谓救助实际上是救助外国银行，把他们手上的希腊债券兑现，变成三驾马车提供的贷款，由欧盟纳税人买单。其后的“救助款”90~95% 被用来还利息或本金，希腊政府和民众基本没有受益，而付出的是痛苦的经济紧缩结果。

尽管市场对于希腊违约和公投结果的解读偏向于希腊退欧风险大增，但是正如其总理齐普拉斯在公投前的表态，公投并不是为了表决希腊是否要退欧。而进一步看对于希腊来说退出欧元区就意味着要同原来所享受的福利政策说拜拜了。既然你要赖了，那么“家长”就会给你点颜色看看，7 月 6 日欧洲央行宣布维持希腊紧急流动性援助（ELA）的上限不变，但将调整抵押品的折扣率。这一决定将使希腊银行获得紧急贷款的难度增加，令希腊局势更加困难。7 月 20 日，希腊欠欧洲央行的贷款到期。这个问题比较关键，因为目前希腊银行面临巨大的挤兑压力，完全靠欧央行存活。如果希腊政府不给钱，那么欧央行有充分的理由断绝对希腊银行的流动性支持。

其实现在的问题并不是要不要救希腊、希腊可不可以退出：对于欧元区来说无论

希腊紧缩还是退欧，都将带来示范效应。如果妥协三驾马车可能无法负担 PIIGS 的整体债务；如果默许希腊退欧，债务国可能集体效仿，最终欧元区则宣告失败。

我们认为双方都明白自己的底牌和需求，这一次的结果可能是最后各方各退一步，希腊适当的改革，三驾马车也再次友好的表态。一旦事情按照预期（顺利解决，希腊暂无退欧风险）运行，那么希腊这个噪音将短期缓解系统性风险，否则将加速系统性风险爆发。

3.2.2 日元：飞流直下三千尺？

6 月 8 日公布的数据显示日本一季度 GDP 修正值达到 3.9%，随后日元大幅反弹；6 月 10 日在其央行行长黑田东彦的“煽风点火”之下日元再次大涨，那么日本经济走好是否会成为日元掉头的动力？

图表 25 欧元兑美元



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 26 去年美元兑日元突破 25 年压制线



数据来源：Wind 资讯，南华研究

首先来看，我们得肯定安倍经济学再加上新任央行行长黑田东彦的激进，日本经济增速有了明显改善，摆脱了停滞状态。那么当经济增长反映了日本政府宽货币政策的有效性之后，就会出现日本将继续扩大其量宽规模的预期，因此美元兑日元一路走低，并且跌破了 1990 年 3 月、1998 年 10 月、2001 年 3 月和 2007 年 7 月共同确立的上行通道。6 月 8 日的反弹可以看做是日元达到 2007 年 7 月低点之后反弹，是一种技术修正，而 6 月 10 日的暴跌既是日本央行行长黑田东彦对日元汇率表态²的结果也仍然是技术纠正的驱动。

从技术形态上看，我们预计日元仍有一定回升空间，但跌幅应该比较有限，预计反弹空间在 8% 左右。但由于市场普遍预期 10 月日本央行还将继续扩大量化宽松规模，因此，未来日元仍将有很长的贬值之路要走，日元一旦重回贬值通道，或将呈现飞流直下三千尺的“盛况”。如果预期为真，9 月开始日元的噪音将给“系统性风险”助威。

²当天日本央行行长黑田东彦表示，从实际有效汇率的角度来看，日元不可能进一步下挫。他还称，实际有效汇率显示日元“非常疲软”，难以想象日元实际有效汇率进一步走低。日元已经重返雷曼兄弟危机前水平。该评论一度导致日元大涨 1.2%。

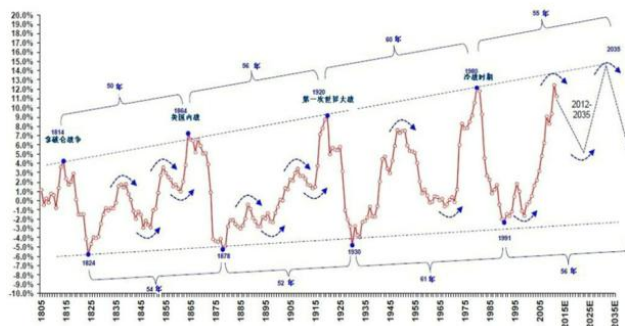
3.3 对冲系统性风险

我们已经明确美联储加息带来的美元强周期是目前包括中国在内的全球金融、经济的系统性风险，而欧元区、日本等等都是影响噪音。在此背景下，我们利用康德拉蒂耶夫的长波周期理论以及当下的基本情况来推导出下半年的大类资产配置逻辑。

3.3.1 康德拉蒂耶夫大周期中期底部

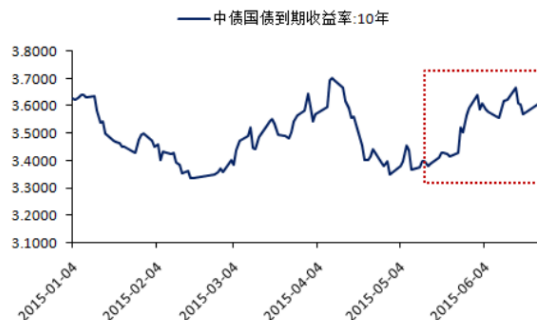
根据康德拉蒂耶夫周期理论，上世纪 60 年代末到 70 年代初是商品的中期底部（非浪底），而 1980 年是浪顶。上面已经说过了，1971 年 8 月 15 日尼克松宣布美元与黄金脱钩，1973 年 10 月石油输出国组织（OPEC）接受了全球石油交易以美元结算的条件。美国付出了“信用违约”的代价，却换来了将美元同全球大宗商品及贸易绑定的特权，这一过程对应着美元流动性的激增，必然引起商品价格的暴涨。1980~1991 年间，美国经济增速稳定，美元流动性供给达到平衡，商品回落。1991 年后美国经济降速，其间也就对应着商品走牛，目前这一趋势并未扭转，因此 2008 年当年、2011 年至今大宗商品整体价格的下行亦可以看做是长期牛市下的深度回调。康氏周期所描述的是 50~60 年一循环的大周期，1980 年商品价格运行至周期浪顶，而 1991 年则是浪底，那么即将到来的浪顶和浪底时间分别是 2035 年和 2047 年。根据我们的预判，2015~2017 年将是商品构筑中期底部的时间。尽管长波理论存在很大的质疑和一定的缺陷，但经济周期的合理性让我们相信长波理论在一定程度上具有适用性。

图表 27 康德拉蒂耶夫大周期



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 28 6 月中长期债券到期收益率反弹



数据来源：Wind 资讯，南华研究

3.3.2 大类资产配置基本观点：

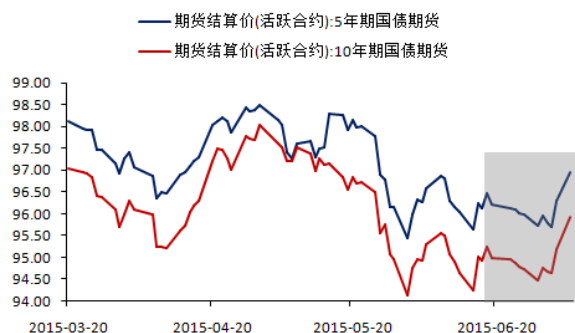
1、国内方面：

① 看多国债期货，时效性：7 月

6 月在财政部确认第二轮地方债置换导致中长期债券供给量增加以及资金面趋紧的双重压力下 5 年期及 10 年期国债期货并未随央行降息、降准的宽货币政策拉升。我们预计上述压力已减弱，7 月国债期货或迎来波段性多头机会。

② 股市风格切换：空 IC 多 IH，时效性：7 月
不解释！

图表 29 国债期货：5 年期&10 年期



数据来源：Wind 资讯，南华研究

图表 30 IH&IC



数据来源：Wind 资讯，南华研究

2、国际方面：

③ 看多欧元/日元，时效性：7-8 月

结合产能利用率、制造业库存等指标来看，美国处于主动去库存阶段，7、8 两月对于美国来说仍会是观望期，三季度后期美国经济应该会重新回到加速复苏的状态。因此**若希腊危机可以解除**，我们看多欧元，且无论该事件方向如何，我们都继续看多日元。加上厄尔尼诺继续演绎，我们认为白糖、油脂仍将相对强势，因此我们推荐的操作如下：

- a. 多欧元/日元；空黄金操作
- b. 多白糖、棕榈油；空黑色、贵金属

④ 看多美元，时效性：9-12 月

随着美联储加息再次成为市场焦点，预计三季度后半程到四季度，市场“系统性风险”会逐步爆发，我们推荐的操作如下：

- a. 多美元；空美股
- b. 空贵金属、原油等商品，黄金看低至 960-1040 美元/盎司、白银看低至 13 美元/盎司
- c. 多黄金空白银，直至金银比价触及 80
- d. 空美债
- e. 空欧元多英镑
- f. 空日元，美日看至 135-140
- g. 做多商品波动率

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-83869588

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: 0576-88539900

温州营业部

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

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87273868

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 751 号粮食大厦五楼
电话: 0573-82158136

绍兴营业部

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

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房
电话: 028-86532693

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: 0411-84378378

北京营业部

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

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: 0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601
电话: 0574-62509001

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

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: 0451-82345618

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 号国华大厦 B 座 2501 室
电话: 0532-85803555

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: 024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层
电话: 022-88371080

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: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52585211

深圳营业部

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

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: 020-38806542

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: 0553-3880212

重庆营业部

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

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
电话: 0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室

电话：0663-2663882

电话：0592-2120370

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301
电话：0573-80703000

齐齐哈尔营业部

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

舟山营业部

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

免责声明

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

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



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net