



全球经济水火同源： 一半是海水、一半是火焰

- - 2011 年全球经济平稳增长或放缓复苏前瞻

✍ 闻岳春

执业证书编号： S1230208080059

☎ 021-64716089

✉ wenyuechun@stocke.com.cn

本报告导读：

- 2011年全球经济
- 2011年美元指数可能走势
- 2011年全球金融市场格局
- 2010年全球经济运行特征

投资要点：

- 复杂多变的 2011 年全球经济：平稳增长或放缓复苏，GDP 增长约 3.5%-4.0%，比 2010 年有所放缓。但是不会出现年度意义上的“二次衰退”，预计全球 FDI 增长 15%，全球贸易增长 8%-10%，可能比 2010 年的 10%-12%略降
- 美国经济仍在复苏中，但是动力依然不足，预计 2011 年会低速增长，预期会从 2010 年的约 2.6%-2.8%下降到 2011 年的约 2.3%-2.5%
- 自奥巴马 2009 年 1 月正式上任后一直在沿用布什时代所有减税计划。奥巴马总统宣布 8580 亿美元减税法案已通过并将实施，是在原“药方”基础上作适当补充，但毕竟不是新“药方”，其对经济的新增“疗效”比较有限，不应该高估。出于谨慎原则，我们维持预计 2011 年美国经济将会低速增长的观点
- 欧洲经济分化严重，德国较强劲，欧债危机挥之不去，亟待建立一种短中长期结合的标本兼治的新机制，预计欧元区经济会从 2010 年的约 1.6%-1.7%下降到 2011 年的约 1.4%-1.6%
- 日本经济重现疲软，预计会从 2010 年的 2.5%-2.6%下降到 2011 年的 1.5%-1.7%
- 新兴市场国家、地区可望持续增长，预计会从 2010 年的 7%-7.2%下降到 2011 年的 6.5%-6.7%
- 2011 年美元指数可能的走势：在 70-90 点之间宽幅震荡，但仍呈现弱势
- 2011 年全球金融市场格局：全球经济再平衡过程仍然比较艰难；后金融危机时期经济复苏的复杂、不稳定性、过剩的流动性将导致全球金融市场呈现宽幅震荡的格局
- 确定性的复苏趋势+偏弱、缓慢的复苏力度+相对过剩的流动性，未根本性逆转
- 2010 年全球经济运行特征：一度较为强劲的全球经济复苏在 2010 年正在持续减弱，充分反映了经济复苏的减弱、艰难、曲折和差异化的特点

相关报告

报告撰写人： 闻岳春

数据支持人： 闻岳春





正文目录

全球经济水火同源：一半是海水、一半是火焰.....	5
1. 2011 年全球宏观经济预判.....	5
1.1 复杂多变的 2011 年全球经济：平稳增长或放缓复苏	5
1.1.1 美国经济仍在复苏中，但是动力依然不足.....	6
1.1.2 欧洲经济分化严重，德国较强劲，欧债危机挥之不去，亟待建立一种短中长期结合的标本兼治的新机制.....	9
1.1.3 日本经济重现疲软.....	10
1.1.4 新兴市场国家、地区可望持续增长.....	10
1.2 美元走势预判	11
1.2.1 欧债危机是最有可能推动美元阶段性走强的潜在因素，其他地缘政治危机在短期内也有可能促使美元走强	12
1.2.2 美联储加息，在 2011 年基本上是一个“小概率事件”，基本上不可能发生	13
1.2.3 美国出现新的经济增长点较难判断，在 2011 年可先作为“小概率事件”	13
1.2.4 美元区间宽幅震荡，但总体仍呈现弱势	13
2. 2010 年全球经济复苏：减弱、艰难、曲折、不平衡	15
2.1 全球经济增长持续减缓.....	15
2.1.1 GDP 增长减缓	15
2.1.2 工业生产增长减速	19
2.1.3 全球贸易增长减缓	19
2.1.4 全球 CPI 水平总体走低	21
2.1.5 主要经济体失业率居高不下	21
2.2 经济复苏艰难曲折且不平衡（差异化复苏）：一半是海水，一半是火焰	22
2.2.1 全球经济自主增长动力薄弱.....	23
2.2.2 欧债危机扩散、蔓延等新金融不稳定因素影响全球经济稳定复苏	24
2.2.3 全球经济复苏进程不平衡（差异化）持续加大	25





2.3 主要经济体货币政策取向分歧加大，国际协调举步维艰.....	26
2.3.1 三大经济体持续释放流动性.....	26
2.3.2 主要发展中经济体甚至一些发达国家收紧货币政策.....	28
2.3.3 宏观政策的国际协调难度加大.....	30
3.重要市场指数扫描.....	31
3.1 美国股市恐慌指数——标准普尔 500 波动率指数(VIX)走势.....	31
3.2 国际主要股市指数走势.....	32
3.3 美元指数、名义美元指数(日)走势.....	33
3.4 CRB 指数(美国商品研究所 Commodity Research Bureau 指数)走势.....	33
3.5 国际期货市场 COMEX 黄金、铜、银走势.....	34
3.6 国际市场原油期货走势.....	34
3.7 国际市场期货: CBOT 大豆、玉米、豆粕、小麦, NYMEX 糖、棉花走势.....	35
3.8 伦敦银行间同业拆借利率(LIBOR)走势.....	35

图表目录

图 1: 1990 年代来美元走势及其影响因素.....	11
图 2: 近 1 年来美元指数走势.....	11
图 3: 美国 10 年期国债收益率与 VIX 指数走势对比.....	15
图 4: 美国 GDP 第 3 季度环比折年率增长 2.5%，比第一季度回落 1.2 个百分点，但比 2 季度的 1.7% 有所好转.....	15
图 5: 欧元区第三季度 GDP 环比增长 0.4%，与第一季度持平，但比第二季度放缓 0.6 个百分点.....	16
图 6: 英国 GDP 第 3 季度增长 0.8% 比 1 季度加快 0.4 个百分点，但比 2 季度放缓 0.4 个百分点.....	16
图 7: 日本 GDP 第 3 季度环比增长 1.1%，比第一季度回落 0.6 个百分点，但比 2 季度的 0.7% 有所好转.....	16
图 8: 中国 GDP 第三季度同比增长 9.6%，比第一季度放缓 2.3 个百分点.....	16
图 9: 巴西 GDP 第 3 季度同比增长 6.8%，比第一季度回落 2.5 个百分点.....	17
图 10: 韩国 GDP 第 3 季度同比增长 4.5% 放缓 3.5 个百分点.....	17
图 11: 香港 GDP 第 3 季度同比增长 6.8%，比第一季度回落 2.5 个百分点，但比 2 季度的 6.5% 有所好转.....	17
图 12: 台湾 GDP 第 3 季度同比增长 9.8%，比第一季度回落 3.8 个百分点.....	17
图 13: 马来西亚 GDP 第 3 季度同比增长 5.3%，比第一季度放缓 4.7 个百分点.....	18
图 14: 印度第三季度 GDP 同比增长 10.56%，比第一季度下滑 0.66 个百分点.....	18
图 15: 印度尼西亚第三季度 GDP 同比增长 5.8%，比第一季度小幅加快 0.1 个百分点.....	18
图 16: 全球工业生产指数比较: OECD、欧洲、美国、英国、日本.....	19
图 17: 全球短期商品贸易出口金额比较: 美国、欧盟 27 国、德国、英国、中国、日本当月同比.....	19
图 18: 全球短期商品贸易出口金额比较: 美国、欧盟 27 国、德国、英国、中国、日本当季同比.....	20
图 19: 全球短期商品贸易进口金额比较: 美国、欧盟 27 国、德国、英国、中国、日本当月同比.....	20
图 20: 全球短期商品贸易进口金额比较: 美国、欧盟 27 国、德国、英国、中国、日本当季同比.....	20
图 21: 全球 CPI 比较: OECD、G7.....	21
图 22: 2010 年来美国失业率高位波动, 年内最高点为 4 月的 9.9%, 6 月和 7 月一度降至 9.5%, 但 11 月又回升至 9.8%, 接近 09 年 10 月 10.1% 的历史最高水平.....	21
图 23: 欧元区失业率逐步攀升, 从 1 月的 9.9% 上升到 10 月的 10.1%, 为 1998 年来最高水平.....	22
图 24: 上半年日本失业率逐步攀升, 从 1 月的 4.9% 上升到 6 月的 5.3%; 下半年在波动中略有回落, 10 月为 5.1%, 仍处于历史较高水平.....	22





图 25: 2010 年第 3 季度美国个人消费支出环比折年率增长 2.8%，为经济复苏以来最高增速，但仍明显低于 3.4% 的长期趋势；私人固定资本形成总额增长 1.7%，仍明显低于 4% 的长期趋势.....	23
图 26: 欧元区、德国、法国、英国、意大利 GDP 不变价同比走势图	25
图 27: 2010 年一、二、三季度希腊 GDP 同比分别下降 1.1%、1.2%、2.1%	25
图 28: 爱尔兰 2010 年一、二季度 GDP 同比分别下降 0.75%、1.8%	25
图 29: 2010 年一、二、三季度葡萄牙 GDP 同比分别上升 1.7%、1.4%、1.4%	26
图 30: 2010 年一、二、三季度西班牙 GDP 同比分别为下降 1.3%、下降 0.1%、上升 0.2%	26
图 31: 2008 年 12 月 16 日后美国一直将联邦基金利率维持在 0-0.25 之间的历史最低水平不变	27
图 32: 2009 年 5 月 13 日后欧元区基准利率一直维持在 1% 的历史最低水平不变	27
图 33: 日本则在 10 月 5 日将政策利率从 0.1% 降至 0 至 0.1%（接近零利率）	27
图 34: 韩国央行分别于 2010 年 7 月 9 日、11 月 16 日两度上调基准利率 25 个基点至 2.5%	28
图 35: 印度央行 2010 年来到 11 月 2 日已 6 次加息	28
图 36: 澳大利亚央行: 11 月 2 日加息 25 基点至 4.75%，为 2009 年 10 月以来第 7 次加息	29
图 37: 巴西央行: 在 2010 年内三度上调政策利率	29
图 38: 加拿大央行于今年 6、7、9 月三度加息	29
图 39: 12 月 15 日瑞典中央银行宣布，将基准利率上调 0.25 个百分点至 1.25%，是今年下半年来第 4 次上调基准利率	30
图 40: 近年中美利差总体持续加大: SHIBOR（1 年）与 LIBOR 美元（12 月期）利差 5 月中来持续加大	31
图 41: 美国标准普尔 500 波动率指数(VIX) 走势	31
图 42: 美国主要股票指数走势	32
图 43: 欧洲部分主要股票指数走势	32
图 44: 东京日经 225、恒生、台湾、韩国指数走势	32
图 45: 上证综指、沪深 300、深证成指、深证综指、中小板综指走势	33
图 46: 中国创业板指数走势及其涨跌幅	33
图 47: 美元指数、名义美元指数（日）走势	33
图 48: CRB 指数走势	34
图 49: 国际市场期货收盘价: COMEX 黄金、铜、银	34
图 50: 国际市场原油期货结算价	34
图 51: 国际市场期货收盘价: CBOT 大豆、玉米、豆粕、小麦	35
图 52: 国际市场期货收盘价: NYMEX 糖、棉花	35
图 53: 伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）: 美元走势	36
图 54: 伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）: 欧元走势	36
图 55: 伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）: 日元走势	36
图 56: 伦敦银行间同业拆借利率（LIBOR）: 英镑走势	37
 表 1: 2011 年主要经济体 GDP 增长预测（%）	8
表 2: 2011 年全球经济指标增长预测（%）	9
表 3: 仅仅考虑二轮量化宽松单一因素下的美元指数的可能变化	13





全球经济水火同源：一半是海水、一半是火焰

因为促进需求从公共部门转向私人部门的内部重新平衡，及促进需求从逆差经济体转向顺差经济体的外部重新平衡的强有力政策尚未到位或未完全到位，全球经济复苏仍然脆弱。目前，虽然全球经济复苏趋势确定，但复苏力度偏弱，差异化复苏比较明显，美日等国货币竞争性贬值导致全球流动性预期及通胀预期。就中国国内而言，海外巨额流动性释放，叠加上金融危机后国内财政 4 万亿元投资、2009 年 9.59 万亿元的巨额人民币信贷，2010 年近 8 万亿元人民币信贷释放的巨额流动性是今年来中国及新兴市场物价大幅度上涨的重要原因。美国、欧洲、日本为代表的发达经济体仍表现为通货紧缩，经济增长内生动力不足，失业率依然高企，房地产比较疲软；美国经济复苏动力依然不足，欧洲区内经济复苏差异化明显、主权债务危机仍浓雾弥漫，日本经济重现疲软；而新兴市场经济体出现经济过热势头。总体看，尽管目前全球经济正在逐步复苏，但复苏的基础不牢固。**确定性的复苏趋势+偏弱、缓慢的复苏力度+相对过剩的流动性，未根本性逆转。但是全球经济复苏总体上还不是很健康，前行中迷雾重重。**

中国高层认为，2011 年全球经济有望继续恢复增长，但不稳定不确定因素仍然较多。国际金融危机影响深远，全球经济格局正在发生深刻复杂变化；要认真分析和准确把握全球经济发展中长期趋势，努力提高应对复杂局面能力；要准确把握全球经济结构进入调整期的特点，努力培育我国发展新优势；准确把握全球经济治理机制进入变革期的特点，努力增强我国参与能力；准确把握创新和产业转型处于孕育期的特点，努力抢占未来发展战略制高点；准确把握新兴市场国家力量步入上升期的特点，努力发展壮大自己。

中国国务院总理温家宝 10 月 4 日在布鲁塞尔出席第八届亚欧首脑会议开幕式并致辞中表示，国际金融危机爆发两年来，虽然各国经济复苏的进程有快有慢，复苏的动力有强有弱，但总的看，全球经济已经步入缓慢复苏的轨道；也要清醒地看到，国际金融危机的深层次影响还没有完全消除，一些国家失业率居高不下，经济增长明显乏力，一些国家主权债务风险增加，全球经济复苏前景还存在较大的不确定性。温家宝总理的致辞比较概括地描述了处于亚健康、迷雾中缓慢复苏的全球经济的状况。

1. 2011 年全球宏观经济预判

1.1 复杂多变的 2011 年全球经济：平稳增长或放缓复苏

从中国的外部环境来看，发达国家经济自主增长动力薄弱，加上欧债危机可能继续扩散和蔓延的影响，但是美国、日本政府、中央银行也在采取有力的财政、金融再刺激政策促进经济的稳定复苏，欧洲峰会确立了欧元区新的、没有资金上限的永久性应对危机机制，有望逐步对冲危机。所以，**预计 2011 年全球经济将由前期超常规政策刺激下的恢复性反弹转向平稳甚至低速复苏、增长阶段，我国经济发展面临的外部环境依然严峻、复杂多变，不确定性更大，判断其形势更加困难，对我国构成重大挑战。其特点可能是：全球经济（包括全球贸易量）平稳增长甚至低速（或放缓）复苏、增长，增速可能较 2010 年有所回落。**

尽管目前全球经济正在逐步复苏，但复苏的基础不牢固，2010 年第二季度来全球经济复苏步伐





放慢迹象比较明显。目前，比较一致的观点是：全球经济增长的动力在趋缓。

根据国家发改委宏观经济研究院副院长陈东琪的观点，将经济发展（或增长）趋缓、探底，第二个底高于第一个底定义为“二次探底”，将经济发展（或增长）趋缓、探底，第二个底低于第一个底定义为“二次衰退”。¹如此，基本上可以认为，2010年2季度来，美国经济、全球主要经济体实际上已经出现季度、月度意义上的“二次探底”，但是出现“二次衰退”的可能性很小，出现年度意义上的“二次探底”的概率也很低。

1.1.1 美国经济仍在复苏中，但是动力依然不足

在大规模政策刺激、库存回补、新兴市场需求拉动及企业投资回暖等因素推动下，2010年前3个季度美国经济增长总体上明显好于预期。但是，2、3季度复苏比较疲软，失业率居高不下，房地产业总体依旧比较低迷，银行放贷能力尚未复苏，以消费为主导的美国经济尚未有实质性好转。前期的政策刺激效应逐渐消退，而财政、金融等各方面的“二次刺激”的效果还有待于观察，新兴产业也尚未出现大发展，预计2011年美国经济增长将会低速增长，预期会从2010年的约2.6%-2.8%下降到2011年的约2.3%-2.5%（见表1）。

值得一提的是，近期，美国多数经济指标数据比较乐观。9-11月，美国谘商会（Conference Board，大企业联合会）消费者信心指数连续三个月改善，从48.6、49.9，增长到54.1；美国ISM制造业指数连续15个月保持在荣枯分水岭50以上，服务业指数连续4个月保持在50以上；芝加哥采购经理人指数连续13个月保持在50以上，并且最近4个月重拾升势；2009年华尔街各大金融机构更是一扫金融危机阴霾，赚得盆满钵满。12月17日公布的美国11月谘商会领先指标月比上升1.1%，略低于市场预期的月升1.2%，但是又明显好于10月修正后的上升0.4%（初值为上升0.5%）。正因如此，不少经济学家和分析人士对美国经济的信心又重新膨胀起来，纷纷调整对2011年美国经济增长的预测，将原来2%多一点的GDP增长率预期，调高到3%至4%。高盛甚至预测，2011年股市将大涨25%。问题是：美国经济增长的好势头似乎已经形成，真正意义上的复苏到来了？

但是，12月3日美国劳工部公布的就业数据，则为乐观的情绪浇了一盆冷水。2010年11月，美国仅净增非农就业人数3.9万人，远低于预期的14.0万人和前期修正后的17.2万人的数据；而11月的失业率，也从数月来一直保持的9.6%激增到9.8%。由于就业是美国经济指标中最重要的数据之一。另外，美国房屋市场总体上持续低迷。美国11月营建许可月比下降4.0%，折合年率为53万套，达到09年4月以来的最低水平；由于房屋市场的持续低迷，建筑商一直持警惕态度。因此，美国近期公布的乐观的消费者信心指数和产业调查指数等等，在凄惨的就业数据和不那么乐观的房屋市场面前，都显得黯然失色。

这次危机中，美国推出的反危机、反周期的措施是史无前例的，使用了巨额的财政支出和海量的货币投放来挽救经济。而且，美国政府在财政和货币政策宽松不断加码、双管齐下。在财政和货币双重手段的刺激下，经济复苏主要体现在主要股指大幅上涨、大宗商品价格攀升上。从2009年3月到2010年4月，道琼斯指数上涨了42.5%。2010年8月，美国总统奥巴马再度实

¹ 引自陈东琪《国内经济形势及政策展望》，中国证券市场研究设计中心（联办）主办“2010中国宏观经济预测秋季论坛”上的发言，2010年9月25日。





施 3500 亿美元的财政刺激计划，美联储也于 11 月启动规模为 6000 亿美元的第二轮量化宽松政策。奥巴马政府 12 月 6 日宣布，延长布什政府的减税政策，同时提供额外 13 周的失业保险，同时降低薪资税，借此来增加民众收入，刺激消费和就业。美联储主席伯南克也在 12 月 5 日谈到，如果经济和通胀前景需要的话，有可能继续扩大第二轮量化宽松政策，超出限额的 6000 亿美元来购买国债，无疑给市场注入信心。美国国会于当地时间 12 月 16 日晚最终获通过奥巴马总统减少 8580 亿美元税收计划，据 18 日有关媒体报道，奥巴马已签署该减税法案成为正式法律。分析人士认为，这将使美国经济在未来两年获得充裕流动性；美国财政部长盖特纳认为这项立法有 4 个有利：有利于美国的经济增长、有利于就业、有利于中等收入家庭收入增加、也有利于企业的投资和扩大规模。根据有关研究机构测算，8580 亿美元税收减少法案的实施将给美国经济带来约 0.5-1 个百分点的增量（我们后面的分析认为，这种估计可能过于乐观）。在双重刺激下，道琼斯指数在 2010 年 9 月再次突破下降通道，于 12 月 16 日创出 11499 点的危机以后收盘的新高。双重刺激手段带来的复苏突出体现在金融机构的表现上，2009 年美国华尔街金融机构业绩强劲反弹，若干金融机构的员工奖金甚至超越危机前水平。根据最近《华尔街日报》发布的一项调查报告显示，2010 年华尔街薪酬有望继 2009 年之后再创历史新高。

但是由于刺激措施实际上只是为经济临时“补血”，并在同时固化过去的经济体制，因此不能解决经济中的实际问题，无法为实体经济的长期增长筑造基础。2010 年上半年，美国经济复苏动力开始疲软，GDP 数据开始回落，房屋市场再度下滑，失业率从 9.5% 回升到 9.6%，再到 9.8%。我们认为，仅以一些先行信心指标改善和股指上涨作为判断美国经济情况根本好转的依据，甚至以此来决定经济政策，实际上不够谨慎。在主观的信心指标好转和金融机构盈利的同时，不应轻视目前美国经济问题的复杂性和困难。应把注意力更多地放在失业率、住房市场、通缩等指标是否出现根本改善上，及过度消费和双高赤字等问题是否得到根本解决这些焦点因素上。必须要指出的是，股票市场兴旺是金融资产的兴旺，并不直接代表实体经济的增长。金融资产固然有对经济增长前瞻性预期的功能，但同时也有过度起伏，形成泡沫的可能。不可等量齐观。美国经济增长的动力来自消费，消费占 GDP 的约 70%。现在消费仍处于萎靡阶段，居高不下的近乎 10% 的失业率，几乎是 26 年来的最高水平；房地产价格仍在下降的过程中，本季度比上季度下降了 5%。这两个因素可能是美国经济最大的负面风险。出口贸易和海外经济的增长，能否真正带动美国整体经济，还需拭目以待。

此外，美国还面临巨额财政赤字，各个州政府、市政府都主要在实施紧缩财政、削减福利、裁员政策，这对消费的增长也将形成负面影响。而且，减税方案并不完美。8580 亿美元税收减少法案无疑将会增加美国联邦财政赤字规模，使得美国庞大的财政赤字难以“瘦身”。截至 2010 年 9 月 30 日的政府财年统计，今年达到 12940 亿美元，一旦“全民减税”计划延长，将在未来两年中带来将近 8000 亿美元的财政负担，明年的赤字数字很有可能超过今年，达到 14000 亿美元。评级机构穆迪公司更是警告称，减税法案一旦成为法律，将推高政府债务负担，将把政府债务占国内生产总值的比例提升至 72%-73%，增加了在未来两年内将美国评级前景定位负面的可能性。如果美国失去最高评级，将会降低美国国债的吸引力，这也是美国政府所不愿看到的。虽然减税政策会给美国政府带来一些麻烦，但在目前的局势下，奥巴马的选择也只能是“两弊相衡取其轻，两利相权取其重”了。





总体上看,断言美国经济开始兴旺蓬勃,走上正轨尚为时过早。在经历了几年的疲软状态之后,预计 2011 年美国经济应该会有相对比较好的增长。但基于各种负面因素,更可能是在低水平下缓慢的增长。

浙商证券认为,奥巴马总统宣布的将布什时代所有减税计划延长两年时间,加上其他减税方案,总体约 8580 亿美元减税法案已通过并将实施,实际上是布什时代所有减税计划的自然延伸。因为这个“药方”自奥巴马 2009 年 1 月正式上任后一直在沿用,现在为了再刺激经济而在原有的“药方”基础上作适当补充,但毕竟不是新“药方”,其新增的疗效应该还是比较有限的,不应该高估(我们今后将作一定的专题研究)。加上有报道称美国实际的失业率可能超过 9.6%-9.8%左右的官方统计、住房市场总体不太景气。出于谨慎原则,我们维持预计 2011 年美国经济将会低速增长的观点,并将根据实际情况不断地予以观察、研究、修正。

表 1: 2011 年主要经济体 GDP 增长预测 (%)

地区	08	09	2010 (预测)						2011 (预测)					
			IMF (10.6 *)	经合 组织 (11.18)	联合国 (12.1)	世界银行 (网上公布)	中国 银行 (10.22)	浙商 证券 (12.5)	IMF (10.6)	经合组织 (11.18)	联合国 (12.1)	世界银行 (网上公布)	中国 银行 (10.22)	浙商 证券 (12.5)
美国 ①	0.4	-2.6	2.6 (7月 预测 3.3)	2.7	2.6	3.3	2.8	2.6- 2.8 (上次估 计约 2.6)	2.2 (7月 预测 2.9)	2.2 (先前预 测 3.2)	2.2	2.9	2.5	2.3- 2.5 (上次 估计约 2.6)
欧元 区②	0.6	-4.1	1.7 (4 月预测 1.0)	1.7		0.7	1.7	1.6- 1.7 (上次估 计约 1.7)	1.5 (4 月预测 1.3)	1.7	1.3	1.3	1.8	1.4- 1.6 (上 次估计 约 1.1)
日本 ③	-1.2	-5.2	2.8	3.7	2.7	2.5	2.5	2.5- 2.6 (上次估 计约 3.0)	1.1- 1.5 (7 月预测 1.8)	1.7	1 左右	2.1	1.5	1.5- 1.7 (上次 估计约 1.1)
亚洲 新兴 市场 ④	6.1	2.5	7.9 (整个 亚洲)			8.7 (东亚 和太平洋 地区)	7.0	7.0- 7.2	6.7 (整个 亚洲)			7.8 (东亚 和太平洋 地区)	6.5	6.5- 6.7

资料来源: Winds 资讯等公开数据资料, 浙商证券研究所。

* 括弧内数字“10.6”等代表机构预测的具体时间。均在 2010 年;

①11 月 23 日, 美联储对美国 2010 年经济增长预测, 从 6 月预测的 3.0%-3.5% 下调到 2.4%-2.5%; 对其 2011 年经济增长预测, 从 6 月预测的 3.5-4.2 下调到 3.0-3.6。摩根大通上调明年美经济增长预期。摩根大通 12





月 15 日宣布,上调对 2011 年美国国内生产总值 (GDP) 增速的预期,该机构认为明年的美国经济增速将达到 3.5%。摩根大通上调美国经济增速预期的依据是美国零售销售数据的持续向好。美国商务部 14 日公布的数据显示,美国 11 月零售销售额度环比上升 0.8%,超出市场预期;10 月零售销售修正值为上升 1.7%,较上升 1.2% 的初值有显著提高。摩根大通还认为,零售销售数据的连续上扬有助于提升市场对于美国经济回暖趋势的整体乐观情绪,该机构因此判断美国今年第四季度实际消费支出增长率将达到 4%。12 月 9 日,全球最大债券基金公司太平洋投资管理公司 (Pimco) 首席执行官 (CEO) 默罕穆德·埃尔-埃利安也曾表示,该机构已将其对 2011 年美国经济增长的预期由 2%至 2.5%上调到 3%至 3.5%,理由是奥巴马政府与美国国会就总额为 8580 亿美元的延长减税法案达成一致,这将使美国经济在未来两年获得充裕流动性;德意志银行也表示,减税政策的实施可能使美国明年的产出增加 0.7 个百分点,经济增速将达到 4.1%,摩根大通则将美国增长预期从原来的 3%提升到 3.5%。

②11 月 29 日欧盟对欧元区 2010 年经济增长从春季预测的 0.9%上调到 1.7%;对其 2011 年经济增长维持春季预测的 1.5%;12 月 2 日欧洲央行对欧元区 2010 年经济增长预测为 1.6%;对其 2011 年经济增长预测为 1.4%;

③日本内阁府 6 月 22 日向上调整截至明年 3 月底财政年度的经济增长率预估值至 2.6%,反映全球经济复苏及政府所采取的刺激计划开始发挥作用。

④亚洲开发银行 12 月 7 日在其发布的《亚洲经济观察报告》中预测,东亚新兴经济体今年经济增速将达 8.8%,而 2011 年的经济增速将放缓至 7.3%;中国今明两年的经济增速分别为 10.1%和 9.1%。

表 2: 2011 年全球经济指标增长预测 (%)

	08	09	2010 (预测)						2011 (预测)					
			IMF (10.6 *)	经合 组织 (11.18)	联合国 (12.1)	世界银 行(网 上公 布) (10. 22)	中国 银行 (10. 22)	浙商 证券 (12.5)	IMF (10.6)	经合组织 (11.18)	联合国 (12.1)	世界银行 (网上 公布) (10.22)	中国银行 (10.22)	浙商证券 (12.5)
全球 GDP	1.7	-2.1	4.8	4.6	3.6	3.3	3.6	3.8-4.3 (上次 估计 3.5)	4.2	4.2 (先前 预测 4.5)	3.1	3.3	3.2	3.5-4.0 (上次估 计 2.6)
全球 FDI	-18.5	-34.9		-8 (12 月 2 日 预测)			8.0	-4.0 至 4.0					15.0	15.0
全球 出口	2.1	-12.2	11.4 (全球 贸易量)	12.3 (全球 贸易量)	10.5 (全球 贸易量)	11.2 (世界 贸易量)	10.0	10-12	7 (全 球贸易 量)	8.3 (全球 贸易量)	6.6 (全球 贸易量)	6.8 (世 界贸易 量)	10.0	8.0-10.0

资料来源: Winds 资讯等公开数据资料, 浙商证券研究所。

* 括弧内数字“10.6”等代表机构预测的具体时间。均在 2010 年。

1.1.2 欧洲经济分化严重, 德国较强劲, 欧债危机挥之不去, 亟待建立一种短中长期结合的标本兼治的新机制





虽然 2010 年来欧洲各国的财政重振计划可能在一定程度上缓解主权债务危机，但短期内对本来疲弱的经济复苏来说可能是雪上加霜。2010 年第二、三季度欧洲经济的好转主要由德国拉动，剔除德国因素，其他国家经济或者微幅增长，或者负增长。在主权债务危机的阴影下和财政重建与刺激经济的“二难选择”中，预计 2011 年欧洲经济很难恢复到危机前水平。预计欧元区经济会从 2010 年的约 1.6%-1.7% 下降到 2011 年的约 1.4%-1.6%（见表 1）。

最新的数据显示，经济合作与发展组织（OECD）12 月 15 日发布调研报告表示，欧元区 2011 年国内生产总值（GDP）增速将与今年大体持平，维持在 1.7% 的水平；2012 年 GDP 增速有望达到 2%。今年以来，欧元区经济发展的主要动力来自于对外出口贸易和国内存货投资；个人消费扩张和基础建设投资增长也有所好转，经济复苏的发展趋势已经形成，只是复苏的速度可能会比较温和。经合组织预计，欧元区失业率仍将维持在高位，2011 年和 2012 年仅会在目前 9.9% 的水平上分别下降至 9.6% 和 9.2%。调整后的消费者物价指数（CPI）在未来两年分别为 1.3% 和 1.2%，均低于今年 1.5% 的水平，并低于欧盟设定的 2% 的目标，在近一两年内，欧元区不存在明显的通胀风险。经合组织认为，目前欧元区的经济状况仍然较为脆弱，随着希腊和爱尔兰被迫寻求国际救助，葡萄牙、西班牙、意大利、比利时也相继处在危机之中。为推动欧元区货币联盟内部的调整，减少整体债务水平，欧元区国家应“加快财政整合、强化金融监管、改革劳动力市场和产品销售市场”。

1.1.3 日本经济重现疲软

2010 年前三季度日本 GDP 增长率分别是 5.0%、2.7%、4.4%，波动比较大，原因主要是：一为日本与美国经济关联性十分紧密，美国经济复苏比较疲软，二、三季度明显减速，直接影响了日本的经济形势；二是日本对亚洲尤其是中国的出口依赖程度大幅提高，中国二、三季度经济增长放缓对日本经济也产生了直接影响。刺激政策效应消退之后，日本内需重新回到长期以来的疲弱态势。三是今年来日元升值比较明显，对日本出口有一定的影响。这些因素的影响在 2011 年还会显现，导致日本经济依然疲弱。预计会从 2010 年的 2.5%-2.6% 下降到 2011 年的 1.5%-1.7%（见表 1）。

1.1.4 新兴市场国家、地区可望持续增长

新兴市场国家尤其是亚洲、东亚新兴市场国家（地区）财政与金融体系相对稳健，往往人口众多且内需趋于旺盛，因此往往在危机中有足够政策举措和投资空间，推动经济持续增长。未来一年，假如全球经济特别是美国、欧洲、中国等几个重要经济体基本面不发生明显的变化，预计新兴市场经济体仍将维持较快的增长。但是，以欧洲、美国、日本等发达国家经济，特别是美国经济自主的增长比较疲软（目前很大部分靠财政、货币刺激），新兴市场外部环境有所恶化；同时，新兴市场国家经济偏热、通胀压力相对较大，政策刺激力度有所收敛，经济增长将会趋缓。预计会从 2010 年的 7%-7.2% 下降到 2011 年的 6.5%-6.7%（见表 1）。

综合分析判断，我们认为，2011 年全球 GDP 增长约 3.5%-4.0%，比 2010 年有所放缓。但是不会出现年度意义上的再次陷入萧条（或“二次衰退”），我们维持前次季度报告的观点。预计全球 FDI 增长 15%，仍不能恢复到危机前水平；全球贸易增长 8%-10%，可能比 2010 年的 10%-12%



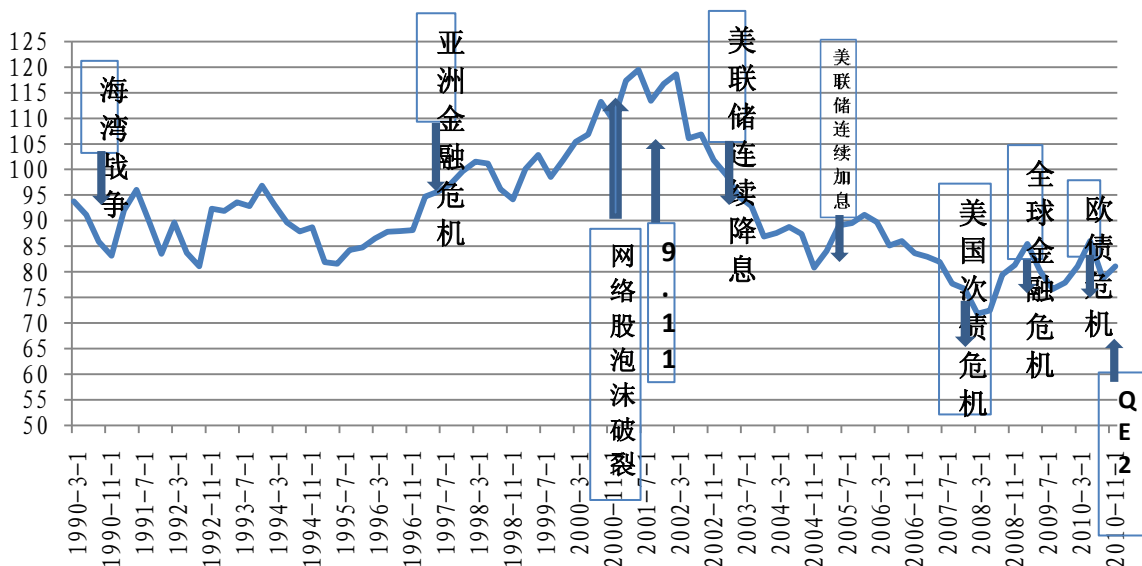


略降（见表2）。

总体而言，2011 年全球经济再平衡过程仍然比较艰难；后金融危机时期经济复苏的复杂、不稳定性、过剩的流动性将导致全球金融市场呈现宽幅震荡的格局。

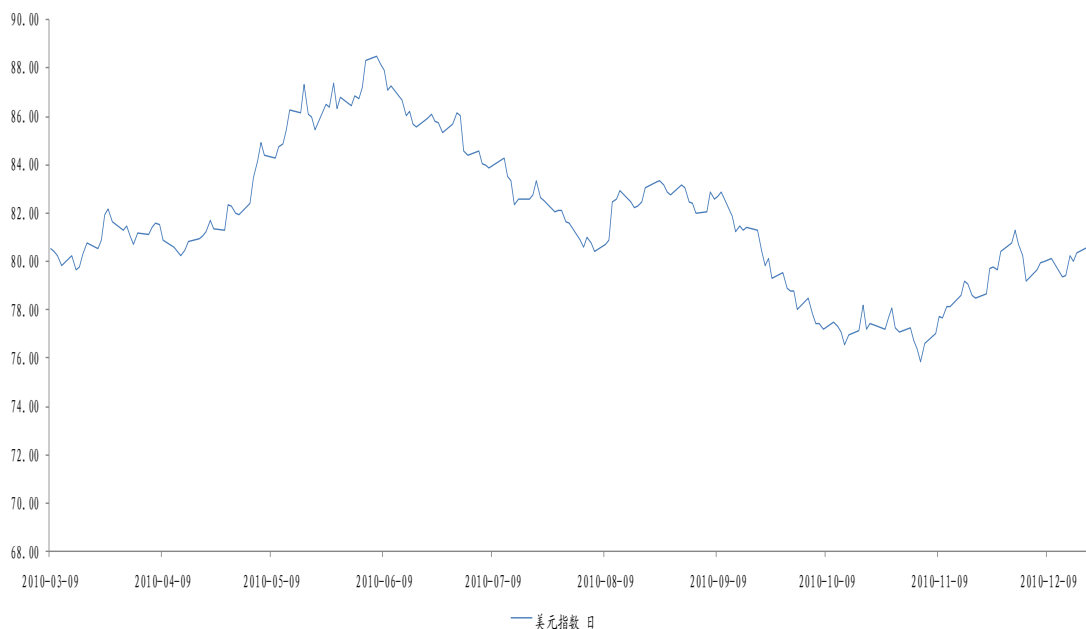
1.2 美元走势预判

图 1：1990 年代来美元走势及其影响因素



资料来源：浙商证券研究所。

图 2：近 1 年来美元指数走势



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

目前，众多的学者、业内人士已经认识到，美元迄今仍然是影响全球经济、金融、资本市场的核心变量。因为影响全球经济、金融的国际货币、金融新体系尚未建立，而原有的货币发行机制及其汇率机制正在瓦解之中。在目前旧的国际货币、金融体系中，美国享有三大超级货币权利，如美元仍然拥有过分的垄断权，包括美元在贸易、投资、储备等三大领域之中的重要地位；





美元几乎拥有不受监控的储备货币发行权；美国在国际货币决策领域中的一票否决权（如在国际货币基金组织中）。²著名青年金融学者、现北京外国语学院大学校长（原中国人民大学副校长）、公共外交政策中心主任陈雨露教授解释，全球金融危机的货币根源，仍然在美国所享有的上述三大超级货币权利。陈雨露表示，全球经济不平衡首先是一种货币不平衡。问题在于，美国仍然利用其单级世界货币权利挽救危机。如果上述问题一日不得到解决，全球经济危机的根源就不能得到消除。也因此，陈雨露认为，美国经济在全球经济当中总量在过去 40 年呈逐渐下降趋势，这种下降使得“美国占世界 1/4 经济实力欲占全球 2/3 货币权利的矛盾”已成为当今世界第一矛盾。“这次滥发货币政策，证实美国没有更多的选择，这是其唯一一条路，继续通过透支国家信用挽救经济衰退的命运，但是其衰退方向已难以改变。”³

2009 年，美联储宣布一次量化宽松 QE1 后，美元随即下跌，全球资产价格急速上涨。

如今，美联储于 2010 年 11 月正式宣布 QE2 后，大家正在寻觅下一个投资亮点。市场对 QE2 的总体看法是：美元长期下跌趋势将会持续，也认为美元在今年 11 月至今的本次反弹以后仍会出现另一次跌浪。届时，全球股市可能出现另一“狂潮”。⁴

经验研究表明，美元长期走强需要三种促发因素：一是各种经济、政治危机或冲击性事件；二是美联储持续加息；三是美国出现新的经济增长点。

1.2.1 欧债危机是最有可能推动美元阶段性走强的潜在因素，其他地缘政治危机在短期内也有可能促使美元走强

就目前和 2011 年而言，欧债危机是最有可能推动美元阶段性走强的潜在因素，其他如韩国、朝鲜冲突，伊朗、伊拉克、阿富汗等地缘政治危机在短期内也有可能促使美元走强。危机或冲击性事件往往是美元走强的短暂因素。2011 年值得持续关注的仍然是欧债危机动向，亟待建立一种短期、中长期结合的标本兼治的机制。12 月 16 日晚，欧洲峰会确立欧元区新的、没有资金上限的永久性应对危机机制。新规定允许欧洲在目前的两年期限的 7500 亿拯救基金用完后，从 2013 年起对那些超负债的欧元区给予援助贷款，从而保证它们不致破产；不过援助却将同严格的接受条件捆绑在一起。条件是，任何一个需要紧急资金注入的欧元区国家必须表现出应对危机的诚意，处理债务和赤字问题。但是，我们认为，因为欧元区货币是统一的，但是财政没有统一，使得“欧猪五国”甚至其他一些南欧国家短期内（2011 年）解决不了欧债危机。

²目前 IMF 总额为 2040 亿特别提款权，美国持有 17.67% 投票权，对主导国际货币制度具有一票否决权。IMF 条款规定，重要决策须经过 85% 以上投票权的表决通过。换言之，只要美国不点头，IMF 就无法做出任何重要决策。

³欧阳晓红，中国智囊警告：美元“陷阱”可能诱发下轮危机，2010-11-20，经济观察报。

⁴历史上，美元与股市的关系并不密切。但踏入 2000 年后，股市与美元的关系呈现较稳定的反向关系。当然，也有不少研究人士认为，总体上美元与股市的关系并不显著，只用美元作指标而推断股市走势未免有点武断。在近十年的美元下跌走势中，可分为三个阶段。第一阶段为 2000 年 7 月至 2008 年 3 月，第二阶段为 2009 年 3 月至同年 9 月，第三阶段则为今年 6 月至今。有专业研究人士研究上述三个阶段中美元与全球主要国家及新兴市场的平均相关性，结果发现香港恒生指数居首，曼谷 SET 指数居次，莫斯科 Merval 指数、圣保罗证交所指数及孟买 SEN-SEX30 指数等金砖四国指数居 5 至 7 位，中国上证指数与美元在此十年间的相关性只有 -0.35，排名较后。总而言之，美元与股市的反向关系并非必然。虽不知道这个关系何时会断裂，但投资者如果在余下时间里能准确捕捉美元弱势，可能潜在回报仍然比较大。





1.2.2 美联储加息，在 2011 年基本上是一个“小概率事件”，基本上不可能发生

1.2.3 美国出现新的经济增长点较难判断，在 2011 年可先作为“小概率事件”

表 3：仅仅考虑二轮量化宽松单一因素下的美元指数可能的变化

二轮量化宽松的可能规模（亿美元），概率判断	美元指数可能的点位
0-5000，有可能	美元反弹，有可能到 81 或以上
5000 以上-10000，可能性最大	77 附近
10000 以上-17000，短期可能性较小	73-74
17000 以上-20000 甚至更大，短期可能性很小	71 附近

资料来源：浙商证券研究所。

美元的小反弹或许可以依靠“危机”，但美元的大反转必须靠美国可持续的经济增长带动。

整体而言，美欧经济复苏的曲折、政策预期的反复及危机因素的干扰，使得判断美元趋势的难度增加。目前，期望美元指数迅速折回前期低点（71 点）似乎不大现实，而近期的震荡也暴露了坚定看多美元的风险。未来一段时间，美元走向还将由上述因素的演变来共同决定。我们判断 2011 年美元指数可能的走势：在 70-90 点之间宽幅震荡，但仍呈现弱势。

1.2.4 美元区间宽幅震荡，但总体仍呈现弱势

最近一段时间，美日等国货币竞争性贬值导致全球通胀预期及流动性预期。由于日本在 8 月下旬向市场注入巨量资金阻止日元升值，美联储其后表示将维持现行的再投资政策，此后美元指数迅速下行。到 10 月 14 日美元指数收于今年的阶段性低点 76.53 点，15 日、18 日美元指数反弹收于 76.97 点、77.15 点。11 月 3 日的议息会议上，美联储如期启动了第二轮量化宽松政策，宣布将在未来 8 个月购买 6000 亿美元国债，11 月 4 日美元指数收于 75.85 点，这离 2009 年的低点 74.26 点（11 月 25 日收盘）也不远，离 2008 年 4 月 22 日的历史低点 71.31 点也不是太远。我们浙商证券宏观组最近一直预期短期内美元在技术上仍有反弹的要求，事实证明基本正确，能否演化为趋势性的反弹还需要持续地观测。但是这难以改变美元的中长期弱势。

我们认为，在美国经济没有回到顺利复苏的轨道之前，美联储将通过增加流动性将美元一直维持于脆弱低位，这将使得市场再度呈现流动性泛滥局面。

但是 11 月 4 日美元探底后，走势气势如虹，到 11 月 30 日已经收于 81.30 点。**推动 11 月以来美元持续上涨的根本动力，是符合预期的量化宽松和超出预期的非农数据等经济数据。**11 月 3 日的议息会议上，美联储如期启动了第二轮量化宽松政策，宣布将在未来 8 个月购买 6000 亿美元国债。这一量化宽松规模符合市场预期。11 月 5 日，10 月份美国非农就业数据出炉，显示美国非农就业人数增加 15.1 万人，大大超出市场增加 6 万人的预期，其他数据也多超过预期。符合预期的美联储二次量化宽松和超出预期的美国非农就业好转等数据利好，成为美元指





数自 11 月初以来冲破 80 关口的主动力量。

但是，11 月美国国内就业情况又恶化、外部欧债危机态势紧张，市场对伯南克表示可能进行第三次量化宽松说法的态度从质疑转向了认可。12 月 6 日，美国政府准备延长 2 年布什时期的减税政策并为长期失业者提供 13 个月的援助资金，经济学家认为这项政策有助于未来两年中增加上万个就业机会，并至少拉升 2011 年经济增长 0.5-1 个百分点。如前所述，该延长减税政策已在国会通过并且准备实施，在一定程度上将有利于经济的刺激。但是美国已有巨额的“财政赤字”、“贸易赤字”。在短期内，如果没有新的财政资金来源，减税短期内将扩大赤字，比较好的办法只有通过多发行国债。当然，“奥巴马减税协议将在短期内增加赤字，长期内减少赤字”⁵

这就需要量化宽松的货币政策在一定程度上压低国债收益率，减轻美国政府发行国债的财务压力。当然，因为二轮量化宽松政策约到 2011 年 6 月结束，所以，即使有所谓的第三次量化宽松说法，最早也要到 2011 年下半年开始。

那么，2011 年的美元，会否能重演 2010 年二季度希腊危机时的强势？全球商品和股票市场是否还会出现大幅下跌？

根据前面的分析，本轮美元反弹主要来自欧债危机的影响，也有美国实体经济超预期的因素，及短期的韩国、朝鲜冲突因素，也有技术上的因素（11 月 4 日前美元指数已迅速下行需要反弹）。但是，美元继续升值幅度可能比较有限。

首先，本轮欧债危机相对上一轮希腊危机，对全球金融体系风险溢价的影响不大。随着救援措施的及时出台，后续的影响将渐趋缓和。当然，本轮欧债危机还在持续发酵：援助措施似乎难挡欧债危机继续蔓延之势，需要我们一直关注。

其次，美国经济温和复苏的概率较大，难以出现之前相对欧盟的大幅增长。

再次，全球基本面改善，流动性收缩。随着美国实体经济的恢复，全球经济环比动量也开始谷底回升。经济基本面的改善，已经拉动（可能还将拉动）美国国债收益率的上行，反映了投资者对未来通胀预期的上升，同时也反映了投资者对美国前景的乐观情绪在上升，支撑能源价格的中枢抬升。美国国债收益率上行和资本回流美国，使得全球的流动性相对之前出现一定程度的收缩。

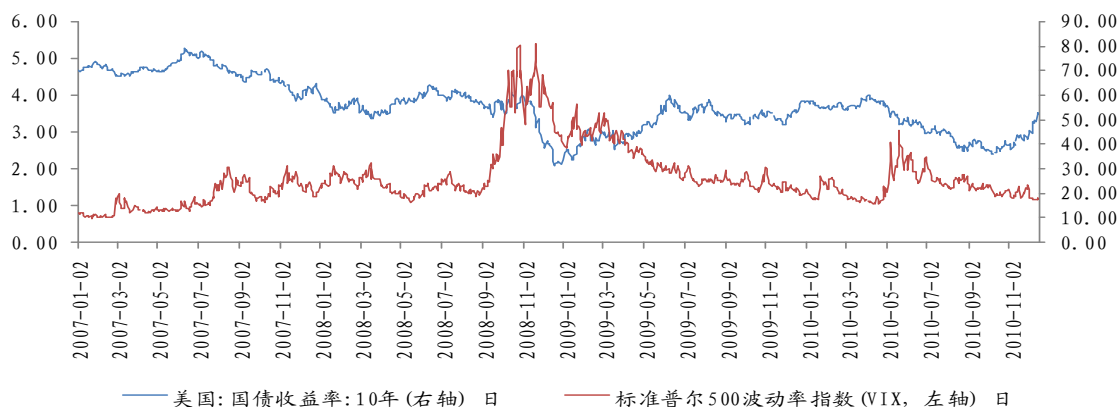
所以，我们判断 2011 年美元指数可能的走势：在 70-90 点之间宽幅震荡，但总体仍呈现弱势。

⁵萨默斯：减税计划为经济增长提供了财政支持。美国白宫经济顾问委员会主任萨默斯 (Larry Summers) 12 月 8 日表示，美国总统奥巴马 (Barack Obama) 同共和党达成的减税计划协议为经济增长提供了更多的财政支持，且这些财政支持要多于多数观察家的预期。萨默斯在白宫向记者表示：“尽管我们对奥巴马总统与共和党此项妥协的部分内容表示遗憾，某些内容未能较好的利用公共资源，但平衡来看，此项妥协给经济带来的利益令其具有意义。”萨默斯认为，奥巴马减税协议将在短期内增加赤字，长期内减少赤字。<http://forex.hexun.com/2010-12-09/126073399.html>





图 3：美国 10 年期国债收益率与 VIX 指数走势对比



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

2. 2010 全球经济复苏：减弱、艰难、曲折、差异化

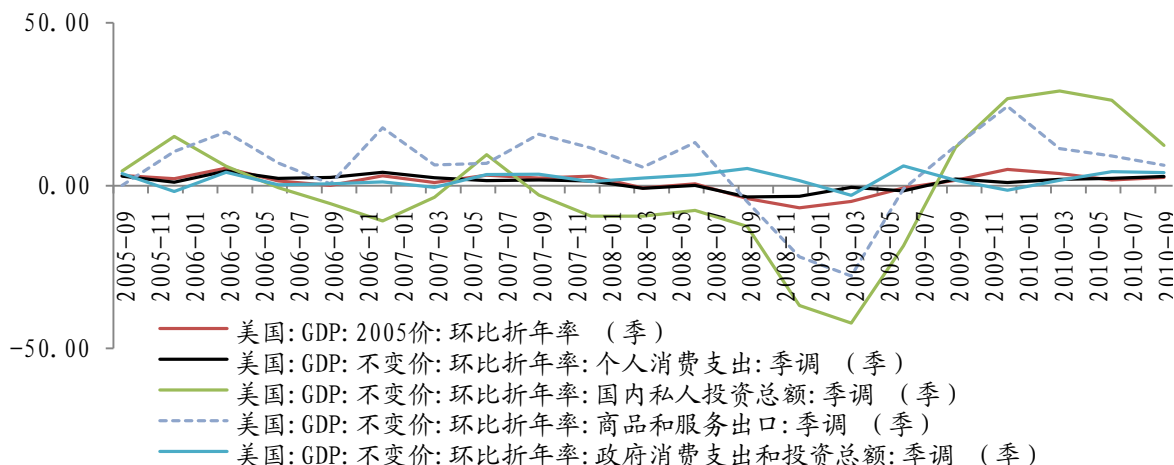
2010 年 9 月 21 日, 美国国民经济研究局(或译“国家经济研究局”, National Bureau of Economic Research, NBER) 正式宣布继 1929 年大萧条以来最严重的经济危机于 2009 年 6 月结束, 历时 18 个月。如果从 2009 年 6 月危机结束算起, 全球经济复苏已持续了近一年半时间。但是, 在 2010 年, 一度较为强劲的全球经济复苏正在持续减弱, 其运行充分反映了经济复苏的减弱、艰难、曲折和不平衡(或差异化)的特征。

2.1 全球经济增长持续减缓

2010 年第二季度以来, 随着各国刺激政策效应明显减弱, 库存回补接近尾声, 加上主权债务危机等新生不确定性因素的影响, 全球经济增长持续减缓。

2.1.1 GDP 增长减缓

图 4：美国 GDP 第 3 季度环比折年率增长 2.5%，比第一季度回落 1.2 个百分点，但比 2 季度的 1.7% 有所好转

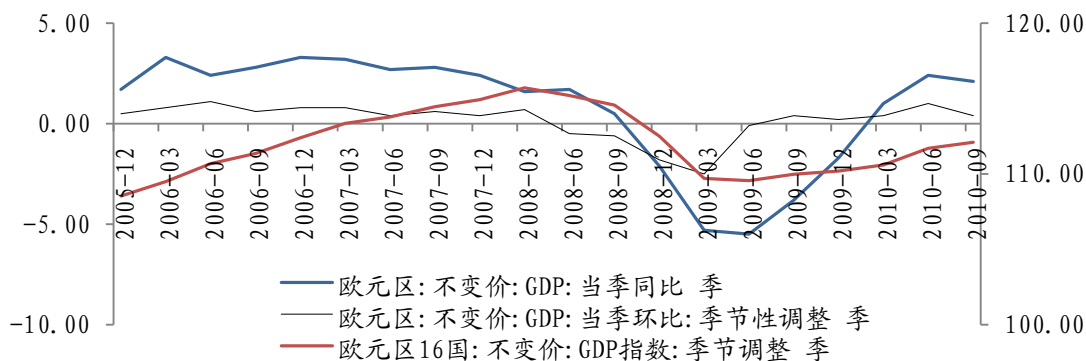


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。



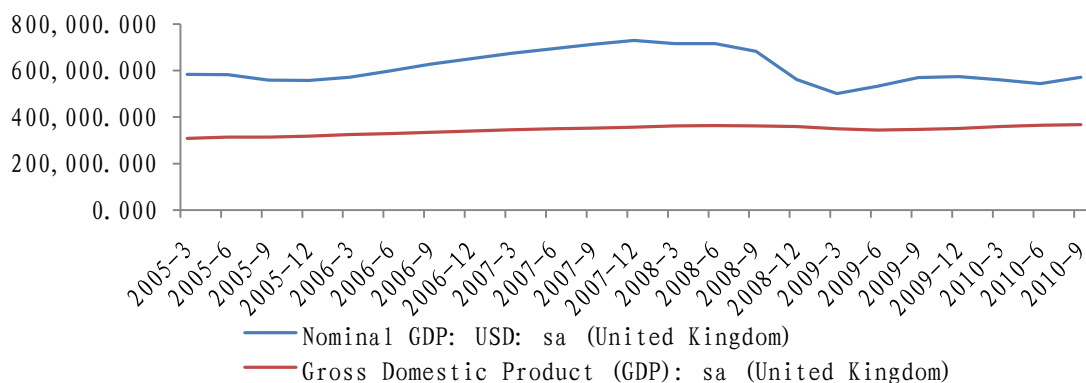


图 5: 欧元区第三季度 GDP 环比增长 0.4%，与第一季度持平，但比第二季度放缓 0.6 个百分点



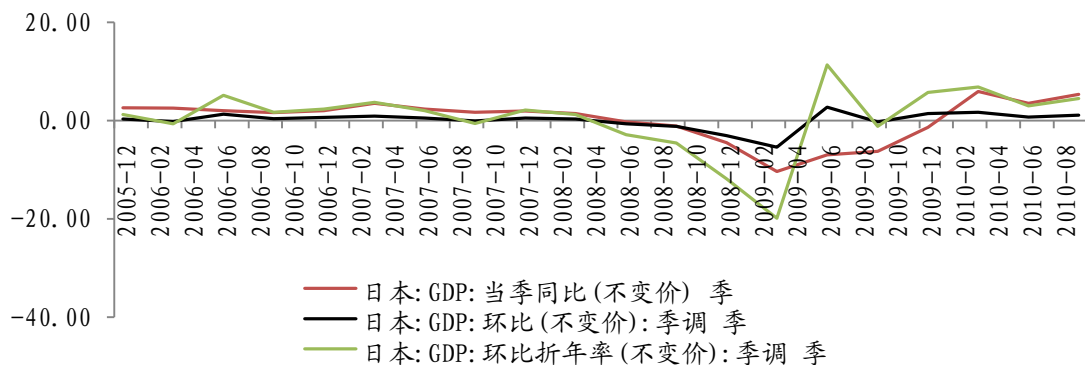
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 6: 英国 GDP 第 3 季度增长 0.8% 比 1 季度加快 0.4 个百分点, 但比 2 季度放缓 0.4 个百分点



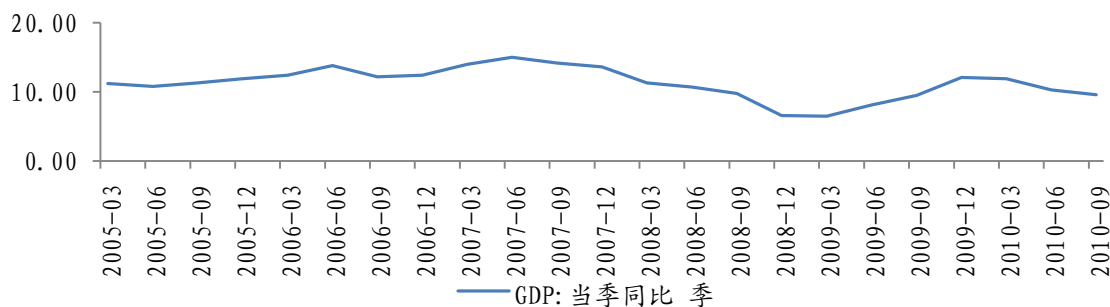
资料来源: 浙商证券研究所。

图 7: 日本 GDP 第 3 季度环比增长 1.1%，比第一季度回落 0.6 个百分点, 但比 2 季度的 0.7% 有所好转



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 8: 中国 GDP 第三季度同比增长 9.6%，比第一季度放缓 2.3 个百分点

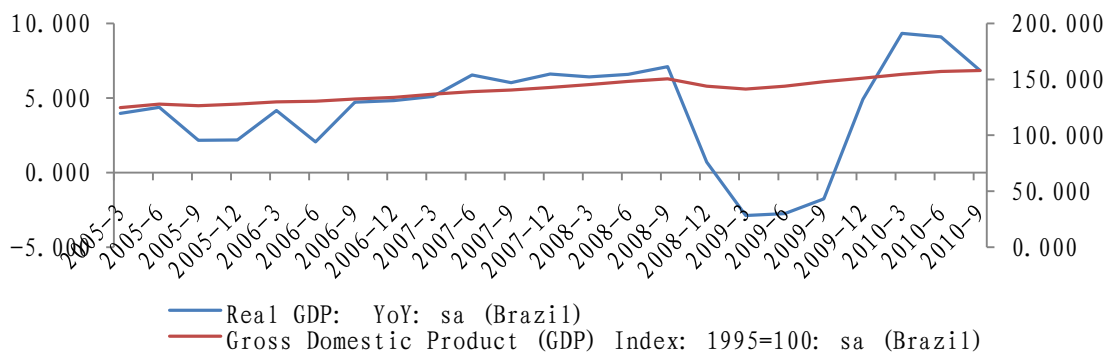


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。



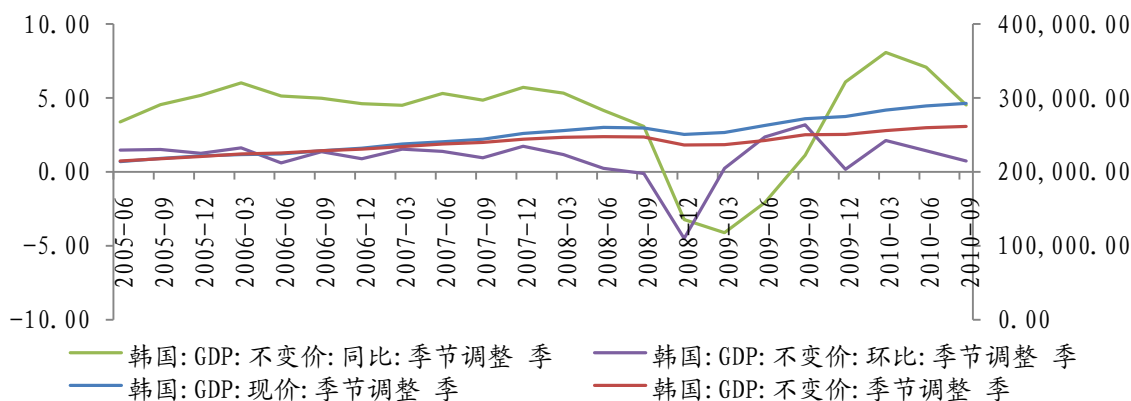


图 9: 巴西 GDP 第 3 季度同比增长 6.8%，比第一季度回落 2.5 个百分点



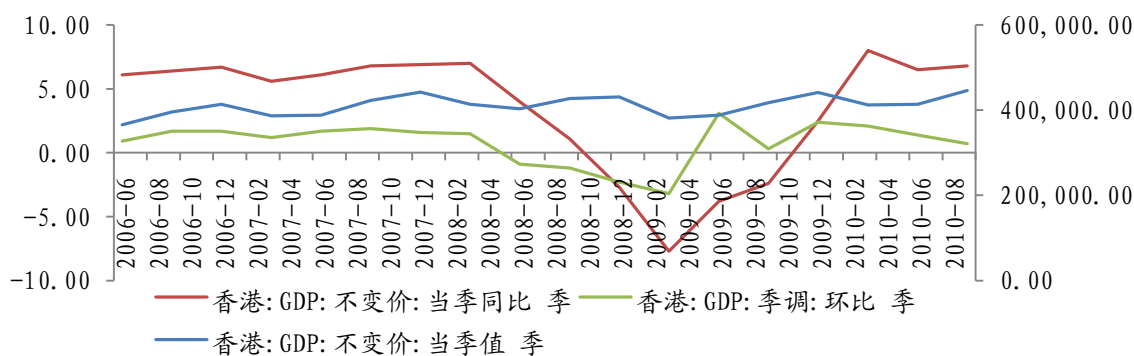
资料来源: 浙商证券研究所。

图 10: 韩国 GDP 第 3 季度同比增长 4.5% 放缓 3.5 个百分点



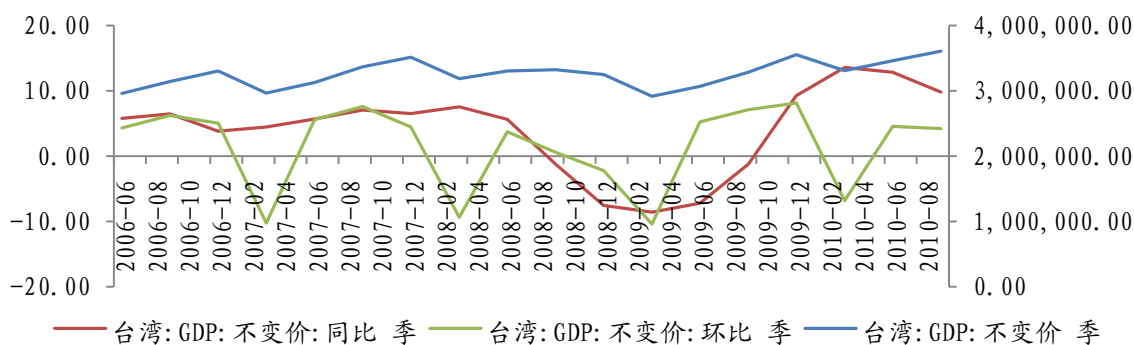
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 11: 香港 GDP 第 3 季度同比增长 6.8%，比第一季度回落 2.5 个百分点，但比 2 季度的 6.5% 有所好转



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 12: 台湾 GDP 第 3 季度同比增长 9.8%，比第一季度回落 3.8 个百分点

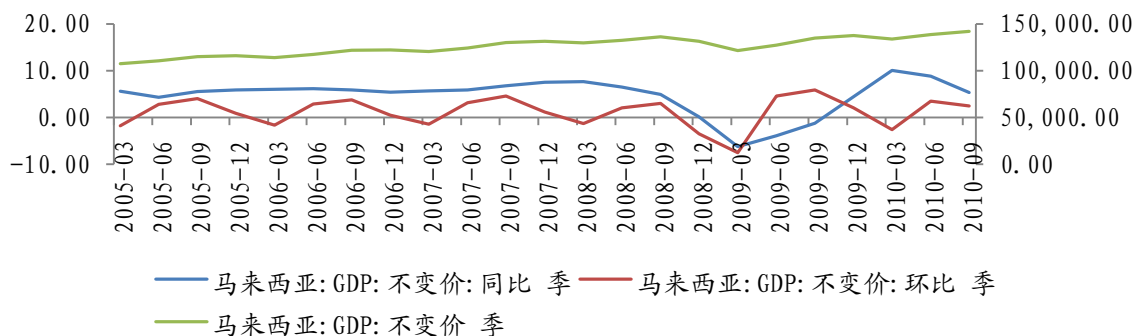


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。



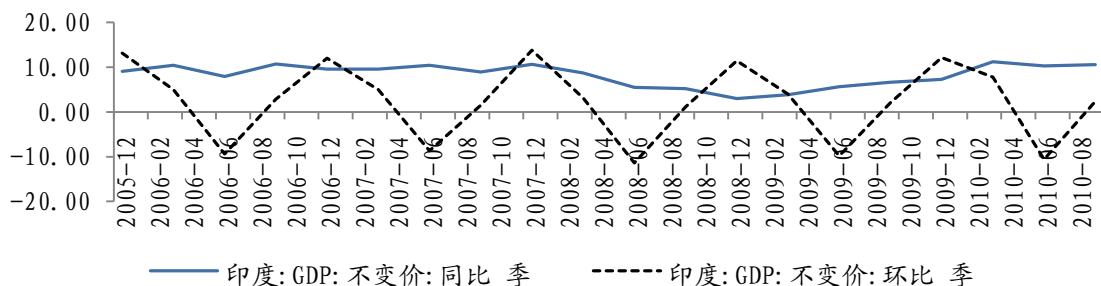


图 13: 马来西亚 GDP 第 3 季度同比增长 5.3%，比第一季度放缓 4.7 个百分点



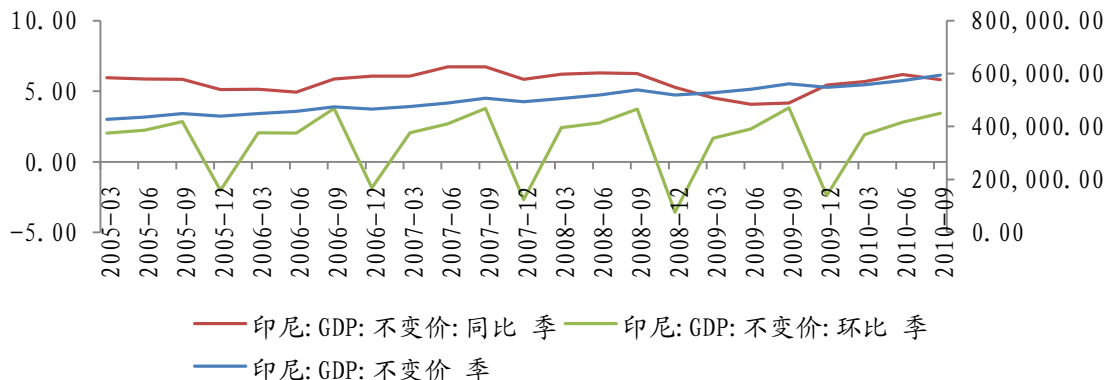
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 14: 印度第三季度 GDP 同比增长 10.56%，比第一季度下滑 0.66 个百分点



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 15: 印度尼西亚第三季度 GDP 同比增长 5.8%，比第一季度小幅加快 0.1 个百分点



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

发达国家 GDP 环比增长总体上呈放缓之势。第三季度，经济合作与发展组织（OECD）成员国总体 GDP 环比增速为 0.6%，比第一季度回落 0.2 个百分点；美国环比折年率增长 2.5%，回落 1.2 个百分点；欧元区第三季度 GDP 环比增长 0.4%，与第一季度持平，但比第二季度放缓 0.6 个百分点；英国增长 0.8%，比第一季度加快 0.4 个百分点，但比第二季度放缓 0.4 个百分点；日本环比增长 1.1%，回落 0.6 个百分点。

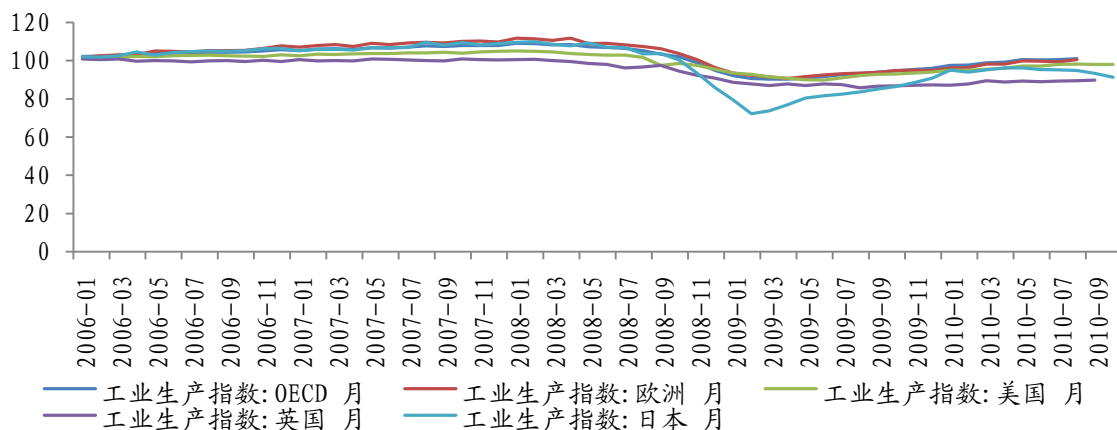
新兴市场、主要发展中经济体 GDP 同比增速大多回落。第三季度，中国 GDP 同比增长 9.6%，比第一季度放缓 2.3 个百分点；巴西同比增速为 6.8%，放缓 2.5 个百分点；韩国、中国香港、中国台湾和马来西亚 GDP 同比分别增长 4.5%、6.8%、9.8% 和 5.3%，分别放缓 3.5、1.2、3.8 和 4.7 个百分点。另外，印度第三季度 GDP 同比增长 10.56%，比第一季度下滑 0.66 个百分点；印度尼西亚第三季度 GDP 同比增长 5.8%，比第一季度小幅加快 0.1 个百分点。





2.1.2 工业生产增长减速

图 16: 全球工业生产指数比较: OECD、欧洲、美国、英国、日本

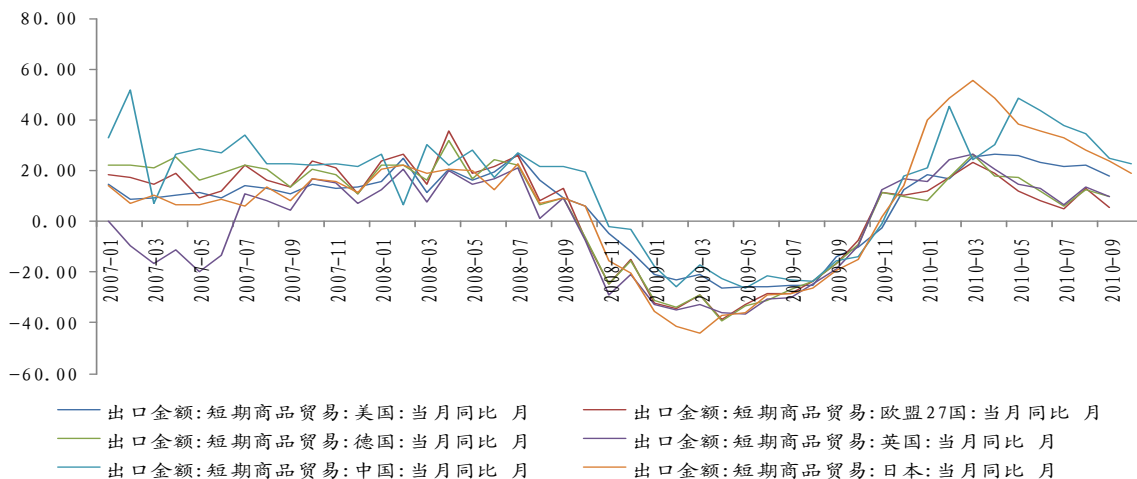


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

2010 年以来, 全球工业生产增长总体上在波动中持续减速。第一季度环比增长 3.2%, 第二季度和第三季度分别放缓至 2.1% 和 0.6%。从月环比来看, 增速从 1 月份的 1.5% 降至 9 月份的 -0.2%; 反映工业生产发展趋势的三个月环比折年率增速则从 2 月份的 13.5% 降至 9 月份的 2.3%。

2.1.3 全球贸易增长减缓

图 17: 全球短期商品贸易出口金额比较: 美国、欧盟 27 国、德国、英国、中国、日本当月同比

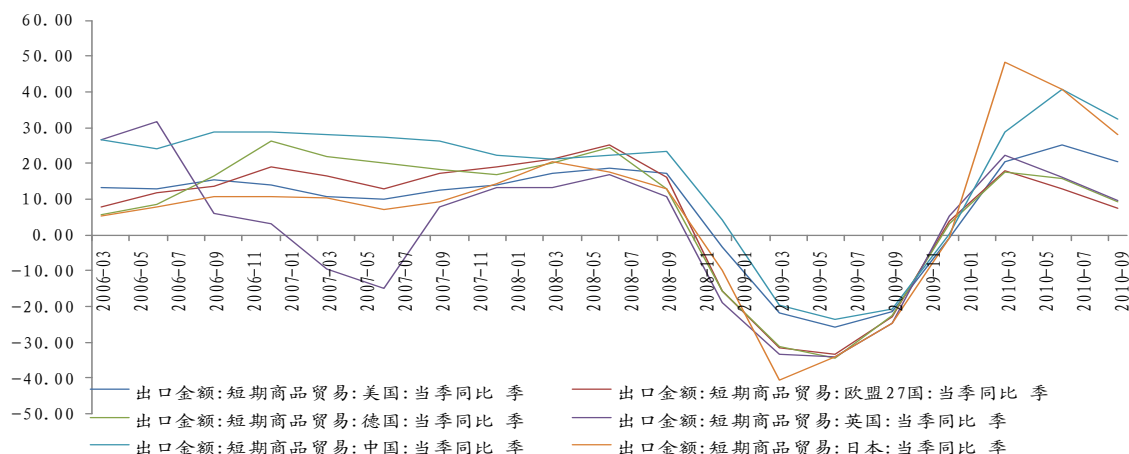


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。



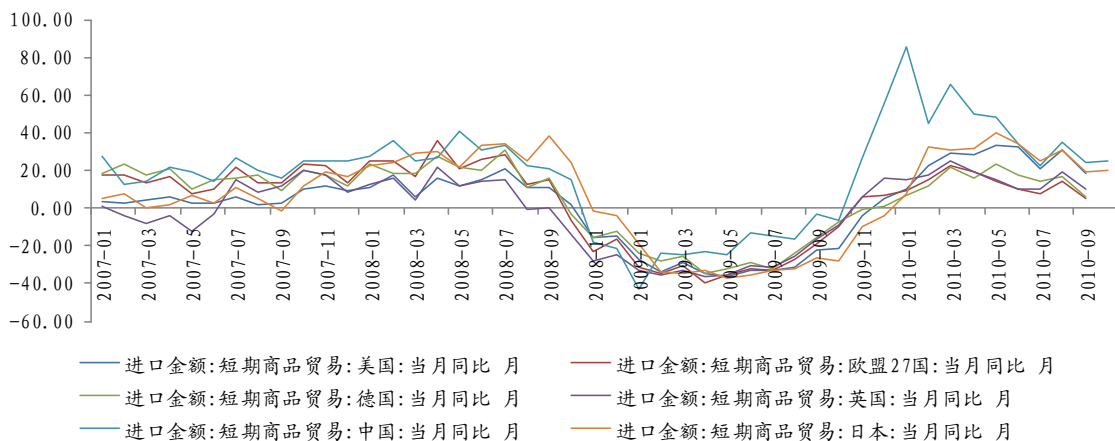


图 18: 全球短期商品贸易出口金额比较: 美国、欧盟 27 国、德国、英国、中国、日本当季同比



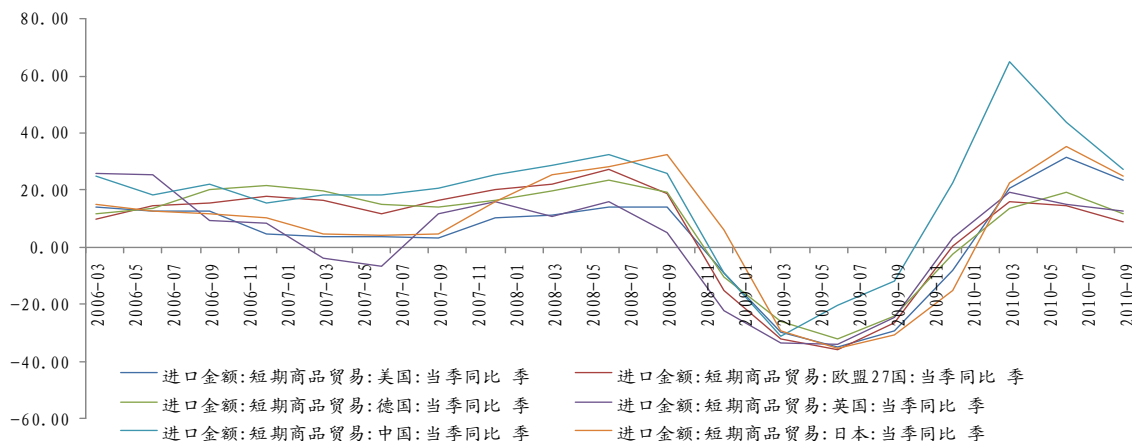
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 19: 全球短期商品贸易进口金额比较: 美国、欧盟 27 国、德国、英国、中国、日本当月同比



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 20: 全球短期商品贸易进口金额比较: 美国、欧盟 27 国、德国、英国、中国、日本当季同比



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

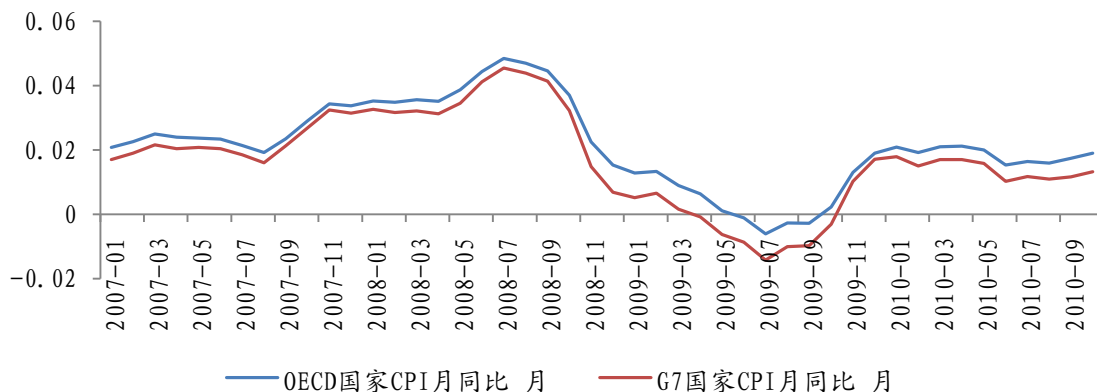
2010 年以来, 全球贸易量增长总体上在波动中持续减速。第一季度环比增长 5.2%, 第二季度和第三季度分别放缓至 3.2% 和 0.9%。从月环比来看, 增速从 1 月份的 3.8% 降至 9 月份的下 0.6%, 4 月份和 7 月份同样为负增长, 分别下降 1.6% 和 1.1%; 反映贸易量趋势的三个月环比折年率增速则从 1 月份的 27% 降至 9 月份的 3.7%。





2.1.4 全球 CPI 水平总体走低

图 21：全球 CPI 比较：OECD、G7

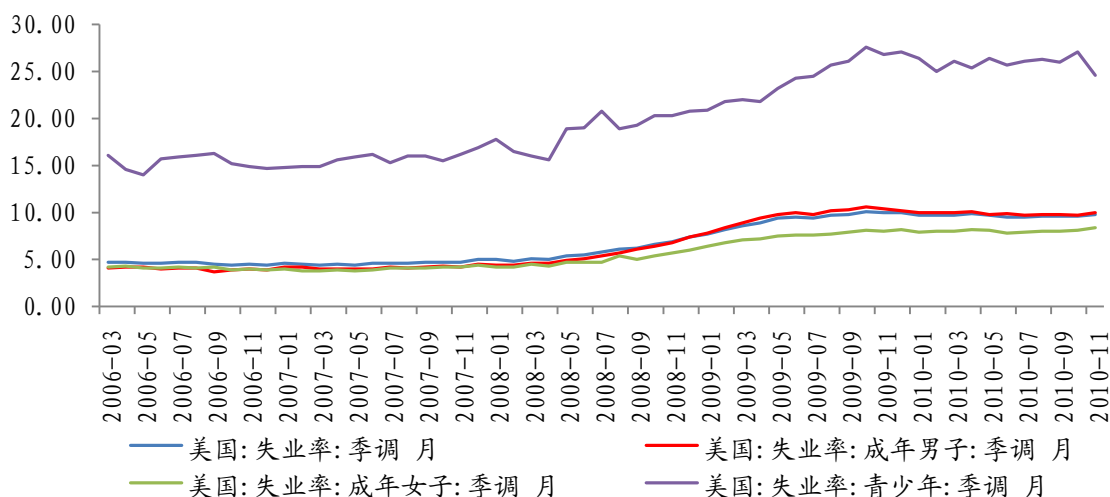


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

虽然 2010 年来国际市场大宗商品价格总体上明显上涨，然而因为需求增长乏力，全球 CPI 水平在波动中走低：3 月同比涨幅为 3.3%，为年内最高点；9 月回落至 3.1%，比 2008 年全年涨幅大幅回落 5.6 个百分点。发达国家 4 月 CPI 同比上涨 2.3%，为年内高点；10 月回落到 1.9%，比 2008 年全年涨幅回落 2.4 个百分点；OECD 国家 4 月 CPI 同比上涨为 2.1%，为年内高点，6 月回落到 1.53%；G7 国家 1 月 CPI 同比上涨为 1.79%，为年内高点，6 月回落到 1.02%。发展中国家 3 月和 4 月 CPI 同为上涨 4.9%，为年内高点；9 月回落到 3.7%，比 2008 年全年涨幅大幅回落 6.7 个百分点。

2.1.5 主要经济体失业率居高不下

图 22：2010 年来美国失业率高位波动，年内最高点为 4 月的 9.9%，6 月和 7 月一度降至 9.5%，但 11 月又回升至 9.8%，接近 09 年 10 月 10.1% 的历史最高水平

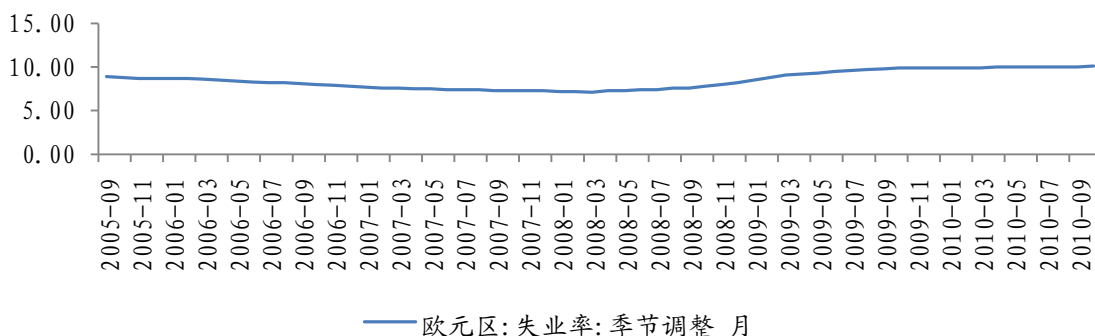


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。



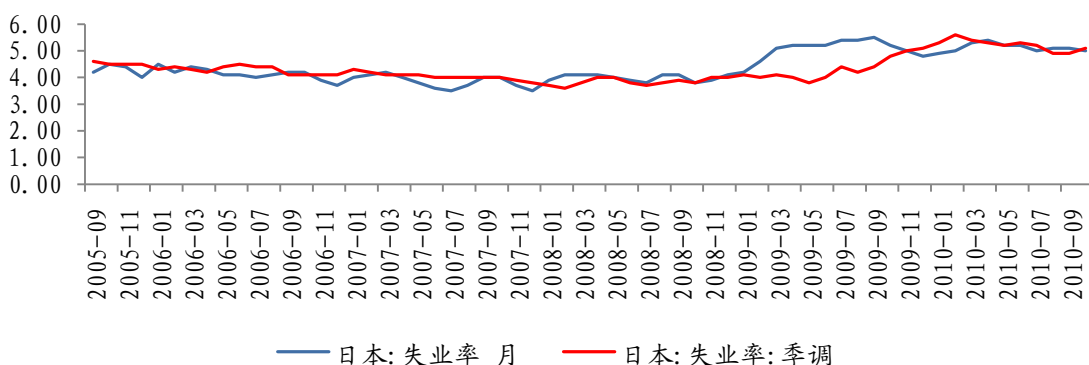


图 23: 欧元区失业率逐步攀升, 从 1 月的 9.9% 上升到 10 月的 10.1%, 为 1998 年来最高水平



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 24: 上半年日本失业率逐步攀升, 从 1 月的 4.9% 上升到 6 月的 5.3%; 下半年在波动中略有回落, 10 月为 5.1%, 仍处于历史较高水平



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

2010 年来美国失业率在高位波动, 年内最高点为 4 月的 9.9%, 6 月和 7 月一度降至 9.5%, 但 11 月又回升至 9.8%, 接近 2009 年 10 月 10.1% 的历史最高水平。欧元区失业率逐步攀升, 从 1 月的 9.9% 上升到 10 月的 10.1%, 为 1998 年来最高水平。日本失业率在上半年逐步攀升, 从 1 月份的 4.9% 上升到 6 月份的 5.3%; 下半年在波动中略有回落, 10 月份为 5.1%, 仍处于历史较高水平。

发达国家高失业率制约经济复苏。目前美国和欧元区失业率维持在 10% 左右, 日本也高于 5%。此次经济衰退与金融危机相伴, 房地产市场大幅下挫, 加上大量结构性失业的存在, 使得就业复苏明显滞后于二战以来的历次经济周期。失业率居高不下, 不仅会影响到当期居民可支配收入, 还会通过预期收入因素降低消费倾向, 使得占发达国家总需求 70% 左右的居民消费支出增长缓慢, 是导致经济自主增长动力薄弱的重要原因。

2.2 经济复苏艰难曲折且不平衡 (差异化复苏): 一半是海水, 一半是火焰

从 2006 年春季开始, 美国“次级抵押贷款市场危机”(简称“次贷危机”)逐步显现, 2007 年 8 月席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场; 2008 年 9 月 15 日, 在次贷危机加剧的形势下, 美国第四大投行雷曼兄弟最终丢盔弃甲, 宣布申请破产保护。以此为重要标志, 次贷危机





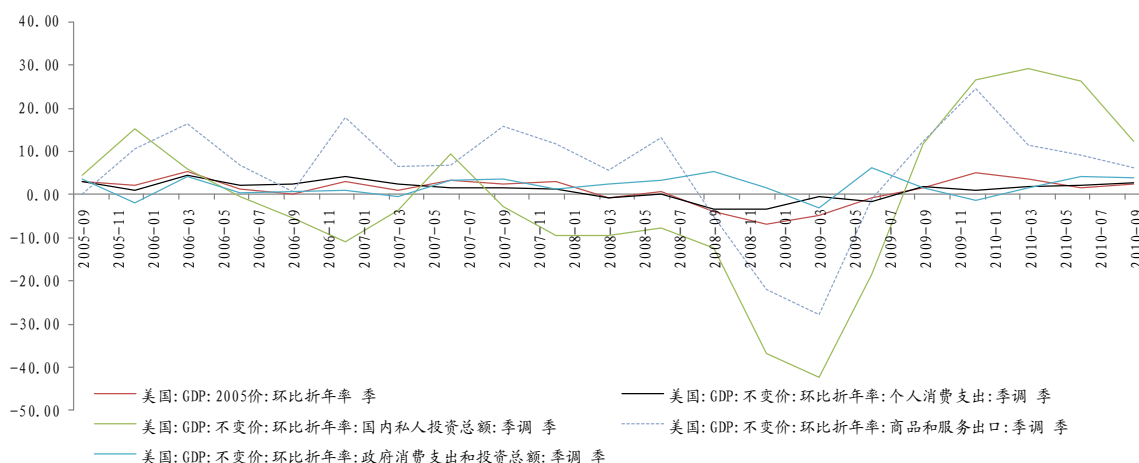
已演化为美国金融危机，进而演变为全球金融、经济危机。⁶在这场“百年一遇”的全球金融、经济危机最严重的时候，几乎没有经济体可以摆脱低迷。

2010 年来全球经济复苏势头明显，世界各大机构纷纷上调 2010 年经济增长预期。但是这种经济复苏具有很强的区域差异性。从全球宏观方面状况的统计数据来看，全世界出现了一个非常奇怪的现象，可称为“水火同源”。全球大体上可划分为两部分：一部分以欧美日等国家、地区为代表，特别是美国，它们的经济有所复苏，但是总体上复苏比较缓慢、失业率比较高，很担心经济的“二次衰退”。另外一部分则是中国大陆、巴西、韩国、印度等亚太国家、地区，新兴市场国家、发展中国家，其经济复苏比较快，经济发展总体上有点偏快甚至过快、通货膨胀上涨的压力比较大；另外，自然资源丰富的发达国家如加拿大、澳大利亚复苏也比较好，很担心通胀。在全球经济史中，几乎没有找到过这样一种记录，即全世界可以一分为二，一半担心衰退，一半担心通胀。以往往往都是像传染病一样，通胀一来，全世界通胀；经济衰退一来，全世界衰退。现在刚好是一半一半，非常奇妙。

欧美日尚未收复失地：美国、日本先后走出经济衰退阴影，欧元区受债务危机影响则相对滞后。亚太拉美迅速反弹：亚洲新兴市场经济体继续领先发达经济体快速增长；新兴市场经济体出现经济过热势头，而发达经济体仍表现为通货紧缩，经济增长内生动力不足，失业率依然高企，房地产比较疲软。总体看，尽管目前全球经济正在逐步复苏，但差异化复苏的基础不牢固。

2.2.1 全球经济自主增长动力薄弱

图 25：2010 年第 3 季度美国个人消费支出环比折年率增长 2.8%，为经济复苏以来最高增速，但仍明显低于 3.4% 的长期趋势；私人固定资本形成总额增长 1.7%，仍明显低于 4% 的长期趋势



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

前一段时期，全球经济复苏的推动力量主要来自于各国力度空前的刺激政策、发展中国家经济的强劲反弹，及库存调整的周期性因素，反映经济自主增长动力的个人消费及企业投资尽管略有恢复，然而依然薄弱。据联合国统计，全球应对金融危机而采取的政府担保的金融业救援行动的资金估计为 20 万亿美元左右，相当于世界 GDP 的 30%。为应对经济衰退，2008-2010 年期间全球财政刺激措施总规模达 2.6 万亿美元，约占全球 GDP 的 4.3%。

⁶次贷危机 (subprime lending crisis) 又称次级房贷危机，也译为次债危机。它是指一场发生在美国，因次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引起的风暴，它致使全球主要金融市场隐现流动性不足的危机。





在金融危机期间，美国政府、美国联储也采取了力度空前的刺激政策，使得美国经济在 2010 年 6 月结束了衰退；2010 年第三季度美国个人消费支出环比折年率增长 2.8%，为经济复苏以来最高增速，然而仍明显低于 3.4% 的长期趋势；私人固定资本形成总额增长 1.7%，仍明显低于 4% 的长期趋势。

2.2.2 欧债危机扩散、蔓延等新金融不稳定因素影响全球经济稳定复苏

国际金融危机造成了巨额损失，对金融系统造成巨大冲击。一方面，居民净财富损失严重，在住房抵押还贷压力下，预防性储蓄增加，企业则因盈利前景不明而不愿扩大生产性投资，惜借现象严重。另一方面，银行业为补充资本金和冲销损失，惜贷倾向严重。虽然政府注资和扩大流动性举措释放了大量流动性，但资金作为超额储备大量沉淀在央行资产负债表内，三大经济体金融市场尽管略有恢复，然而信贷条件仍然偏紧，信贷余额停滞甚至下降，尚不足以支持经济稳定复苏。

为应对国际金融危机和全球经济衰退而采取的力度空前的刺激措施造成发达国家财政赤字剧增，政府债务急剧扩大，原有的结构性矛盾迅速暴露。2009 年 11 月来，欧洲主权债务危机数度扩散和蔓延，是国际金融市场的重大的不稳定性因素，其对于实体经济造成了巨大负面影响。

欧债危机的演变过程如下。2009 年底欧债危机爆发：三大评级机构下调希腊主权信用评级，点燃希腊债务危机。

蔓延：2010 年初，欧洲部分国家陆续陷入债务漩涡。**动荡：**2010 年 2 月开始，金融市场遭受欧债危机重创。

缓解：经过了几个月的艰苦博弈，为稳定市场，欧盟成员国财政部长于 5 月 10 日最终达成协议，推出总额为 7500 亿欧元的欧洲稳定基金，并同意向希腊提供 1100 亿欧元的援助贷款。**趋稳：**7 月 23 日，欧洲银行业监管委员会（CEBS）宣布了欧洲银行业压力测试结果，在接受测试的 91 家银行中，仅 7 家银行未能过关，绝大多数银行都能抵御可能加剧的金融风险。测试结果好于预期，欧元欧股开始持续温和上扬。

复燃：8 月 24 日，标普宣布，由于爱尔兰政府救助金融业的成本迅速增长且超出预期，将该国的主权信用评级由“AA”下调至“AA-”，评级前景为“负面”。爱尔兰由此代替希腊，走到了第二轮欧债危机的最前沿。

救助：11 月 26 日，欧盟和国际货币基金组织（IMF）与爱尔兰达成协议，联合向该国提供总额为 850 亿欧元的援助贷款。至此，爱尔兰成为第二个正式申请国际援助的欧元区国家。

发酵：援助措施难挡欧债危机继续蔓延之势，市场担心，葡萄牙、西班牙和比利时等国全面爆发债务危机的风险较高，可能步希腊和爱尔兰后尘申请国际援助。12 月 6 日，穆迪将匈牙利本外币政府债券评级由“Baa1”下调两档至“Baa3”，评级前景为“负面”。尽管匈牙利并非欧元区成员国，但该国的债务问题仍使得投资者对欧债危机的担忧升级。

12 月以来，爱尔兰主权债务危机略有缓解。但与希腊和爱尔兰同属 PIIGS 的葡萄牙、西班牙、意大利目前与德国的主权债券利差仍处于历史高位，近期爆发主权债务危机的可能性明显扩大，一旦西班牙陷入危机，总额为 7500 亿欧元的欧洲稳定基金将捉襟见肘，可能会危及欧元的稳定。而且，12 月 17 日，穆迪将爱尔兰主权信用评级从 Aa2 调降了 5 个等级，到 Baa1。欧洲债

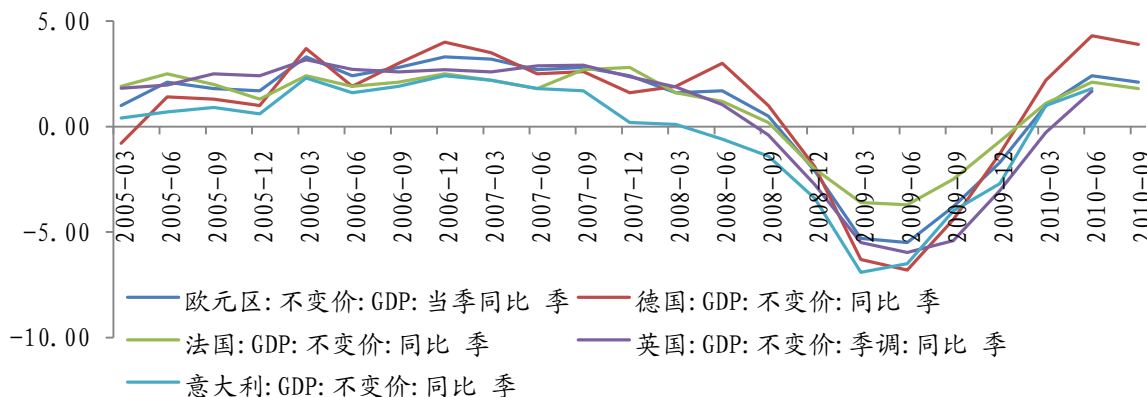




务阴霾仍未远离。

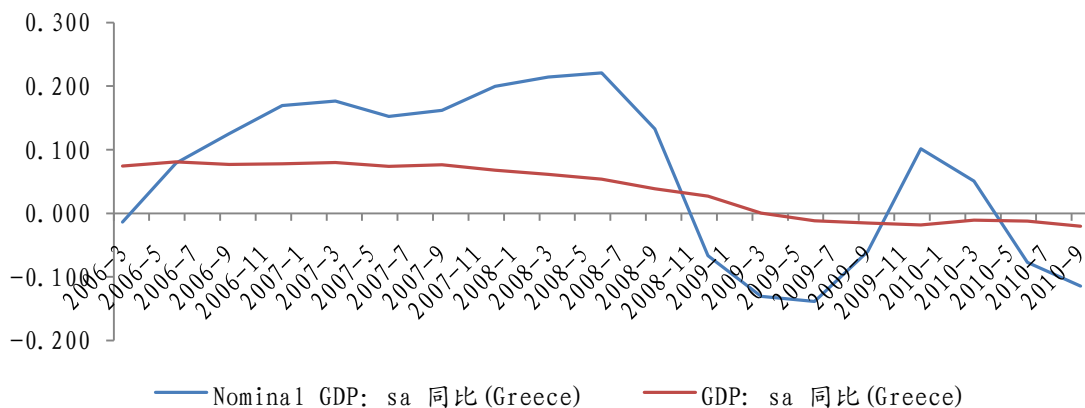
2.2.3 全球经济复苏进程不平衡（差异化）持续加大

图 26：欧元区、德国、法国、英国、意大利 GDP 不变价同比走势图



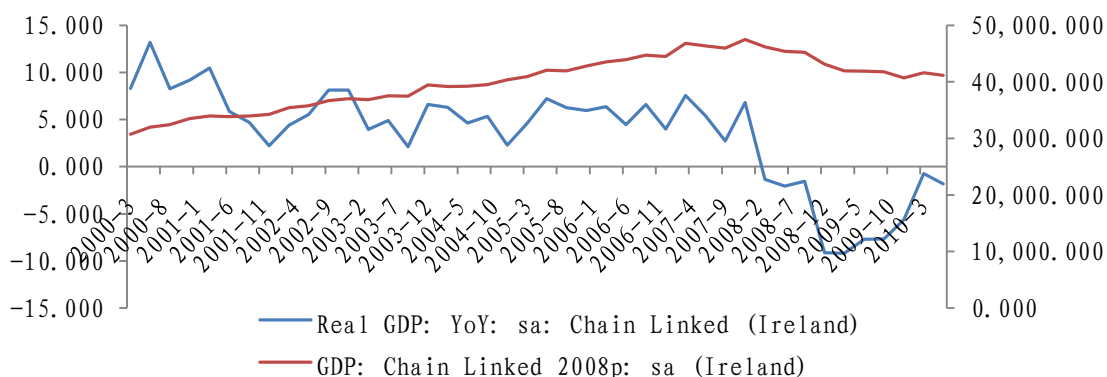
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 27：2010 年一、二、三季度希腊 GDP 同比分别下降 1.1%、1.2%、2.1%



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 28：爱尔兰 2010 年一、二季度 GDP 同比分别下降 0.75%、1.8%

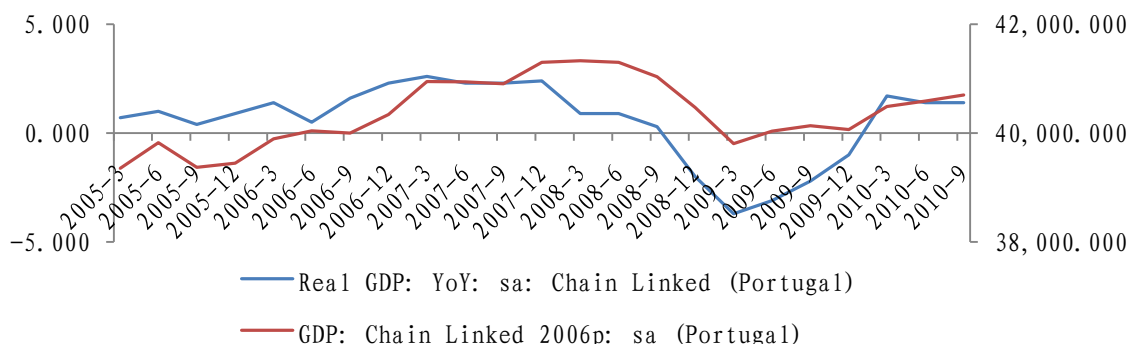


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。



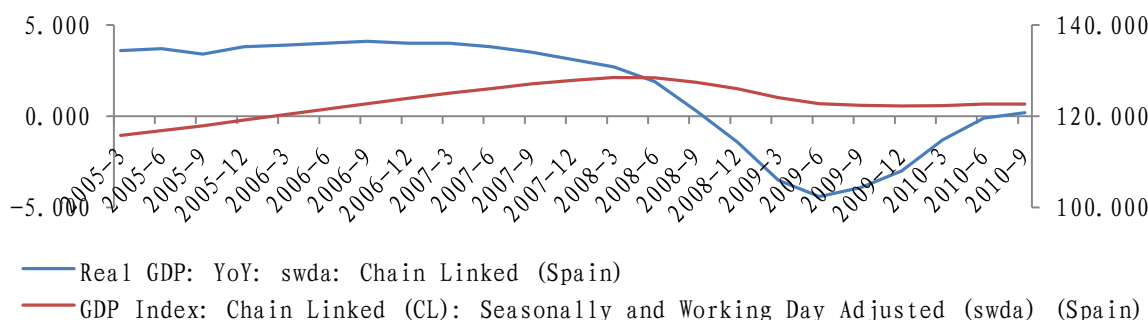


图 29：2010 年一、二、三季度葡萄牙 GDP 同比分别上升 1.7%、1.4%、1.4%



资料来源：浙商证券研究所。

图 30：2010 年一、二、三季度西班牙 GDP 同比分别为下降 1.3%、下降 0.1%、上升 0.2%



资料来源：浙商证券研究所。

全球经济复苏进程不平衡（或差异化）主要体现在发达国家与发展中国家之间，也体现在欧元区德国、法国等核心国家与“欧猪五国”等“外围”国家之间。

本轮全球经济复苏始于发展中国家，两年来，发展中国家经济增长速度一直明显高于发达国家。据 IMF2010 年 10 月估计，2010 年发展中国家经济增长率为 7.1%，比发达国家高出 4.4 个百分点，这一差距比 1992 年至 2008 年平均数扩大了 2.1 个百分点。2010 年第三季度，中国和印度 GDP 同比增速分别为 9.6% 和 8.9%，分别比 OECD 国家整体增速高出 6.5 个和 5.8 个百分点。2010 年第三季度，欧元区 GDP 同比增长 2.1%，其中，德国和法国两个欧元区核心国家分别增长 3.9% 和 1.8%；而作为“外围”国家的希腊 2010 年一、二、三季度 GDP 同比分别下降 1.1%、1.2%、2.1%，爱尔兰 2010 年一、二季度 GDP 同比分别下降 0.75%、1.8%；一、二、三季度葡萄牙 GDP 同比分别上升 1.7%、1.4%、1.4%；一、二、三季度西班牙 GDP 同比分别为下降 1.3%、下降 0.1%、上升 0.2%

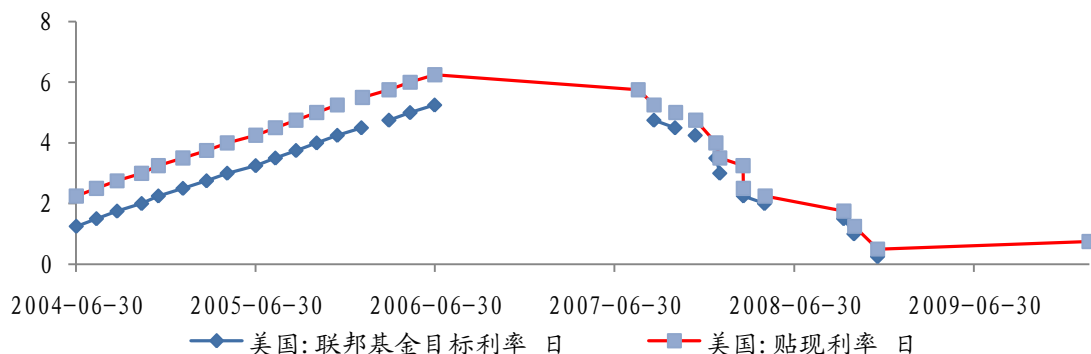
2.3 主要经济体货币政策取向分歧加大，国际协调举步维艰

2.3.1 三大经济体持续释放流动性



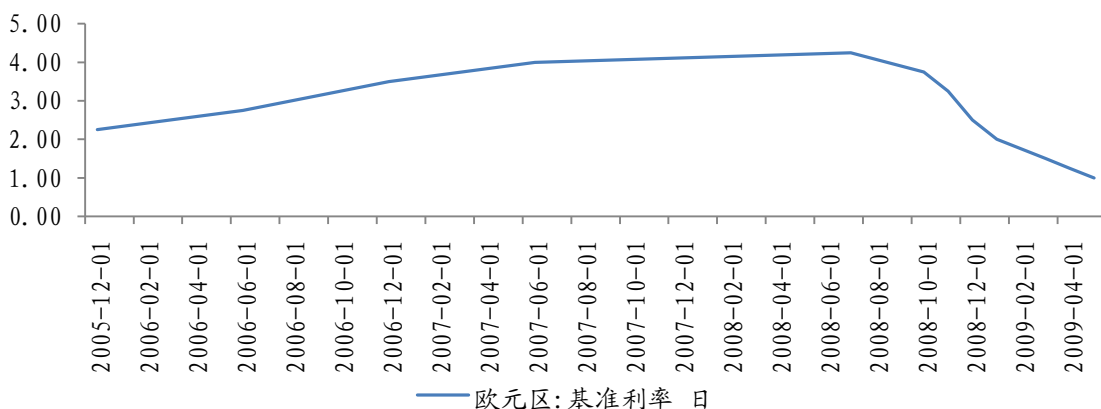


图 31: 2008 年 12 月 16 日后美国一直将联邦基金利率维持在 0-0.25 之间的历史最低水平不变



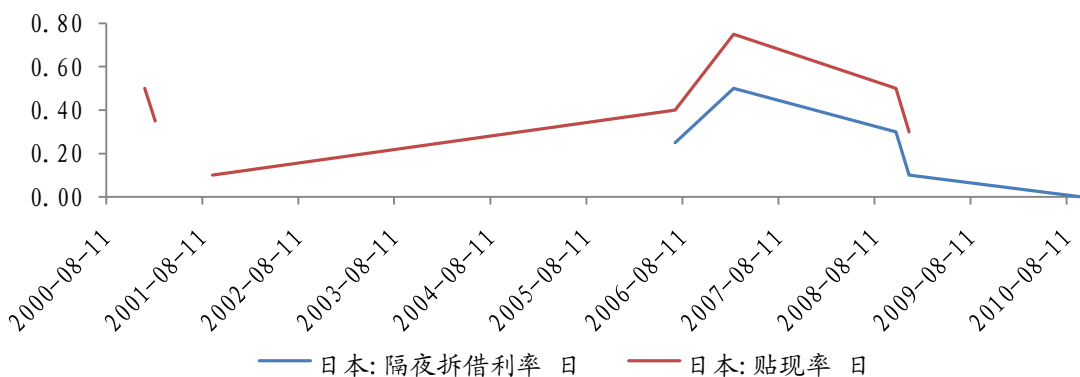
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 32: 2009 年 5 月 13 日后欧元区基准利率一直维持在 1% 的历史最低水平不变



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

图 33: 日本则在 10 月 5 日将政策利率从 0.1% 降至 0 至 0.1% (接近零利率)



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

为刺激疲弱的经济实现持续的复苏和增长, 美欧日三大经济体陆续采取了传统的和非传统的扩张性货币政策。

在传统货币政策方面, 2008 年 12 月 16 日、2009 年 5 月 13 日后美国及欧元区分别将政策利率维持在 0~0.25% 及 1% 的历史最低水平不变, 而日本则在 2010 年 10 月 5 日将政策利率从 0.1% 降至 0~0.1% (接近零利率)。**在非传统货币政策方面**, 三大经济体货币政策继续扩大流动性, 日本、美国在 2010 年 8 月、11 月分别重启量化宽松。为确保欧元区流动性, 2010 年 5 月, 为挽救希腊债务危机, 欧洲央行曾出台大规模购买欧元区国家国债的措施, 总计购入总额达 670 亿欧元的国债。



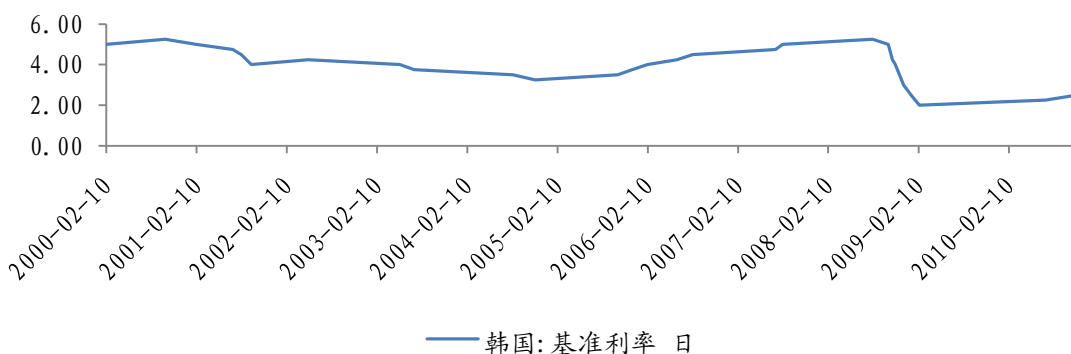


11月3日，美联储决定，到明年中之前，将购买总额为6000亿美元的美国长期国债（QE2），平均每个月为750亿美元，加上到期收回的国债，总额和月均购买额将分别达到9000亿和1100亿美元，比同期美国国债发行额高出10%，足以为财政赤字提供融资。12月5日，美联储主席伯南克暗示可能会扩大QE2的规模。当地时间12月2日，欧洲中央银行宣布，继续将欧元区16国主导利率维持在1%，将继续以固定利率全额分配资金的方式进行主要再融资操作和特别再融资操作，并将该政策延至明年4月，同时，欧洲央行仍以固定利率展开为期三个月的再融资操作；并计划于近期扩大购买欧洲主权债券。据报道，欧洲央行上周（12月6日-10日）购买了26.67亿欧元区国债，高于此前一周的19.65亿欧元，但低于央行观察人士及投资者预测的本周购买额超过50亿欧元；欧洲央行未给出所购国债按国别或到期日分类的详细数据，但交易商们表示，欧洲央行买入了希腊、爱尔兰和葡萄牙国债；为冲销上述国债购买行动，该行将于12月14日通过其一周期存款的每周招标操作从市场中回笼720亿欧元的流动性。

2.3.2 主要发展中经济体甚至一些发达国家收紧货币政策

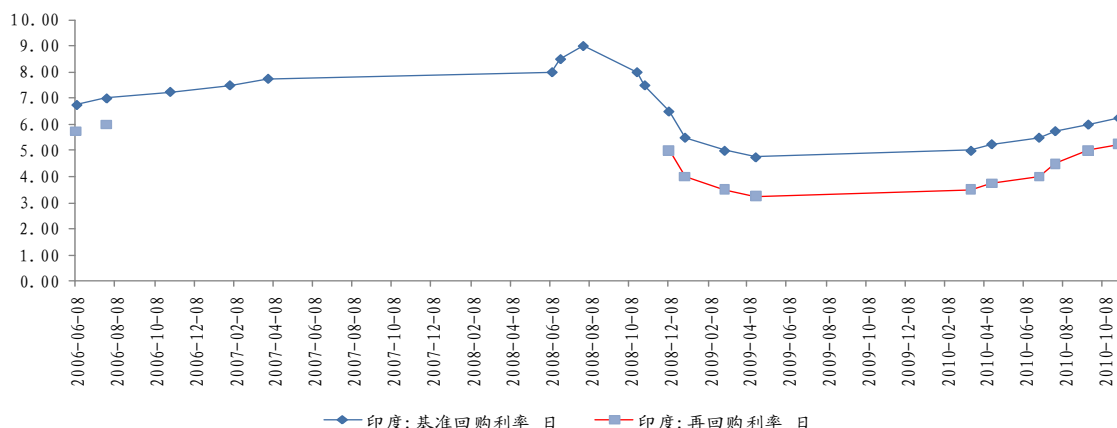
为应对通胀上升与资产价格泡沫，主要发展中经济体甚至一些发达国家开始收紧、甚至持续收紧货币政策。

图 34：韩国央行分别于 2010 年 7 月 9 日、11 月 16 日两度上调基准利率 25 个基点至 2.5%



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 35：印度央行 2010 年来到 11 月 2 日已 6 次加息

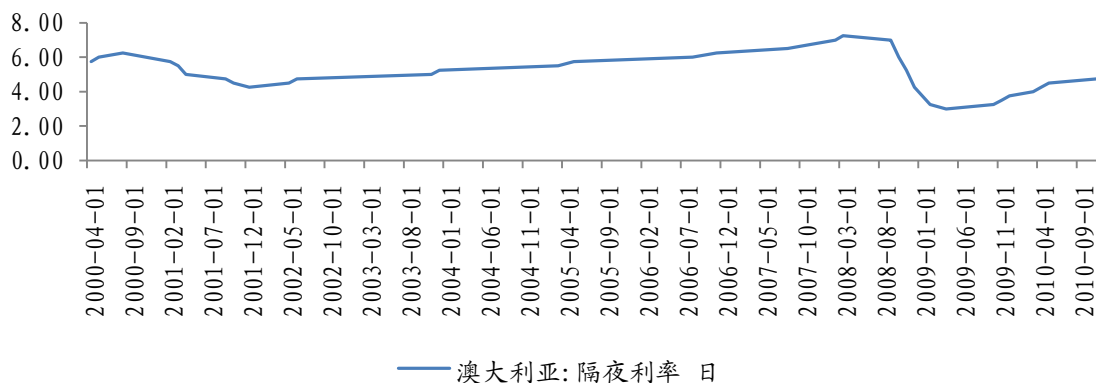


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。



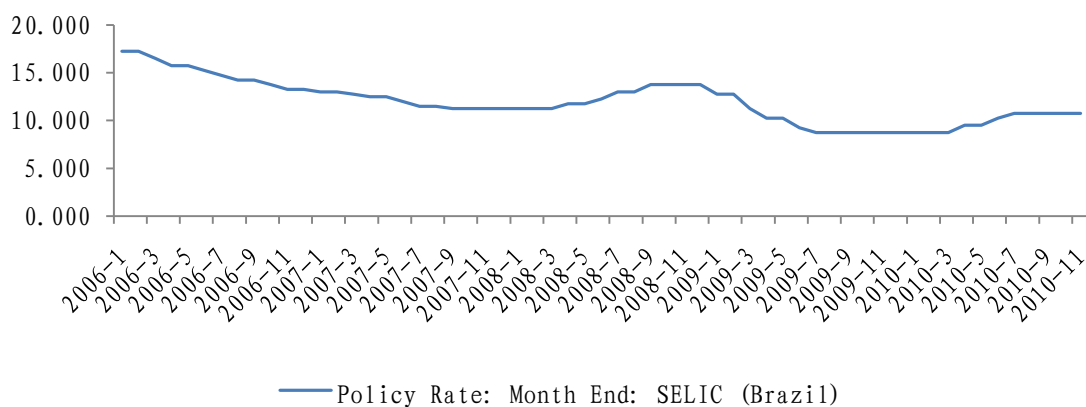


图 36: 澳大利亚央行: 11 月 2 日加息 25 基点至 4.75%, 为 2009 年 10 月以来第 7 次加息



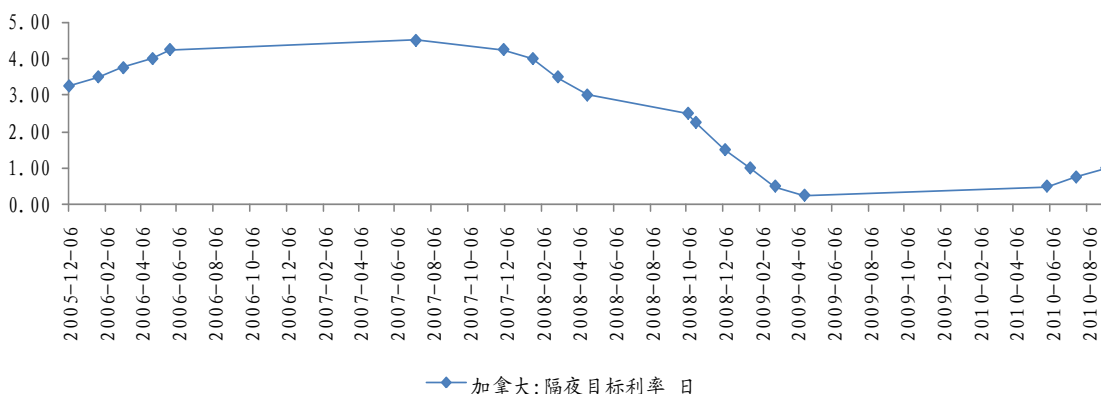
资料来源: 浙商证券研究所。

图 37: 巴西央行: 在 2010 年内三度上调政策利率



资料来源: 浙商证券研究所。

图 38: 加拿大央行于今年 6、7、9 月三度加息

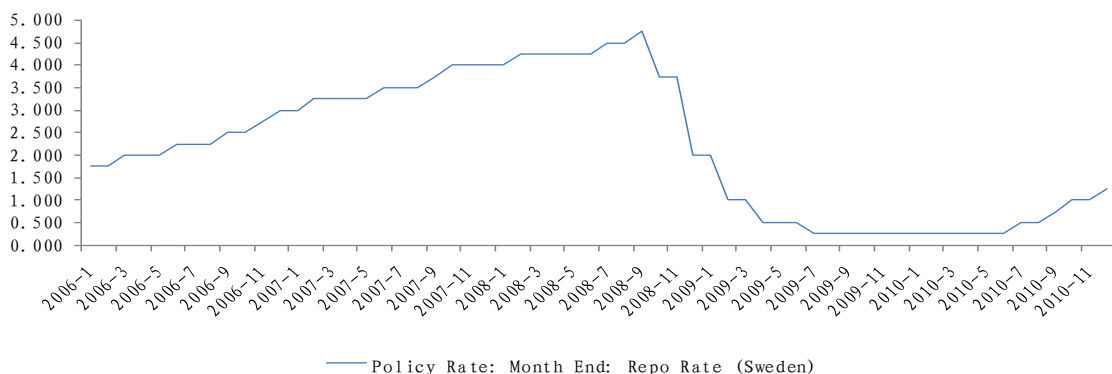


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。





图 39：12 月 15 日瑞典中央银行宣布，将基准利率上调 0.25 个百分点至 1.25%，是今年下半年来第 4 次上调基准利率



资料来源：浙商证券研究所。

韩国央行：分别于 7 月 9 日和 11 月 16 日两度上调基准利率 25 个基点至 2.5%；

印度央行：2010 年来到 11 月 2 日已 6 次加息，11 月 2 日将基准利率上调 25 个基点，印度商业银行向印度央行借款的回购利率升至 6.25%，印度央行从商业银行回收流动性的反向回购利率增至 5.25%。印度央行 12 月 16 日发布例行货币政策回顾报告宣布，把回购利率和反向回购利率维持在现有水平，并保持银行存款准备金率不变。回购利率是印度央行向商业银行借贷时收取的利率，而反向回购利率则是印度央行向商业银行支付的储蓄利率。两者均属印度央行的关键利率。这是印度央行自今年初连续 6 次上调关键利率以来首次暂停上调利率，符合其在 11 月初“近期不会加息”的表态。同时，印度央行宣布从本月 18 日起把商业银行法定流动性比例从 25% 永久下调至 24%，并在今后一个月内通过公开市场操作回购 4800 亿卢比（约合 105 亿美元）政府债券，以缓解持续的流动性紧张。

澳大利亚央行：11 月 2 日加息 25 个基点至 4.75%，为 2009 年 10 月以来第 7 次加息；

巴西央行：在 2010 年内三度上调政策利率之后；12 月 3 日决定，从 12 月 13 日起，将银行法定存款准备金率从 15% 大幅提高至 20%。

加拿大央行：于今年 6、7、9 月三次均加息 25 个基点至 1.0%。

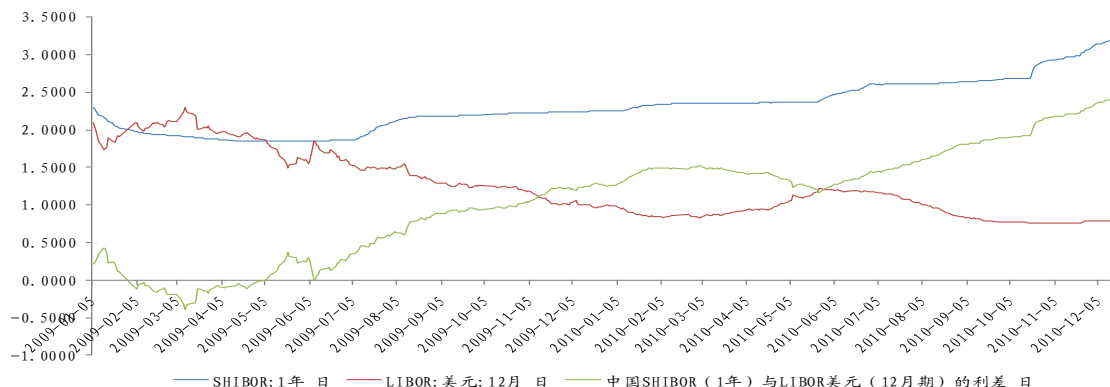
瑞典央行：12 月 15 日瑞典中央银行宣布，将基准利率上调 0.25 个百分点，即从 1% 上调至 1.25%。这是瑞典央行今年下半年以来第四次上调基准利率。瑞典央行当天发表声明说，在全球经济复苏的带动下，瑞典经济呈现快速发展势头，投资全面大幅增长，就业形势好转，家庭消费信心上升。为确保把通货膨胀率稳定在 2% 以下这一目标和为防止经济发展过热，瑞典央行认为有必要逐步把基准利率提高到正常的水平。瑞典中央统计局最近公布的统计数据显示，在投资和家庭消费大幅增长的推动下，今年第三季度瑞典国内生产总值同比增长 6.9%，创下该统计局自 1970 年开始进行季度统计以来的最高增速纪录。瑞典央行 15 日还预测，瑞典今明两年的经济发展速度将分别达到 5.5% 和 4.4%，比今年 10 月所预期的要高出 0.7 和 0.6 个百分点。受国际金融危机冲击，瑞典经济在 2009 年出现了超过 5% 的负增长。

2.3.3 宏观政策的国际协调难度加大





图 40: 近年中美利差总体持续加大: SHIBOR (1 年) 与 LIBOR 美元 (12 月期) 利差 5 月中来持续加大



资料来源: 浙商证券研究所。

因为宏观经济政策取向不同, 发达国家和新兴市场、发展中国家息差持续加大, 加上日本、美国重启量化宽松货币政策, 导致流向新兴市场、发展中国家的国际资本迅速扩大, 这已导致两方面的后果。

一是美元总体贬值和主要新兴市场、发展中国家货币明显升值, 巴西、韩国、泰国、中国台湾等经济体纷纷采取了干预汇市、加强资本管制和鼓励对外投资等措施来抑制本币升值, 全球主要经济体的汇率政策针锋相对。

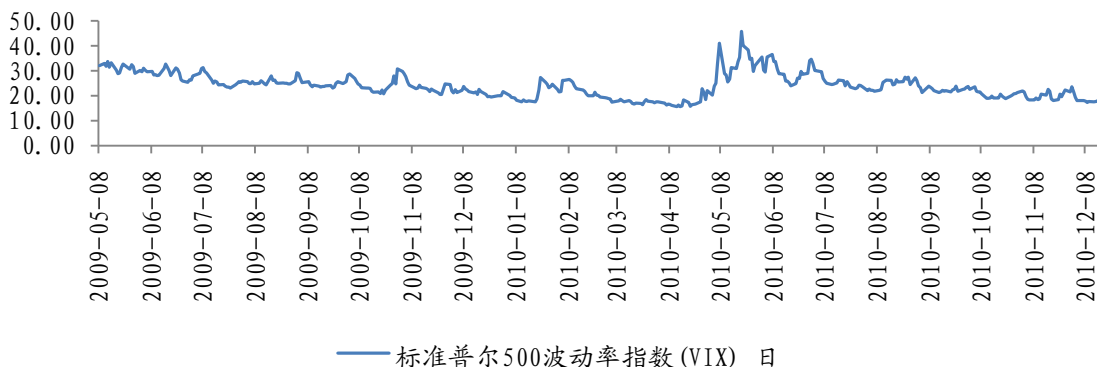
二是给新兴市场、发展中国家稳定通胀和抑制资产价格泡沫造成巨大困难, 使新兴市场、发展中国家货币政策处于紧松两难的境地, 严重挤压了货币政策的空间。

另外, 货币战、汇率战风险加大同时导致贸易保护压力骤增, 在经济衰退初期全球凝聚起的“同舟共济、共克时艰”的共识在全球经济总体上“确定性的复苏趋势+偏弱、缓慢的复苏力度+相对过剩的流动性”背景下持续淡化, G20 峰会、国际货币基金组织等机制的国际协调效果十分有限。

3.重要市场指数扫描

3.1 美国股市恐慌指数——标准普尔 500 波动率指数(VIX)走势

图 41: 美国标准普尔 500 波动率指数(VIX) 走势



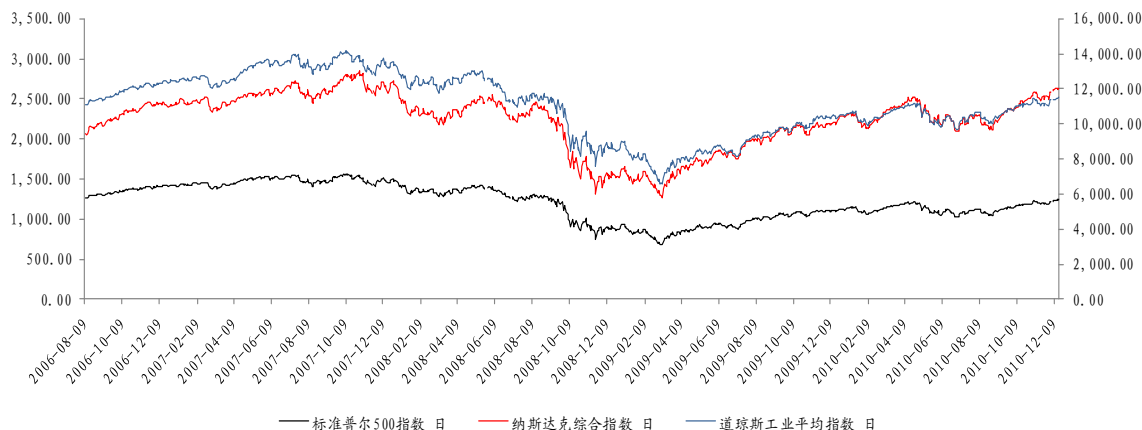
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。





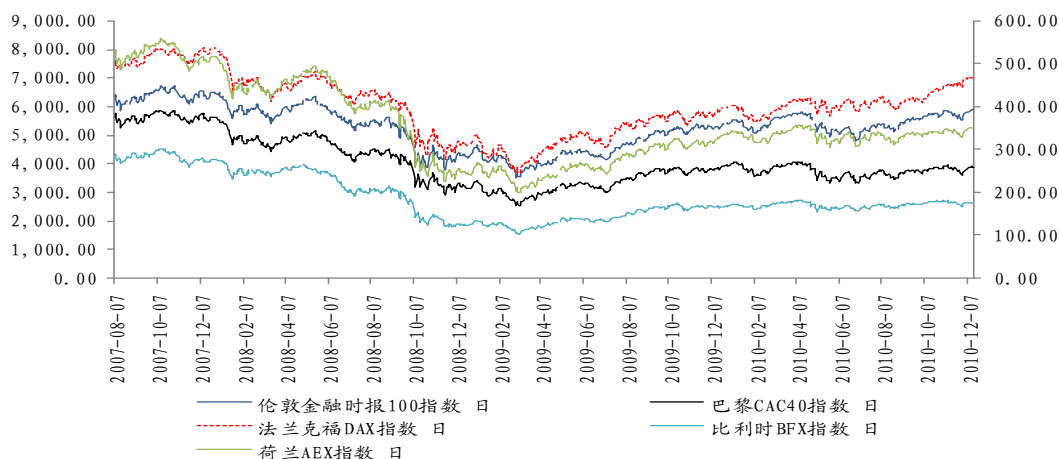
3.2 国际主要股市指数走势

图 42：美国主要股票指数走势



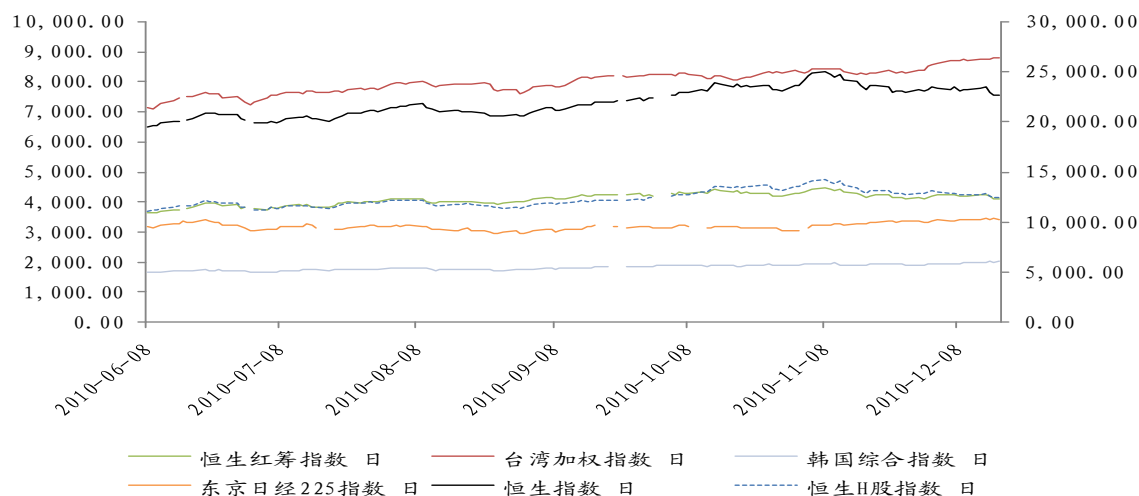
资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 43：欧洲部分主要股票指数走势



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 44：东京日经 225、恒生、台湾、韩国指数走势

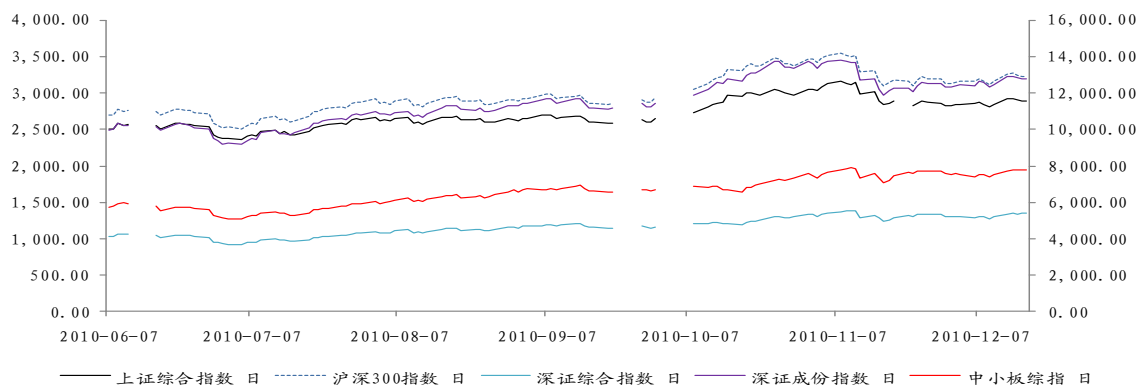


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。



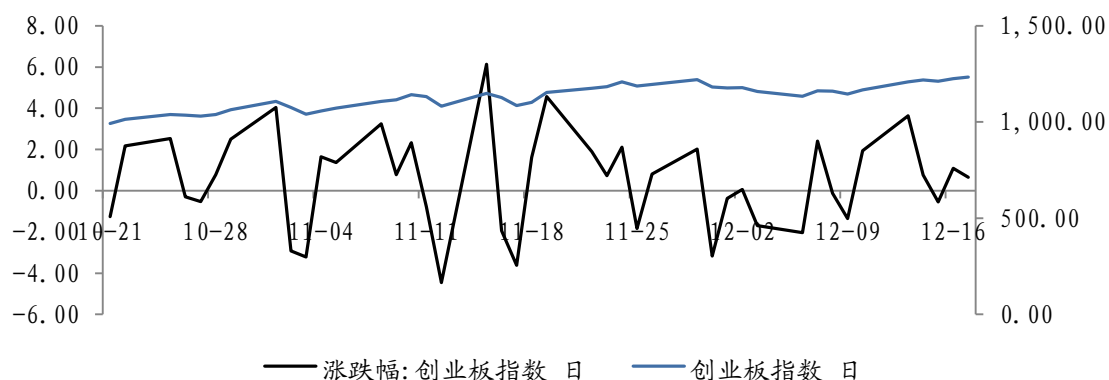


图 45: 上证综指、沪深 300、深证成指、深证综指、中小板综指走势



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

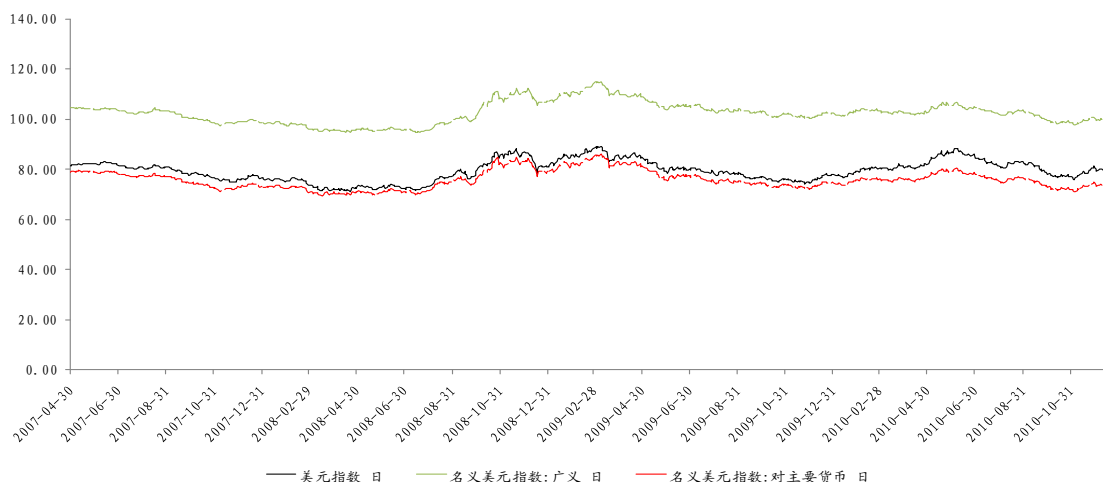
图 46: 中国创业板指数走势及其涨跌幅



资料来源: Wind 资讯, 浙商证券研究所

3.3 美元指数、名义美元指数 (日) 走势

图 47: 美元指数、名义美元指数 (日) 走势



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

3.4 CRB 指数 (美国商品研究所 Commodity Research Bureau 指数) 走势





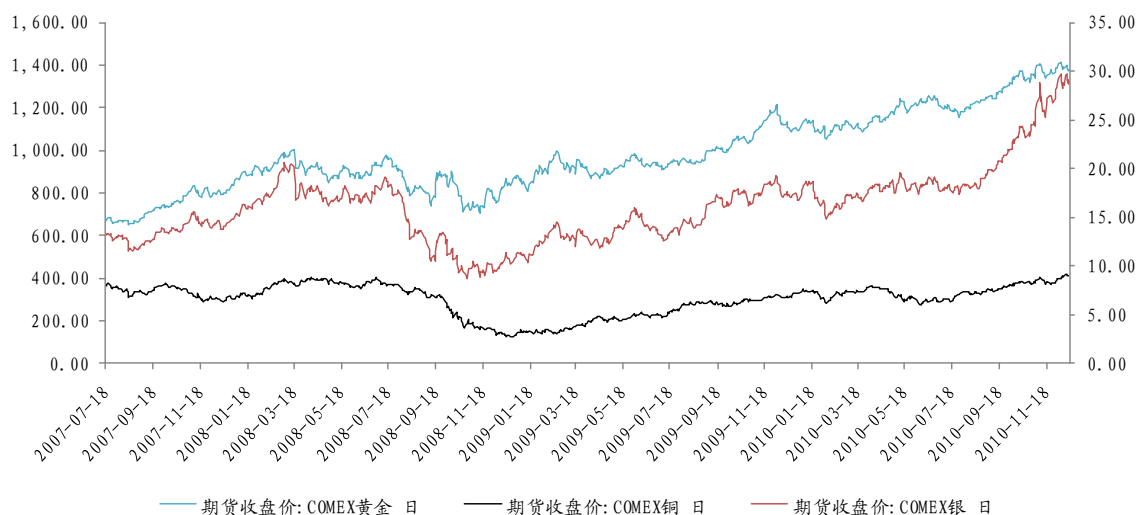
图 48: CRB 指数走势



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

3.5 国际期货市场 COMEX 黄金、铜、银走势

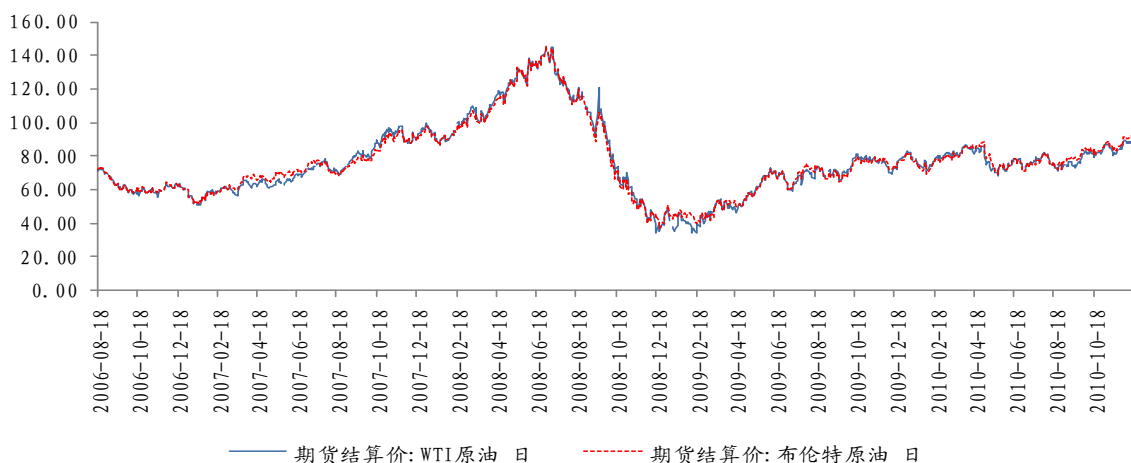
图 49: 国际市场期货收盘价: COMEX 黄金、铜、银



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

3.6 国际市场原油期货走势

图 50: 国际市场原油期货结算价



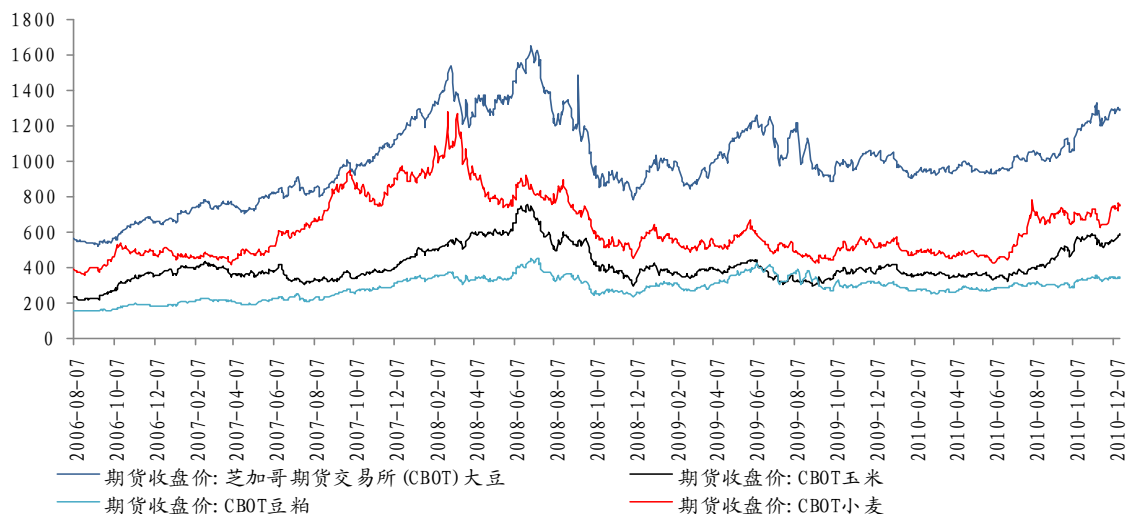
资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。





3.7 国际市场期货：CBOT 大豆、玉米、豆粕、小麦，NYMEX 糖、棉花走势

图 51：国际市场期货收盘价：CBOT 大豆、玉米、豆粕、小麦



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

图 52：国际市场期货收盘价：NYMEX 糖、棉花



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

3.8 伦敦银行间同业拆借利率 (LIBOR) 走势





图 53: 伦敦银行间同业拆借利率 (LIBOR): 美元走势

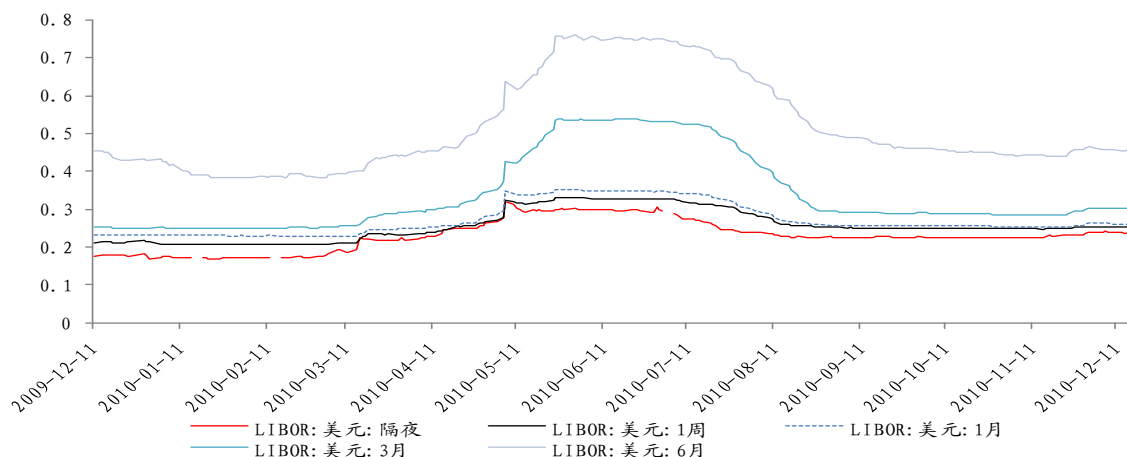


图 54: 伦敦银行间同业拆借利率 (LIBOR): 欧元走势

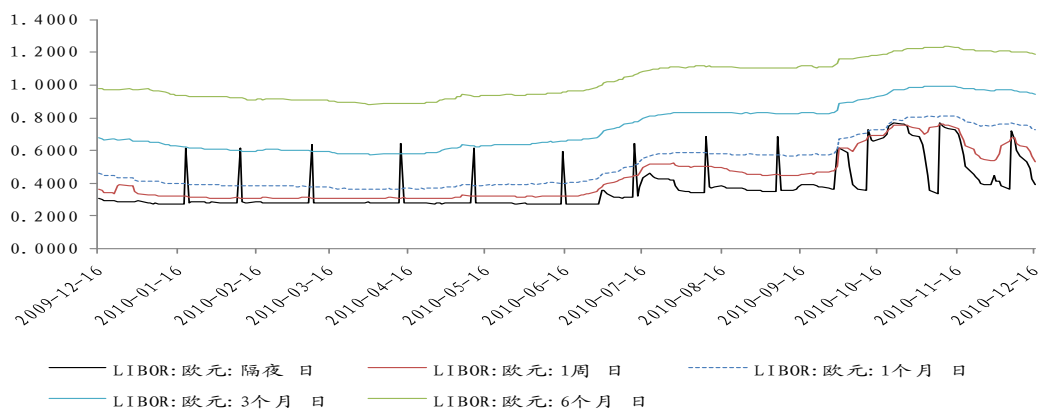


图 55: 伦敦银行间同业拆借利率 (LIBOR): 日元走势

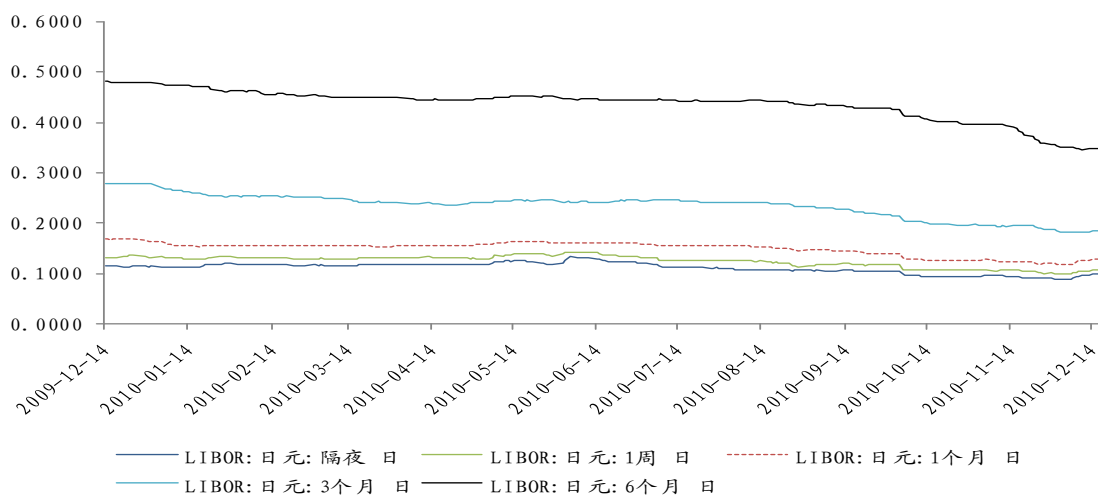
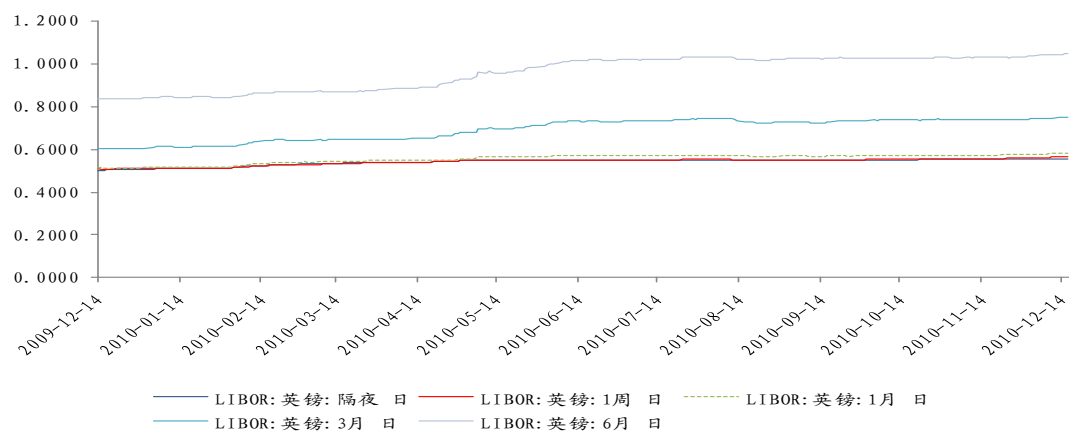




图 56: 伦敦银行间同业拆借利率 (LIBOR): 英镑走势



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。





浙商证券

浙商证券研究服务团队

客户服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 64716569

louxiaofei@stocke.com.cn

客户服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

客户服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟到

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明





- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031





电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

