

流动性研究系列报告之三 – 11年下半年国际流动性展望

增量流动性紧缩大势所趋 大宗商品价格调整在所难免

相关研究报告

2011年5月7日 《流动性研究系列报告之一-流动性转场，利好A股》

2011年6月16日 《宏观中期报告：调控中的增长-增速放缓，支撑犹存》

2011年6月28日 《流动性研究系列报告之二-11年资金总量对经济增长影响分析》

2011年6月28日 《流动性研究系列报告之三-11年下半年国际流动性展望》

证券分析师

何庆明 S1060208120121
0755-22625695
Wangcheng932@pingan.com.cn

■ 本报告的不同之处：

本报告首先建立起对全球流动性分析的框架，我们认为分析国际流动性存量因素看欧美，而流动性增量则应主要关注中国。

目前主要经济体经济出现不同程度的复苏，但由于危机时超发货币刺激经济而带来的通胀和财政困境也同时摆在各国政府面前，因此主要经济体均面临着货币政策调整（退出）的选择。4月ECB率先加息以对抗通胀，而在4月联储的议息会议上，联储也首次讨论关于QEII结束后的退出路线图，而在新兴经济体，如巴西、印度、中国则从10年年中陆续开始上调利率。因此，尽管短期内全球流动性宽松的环境不会发生明显改变，但全球流动性的增量部分必将会受到抑制。

■ 全球流动性存量看欧美，增量应多关注中国因素

- 流动性存量：发达经济体占全球流动性的比重约70%，而其中欧洲、美国是关键影响变量；
- 流动性增量：近年来新兴国家的流动性无论从增速还是绝对规模上均已超过发达国家，而在新兴国家增量流动性中，中国在绝对规模和增量占比中的贡献又是决定性的。

■ 11年下半年，退出将是各主要经济体货币政策的主基调

- 主要发达经济体已开始或将要开始调整其宽松的货币政策，即使“退出”不会马上到来，发达经济体流动性状况不可能比现在更好；
- 由于面临着巨大的管理通胀压力，主要新兴经济体已开始上调利率、回收流动性来应对通胀问题。

■ 对11年下半年大宗商品市场展望：高位调整，不排除出现明显调整的可能。

从欧、美两经济体经济增长、利率政策和债务问题的相对好坏程度来看，下半年两方还会呈现交织的局面，因此美元出现趋势性走强或走弱的可能性并不大，美元对大宗商品价格的影响将体现在阶段性加剧波动；

全球流动性增量趋紧，而M2/GDP值已出现高位平缓迹象，根据M2/GDP与CRB指数长期稳定的同步关系来看，我们认为在未来1-2季度大宗商品价格上行的趋势会放缓。同时各国货币政策微调之际，市场对未来经济增长的前景存在疑问，如果未来来自实体经济的需求弱于预期，那么在流动性和实体经济需求因素双双趋弱的情况下，大宗商品（贵金属除外）市场可能会出现明显调整。

正文目录

一、	国际流动性存量看欧美，增量则应关注中国	5
1.1	国际流动性存量主要看欧洲、美国	6
1.2	流动性增量应重点关注中国因素	8
二、	主要经济体的货币政策环境：退出是主基调	10
2.1	发达经济体已经或将开始实施退出计划	10
2.2	主要新兴经济体已为对抗通胀而调整货币政策	15
三、	11 年下半年全球流动性状况展望：增量规模下降.....	17
3.1	11 年下半年全球流动性增量规模减少是大势所趋.....	17
3.2	11 年下半年发达经济体流动性存量依旧在高位	18
四、	大宗商品市场展望：高位波动，可能出现明显调整	19

图表目录

图表 1	国际流动性分析结构	5
图表 2	当前发达经济体流动性在全球流动性中占比大约 70%	6
图表 3	日本流动性增速保持在高位，将它视为一个常量	6
图表 4	从几个年份的时点数据来看，EU 和美国在发达国家流动性中占比稳步上升	7
图表 5	2000 年情况，EU 和美国的占比约 55%	7
图表 6	2003 年情况	7
图表 7	2007 年 EU 和美国流动性占比约为 65%	8
图表 8	2010 年 EU 和美国流动性占比仍在 62% 左右	8
图表 9	98 年开始，新兴经济体流动性增速明显高于发达经济体的流动性增速	8
图表 10	从流动性增量的绝对规模来看，近 2 年新兴经济体流动性的增量规模也大于发达经济体（单位：10 亿美元）	9
图表 11	中国因素在新兴经济体中的影响非常显著	9
图表 12	Fed 退出将从持有的 MBS 自然到期开始	10
图表 13	目前 MBS 占 Fed 资产规模仍在 30% 以上	10
图表 14	房屋价格仍在底部，销售增速表现反复	11
图表 15	房屋建设花费增速从底部缓慢回升	11
图表 16	5 月美国失业率小幅上升达到 9%	11
图表 17	近几周首次登记失业人数出现上升	11
图表 18	为管理通胀，ECB 开启加息第一步	12
图表 19	机构预测 11 年欧元区通胀水平在 2% 以上	12
图表 20	按照 98 年和 05 年 IP 与基准利率的关系，我们认为目前欧元区已进入加息周期	13
图表 21	机构预测 11-13 年日本经济增速	13
图表 22	在地震发生前，日本经济增速就已出现放缓	14
图表 23	近期英国出口增速缓和下来	14
图表 24	英国居民消费增速放缓	14
图表 25	目前 BOE 对通胀的忍耐程度在增加	15
图表 26	发达经济体经济活力，利率政策预判表	15

图表 27	M1、M2 增速已向历史的低值区域靠近，调控效果进一步显现	16
图表 28	从 10 年开始主要新兴国家 CPI 均出现上行	16
图表 29	主要新兴国家从 10 年年中开始陆续调整利率	17
图表 30	未来发达经济体货币增速下降的概率很大，但下降趋势会相对缓慢.....	17
图表 31	未来中国 M2 增速（折算为美元）继续下降可能延续.....	18
图表 32	新兴国家流动性增量也已开始下降	18
图表 33	发达经济体 M2/GDP 值在高值区域出现回落.....	19
图表 34	将新兴经济体因素纳入计算，全球主要经济体 M2/GDP 值走势已平稳 ...	19
图表 35	美元短期波动会加大	20
图表 36	下半年大宗商品市场在高位波动，可能会出现明显调整.....	20
图表 37	全球主要经济体 M2/GDP 值开始走平，预示着推动大宗商品价格持续上行的货币因素在减弱	21
图表 38	从 05 年开始，CRB 指数的年涨幅与新兴国家流动性增速的同步性更高.	21
图表 39	在需求和流动性因素均趋弱的情况下，大宗商品价格会出现明显调整....	22

本报告讨论对 11 年下半年全球流动性的展望，我们认为未来全球流动性增量减少将是大势所趋，将导致大宗商品价格进入调整阶段。

本报告首先建立对全球流动性分析的框架，我们认为分析国际流动性存量因素看欧美，而流动性增量则应主要关注中国。接着展开对下半年国际流动性的分析。我们认为：目前主要经济体经济出现不同程度的复苏，但由于危机时超发货币刺激经济而带来的通胀和财政问题也摆在各国政府面前，因此主要经济体均面临着货币政策调整（退出）的选择。4 月 ECB 率先加息以对抗通胀，而在 4 月联储的议息会议上，联储也首次讨论关于 QEII 结束后的退出路线图，而在新兴经济体，如巴西、印度、中国则从 10 年年中陆续开始上调利率。尽管短期内，全球流动性宽松的环境不会发生明显改变，但是全球流动性的增量部分必将会受到抑制。

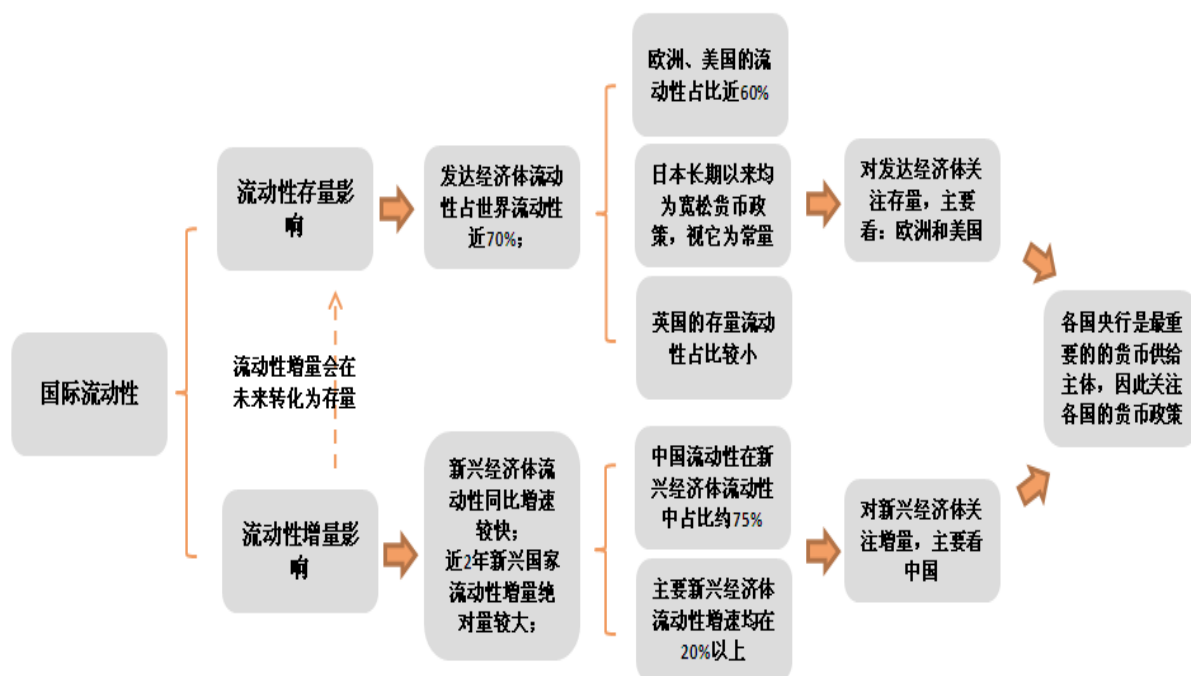
一、国际流动性存量看欧美，增量则应关注中国

在这个部分将重点讨论对于国际流动性问题的分析结构，请见图表 1。

从基本分析构架上，我们对流动性的分析从存量流动性和增量流动性两个层次入手，从数据分析的结果来看，存量流动性主要来自于发达经济体，而对于增量流动性因素则需要多关注新兴经济体的影响。

对于流动性的数量指标，我们使用的数据是将主要经济体（欧元区、美国、英国、日本、中国和其它金砖国家）的货币供给规模通过购买力平价汇率折算成相应的美元规模，并进行合计作为国际流动性的指标。

图表1 国际流动性分析结构



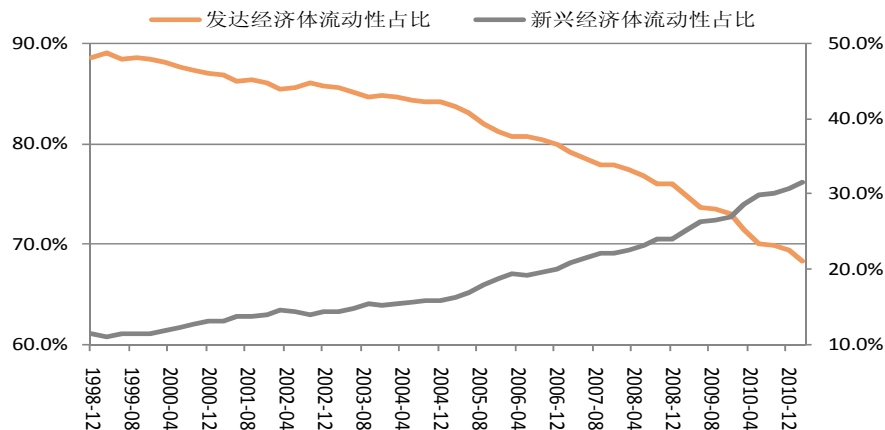
资料来源 平安证券研究所整理

1.1 国际流动性存量主要看欧洲、美国

■ 发达经济体决定目前全球流动性存量水平

从估算的数据来看，欧美发达经济体是构成国际流动性的主体，见图表 2。

图表2 当前发达经济体流动性在全球流动性中占比大约70%



资料来源 平安证券研究所整理

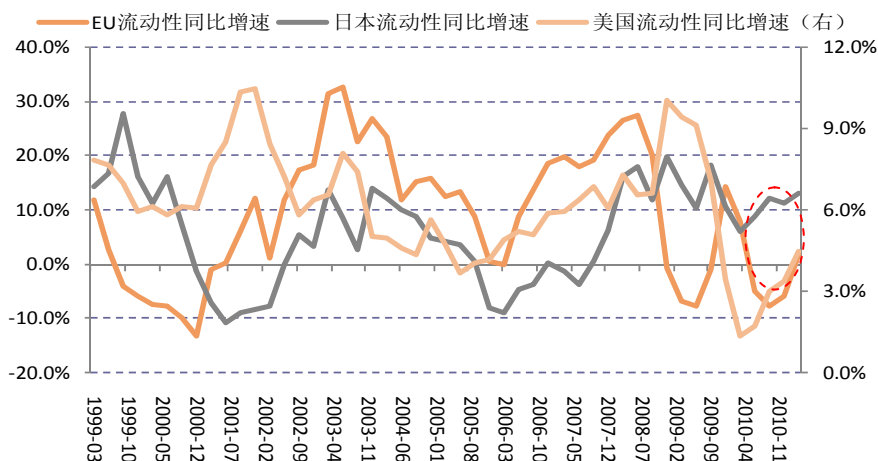
上图显示从 98 年至今，来自新兴经济体的流动性在全球流动性存量中的占比不断提高，但目前发达经济体流动性在全球整体流动性中的占比仍在 70% 左右，明显地，如果考察流动性存量的影响依然需要从发达经济体的流动性情况入手。

■ EU 和美国构成发达经济体存量流动性的主体

图表 3 显示的是日本、EU 和美国货币供应增速。

相对而言，从 07 年开始日本货币增速相对于 EU 和美国保持相对高位，而且其货币增速在高位保持稳定，波动并不大。同时考虑到日本一直以来面临的通缩风险大于欧美以及近期自然灾害的影响，我们认为日本仍将在未来保持相对较高的货币供应增速，因此在进行世界流动性存量分析时我们将日本因素视为一个常量。

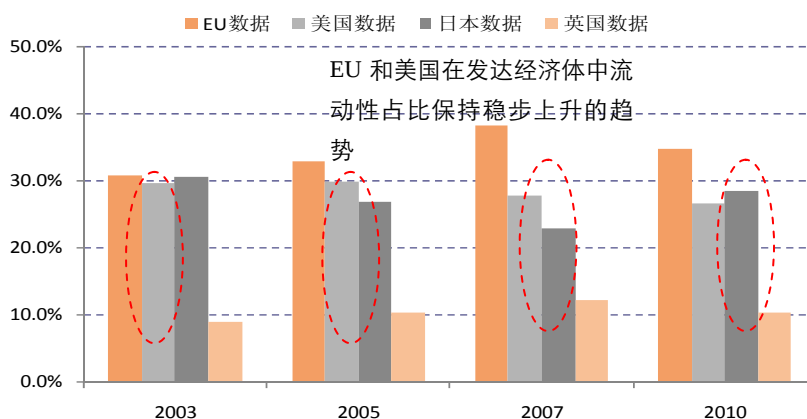
图表3 日本流动性增速保持在高位，将它视为一个常量



资料来源 平安证券研究所整理

由图表 4 显示，EU 和美国的流动性在发达经济体整体流动性的占比由 2000 年时的 55%，上升至近年的约 63% 左右。

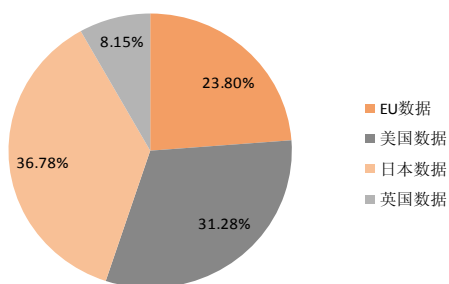
图表4 从几个年份的时点数据来看，EU和美国在发达国家流动性中占比稳步上升



资料来源 平安证券研究所整理

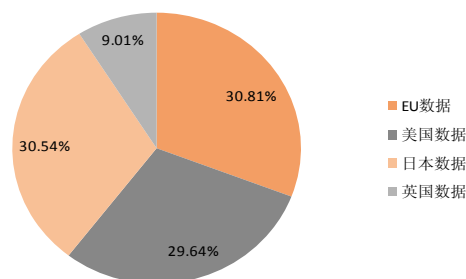
图表 5-8 描述地具体一些，分别是 00、03、07 和 10 年，EU、美国、日本和英国在发达经济体流动性存量中的占比。从 03 年至今的数据来看，EU 和美国在发达经济体流动性总量中的占比大约为 62%-65% 保持稳定，它们构成发达经济体流动性的主体。

图表5 2000年情况，EU和美国的占比约55%



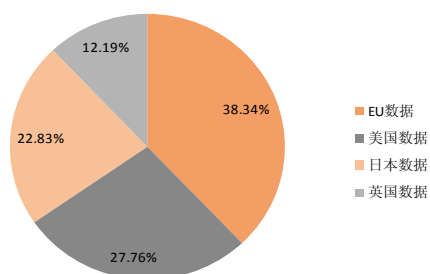
资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所 整理

图表6 2003年情况



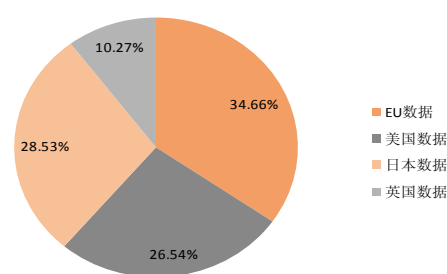
资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所整理

图表7 2007年EU和美国流动性占比约为65%



资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所 整理

图表8 2010年EU和美国流动性占比仍在62%左右



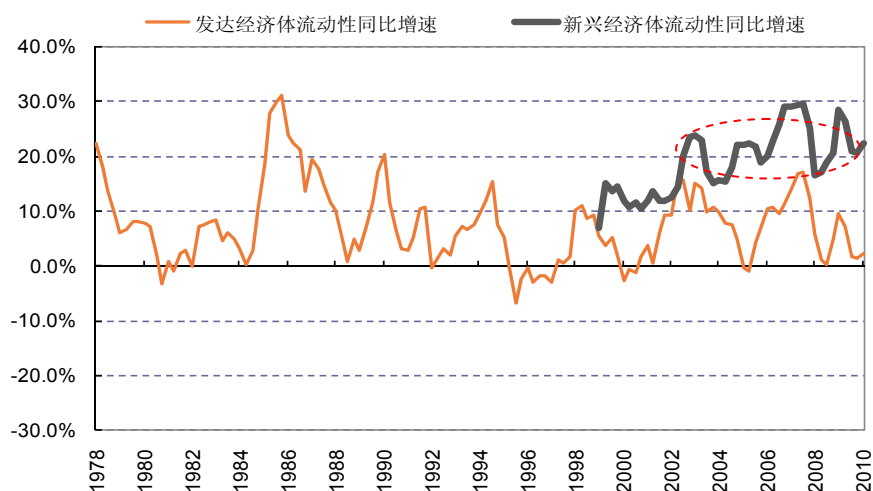
资料来源: Bloomberg CEIC 平安证券研究所整理

1.2 流动性增量应重点关注中国因素

■ 近年来新兴经济体流动性增速和流动性新增规模均高于发达经济体

图表9显示:从98年开始,新兴经济体流动性同比增速已持续高于发达经济体的流动性增速。

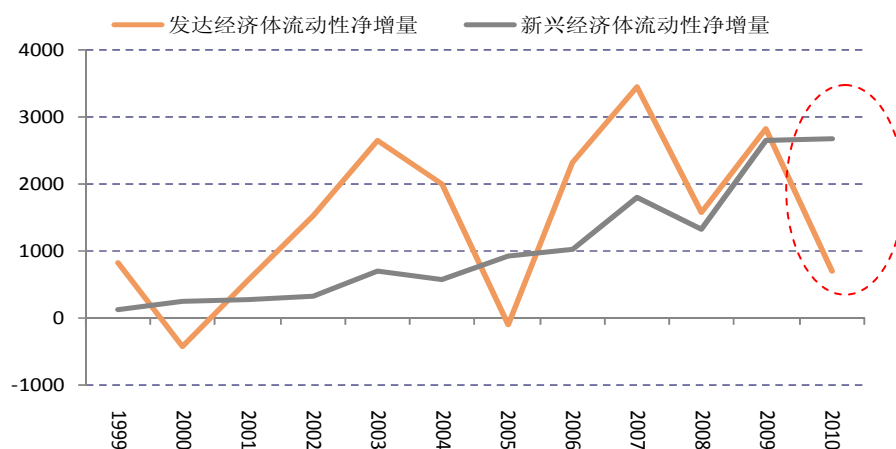
图表9 98年开始,新兴经济体流动性增速明显高于发达经济体的流动性增速



资料来源 平安证券研究所整理

由于新兴经济体流动性存在基数小的问题,因此仅仅看增速本身尚不足,因此我们把发达和新兴经济体流动性绝对年新增规模进行对比。从测算的新兴和发达经济体流动性增量规模来看,从08年开始,新兴经济体流动性的净增量规模已超过发达经济体,见图表10。因此,我们认为当前分析流动性增量因素更应该注意来自新兴经济体的影响。

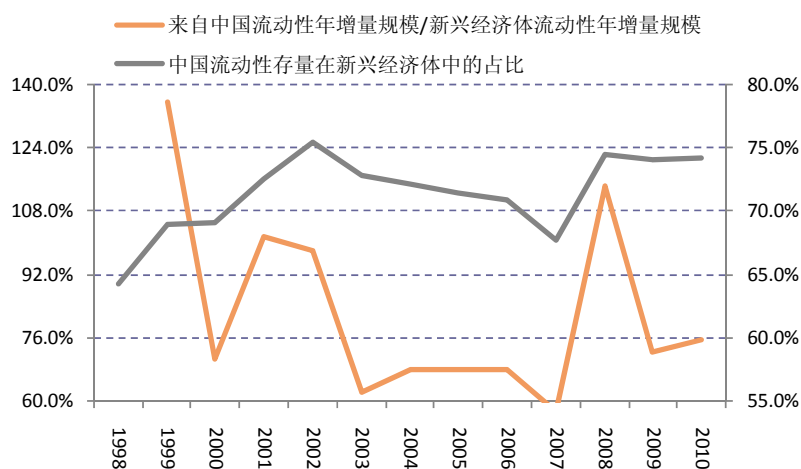
图表10 从流动性增量的绝对规模来看，近2年新兴经济体流动性的增量规模也大于发达经济体（单位：10亿美元）



资料来源 平安证券研究所整理

■ 从新兴经济体流动性存量规模和年增量规模的贡献度来看，中国因素不可忽视

图表11 中国因素在新兴经济体中的影响非常显著



资料来源 平安证券研究所整理

图表 11 说明，在新兴经济体流动性构成中中国因素具有不可替代的地位。从估算的数据来看，自 2000 年至今，中国流动性在新兴经济体流动性存量中的占比从 65% 稳步上升至 75%，而从年度流动性新增量的占比情况来看，其中国因素贡献度大约为 80% 左右（98 年至今的均值水平）。

因此我们认为，实质上中国流动性情况是影响目前世界流动性增量最重要的因素。

二、主要经济体的货币政策环境：退出是主基调

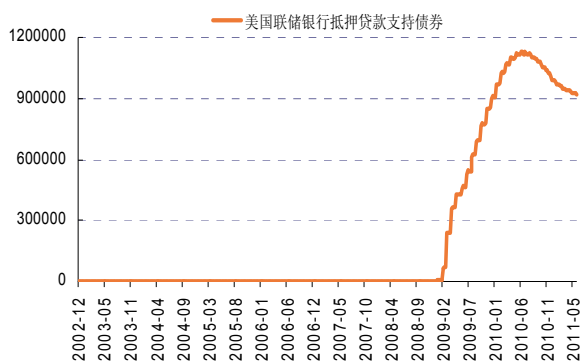
2.1 发达经济体已经或将开始实施退出计划

■ 美联储：4月首谈退出计划，但无实施时间表

5月联储公布了其4月26-27日议息会议的纪要，从纪要内容来看，这次会议联储委员们首次讨论了在QEII结束后的政策退出路线图，尽管与会的货币政策委员对具体退出的策略和时间表没有定论。但是就关于退出路线的第一步——逐步缓慢地减少联储现持有的9000亿抵押贷款支持债券规模达成共识。

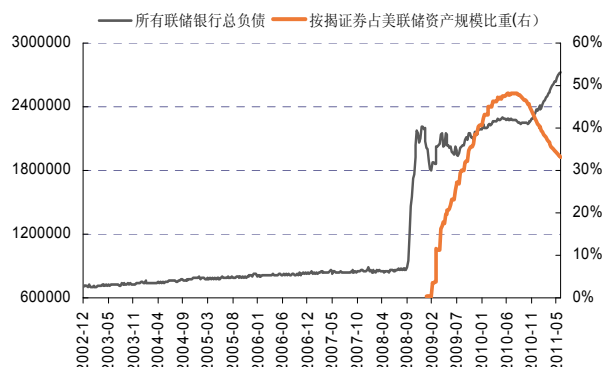
从6月7日-9日，联储主席伯南克，副主席耶伦以及美国经济褐皮书的表述来看，联储对目前美国经济复苏放缓、就业市场波动和房地产市场持续低迷表现感到失望。联储认为这种增长放缓只是暂时现象，仍表达出对下半年美国经济复苏重拾动能的信心，因此联储推出QEIII的可能性越来越小。鉴于目前美国经济增长放缓的事实，我们认为美国宽松货币政策退出的时点不会很快来到，在未来1-2个季度内，联储仍会保持现有的资产规模，根据经济实际的变化情况相机而动。对于联储调整其基准利率的时点，我们判断将会出现在12年1季度之后。

图表12 Fed退出将从持有的MBS自然到期开始



资料来源：Wind 平安证券研究所 整理

图表13 目前MBS占Fed资产规模仍在30%以上

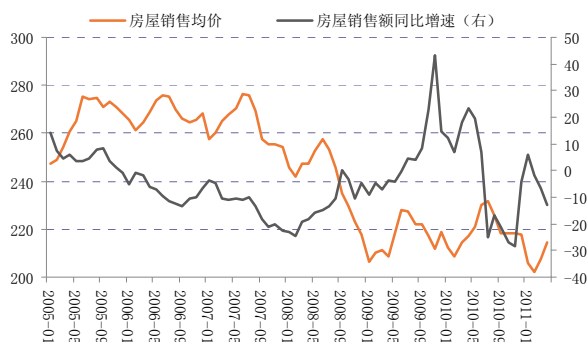


资料来源：Wind 平安证券研究所整理

对于未来美国经济（政策）动向，我们将重点关注房地产市场和就业市场，具体地：

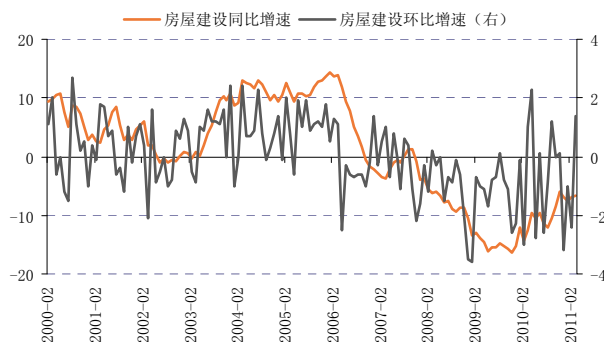
- 导致08-09年金融危机的美国房地产市场仍在底部，其价格、销售和开工数据均持续在底部徘徊，因此我们认为美国经济仍缺乏具有持续性的驱动因素。

图表14 房屋价格仍在底部，销售增速表现反复



资料来源: Wind 平安证券研究所 整理

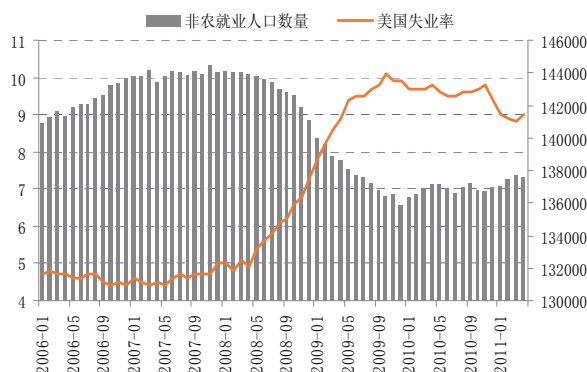
图表15 房屋建设花费增速从底部缓慢回升



资料来源: Wind 平安证券研究所整理

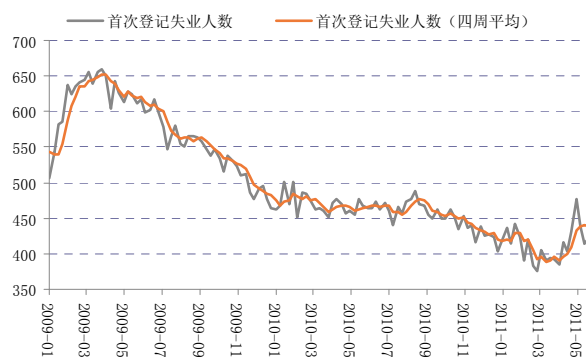
➤ 美国失业率仍高企，5月失业率为9.1%，而首次登记失业人数则出现上升，见图表16、17。

图表16 5月美国失业率小幅上升达到9%



资料来源: Wind 平安证券研究所 整理

图表17 近几周首次登记失业人数出现上升



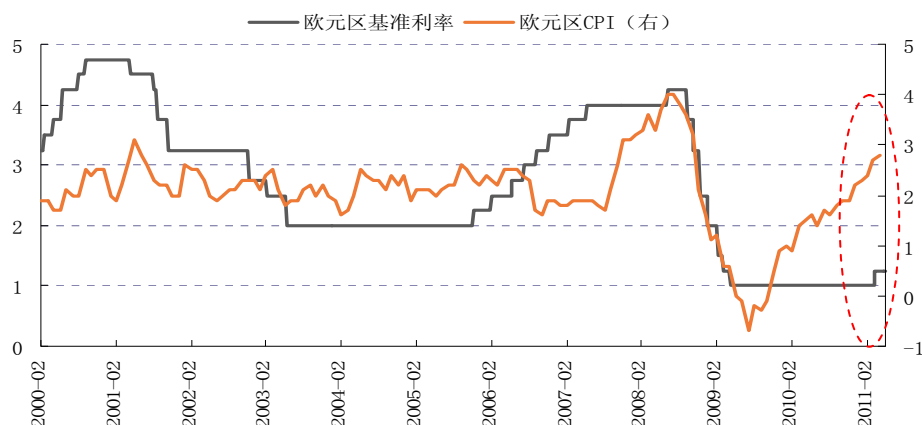
资料来源: Wind 平安证券研究所整理

正由于美国楼市和就业市场疲弱的表现，因此我们认为联储在QEII到期之后不会立即进入退出阶段。

■ ECB：已进入加息周期，但未来加息节奏会较缓慢

ECB于4月上调其基准利率，其主要目的就是为管理通胀。

图表18 为管理通胀，ECB开启加息第一步



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

而从欧盟统计局、IMF 等的机构预测值来看，11 年内欧元区通胀水平在 2%以上，但 12 年、13 年该区域通胀水平会出现回落并将保持平稳。

图表19 机构预测11年欧元区通胀水平在2%以上

	2011	2012	2013
Bloomberg	2.60%	2.00%	1.90%
IMF	2.30%	1.73%	1.76%
EuroStat	2.70%	-	-

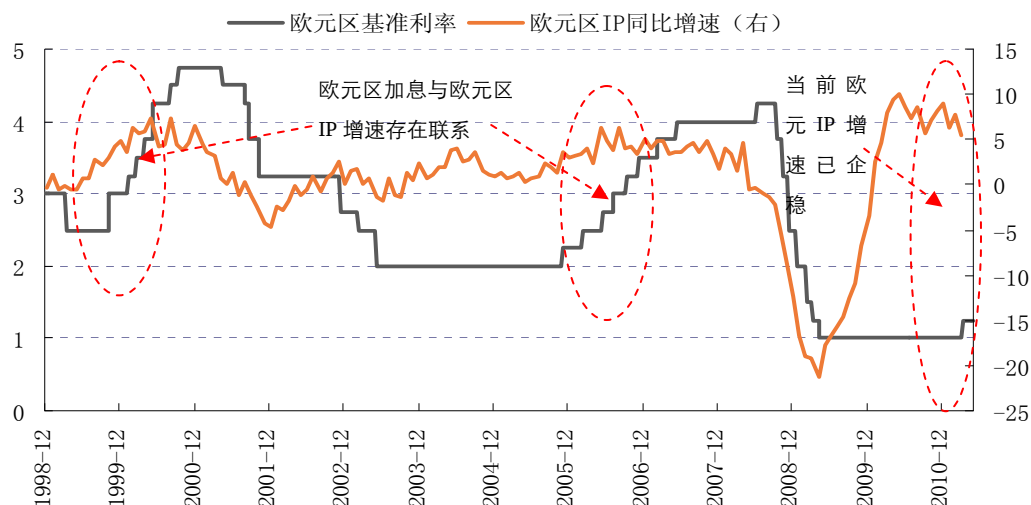
资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

➤ 欧元区已进入加息周期

目前欧元区大国经济复苏的前景较为明朗，德国、法国的 GDP 增速、就业等数据都显示出复苏进程趋稳的信号。

从欧元区工业产值增速数据与欧元区基准利率调整动作的关系来看，在前两次（98 年和 05 年）ECB 的加息周期内，该地区的工业增加值增速出现上升或保持较平稳（说明当时经济增长状况不差），当前欧元区工业产值增速已恢复至危机前水平。而 11 年内欧元区通胀水平极可能在 2%以上，考虑到欧洲央行对于通胀的强烈关注，综合分析，我们认为欧元区加息的脚步不会停止。

图表20 按照98年和05年IP与基准利率的关系，我们认为目前欧元区已进入加息周期



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

➤ 加息频率会相对缓慢，年内有可能再加息 2-3 次

目前欧元区所面临的问题主要是两方面：第一，从目前的经济数据来看，欧元区（整体）经济复苏仍然缺乏持续性的驱动因素；第二，欧债问题，对于欧债问题我们认为其“续集”仍会持续上演。由于 ECB 提高基准利率会间接影响到“PIGS”诸国在市场融资的成本，因此如果 ECB 大幅、频繁地加息可能会给欧洲债务问题带来负面影响。

基于当前欧元区所面临两个问题以及国际机构对欧元区 12、13 年通胀形势趋缓和的预判，我们认为未来 ECB 加息节奏会相对缓慢（可能每 2-3 个月上调 1 次），年内可能将基准利率上调至 1.75%-2%，基本和未来该区域的通胀水平相适应。

■ BOJ、BOE：仍以刺激经济为第一要务，延续宽松的货币政策

➤ 为应对自然灾害对经济增长造成的不利影响，BOJ 仍会坚持量化宽松

由于 3 月地震灾害，日本央行扩大了其量化宽松的规模，以刺激经济。从刚刚公布的日本 1 季度经济增长数据来看，其经济增速低于预期，因此日本央行在保持其量化宽松的规模以外，还直接向灾区的企业提供了大约 1 万亿日元的低息贷款以帮助企业解决流动性问题。我们认为地震对日本经济的影响将陆续展现。因此从经济增长角度来看，未来日本央行仍会延续其量化宽松的政策。

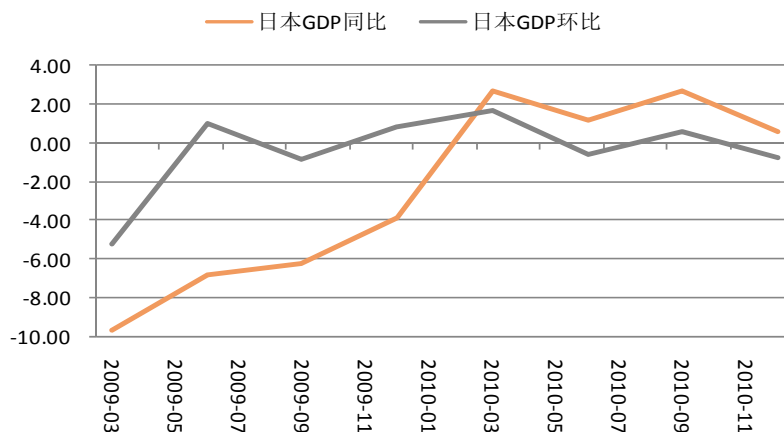
图表21 机构预测11-13年日本经济增速

	2011	2012	2013
Bloomberg	0.40%	1.90%	2.50%
IMF	1.40%	2.10%	1.70%

资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

从 Bloomberg 和 IMF 的预测来看，尽管数字上存在差别，但基本可以得到日本 11 年经济增长较弱，而 12、13 年温和恢复的结论。

图表22 在地震发生前，日本经济增速就已出现放缓

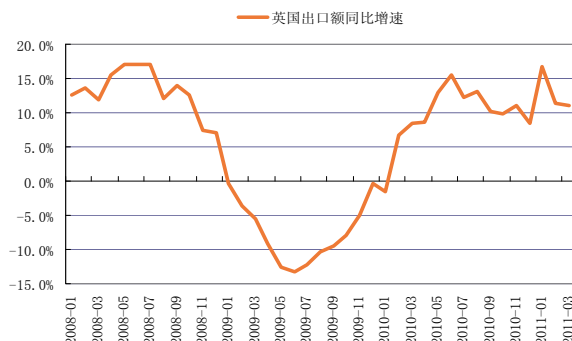


资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

➤ BOE 对于通胀的忍耐度在上升

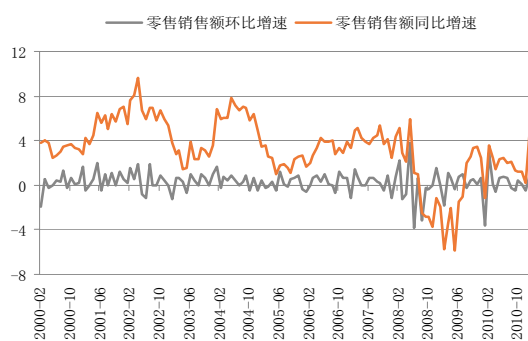
和其它发达经济体在本轮复苏进程中遇到的问题一样，英国也缺乏持续驱动经济增长的内生因素。从 5 月 BOE 议息会议的纪要来看，BOE 对目前推动英国经济复苏的出口贸易和私人部门投资、消费因素的持续性仍存担心，因此我们认为在经济增长与管理通胀之间，BOE 仍把前者作为第一要务。而且从历史上通胀与 BOE 加息举动的关系来看，目前 BOE 对通胀的忍耐度在上升。

图表23 近期英国出口增速缓和下来



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

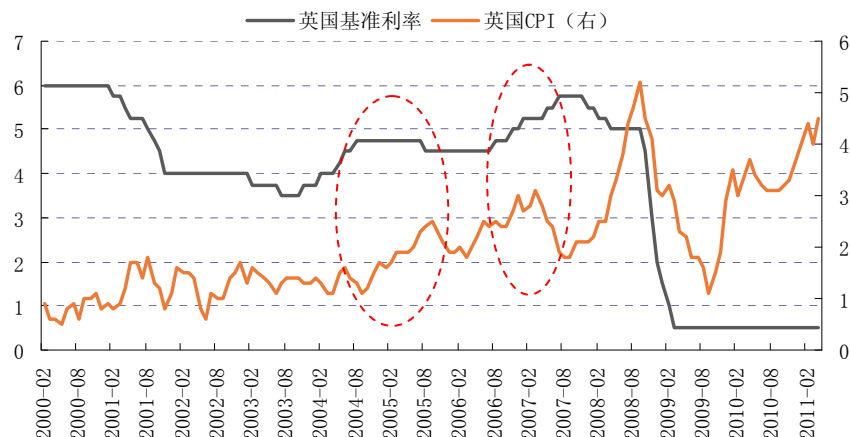
图表24 英国居民消费增速放缓



资料来源：Bloomberg 平安证券研究所

我们认为 BOE 对于通胀的忍耐度在上升，为了保证经济持续复苏，它仍会保持宽松的货币政策，见图表 25。

图表25 目前BOE对通胀的忍耐程度在增加



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

■ 发达经济体货币政策小结

我们通过图表 26 给出一个较为感性的对主要发达经济体经济前景，利率政策的判断，基本结论是：11 年下半年发达经济体宽松货币政策退出是主基调，其中，欧元区退出的速度相对较快，力度较强。

对于发达经济体未来货币政策的变化对流动性的影响，我们认为短期内流动性充裕的环境不会改变，但在过去 2 年所看到“流动性盛宴”行将结束。

图表26 发达经济体经济活力，利率政策预判表

	经济活力	加息的必要性	加息的迫切性	加息的可能性
FED (美国)	●	●	●	●
ECB(欧洲)	●	●	●	●
BOE(英国)	●	●	●	●
BOJ(日本)	●	●	●	●

注：
● 颜色越深代表可能性越大，经济活力越强
● 颜色则代表可能性极小，经济活力差

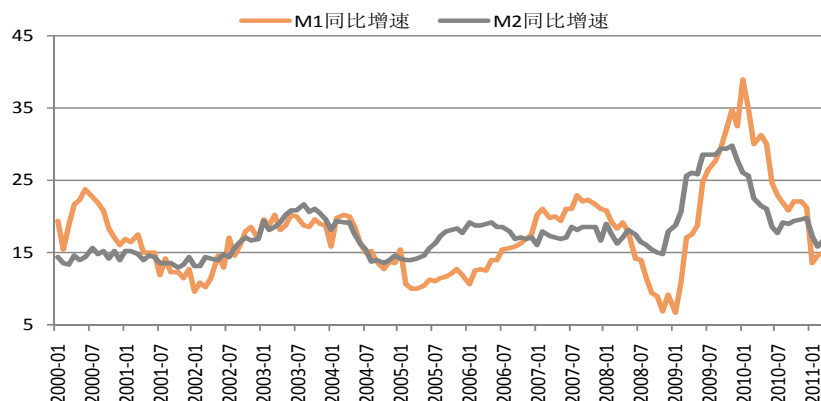
资料来源 平安证券研究所整理

2.2 主要新兴经济体已为对抗通胀而调整货币政策

■ 中国：政策调控效果已显现，短期内调控将保持现状

4 月中国 M1、M2 增速双降，M1 增速为 12.9%，M2 增速为 15.3%都向历史较低的增速区域靠近，我们认为始于 10 年下半年的调控已逐步显现效果，见图表 27 (关于流动性方面的论述，请详见《流动性专题研究报告之二-流动性对冲调控延续，经济增长不致失速》)。

图表27 M1、M2增速已向历史的低值区域靠近，调控效果进一步显现



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

➤ 政策判断

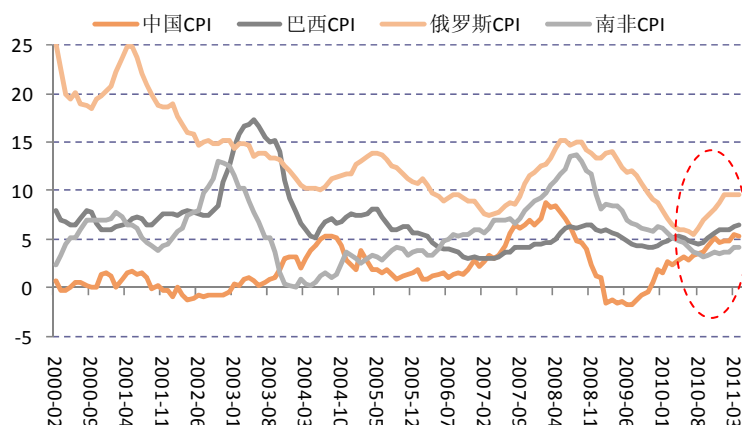
我们认为，年内货币政策总体偏紧的取向不会改变，但可能会出现一定程度的局部调整。（具体论述请见《宏观中期报告》）。

对于具体政策的预判如下：

- 公开市场操作：央行对冲力度不会减小；
- 存款准备金率：当前企业融资成本已逐步抬高，后续调升的力度和节奏会放缓；
- 利率：在 2 季度末 3 季度初仍有加息的可能，但由于经济增速已放缓，而且企业融资成本也已较高，因此未来多次、大幅提升利率的可能性进一步降低。

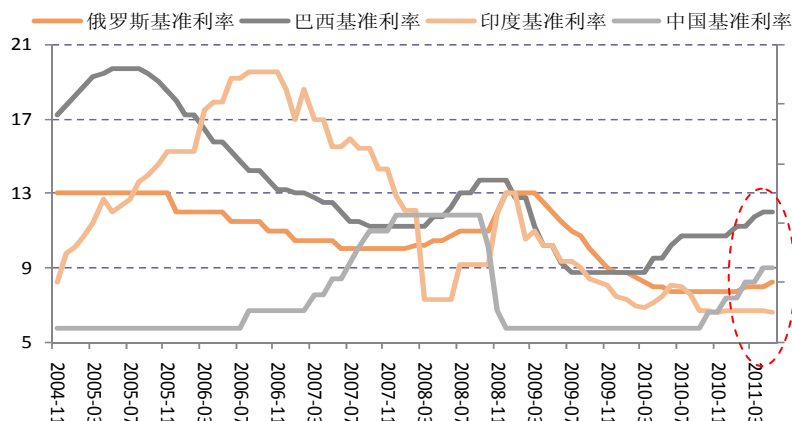
■ 其它新兴经济体：上调利率应对通胀问题

图表28 从10年开始主要新兴国家CPI均出现上行



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

图表29 主要新兴国家从10年年中开始陆续调整利率



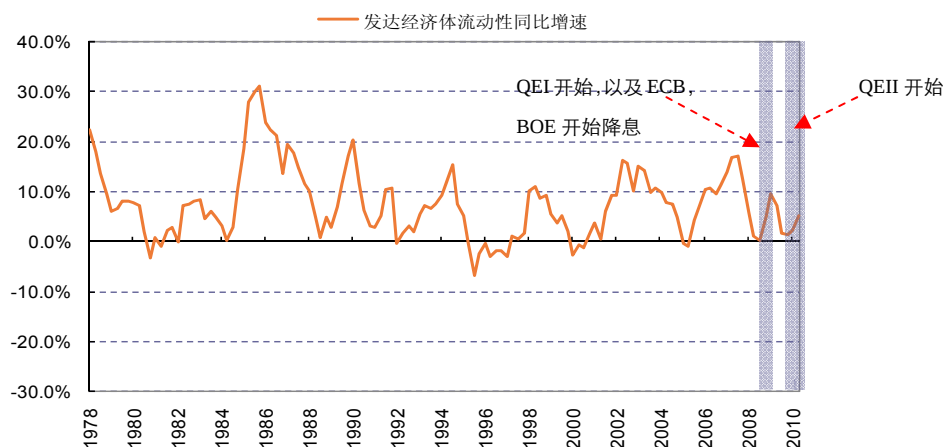
资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

三、11年下半年全球流动性状况展望：增量规模下降

3.1 11年下半年全球流动性增量规模减少是大势所趋

图表 30 显示的是我们测算的发达经济体流动性同比增速情况，图表中两个阴影区域所表示的分别是：第一个区域代表大约 08 年 4 季度至 09 年 1-2 季度，这个期间是 QEI 开始和欧洲央行、英国央行下调利率的时期，我们所看到的就是流动性增速迅速提高，在第一量化宽松结束后，流动性增速出现下降；第二个区域代表的是 QEII 时期，期间发达国家的流动性再次出现回升。

图表30 未来发达经济体货币增速下降的概率很大，但下降趋势会相对缓慢

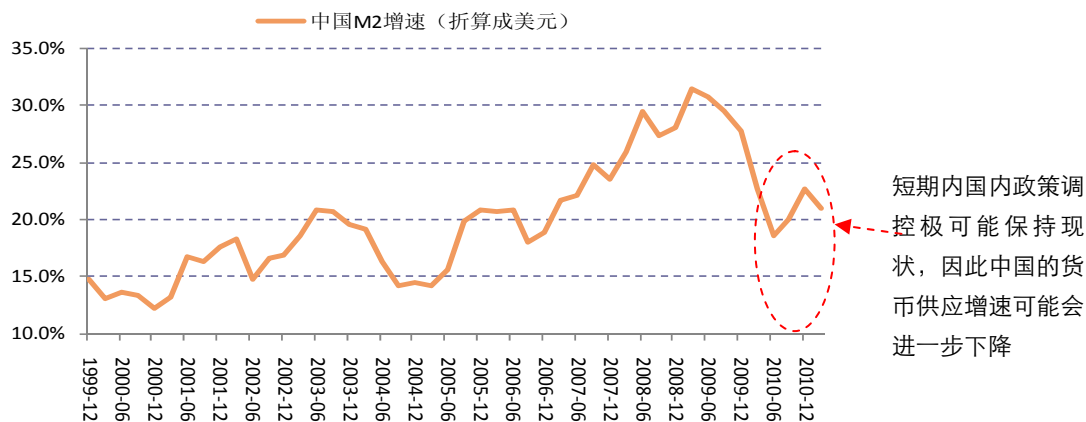


资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

根据第一次量化宽松过程中和结束后发达经济体流动性增速变化情况，并基于对美国推出 QEIII 的可能性很小和 ECB 未来加息的预期的假设，发达国家流动性增速再次出现下降是大概率事件。但我们认为由于目前欧洲和美国经济复苏的基础都还不稳固，因此无论是联储还是欧洲央行，其退出的力度和节奏都不会非常剧烈，因此发达国家流动性增速下降的会相对缓慢。

对于新兴经济体的流动性而言，我们最关注中国因素，先看看图表31，

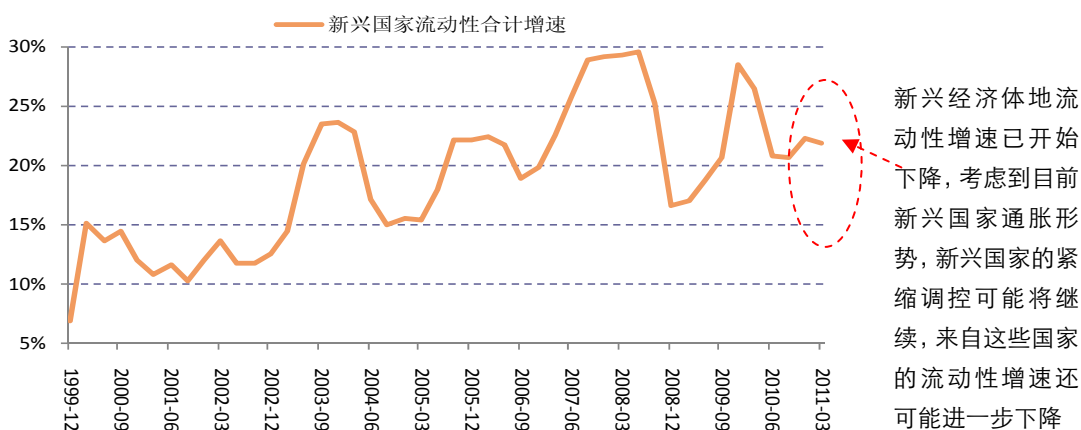
图表31 未来中国M2增速（折算为美元）继续下降可能延续



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

随着中国货币供给增速下降，来自新兴经济体整体流动性增速的下降也将是必然，见图表 32。

图表32 新兴国家流动性增量也已开始下降



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

注：新兴国家流动性包括：中国、巴西、印度、俄罗斯、南非，以M2数据为基准，按照本国货币美元汇率折算

综合本小节分析，我们认为在11年下半年内世界范围内流动性的增速（增量）的下降将是大势所趋。

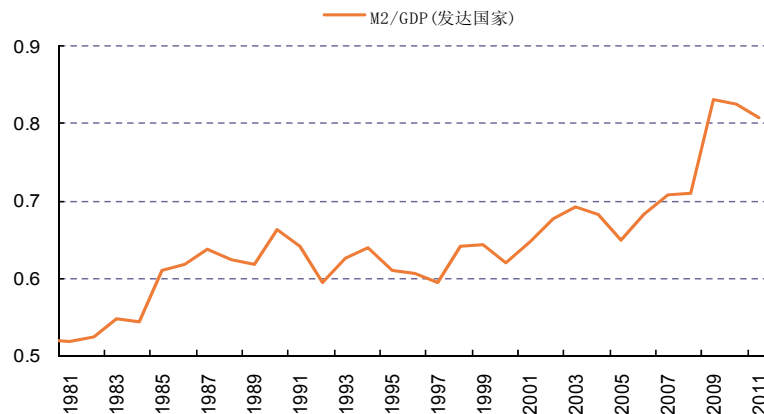
3.2 11年下半年发达经济体流动性存量依旧在高位

根据流动性分析架构，对全球流动性存量的分析从欧美发达经济体入手。

引入的观察指标是 M2/GDP，其中 M2 是通过购买力平价数据将主要经济体的货币供给数据折算成美元，而 GDP 数据则来自 IMF 对各国经济总量的美元统计值。

从估算数据来看，发达国家 M2/GDP 已出现小幅回落的状况，但数值本身仍处在历史高位。

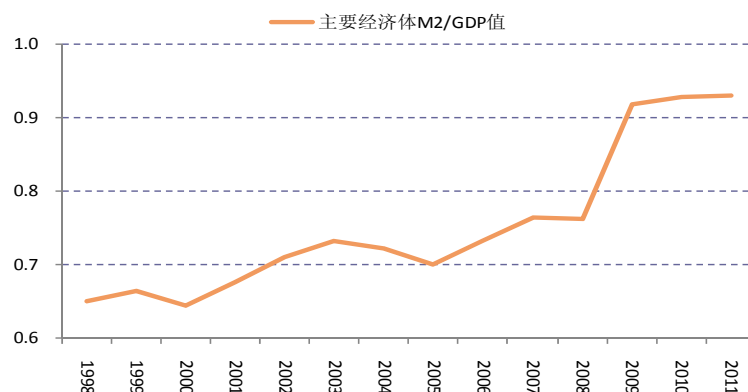
图表33 发达经济体M2/GDP值在高值区域出现回落



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

将新兴经济体流动性因素也考虑进来后，全球主要经济体 M2/GDP 值也处在历史性高位，但是其上升的势头较 08-09 年已明显放缓，具体见图表 34。

图表34 将新兴经济体因素纳入计算，全球主要经济体M2/GDP值走势已平稳



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

四、大宗商品市场展望：高位波动，可能出现明显调整

大宗商品以美元计价，因此对大宗商品的讨论离不开对美元走势的判断。

对于下半年美元的走势，我们认为可以从经济增长表现、央行利率变化情况和风险因素这三个方面来分析：

- 从美、欧的经济增长情况来看，短期内很难看到某一方持续变强的情况，相对关系还将维持交织的状况；
- 从央行利率政策来看，欧洲央行的态度比联储要坚决，已在 4 月第一次加息，未来加息的节奏可能较温和，次数 2-3 次；对于联储而言，第一次加息可能会在 12 年出现，因此从基准利率的角度来看，11 年底欧洲可能会高于美国 1.5-1.75 个百分点。同时需要指出：

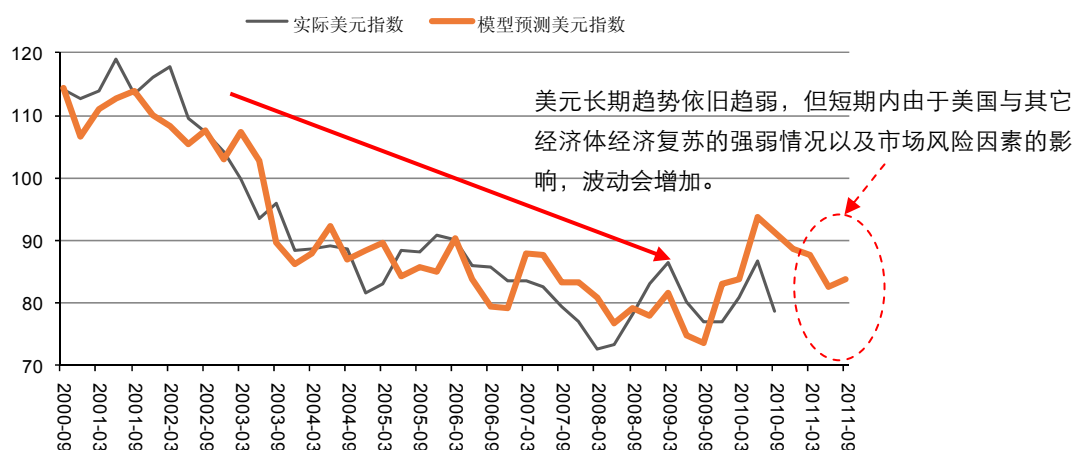
第一、从 08 年开始，欧洲的基准利率平均高于美国约 1.2 个百分点，在 09 年危机时期大约高出美国 0.8 个百分点；第二、从欧元兑美元的汇率与基准利率差值的关系来看，两者的关联并不显著；综合来看，欧美基准利率上差别对美元的影响有限；

➤ 从短期来看，美债和欧债问题都有继续恶化的可能，很难说哪一方的情况明显要好；

从上述三个方面的分析来看，我们认为下半年美元很难出现趋势性走强或走弱的情况。

我们的美元指数模型也显示类似的结果，见图表 35。

图表35 美元短期波动会加大

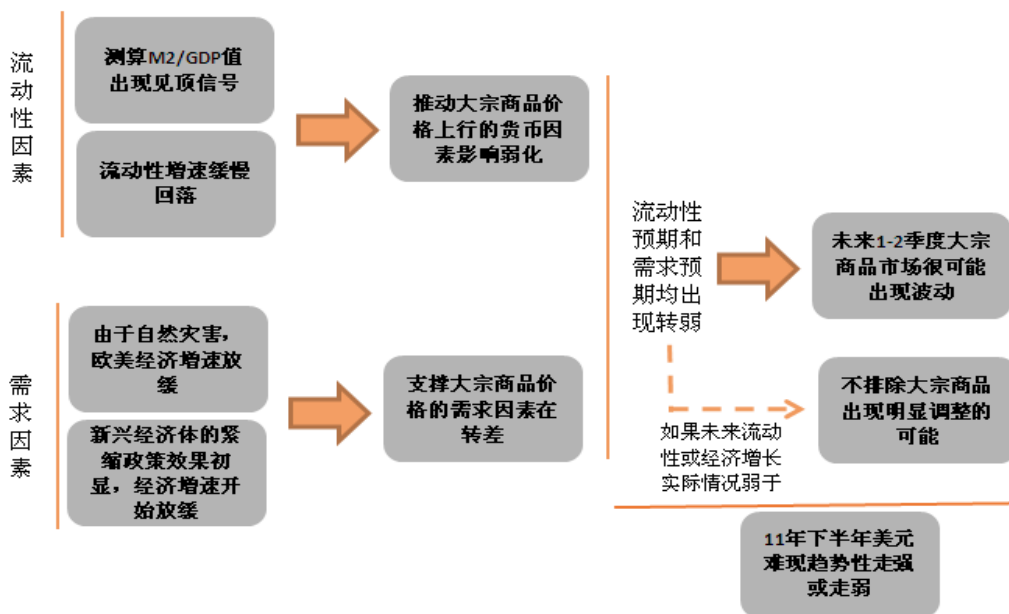


资料来源：Bloomberg Wind IMF 平安证券研究所整理

基于上述对美元走势的判断，我们认为下半年它对大宗商品的影响将主要体现在加剧短期波动上。

图表 36 展示了对 11 年下半年国际大宗商品市场的判断逻辑。

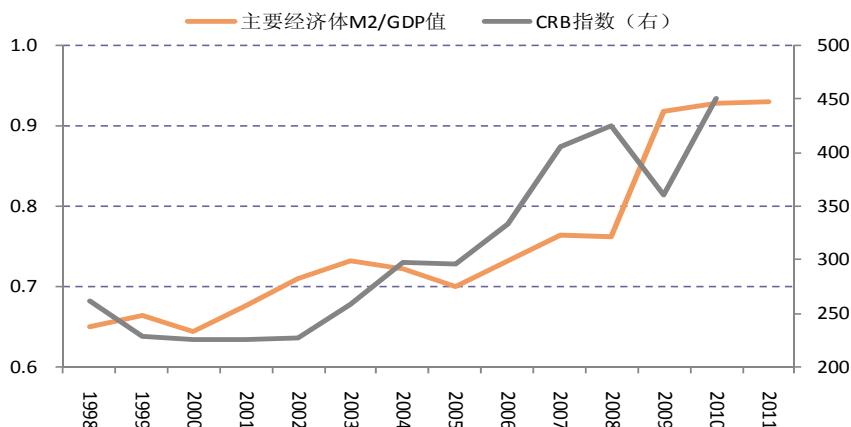
图表36 下半年大宗商品市场在高位波动，可能会出现明显调整



资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

根据前文分析，在未来 1-2 个季度内，随着发达国家逐步退出宽松货币政策和新兴经济体为管理通胀而收缩货币，全球流动性状况转弱将是大概率事件，从我们估算的全球流动性增速和 M2/GDP 指标出现走平信号印证了我们的判断。

图表37 全球主要经济体M2/GDP值开始走平，预示着推动大宗商品价格持续上行的货币因素在减弱

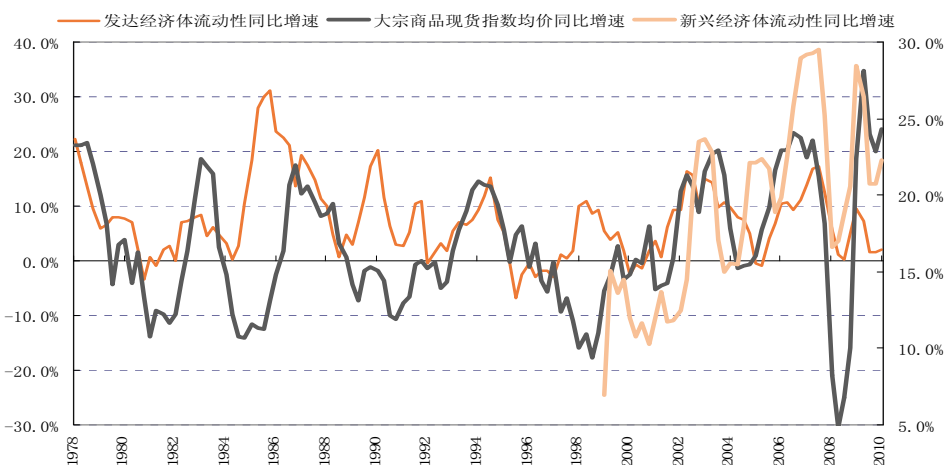


资料来源 Bloomberg 平安证券研究所

根据大宗商品价格与流动性之间的关系来看，目前主要经济体 M2/GDP 值已开始走平，我们预计短期内推动大宗商品价格上涨的货币因素进一步趋弱。

从流动性增速与大宗商品价格增速的关系来看，05 年至今新兴经济体的流动性增速与 CRB 指数年涨幅的关联更高。而 11 年内新兴经济体的流动性增速下滑是大概率事件，这也是支撑我们对于大宗商品价格上涨会放缓的佐证。

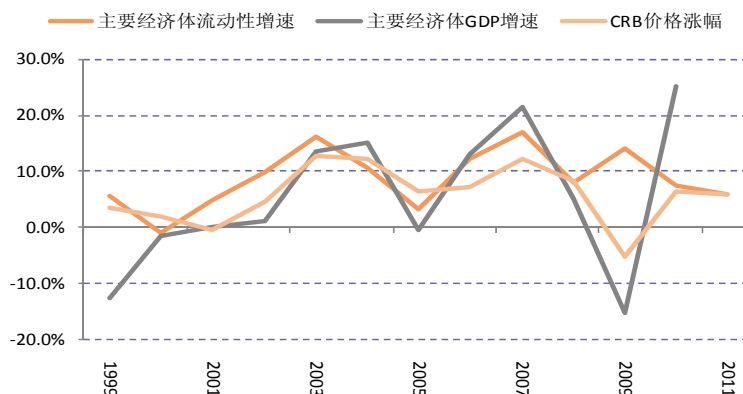
图表38 从05年开始，CRB指数的年涨幅与新兴国家流动性增速的同步性更高



资料来源: CEIC, 平安证券研究所

在需求和流动性预期均存在趋弱的可能性下，我们不排除未来 1-2 季度大宗商品（除黄金）价格出现明显调整的可能。

图表39 在需求和流动性因素均趋弱的情况下，大宗商品价格会出现明显调整



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表 39 展示的是 99 年至今，世界主要经济体 GDP 增速、流动性增速与 CRB 指数涨幅的数据。从流动性和需求两个影响大宗商品价格的因素而言，需求增速与 CRB 价格的关系更加紧密。特别是在 09 年危机后的经济恢复时期，需求增速对 CRB 价格的影响作用更加明显。目前由于一方面流动性增速开始放缓，另一方面由于需求增长也开始受到抑制；因此如果未来这两个因素，特别是需求面因素出现持续低于预期的情况，大宗商品市场可能会出现较为明显的价格调整。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257