

《2014坍塌与重生》系列报告 序

全面深化改革与量宽隐退下的资产配置展望

2013 年，中国在新旧政府的交接中于四季度推出全面深化改革方案，美联储围绕 QE 何时缩减及退出的时间点争论不休直至最后关头方有定论，关于改革与 QE 的不确定性总体主宰了 2013 年的市场。但在 IPO 暂停与 QE 注水的实质影响下，无论股市还是商品市场最终都呈现了一定的局部性机会。展望 2014 年，关于改革与 QE 的不确定性几已消除，将迎来一个确定性的改革元年与无 QE 时代，正如我们的今年系列主题《坍塌与重生》所要表达的：旧市场秩序与旧投资逻辑正在坍塌，新市场秩序与新投资逻辑正在诞生，我们需要明眸善辨、与势同行。

美元崛起的确定性在 2014 年增强

每一次美元大趋势的转变，几乎都伴随着美国的货币政策的重大趋势性转变以及全球经济与政治的深刻变革，在 2013 年，关于 QE 退出的时间和方式屡次引发了华尔街的猜想、美元的反复与全球资本市场的动荡。不过，就年底来看，无论是美联储或是市场预期本身，都已形成一个大概率的操作方案：第一步，逐步缩减资产抵押贷款的购买量；第二步，彻底放弃购买资产抵押贷款与国债，但仍控制低利率；第三步，逐步提高短期利率水平，全球资本进一步回流美国。方案大抵相差无几，其中，第一步与第二步完成的时点，基本可定在 2014 年内完成，届时，美元将奠定新一轮上涨的根基。

经济全面深入改革的确定性在 2014 年增强

如果说经济改革在 2013 年还停留在市场预期的层面，那么在 2014 年，经济改革已切实进入了新一届政府施政纲领的时间表中。前不久所颁布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，执行性和操作性强，而经济结构与经济质量在深化改革的持续推进下，有望走向焕然一新的新局面。

作为《2012 资本大弈局》、《2013 七盏明灯》系列的延续，《2014 坍塌与重生》系列围绕美元与改革两大主线，对资本市场形成自上而下的大局观研判视野。对于大宗商品的走向，我们预计整体性的熊市将继续深化，熊市三期大概率在 2014 年开启；对于 A 股，我们预计其 2014 年将遭遇流动性与供给压力的洗礼，但展望下一个十年，新一轮改革红利带来的机会仍将值得期待。

目 录

引子：复盘 2013	4
长波衰退周期下的美元崛起，冲击再临？	6
一、全球经济目前仍旧处于长波衰退周期之中	6
二、QE 淡出，美元崛起	7
三、美元冲击，新兴经济体崛起过程中的梦魇	9
四、新兴市场国家危机可能重临	11
美元冲击下的全球经济展望	13
一、美国仍将领跑 2014 全球经济	13
二、欧洲稳定局面下存在隐患	18
三、中国结构改革将遭遇流动性困局	21
货币为王：美元冲击下的资产配置策略	23
一、货币市场：美元冲击下的最大赢家	23
二、股票市场仍难迎来转折	24
三、黄金及大宗商品仍将进入熊市三期	26

美元冲击，夹缝求存

核心内容

美元冲击，坍塌之后能否重生？

在美国 QE 退出的驱动下第三轮美元牛市即将到来。在过往两轮美元牛市的冲击中，当时最为耀眼的新兴市场国家纷纷倒下，拉美国家坍塌后进入中等收入陷阱，而亚洲国家则迎来重生。作为新一轮新兴经济体领头雁的中国能否抵御冲击并完成经济结构的转型，是未来全球经济中最为重要的话题，而这对于遭遇全球长波衰退与自身起飞萧条的中国而言并不轻易。

在美元冲击的影响下，美国自身反而将是最大的受益者，同时欧洲也会因为出口改善而降低赤字的压力，2014 年欧美经济的复苏仍将持续。而新兴经济体受这轮美元冲击的影响最大，资金外流叠加债务估值上升，危机已经若隐若现。同时 2014 年不少新兴经济体将进入大选年，政治的不确定更加大了危机发生的可能。

银根趋紧，熊风再现

美元冲击将会从源头上扭转中国流动性宽松的局面，这将与刚刚拉开序幕的利率市场化进程一起系统性的推高中国的利率中枢，同时货币体系的不稳定性将增加。

在这样的情况下，货币市场将成为 2014 年中国市场的最大赢家，而债券市场的熊市则可能持续。同时股票市场受制于估值、财务成本以及 IPO 重新开闸的三重影响，2014 年的情况也不容乐观。至于大宗商品，熊市三部曲的节奏尚未完结，2014 年可能将进入熊市三期。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研 究 所 宏观研究小组

✉: dept_paqhtzzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

✍: 简 翔（宏观研究）

☎: 86-755-23946145

✉: jianxiang247@pingan.com.cn

📖: 期货从业资格: F0271047

📖: 投资咨询资格: Z0001410

相关报告

1、时移世易，权力游戏——2013 年宏观策略报告

2012.12.14

2、变局已临，不可不察——2012 年宏观策略报告

2011.12.28

摘 要

全球仍旧处于长波衰退周期。QE 一方面避免了金融系统崩盘带来的更深度的冲击，但另一方面也隔绝了由此带来的市场出清的可能性。各国经济既不具备由新技术推动的新一轮增长的上升，又不存在由于市场全面出清而带来的快速反弹，只是局部地区、局部行业的好转，改变周期所需要的动力并不具备，长波周期的衰退阶段可能仍旧是未来十年全球经济所要面临的最大问题。

QE 引发的第三轮美元冲击将重塑世界经济格局。从历史来看，过去两轮美元超级牛市所引发的冲击都引发了当时最为耀眼的新兴市场国家的崩盘，并促使资金回流欧美，重塑整个经济格局。危机过后一些国家永远的倒下了，如 80 年代的拉美，一些国家则重新站立起来，如 90 年代的亚洲。2014 年由 QE 引发的第三轮美元冲击很有可能再度重塑全球的经济格局。

欧美受益，新兴市场经济体或将遭受严重打击。在美元冲击的影响下，美国自身反而将是最大的受益者，同时欧洲也会因为出口改善而降低赤字的压力，2014 年欧美经济的复苏仍将持续。而新兴经济体受这轮美元冲击的影响最大，资金外流叠加债务估值上升，危机已经若隐若现。同时 2014 年不少新兴经济体将进入大选年，政治的不确定更加大了危机发生的可能。

中国能否迎来坍塌与重生。中国也将会是本轮美元冲击的受害者之一，无论中国政府如何通过结构改革来积极面对，资金的外流将从源头上减少中国的流动性供给，中国将从过往的流动性宽松经济体转为紧平衡的经济体。同时债务问题、利率市场化问题以及自身经济增长内驱动力问题都会在 2014 年逐步显现出来。相比于稳定的 2013 年，2014 年中国经济可能进入动荡的一年。而在原有经济增长逻辑坍塌之后能否迎来新生，目前仍是未知之数。

货币市场将成为 2014 年最大的赢家。在利率中枢整体上移的情况下，中国货币市场将迎来最好的发展机遇期，而债券市场则可能延续 2013 年的熊市氛围。股票市场受制于估值、财务成本以及 IPO 重新开闸的三重影响，2014 年的情况也不容乐观。大宗商品则会在美元的冲击下完成下跌中继的调整，进入熊市三期。

引子：复盘2013

一、债务危机远去，全球经济持续复苏

危机已成过去。过去数年不断发酵的债务危机终于在 2013 年画上句号，虽然各国依然存在各种隐患，但系统性的冲击已经消失。无论是债务危机、地缘政治还是贸易冲突都在 2013 年逐步消退，经济逐步恢复。正如我们在去年所推断的那样，全球经济度过了平淡无奇的一年，波动性正在消失。

回到发达经济体成为趋势。以金砖国家为首的新兴市场经济体表现继续逊于发达经济体，资金出现由新兴经济体撤出并回流欧美的倾向。昔日光芒四射印度与巴西已经被归入“糟糕五国”的行列，虽然经济依然保持一定的增速，但已经开始逐步沉沦。中国为了应对可能到来的危机也开展了史上最具雄心的经济改革。

美欧日分化进一步加剧。美国经济似乎重回黄金时代，各项经济数据都表现良好，同时美国私人部门再度开启杠杆化的进程，未来经济增长的可持续性将进一步提升，退出 QE 已经提上日程。欧洲的经济持续性则要弱于美国，财政整顿仍在持续，内部经济的分化也制约了进一步的复苏。日本得益于安倍经济学，经济在 2013 年也出现持续复苏的迹象。

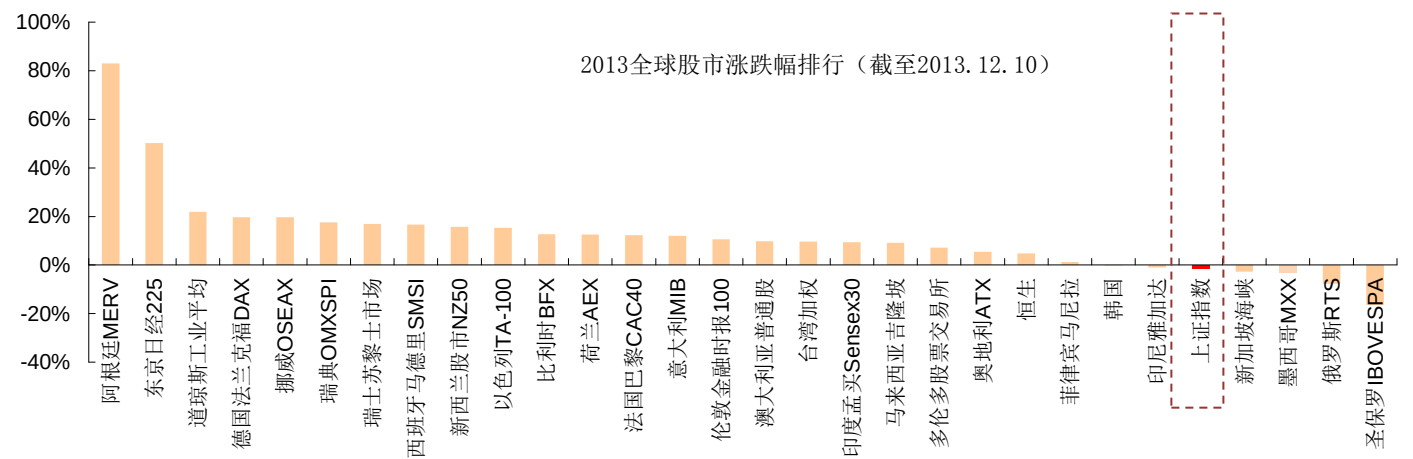
二、股票市场分化，大宗商品熊市中继，债券市场熊风乍现

股票市场持续分化。阿根廷、迪拜、日本、美国、德国等股指遥遥领先，这与当地正实施的量化宽松货币环境或良好的经济增长有关。中国、俄罗斯、巴西等新兴国家的股市继续垫底全球，这与这些国家采取紧平衡的货币政策以及暗淡的经济前景有关。2013 年股票市场的趋势与资金流向一致：撤出新兴市场、回流成熟经济体。

大宗商品熊市中继。2013 年大宗商品市场处于下跌中继的阶段，大部分品种处于宽幅震荡的格局之中。部分品种受益于较强的基本面而走出一波小牛市行情，如豆粕，部分品种却应属性的转换与基本面的恶化而暴跌，如黄金与玉米。总体而言，大宗商品依然处于熊市格局，并且进入了熊市三部曲的最后阶段。

债券市场牛市终结。由于美联储的退出预期，流动性趋紧的预期不断强化，欧美国债收益率不断抬升，包括美国、英国、爱尔兰、以色列、意大利、西班牙在内的发达国家 10 年期国债收益率都已经突破了 3%，并有进一步抬升的迹象。债券牛市在国际市场似乎已经成为了历史。而对于中国而言，2013 年债券市场同样经历了一波收益率的急剧上升，好时光已经一去不复返。

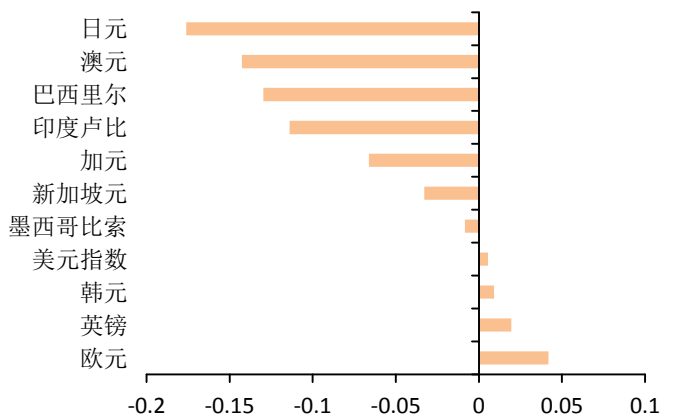
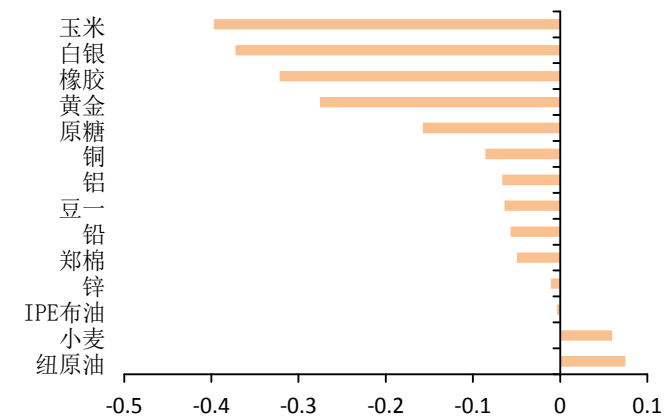
图1-1:2013年全球股指涨跌幅对比：发达经济体抢眼，新兴市场国家表现不佳



资料来源：wind、平安期货研究所

图1-2:大宗商品走势分化，贵金属和农产品整体表现要好

图1-3:巴西、日元、韩币贬值较大，尤其日元走势值得关注



资料来源：wind、平安期货研究所

长波衰退周期下的美元崛起，冲击再临？

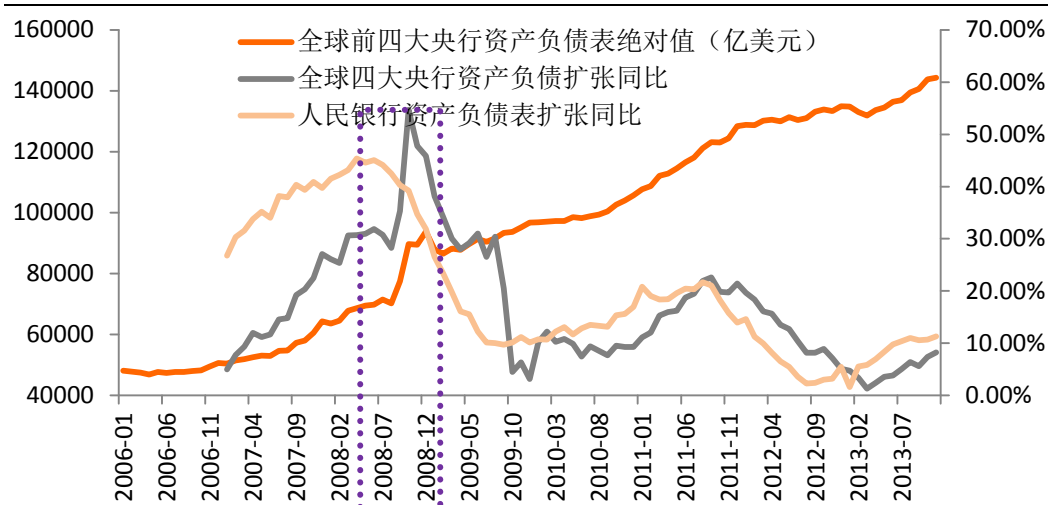
一、全球经济目前仍旧处于长波衰退周期之中

1、全球处于长波衰退的周期，尚不具备走出底部的动力

2013 年整体看来，是平淡与惊喜并存的一年。美国经济复苏、欧洲风险化解、中国表现平淡，全球整体风险下行、波动率下降，基本都符合我们在去年年度报告中提出的观点，但是 美国股票市场的强势，中国经济的回暖、债务问题的淡化却远远出乎我们的意料。但我们认为仍不能对经济前景过于乐观，当前依然不能作出未来经济将持续向好的推断。

在 2013 年中各国经济的主题是结构性改革，但结构性改革不太可能通过供给为经济增长提供动能，各国政府仍在阻止最后一场危机的爆发，而不是从当前的危机中走出来。维持当前全球经济动力的一个重要因素是各种类型的量化宽松以及货币刺激政策，虽然避免了金融系统崩盘带来的更深度的冲击，但另一方面也隔绝了由此带来的市场出清的可能性。因此各国经济既不具备由新技术推动的新一轮增长的上升，又不存在由于市场全面出清而带来的快速反弹，只是局部地区、局部行业的好转，改变周期所需要的动力并不具备，长波周期的衰退阶段可能仍旧是未来十年全球经济所要面临的重大问题。

图2-1全球央行资产负债表处于持续扩张的阶段



资料来源：同花顺、平安期货研究所

2、全球经济局部亮点不断，但整体依旧乏力

从整体而言，市场出清最快的国家经济回复得也最快。而美国就是经济出清带来经济回复的典型，次贷风暴的中心就是美国，因此美国的调整最为彻底。美国市场经历了长达数年的调整，房地产市场已经确实的走出了低谷，失业率持续下降，企业利润处于高位，家庭去杠杆化的情况也进展良好。经济的上升是 2013 年全球经济最大的亮点。

但是就全球其他地方的情况来看，情况却非常糟糕。欧洲虽然暂时摆脱了债务危机的阴影，同时经济数据有所回升，但是房地产市场依然处于探底阶段，失业率特别是青年失业率高的吓人，欧洲内部经济失衡的问题远远没有解决。

新兴市场国家则是面临新一波的危机，为了应对次贷危机所出台的一系列刺激政策在短期内起到了很好的效果，新兴市场与欧美的脱钩论一度充斥市场。但是回望 2013，金砖国家光芒不再，所谓新钻十一国的市场新宠也黯然失色。在自身的问题尚没有解决的情况下，资金却开始外流，并有可能引发新一轮危机。

中国在 2013 年所经历的则是有惊无险的一年，在政府有意控制货币增速，调节债务问题的大背景下，中国资金成本整体抬升，同时脆弱性不断增强，在 6 月和 12 月都出现过短暂的货币恐慌，但在整体维稳的思路下，央行最终放水，金融体系的不稳定并未传染到实体，经济处于相对稳定的状态。但市场已经经历了不少风浪。

二、QE 淡出，美元崛起

1、货币收缩将是 2014 年全球经济的主题

在这样的背景下，我们需要面对的环境是全球经济的局部改善，且可持续性并不能得到有效保证，而货币宽松的局面很有可能扭转过来。在货币退出的链条上最为关键的就是美联储退出量化宽松的步骤与时间，由美国开始各国/地区的央行都会主动或被动的作出收缩资产负债表的行为。

表 2-1：三次量宽规模及内容（截至 2013 年 12 月数据）

政策	时间	持续时间	购买内容	平均每月规模	总规模
QE1	2008.11~2010.3	16 个月	1750 亿美元机构债券	109 亿美元	1.725 万亿美元
	2008.11~2010.3	16 个月	1.25 万亿美元抵押贷款支持证券	780 亿美元	
	2009.3~2010.3	12 个月	3000 亿美元长期国债	250 亿美元	
QE2	2010.11~2011.6	8 个月	6000 亿美元长期国债	750 亿美元	6000 亿美元
QE3	2012.9 至今	至今 16 个月	抵押贷款支持证券	400 亿美元	至今 1.18 万亿
	2013.1 至今	至今 12 个月	长期国债	450 亿美元	

资料来源：平安期货研究所

当前美联储资产规模占美国 GDP 总量达到 24%，总量突破了 4 万亿美元。一旦未来金融机构借贷谨慎的情况有所好转，这些资产就会迅速流出联邦储备系统并推升通胀，因此美国退出量宽已经是确定性事件。无论是美联储或是市场预期本身，都已形成一个大概率的操作方案：第一步，逐步缩减资产抵押贷款的购买量；第二步，彻底放弃购买资产抵押贷款与国债，但仍控制低利率；第三步，逐步提高短期利率水平，

回归正常水平。虽然出于对就业以及经济前景的判断联储并未在市场普遍预期的 2013 年 9 月左右启动计划，但可以确定的是前面两步在 2014 年将彻底完成。

美联储的行为将推升由于 QE 而压低的长期国债以及 MBS 等资产的利率，由于美国房地产市场回暖以及企业盈利的回升，这些资产的质量比以往更好同时更具备吸引力，这将吸引资金由欧洲以及新兴市场国家回流至美国，进行引发这些国家货币的被动收缩。欧洲和新兴市场国家央行无论是主动还是被动都会引发一轮货币收缩行为。

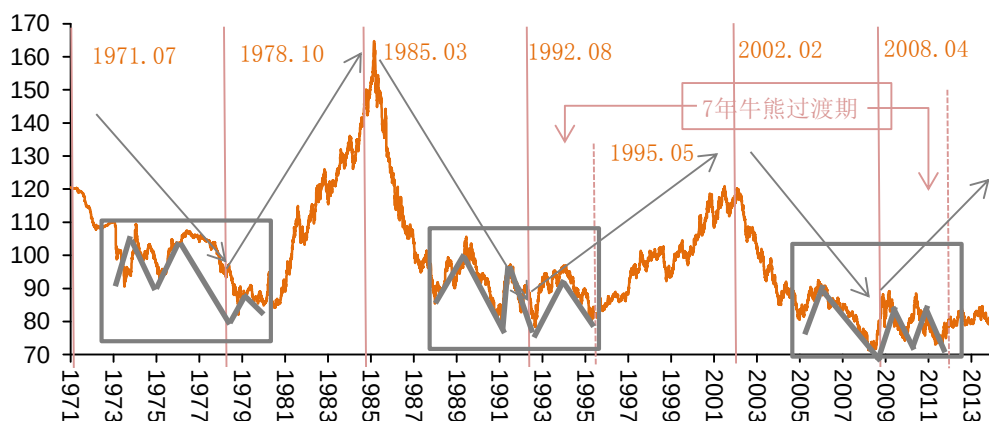
2、新一轮美元牛市可能随之重临

美元已经处于历史性的底部

我们之前一直的观点是美元已经处于底部，未来只有上升空间，而在过去两年压制美元上行最为重要的因素就是美联储的接连推出的 QE，2014 年美联储量化宽松政策逐步退出，压制美元上升的最后一根稻草将接触，美元将进入新一轮的上升轨道。

事实上自布雷顿森林体系解体以后，美元就一直处于巨幅的波动之中。驱动美元的因素有很多，例如美元的避险属性是美元短周期波动非常重要的原因，国际市场的风险事件往往会导致美元指数快速拉升，而避险情绪消退则会导致美元的回落，因此美元与反映风险的 VIX 指数有很高的契合度；又如美联储加息或降息的举措又会从利率平价的角度影响到美元的涨跌。但是从长周期来看，驱动美元波动最为重要的因素是资金是否系统性的流入或流出美国，其触发的条件是长达数年的加息周期或美国出现系统性的投资机会。

图2-2:美元的七年牛熊周期



资料来源: wind、平安期货研究所

7 年周期，美元牛熊循环之数

历史上美元一共经历了两轮超级牛市，随之而来的是漫长的周期，几乎每 7-8 年这种牛熊更替就会进行一次。

第一轮美元的超级牛市是 1978-1985 年，这轮牛市的启动是美联储进入加息周期，为了压制通胀联储一度将基准利率提升至 20%，美元利率的提升吸引了大量资金长期、持续性的流入美国。85 年后美元进入下跌周期，原因是资金系统性的流向日本以及亚

洲地区，寻求以上地区的超额回报。

第二轮美元的超级牛市 1995-2001 年，这轮牛市的启动则是美国经济进入了由信息技术所驱动的黄金十年，无论是美国实体还是资本市场都有极佳的投资回报，资金再度大规模流入美国并推动了美元的持续上升。2001 年后，美国经历了科网股泡沫破灭以及 911 事件，美国经济走向低谷，同时由于美联储的低息策略导致美国的投资回报降低，这段时期资金流向的是以金砖四国为首的新兴市场国家，以及澳大利亚加拿大等资源国家，套息交易成为一种主流的交易策略。

美元上升蓄势待发

自 2008 年金融危机之后，美元已经处于一个底部，无论美联储推出何种货币刺激的策略，美元都已经不再下行，从过往的时间经验来看，美元的下跌周期可能也已经结束。我们认为，一方面是美元避险属性起了作用，另一方面是经济的强弱对比，美国不再是最糟糕的国家。那么在美国经济增长预期超越其他国家的同时，美联储在 2014 年确定性的退出 QE，美元可能进入了新一轮的上升周期。

三、美元冲击，新兴经济体崛起过程中的梦魇

1、美元冲击下的坍塌与重生

美元上升对全球经济而言可能是一件好事，原因在于新兴市场货币将因此出现相对贬值并改善该国/地区的出口。但是当美元出现长期、系统性的上升时，资金会系统性流出这些国家并对经济造成冲击，甚至引发危机。最直接的原因是廉价美元低利率。

美元冲击对于新兴市场国家的影响基本可以分为两类：对贸易赤字型国家的冲击以及对贸易盈余型国家的冲击。

对于贸易赤字型国家而言，这些国家没有多少外汇储备，同时工业基础较差，经济的起飞依赖于外债以及外部的投资，并且通常容易引发泡沫并积累过多的外债，同时这些外债是廉价美元所带来的低成本资金。当美元升值时（通常这个过程还会伴随着美元利率的上涨），随着利率上升、资本流向逆转、货币贬值导致债务率的上升，危机很容易发生，并且造成诸多难以回复的后遗症。

对于贸易盈余型国家而言，由于有相对充足外汇储备，货币贬值以及资本流向逆转对其冲击相对于贸易赤字型国家而言较小，但是由此而引发的利率水平上升将刺破国内泡沫，并引发危机。但由于自身的出口制造能力仍旧存在，在适当的政策以及国际援助的帮助下，经济可能回复并超越之前的水平。

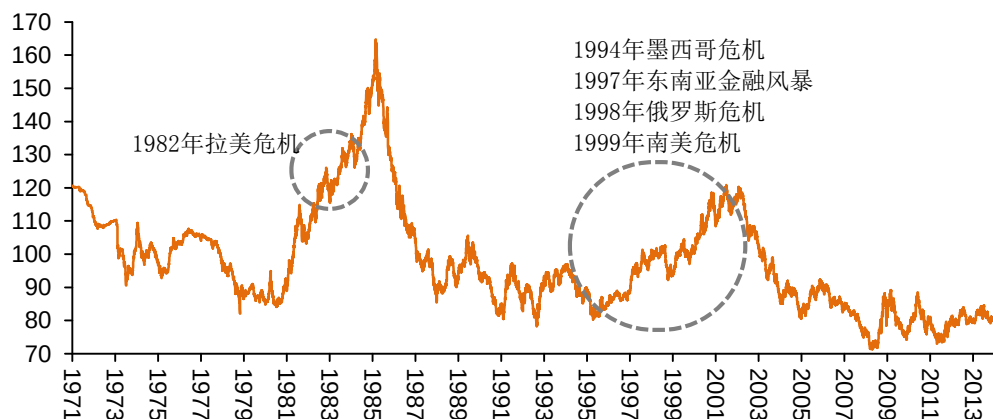
2、美元牛市对全球经济冲击的历史

1978-1985 年第一轮美元超级牛市引发了拉美债务危机

拉美债务危机是贸易赤字国家危机的典型。在此之前 70 年代油价暴涨带来的石油出口国储蓄造成了大量廉价美元。在低利率资金的诱惑下，阿根廷、巴西、墨西哥和秘鲁等拉美国家借入了大量以硬通货计价的债务，在低成本资金的推动下，拉美凭借

自身资源的优势快速发展并成为了当时最耀眼的新兴市场国家；然而，随着美元进入上升周期、美联储大幅提高联邦储备利率，引发了一系列连锁反应，资本流向逆转、货币贬值导致债务价值上升、国内利率上升使利息成本进一步加剧，拉美的负债率上升到不可持续的水平。

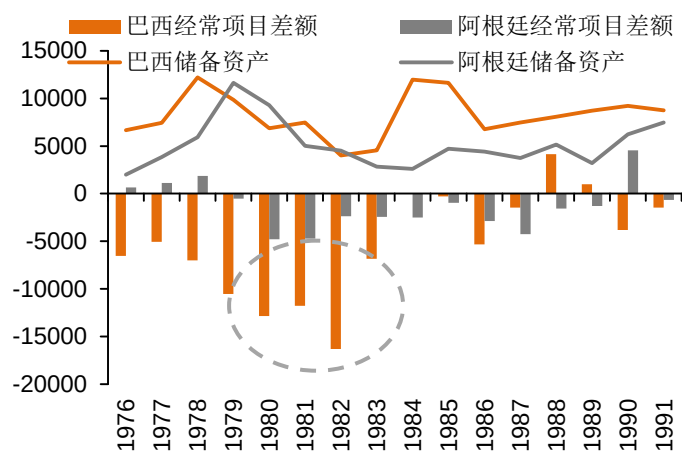
图2-3:美元牛市对新兴市场带来的冲击



资料来源:wind、平安期货研究所

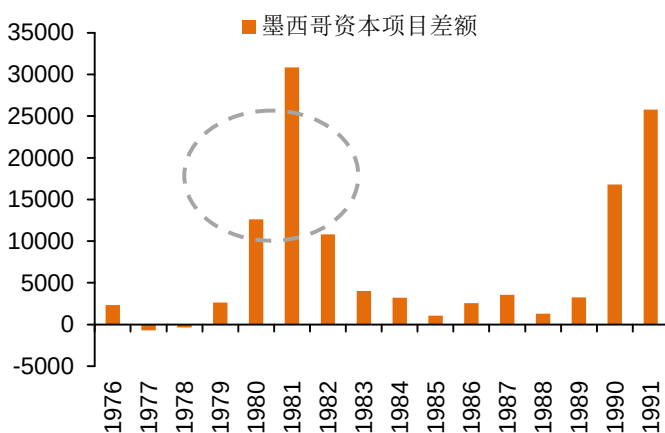
1982年8月12日，墨西哥因外汇储备已下降至危险线以下，无法偿还到期的公共外债本息（268.3亿美元），不得不宣布无限期关闭全部汇兑市场，暂停偿付外债，并把国内金融机构中的外汇存款一律转换为本国货币。墨西哥的私人财团也趁机纷纷宣布推迟还债。继墨西哥之后，巴西、委内瑞拉、阿根廷、秘鲁和智利等国也相继发生还债困难，纷纷宣布终止或推迟偿还外债。到1986年底，拉美发展中国家债务总额飙升到10350亿美元，且债务高度集中，短期贷款和浮动利率贷款比重过大，巴西、阿根廷等拉美国家外债负担最为沉重。近40个发展中国家要求重新安排债务。拉美国家国内经济陷入了所谓中等收入陷阱无法自拔，经济拉美化成为后来新兴市场国家极力避免的对象。

图2-4: 70年代末起巴西和阿根廷经常项目恶化，储备资产下降



资料来源: Wind、平安期货研究所

图2-5: 危机爆发前墨西哥大举借债



1995-2001 年第二轮美元的超级牛市引发了亚洲金融风暴

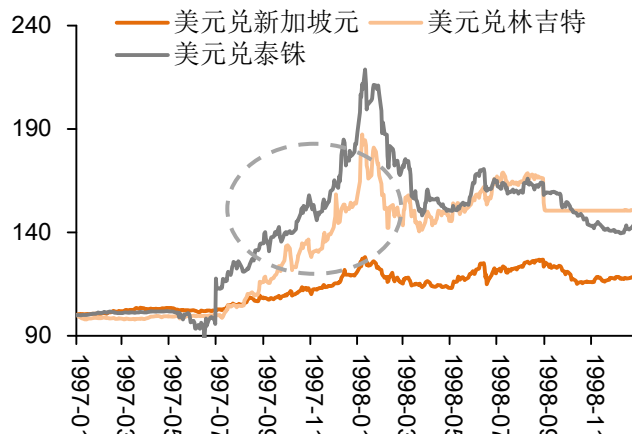
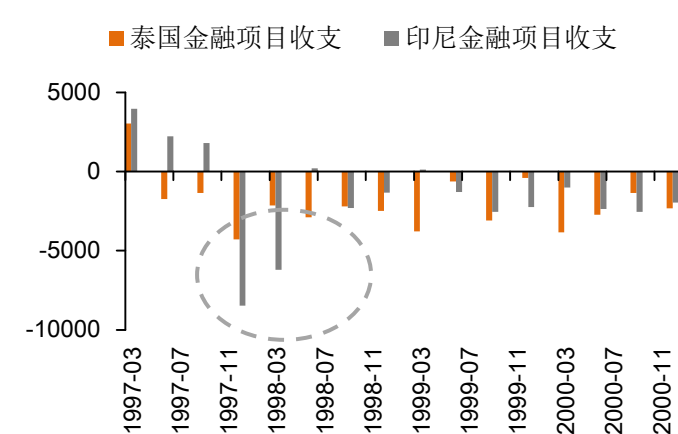
与拉美的情况不同亚洲国家是典型的出口驱动型国家，凭借新一轮技术革命引发的欧美经济上升、全球化、低廉的劳动力成本以及低位美元带来巨大出口优势，新马泰韩台港等国家/地区经济高速发展，并成为了所谓亚洲奇迹。但是出口驱动模式存在成本抬升、国家间相互竞争、以及技术创新等几个先天不足，当高速增长条件变得不够充足时，为了继续保持速度，这些国家转向靠借外债来维护经济增长，并引发泡沫。

由于经济发展的不顺利，到 20 世纪 90 年代中期，亚洲有些国家已不具备还债能力。在东南亚国家，房地产吹起的泡沫换来的只是银行贷款的坏账和呆账；至于韩国，由于大企业从银行获得资金过于容易，造成一旦企业状况不佳，不良资产立即膨胀的状况。不良资产的大量存在，又反过来影响了投资者的信心。

在美元牛市开始后两年这些国家的问题已经显现，而以索罗斯为代表的国际炒家选择了当时最为脆弱的泰国作为攻击对象并引发了亚洲金融危机，但正如前文所述由于这些国家的自身修复能力以及国际市场的援助，在 2000 年之后，亚洲新兴市场国家经济得到了回复并超越了之前的高点。

图2-6: 泰国印尼等国的国际收支大幅恶化

图2-7: 东南亚国家货币大幅贬值



资料来源：Wind、平安期货研究所

四、新兴市场国家危机可能重临

1、当前新兴市场国家状况与历次危机相似

08 年次贷危机之后，各国央行为了救市，一致采用了宽松货币政策以刺激经济增长当前新兴市场国家所面对的局面与前两轮美元牛市所引发的危机有所相似。进入 2000 年之后由美联储主导的降息潮使廉价货币再度充斥全球市场，而以金砖四国为首的新兴市场国家抓住了这波机会经济迅速崛起并形成了以出口（产品/资源）加投资为主导的经济驱动模式，但随着 2008 年次贷风暴后欧美经济自身身陷泥潭，出口战略无以为继，要保持经济的高速增长只有转为以廉价资金驱动的投资模式。在这个阶段欧美多轮量化宽松策略以及新兴市场国家自身的刺激政策，导致新兴市场国家经济一度与欧美背离形成所谓的“脱钩论”，但是进入 2011 年以后，投资的产能无法消化、房

地产市场又吹起了债务的泡沫以及成本的抬升，大量信贷的出现，制造了高度杠杆化的经济环境，同时把资产价格推高至不可持续的水平投资模式已经无以为继。在 2014 年美元第三轮牛市的启动下，以金砖四国为首新兴市场国家可能迎来新一轮经济危机。

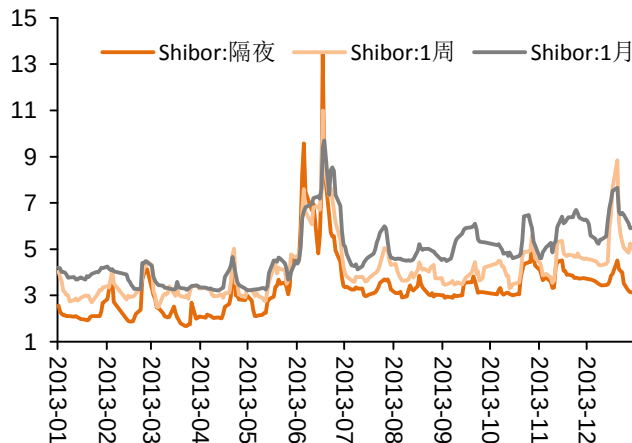
2、资金流出已经形成一种趋势

事情已经出现了一些苗头，整个 2013 年资金从新兴市场回归欧美发达经济体是最重要的主题之一。巴西、印度、土耳其等国的货币出现了持续的贬值，而国内劳动力成本不断抬升，并威胁到经济的增长。亚洲金融风暴的起源地泰国，至今年 10 月底以来，泰铢已经贬值了 5.1%，国际投资者净从泰国股市就已经抽离了 27.5 亿美元资金，是 14 年来最严重的资本外流。而中国由于外汇占款减少而导致货币创造的萎缩，在 2013 年 6 月就已经上演过一波严重的资金危机，年底由于人行放水而平稳过渡，但仍然出现了资金利率蹿升至不正常高度的情况。

图2-8: 巴西、土耳其、印度货币出现大幅贬值



图2-9: 中国SHIBOR利率剧烈波动



资料来源：Wind、平安期货研究所

3、政治动荡增加危机爆发的可能

在当前的局面下，前两次危机事实上可以为当前的新兴市场国家提供多少借鉴作用。但不幸的是除了中国与俄罗斯以外，不少新兴市场国家都要进行大选，这包括了南非、土耳其、印尼、巴西和印度在内的“脆弱五国”，以及亚洲金融风暴中心的泰国。这些国家目前出现不同程度的骚乱，为了赢得选票，这些新兴国家很可能在 2014 年仍然无法推出必要的改革方案，政治上的不利因素，只会导致这些国家的经济问题进一步恶化。而国内政治的动荡已经经济的不稳定因素将可能加速外资回流的风险。

表 2-2: 各新兴市场国家选举进程

国家	议会选举	大选
土耳其	3 月 市级选举	8 月总统选举
印度尼西亚	4 月立法会选举	7 月总统选举
南非	7 月之前立法会选举	
印度	5 月国会大选	
巴西	4 季度议会选举	4 季度总统大选，地方政府选举

资料来源：互联网、平安期货研究所

美元冲击下的全球经济展望

一、美国仍将领跑 2014 全球经济

1、美国经济将是美元牛市的最大受益者

美元在国际货币体系的地位将得到进一步的巩固

在过去数十年，随着美国经济占全球经济总量的下降以及各种区域性货币的兴起，美元的重要性一直在下降。虽然美元依然是全球最为重要的结算货币以及其他国家的货币锚，但可替代性已经加强。最为典型的的就是欧元的崛起以及人民币在部分国际贸易中的结算功能。在未来美元强势的推动下，美元的地位将得到进一步的增强，事实上从各国外汇储备的情况来看，美元的份额已经出现了逐步抬升的趋势。

美元升值是美国再平衡的一部分。

2014 年联储退出 QE 对美国经济自身的冲击可能并不会如市场预期的那么大，虽然这肯定会推升长久期债券以及 MBS 的资金成本并对借贷市场构成一定的影响。美国经济的持续复苏将会使银行的借贷水平有所提升并最终推升货币乘数，扩大货币供给；另一方面利率、美元的上升将增强美元资产的吸引力并吸引更多的货币资金回流。QE 的退出是美国货币政策正常化一个最为重要的环节，避免宽松货币政策过长而可能引发的通胀以及债务问题。

图3-1：美元回升有助于美国贸易赤字的减小

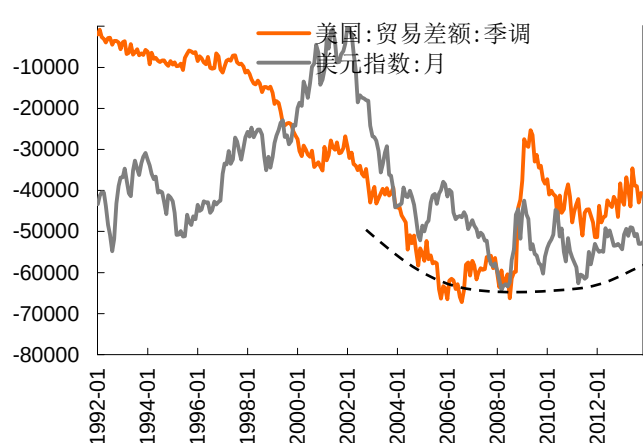
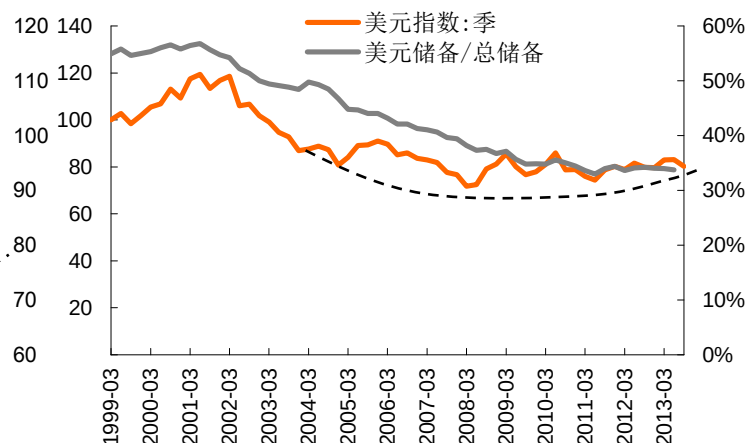


图3-2：欧元危机后，各国美元储备份额开始企稳



资料来源:wind、IMF、平安期货研究所

美元升值有助于降低贸易赤字

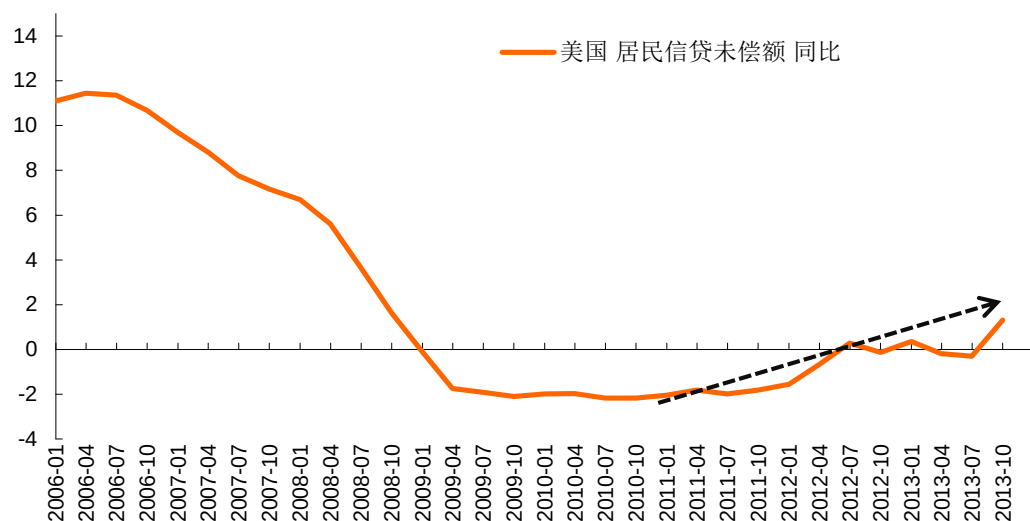
另一方面美元的升值对于美国而言有一个附加的效果就是降低贸易赤字，美元升值意味着美元购买力的增强，这对于全球最大的贸易赤字国而言，可以有效的降低贸易赤字，实现贸易账户的再平衡。而美元购买力的增强对于美国中产阶层而言更是一个重大的利好，在 QE 阶段美元的购买力不断被削弱，但工资水平并未得到有效的提升，因此中产阶层“下流化”的情况开始影响美国经济的复苏，在美元升值的过程中，这个问题将会得到一定程度的缓解。

2、美国经济在 2014 年将持续复苏

美国私人部门加杠杆，成为经济增长新的动力

由于在金融危机期间，美国私人部门去杠杆相对彻底，成为推动经济增长的新动力。去杠杆后美国家庭的资产负债率已经近 30 年来的较低水平，企业拥有大量的现金储备和偏低的负债率，而美联储的季度资金流向报告数据显示，在 2013 年三季度，美国家庭部门的债务自金融危机以来首度走高。换句话说，美国人停止了净偿还债务，再杠杆化正式开始。在三季度，按揭贷款首度季度增长和信用卡借贷的大幅增加标志着美国经济复苏的一个关键转折点，这显示出消费可能再度成为未来经济增长的引擎。这意味着过去几年里的削减开支的时代已经过去了，美国家庭消费又要回来了。而美国家庭部门在过去五年里一直在持续的削减债务，如今去杠杆化周期看起来已经临近尾声，这增加了美国经济复苏可持续的前景。

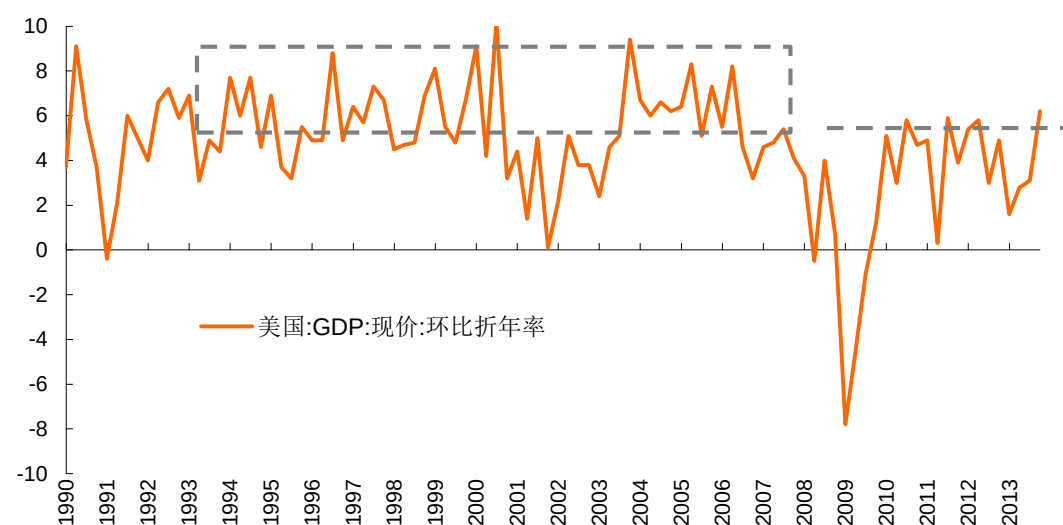
图3-3:美国私人部门开始再杠杆化



资料来源:FRED、平安期货研究所

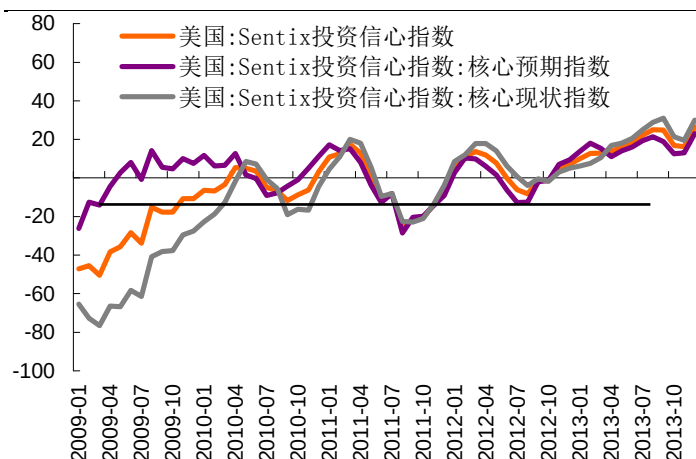
从宏观层面来看，美国经济已经步入了良性增长的轨道。自 2009 年第三季度以来，美国 GDP 已经 16 个季度持续保持正增长，截至 2013 年 3 季度，美国 GDP 折年（季调）数达到 17.39 万亿美元，环比折年（季调）增速达到 4.1%，已经超越了 90 年代美国黄金时期经济增长区间的下沿。制造业扩张水平则已经到达了黄金时期的上沿。同时投资水平以及投资信心不断提升，将美国经济推向良性增长的通道。

图3-4:美国GDP水平已经回归到90年代经济增长中枢的下沿



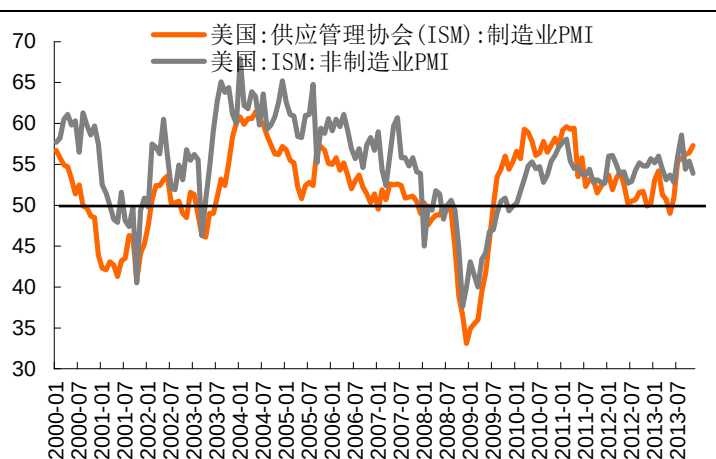
资料来源:wind、平安期货研究所

图3-5: 投资者信心持续恢复



资料来源: Wind、平安期货研究所

图3-6: 制造业与非制造业PMI均处于扩张状态



就业复苏保障消费与杠杆水平持续提升

而从微观的数据来看，促使美国人重新开始消费最重要的因素是就业的复苏。美联储QE政策在2013年终于取得了显著的成果，企业在次贷危机后四年终于开始扩张并招聘人手，这使得美国就业人口持续增长，失业率稳步下跌。截至2013年11月，美国就业人口达到1.44386亿人，与2008年10月持平，距离2007年3月最高值也仅相差193.4万人。与此相对应，2013年11月美国失业率已经降至7.0%，距离2003年美国再度启动的6.3%只剩下0.7%。就业的持续好转改变美国居民的预期并增加消费与借贷水平，美国私人部门的杠杆水平持续提升。

图3-7：就业回升，失业率持续下降；

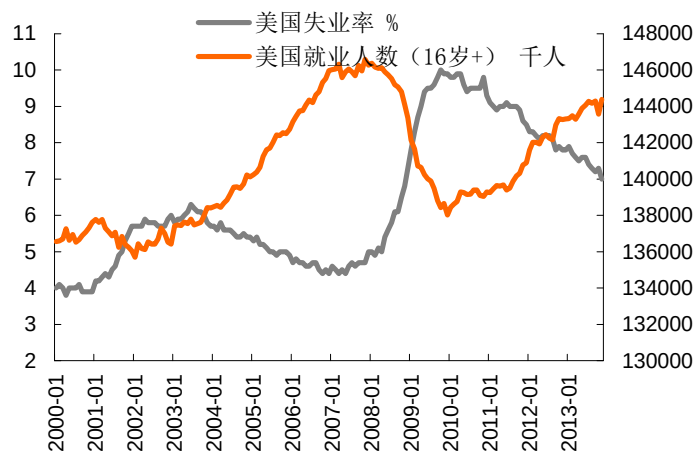
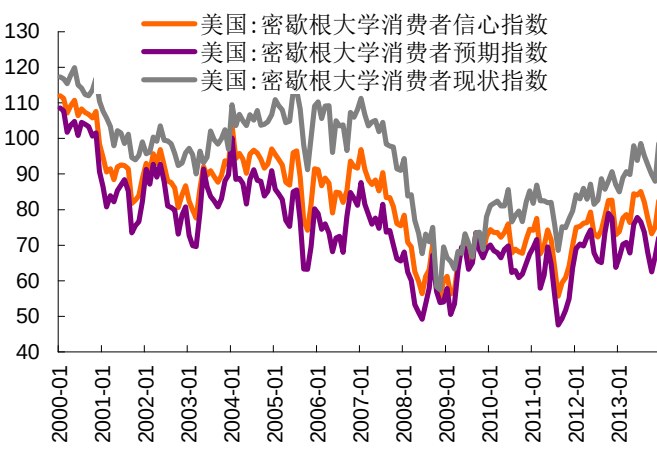


图3-8：消费者信心也持续回升



资料来源:wind、平安期货研究所

3、2014 年美国经济的核心问题在于房地产市场能否持续回升

与各国的情况相同，房地产是美国居民资产配置中最大的部分，因此房地产市场的复苏是2013年美国复苏一个非常重要的组成部分。次贷危机后虽然联储推出多轮QE，但由于美国私人部门去杠杆房地产市场一直处于低迷状态，直到2012年美国房地产市场才开始复苏，但复苏的状态仍未算非常良性。到2013年年末美国成屋销售上升到500万套，接近2000年水平；但新屋销售始终处于2008年40万套的水平，而新屋的开工水平则达到了100万套。虽然旧有的房屋库存不断被消化，但新增房屋的水平又开始上升。在这样的情况下，美国房价水平持续上升，NAHB指数上升至58，已经到达了2003-2006年房地产泡沫时期房价指数区间的下沿，美国部分地区的房地产市场已经出现了过热。在这样的情况下，如果QE退出，支持房地产市场的低利率环境将消失，美国家庭购房负担将处于恶化的局面，事实上从联储公布的数据来看，虽然美国家庭购房意愿开始增强，但是家庭对房价的负担能力却已经降到了低点。

图3-9：新屋与成屋销售依旧维持上升趋势；

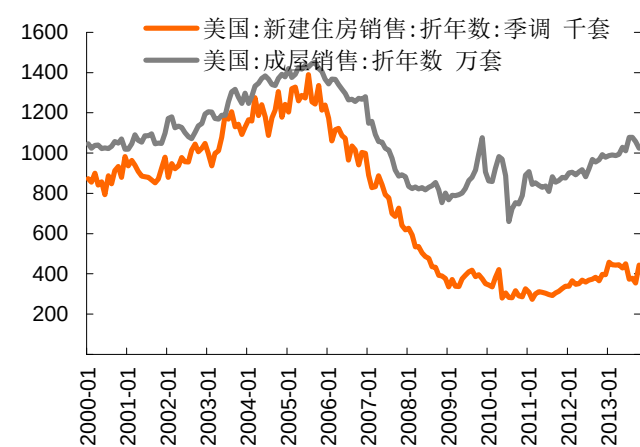
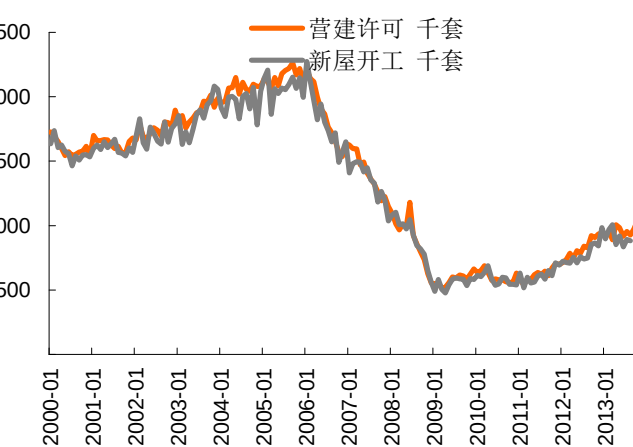


图3-10：营建许可数再度回升，房地产市场依旧温和复苏



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-11：美国NAHB房价指数攀升至高位；

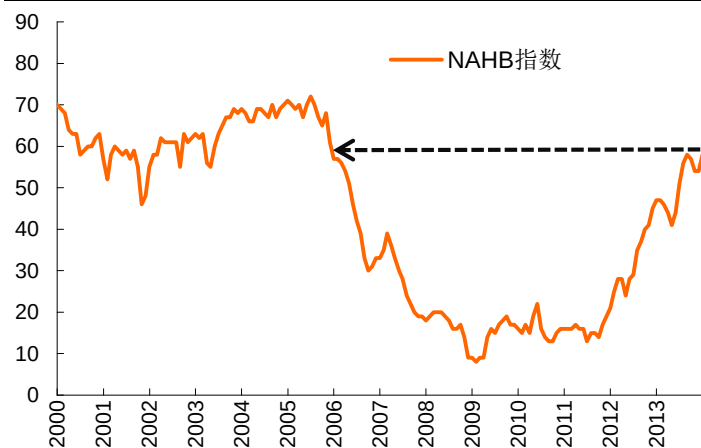
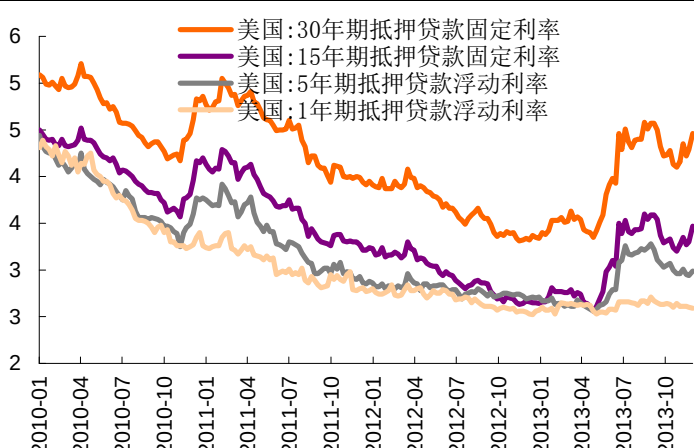


图3-12：MBS利率出现上升的苗头



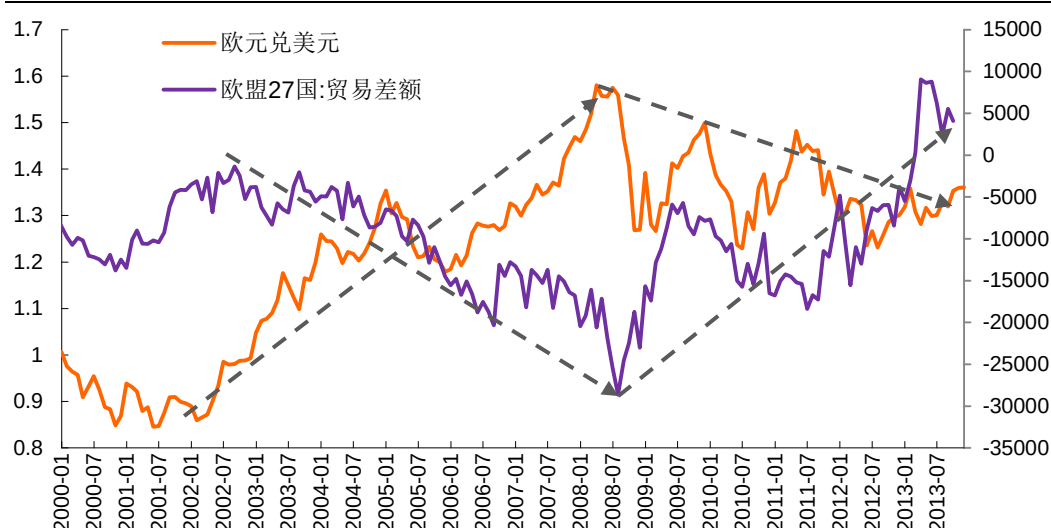
资料来源:wind、平安期货研究所

诚然美国房地产市场的回暖会吸引一部分国际资金进入，并降低供给上涨过快带来的压力，但如果美国房价持续上升，却可能像亚洲部分国家那样对美国本土居民形成挤出效应，并最终损害美国的中产阶级，泡沫可能再度形成。我们认为2014年影响美国经济最重要的变量在房地产市场，在QE退出的情况下房地产市场能否像2013年那样持续复苏将决定了美国经济的复苏力度与持续性。

二、欧洲稳定局面下存在隐患

1、美元牛市将有助于欧洲经济回升

图3-13：美元升值有助于降低欧洲的贸易赤字



资料来源:wind、平安期货研究所

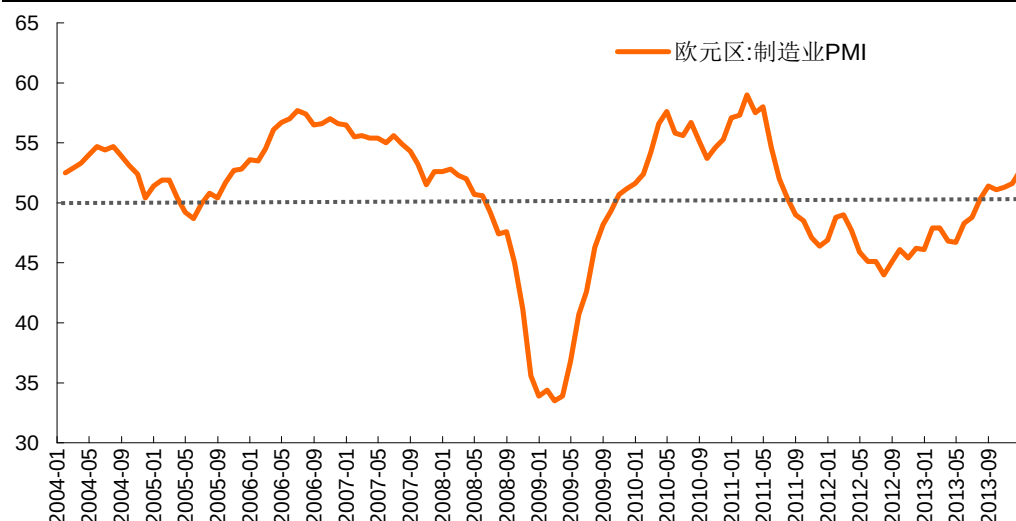
从欧洲的角度看，美元的牛市事实上将有利于欧洲经济的劫后重生。事实上欧元区整体的贸易赤字一直与欧元的走势成高度的正相关。在2000-2007年的欧元强势期，欧洲的贸易赤字一直处于恶化的阶段，而欧债危机以后欧元处于一个下行通道之中，

欧洲的贸易赤字也得到了改善，而进入了 2013 年欧元区更是出现了贸易盈余，因此美元的牛市事实上将更有利于欧洲的复苏。

2、债务危机化解，欧洲走向稳定

在欧洲央行 EFSF/ESM/OMT 等一系列救助工具推出的情况下，希腊等欧债国家成功的避免了债务违约，同时得益于财政政策的整顿以及减赤措施在磕磕碰碰中实施，从一定程度上，欧元区的危机已经过去。欧元区经济正在从漫长的低迷中走出，四月起，欧元区工厂产出增加、贸易出现顺差、商业和消费者信心指数稳步提高。所有这些微观数据都显示，欧洲的经济环境已经处于相对稳定的局面。投资者也开始对欧洲投下赞成票，2013 年欧洲股票市场平均涨幅都超过了 15%，其中希腊的股票市场上涨超过 25%。但是欧洲至少仍有两个致命的问题无法得到解决，如果在 2014 年这两个问题无法解决，很有可能重新将欧洲经济拖入泥潭，并引发新一轮的债务危机。

图3-14: 欧洲整体PMI恢复至扩张水平



资料来源:wind、平安期货研究所

3、经济分化的情况制约欧洲进一步复苏

困扰欧洲的一个问题是经济分化的问题日益严重，欧元区整体的良好表现掩盖了内部的问题。在欧债危机之前，欧元区的经济分化表现为以法德为首的核心国家与南欧国家为首的边缘国家之间的分化。虽然作为一个整体欧洲持续增长并处于贸易平衡，但如果细分就会发现核心国家的经济处于良好的增长状态，但边缘国家却不断积累赤字。由于欧洲一体化进程，欧元区整体利率定价以德国为基准，因此边缘国家享受了事实上并不属于他们的廉价资金信贷，并积累了相当的泡沫，欧债危机就是在问题恶化到一定程度而市场突然觉醒而发生的。

但是欧债危机以后经济分化的问题已经由原来核心国家-边缘国家之间的矛盾变为了德国与其他国家的矛盾。但从 PMI 的数值来看，2013 年欧元区 12 月制造业 PMI 终值为 52.7，创下 2011 年 5 月以来最高。其中德国制造业 PMI 指数，刷新两年半新高达 54.3。意大利和西班牙等国家的制造业活动只是有所反弹，并勉强站上 50 荣

枯线。核心国家法国的情形却不乐观，出口恶化加速竞争力不足，仍在拖累法国的制造业活动。12 月法国制造业 PMI 终值为 47.0，降至 7 个月以来最低。可以说德国德国经济产出已完全恢复至 2008 年经济衰退前水平，但这只是主要欧元区国家中唯一的一个。在同一货币政策，不同经济发展状态，不同财政刺激标准的情况下，问题可能越来越难以协调。

图3-15：欧洲内部经济增长速度差异巨大（2006-2013GDP）；

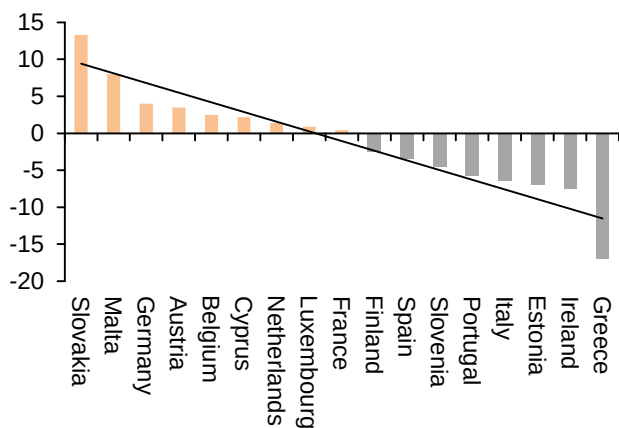


图3-16：PMI分化的现象也很明显



资料来源:wind、平安期货研究所

4、失业问题是欧洲国家最大的隐患

欧洲目前的问题是经济增长没有带动就业增长，劳动力市场仍陷于深渊，失业问题居高不下并有不断恶化的迹象，失业率目前更是达到 12%的高位。居高不下的失业率会产生一系列负面效应。更少人工作就意味着更少消费，更少需求和更低信心指数。这些因素综合起来，会对经济复苏产生巨大的负面影响。欧洲与美国情况不同的地方在于危机后两年美国企业就开始重新招聘，无就业复苏的情况很快终结并持续提升居民信心，最终引发了美国当前私人部门在杠杆化的局面。但欧洲目前人看不到这种迹象，整个欧洲依然处于去杠杆化的进程之中，无论是政府部门还是私人部门都不例外。

图3-17：欧洲就业问题急剧恶化；

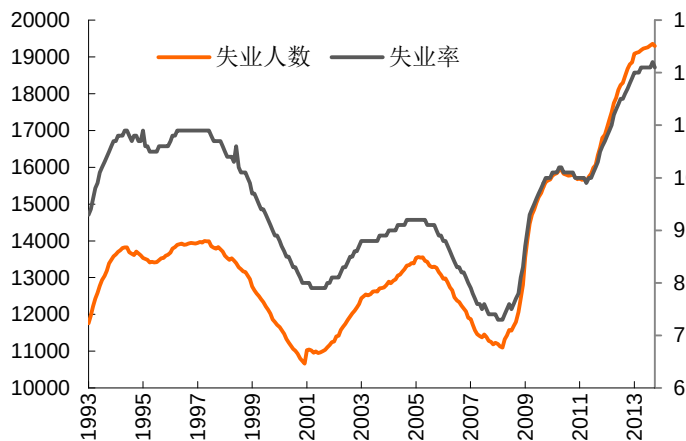
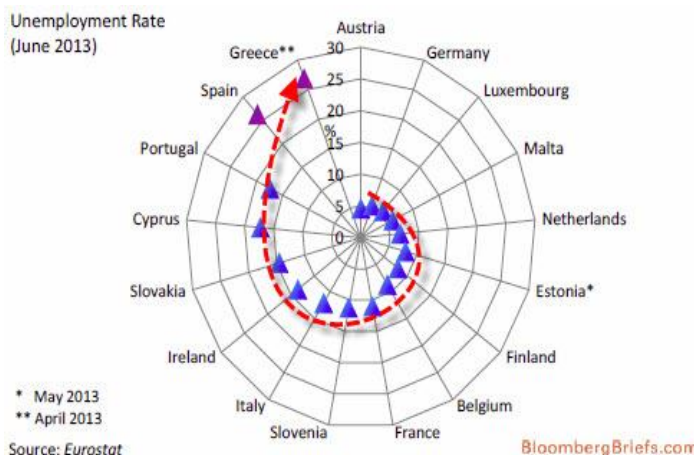


图3-18：南欧国家的失业率几乎已经到了不可持续的情况



资料来源:wind、平安期货研究所

更为糟糕的是，欧元区青年失业率持续上升，欧洲主要国家仅德国的青年失业率低于10%，包括英国在内的其它主要国家均在20%以上，整体青年失业率为24.4%。而希腊和西班牙年轻人失业率更是高达58.7%和56.1%。青年的长久失业将导致劳动力技能的丧失并最终影响到欧洲的潜在增长率，这个问题将在未来逐步显现出来。

所幸的是在2014年，除了欧洲议会以外，欧洲并没有重大的政治选举，政府有更多的空间与自由性去处理经济问题，否则失业问题很有演化为政治危机并重新将欧洲拖下深渊。

三、中国结构性改革将遭遇流动性困局

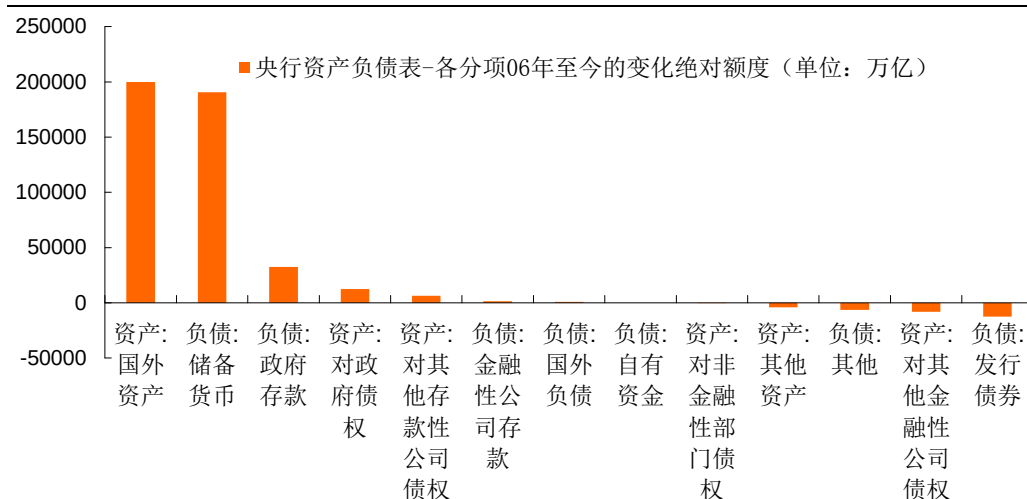
1、美元牛市冲击中国流动性体系

美元冲击对于中国的影响不会像前两次危机那么大

我们认为2014年对于中国而言就是如何应对在外部流动性紧缩下的结构性改革。与80年代时拉美国家不同，中国在前20年是典型的出口加投资驱动型经济体，拥有相当充足的外汇储备，美元牛市引发的资金回流并不会对中国经济构成直接的冲击。同时中国早已跨越了工业化的起飞阶段并步向成熟，从内驱动力来看需要的是结构调整以及去杠杆化，这样才能步向成熟并完成工业化的真正转变。因此投资驱动的第二轮的重要性也在下降，这是与97年亚洲国家不同的重要特征。中国拥有足够大的战略纵深，并不能以开放经济体下小型国家的经济来简单套用，因此我们认为在本轮美元牛市的冲击下，中国并不会遭到如80年代拉美以及90年代亚洲国家那样的危机冲击。

受资金外流影响，中国的货币创造速度将下降

图3-19: 中国的货币创造主要来源于外汇占款



资料来源: 人民银行、平安期货研究所

但是需要注意的是美元持续回流美国的确会对中国经济结构构成影响。我们认为其中最为重要的影响就是中国的货币创造速度将会降低，进而抬升中国利率中枢并加速目前中国正在进行的去杠杆进程。众所周知的是，外汇是中国货币体系中最为重要

的一环，由于中国的强制结汇制度，流入中国的外汇都会被转化为基础货币并进入银行系统之中，在过去的十年中外汇已经成为了中国基础货币扩张中最为主要的一环。可以毫不夸张的说，中国基础货币的扩张基本来自于人行对外汇占款结汇后的被动冲销，国际资金流入中国是导致中国流动性泛滥的一个非常重要的原因。因此当这个过程逆转过来，中国的流动性同样会进入一个被动收缩的局面。2013 年中国两次钱荒的出现，很大程度上就是因为人行以及国内银行依然保持原有的操作方式，但整体货币扩张速度不能支持这种行为所致。

未来流动性不足可能成为中国的主要问题

展望 2014 以及今后数年，中国将要面对的是流动性被动收缩的局面，虽然人行可以通过降准以及公开市场操作的方式来部分弥补流动性不足，但仍然不能支持原有经济模式的扩张。中国经济已经从有主动调整空间到不得不被动调整经济结构的阶段，在这个过程中，起飞萧条说带来的冲击可能被我们前期说预想的更大。

2、主动进行结构性改革迎接冲击

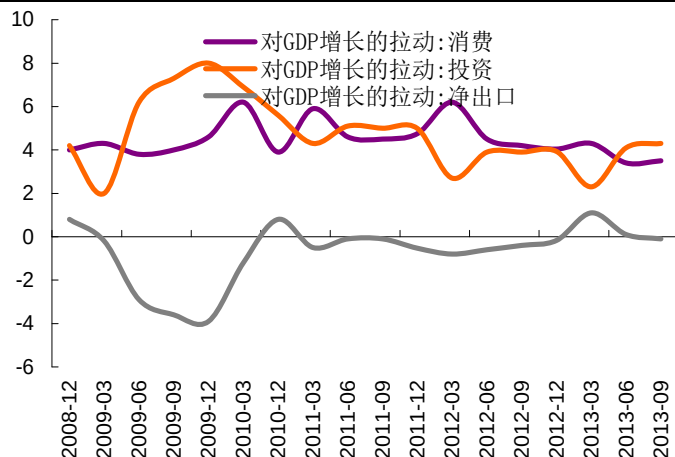
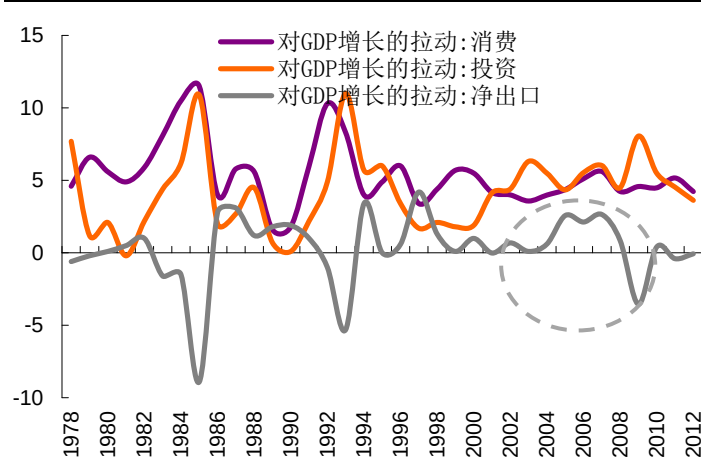
在金融危机之后，中国经济的驱动力就已经由原来的出口加投资驱动转化为了投资单轮驱动，其中基建加房地产的地产金融模式更是成为了“保增长”的核心。在这种经济驱动模式下，货币扩张、债务扩张就成为了一种常态，并且经过数年的积累已经出现了一定的泡沫。

中国的债务泡沫整体而言仍在承受的范围之内。

2012 年中央与地方政府加总债务接近 28 万亿元，占当年 GDP 的 53%，依然低于马约所给出 60% 的标准。风险在于地方债务的过快增长，地方债务高达 19.94 万亿元，市级和县级政府占比约 80%。地方政府总债务相比 2010 年年均增长 19.97%，其中县级年均增 26.59%，加杠杆过快。因此中央经济工作会议提出的 2014 年重点工作是“着力防控债务风险”，而且近期出台的同业 9 号文，也意在控制银行同业和非标业务。总体而言虽然存在期限错配、高度依赖土地抵押和土地出让金等问题，但只要土地价格不出现大规模下挫或者人行大幅加息，大规模违约的情况不会出现。

图3-20:30年来，三大需求对GDP的拉动（年度数据）

图3-21:近5年，三大需求对GDP的拉动（季度数据）



资料来源:同花顺、平安期货研究所

中央政府主动改革迎接挑战，但情况不容乐观

我们在前期的一系列报告中指出，中国要完成从起飞到成熟的平稳过渡，结构性改革是必要的。在存在外部冲击的当下，如何由被动转化为主动就需要中央政府拿出更具决心的方案来破除重重阻力，事实上，在 2013 年十八届三中全会后：中央政府决定成立全面深化改革领导小组，由政治局、政治局常委会领导，负责改革总体设计、统筹协调、整体推进、督促落实。小组的成立有助于从顶层设计开始，自上而下地推动并保障改革方案的实施。

我们在股指报告中对改革的内容以及可能性已经有了相当完整的分析，在这里不在重复。要指出的是，虽然中国具备了应对美元冲击带来的空间、决心与动力，但是纵观 2014，经济的整体情况相对 2013 年可能更不乐观。

货币为王：美元冲击下的资产配置策略

一、货币市场：美元冲击下的最大赢家

1、2014 年国内流动性环境将趋于紧张

2014 年中国需要面对的除了由于美元冲击而带来的资金外流外，还有由于利率市场化进程开启而导致的整个利率环境的不稳定。在过去传统金融抑制的环境中，利率体系基本由银行控制，即使整体流动性水平紧张，银行依然可以通过其垄断性的定价从私人部门获得廉价资金，但是 2013 年一个显著的特征就是包括余额宝在内的货币基金一夜之间被普及，虽然目前来看仍然没法改变银行的存款体系，但是资金流向已经成为一种趋势，并且推动银行自身推出各种理财产品以及资产管理计划来避免资金流失。2014 年这种资金挤占的情况将更为突出，对比美国 70 年代开启的利率市场化进程，基础利率体系紊乱的情况可能更为频繁的出现，进而导致债券价格的波动更为频繁。我们认为 2014 年国内的利率环境整体将趋于紧张，利率中枢将上移同时不确定性将增强，总而言之，过去债券市场的好日子将不复存在了。

图4-1: 理财产品收益率大幅飙升

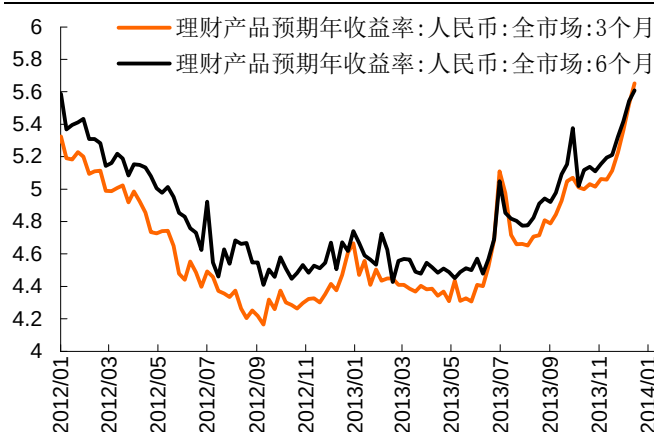
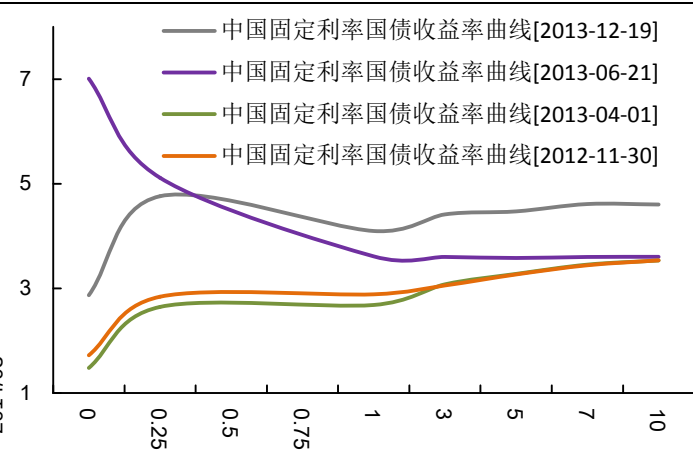


图4-2: 利率期限结构出现紊乱



资料来源：Wind、平安期货

2、做空国债期货做多货币市场可能是 2014 年最好的交易

2014 年债券市场另外一个特征可能是对信用的重新定价，利率的上行带来另外一个负面的效果是违约的风险上升。过去由于有政府隐含信用，债券的信用情况并不作为一个重要的定价因素，但随着利率市场化的逐步放开以及违约风险的增大，发行主体的信用情况可能会被计入定价，进而进一步影响债券的价格。

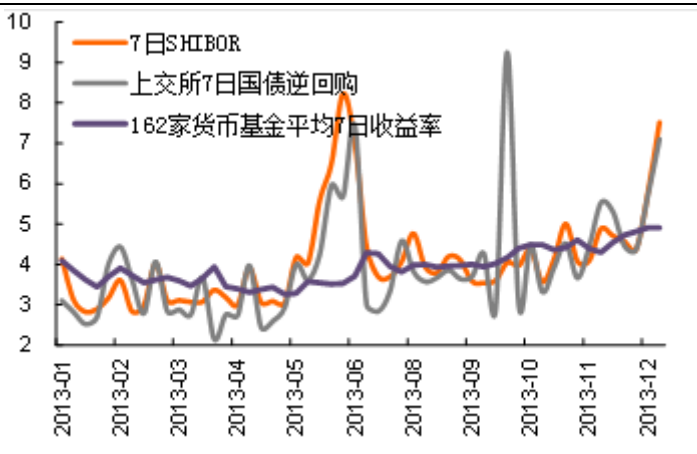
我们认为在资金整体偏紧的情况下进入货币市场有利可图，而目前各类的银行理财产品、货币基金、国债逆回购等操作为一般投资者提供了进入货币市场的途径。另一方面，债券价格将出现整体下行的情况，但考虑到目前利率已经处于一个相对高位，深幅下跌的可能性不大。在这样的情况下我们建议做多货币市场同时通过国债期货做空债券市场。

图4-3: 10年期国债收益率涨至阶段性高点



资料来源: Wind、平安期货研究所

图4-4: SHIBOR多轮飙升带来货币市场机会



二、股票市场仍难迎来转折

1、利率抬升不利于股价上涨

我们认为 2014 年对于中国股票市场而言仍然难以迎来关键性的转折，由美元冲击以及利率市场化带来的利率中枢上升对于股票市场的影响偏于负面。利率曲线的整体抬升将影响股票估值，同时资金配置可能进一步被分流至货币市场对股市构成冲击。同时资金成本的抬升将影响上市公司的财务状况，盈利变得更为困难。

图4-5: A股融资额2013年偏低（未包含11、12月数据）

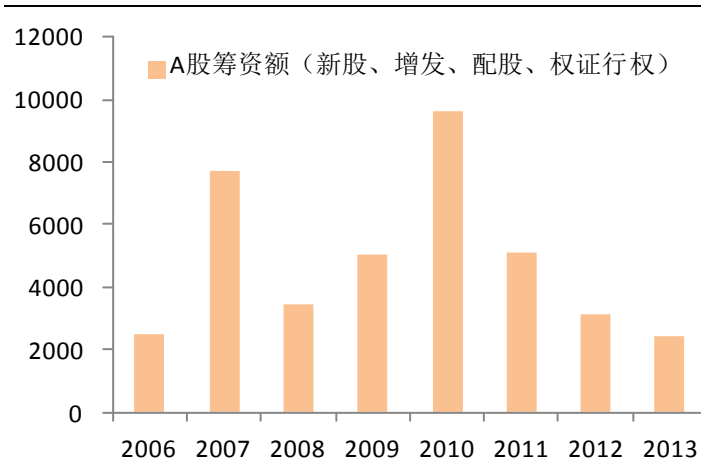
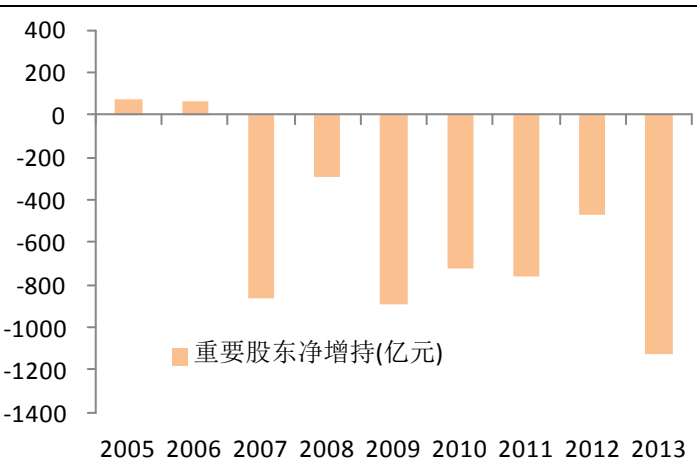


图4-6: 重要股东每年净增持额（亿元）



资料来源: 同花顺、平安期货研究所

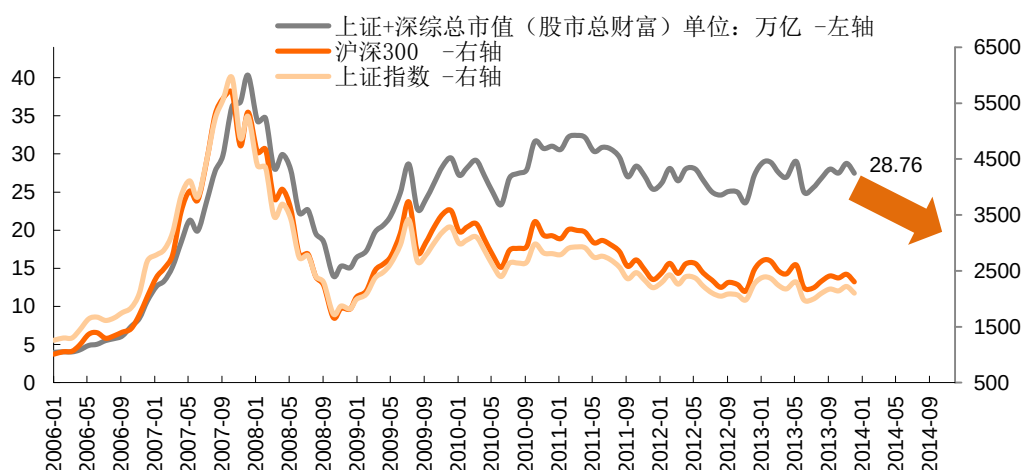
另一方面, 2014 年 IPO 重新启动, 存量资金将进一步被分流, 根据我们的股指报告, 2014 年股市融资总规模可能达到 7000 亿元左右, 仅低于 2007、2010 的水平。但 2007、2010 年与 2014 年不同的是, 前 2 次的市场的流动性为上升周期, 而 2014 年的市场流动性我们前面已分析过即将走入下降周期, 因此, 市场面临的供给压力不容小觑。

2、政策红利无法抗衡资金利空

2014 年政策红利将逐步释放。除了宏观层面的战略调整与转型外, 在微观层面, “退市制度+优先股+分红制度”等改善股市结构, 推动未来股市进一步健康发展有重要意义。但是我们在前期一系列报告中反复强调, 一轮大牛市的基础是转型带动的新兴产业群, 而非原有模式的延续, 也非结构的调整, 制度红利在上升趋势中将推升股市的繁荣, 但是在下降的阶段, 可能只能起到减缓下跌的作用。

综上所述我们认为 2014 年股票市场仍然难以迎来新一轮的上涨。通过技术形态的密集成本区估算, 沪深 300 或在 1800-2000 区间止跌, 而上证或在 1700-1850 区间止跌。从股指期货的角度, 2014 年一旦价格反弹至近两年价格中枢约 2450 一线之上 (对应上证 2230), 即可开始逢高沽空操作。

图4-7: 近几年股市总财富 (总市值) 与沪深300、上证指数涨跌节奏基本一致, 但总市值更抗跌。



资料来源: 同花顺、平安期货研究所

三、黄金及大宗商品将进入熊市三期

1、美元牛市将使大宗商品进入熊市三期

我们认为 2014 年最大的空头机会仍然来自于大宗商品。我们对于大宗商品超级牛市完结的判断来自于两方面: 一是中国工业化起飞阶段结束导致对大宗商品需求的锐减, 另一方面是美元上升将引发商品的价值重估, 从过去数年的情况来看, 供需端对于大宗商品价格的影响起到了决定性的作用。2013 年由于全球经济出现不同程度的经济企稳和复苏, 事实上大宗商品需求一度处于好转的状态, 大宗商品价格整体而言处于一个下跌中继的局面, 部分品种如豆粕还出现了一波强势的上涨行情。进入 2014 年,

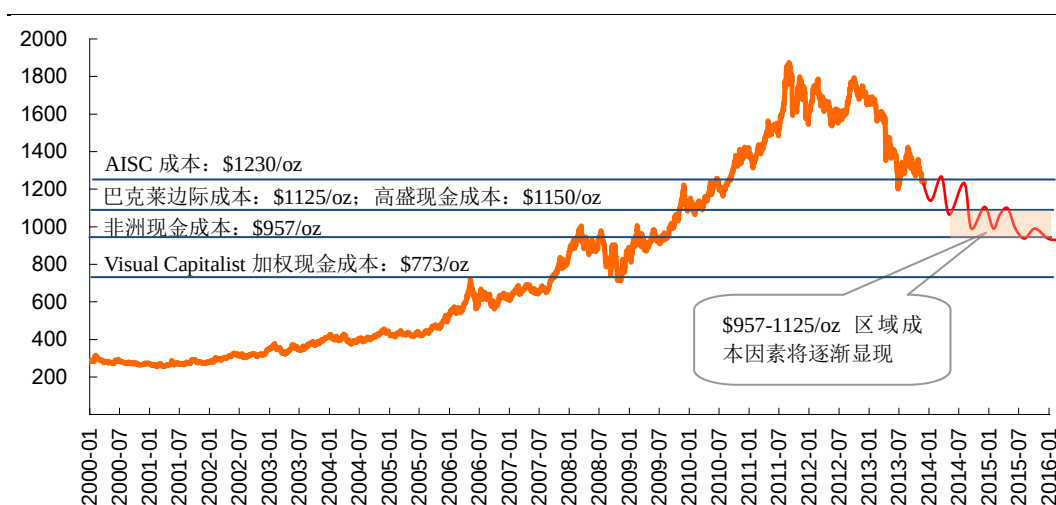
中国国内经济结构调整仍将持续，大宗商品的需求依然无法得到系统性的改善，在这样的背景下，联储 QE 退出引发的美元牛市可能对大宗商品构成新一轮的冲击，并最终使整个大宗商品进入熊市三部曲的最后一步：熊市三期。

2、黄金仍存在下跌空间

由于避险情绪的消退，黄金价格在 2013 年下跌了接近 30%，可以说是大宗商品中下跌最为惨烈的品种。但是这并不意味着黄金价格在 2014 年会出现反弹。黄金目前仍然处于熊市阶段，美元的强势回归将进一步削弱黄金作为避险品种的地位。市场对于黄金的情绪处于极度负面的状态之中，几乎所有的投行都对黄金唱空。而随着未来全球流动性的收缩，黄金规避通胀的商品属性也将进一步下降，事实上目前已经有讨论欧洲是否将会进入通缩的可能。我们推断 2014 年黄金价格仍会进一步下探。

当然黄金价格的下跌并不会永无止境，生产成本将会是一个较强的支持。根据我们的黄金报告，金价跌至 957-1125 美元/盎司区间，部分金矿将面临亏损；倘若金价跌破 957 美元/盎司，那么非洲金矿企业将遭遇亏损而停产；倘若金价跌破 773 美元/盎司的现金加权成本，那么全球金矿企业的利润将被吞噬，这将导致大量停产，黄金供给将不能满足必要需求。我们认为黄金核心成本支撑区间 957-1125 美元/盎司，离 2014 年初目前金价 1200-1250 美元/盎司区间仍有 200 美元/盎司的下探空间。

图4-8: 黄金下跌至957-1125美元/盎司区域有显著成本支撑



资料来源：Wind、世界黄金协会、平安期货研究所

平安期货研究所研究员简介:

简 翔: 现任平安期货研究所所长助理, 研究方向为经济周期与大类资产配置, 多次精准识别宏观拐点, 为客户投资组合规避系统性风险。曾主笔 2011 年《资本大奕局》系列、2012 年《七盏明灯》系列。曾参与期货业协会丛书编写, 在业内权威媒体发表多篇文章并被广泛转载。

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行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, 期货交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准, 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。

平安期货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。此报告所指的期货、期权和证券价格、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期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址: 深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>