

## 经济复苏基调强化，退出策略审慎待发

明年上半年商品市场整体表现的时机好于下半年，现货季节的因素影响强于今年，现货需求的影响强于今年，商品期价年中后面临出现较大震荡的资金兑现风险。

宏观经济景气指数中的先行指数已经率先创出 93 年以来的新高，而滞后指数也从今年下半年以来连续四个月企稳回升，中国宏观经济整体复苏势头已经确立，复苏基调逐步强化。

从目前的经济数据看，美国的经济复苏进程和强度要略好于欧洲和日本。展望 2010 年欧美经济将进入全面复苏期。

主要经济体复苏路径和撤出非常规经济刺激措施的要求各不相同，政策目标上都强调确保经济复苏的基础不被损坏，在退出策略的实施上态度谨慎，力求将退出策略实施的负面影响降到最低，尽可能减少对于市场信心的负面冲击。

明年在商品投资中，复苏的这条线索是主线，复苏势头强于或弱于预期，将主导商品市场整体表现的强弱。

退出策略的实施是明年商品市场走势影响的次要线索。退出措施的快慢和力度大小，将影响商品期价震荡的强弱。退出这条线可以阶段性的引导调控通胀预期。

不可再生的资源类商品和可再生但供应出现困扰的题材类商品将仍然是上半年投资的重点，而下半年在经历资金泡沫消退震荡后，成本推动和现货需求改善类补涨品种将是稳健的投资选择。

### 相关报告：

《2009 年半年报——从预期兑现到重塑区间》

魏宏杰 分析师

028-86269250

成都倍特期货经纪有限公司

研发中心

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经倍特期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

# 经济复苏基调强化，退出策略审慎待发

## 1、三季度以来全球经济复苏的基调不断强化

2009 年全球经济的主题是“复苏”。中国和印度为代表的新兴经济体成为本轮复苏的主要领跑者和推动力量，2009 年 3 季度中国的 GDP 同比增长 8.9%，全年完成“保 8”任务已无悬念；印度的 3 季度 GDP 同比增长达到 7.9% 的高水平，这是其自 1996 年发布季度经济数据以来，增长幅度最大的季度水平，印度政府预计全年经济增长将接近 8%。

西方的主要发达经济体的经济复苏程度温和许多，并且复苏的步调差异明显。美国三季度 GDP 环比年率增长初值为 3.5%，修正后的年率增长为 2.8%，为连续四个季度下滑后的首次增长。三季度开始欧元区主要经济体才渐次走出衰退，而英国的衰退触底时间还将延后。12 月 3 日欧盟统计局公布的欧元区第三季度的数据显示，欧元区第三季度 GDP 较第二季度增长 0.4%，较上年同期下降 4.1%，这是 2008 年第一季度以来的首次季度环比增长。

从目前的经济数据看，美国的经济复苏进程和强度要略好于欧洲和日本。展望 2010 年欧美经济将进入全面复苏期。

高盛在其最新的研究报告中认为，明年美国经济的表现将弱于大部分经济学家预期，而全球经济的表现将好于预期。高盛表示，预计美国经济明年将增长 2.1%；并预计巴西、俄罗斯、中国和印度经济将整体增长 9.2%；而在这四国的强劲表现带动下，全球经济将整体增长 4.4%。经济增长高于预期和通货膨胀率低于预期的局面对金融市场来说应当是个好消息。

欧洲央行研究机构及欧元区各成员国的中央银行目前预计，明年欧元区 16 个成员国的 GDP 将增长 0.1%-1.5%，增幅中值 0.8%，高于 9 月份作出的预期增幅中值 0.2%，当时的预期区间为萎缩 0.5% 至增长 0.9%。

欧洲央行还首次公布 2011 年欧元区 GDP 增长预期，预期区间为增长 0.2%-2.2%，增幅中值 1.2%。

该行还称，今年的经济衰退程度不会有 3 个月前预计的那么严重。欧洲央行将 2009 年欧元区 GDP 增幅预期中值由 9 月份的下降 4.1% 上调至下降 3.9%。

欧洲央行目前预计，2009 年欧元区通货膨胀率为 0.3%，低于此前预计的 0.4%；2010 年通货膨胀率预计为 1.3%，高于此前预计的 1.2%；2011 年通货膨胀率预计将升至 1.4%。

最新的通货膨胀率预期数值仍低于欧洲央行设定的接近但低于 2% 的通胀目标。

## 2、退出策略审慎待发，力求尽可能减少市场冲击效应

随着主要经济体经济复苏叠加效应的增强，超宽松的流动性支持带来资产价格的持续回升，有关“退出策略”的讨论又浮出水面。

美国财政部长盖特纳表示，政府计划在未来几周内拟定结束 7000 亿美元金融援助项目的方案。美联储的官员表示，资产出售是目前最为中性的退出策略措施，退出计划将从抵押支持证券的出售开始，以尽可能的减少非常规刺激措施退出对于市场的负面影响。

欧洲央行表示，将于 12 月 16 日进行的第三次 12 个月期再融资招标的利率将与关键的 7 天期信贷工具的利率挂钩。而此前的 12 个月期再融资利率一直是固定的。欧洲央行已证实，这将是最后一次 12 个月期再融资招标。

这意味着，一旦欧洲央行决定在 2010 年上调 7 天期再融资利率，或恢复危机爆发前的竞争性投标机制，那么银行在未来一年的融资成本就会上升。

欧洲央行行长特里谢在新闻发布会上反复强调，这一措施决不是欧洲央行迈向退出策略的一步，欧洲央行无意推动货币市场的隔夜拆款利率突破目前 0.35% 左右的水平。为安抚人心，欧洲央行官员在近期的表态上也反复重申，撤除非常规的经济刺激措施，并不意味着将在明年很快加息，这是两个不同的概念。

中国有关退出策略的讨论，目前还限于经济学家和研究决策讨论的层面。最新的中央经济工作会议基调仍然是稳政策，调结构。明年的信贷投放规模将继续保持在 6 万亿元的较高水平上，经济增长目标定为 8%，为调整经济结构留下宽松的余地。决策层对于通胀的担忧未做明确的表态，显示通胀预期仍处于相对可控的状态，这和欧、美央行认为明年通胀水平将低于预定临界目标水平的看法是一致的。

主要经济体中，澳大利亚已经开始连续三次加息，得益于中国的大规模经济刺激计划和主要经济体的需求复苏，澳大利亚的经济复苏强劲，澳洲央行认为经济复苏状态将逐步接近趋势水准，有必要将利率水平恢复到正常水平。澳洲央行甚至乐观的预计，由于中国和印度的强劲需求，未来数十年的贸易条件都对澳大利亚有利。

日出东方，日落西方。百年不遇的经济危机冲击过后，主要经济体复苏路径和撤出非常规经济刺激措施的要求各不相同，政策目标上都强调确保经济复苏的基础不被损坏，在退出策略的实施上态度谨慎，力求将退出策略实施的负面影响降到最低，尽可能减少对于市场信心的负面冲击。

## 3、明年宏观经济数据的几个关注点

首先是欧美主要国家的失业率峰值何时出现？目前的复苏属于无就业复苏的状态，就业影响收入，收入影响消费信心，消费影响复苏的基础和强度，所以在失业率峰值出现前，主要的经济体不愿冒险撤除经济刺激措施。

美国的11月非农就业数据意外超预期,11月的美国失业率水平从10月的10.2%降至10%,11月份的就业数据是2007年底以来最好的数据,这或许意味着未来复苏的强度将超预期,而失业率的峰值也将比预期的更早到来,业内先前的预期是美国失业率的峰值将在明年一季度甚至二季度才会出现。分项数据显示,美国非农就业人数增加仍主要集中在服务业,制造业和建筑业的就业人数还在中幅减少。制造业和房地产市场的复苏情况对于就业数据的根本好转影响更大,所以关注就业数据是否将真正好转,可以先观察制造业恢复景气强度和房屋新开工数据、住房抵押贷款数据等。

其次是率先复苏的中国经济的复苏初段增长水平能否超出趋势增长水平?从下图1所示的中国经济季度环比增长水平的变化来看,自2005年以来的GDP季度环比增长年率水平峰值保持在16%-18%范围内,这次在大规模经济刺激计划下的年内GDP季度环比增长年率峰值也处于这个水平,明年上半年GDP增长的同比初段峰值水平将出现,能否回归甚至超出趋势增长水平,不但关系到政策调整的变化与否,也影响到经济复苏中段的调整力度是否稳定。

第三,主要经济体的财政赤字水平变化。目前主要经济体过于庞大的财政赤字已经成为全球复苏面临的主要风险。

包括希腊、意大利和比利时在内的几个欧洲国家债务规模已经超过其国内生产总值(GDP)的100%。其他欧洲国家2010年可能也会出现类似情况。2010年欧元区总体财政赤字可能会超过GDP的7%。

国际货币基金组织(IMF)指出,2007年至2010年间,英国财政赤字与国内生产总值(GDP)的比例将上升10.6个百分点,在美国,这一比例将上升6.5个百分点。

IMF宣称,2010年,美国结构性的主要财政赤字将为GDP的3.7%,英国为7.8%。后者是G7成员国中最高的,其中日本与之最为接近,为6.9%。IMF还假定,到2030年,有必要将债务比例降至GDP的60%,以留出应对新冲击的空间。IMF测算认为,美国财政紧缩的幅度应为GDP的8.8%,而英国为可观的12.8%。

这将是一个巨大的挑战。由此我们也可以看出汇率问题和贸易保护主义为什么这么引人关注。在财政紧缩的同时,内需的减少需要靠出口来弥补,而汇率和贸易政策对于贸易条件的优劣影响很大。汇率利益上的争持和贸易摩擦加剧,这可能是我们在明年将面临的外部环境的主要挑战。

#### **4、复苏和退出预期并存的环境下,商品市场走势影响如何?**

2010年主要经济体都将在今年复苏的轨道上继续前行,部分领跑者经济复苏强度可能达到趋势增长水平之上。经济复苏势头强化,带来的是需求的重新恢复和供需形势的由松到紧,这对商品市场整体影响是利多的。

明年在商品投资中，复苏的这条线索是主线，复苏势头强于或弱于预期，将主导商品市场整体表现的强弱。

经济恢复到趋势增长水平之上，原来在危机下掩盖的资源类商品的供应瓶颈和投资不足的矛盾又将浮出水面，投机资金的投资需求将站在实货需求这边，加大供需不平衡的矛盾。在流动性依旧宽裕和货币寻求资产对冲保值等投资需求的支持下，不可再生的资源类商品价格将继续创出新高，这一点是市场的普遍共识。可再生但供应出现困扰的商品，将成为明年的题材炒作品种，价格恢复到经济常态下的历史波动价区中轴水平，也是正常的表现。供需形势相对宽松的商品，整体表现会继续滞后，价格水平随着商品比价中枢的上移而有补涨的牵引支持，成本推动和需求改善是资金做补涨的主要理由，这类商品期价的反弹空间可以参考历史的波动价区下沿和08年整体跌幅的0.382反弹目标，但在反弹半分位一线将形成较大的中期反弹压力。

退出策略的实施是明年商品市场走势影响的次要线索。退出措施的快慢和力度大小，将影响商品期价震荡的强弱。退出这条线可以阶段性的引导调控通胀预期。

从各主要经济体相关决策官员和决策会议的表态来看，退出策略的实施非常慎重，稳定经济增长，稳定就业，巩固经济复苏成果，仍然是主要经济体的首要目标。在这样的政策目标下，即使是开始采取撤除非常规经济刺激措施，也将会从相对中性的资产出售开始实施。改善主要央行的资产负债表，可以强化币值稳定的预期，同时，政府回归守夜人和公共服务者的本色，又可以集中资源和精力确保民生和赤字结构的改善，这两者最终都将增强复苏的稳定和可持续。

对于相对激进的利率调整预期，目前的市场看法是明年上半年之前动的可能性较小。美元利率即使从0加到1.5%，从历史正常的利率水平来看，这依旧是很低的利率水平，对于恢复常态的实体经济来说，这样的利率水平即使不是刺激性的也至少是相对宽松的。

市场担心的，是在这样的利差变化出现后，利用美元接近无息的极低成本进行融资交易的资金可能面临集中兑现的交易转向，造成市场的较大震荡。所以，退出措施这条线，主要影响资金的预期兑现这个心理层面，对于实体经济的影响预期保持中性。

综上，个人认为，明年上半年商品市场整体表现的时机好于下半年，现货季节的因素影响强于今年，现货需求的影响强于今年，商品期价年中前后面临出现较大震荡的资金兑现风险。不可再生的资源类商品和可再生但供应出现困扰的题材类商品将仍然是上半年投资的重点，而下半年在经历资金泡沫消退震荡后，成本推动和

实货需求改善类补涨品种将是稳健的投资选择。

## 5、主要经济体的经济数据图表对比

下面的中国经济图表数据选自世界银行的最新一期《中国经济季报》。在大规模的财政和货币措施支持下，中国经济在2009年率先复苏，并和印度一起成为推动全球商品市场触底反弹的主要支持力量。2010年领跑者将继续引领前行，世界银行认为，2010年中国的经济增长很可能会继续保持稳健增长，但增长结构将有所变化。由于人民币实际有效汇率的贬值，明年中国的出口将不再成为经济增长的拖累，弥补投资增速下滑的影响。世界银行预计的2009年度和2010年度经济增长水平分别为8.4%和8.7%，国内需求对GDP增长的贡献从11.9个百分点下降到8.2个百分点，而净出口对GDP增长的贡献则将从-3.4个百分点上升到0.4个百分点。

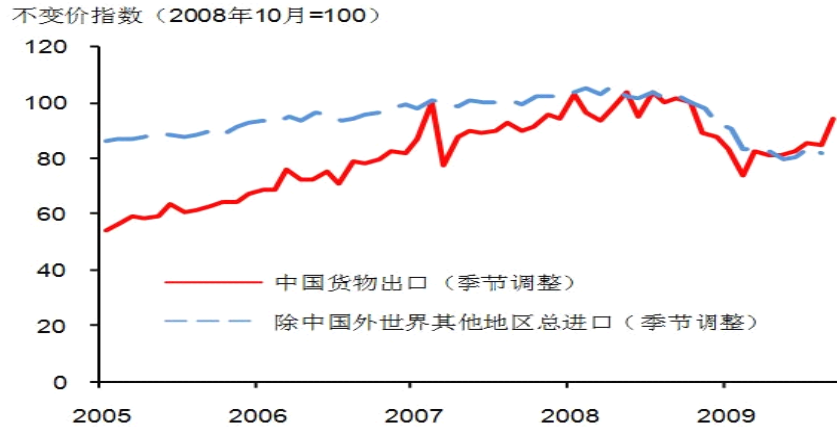
世界银行建议，保持当前的扩张性政策立场的代价和风险日益增大，虽然目前政策还不需要进行大幅收紧，但需要采取措施来减小由于流动性充裕而产生的资产价格泡沫和资源错配的风险。从中期看，只有成功实现经济增长的再平衡，复苏才能得以持续。要实现经济的再平衡，使增长更多来自内需，就要把重点更多放在消费和服务业的发展上，而不是投资和第二产业。

图 1. 中国经济持续稳健增长



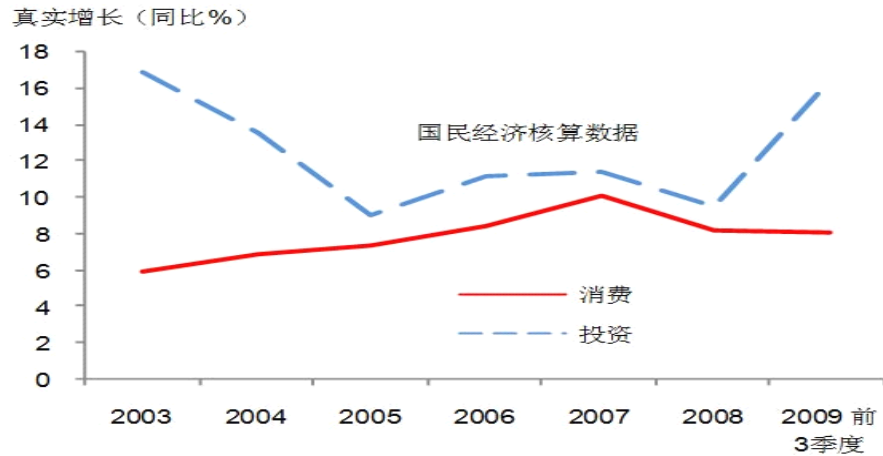
资料来源: CEIC 数据库, 世界银行工作人员估计。

图 2. 由于世界需求持续疲弱，出口持续拉低增长



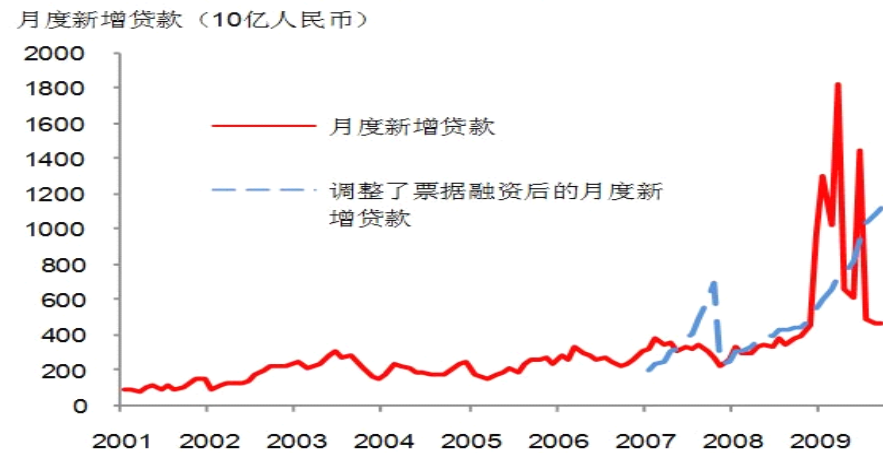
资料来源: CEIC 数据库, 荷兰政府中央规划局, 世界银行工作人员估计。

图 3. 今年内需是关键的增长发动机



资料来源: CEIC 数据库, 世界银行工作人员估计。

图 4. 流向真实经济的信贷仍保持强劲

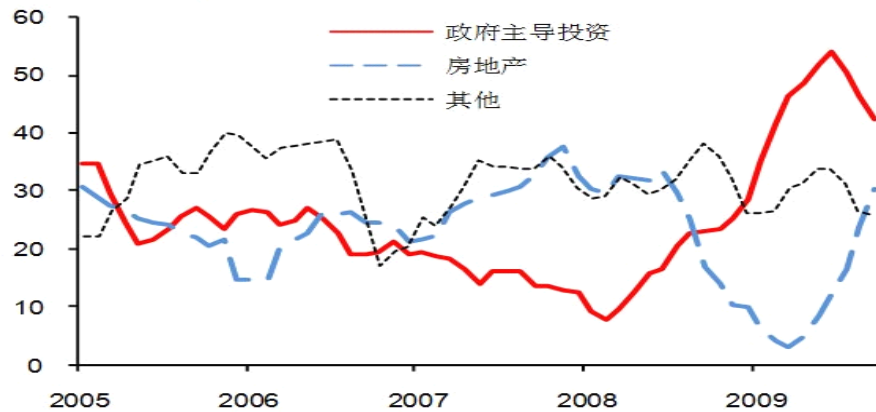


资料来源: CEIC 数据库, 世界银行工作人员估计。



图 5. 高涨的政府主导投资是关键

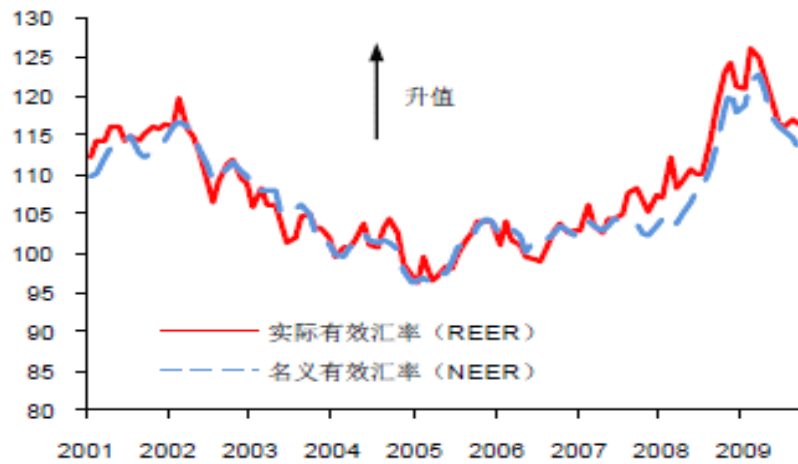
名义增长（同比%，3月移动平均）



资料来源：CEIC 数据库，世界银行工作人员估计。

图 6、汇率在 2009 年已经大幅贬值

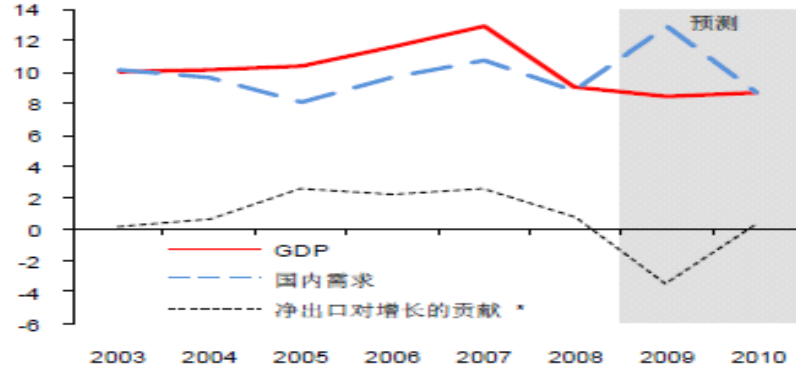
指数（2005年=100）



资料来源：CEIC 数据库，世界银行工作人员估计。

图 7、经济增长结构在 2010 年将很可能会显著变化

真实增长（同比%）



资料来源：国家统计局，世界银行工作人员估计。

\*/ 单位为百分点



图 8、投资增速在明年将会显著下滑

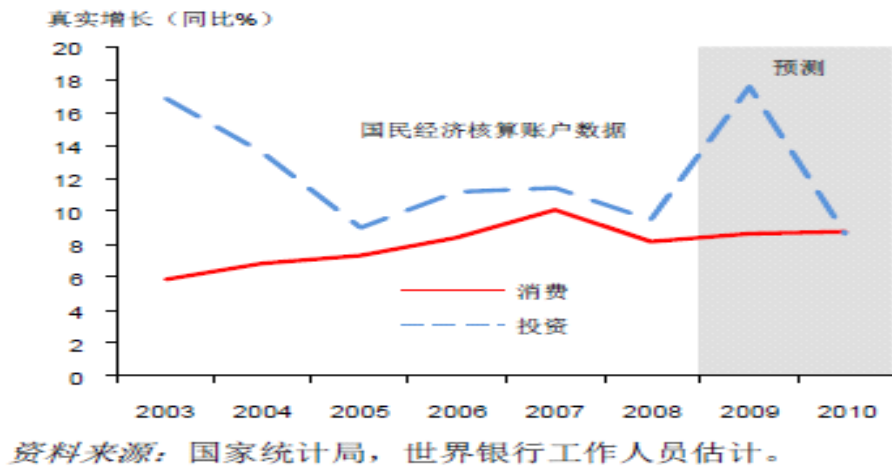


图 9、中国最新宏观经济数据一览

	09年三季度	二季度	一季度	08年全年	第四季度
国内生产总值	8.9%	7.9%	6.1%	9.0%	6.8%
	10月份	9月份	8月份	7月份	6月份
消费者价格指数	-0.5%	-0.8%	-1.2%	-1.8%	-1.7%
固定资产投资(城镇)	31.6%	35.1%	37.9%	30%	35.3%
M2货币供应量	29.42%	29.31%	28.53%	28.42%	28.46%
零售销售额	16.2%	15.5%	15.4%	15.2%	15.0%
生产者价格指数	-5.8%	-7.0%	-7.9%	-8.2%	-7.8%
工业增加值	16.1%	13.9%	12.3%	10.8%	10.7%
贸易顺差****	239.9	129.3	157	106.3	82.5
外汇储备*		2,273	2,211	2,175	2,13
外商直接投资****	5.7%	18.9%	7%	-35.7%	-17.9%

备注：表中所有百分比数据均为与同比变动数据  
 \*为当月月度末统计数字，单位为万亿美元  
 \*\*\*\*为年初至当月中国非金融领域（不包括银行、保险和证券）累计实际外商直接投资统计数字  
 \*\*\*\*\*单位为亿美元  
 以下为中国现行利率

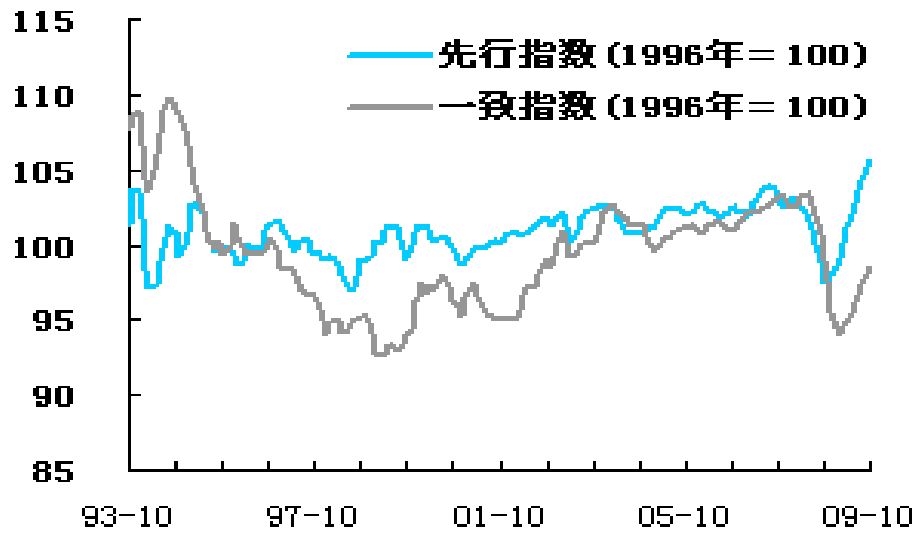
	最新	最后一次变动时间
1年期人民币存款利率	2.25%	2008年12月23日
1年期人民币贷款利率	5.31%	2008年12月23日
准备金存款利率	1.62%	2008年11月27日
超额准备金存款利率	0.72%	2008年11月27日
商业银行存款准备金率*	15.5%	2008年12月25日

备注：\*指的是工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构，中小型存款类金融机构以及汶川地震灾区及农村金融机构分别执行另外的存款准备金率。

资料来源：华尔街日报中文版，道琼斯通讯社

图 10、宏观经济景气指数预警趋势图(2009 年 10 月)





最近十二个月预警信号图

指标·时间	08-11	08-12	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05	09-06	09-07	09-08	09-09	09-10
工业生产指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
固定资产投资	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
消费品零售总额	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
进出口总额	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
财政收入	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
工业企业利润	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
居民可支配收入	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
金融机构各项贷款	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
货币供应 M2	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
居民消费价格指数	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
预警指数	79	79	75	73	82	78	84	91	94	97	99	103

注：红灯 ● (热)，黄灯 ● (偏热)；绿灯 ● (稳定)；浅蓝灯 ● (偏冷)；蓝灯 ● (冷)

资料来源：国家统计局

从上图所示的中国宏观经济景气预警信号图表来看，10月份中国宏观经济预警指数已经稳定的进入100点之上的稳定景气区，12个预警信号中只有进出口总额这一项指标还处于蓝色低冷区，偏冷的预警信号也只剩下居民可支配收入和居民消费价格指数这两项。宏观经济景气指数中的先行指数已经率先创出93年以来的新高，而滞后指数也从今年下半年以来连续四个月企稳回升，中国宏观经济整体复苏势头已经确立，复苏基调逐步强化。

表 1、机构对今明两年中国宏观经济指标的预测均值

机构预测指标均值

指 标	200911F	2009F	2010F
GDP:累计(%)	-	8.5	9.8
CPI(%)	0.3	-0.7	2.7
PPI(%)	-2.4	-4.8	4.4
社会消费品零售(%)	16.6	15.6	17.4
工业增加值(%)	17.7	11.6	14.9
出口(%)	-0.5	-16.8	11.9
进口(%)	16.2	-13	16.9
贸易顺差(亿美元)	198	1908	1859
固定资产投资(%)	33.1	33	25.6
M2(%)	28.8	27.7	18.4
人民币贷款(%)	32.8	16.4	10.6
1年期存款利率(%)	6.83	2.25	2.25
1年期贷款利率(%)	-	5.31	5.72

数据来源: Wind 资讯

表 2、主要预测机构对于相关指标的观点对比

指 标	综 述	乐观	谨慎
GDP 增速	市场预测 09 年 GDP 增长率均值为 8.5%，最乐观的预计为增长 9.4%，最谨慎的观点是增长 8.0%。对 2010 年的经济增长，机构预测均值为 9.8%，最乐观的看法是增长 11.9%，相对谨慎的观点是增长 8.5%。	3	4
物价走势	市场预测 11 月份 CPI 同比增速均值为 0.3%，最乐观的预计为 0.7%，最谨慎的观点为同比-0.2%；11 月份 PPI 同比增速预测均值为 2.4%，最乐观的预计为 0，最谨慎的观点为同比下降 6%。	7/2	3/3
工业增加值	所有预测机构都认为 11 月份工业增加值同比增速将较 10 月份继续回升。市场预测 09 年 11 月份工业增加值增速均值为 17.7%，最乐观的预计为增长 18.8%，最谨慎的观点是增长 17.0%。	2	4
固定资产投资	本期共有 2 家机构对 09 年 11 月份的固定资产投资增速给出数值预测，其中国泰君安预测 1~11 月份固定资产投资累计同比将增长 33.2%，较 10 月份增速小幅回升。	1	1
社会消费品零售	本期共有 5 家机构对 09 年 11 月份的社会消费品零售总额增速做出数值预测，其中持乐观和谨慎观点的机构分别为 2 家。市场预测 11 月份社会消费品零售总额均值为 16.6%，最乐观的预计为增长 17.0%，最谨慎的观点是增长 16.0%。	2	2
外贸进出口	本期对进口增速做出预测的 4 家机构中，3 家表示乐观，1 家表示谨慎。机构预测 11 月份进口增速均值为 16.2%，最乐观的看法为同比增长 28.3%，最谨慎的预测为 11.0%。对出口增速做出预测的 4 家机构中，持乐观和谨慎观点的机构各有两家，预测出口增速均值为-0.3%，最乐观的预测为同比增长 2.0%，最谨慎的观点为同比下降 3.3%。	3/2	1/2
货币信贷	本期共有 4 家机构对 09 年 11 月份 M2 增速做出数值预测，而仅国泰君安证券对信贷增速做出预测。在 11 月份 M2 增速的预测中，机构预测多集中在 28.5% 附近，仅长城证券预测 11 月份 M2 将达到 29.8%。	1	3

美国 10 月份制造业 ISM 指数上升至 55.7，连续 3 个月保持在 50 以上的扩张区域，显示美国制造业改善迹象明显。10 月份服务业 ISM 为 50.6，较上月略微回落，但依然维持在 50 这一荣枯分水岭以上。

欧元区 10 月份制造业采购经理人指数(PMI)由 9 月份的 49.3 上升至 50.7，自 2008 年 6 月以来首次超过了 50 的荣枯分水岭。服务业采购经理人指数继续上升，达到 52.6。

图 11、美国供应链管理学会采购经理人指数

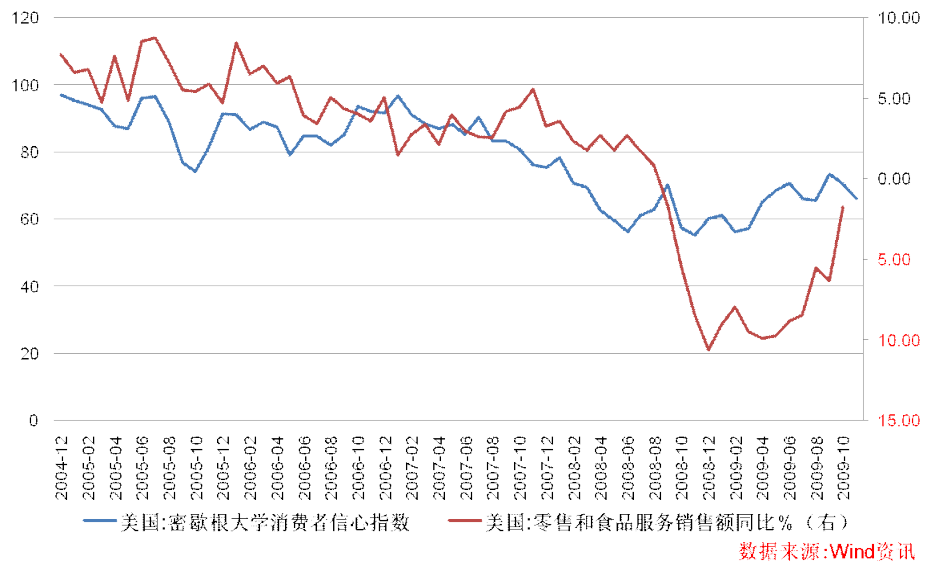
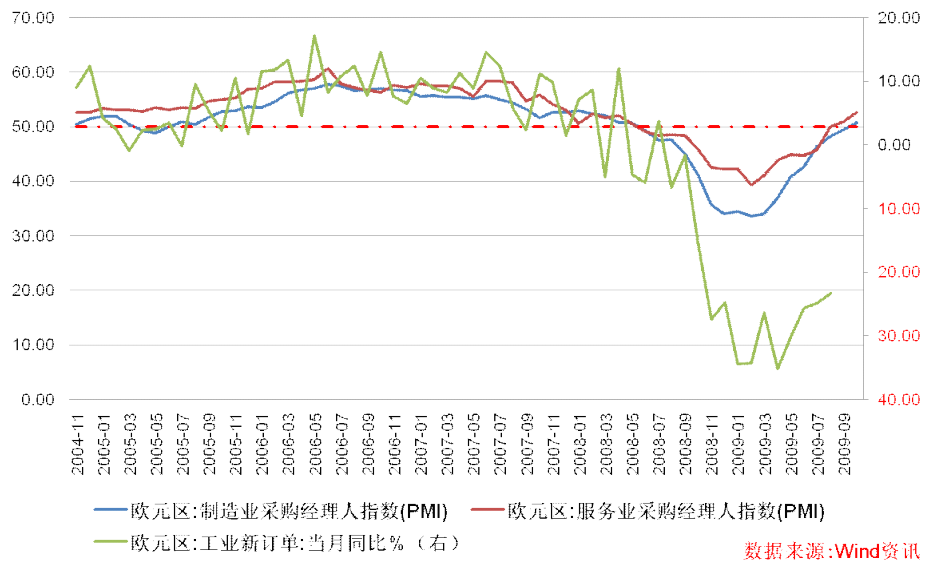


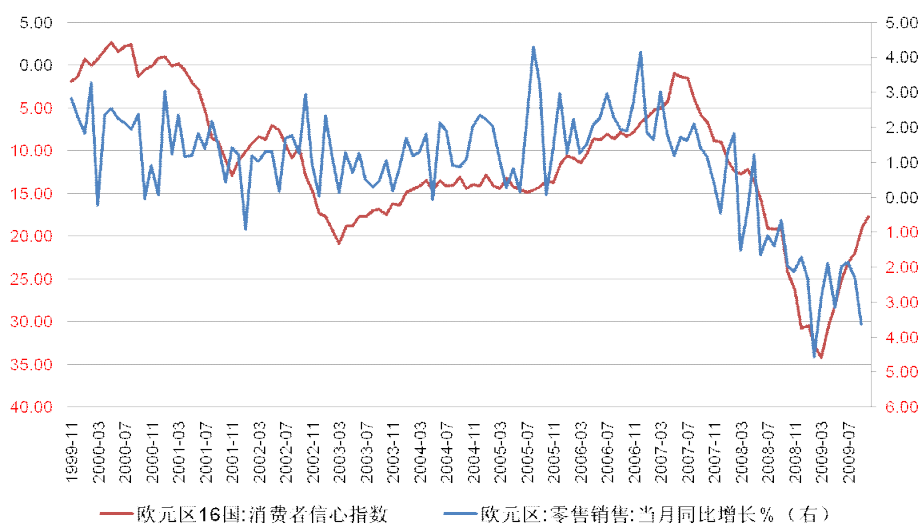
图 12、欧元区采购经理人指数和工业新订单变化



欧元区 16 国 10 月份消费者信心指数由 9 月份的-19.0 继续反弹至-17.7。该地区 9 月份零售额同比下降 3.62%，较 8 月份跌幅有所扩大。密歇根大学 11 月份消费者信心指数初值降至 66.0，10 月份的最终数据为 70.6。失业率居高不下的情况下，消费信心回升面临困扰。

上述观点和图表数据仅供参考！欢迎提出指正！

图 13、欧美消费者信心指数变化对比



数据来源:Wind资讯