一、中国宏观经济回顾及展望

◆ 综述

✧ **基建、制造业投资和出口或将是 2017 年经济增长的主要贡献力量。**

政府主导性的基建投资与汽车购置税减免叠加房地产投资改善，支撑了 2016 年经济的平稳运行。预计 2017 年基建投资将继续为稳定经济发挥重要作用。此外，随着 2014 年以来通缩趋势的逆转和供给侧改革带来的去产能全面执行，制造业民间投资筑底企稳。全球主要经济体去库存周期结束，亚洲地区出口贸易共振复苏。制造业投资和出口贸易有望在 2017 年替代房地产投资托底经济。因此，预计 2017 年中国经济增长将主要依赖基建、制造业投资和出口。我们预计 2017 全年经济增速在 6.5%左右，经济走势整体平稳，通胀前高后低，工业原材料通胀不会向产成品和居民端传导，海外输入性通胀将强于内生性通胀。货币政策偏向中性，财政政策维持积极，金融系统内部流动性风险与信用风险相对可控。

◆ 宏观调控政策

✧ **货币政策将偏向中性**：

2016 年货币政策趋近年末逐渐收紧，面对资本外流带来的基础货币缺口，央行主要以公开市场操作对冲，资金期限拉长、成本抬升。中央经济工作会议定调防控风险，货币政策将偏向中性，金融市场去杠杆趋势将维持，但以保持全局性稳定为前提。由于基础货币缺口较大，2017 年央行借人民币汇率相对稳定间隙执行降准或定向降准可能性仍然存在，但降息可能性已较小。由于通货膨胀中枢已温和上移，社会实际利率仍将保持低位，流动性冲击相对可控。

✧ **财政政策将保持积极：**

根据 2017 年中央经济工作会议精神，在货币政策偏向中性的情况下，2017 年财策将

维持积极，但刺激方向将更加精准定向。由于 2016 年政府赤字率已处于偏高水平，而且部分地方政府面临财政整固，在不提高赤字率目标的情况下 PPP、专项金融债和专项建设基金等将是财政刺激的主要手段，尤其是 PPP 仍有较大空间。2017 年政府提高赤字率目标的可能性仍较大。

✧ **房地产市场将软着陆：**

2016 年 10 月开始的一、二线城市楼市调控使得房地产市场缓慢降温，中央工作经济会议定调还原房地产居住功能、弱化投资属性。为解决房地产高泡沫和高库存并存的局面，政策强调既要抑制房地产泡沫，又要防止出现大起大落，所以最终执行方式将是行政、金融与土地供给政策灵活配合，实现房地产市场软着落。功能集聚过大、人口压力过大的一、二线城市加快疏导居住人口与部分城市功能，带动周边三四线城市发展，实现一、二线城市房价管住、三、四线城市继续去库存。由于部分一线城市已实现了人口分流，部分人口外流省份也转为人口回流，人口分布回归均衡将促进三、四线房地产市场稳定，对于 2017 年的房地产投资增速不宜过于悲观。

◆ 通胀数据预测

✧ **2017 年通胀前高后低：**

2016 年 CPI 相对平稳，PPI 超预期转正。由于基数效应，预计 2017 年一季度 CPI 和 PPI 都会加速上行，但主要生产、生活资料环比涨幅或许有限，部分工业品原材料也可能在春节期间出现明显下行，并不会对中下游产成品构成太强的涨价压力。资本市场应响应价格的环比而非同比变化，因此即使是一季度通胀压力也会相对温和。我们预计 2017 年 CPI 同比增速在 2%左右，PPI 同比增速将在 1.5%左右，实际数据风险偏向上行，主要农产品和原油价格构成预测的上行风险。

✧ **输入性通胀强于内生性通胀：**

由于中国经济仍在寻底之中，供给侧改革带来的工业原材料价格上涨并未全部转化为企业盈利和居民收入，经济整体呈现价升量滞的格局，因此生产资料的涨价不会全面传导至生活资料，经济内生性通胀不强。但海外农产品和原油的输入性通胀或有较大的上行风险，一方面 2016 年已是主要农产品供给历年高点，价格上行可能远大于下行；另一方面国际原油市场大概率将在 2017 年实现供需平衡，国际原油价格波动中枢将由 2016 年的每桶 40 美元提升至 50 美元以上。叠加人民币汇率的调整压力，输入性通胀构成货币政策超预期收紧的主要风险。

◆ 流动性及改革

✧ **流动性偏向中性：**

2016 年底美联储再次加息，并上调 2017 年加息预期至 3 次。由于海外的长短端利率在联储加息之前已大幅上行，本次加息的影响应已完全被市场消化；在原油和农产品没有重大供给端问题的前提下，我们预计美联储 2017 年最终加息次数还在两次之内，且首次加息大概率发生在 2017 年 6 月。国内金融市场在中央经济工作会议的指导下将维持去杠杆的大方向，流动性相比 2016 年将阶段性收紧，并主要体现在金融市场中，实体经济流动性将保持相对充裕，信贷投放方向可能将由居民中长期贷款转向企业贷款。

✧ **人民币仍有调整压力，但逼近均衡：**

国内资本回报率仍未恢复，欧美日经济短期较强，货币政策与经济周期差异使得人民币依旧面临调整压力。2016 年末国内利率市场的调整使得境内外利差有所修复，短期贬值压力释放较为充分，预计 2017 年一季度人民币汇率将偏向强势，但三四季度随着美联储加息或将再度调整。欧央行和日央行宽松政策的边际减弱将使得欧元、日元走强，压制美元强势，减轻人民币的贬值压力。2017 年国内金融市场开放也将吸引外资配置境内债券与股票资产，带来资本流入；人民币作为国际大宗商品贸易结算货币

也有相当可能。如果 2017 年人民币汇率预期调整至 7.5 左右，将有望成为中期均衡位置。

✧ **供给侧改革转向农业领域：**

供给侧改革作为 2016 年以来政府的工作重点，已在钢铁、煤炭、有色等工业领域取得成效，2017 年将继续推进、并扩张到农业领域。供给侧改革的主要方式是减少无效供给、提高供给质量，给予各个环节应有的利润，对提高农业相关龙头企业利润率有明显效果。

二、海外市场展望

◆ 全球宏观经济展望

✧ **2017 年主要发达国家经济体整体进入扩张末期：**

美国、欧元区与日本经济体失业率不断下降，其中美国与日本均接近充分就业，欧元区失业率停止上行，说明主要发达国家经济体劳动力市场均缺少进一步增长的空间，通胀压力逐渐体现。其中美国经济自 2009 年以来已持续扩张 90 个月，远超二战以来经济平均扩张时长 45 个月，距离历史最长扩张周期市场 120 个月仅剩不到 3 年时间，美国面临进入衰退的风险。如果美国新一届政府财政刺激在经济扩张周期末期发生，则会加速通胀压力并加剧实际衰退发生时经济下滑幅度。

✧ **美国经济及货币政策：**

（1）预计美国经济全年增速约 2.5%左右，一季度可能将明显下滑，二季度有望触底反弹。2017 年将是美国经济的加库存周期，实际经济增速将上一台阶。近期美国短端和长端利率上行已经抑制美国汽车消费与房地产按揭贷款申请，将使得一季度经济出现下行。

（2）通胀方面，充分就业带来薪资上涨、核心通胀上升的趋势将在 2017 年继续加强，同时房地产库存不足带来房租增长压力，美国通胀已进入加速上升的通道；2017 年油价将相比 2016 年大幅上行，通胀将逐渐成为严重影响美国经济的问题。

（3）流动性方面，美联储 12 月议息会议会后声明、长期经济与利率路径预测预期 2017 年将加息 3 次。美国经济状况应难以支持 2 次以上升息，未来可能的首次加息时点大概率为 2017 年 6 月，第二次加息时点大概率为 2017 年 12 月。

✧ **美元指数 2017 年下半年或见顶：**

自七十年代美元指数主要取决于美国经济与全球其他主要经济体的经济增速差异，当美国经济增速显著强于全球其他主要经济体增速时美元指数将明显上涨。2017 年新财年开始时美国新一任政府财政刺激计划将落地，短期推高美国经济增速高于全球其他主要经济体；但中期来看，美国经济已明确处于扩张末期，美元指数正靠近年度级别顶部。海外资产配置投资者可考虑借机将资产配置方向转回国内。

✧ **全球债券市场—债券名义收益率或已见底，实际收益率仍有下行空间：**

通货膨胀中枢上移与劳动力市场趋近充分就业使得主要发达经济体央行逐渐减少货币政策宽松力度，美联储继续推进货币政策正常化，欧央行和日央行变相放缓资产负债表扩张速度。全球债券收益率大幅上行，并在美国总统大选后达到高潮，当前市场包含着过于强烈的经济增长与通货膨胀改善的预期，从未真实发生过去杠杆的发达国家经济体却不能承受过高的实际利率。预期未来通货膨胀仍会推高债券名义收益率，但实际收益率仍有下行空间。

✧ **战略配置贵金属时点到来：**

美国、欧元区和日本经济都逼近经济扩张周期的末端，经济增速中枢下行，通货膨胀中枢上行，中央银行货币政策收紧速度慢于通货膨胀上升速度，实际负利率持续存在。这样的宏观环境将使得贵金属显著跑赢其他类资产，2017 年人民币计价的贵金属有望成

为资产配置的重点目标。

三、中国股票市场展望及配置建议

◆ **市场整体判断：依旧存量博弈，博弈底部反转和改革落地**

◆ **指数窄幅震荡、中枢上行的格局将在 2017 年延续：**

✧ **股票市场大概率维持存量博弈格局：**

2017 年流动性边际宽松力度、保险资金与银行委外配置权益类资产力度较 2016 年下降已成定局。尽管市场不排除会有养老金入市、海外资金、MSCI 指数等增量资金阶段进入，但整体规模仍相对有限。IPO 加速和新三板扩张使得股票供应迅速增长，但增量资金规模难以扩大。2017 年大概率维持存量博弈的格局，市场内不同风格标的将有互相挤出的效果。

✧ **稳中求进目标下把握市场均值回归机会：**

中央经济工作会议将 2017 年基调定义为稳中求进、防控风险，为经济活动与金融市场划定了在合理区间内波动的范围。阶段性风险事件将带来政策稳定市场的窗口，阶段性稳定将带来金融去杠杆继续执行的空间。当前状态下金融监管成为随时改变市场运行的重要力量，博弈均值回归而非趋势跟随可能是更好的思路。

◆ **风格及配置建议**

✧ **景气改善重点关注出口和消费板块：**

2017 年可以重点关注出口和消费行业景气度的提升。预计 2017 年全球主要经济体将结束 2014 年以来的持续去库存，进入产成品加库存周期，国际贸易将显著复苏。人民币相对主要货币贬值将同时刺激我国对外出口，并将国人的海外消费需求部分转移回国内。房地产市场降温也将使得居民可支配收入倒向消费。

✧ **主题投资重点关注改革落地：**

国企改革、军民融合与农业供给侧改革将是 2017 年改革的重点抓手，相关的主题投资可能具有足够的确定性和板块深度。一带一路新机制的建立和更多国企走出去的案例也将使得一带一路相关标的有所表现。

✧ **风格投资重点关注成长股的底部反转：**

2016 年大小盘之间、主板与中小创之间的走势差距已突破历史极值，大盘股持续走强的几个条件——流动性宽裕、工业品走强与低风险偏好增量资金入市已经逐渐减弱，未来市场风格偏向于中小创的概率更大。由于创业板整体业绩增速并不低，2017 年估值已具有吸引力。

四、中国债券市场展望及配置建议

◆ **债券市场回顾与展望：**

✧ **2016 年下半年，债券市场经历先走牛后剧烈调整行情。**

自 2016 年 7 月份以来，债券收益率持续下行，一方面跨半年时点过后，资金紧张预期缓解，利率品发行较少而机构的配置压力仍然较大，再加上地产热度下降、7 月信贷表现较差、通胀读数走低等，8 月中旬债券收益率触及阶段性低点（10 年国债和国开于 8 月 15 日分别达到 2.64%和 3.04%）。另外本轮行情超长债下行幅度更大，最高达 40BP 左右。8 月中下旬开始，现券出现了震荡调整，一方面是央行对 7 月金融数据大幅下滑做解读，表明后续回升仍可期，市场受到影响；另一方面央行重启了 14 天逆回购，锁短放长的操作抬升了债市杠杆去化的预期，加大了抛盘的压力。进入 9 月之后，由于月

末、季末的 MPA 考核叠加时点性需求影响等，资金面维持紧平衡状态，且央行再次重启 28 天回购，旨在削弱机构滚短端资金、加杠杆的意愿，但市场受阶段性配置压力的影响，收益率并没有出现较大的影响，经济数据好坏参半，市场成员对于债券的配置动力仍较强，收益率随之小幅下行。10 月 21 日再次达到低点（10 年国债和国开的收益率分别为 2.65%和 3.02%）。

市场表现相对谨慎，9 月下旬开始受配置参与，但 10 月下旬以来，由于央行主要以中长期的逆回购来向市场投放资金，相应抬高了市场回购利率的中枢，非银金融机构的资金压力加大，11 月初央行发布的第三季度货币政策执行报告传递出后期政策可能向防范风险方面转变的意向，也进一步强化了市场成员对于后期去杠杆操作的预期。负债端压力传导到资产端，债券收益率曲线变为熊平，信用利差开始扩张。另外，除了流动性的预期比较悲观之外，市场也开始对经济抱有复苏的预期，而商品价格的上行也进一步影响了通胀回升的预期，进一步影响了债市表现。海外方面，美国大选超出市场预期对美债产生较大冲击，对国内债市也产生了一定的传导效应。11 月底以来，负债端的压力急速传导至资产端，叠加年底资金面紧张和一些市场机构的操作，市场整体收益率上行明显，特别是短端品种在资金面紧张的带动下，收益率曲线平坦化十分明显，短端利率债收益率上行超过 120BP，10 年国开收益率上调近 58BP，市场短期调整幅度较大。

◆ **展望 2017 年上半年，基本面会对债市形成一定支撑，但金融去杠杆、通胀以及海外等因素或会对债市下行形成制约。**

首先，明年地产投资增速大概率放缓，经济内生增长动力依旧较弱，下行压力仍未消除，政府仍需利用积极财政政策，通过基建投资，维持经济增长；

其次，本轮通胀预期是由供给侧缩量导致，而不是需求端的回暖，后续随着工业企业补库存，商品价格有望回落，通胀预计在 1 月份左右见顶，但若油价出现超预期上行，也会给后期的通胀带来一定压力；

再次，明年美国的经济走势和加息节奏、法国、德国大选等海外因素也会对国内市场情绪造成影响，而受制于人民币贬值、地产调控和金融去杠杆的压力，央行的货币政策始终保持紧平衡，上述因素或对债市收益率下行形成压力。

总结：

因此，我们认为短期受资金面紧张和金融去杠杆等的制约，年内债券市场或维持震荡行情，信用利差或有继续上行压力；等到春节后资金面改善和基本面回落，债市整体压力减弱，可考虑增加利率债等品种的配置，参与波段行情。

◆ **配置建议：**

✧ **参与波段行情、谨慎利用杠杆、严控信用风险。**

✧ **参与波段行情：**

如上分析，我们认为明年上半年债券市场多空因素交织，利率债机会更多在波段性行情中。

✧ **适当利用杠杆：**

在金融去杠杆和地产调控等的大背景下，货币政策预计会维持紧平衡，资金利率波动或加剧，因此我们建议在保证流动性管理需求的情况下，适度利用杠杆套息策略获取稳定票息收入。

✧ **严控信用风险：**

近期来看，工业企业利润增长显著，尤其是上游的煤炭等，但这主要是由于供给端缩量带动商品价格上涨所致。往后看，在需求萎靡的宏观大背景下，以及长协价格的签订，周期品价格持续上涨的趋势或难以持续，再加上补库存动能增强，后续利润增速边际下滑压力逐渐增大。另一方面，今年以来，债券市场违约频率进一步提升，包括东北特钢、铁物资、桂有色等，对债券市场造成一定冲击，10 月份以来，大机床和博源等又相继违约，或引发信用违约担忧上行。银行方面，担忧不良率上升、惜贷现象也显著上升，强周期性行业面临内外现金流双重压力。此外，今年下半年以来交易所收紧房地产公司债的发行条件，叠加地产调控政策，预计房地产企业在销售现金流和再融资方面会面临较大压力。

综上，我们建议对强周期性行业和房地产保持十分谨慎的投资态度，尤其是经营基本面出现显著恶化的企业，采取严格规避的措施。

免责条款:
本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。
转载条款
本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。