

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

一、中国宏观经济回顾及展望

◆ 综述

◇ 2017 年四季度市场方向将由主要国家政策选择所决定：

自 2016 年初开始，全球发达与新兴经济体的同步扩张使得经济增长、股票指数与商品价格重回高点，全球贸易逐步恢复，企业盈利连续扩张，部分行业资本开支重启——“新周期”启动的预期逐渐形成。然而，在次贷危机引发的全球经济危机发生近 10 年后，以美国、欧元区和英国为代表的发达经济体极度宽松的货币政策在四季度将同步退出，处于高位的金融和实体资产价格面临威胁，普遍较高的资产估值使得安全资产的概念消失；漫长的货币宽松期间，主要经济体杠杆率并未发生去化而只是在不同部门之间发生挪移，未来货币与财政政策应对空间更为有限；不同经济体、不同部门之间收入分配差距达到历史极值，经济结构的极端化逐步带来政治生活的极端化，经济领域的矛盾通过政治领域体现。结构矛盾只是被市场反弹匆匆掩盖，无法通过货币宽松解决，“新周期”在“老问题”中匆忙开始可能并非好事。在当前这一货币宽松周期的末端，主要国家开始致力于制度的变革：美国税改重新上路，中国经济去杠杆箭在弦上，中美间诸多贸易摩擦亟待解决，英国脱欧谈判艰难前进——主要国家改变规则以寻求经济的重新平衡，规则的变化将对经济与市场产生深远影响，而相当部分重要变革将在四季度密集落地，“新周期”不应只是新的“旧周期”。

◆ 宏观调控政策

◇ 前三季度中国经济韧性强于预期，中国经济增长正在实现从数量到质量的稳步切换：

尽管经历了金融去杠杆、房地产调控、地方债务监管和全国范围环保督察等波折，

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

2017 年前两个季度 GDP 增速均达到 6.9%，显著高于 6.5% 左右这一政府目标；若 2017 年实现 6.7% 左右的经济增速，在十三五规划剩下三年中只要 GDP 增速维持 6.3% 左右即可达到五年规划的目标，经济增速维持偏高水平的压力显著下降。2018 年是十三五规划的中期评估之年，根据十三五规划中的 25 个定量指标的完成情况，研发投入强度与环保指标达到规划目标仍需要较大努力，因此经济新旧动能转换与环保督察持续将是未来决策的重要考量。2016-2017 年环保督察的推广已对经济短期走势产生了较大影响，总量上体现为督察进行时经济活动的短期放缓与督察结束时工业需求的集中释放，结构上体现为优质先进企业占据市场份额的提高与“小散烂污”企业的逐步淘汰；由于未来三年经济增速目标可以略低于 2017 年，环保督察力度并不需要放松。在创新与环保双重目标实现过程中，中国经济增长正在实现从数量到质量的稳步切换。

- ◇ **财政总量支持趋弱，创新红利蓄势待发，环保相关财税体系改革推进：**2017 年至今财政政策总体仍维持积极，6 月末放量后有所回落。财政力度缓和原因一方面是经济韧性强于预期，通货膨胀水平保持回升，另一方面是全国金融工作会议定调政府整体杠杆水平需要稳定。预计未来财政政策方向将由总量转为结构，从需求侧转向供给侧，主要体现为财政与准财政资金通过减税、专项基金等方式对中小企业创新活动的直接扶持，推进军工企业、先进制造企业、大学与科研院所对中小企业的技术转移；同时，建立以环保税、碳排放、水权和用能权等为基础的生态保护补偿机制。收入分配相关改革预计也将有所推进。
- ◇ **房地产投资与销售平稳下降，地产新老机制切换：**由于一线城市和沿海区域成功实现人口分流，主要人口输出大省原籍人口加速回流，且三四线城市棚改货币化大幅推进，人口流动和财政支持使得 2017 年前三季度三四线房地产销售持续超预期，带动全国房地产投资以及房地产后周期产业链表现良好，实现了三四线城市房地产

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

库存集中去化的政策目标。中期房地产政策将逐步转向构建房地产长效调控机制，租赁用房、共有产权房等新增供给结合棚改房有望成为未来房产供给的重要增量；即使出现住房系统全国联网、房产税、消费贷排查等对需求端有影响的政策，全国房地产有效供给仍呈现结构性短缺，新增供给仍有空间。参考德国、新加坡等住房供给相对稳定的经济体，仍需要维持较高的租赁用房库存，以目前房地产库存水平，稳定房地产投资必要性仍较高，房地产投资不会出现明显减速，但新型产权房产占比将显著提高，房地产新老机制将加速切换。

◆ 通胀数据预测

- ◇ **维持 2017 年通胀两头高、中间低格局的判断：** 2017 年至今大宗商品价格波幅巨大，通胀趋势整体前高后低，预计四季度仍将走高，CPI 将代替 PPI 形成中期涨价趋势。CPI 部分主要受主粮和肉类等食品分项拖累，核心通胀维持高位震荡，调研指标显示的就业市场放缓影响尚未体现；PPI 部分受环保督察影响宽幅震荡，由于产成品库存水平较低上行风险仍大于下行风险，PPI 上游对中下游的传导部分发生，但终端消费品价格相对工业品仍低迷，需要收入分配相关政策予以纠正。下半年决定通胀走势的将是农产品和原油价格，国内农产品去库存先后落地，畜禽养殖产能在环保督察中显著去化，CPI 食品项同比增速从历史次低位回升，主粮和肉类等食品价格大概率在四季度继续回升，提振 CPI 水平；原油价格逼近北美页岩油产能边际产能成本线，全行业成本下行逼近极限，50 美元关口原油价格上行风险远大于下行风险，预计 2018 年原油价格将触及 60-70 美元/桶。整体来看，当前 CPI 与 PPI 仍处于上行趋势中，其中 CPI 弹性大于 PPI，维持通货膨胀两头高、中间低格局的判断。
- ◇ **收入分配政策或显著影响中期通胀趋势：** 2016-2017 年 CPI 与 PPI 的较大背离在

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

历史上曾见于 2001-2002 年与 2006-2007 年期间,均体现为在供给缩减结合经济复苏时期工业品原材料价格上涨对消费品传导不畅,本质原因是居民就业与收入在工业产能缩减时期难以扩张。以史为鉴,2001-2002 年与 2006-2007 年均发生了以提高工资为主的增强居民收入系列政策,2015 年提高工资后也确认了工资两年调整一次的规律,随后 CPI 均出现了显著上升。2018 年收入分配政策有望再度向提高居民收入倾斜,届时通胀趋势将得到确认,必需消费板块将迎来机会。

◆ 流动性及改革

◇ 定向降准重启显示央行货币政策方向正逐步转向宽松,股市预计受益多于债市:

2017 年十一长假期间超预期的定向降准重启显示央行货币政策方向正逐步转向宽松,2018 年开始的定向降准将覆盖大部分商业银行并释放 3000-5000 亿的流动性,接近一次全面降准;若商业银行对中小企业的贷款进一步增加,定向降准政策还将释放更多的流动性。2017 年前三季度商业银行整体超储率处于历史低位,定向降准将改善流动性的未来预期。结合央行统一的资管办法与房地产长效调控机制,普惠金融政策将使得流动性将被更有效地引导到实体经济中,股市受益将多于债市,中小创与新三板企业受益将多于大型企业,风险投资与 IPO 有望快速增加,直接融资占比显著提高。

◇ 人民币汇率实现双向波动,构成人民币国际化向前推进基础:

2017 年前三季度因为供给侧改革带来经济增长修复与尾部风险降低、银行间利率提高带来的境内外利差扩张使得资本流出速度逐渐放缓,同时全球贸易恢复使得贸易顺差维持在较高水平,9 月以 SDR 特别提款权计的外储规模出现首次回升,以上因素同时发生使得人民币汇率快速上涨。9 月初出台的外汇风险准备金下调政策提示央行对人民币汇率升值幅度已较为满意,希望在当时基础上放缓单边升值趋势,提高双向波动幅度,

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

人民币兑美元汇率维持在 6.6 左右。在欧美央行货币政策宽松程度降低、美元指数触底反弹的背景下，预计四季度人民币将略微贬值，有利于出口业务占比较大的制造业与工程类工业业绩企稳。人民币成功实现双向波动下的稳定区间有利于人民币国际化进程的重启，自贸区离岸人民币市场的完善、人民币计价大宗商品期货的推出、以人民币为基础的一带一路地区投融资体系有望在 2018 年加速建成，一带一路与自贸区板块或将迎来机会。

二、海外市场展望

◆ 全球宏观经济展望

◇ **2017 年四季度主要发达国家经济体步入扩张末期，货币政策全面收紧：**美国、欧元区与日本三大海外经济体失业率继续下降，制造业采购经理人调研指数与产能利用率达到新高。其中美国与日本已实现充分就业，薪资增长出现加速，通胀预期快速上升；欧元区失业率下降至 20 年均值，制造业产能利用率逼近 2005 年的高位。美国三季度遭遇飓风等自然灾害的连续冲击将使得经济在四季度快速上升，助推发达国家经济和通胀继续改善。劳动力市场与闲置产能收紧带来的全球通胀复苏将使得除日本央行以外的发达国家央行协同进入紧缩周期：美联储已率先进入加速加息和资产负债表收缩阶段，欧央行和英国央行逼近缩减量化宽松规模，日央行相对温和但随着日本通胀趋势的形成，宽松力度也将逐渐减弱。

◇ **美国经济及货币政策：**

(1) **预计美国经济全年增速 2.5% 左右，飓风灾后修复将显著提振经济，税改与财政刺激落地概率较大。**2017 年三季度美国经济触底反弹，其中工业生产和企业投资提供主要贡献；居民消费有加速迹象，汽车、房地产等信贷需求底部反弹，居民

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

大幅改善美国经济未来预期。目前市场对特朗普新政带来的经济增长预期基本消退，但税改、基建和医改法案落地概率大幅增加，税改落地后海外企业资金回流将支持美国政府扩大财政赤字改善美国基础设施、稳定美国固定资产投资。2017 年四季度汽车库存回补、房地产投资复苏和居民可选消费反弹将是美国经济的主线，2018 年财政刺激将正式开始。

(2) 通胀方面，薪资上涨压力、税改、原油和粮食价格将助推美国四季度通胀强于前三季度。2017 年前三季度核心通胀表现较为疲软，由油价等商品和个别服务业价格下调所致，高质量就业增长不足也是重要原因。三季度飓风对就业和通胀产生较大干扰，四季度随着灾后重建就业将显著修复，其中 9 月薪资增速已出现反弹；税改落地将加速居民可支配收入增长，油价和粮食价格反弹将助推通胀压力快速传导，四季度美国通胀有望强于前三季度。

(3) 流动性方面，美联储在 2017 年 12 月仍有一次 25 个基点的加息，缩表进程已稳步推进。2017 年美联储已在 3 月和 6 月议息会议上完成 2 次加息，9 月议息会议上开始缩表进程，并表示年内还将加息一次，目前 12 月加息概率已接近 80% 的高位。虽然美国商业银行整体超额存款准备金额度巨大但分布不均，宏观上缩表带来的基础货币减少将由货币乘数扩大补齐，但短端利率将受到边际上的资金供需紧张推升，因此上升空间较大；美国乃至全球债券期限溢价同样处于过低水平，因此，四季度缩表和加息仍会显著提升债券收益率曲线，收紧全球金融市场条件。

✧ **美元指数已见底，税改落地将加速海外公司利润回流提振美元：**2017 年前三季度美国均处于债务上限未能上调状态，10 月美债单月供给达到 2008 年以来的最低水平，一年期及以下短债供应偏离正常趋势过多，四季度美债供给可能将面临井喷式增长。2008 年以来美国短债供应触底反弹时点多构成美国短端利率和美元汇率的触底反弹拐点，四季度美债拍卖的恢复或使得美国利率和汇率同时下行的趋势逆转。

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

特朗普税改大幅削减了高收入人群与大公司税赋水平，海外公司利润回流美国国内概率提升，2016 年末特朗普交易的回归将大幅提振美元，美元中期牛市预计已开启。

- ◇ **全球债券名义收益率脉冲式升高，2018 年或迎来贵金属牛市**：2017 年三季度全球发达国家长端债券期限溢价再度被压缩到极端位置，期限溢价的低迷与处于改善的增长与通胀互相矛盾，美债、欧债与英国国债等长端利率水平将随着美国财政刺激落地、欧央行和英格兰银行退出量宽而出现脉冲式上行。中美长端国债利差已在三季度大幅降低至均衡水平，保护垫不复存在，中国金融市场流动性将受到海外长债利率波动影响，但冲击将远小于 2016 年末。由于美国、欧元区与英国均处于扩张周期的末期，长债利率不具备趋势上升的可能，若四季度脉冲式冲击达到较高水平，2018 年全球债市有望缓步下行，叠加通胀趋势向好贵金属有望迎来持续性上涨。

三、中国股票市场展望及配置建议

- ◆ **市场整体判断：风险偏好驱动股票市场，经济缓慢回落，等待政策明晰**
- ◆ **2017 年四季度市场指数加速分化，价值与成长风格切换启动：**
- ◇ **风险偏好驱动股票市场，经济缓慢回落，等待政策明晰**：2017 年初至今，投资、消费、服务和制造板块均有所表现，价值、成长、次新等风格交替上涨，赚钱效应扩散之后市场风险偏好较高，融资余额、陆股通北上资金等指标达到历史极值，短期市场面临高风险偏好遭遇增量资金与新增热点不足的问题。同时，基建与房地产投资中期放缓的趋势没有改变，出口在连续景气四个季度后也面临触顶回落，经济处于旧动能逼近耗尽、新动能尚未启动的关键节点，市场需要等待中期政策态度明晰。
- ◇ **2017 年四季度股票市场指数加速分化，价值与成长风格切换启动**：由于宏观假设

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

是经济增速逐步放缓，CPI 将强于 PPI，名义经济增速缓步下滑，企业盈利高位企稳，未来政策导向将从修复资产负债表转向鼓励创新活动，预计股票市场四季度将由必需消费板块、成长股和创新与改革主题主导，由价值股向成长股的风格切换将得到确认。期间海外汇率与利率波动带来的沪港通资金流出可能将成为价值向成长风格切换的关键因素。

◆ 风格及配置建议

- ◇ **制造业升级或将成为中期方向**：由于 2018 年基建与地产投资、出口贸易有下行风险，制造业投资有望成为撑起整体经济增长的新引擎。2005 年和 2011 年历史上两次制造业投资强于基建与地产投资都发生在制造业成本攀升、毛利压缩时期，企业有自发提升生产效率、升级制造水平的诉求。1998-2000 年去杠杆时期，国企三年脱困政策也包括针对国企的技改贴息，三年期间共安排 195 亿元用于企业技术改造贴息，撬动 2400 亿制造业投资。叠加“中国制造 2025”等政策的有效引导，制造业升级相关行业有望在 2017 年四季度开始有所表现，机械、电子、通信和新能源板块值得重视。
- ◇ **主题投资重点关注技术转移、军民融合、一带一路与环境保护**：十九大前夕部分政策导向已逐步明晰，先进技术向中小企业转移带来爆发式创新、军民融合带来的军工技术市场化应用、一带一路合作转向服务贸易驱动、基于环境监测和环保税的生态补偿机制等相关政策法规基础已形成，相关试点与成功案例已出现。以上改革在 2018 年十三五中期考评以及 2019 年第二次“一带一路”峰会之前应有阶段性成果落实，目前尚未被市场充分反映。
- ◇ **风格投资重点关注成长股与价值股的切换**：成长股的持续杀跌已在三季度得到逆转，5G 通信、人工智能、软件自主化等板块估值修复明显，但尚未获得业绩支撑，短期

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

或出现反复。在 2018 年经济增速目标温和放缓、研发投入占比亟待提升的政策背景下，政策引导下新兴产业标的真实业绩改善并不遥远，流动性环境也将随经济增速目标放缓而趋于温和，对成长股有利的宏观环境指日可待，四季度预计是从价值板块切换至成长板块的良好时机。

四、中国债券市场展望及配置建议

◆ 债券市场回顾与展望：

2017 年三季度，现券收益率整体出现先上后下的窄幅震荡行情。

(1) 进入 7 月债券收益率在流动性宽松和基本面韧性较强的博弈中保持稳定，10 年国债收益率维持在 3.6%，10 年国开收益率维持在 4.2% 附近。

(2) 7 月中下旬由于政策及市场预期的调整，债市收益率开始明显上行，期限利差也不断走扩。10 年国债收益率一度上到 3.67%，10 年国开收益率最高上到 4.36%。其间主要原因是一方面缴税带来资金面的持续紧张，6 月财政收入大幅增加导致 7 月财政存款上缴的额度显著高于季节性，而央行并没有及时对冲导致资金面持续偏紧；另一方面供给侧改革和环保限产导致的工业品价格剧烈上涨，螺纹钢等黑色品种屡创新高，对未来几个月的 PPI 形成压力，抬升了市场对于下半年通胀的预期；第三方面，6 月超预期的经济数据大幅提升了市场对于经济增长的预期，此前大多数认为房地产和基建的带动下经济将呈现前高后低的走势，然而在经济数据中始终难觅证据。经济预期从悲观到乐观的修复也使得期限利差从 7 月初的 10BP 抬升至最高 30BP 左右。

(3) 8 月中旬公布 7 月的经济数据弱于预期，推动债券收益率小幅下行，但是市场对经济韧性的预期仍然较强，随着银行超储率降至今年低位，资金面的超预期紧

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

张，叠加环保督查带来的大宗商品价格飙涨，市场依旧保持谨慎。

(4) 8 月末 9 月初之后，随着财政存款的下放以及特别国债续作的落定，资金面压力得到一定缓解，期间债市也迎来了多重利好。黑色系持续下跌降低了部分通胀预期压力，人民币强势升值缓解了市场对于美联储缩表的担忧，随着 8 月经济数据显著低于预期，叠加季末资金面维稳的因素，债市迎来了交易性机会，10 年国债收益率回落到 3.6%，10 年国开再次回到 4.2% 位置。收益率曲线也重新平坦化，期限利差明显回落。

就基本面来说，经济数据受到季节性扰动较大，整体看三季度的经济增长较二季度有明显下行，但是由于供给侧改革、环保限产等政策带来了工业品价格的剧烈波动，引发市场对经济增长预期和通胀预期的变化，从而带动债券收益率先上后下，期限利差也随之先被动走扩后明显回落。

- ◆ **展望 2017 年四季度，基本面方面对债市形成一定支撑，上半年需求较强的房地产、基建和出口均显出一定的疲态，预计将带动名义增速逐步下行，但是监管政策仍未落地、通胀预期升温、海外货币政策紧缩等因素或会导致债市出现震荡慢牛格局。**

(1) 首先，三大需求略显乏力，随着棚改货币化安置比例的逐渐稳定，棚改对地产投资的边际影响在减弱，地产限购政策持续压低销售、降低投资资金来源，进一步拖累地产投资。基建稳增长必要性下降，上半年财政支出大幅增加，在全年赤字约束下，下半年预算内财政支出压力渐增，而预算外基建资金来源也受到 87、50 号文限制地方政府融资的影响。今年上半年海外经济复苏和 2015、2016 年的人民币贬值，导致出口对 GDP 累计同比在最近三年内首现正贡献，下半年随着人民币汇率逐渐企稳，贬值促进出口的效应逐渐消退。另一方面，企业盈利改善带来资产负债表的修复和资本开支的增加，可能会导致制造业投资的弹性进一步超预期。

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

(2) 其次，通胀预期略有升温，供给侧改革和环保限产仍是短期焦点，由此带来的工业品价格上涨，对债市影响偏负面。但是如果需求端的配合，此种价格上涨难以向下游传导。此外，需要注意的是今年上半年食品价格低于季节性，显著拉低 CPI 同比，但是非食品项持续高于季节性。随着食品项对 CPI 的拖累逐渐减弱，四季度 CPI 中枢或将略有抬升，而 PPI 由于基数效应或将逐步下行。

(3) 再次，海外方面，目前市场对于美联储缩表的进程预期较为充分，而略超预期的加息节奏以及特朗普税改的落地可能会使得美元短期内走强。美联储开始缩表导致海外市场最有利国内债市的时刻可能已经过去，但由于中美利差保持高位，且人民币刚刚经历一波强势升值，这或会导致企业结汇需求上升，流动性环境改善，同时货币政策独立性提高。

(4) 最后，金融监管仍然是全年的主基调，但四季度可能不再是主导市场的核心变量。今年以来去杠杆带来实际利率的上升和实体融资的收缩，对经济的负面影响也将逐步体现。随着广义信贷、同业存单、表外理财增速的回落，金融去杠杆已经颇有成效，未来进一步监管的空间在缩小。预计去杠杆政策仍将延续，但对债券收益率下行的制约在缓解。

总结：我们认为四季度债券市场收益率或将随着名义增速的回落而下行，等到监管政策落地，对经济基本面的乐观预期回落之后，债券的风险收益率比或将抬升，收益率或逐渐震荡下行，可考虑增加利率债等品种的配置，并在信用债中寻找利差机会。

◆ **配置建议：**

◇ **把握阶段性机会、谨慎利用杠杆、严控信用风险。**

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

- ◇ **把握阶段性机会**：如上分析，我们认为 2017 年四季度在经济基本面回落、监管政策趋缓、货币政策维稳下，债券市场整体下跌空间有限、上涨行情可期。但由于通胀预期的升温和美国加息预期的抬升，收益率的下行不会一蹴而就，需配合流动性的改善把握阶段性机会。
- ◇ **谨慎利用杠杆**：在金融去杠杆和房地产、地方政府融资收缩的大环境下，银行体系流动性维持紧平衡，进入四季度受传统年末叠加监管政策落地的影响，资金利率或有阶段性走高。今年货币政策的主基调是稳健中性，不松不紧的货币政策导致非银机构难以大幅提高杠杆水平。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**：2016 年以来供给侧改革带来上游和部分中游的企业盈利大幅改善，资产负债表的修复也使得企业的偿债能力有所提升，部分产能过剩龙头企业存在一定的价值修复空间。但是随着供给侧改革带来行业集中度提升，市占率较低的企业面临较大的被整合风险。同时环保限产的执行可能导致部分企业出现生产中断、现金流断裂的风险。其次，房地产公司融资条件的收紧叠加地产调控政策，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。此外，地方政府融资平台监管趋严，弱资质城投债后续面临较大政策风险，与强资质城投债估值分化。最后，随着公募基金流动性新规的执行，不符合抵质押条件中低等级信用债或面临估值调整压力。

综上，我们建议对供给侧改革及环保限产涉及的弱资质企业、中低等级城投产业债、以及房地产行业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。

交银施罗德基金研究员 马韬、张顺晨

交银施罗德基金 2017 年四季度宏观策略展望报告

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。