

一、中国宏观经济回顾及展望

◆ 综述

◇ **制造业投资、消费和出口已成为 2017 年中国经济增长的新生力量。**2017 年基建投资将继续为稳定经济发挥重要作用，但广泛的经济活力已经在更多的领域展现，制造业投资、消费和出口已成为 2017 年中国经济增长的新生力量。随着供给侧改革带来的通缩趋势逆转、2010 年制造业产能投资顶峰时设备的逐渐老化，设备更新换代和技术升级带来了民间制造业投资持续反弹。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，海运市场复苏。大量劳动人口从沿海和一二线城市回流三四线城市带来消费升级与下沉，新零售和消费金融等新业态纷纷涌现。2017 年中国经济增长从基建和房地产投资双轮驱动逐步转向制造业投资、出口和消费多点开花。我们维持 2017 年全年经济增速将保持在 6.5%左右的判断，经济走势整体平稳，通胀前高后低，经济过热风险下降。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

◇ **金融市场逐步适应相对中性的货币政策环境：**2016 年四季度以来货币政策逐渐收紧，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维持流动性总量稳定、利率走廊上行与资金期限提升，并逐步提高 MPA 考核标准，维持对金融部门去杠杆的压力。由于不同金融市场流动性相对分层，同时 2016 年末以来债券整体超跌，2017 年 3 月央行再次上调利率走廊后股票与债券市场整体反应乐观，体现金融市场正逐步适应相对中性的货币政策环境。

◇ **财政政策将保持相对积极，赤字率目标并未上调：**在货币政策越发趋于中性、需要与全球主要央行保持同步的情况下，2017 年财政政策维持相对积极。两会后的政府工作报告并未上调赤字率目标，维持 3%的全年目标。财政政策注重“两减一扩”，“一扩”是适度扩大支出规模，“两减”是减轻企业税收和缴费负担，重大基础设施投资规模与 2016 年整体持平。2017 年准财政相关事项暂未明确安排，有可能造成

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

对基建投资的拖累。

- ◇ **三四线城市房地产市场回暖，部分城市局部过热：**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。由于部分一二线城市成功实现人口分流，部分人口输出大省转为人口回流，人口分布回归均衡使得 2017 年初，三四线房地产市场超预期回暖，带动全国房地产销售、投资与新开工大超预期，实现了政府管住一二线、搞活三四线的政策目标。与此同时，部分一二线城市房地产市场出现过热格局，在 3 月下旬引发房地产限购限贷政策进一步加码。**因城施策的调控避免了全国房地产销售和出现断崖，预计三四线城市楼市在二季度或仍能保持景气。**

◆ 通胀数据预测

- ◇ **2017 年通胀或呈现两头高、中间低格局：**由于基数效应，2017 年上半年 CPI 和 PPI 大概率维持较高同比增速，但二者环比增速相对温和。由于食品价格增速极低、主要城市房租价格指数连续两个季度下行、农民工工资增速维持历史低位，CPI 短期没有过快上行的动力，PPI 上涨对 CPI 的传导也缺少足够证据支持，上半年通胀压力不大。下半年 CPI 和 PPI 的翘尾因素都趋向于下行，但国内农产品和国际原油的供需趋紧可能会带来通胀环比增速超预期上行的风险。

- ◇ **通胀隐忧主要集中在农产品，其次是原油价格：**农业供给侧改革和国际油价的上涨为通胀带来上行风险，一方面由于农业供给侧改革政策在 2016 年末提出，政策不确定性可能使得部分地区 2017 年春耕面积、进度和良率不及预期，粮食涨价压力将在下半年显现；另一方面国际原油供需可能在 2017 年下半年回归平衡，届时国际油价有上行风险，给交通运输和石化产品带来涨价压力。粮食与原油价格对比前者上涨风险更大。

◆ 流动性及改革

- ◇ **央行使用利率走廊调整替代基准利率变动管理流动性：**央行从 2015 年开始逐步完善利率走廊制度，建设以逆回购利率为下限、以常备借贷便利操作为上限的银行和其他存款类机构利率走廊。自 2017 年初开始这一利率走廊逐渐代替存贷款基准利率发挥作用，避免了货币政策预期管理的过大波动，推动了金融去杠杆的稳步进行，并有效地维护住了境内外利差的相对稳定。**从央行调整利率走廊的时点与美联储加**

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

息节奏的逐渐重合观察，未来利率走廊仍有 2 次的上调空间。为避免货币政策过大波动，在通货膨胀未大幅超预期变化的情境下，存贷款基准利率和存款准备金率在 2017 年或难以发生变动。

◇ **人民币汇率维持宽幅波动：** 2017 年以来央行对国内利率走廊的不断上移、银行间拆借利率的大幅走高使得境内外利差显著修复，同时伴随对资本外流的加强监管使得短期人民币贬值压力较小，预计 2017 年二季度初人民币汇率将偏向强势，但随着美联储继续加息、欧洲政治局势动荡将再度调整，短期美元兑人民币汇率存在突破 7 的可能性，但未来将重返升值周期。2017 年国内金融市场的对外开放将吸引外资机构进入中国并配置境内金融资产，尤其是多个债券指数逐步将中国国债逐步纳入，有望带来持续且稳定的资本流入。

◇ **供给侧改革转向更多领域，手段更偏向市场化：** 供给侧改革作为 2016 年以来政府的工作重点，已在煤炭、钢铁等工业原材料产业中取得成效，2017 年将继续推进并扩张到农业、火电、有色、建材等领域，部分新增领域要通过市场化、法制化手段去化无效供给、鼓励优质供给。

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货币政策加速紧缩：** 美国、欧元区与日本经济体失业率继续下降，其中美国与日本均接近充分就业，经济呈现过热迹象；欧元区失业率停止上行，核心通胀稳定。劳动力市场收紧带来的工资增速加快、核心通胀压力增加将使得 2009 年以来全球偏向宽松的货币政策走向尽头，发达国家央行将协同进入紧缩周期。其中美联储已率先进入加速加息阶段，欧央行排除进一步降息空间、讨论减少负利率程度，日央行将总量宽松目标边际削减作为盯住长端利率目标。

◇ **美国经济及货币政策：**

(1) **预计美国经济全年增速 2.5% 左右，一季度末开始经济将明显下滑。** 2016 年三

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

季度开始的加库存周期逼近终点，尽管制造商和贸易商库存仍在积累，终端零售企业库存增速已持续放缓，并不支持补库存行为的持续。特朗普当选后利率曲线的整体上行正在压制信用卡、汽车贷和房地产按揭贷增长，企业工商业贷款增速也保持快速下行，预计美国 2017 年年中经济将大幅放缓。

(2) 通胀方面，充分就业带来薪资上涨压力、房地产库存不足带来房租增长压力将维持美国核心通胀保持较高增速，近期美国劳动参与率有所恢复，一定程度上将压制薪资增速但不改变劳动力市场收紧方向；2017 年二季度油价再次下滑，全球原油恢复供需平衡速度低于预期，同时食品价格增速也逐步放缓。**当前美国通胀压力弱于预期，给予货币政策收紧一定缓冲。**

(3) 流动性方面，美联储在 2017 年 2 月末至 3 月初通过联储官员频繁沟通使得市场终于相信联储在 2017 年加息 3 次的前瞻指引是可靠的，市场逐步包含 2017 年联邦基金利率将上行 75 个基点的预期。2017 年 3 月 15 日美联储将利率走廊提高 25 个基点至 0.75-1.00%，市场预期 6 月和 12 月联储还将继续上调基准利率。

◇ **美元指数 2017 年维持高位盘整**：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，这可以由美国经济增长提速或者全球其他主要经济体增长减速所带来。此前市场预期的特朗普新政府财政刺激计划近期逐步被证伪，民生部门预算开支被大幅削减以补足国防军工部门的开支增加，政府整体财政方案是偏向紧缩的，这种情景下美国经济增速难以快于全球其他主要经济体，美元指数或维持高位盘整。

◇ **全球债券市场—债券名义收益率逐步回落**：2016 年四季度以来全球长端债券被过度抛售，历史高位的经济增长预期、通货膨胀预期和市场风险偏好使得债券收益率曲线快速陡峭化，短端和长端美债期货净空仓达到 30 年以来最大。然而，2017 年 3 月美联储突然加速加息进程、其他央行纷纷跟进之后，全球长端国债不跌反涨，经典的“格林斯潘之谜”重现，显示债券市场已经超卖，也提示部分发达国家经济体可能正在从过热走向衰退。

◇ **战略配置贵金属时点仍未到来**：尽管长端国债最困难的时刻已经过去，全球前期过

本报告中所有观点仅供参考，请务必阅读正文之后的免责声明。

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

于高涨的通胀预期使得未来通胀不及预期的风险更大，通胀预期的下行速度可能快于名义利率的下行速度，带来实际利率的上行，这种宏观格局并不利于贵金属价格上涨。

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。**
- ◆ **2017 年市场指数宽幅震荡，两头高中间低可能性较大：**
- ◇ **股票市场大概率维持存量博弈格局：**2017 年政府工作报告中已下调广义货币增速，通胀抬升带来的名义经济增速走高使得金融市场获得的过剩流动性整体减少，市场资金供给并不乐观。尽管养老金、沪港通北上资金和新增 QFII 投资者等增量资金将分阶段进入，但整体规模仍相对有限，原有存量资金因监管加强活跃度相对下降。在金融去杠杆、间接融资规模承压的格局下，股票市场或将承担加大直接融资力度、补足企业融资需求缺口的责任。2017 年股票市场大概率维持存量博弈的格局，市场内不同风格相互挤出、持续性较差。
- ◇ **2017 年股票市场指数宽幅震荡，两头高中间低可能性更大：**2017 年政府工作报告指出 GDP 增长目标为 6.5% 左右，一季度基建投资、地产投资、净出口和居民消费的整体景气使得季度 GDP 增速会大超全年目标，在此基础上二三季度政府部门继续维护经济增长动力下降、促进经济结构调整动力增加，叠加汽车购置税减免到期、房地产市场逐步降温等其他因素，中国经济年中放缓概率较大。因此，2017 年股票市场指数宽幅震荡，两头高中间低可能性更大。
- ◆ **风格及配置建议**
- ◇ **出口、消费和制造业投资板块景气兑现，聚焦晚周期：**2017 年一季度消费、出口和制造业投资相关板块景气度较高，经济动能由基建和地产逐步扩散的逻辑已经兑现，但其中结构存在一定隐忧：总量数据增长温和的情况下上市公司业绩超预期上行，

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

意味着非上市公司经营被显著挤压，这一格局将逐步抑制社会总需求，将为未来的板块景气设置天花板。二季度博弈晚周期的医药、环保与公用事业、交通运输或更有空间。

- ◇ **主题投资重点关注改革推进与一带一路：**2017 年政府工作报告明确提及国企改革、债转股和一带一路建设为政策重点，5 月一带一路峰会将在北京举行，二季度博弈政策相关的主题投资正当时。
- ◇ **风格投资重点关注高股息率板块的修复：**由于 2016 年末国内外流动性冲击，叠加经济增长预期和风险偏好激增，债券属性的高股息率板块表现不佳。但随着债券市场自身的修复、同时供给侧改革逐渐推进到相关领域，以金融和公用事业为主的高股息率板块或面临业绩和估值的底部反转。

四、中国债券市场展望及配置建议

◆ 债券市场回顾与展望：

2017 年一季度，现券收益率整体表现出震荡上行的趋势。其中利率长债收益率自年初开始持续上行直至 2 月上旬有所调整，随后继续波动并于 3 月中旬之后出现一定幅度的回落；而短端的收益率表现则有所差异，维持在比较平稳的态势直到 3 月上旬后开始上行。整体来看，这段时间的期限利差先表现出陡峭化特征，并且在近期有所走平。

就基本面来说，经济金融数据表现稳定：一方面与基数效应相关，另一方面企业补库存的过程还在持续，一季度来自企业层面经济下行的压力有限。

1) 从债市表现来看，10Y 国债收益率从年初的 3.13 持续上行到 3.48（2017 年 2 月 7 日），对应 10Y 国开债从 3.73 上行到 4.20。年初的压力主要来自于流动性和去杠杆：春节等因素对流动性有所消耗，加上央行相继上调 OMO 和 MLF 利率，体现了货币政策比较中性且政策基调仍在防范资产价格泡沫。

2) 进入 2 月之后，债市出现了一波反弹，到 2 月末 10Y 国债和国开债均较前期高

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

点下行 15BP 左右。这段时间是政策调控的喘息期，流动性总量没有进一步收紧，债券的配置价值也相应提高。但是，经济基本面和货币政策的拐点并没有出现，金融去杠杆仍是主基调，因此债市没有出现趋势性的机会。

3) 2 月下旬至 3 月上旬，受到房地产市场火爆带来的经济预期上升以及 MPA 考核趋严等影响，债券收益率再次上行，交易性行情中利率波动进一步放大。

4) 3 月上旬过后市场再次出现反弹，收益率回落明显，市场处于利空出尽的状态，并且金融去杠杆的方向仍在重价稳量，另外一级市场发行量有限，供需关系也对二级市场表现构成一定利好。

◆ 展望 2017 年二季度，基本面会对债市形成一定支撑，但金融去杠杆以及海外等因素或会对债市下行形成制约。

首先，房地产调控加码，投资增速大概率放缓，制造业短期平稳，但补库或难以继续，经济内生增长动力依旧较弱，政府仍需利用积极财政政策，通过基建投资，维持经济增长，财政托底不易；

其次，17 年上半年 PPI 仍保持高位，但 CPI 有望在 2 季度回落到 2% 以下，通胀压力不大。但需关注原油价格或者农业供给侧改革超预期，带来的通胀风险；

另一方面，美国的经济走势和加息节奏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等压力，央行的货币政策预计保持紧平衡。上述因素或会对债市收益率下行形成压力。

总结：我们认为短期受资金面紧张和金融去杠杆等的制约，债券市场或维持震荡行情；等到监管落地、经济基本面回落以及美联储加息预期短期回落等，债市或迎来拐点，可考虑增加利率债等品种的配置，把握波段行情。

◆ 配置建议：

◇ 把握波段行情、谨慎利用杠杆、严控信用风险。

◇ 把握波段行情：如上分析，我们认为 2017 年二季度债券市场多空因素交织，利率债机会更多在波段性行情中。

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

- ◇ **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：**16 年全年工业增速保持在 6%左右，基建和地产投资增速较快，再加上供给侧改革，拉动中上游行业复苏，最直接的反应是工业品的涨价。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，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，近期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，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。**

交银施罗德基金研究员 马韬、许燕燕

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。

本报告中所有观点仅供参考，请务必阅读正文之后的免责声明。