

交银施罗德基金 2017 年下半年宏观策略展望报告

一、中国宏观经济回顾及展望

◆ 综述

- ✧ **2017 年下半年市场的主要矛盾由对经济增长可持续性的怀疑转换为经济和金融之间、国内与国际之间不同步的矛盾：**由于 2016 年开始的供给侧改革为中国经济结构调整打下了坚实基础，工业企业现金流与资产负债表得到显著修复，制造业投资持续恢复，定向的房地产调控和持续的金融去杠杆并未过度拖累整体固定资产投资，净出口维持持续改善，总体上，本轮经济复苏的可持续性逐渐被市场所接受。然而，相对偏紧的货币政策使得金融市场并未受益于经济的持续扩张，M2 增速跌破两位数叠加名义经济增速高企的结果是金融市场在旺盛的实体经济面前持续失血，股市成交量持续低迷，类似 2004-2005 年和 2013-2014 年“实体热，金融冷”和“港股热，A 股冷”的尴尬组合在 2017 年再度出现。同时，美国、欧盟和英国等经济体逼近经济扩张终末期、相关央行被迫加速退出宽松货币政策的趋势也与中国经济复苏的萌芽期形成较大矛盾，国内经济与金融市场将继续受到海外货币政策收紧所带来的干扰。2017 年下半年的实体经济有望继续带来惊喜，但经济与金融之间、国内与国际之间不同步的矛盾也会继续带来惊讶。

◆ 宏观调控政策

- ✧ **市场预期国内流动性环境收紧已逼近极致，金融去杠杆取得阶段性成果：**2016 年四季度以来货币政策逐渐收紧到 2017 年二季度转化为一行三会金融监管的全面强化，金融部门去杠杆压力演化得较为极致：银行理财规模出现下滑，债券融资萎缩严重，政策性银行等金融机构负债成本与资产收益倒挂，非金融部门贷款利率与商业票据利率倒挂。以上极端现象使得市场预期国内流动性环境收紧已逼近极致，监

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

管部门也肯定了金融去杠杆已取得阶段性成果，主动去杠杆压力可能告一段落；但考虑到国内外流动性环境是高度联动的，2017 年下半年预计海外利率波动幅度较大，跨境资本流动、境内外利差维持压力仍较大，央行仍有可能跟随美联储上移市场利率走廊，因此下半年流动性环境可能仍会保持相对紧张，金融去杠杆的压力源头由国内转向国外。

- ✧ **财政政策维持积极但程度趋弱，减税或将取代基建成为下半年主线：**在我国货币政策转向不松不紧、海外主要央行整体进入紧缩周期的情况下，2017 年财政政策仍有必要维持积极，但对经济的支撑程度将在下半年显著转弱，具体方式将由基建转为减税。尽管金融去杠杆的力度显著影响了政策性银行的融资成本，政府不同资金来源之间的腾挪有效地延缓了债券融资价升量缩的影响，预计三季度基建投资项目落地速度将快于二季度，地方政府与 PPP 项目融资监管不会在 2017 年造成过大影响。
- ✧ **房地产投资与销售逐季下滑，但趋势平缓：**由于一线城市和沿海区域逐步实现人口分流，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 年上半年三四线房地产销售持续超预期，带动全国房地产投资表现良好，基本实现了管住一二线、搞活三四线的目标。2017 年下半年房地产项目的集中竣工有望使得房地产投资继续维持较高水平，农业供给侧改革与新型城镇化政策的配合也会使得农村人口继续向三四线城市集中，房地产投资和销售将呈现逐季下滑，但走势平缓的趋势。与此同时，一二线城市房地产市场过热格局缓解，资产泡沫风险下降。因城施策的调控同时避免了资产价格剧烈波动和固定资产投资断崖式下滑。

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

◆ 通胀数据预测

2017 年通胀两头高、中间低格局越发确认：由于大宗商品价格整体下跌，2017 年上半年 CPI 和 PPI 均低于预期，前者主要受主粮和肉类等食品分项拖累，后者主要受建材之外的工业品价格拖累，此前广泛预期的 PPI 上涨对 CPI 的传导并未发生，当前市场对通胀预期偏向悲观。下半年决定通胀走势的将是农产品和原油价格，国内主粮价格受农产品去库存政策影响跌幅较大，但 CPI 食品项同比增速已达到历史次低位，同时社会零售粮油食品分项已先行加速，畜禽养殖产能在上半年有明显去化，主粮和肉类等食品价格大概率在下半年恢复正增长，对 CPI 构成显著贡献；原油价格逼近北美边际产能成本线，海上漂浮库存也达到近年最高水平，40 美元关口原油价格上行风险预计远大于下行风险。**整体来看，当前 CPI 与 PPI 均处于局部低点，下半年可能将恢复上行，其中预计 CPI 弹性大于 PPI，整体通货膨胀两头高、中间低的格局越发确认。**

✧ **CPI 食品项目若出现上涨压力将传导至非食品项，并助推货币政策收紧：**2016 年末市场普遍担忧 PPI 上涨压力将传导至 CPI，但由于贡献主要新增就业、且大部分位于制造业中下游的中小型企业并未获益于 PPI 上涨，反而企业盈利受到严重挤压，对应就业和薪资增速弱于历次经济复苏周期，使得全局性的通胀压力并未出现，供给收紧带来的 PPI 上涨对 CPI 的传导并不顺畅。但是历史上 CPI 食品项的上涨对 CPI 非食品项均有传导，必需消费品涨价对工资上涨的压力较为直接，因此一旦 2017 年下半年食品价格如期出现反弹，CPI 整体上行空间较大，有可能引发市场对货币政策整体收紧的预期。

◆ 流动性及改革

流动性紧张的源头由金融监管加强转向海外利率波动传导：2017 年上半年全球长

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

债利率、全球信用债风险利差不断压缩、美元汇率趋势性回落，在海外金融条件极其宽松的情况下中国监管部门加强协作，推进金融部门去杠杆，由于沪港通、RQFII 等有限资本账户开放通道的存在，海外流动性宽松惠及蓝筹股等资产，金融去杠杆过程中资产价格波幅有限。然而，海外金融条件宽松是国内主动紧缩的大前提，否则海内外共振式紧缩将给实体经济和金融市场带来较大压力，在当前海外长端利率、信用利差和美元汇率水平，下半年金融去杠杆压力的源头将由国内监管转向海外利率汇率波动传导，流动性环境并不乐观。

- ✧ **人民币汇率维持双向波动，波幅扩大：**2017 年上半年由金融去杠杆、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，海外特朗普交易逐渐退潮使得美元指数单边下跌，同时全球贸易恢复使得贸易顺差维持在较高水平，以上三个因素同时发生时人民币汇率易涨难跌，但下半年这三个因素有同时逆转的风险。6 月末欧央行、英格兰银行和美联储等海外央行集体转向鹰派使得境内外利差难以保持稳定，对特朗普新政府医改、税改和基建等政策的预期在跌入谷底后重新开始酝酿，卫星观察全球漂浮集装箱船只数量高位回落显示全球贸易边际放缓，这三个利空的叠加可能使得人民币升值趋势或难以维持，汇率可能双向波动或扩大。
- ✧ **关注人民币国际化新动向：**二季度以来中国金融市场开放程度不断加强，人民币国际化战略稳步前进。监管机构逐步推进一带一路投融资机制的本币化，以自贸区为平台加强离岸金融基础设施建设，助推人民币通过一带一路战略走出去；同时以 MSCI 指数纳入、债券通和放宽外资机构参与银行间交易市场等手段，吸引外资走进来。资本账户双向流动的加强将使得人民币的全球需求持续提高，储备货币地位不断强化。

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

二、海外市场展望

◆ 全球宏观经济展望

✧ **2017 年下半年主要发达国家经济体货币政策加速收紧：**美国、欧元区与日本三大海外经济体失业率继续下降，制造业产能利用率保持较高水平。其中美国与日本均接近充分就业，美日经济呈现过热迹象，欧元区失业率脱离高位，制造业产能利用率逼近 2005 年的高位，全球闲置产能的收紧使得跨国企业固定资产投资恢复。劳动力市场与闲置产能收紧带来的全球通胀复苏只会迟到不会缺席，预计下半年发达国家央行将协同进入紧缩周期：美联储已率先进入加速加息和资产负债表收缩阶段，欧央行排除进一步降息空间、逼近缩减量化宽松规模，日央行释放边际调整货币政策基调的信息。

✧ **美国经济及货币政策：**

(1)预计美国经济全年增速 2.5%左右，上半年经济增长疲软，下半年在新财年财政刺激落地后将重新加速。特朗普新政府当选后利率曲线的整体上行压制了 2017 年上半年信用卡、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，上半年经济数据整体差强人意。目前市场对特朗普新政带来的经济增长预期基本消退，当税改、基建和医改法案真实落地后市场预期差将显著修复，2017 年上半年整体金融市场条件的大幅缓和也将刺激下半年经济环比改善，能源行业投资、库存投资和居民可选消费反弹空间较大。

(2)通胀方面，此前预期充分就业带来的薪资上涨压力、房地产库存不足带来的房租增长压力将维持美国核心通胀保持较高增速，但 2017 年上半年核心通胀表现较为疲软，可能由个别商品和服务业价格下调、同时生产和物流数据较为疲软导致，下半年随着经济增速提升将重回加速；2017 年上半年油价再次下滑但逼近底部，全

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

球原油漂浮库存达到历史最高水平，原油期货市场对套保量大幅下滑，上半年的低油价将带来下半年偏高的能源需求增长，预计 2017 年下半年国际油价重回 50 美元，并带动全球通胀预期上行。农产品价格对通胀也会转为正贡献。

(3)流动性方面，预计美联储在 2017 年下半年仍有一次 25 个基点的加息并大概率启动缩表进程。2017 年 3 月和 6 月议息会议上美联储先后加息 2 次，预计 12 月联储还将继续上调基准利率，9 月议息会议上可能不加息但开始缩表进程。由于美国银行间超额存款准备金额度巨大，缩表带来的基础货币减少将由货币乘数扩大补齐，预计对短端利率波动和债券期限溢价影响温和。

✧ **美元指数短期逼近底部，下半年大概率转强：**2017 年上半年美国经济数据因长端利率过快上升影响信用派生和去库存而大幅不及预期，美债利率连续下行 5 个月，市场对美联储紧缩预期下降；同时欧洲经济表现超出预期，美元指数受强欧元压制，连续下跌逼近 2016 年低点。由于美国经济对长端利率较为敏感，金融市场与实体经济呈现滞后的负反馈，强经济带来高利率并制约未来经济继续扩张，反之利率持续下降将支持经济反弹，因此经过连续 5 个月的金融市场条件转松，三季度美国经济大概率出现反弹，由此带来的美债利率上升将驱动美元指数上行。同时，相比美国，欧元区对长端利率敏感性更大，南欧国家商业银行持有大量本国国债，利率上升带来的本国国债抵押品价值下降将使得金融部门不会受益于利率上行的趋势，因此欧债利率反弹空间小于美债，未来长债利差走势或将支持欧元走弱、美元走强。

全球债券市场——债券名义收益率脱离底部：2017 年上半年全球长端债券再度被压缩到极端位置，期限溢价的低迷与整体温和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难以持续。美国和中国经济数据的边际回暖、主要发达国家央行货币政策基调的边际调整以及原油和农产品价格的边际反弹将驱动发达国家长债期限溢价恢复正常，由于前期压缩力度过大反弹速率或接近 2016 年 11 月

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

特朗普交易时期，全球实际利率的上升将对金融市场产生较大负面冲击。

- ✧ **贵金属与虚拟货币等类货币资产将再次探底：**贵金属和虚拟货币作为法定货币的替代品，与长端实际利率整体呈现反相关，2017 年上半年受益于全球长端利率持续下行表现较为强势，这一趋势的逆转有望驱动类贵金属资产在三季度快速探底。

三、中国股票市场展望及配置建议

- ◆ **市场整体判断：市场流动性枯竭，博弈改革落地和成长逆袭**
- ◆ **2017 年市场指数宽幅震荡，两头高中间低可能性较大：**
- ✧ **股票市场流动性在金融去杠杆环境中严重受损，赚业绩强于赚估值：**由于“实体热、金融冷”、即未被经济增长和通货膨胀占用的广义货币供给增速较低的尴尬组合，股市在实体经济面前不断失血，除了能够对接海外流动性的陆股通板块，高估值、中小创和题材股的成交量显著萎缩，估值随成交量下降而大幅缩水。由于宏观假设中对流动性的判断维持悲观，预计估值压缩这一趋势在 2017 年下半年难以逆转，业绩增速仍是接下来行业配置的核心因素。
- ✧ **2017 年股票市场指数宽幅震荡，两头高中间低可能性更大：**由于宏观假设是经济温和放缓，同时 PPI 和 CPI 下半年将恢复上行，名义经济增速和整体企业盈利将维持较高水平，预计股票市场三季度因海外利率冲击、白马股失去海外资金流入支撑而再次探底之后，四季度将在价格敏感板块、成长股和改革主题驱动下有显著修复的机会，上半年和下半年将出现显著的风格切换。

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

◆ 风格及行业点评

- ✧ **聚焦晚周期受益板块**：2017 年上半年金融去杠杆的进度尚未威胁全社会信用派生，新增贷款和社会融资总额保持较高增速，但市场对周期可持续性存疑，对早周期和中周期行业信号反映迟缓，板块风险受益比大幅下降。在流动性继续紧张的下半年，尽管利率不敏感的基建投资仍可能保持较高增速，聚焦于晚周期板块将是更合理的策略。在通胀整体恢复的宏观假设下，农林牧渔、纺织服装和医药板块有望获得超额收益。
- ✧ **主题投资重点关注人民币国际化、国企改革与军民融合**：十九大前夕部分重量级改革措施有加速落地的可能性，一带一路峰会后加速的跨境项目投融资人民币化、人民币计价大宗商品合约国际化、自贸区金融政策升级等人民币国际化相关标的，垄断性行业国企改革相关标的以及中央军民融合发展委员会第一次全体会议召开后的军民融合相关标的是较有希望的几个方向。
- ✧ **风格投资重点关注超跌成长股板块的修复**：由于 2017 年上半年白马股单边走强持续时间超过 3 个季度，成长股相对走势突破历史极值下限，部分成长股在业绩增速保持较高水平时被错杀，PEG 估值已趋于合理。中期来看，成长股业绩增速仍将高于白马蓝筹，预期 2017 年下半年至 2018 年初成长股可能将出现估值修复机会，关注传媒和计算机板块。

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

四、中国债券市场展望及配置建议

◆ 债券市场回顾与展望：

- ✧ **2017 年上半年，现券收益率整体出现震荡上行的趋势。**其中利率长债收益率自年初以来开始持续上行直至 2 月上旬，而后收益率继续波动并于 3 月中旬之后出现一定幅度的回落，4 月收益率持续上行直至到 5 月中旬左右，随后在高位维持平稳态势并于 6 月中旬之后再次出现明显回落。短端收益率方面从年初以来持续攀升，直至 5 月下旬之后开始高位震荡。**整体来看，这段时间的期限利差先表现出陡峭化的特征，而后在 3 月中旬之后持续平坦化并在近期接近为零。**

就基本面来说，经济数据在一季度的持续向好之后，二季度出现了明显的回落。随着工业品价格回落以及产成品库存的累积，库存周期从二季度开始逐渐从主动补库存向被动补库存转变，但整体看企业层面经济下行的幅度有限。

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 国开债收益率从 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) 2 月中旬到 3 月下旬，随着春节后现金回流银行体系，流动性环境稳定，收益率进入震荡下行通道。美联储在 3 月 16 日如期加息，央行也跟随上调了 OMO 和 MLF 利率，不过由于市场之前对联储加息的预期较为充分，并未改变收益率下行走势。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。

3) 3 月末到 5 月上旬，由于经济复苏的持续程度强于预期，此外雄安新区的建设刺激了市场对于基建投资的预期，再加上银监会密集下发监管文件，指向近年来快

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

速发展的同业链条和套利行为。“防风险、去杠杆”的金融监管成为市场关注的主基调，10 年国债收益率最高上到 3.69，10 年国开收益率上到 4.38。

4) 5 月中旬之后，经济基本面趋势性下行得到印证，产成品库存的下降表明企业库存周期逐渐转向被动补库存，但是由于地产投资仍未看到拐点，再加上市场对于监管加强的担忧依然延续，因此债券收益率维持了一个月左右的高位盘整。进入 6 月中旬，随着银行自查上报的推迟以及央行流动性投放超预期，在美联储加息的利空出尽之后，利率债收益率出现了明显下行。

- ◆ **展望 2017 年下半年，受到房地产和基建投资下行的影响，经济名义增速的回落会带动债券收益率下行，但是由于目前监管政策仍未落地，金融去杠杆及美联储缩表等因素会阶段性对债市下行形成制约。**

首先，房地产调控继续加码，融资约束及限购政策加强会使得房地产投资增速趋势性放缓。基建投资受制于投资资金来源的限制可能会回落，财政托底更可能通过减税的方式。2017 年下半年制造业投资与民间投资在出口的带动下可能会继续回升。但车辆购置税的补贴政策减码，下半年汽车销售形势仍不乐观，消费增速或稳中有降。2017 年下半年 CPI 大概率在小幅回升后下滑，PPI 同比仍然趋势性回落，整体通胀压力不大。但仍需关注原油价格及食品超预期上涨带来的通胀风险。

其次，美国下半年仍然有可能再次加息，美联储收缩资产负债表的节奏或强于预期。

但是由于欧元区经济复苏动力强劲，美国经济基本面略显疲态，特朗普税改、医改、基建等面临的不确定性大，欧美对比之下美元难以大幅上行，人民币汇率压力不大。综合来看，下半年我国的外部形势比年初要好，同时目前中美长期限国债利差保持高位，给国内货币政策留出了一定应对经济下行的空间，预计货币政策将继续削峰填谷，保持流动性相对稳定。

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

最后，金融监管仍然是贯彻全年的主基调，但市场对于监管预期最不明朗的时刻已经过去。金融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。随着基本面的回落，监管的空间也在缩小。但是考虑到监管的具体政策仍未落地，三季度仍然有大量银行相关资管产品的到期，预计到时会对债券收益率下行形成制约。

总结：我们认为下半年债券市场收益率将随着名义增速的回落而下行，等到监管政策落地，金融杠杆回落到合意水平，再加上经济基本面的明显回落，债市或迎来趋势性机会，可考虑增加利率债等品种的配置，拉长久期以期把握行情。

◆ 配置点评：

- ✧ **尽力把握趋势性行情、适当利用杠杆、严控信用风险。**
- ✧ **尽力把握趋势性行情：**如上分析，我们认为 2017 年下半年在经济基本面回落、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，利率债大概率有望迎来趋势性行情，期限利差有望扩大。
- ✧ **适当利用杠杆：**2017 年下半年随着经济基本面的回落，货币政策为了应对经济下滑会出现边际上的放松，预计短端资金利率会出现下行。同时在金融去杠杆和地产调控等大背景下，银行体系流动性维持紧平衡，资金利率或有阶段性波动，因此我们建议在保证流动性管理需求的情况下，可以考虑适度利用杠杆套息策略力求获取稳定票息收入。
- ✧ **严控信用风险：**2017 年一季度经济向好主要是盈利改善下中小企业的复产所致。后期随着工业品价格的下降以及库存周期的回落，企业盈利增速边际下滑的压力增加增大。2017 年上半年信用债净融资量大幅减少，银行体系收缩信贷、提高贷款
- ✧

交银施罗德基金 2017 年二季度宏观策略展望报告

利率上浮幅度的现象也逐渐增加，周期性行业中的非龙头面临内外现金流的双重压力。

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，近期城投债监管政策多出，已经在市场价格中慢慢体现，低评级城投债与高评级城投债之间的利差有明显走扩，建议关注城投债的分化风险。

综上，我们建议对强周期行业、房地产和低评级城投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，尽力采取严格规避的措施。

交银施罗德基金研究员 马韬、张顺晨

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。