

2016年12月28日

宏观策略

# 经济平稳，通胀无虞，债市有底 ——2017年宏观经济及大类资产展望

资产管理部

报告要点

分析师：刘东亮

☎ 0755-82956697

✉ liudongliang@cmbchina.com

分析师：陈郑

☎ 0755-83073056

✉ chenzheng123@cmbchina.com

■ 2017年国内宏观经济相对平稳

中国经济仍存在下行压力，房地产和汽车销售降温风险值得关注，但2016年经济中表现出的积极因素仍将延续，未来财政、基建将继续发力，人口结构带来工资刚性上升，有利于消费稳定和消费升级，总的来看，2017年宏观经济表现料相对平稳，难现大起大落，经济增速可能落在6.5-6.7%区间。

■ 通胀小幅上行但压力不大

预计2017年通胀走势受今年基数效应影响，CPI同比增速在1月份和二季度有较大的上行压力，全年中枢约为2.1%左右，略高于今年2.0%的平均增速，如果出现冷冬，则会出现明显的前高后低走势。

■ 货币政策保持稳健中性

预计上半年以“防风险+稳汇率”为主，下半年以“稳增长+稳物价”为主，下半年不排除降准的可能性，同时明年的货币宽松预计将更多的通过支持财政以及准财政资金投放的方式展开。

■ 债市有底，但或陷入牛皮市

2017年经济增长、通胀、M2三者利率定价中的表现为中性，结论指向横盘，10年国债的波动中枢可能在3.2%附近，波动区间或为2.8-3.4%，将陷入典型的牛皮市；但是，如果资金面持续偏紧，10年国债利率可能会继续上行至3.5%附近；同时，信用利差有进一步走阔的空间。

■ 股市波动中枢料温和抬升

2017年企业盈利可能温和改善，同时资金风险偏好被动上升，预计将促使股市波动中枢温和抬升，但也难见趋势性行情；同时，金融脱媒持续深化发展，注册制逐步落地、建设多层次资本市场、国企改革带来的并购机会、资产证券化扩容等，意味着权益市场一级和一级半市场有良好增长空间。



更多资讯请关注招银资管微信公众号，或一事通信息总汇“资管研究”栏目”

## 目录

<b>海外市场</b> .....	<b>4</b>
黑天鹅冲击下，美国经济保持一枝独秀 .....	4
“川普变量”将对美元与大宗商品带来干扰 .....	4
<b>国内宏观</b> .....	<b>6</b>
宏观经济相对平稳 .....	6
2017 年地产投资大概率是小年 .....	6
2017 年财政政策更加强调“效率”，基建投资料坚挺 .....	7
就业稳定，消费无忧 .....	9
通胀压力不大，CPI 不会出现大幅上行 .....	10
PPI 将呈现前高后低走势，中枢明显抬升 .....	10
CPI 小幅上行，PPI 传导作用有限 .....	10
货币政策将保持稳健中性 .....	13
<b>大类资产展望</b> .....	<b>14</b>
<b>固定收益：谈熊市尚早，但或陷入牛皮市</b> .....	<b>14</b>
资金面是 2017 年债市最大上行风险 .....	14
广谱利率上升风险浮现 .....	16
地方政府性债务应急处置预案对地方债定价的影响 .....	16
信用利差有进一步走阔空间 .....	17
<b>权益市场：股市波动中枢有望温和抬升</b> .....	<b>18</b>
企业盈利与资金风险偏好提升，股市表现料好于债市 .....	18
金融脱媒继续深化，资金将青睐一级和一级半市场 .....	19

## 图表目录

图 1: 美、欧失业率变化 (%)	4
图 2: 欧美日制造业 PMI 指数 (%)	4
图 3: 美国工资通胀螺旋与基准利率 (%)	5
图 4: 美国双赤字与美元指数	5
图 5: 全球投资占 GDP 比重与 CRB 指数 (%)	5
图 6: 主要经济体日均进口原油和原油制品 (千桶)	5
图 7: 土地成交与地产投资增幅 (%)	7
图 8: 限购城市成交面积占全国地产市场比重 (%)	7
图 9: 基建投资一定程度上对冲了制造业和地产投资下滑 (%)	8
图 10: 求人倍率 (%)	9
图 11: 各档次白酒销量占比 (%)	9
图 12: 购车补贴致 1.6 升以下排量汽车销售激增 (%)	9
图 13: 人均可支配收入、支出增速差收窄 (%)	9
图 14: 2017 年 PPI 同比走势预测 (%)	10
图 15: PPI 对 CPI 不存在明显的滞后传导关系 (%)	11
图 16: PPI 回暖推动非食品价格上升 (%)	11
图 17: 猪肉价格与生猪存栏	11
图 18: 猪粮比与能繁母猪	11
图 19: “拉尼娜”事件可能引发冷冬	12
图 20: 近期鲜菜价格超季节性上涨	12
图 21: 2017 年 CPI 同比走势预测 (%)	12
图 22: 央行逆回购加权利率 (%)	13
图 23: 招商银行利率定价模型与 10 年国债收益率 (%)	15
图 24: 资金面主导债市情景下的利率预测 (%)	15
图 25: 3 年期 AAA 和 AA 评级中短期票据信用利差 (%)	17
图 26: 信用利差与资金利率 (%)	17
图 27: 3 年期中短期票据信用利差与国债利率 (%)	18
图 28: 5 年期 AA 中短期票据信用利差与国债利率 (%)	18
图 29: 工业企业利润增幅与沪深 300 同比变动 (%)	19
图 30: 工业企业利润与 6 大发电集团耗煤量变动 (%)	19
图 31: 公司户中长期贷款与股票融资占社融比重 (%)	19
图 32: 股票定向增发规模 (亿元)	19
图 33: 国内私募股权和创投披露的并购金额 (百万美元)	20

## 海外市场

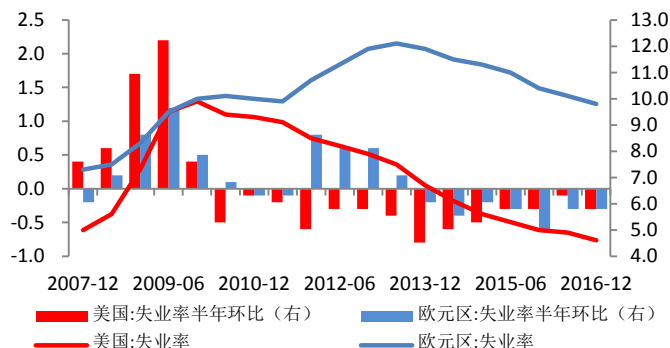
### 黑天鹅冲击下，美国经济保持一枝独秀

2016 年全球经历了诸多黑天鹅事件的冲击，以英国脱欧和川普当选最为突出。从长期来看，这两件事对全球政治、经济的深远影响仍显得模糊不清，但似乎勾勒出这样一幅图景，那就是始于上世纪 80 年代的全球化遭遇了重大挫折，保守主义、孤立主义、民粹主义正在兴起，势必对未来全球经济、金融市场带来更多变量。

全球经济在 2016 年表现大体平稳，没有爆发新的危机，新兴市场至少到目前为止成功抵御住了美元升值带来的冲击。

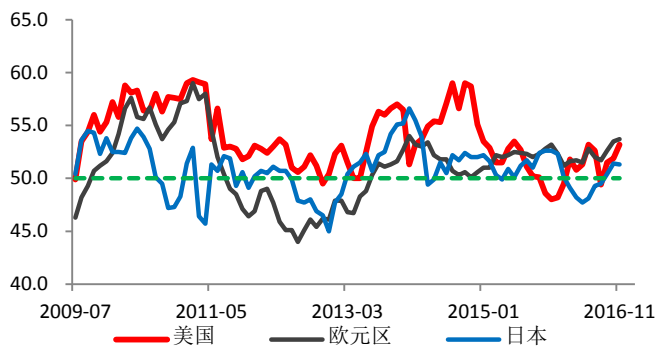
展望 2017 年，预计美国经济将继续保持一枝独秀，引领全球发达经济体，而欧洲、日本的经济形势可能也会出现温和改善，总体来看，2017 年全球经济乐观成分会更多一些。美国强劲的就业和房地产市场令人印象深刻，失业率降至绝对景气水平 4.6%，这使得美联储加息的压力日益加大。川普执政后，如果确实推出大规模减税和基建政策，我们有理由持续看好美国经济。

图 1：美、欧失业率变化 (%)



资料来源：Wind，招银资产管理

图 2：欧美日制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind，招银资产管理

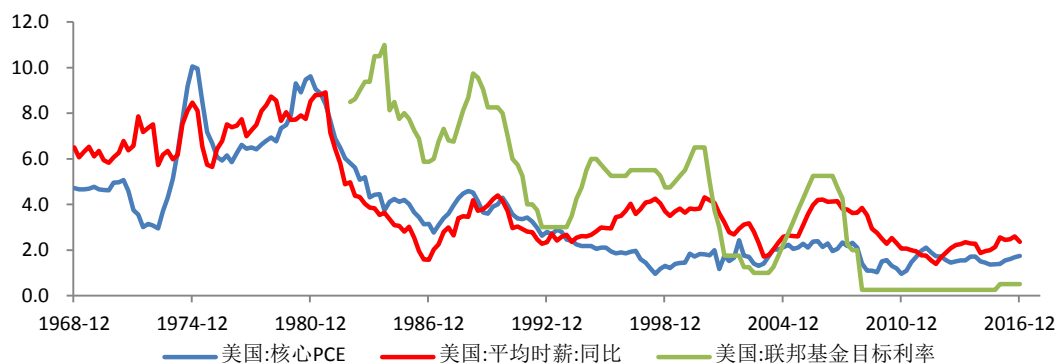
但也存在一些潜在的风险点，比如在以德意志银行和意大利银行业为代表的欧洲银行业风险正在持续上升，德、法、荷等欧洲重要国家明年面临大选，在英国脱欧后，这些国家的意外动向可能对市场带来冲击，另外，美元继续走强的话，新兴市场中某些脆弱的国家，金融风险可能会逐步暴露。

### “川普变量”将对美元与大宗商品带来干扰

按照泰勒法则的指示，美联储应尽快提高基准利率，预计 2017 年基准情景为加息两次，不排除加息三次，这与美联储 12 月加息后政策声明中对 2017 年加息次数的预测相吻合，将使得美元与其他货币的利差优势进一步扩大，从而推动美元强势周期继续。

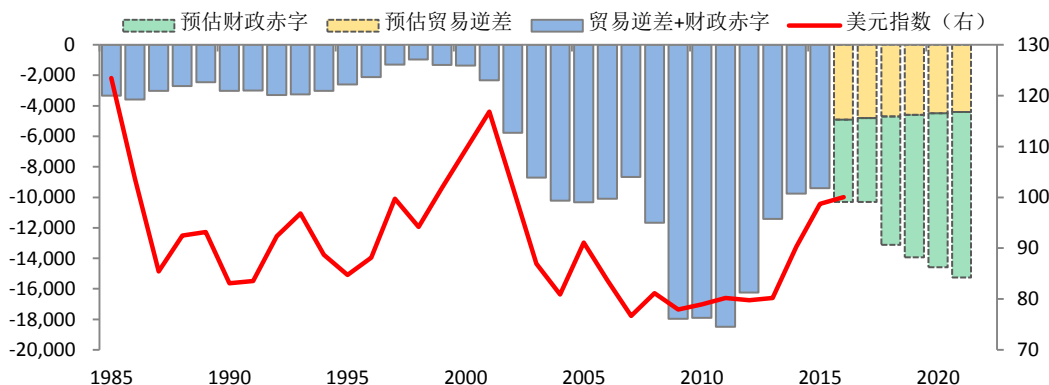
但问题在于，川普激进的减税和扩张性财政政策，势必会导致美国财政赤字规模的扩大，双赤字问题将卷土重来。美元新一轮熊市的重要推手之一即为双赤字，因此，如果双赤字重现，可能会对美元强势周期带来负面影响，从而削弱美元表现，甚至提前终结强势周期。

图3：美国工资通胀螺旋与基准利率（%）



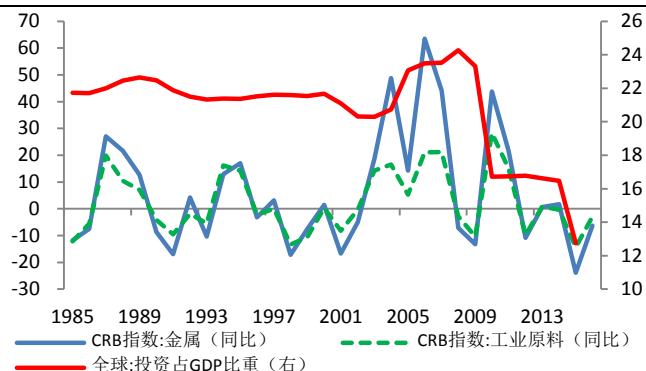
资料来源：Wind, 招银资产管理

图4：美国双赤字与美元指数



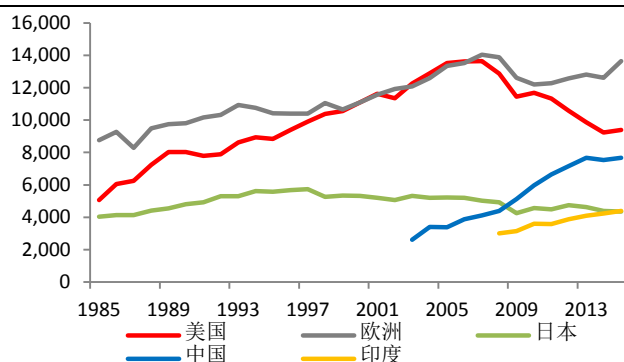
资料来源：Wind, 招银资产管理

图5：全球投资占GDP比重与CRB指数（%）



资料来源：Wind, 招银资产管理

图6：主要经济体日均进口原油和原油制品（千桶）



资料来源：Wind, 招银资产管理

我们大体倾向于认为，在川普正式推出大规模减税和基建方案前，美元加息因素将继续推动美元强势，在方案推出后，随着双赤字再度扩大，美元强势将遭到削弱，但美元被削弱到何种程度，甚至是否会提前终结本轮牛市，则存在

很大不确定性，视乎川普的扩张性政策规模和美国经济受到的提振程度，这也是未来1-2年内美元最大的谜团之一，我们将其称为“川普变量”。

同时，美国大兴基建，势必会提振全球大宗商品需求，大宗商品的左侧窗口或已打开。

因此，我们将上述不确定性称为“川普变量”，这一变量将会对全球汇率和商品市场带来扰动，增加市场的波动性。

但需要注意的是，尽管能源价格有典型的顺周期表现，但川普的能源政策事实上不利于油价，因川普希望增加美国本土能源供给，长期来看对全球能源供需一定会带来冲击。

## 国内宏观

### 宏观经济相对平稳

2017年中国经济仍存在下行压力，内生动力不足，房地产和汽车销售降温风险值得关注，但2016年经济中表现出的积极因素仍将延续，而未来财政、基建将继续发力，同时人口结构带来工资刚性上升，有利于消费稳定和消费升级。

总的来看，2017年宏观经济表现料相对平稳，难现大起大落，经济增速可能落在6.5-6.7%区间，通胀压力略有上升，但不会对宏观决策带来明显干扰，货币政策维持稳健中性，金融降杠杆仍在途中。从长周期来看，中国经济仍处在L型探底过程中，在供给侧、结构性改革取得实质进展前，难言见底。

### 2017年地产投资大概率是小年

10月份超过20个城市密集出台了房地产限购政策，其中部分一线城市为重启限购，部分二三线城市为首次出台限购政策，这为2017年房地产市场前景投下了阴影。

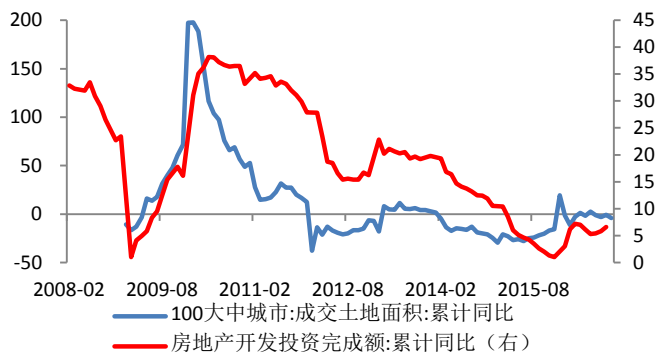
从限购后不多的数据来看，政策收紧尚未对地产市场造成实质性影响，截至11月的楼市销售数据依然十分理想，金融数据中的居民按揭贷款也维持高增态势，房地产投资增速也没有出现明显下滑。

限购政策的影响究竟有多大？限购城市楼市成交面积，大约占到全国总量的15-20%，比重并不高，同时，楼市复苏已经从一二线城市向三四线城市蔓延，因此，中短期内地产销售的情况可能还不会明显下滑。

不过，如果从100大中城市土地成交面积来看，情况就没有那么乐观了，事实上在限购政策出台前，土地成交同比就没有回到正增长，这意味着2017年的房地产投资后劲不足，大概率为小年，地产投资增速将出现回落，从而拖累总体投资。

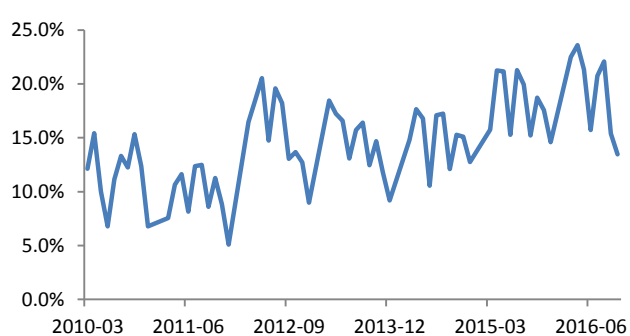
2017年的房地产市场将继续分化，限购城市房价在当地市场“急冻”后可能出现小幅调整，但也不具备大幅下跌空间，中小城市房价可能继续享受大城市带来的外溢效应，但中小城市多数库存过多，房价上升空间也十分有限，大城市房价相对于中小城市显著溢价的局面仍将持续。

图7：土地成交与地产投资增幅（%）



资料来源：Wind, 招银资产管理

图8：限购城市成交面积占全国地产市场比重（%）



资料来源：Wind, 招银资产管理

同时，住宅与商业地产也将出现分化，在2015-16年的景气周期中，住宅库存出现了一定程度的下降，部分热点城市库存下降明显，但全国范围内的商业地产库存仍在继续上升，因此2017年商业地产的库存压力可能会更为突出。

对于中国的房地产市场，我们认为，就全国范围来看，不存在明显的泡沫，但部分大城市无论以绝对价格还是相对价格来看都存在泡沫，这种泡沫的来源并非货币超发或者投机，而是政府对土地供给的限制，也即土地供给端的计划经济与土地需求端市场经济间的尖锐对立，大城市的畸高房价反而是房价在土地供给显著增长前的合理表现，且在土地供给显著增长前，我们不认为大城市的高房价有大幅下跌风险。对于房地产市场的详细分析，可以参考我们此前推出的专题报告《房不剩房还是防不胜防——中国房地产泡沫、风险与前景展望》。

## 2017年财政政策更加强调“效率”，基建投资资料坚挺

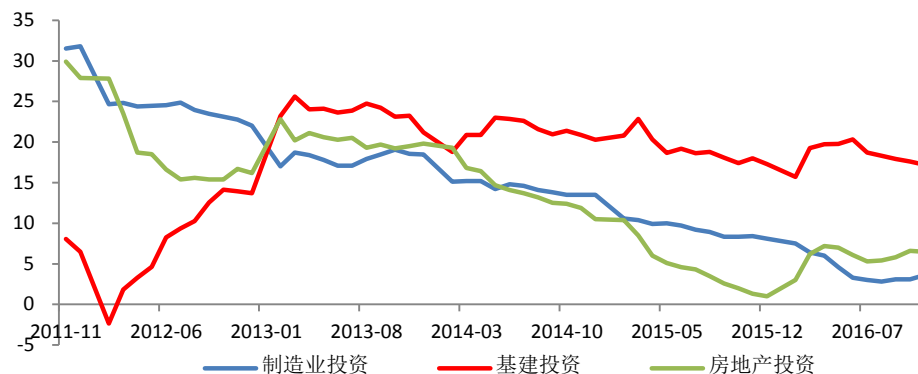
从目前的财政货币政策组合来看，货币政策的边际效用逐渐减弱，财政政策托底经济的效果备受瞩目。截止到2016年11月份，预算赤字达到计划的80.7%，财政支出较去年增长10.4%，财政收入仅增加5.9%，12月是财政支出的大月，同时今年GDP增速较去年下滑，实际赤字率预计将超过今年3%的目标。

2016年“加大力度”的财政政策对基建投资确实起到了提振作用。在房地产投资增速从二季度开始逐渐放缓的背景下，财政支出上半年累计同比达到15.4%，同期基建投资累计同比高达20.3%，成功接力房地产托底经济。随着经济增长在下半年逐渐企稳，财政支出和基建投资力度有所减弱，但仍保持着相对高位。不过，值得注意的是，与4万亿期间基建融资依赖银行贷款不同的是，而本轮基建扩张中，地方政府财政与准财政资金成为了主要的资金来源，财政稳增长意图明显。

展望2017年，同样积极的财政政策将更加强调效率。由于2016年财政赤字总规模已经较大、基数较高，房地产调控后地方政府基金性收入将受到较大

影响，而专项建设基金、城投债、PSL 和 PPP 等准财政资金今年也快速放量，预计明年财政扩张很难超过今年的增速。加上地方政府债务风险仍未有效控制，今年中央经济工作会议去掉了去年“加大力度”和“阶段性提高财政赤字率”这两个明确要求，定调 2017 年的财政政策为“财政政策要更加积极有效”。因此，我们预计明年的财政赤字率目标将在 3%-3.5%，提高财政宽松的“效率”将更为重要，全年基建投资增速或保持在 19% 左右。

图 9：基建投资一定程度上对冲了制造业和地产投资下滑（%）



资料来源：Wind, 招银资产管理

**提高财政资金使用效率。**根据中央经济工作会议要求，2017 年“预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要”。2016 年前 11 个月与去年同期相比，财政收入增速在下降，但税收收入增速却不降反增，其中营业税加增值税同比增长 5.8%，较去年同期 4.2% 也有所提高，政府通过营改增等降低税费的措施作用有限，明年预计将会出台更多的降低税费措施。民生保障方面，民生支出的财政资金使用效率相对较高，汽车购置税优惠政策的成功和整体消费增长的韧性即是较好的印证。尽管在预算内财政支出中，民生相关支出的占比有所上升，但很多都是通过基建投资的形式实现，明年预计非基建类的民生保障支出尤其是消费补贴将会是财政支出的重点领域。

**提高准财政资金使用效率。**专项建设基金、城投债、PPP 等准财政资金大部分投向了政府主导的固定资产投资，虽然政府投资加速有助于短期稳定经济，但对民间投资存在一定的挤出效应。我们预计明年专项建设基金将保持目前的投放力度，全年投放仍在 2 万亿左右，重点将投向供给侧改革鼓励的领域；城投债在债券市场调整及规范地方政府债务的大背景下规模将适度收缩；明年 PPP 有望成为提高准财政资金使用效率的关键，目前 PPP 入库项目超过 10 万亿，但落地的项目规模仅为入库项目总规模的 12%（财政部数据），近期政府大力推进 PPP 项目的资产证券化，提高资金使用效率，明年预计将会有更多提高 PPP 项目吸引力的政策出台，PPP 项目落地的规模和社会资本参与度有望大幅提高。

**提高闲置资金使用效率。**不仅财政资金效率有待提高，减少财政资金的闲置也同样重要。值得注意的是，今年前 11 个月政府存款增加了 2.7 万亿，其中公共机关团体存款增加了 2.9 万亿，机关团体存款余额高达 23.9 万亿元，同比增速为 10.3%，远远超过名义 GDP 增速。政府闲置资金的迅速囤积已使得财政政策的效果大打折扣，这部分闲置资金预计将成为明年政府重点关注的对象。



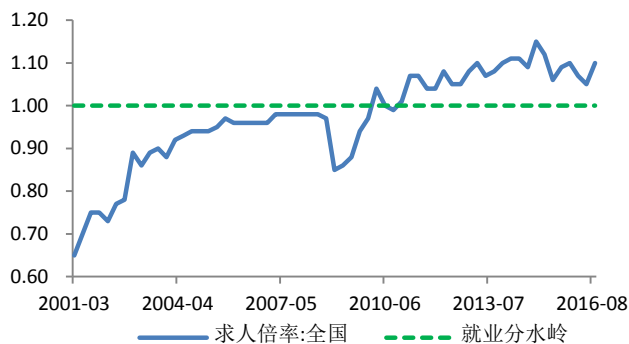
## 就业稳定，消费无忧

消费在 2017 年继续发挥了中流砥柱的作用，不仅对 GDP 的贡献地位继续巩固，而且波动比投资和外贸要小的多。

展望 2017 年，消费有理由对经济继续起到稳定器和安全垫的作用，最主要的原因在于，中国的人口结构继续恶化，劳动力占比持续下降，而第三产业的兴起对劳动力的需求有增无减。从全国范围内的求人倍率来看，没有迹象显示就业市场已经或即将出现恶化，求人倍率稳定的保持在 1.0 上方，这意味着工作岗位多过找工作的人，就业市场的稳定将驱动消费继续增长。

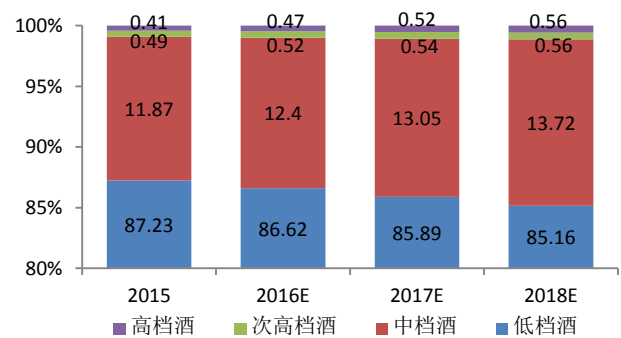
同时，消费升级正在推动消费内部经历一场真正的供给侧改革。在许多消费领域，随着居民收入的提高，消费的升级换代正在自发发生，其中最耳熟能详的故事之一就是白酒行业。在经历了反腐对高端白酒的打击后，依靠富裕人群消费能力的提高，中、高端白酒的市场份额出现上升，低端白酒的市场份额在不断萎缩。

图 10：求人倍率（%）



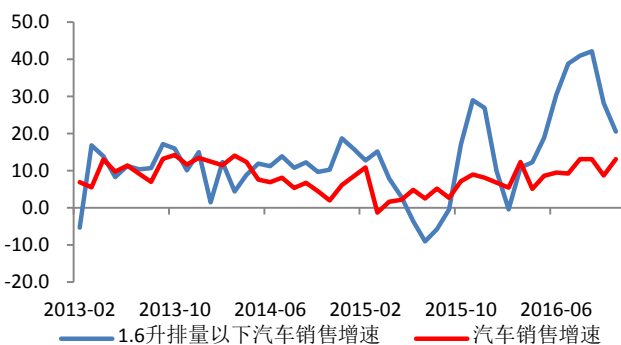
资料来源：Wind，招银资产管理

图 11：各档次白酒销量占比（%）



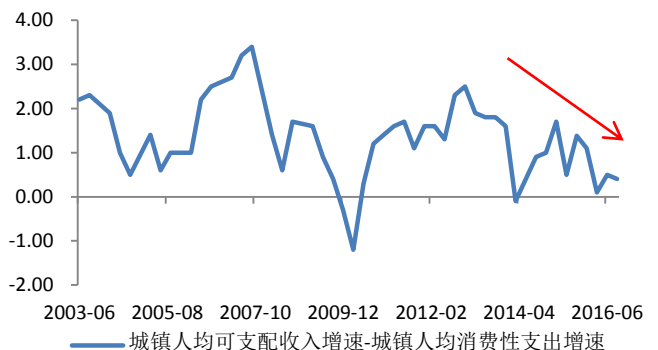
资料来源：统计局，瑞银证券，招银资产管理

图 12：购车补贴致 1.6 升以下排量汽车销售激增（%）



资料来源：Wind，招银资产管理

图 13：人均可支配收入、支出增速差收窄（%）



资料来源：Wind，招银资产管理

但也应看到消费中存在的问题。2016 年消费数据的坚挺，有相当部分贡献来自于汽车销售，而汽车销售高增则主因 2015 年 10 月的 1.6L 以下小排量汽车购置税减半政策，这一政策在 2016 年底到期，如果没有新的优惠政策出台，汽车销量在高基数的基础上出现回落似乎在所难免，而汽车销售几乎占到零售规

模的三分之一，因此单纯由汽车销售回落，可能会在 2017 年拉低总体消费增速 0.4-0.5 个百分点。

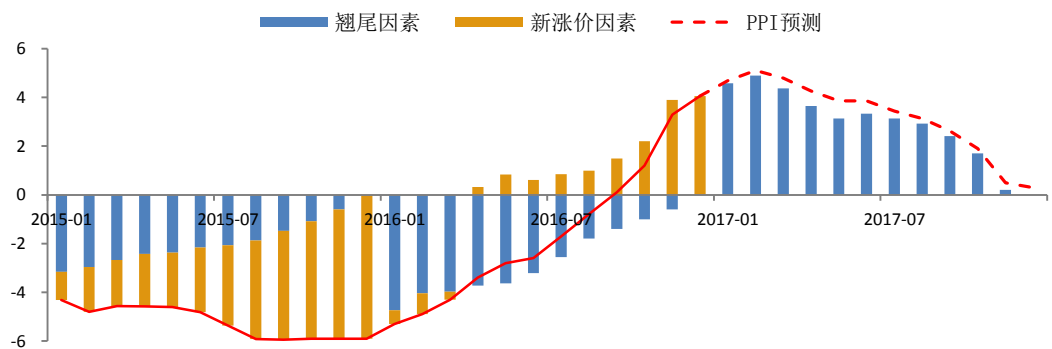
另外，尽管就业市场仍保持稳定，但城镇居民可支配收入增速正在不断下降，与可支配收入增速差日益收窄，两者接近平衡，这表明受到经济疲软影响，居民收入增长乏力，对保持消费持续稳定带来一定挑战。

## 通胀压力不大，CPI 不会出现大幅上行

### PPI 将呈现前高后低走势，中枢明显抬升

2016 年在供给侧改革，去产能背景下，工业品价格出现明显上涨，推升 PPI 同比不断回升。2017 年供给侧改革继续推进，基建投资也有望继续发力，工业品价格将继续得到支撑。

图 14：2017 年 PPI 同比走势预测 (%)



资料来源：Wind，招银资产管理

我们认为明年煤炭政策可能有所松动，不过低库存仍将支撑煤炭价格处于相对高位，但增速将逐渐放缓；原油价格虽然在减产协议达成后大幅上涨，但川普的能源政策，美国页岩油产量上升等因素浮现，预计继续大幅上行的可能性不大；明年钢铁需求端或增长乏力，但在去产能背景和明年煤炭仍处于相对高位的判断下，钢价中枢将小幅上移；房地产下行对有色需求的影响将逐步显现。

由于 PPI 走势主要受煤炭、原油、钢铁、以及有色等大宗商品影响，基于上述主要商品价格走势的判断，我们预计明年上半年大宗商品价格总体仍可能震荡小幅向上；下半年，在经济 L 型走势情形下，大宗商品环比增速或将维持震荡态势。整体上看，PPI 将呈现前高后低的走势，高点在 2 月，有望达到 5% 以上，之后不断下降，全年有望一直维持正值，中枢在 2% 左右。

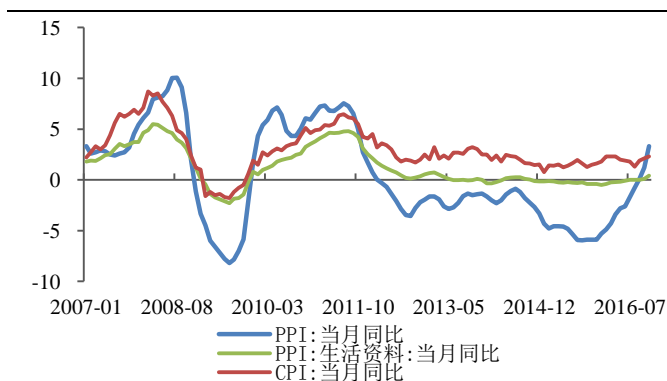
### CPI 小幅上行，PPI 传导作用有限

今年以来，CPI 与 PPI 同比增速裂口逐步收窄，而在明年 PPI 中枢将明显提升的情况下，市场对 PPI 上行导致 CPI 走高的预期不断升温。但我们认为，明年 PPI 对 CPI 的传导作用有限，不会造成 CPI 的大幅上行。

首先，CPI和PPI波动的核心驱动因素不同。PPI的走势与生产资料价格走势基本一致，而CPI的波动主要受食品价格波动的影响，这也是目前CPI、PPI走势背离的主要原因。其次，PPI对CPI不存在明显的滞后传导关系，两者更多的是同期的相关性。不存在滞后传导关系是因为两者的主导因素不同，而相关性主要体现在PPI中的生活资料与CPI之间，作为下游行业价格的体现，两者之间更多的同期变化关系。

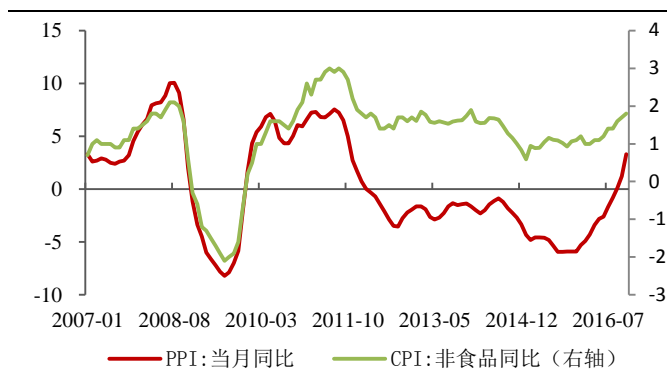
值得注意的是，虽然PPI对CPI走势整体的传导作用有限。但PPI与CPI的非食品价格在2012年之前的走势非常一致，随着大宗商品在2012年之后步入熊市，两者之间的相关关系弱化，但整体变化趋势仍较为相似。明年PPI在2月份到达高点之后预计将逐步走低，因此我们预测明年CPI中的非食品价格同比也会呈现前高后低的走势，全年均值比2016年提高约0.35个百分点。

图 15: PPI 对 CPI 不存在明显的滞后传导关系 (%)



资料来源：Wind, 招银资产管理

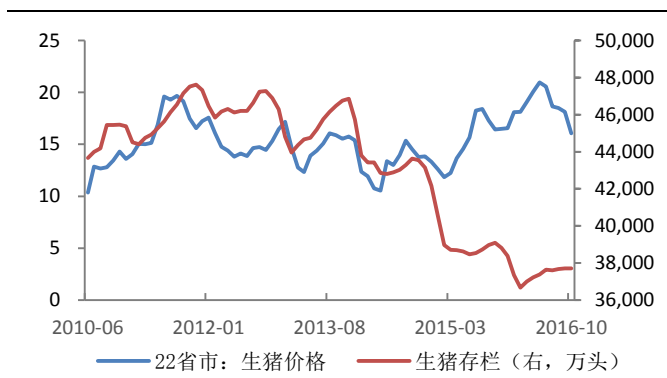
图 16: PPI 回暖推动非食品价格上升 (%)



资料来源：Wind, 招银资产管理

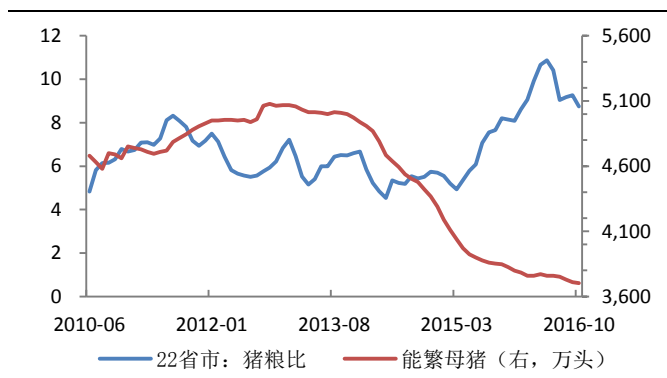
CPI的核心驱动因素是食品价格，其中又主要围绕猪肉和鲜菜展开。虽然猪价大幅上涨，生猪存栏仍处于历史低位，能繁母猪存栏量却不断创新低，预计后续存栏数量仍将维持低位。因此，预计明年猪价走势与季节相关性更强，猪价在上半年将继续高位运行。随着前两个季度补栏逐步上升，猪肉供给在三季度后有望增加，猪肉价格将会随之下行。尽管2017年猪肉价格仍处高位，但是由于今年基数较高原因，猪肉CPI的高点预计出现在明年1月份，随后将在5%左右季节性小幅波动。

图 17: 猪肉价格与生猪存栏



资料来源：Wind, 招银资产管理

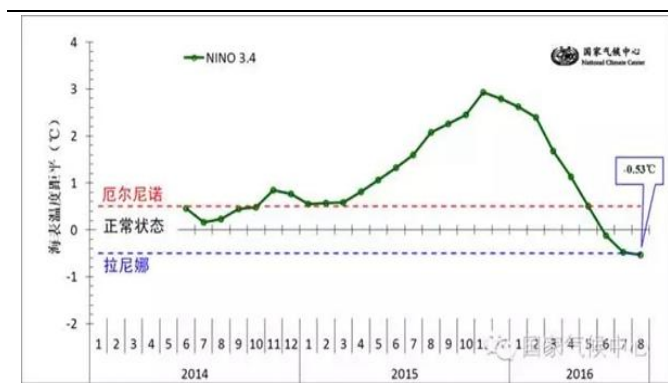
图 18: 猪粮比与能繁母猪



资料来源：Wind, 招银资产管理

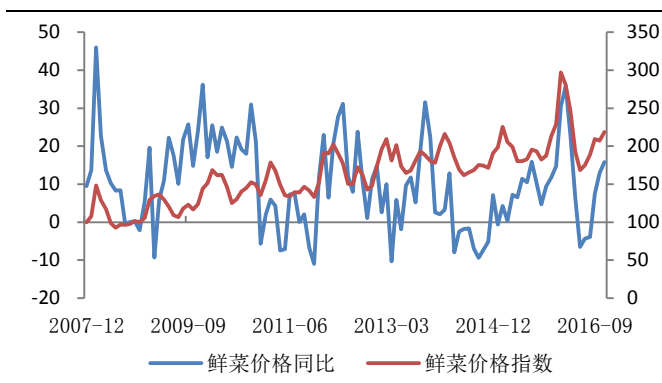
对于鲜菜，今年菜价走高主要原因在于2月份全国遭遇的极寒天气。国家气候中心10月份发布预测称11月份我国将处于“拉尼娜”状态，“拉尼娜”事件出现时，我国易出现冷冬。今年是否会出现冷冬对明年的鲜菜价格及CPI走势有着重要影响，如果出现冷冬，我们预测鲜菜价格将在2017年一季度大幅上涨，但是由于2016年的高基数原因，鲜菜价格同比涨幅高点将出现在二、三季度，对CPI的拉动在0.23左右；如果没有冷冬，鲜菜CPI在2、3月份预计将同比负增长，相应大幅拉低CPI的数值。

图 19：“拉尼娜”事件可能引发冷冬



资料来源：国家气候中心，招银资产管理

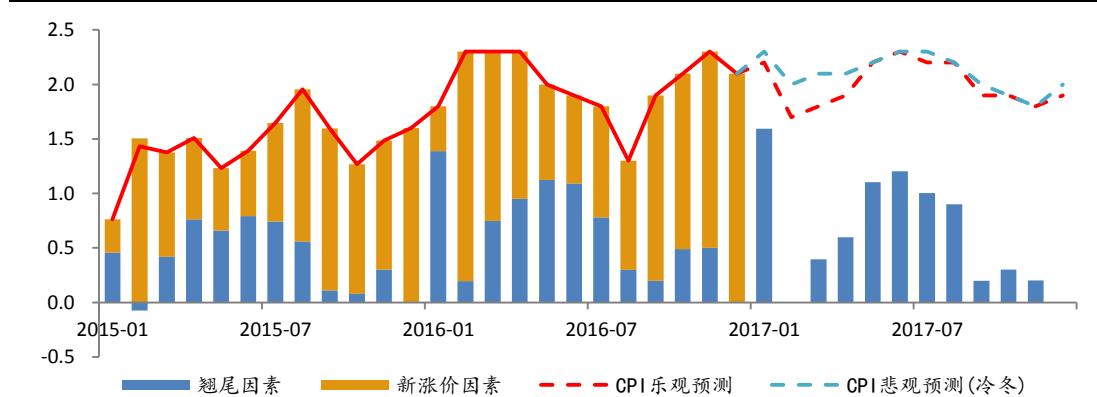
图 20：近期鲜菜价格超季节性上涨



资料来源：Wind，招银资产管理

综合分析，PPI 仅与 CPI 中的非食品价格存在同期的相关性，无明显的滞后传导作用；猪肉价格仍将保持高位，但是由于高基数原因，猪肉 CPI 的高点预计出现在明年 1 月份；鲜菜走势受天气影响较大，如果出现“拉尼娜”引发的冷冬，鲜菜 CPI 中枢将保持与今年一样的高位，没有冷冻则将在 2、3 月份大幅下行。因此，我们预测明年通胀走势受今年基数效应影响，CPI 同比增速在 1 月份和二季度有较大的上行压力，全年中枢约为 2.1%左右，高于今年 2.0% 的平均增速，如果出现冷冬，则会出现明显的前高后低走势。

图 21：2017 年 CPI 同比走势预测 (%)



资料来源：Wind，招银资产管理

## 货币政策将保持稳健中性

2017年货币政策将保持稳健中性，在防风险和稳增长间取得平衡，在经济未能实质企稳前，货币政策不存在收紧空间，然而流动性冲击若持续，也不能排除降准的可能。

中央经济工作会议定调2017年货币政策为“保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定。”其中，自2013年以来首次提出“稳健中性”这一说法。

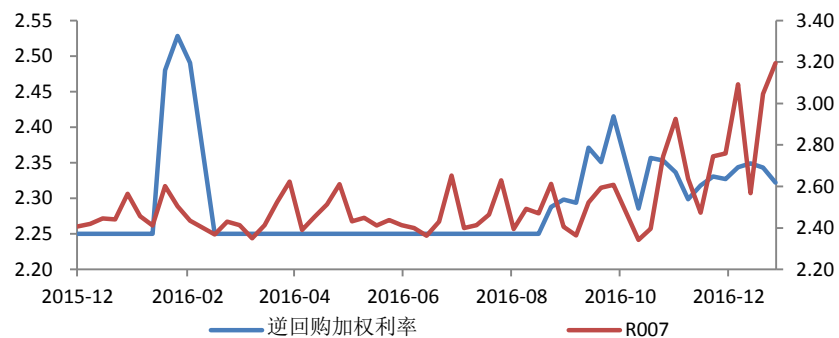
以前稳健但灵活的政策定调，实际执行政策弹性较大，可以偏宽松也可以收紧。但是，2016年10月份以来，银行间利率、国债收益率大幅上行，以及央行公开市场较多投放中长期资金、抬高资金综合利率等，已经显露适度偏紧的政策取向。

2017年“稳健中性”的货币政策重要出发点是货币供应方式出现新的变化。外汇占款下滑已经常态化，与外汇占款减少相伴生的基础货币缺口，是这两年央行不断降准的主要逻辑。2016年新增基础货币投放超过2万亿，但外汇占款流出却超过2.5万亿，今年前11个月央行通过公开市场操作等工具投放的基础货币接近5万亿，弥补了基础货币投放缺口。

然而，明年外汇流出形势仍不容乐观，加上约4.2万亿左右的公开市场操作投放到期，明年基础货币投放的压力只增不减，降准的逻辑依然成立。

2016年下半年以来，央行始终没有用降准来对冲外占下滑，主要是基于对房地产价格上涨过快、债券市场高杠杆、人民币贬值等多方面考量。2015年以来房地产市场火爆行情以及金融加杠杆大幅推高了货币乘数，使得今年在基础货币投放压力非常大的情况下，M2仍保持在11.5%左右的增速。明年房地产投资与销售增速大概率将回落，债市杠杆也有望得到控制，货币乘数上升的趋势或将逆转，在“稳健中性”的货币政策基调下，2017年M2的增速预计不超过12%。

图 22：央行逆回购加权利率（%）



资料来源：Wind，招银资产管理

流动性方面，2017年“稳健中性”的货币政策目标是“维护流动性基本稳定”，加上货币乘数的逆转趋势，市场流动性将面临诸多挑战。今年以来债市“加

杠杆、搏收益”的逻辑愈演愈烈，央行开始反思过窄的“利率走廊”可能会助长金融体系风险，流动性操作出现明显的变化就是锁短放长和加价不加量。

但是，且不说巨量的公开市场投放极其考验央行的操作能力，这种方式大幅抬高了银行获取基础货币的成本，增加商业银行盈利压力，同时也不利于稳定银行获得长期资金的预期，在实体经济需求持续低迷的情况下，银行资金“脱虚向实”短期内仍然很难实现，而金融市场的波动性反而会进一步上升。

展望 2017 年货币政策，受地产调控政策的影响，地产对经济的支撑作用大幅下降，而全球多数经济体复苏缓慢也制约外需，明年经济尤其是下半年的下行压力依然较大，稳增长仍是央行的一个重要目标。

不过，明年的经济增长目标预计将进一步弱化，央行会把防控金融风险放到更加重要的位置，在就业压力相对较小的情况下，传统的稳增长、稳物价、稳汇率加上防风险将成为央行货币政策的 4 大目标。

明年上半年预计以“防风险+稳汇率”为主，一季度稳汇率的任务比较重，货币政策中性偏紧；下半年预计以“稳增长+稳物价”为主，其中三季度物价有一定压力，下半年不排除降准的可能性，尤其是对三农、小微等方向的定向降准，同时明年的货币宽松预计将更多的通过支持财政以及准财政资金投放的方式展开。

## 大类资产展望

### 固定收益：债市有底，但或陷入牛皮市

#### 资金面是 2017 年债市最大上行风险

2016 年年末，各种利空不断，固收市场如惊弓之鸟，各品种纷纷暴跌，对于 2017 年的利率水平，市场悲观预期在不断上升。

对利率走势，我们三个观点：

1、央行降杠杆是债市暴跌的直接导火索。

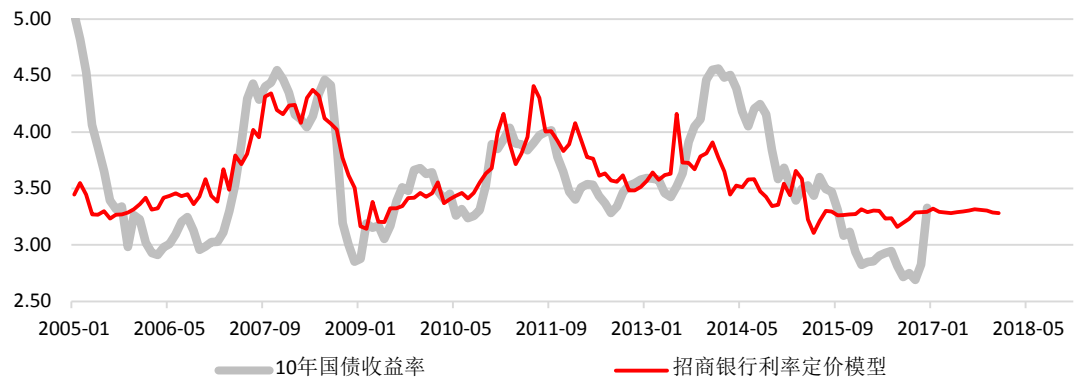
自监管提出金融降杠杆以来，除了针对债市、理财等出台政策外，一个很重要的变化是不断提高公开市场投放的成本，即通过重启 14 天以上更长期限逆回购，通过拉长 MLF 投放期限等“锁短放长”的手段，事实上提高了公开市场投放的加权利率，导致期限错配难以为继，机构开始被迫降杠杆。资金紧张且贵的局面，逐渐发酵为对同业理财、货基、债基、委外的持续赎回，导致被动抛售债券，进而为了弥补流动性和亏损主动抛售债券，最终发展为恐慌性踩踏。

2、利率回归波动中枢是本轮暴跌的根本驱动力。

根据招商银行利率定价模型，可以发现，自 2015 年年末起，10 年期国债利率的波动中枢维持在 3.1-3.3% 区间，而 2016 年前三个季度的牛市，导致利率过

度下行，目前的暴跌恰好推动利率向波动中枢回归，也即利率回归波动中枢是本轮暴跌的根本驱动力，而此前机构加杠杆的行为可能推动了债市过度上涨。

图 23：招商银行利率定价模型与 10 年国债收益率 (%)

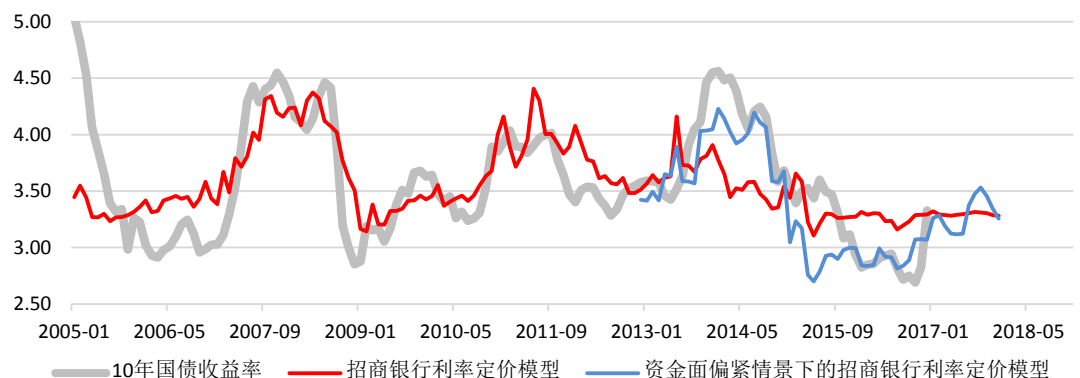


资料来源：Wind, 招银资产管理

### 3、2017 年利率最大的上行风险来自于资金面持续偏紧。

单纯从招商银行利率定价模型来看，目前 10 年国债已经大体回到了波动中枢附近，2017 年未必很悲观，但央行去金融杠杆的力度确实对我们把握利率走势带来了很大困扰，这是明年利率市场的最大变量。

图 24：资金面主导债市情景下的利率预测 (%)



资料来源：Wind, 招银资产管理

我们预计 2017 年经济增长将大体保持平稳，政府经济增长目标估计维持在 6.5%，实际增速落在 6.5-6.7% 区间，通胀目标估计仍定在 3%，但全年 CPI 中枢在 2.1% 左右，M2 增速目标为了呼应金融降杠杆，可能定在 12%，比今年稍低，实际增速预计变动不大。可以认为，与 2016 年相比，2017 年经济增长、通胀、M2 三者总体变动有限，不会出现大起大落，这意味着这三项变量在利率定价中的表现为中性，结论指向利率大体保持稳定，10 年国债的波动中枢可能在 3.2% 附近，波动区间或为 2.8-3.4%，将陷入典型的牛皮市。

但是，利率水平的上行风险来自于资金利率。2013 年钱荒后，资金面对债市的影响力显著上升，对此，我们在利率定价模型中模拟了 2017 年全年资金偏紧的情景，这一情景显示，如果资金面持续偏紧，10 年国债利率可能会继续上行至 3.5% 附近。

无论哪种情景，都显示债市难现单边牛市，躺着赚钱的日子不再来，但也不会进入典型的熊市。波段操作可能是提高投资收益的方法之一，考虑到CPI在春节后将显著走低，预计春节后市场有上行机会，而若央行持续推进去杠杆，则时间窗口可能会推迟到下半年才会出现。

## 广谱利率上升风险浮现

央行降杠杆的初衷可能是为了限制金融机构的期限错配，防止资金在金融体系中过度空转，降低系统性风险，但从目前情况来看，金融降杠杆也引起了一些问题。

首先，金融加杠杆的根本原因是资产荒，即实体资产回报率的下降，迫使资金加杠杆以寻求收益，如果资产荒不解决，资金加杠杆的冲动将难以抑制，一味去杠杆可能出现按下葫芦浮起瓢的局面，资金可能在大类资产中更加快速的轮动，反而不利于金融市场的稳定。

其次，在股市泡沫于2015年挤出后，目前金融降杠杆主要指向债券市场，但债券市场本身的杠杆并不高，特别是占主体地位的银行间市场，杠杆十分有限，过度挤压杠杆未必能达到预期效果。

第三，也是最关键的问题，降杠杆的度如何把握？如果力度过大，导致金融机构在债券市场出现踩踏式的大规模抛售和赎回产品，则很可能会带来广谱利率的全面上升，这对刚刚企稳的实体经济而言显然不利。

事实上，随着债券利率的飙升，企业发行债券融资的成本已经大幅上升，也有大量企业暂停或推迟发债融资，而银行同业存单和理财产品利率的上升，都会加大银行负债端成本的压力，最终迫使银行提高资产端投放的价格，可以认为，当前除了银行信贷和民间融资利率尚未有明显变动外，其他市场利率均出现显著提升，广谱利率抬升的苗头已经显现。

一旦广谱利率上升势头蔓延，对刚刚企稳的实体经济而言是难以承受的，经济企稳将遭遇倒春寒，同时，融资成本的上升不利于信用风险的化解，无论是存量债务还是新增融资，成本上升都可能倒逼信用风险上升，届时，为了降低系统性风险而推出的金融降杠杆政策，可能反而导致系统性风险出现集中释放。

## 地方政府性债务应急处置预案对地方债定价的影响

11月14日，国务院办公厅发布《地方政府性债务风险应急处置预案》，《预案》的内容与43号文一脉相承，其目的在于规范地方政府融资行为，并表示存量担保债务和存量救助债务不属于政府债务，地方政府对其举借的债务负有偿还责任。由于明确了中央不救助的原则，地方债与国债、各省地方债之间的溢价将拉大，而城投债的信用利差预计将受到更大冲击。今后，地方债及城投债定价需要更加关注地方的财政实力，而城投债的神话有被打破的风险，城投平台违约也并非不可能，对地方政府及城投平台的挑选愈发重要。

其中，部分债务率较高的地区值得高度警惕，根据财政部的审计结果，2015年底，有100多个市本级、400多个县级的债务率超过100%，少数省份债务率



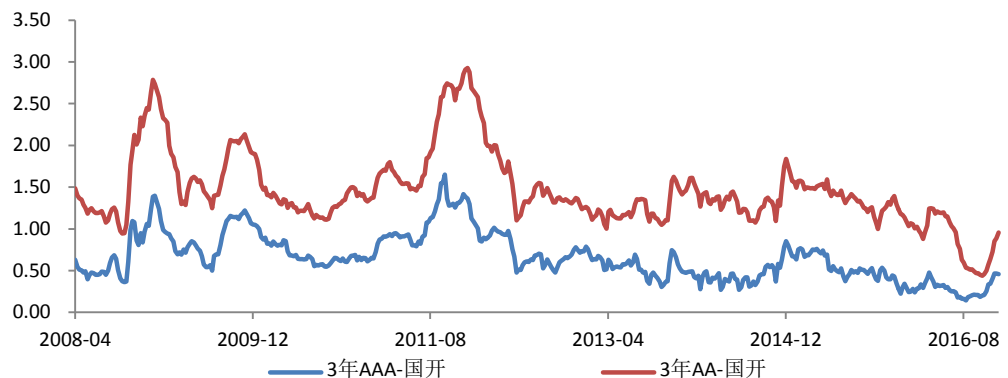
也已超过 100%。从各省份已公布的前三季度财政收入数据来看，多地财政增速明显放缓，其中山西、辽宁财政收入呈现负增长，地方收支缺口矛盾日益突出。这些债务率较高的地区，随着地方政府债务的不断规范，违约风险明显上升，尤其是 2014 年以后的新增且未纳入地方政府债务的部分。

### 信用利差有进一步走阔空间

2016 年信用利差降到了史无前例的低水平，但利差从 4 季度开始拉宽。很显然，此前如此低的信用利差是难以持续的，意味着利差保护极弱。

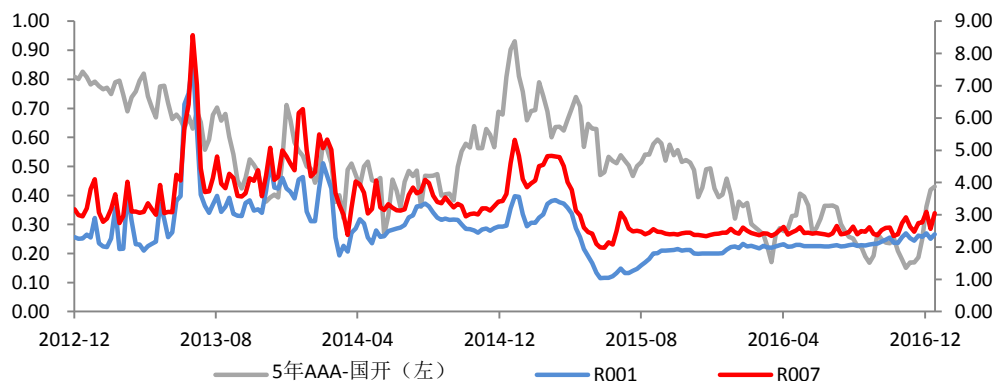
很显然，中国的信用利差并不反映信用风险。由于刚性兑付的长期存在，当经济疲软时，市场预期政策将会宽松，因此无论利率债还是信用债，都是安全资产，均处于鸡犬升天的状态。尽管 2014 年后，中国债券市场的违约风险在逐步暴露，但离打破刚性兑付仍有距离，因此信用利差对信用风险的反映，更多的集中于某些低评级券种，在可预见的阶段内，总体的信用利差对信用风险的反馈仍将是不充分的。

图 25：3 年期 AAA 和 AA 评级中短期票据信用利差 (%)



资料来源：Wind, 招银资产管理

图 26：信用利差与资金利率 (%)



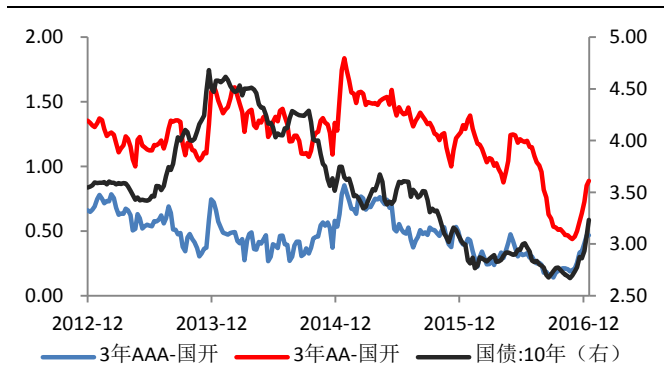
资料来源：Wind, 招银资产管理

过去多年以来，信用利差在中国更多的表现为资金松紧问题，即资金面宽松时，信用利差收窄，资金面紧张时，信用利差拉宽。其背后的驱动原因或许在于，资金面宽松会刺激投资主体进行更多融资来买入高票息的信用债，而紧张

时融资难以为继，同时，资金紧张时通常对应着经济景气时期的货币政策收紧和融资需求高涨，从而对信用债带来压力。

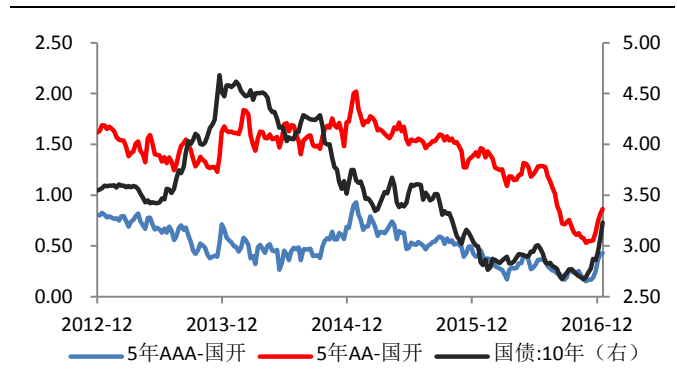
但是，2015年夏季后，央行对货币政策愈发转向价格调控，并构建利率走廊，在相当长的阶段内，资金利率表现相当平稳，这使得以往资金面对利差的指导意义严重下降。不过，随着4季度后资金利率的逐步抬升，信用利差已经再次开始拉宽，或许，资金面已经恢复了对信用利差的指导作用。2017年资金面预计大概率维持紧平衡，这令信用利差有持续拉宽的动力。

图 27：3 年期中短期票据信用利差与国债利率 (%)



资料来源：Wind, 招银资产管理

图 28：5 年期 AA 中短期票据信用利差与国债利率 (%)



资料来源：Wind, 招银资产管理

由于前述信用利差对信用风险反映不充分，以及与资金面同步的特点，使得在债券牛市时，信用利差收窄，债券熊市时，信用利差拉宽。

2017年债市较大可能在目前水平维持牛皮市，因此信用利差走阔的趋势料尚未结束，有进一步拉宽的空间，直到利差保护较为充分，修正才能告一段落。

## 权益市场：股市波动中枢有望温和抬升

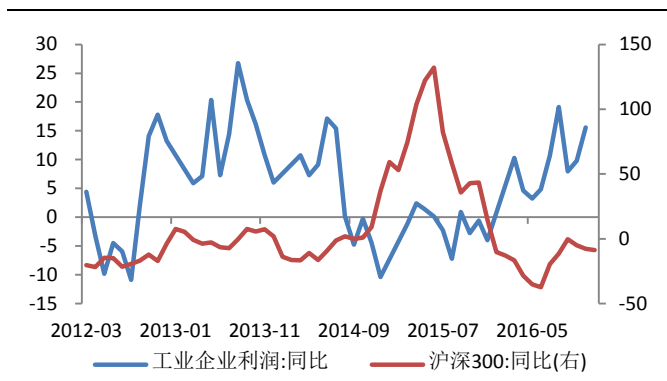
### 企业盈利与资金风险偏好提升，股市表现料好于债市

我们认为 2017 年权益市场特别是二级市场将受益于企业盈利改善及资金风险偏好的被动提升，整体表现将好于固收市场。

实体经济盈利是股市上涨的根本驱动力，这一点无论在中国股市还是欧美股市都得到了长周期的验证。2016 年下半年后，工业企业利润开始出现改善，主要受惠于低基数效应和 PPI 转正对企业盈利的带动。

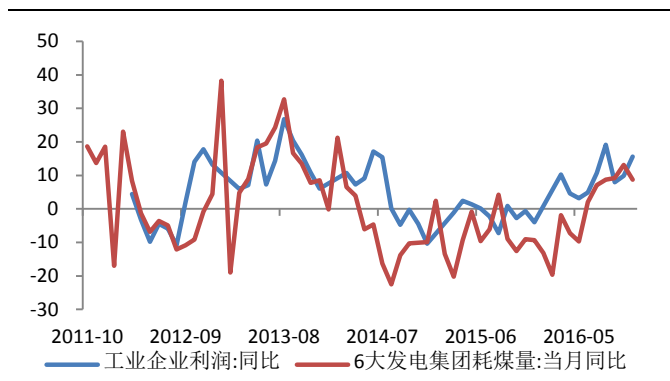
展望 2017 年，实体经济利润仍有望温和增长，上半年 PPI 保持较强劲增长，继续有利于上游工业企业利润，同时供给侧改革向纵深推进，对调结构、环保等领域的诉求，将使政策对化解过剩产能保持高压姿态，有利于持续去产能去库存，工业企业利润总体有望维持增长。同时，煤炭价格的涨跌与工业企业利润保持较高的一致性，目前来看，虽然煤炭价格近期有小幅下跌，但总体势头仍好，这也预示工业企业利润向好。

图 29：工业企业利润增幅与沪深 300 同比变动 (%)



资料来源：Wind, 招银资产管理

图 30：工业企业利润与 6 大发电集团耗煤量变动 (%)



资料来源：Wind, 招银资产管理

但是，中国经济下行压力依然存在，特别是房地产面临小年，内需难见大幅增长空间，川普上台后可能导致中国外需环境收紧，这也决定了 2017 年实体经济利润只能是保持温和改善态势，而非强劲增长或报复性反弹。

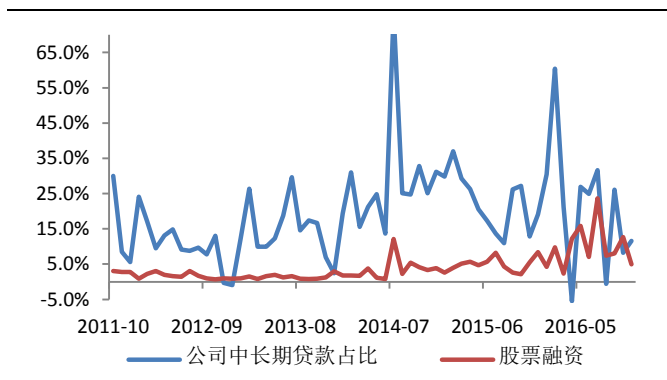
因此，从利润角度而言，2017 年股市有望出现温和增长，波动中枢料小幅抬升，但亦难见趋势性行情。

另一方面，随着资产荒的持续推进，固收市场的剧烈波动，以及房地产投资热度降温等因素，预计资金风险偏好将会出现被动提升，即为了获得更高的投资回报，资金承担更大风险的意愿将会上升。实际上，这一趋势在 2016 年已经有所表现，预计 2017 年表现的会更为明显，通过广义基金等方式进入股市的增量资金将对权益市场带来正面作用。

### 金融脱媒继续深化，资金将青睐一级和一级半市场

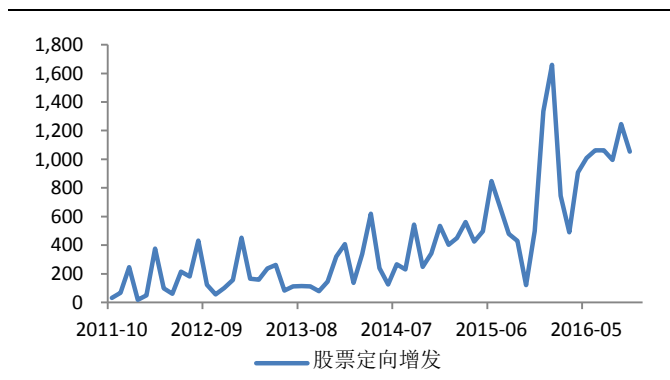
金融脱媒在 2016 年继续发展，表外替代表内趋势愈演愈烈，以信贷为代表的传统融资模式占比进一步降低，如果不是按揭贷款接棒银行信贷的话，单纯看公司户中长期贷款占社会融资的比重已经降至非常低的水平，而同期境内企业通过股票、债券等形式融资的占比则有了显著提升。

图 31：公司户中长期贷款与股票融资占社融比重 (%)



资料来源：Wind, 招银资产管理

图 32：股票定向增发规模 (亿元)

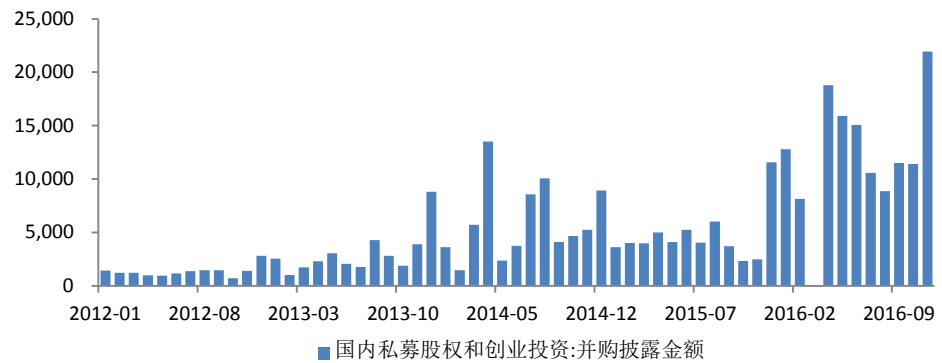


资料来源：Wind, 招银资产管理

尽管金融监管政策不断收紧，有可能对金融脱媒带来阶段性的掣肘，但从国外的发展经验来看，中国的金融脱媒并不是过头了，而是尚不充分。

国内注册制逐步落地、建设多层次资本市场、国企改革带来的并购机会、资产证券化扩容等，都为权益市场带来了巨大发展空间。在资金风险偏好被动提升的背景下，积极参与权益一级、一级半市场，预计股权投资、并购融资、围绕上市公司的全流程融资等领域，将会吸引大量资金参与介入。

**图 33：国内私募股权和创投披露的并购金额（百万美元）**



资料来源：Wind, 招银资产管理

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行资产管理部书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行资产管理部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有。保留一切权利。

## 招商银行资产管理部

	深圳	上海
地址	深圳市福田区深南大道7088号招商银行大厦4F（518040）	浦东新区陆家嘴环路1088号招商银行上海大厦15F（200120）
电话	0755-83073056	021-58330720
邮箱	chenzheng123@cmbchina.com	sunxinxin@cmbchina.com
传真	0755-83195125	021-50461851