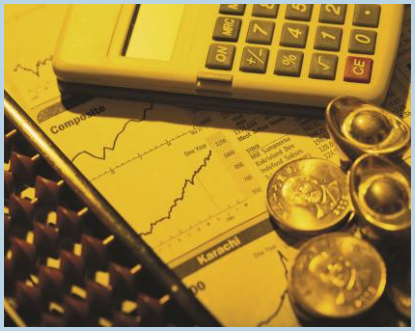
2017 年宏观年报

通胀的矛与盾



智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

张一伟 010-63032869
zyw89@nawaa.com
Z0010392

助理研究员：
张元桐 010-83168383
zhangyuantong@nawaa.com

章睿哲 010-83168383
zhangruizhe@nawaa.com

摘 要

在经历了历史上前未有过并如此强大的货币宽松之后，全球主要国家仍未有效摆脱“通缩”的阴影，但“通胀”的信号似乎已经开始传播。今年全球主要国家通胀的上行始于 9 月份，9 月份各主要国家 CPI 均创近两年新高，先是受到英镑大幅贬值的影响带动英国通胀开始上行；随后欧元区、美国紧随其形。究其原因，美国总统大选及债券市场价格的塌陷、英国的脱欧、大宗商品价格的暴涨都出现了推手的迹象。

展望 2017 年，美国新总统川普即将推广其似乎不太现实的“美国四万亿建设”财政刺激计划，并把制造业拉回美国，美国债券市场的瓦解和股市的让人坠心的高涨，都使得市场越来越担心通胀的到来。这使得大宗商品及资本市场摇摆不定。美元在加息的利好下经济“一骑绝尘”，越跑越远；欧元、日元及其他非美货币似乎调入无底深渊；人民币明年如果能在国内经济企稳的情况下似乎比其他货币更能对抗一下美元。

目录

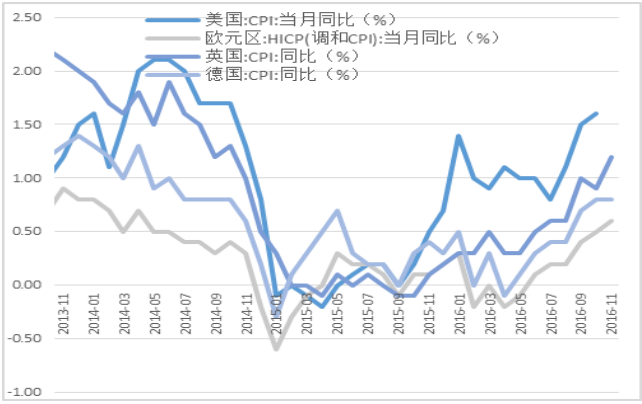
第 1 章 全球通胀的表象 3
1.1 主要国家通胀创两年新高 3
1.2 大宗商品价格持续上涨 3
第 2 章 刺激通胀的短期因素 4
2.1 全球经济呈现复苏迹象 4
2.2 中国供给侧改革叠加人民币贬值 5
2.3 美国财政扩张预期 8
第 3 章 抑制通胀的长期因素 9
3.1 财政扩张知易行难 9
3.2 人口老龄化和劳动生产率的下降 10
3.3 全球化倒退将导致贸易风险长期存在 11
第 4 章 大类资产的波动加大 13
4.1 大宗商品的“供给侧改革” 13
4.2 其他类大类资产 13
第 5 章 汇率 VS 通胀 14
5.1 美元时刻 14
5.2 难兄难弟：ECB and BOJ 16
5.3 公投之后 英镑进入分水岭 19

第1章 全球通胀的表象

1.1 主要国家通胀创两年新高

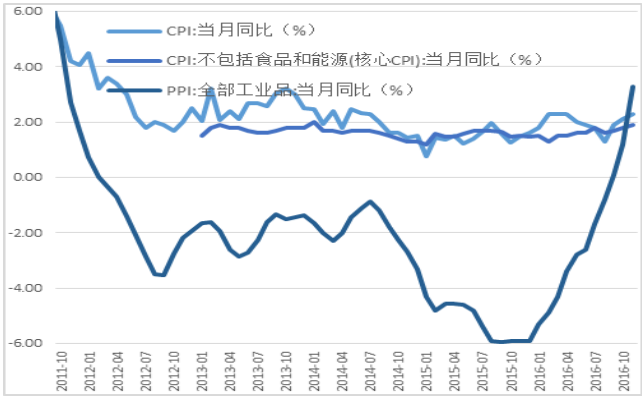
今年全球主要国家通胀的上行始于 9 月份，9 月份各主要国家 CPI 均创近两年新高，受到英镑大幅贬值的影响，英国 9 月 CPI 同比增长 1%，创 2014 年 11 月以来新高，而其他货币贬值冲击较小的国家 CPI 也大幅上升，欧元区 9 月 CPI 同比增长 0.4%，创下 2014 年 8 月份以来新高，美国 9 月 CPI 同比增长 1.5%，创 2014 年 10 月以来新高。之后各国 CPI 涨幅持续扩大，美国 10 月份 CPI 和 PPI 同比涨幅继续扩大，但环比增速有所回落，这与 9 月底至今美元大幅升值和近期国际大宗商品价格上涨停滞有较大关系。欧元区 11 月份通胀继续创新高，英国 CPI 环比和同比增速均比上月回落了 0.1 个百分点，总体而言英国 CPI 上涨幅度弱于预期，但是 PPI 和进口价格大幅上升，反映了英镑贬值对其国内大宗商品价格的直接影响。国内 CPI 上涨较为温和，但是 9 月份以来 PPI 涨幅接连创五年新高，11 月份核心 CPI 涨幅也创 2014 年以来新高。

图 1.1.1 全球主要国家和地区通胀情况



资料来源：WIND 南华研究

图 1.1.2 国内通胀情况



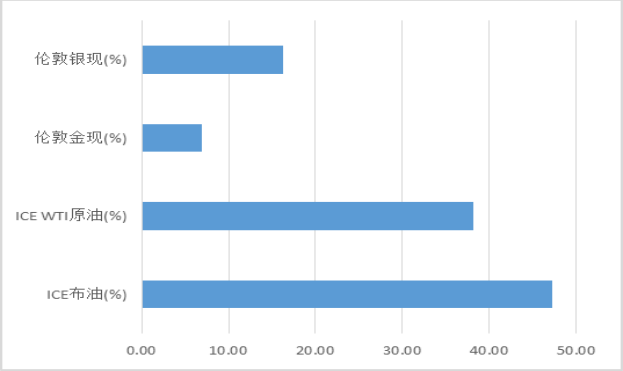
资料来源：WIND 南华研究

1.2 大宗商品价格持续上涨

2016 年，包括黄金、白银和原油等在内的国际大宗商品均有较大幅度的上涨，CRB 现货指数全线上涨，除纺织和食品现货涨幅在 10%以下之外，其他现货商品的涨幅均在 10%以上。

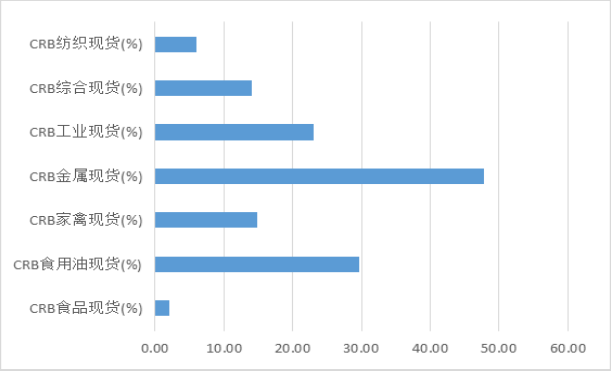
国内大宗商品更是出现了波澜壮阔的大牛市，截至目前为止，南华商品指数的涨幅已经比 2009 年推行 4 万亿刺激计划时的涨幅更高，包括煤炭、螺纹钢、铁矿石、聚丙烯、锰硅等在内的商品指数均录得超过 50%的涨幅。大宗商品的上涨，势必会以生产成本的方式传导至消费品的供给端，从而导致消费品价格的上涨和通胀的走高，假如企业投资需求上升并不断扩大生产，那么 PPI 上涨会迅速传导至 CPI，如果企业生产积极性不足，那么 PPI 向 CPI 的传导会较为缓慢，从这一角度来看，在目前商品涨势如此凶猛的情况下，消费品价格的走高只是时间和程度的问题。

图 1.2.1 2016 年国际贵金属和原油涨跌幅



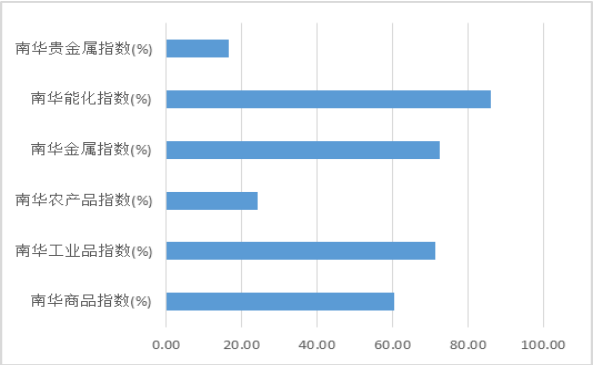
资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.2 CRB 现货指数涨跌幅



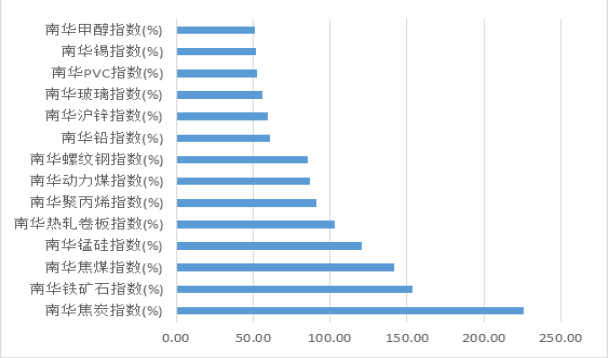
资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.3 南华大类商品指数 2016 年涨跌幅



资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.4 国内主要商品品种 2016 年涨跌幅



资料来源：WIND 南华研究

第2章 刺激通胀的短期因素

2.1 全球经济呈现复苏迹象

截至 2016 年 11 月份，全球经济景气度持续回升。美国制造业 PMI 指数受零售保持强劲和财政扩张预期的影响继续改善，非美国家受到货币贬值和大宗商品价格上涨的影响，包括欧元区和中国在内的国家经济景气度均创两年来新高。

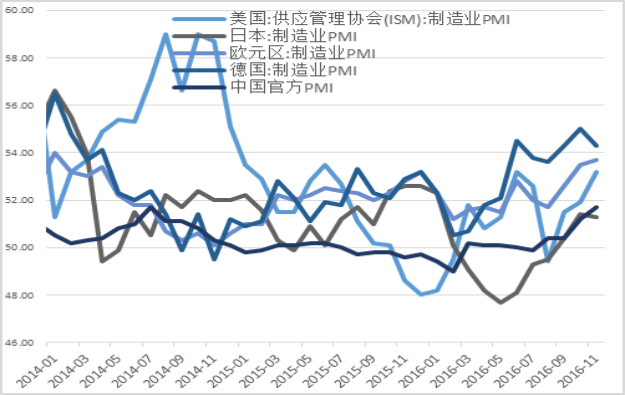
欧元区 11 月份制造业 PMI 为 53.7%，比上月上升了 0.2 个百分点，创 2014 年 1 月以来新高，主要受新订单大幅上升的影响。意大利、西班牙、爱尔兰和奥地利等国家经济景气度持续走强，而德国和法国的制造业 PMI 略为下滑。受欧元贬值的影响，欧元区出口下滑的态势有所扭转，8 月份出口同比增速创 1 年新高，德国 8 月份出口增速创 2014 年 9 月以来新高，同时大宗商品价格上涨叠加欧元贬值也对欧元区的原材料进口价格造成了较大影响，11 月份欧元区通胀继续上升，创 2014 年 4 月以来的新高。

美国 11 月份 ISM 制造业 PMI 录得 53.2%，与年内最高值持平。分类来看，生产、新订单、新出口订单 PMI 继续上升，就业指数略为下滑。结合 11 月份消费者信心指数创金融危机以来新高的情况来看，特朗普当选之后美国国内的乐观情绪确实在全面上升。

除了对未来经济的乐观预期之外，美国实体经济投资似乎也有明显起色，工厂订单环比增长波动较大，但是从 3 个月移动均值来看，目前的工厂订单和耐用品订单增长已经回升到 2012 年的水平。巧合的是，德国 10 月份工厂订单环比超预期增长，环比增速创 2014 年 7 月份以来新高，日本 10 月份核心机械订单也超预期增长，这似乎意味着美国财政扩张预期和工业订单有所起色也拉动了德国和日本的订单增长，解释了美日德近期股市同步大涨的部分原因。

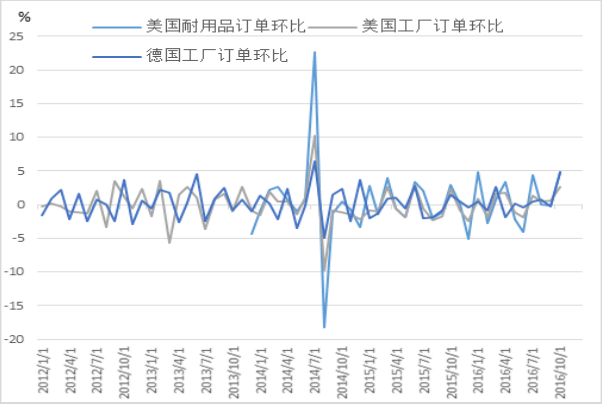
中国 11 月份官方 PMI 继续上升，创 2014 年 7 月以来新高，财新 PMI 与上月相比略为下滑，但仍在荣枯线以上。分类来看，11 月份除产成品库存、供货时间和生产经营活动预期 PMI 下降之外，生产、新订单、新出口订单、采购量、进口和原材料购进价格 PMI 环比继续增长，其中原材料购进价格 PMI 比上月上升了 5.7 个百分点，创 2011 年 3 月以来新高，目前已经连续 5 个月大幅上升。

图 2.1.1 全球主要国家经济景气程度



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.2 美德工厂订单环比增长情况



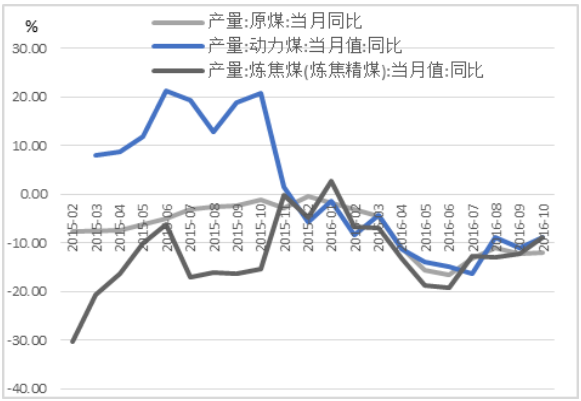
资料来源：WIND 汤森路透 南华研究

2.2 中国供给侧改革叠加人民币贬值

库存周期叠加供给侧改革，商品产量、产能和库存均大幅下降。2016 年以来，国内的大宗商品生产行业经历了连年的价格下跌和亏损之后，产量和库存均处于底部。产量方面，2016 年煤炭产量同比降幅虽然有所收窄，但仍处于负增长状态，原煤产量累计降幅超过 10%；钢材产量受固定资产投资小幅回暖的影响有所回升，但产量增幅并不高，累计增速在 4%以下。库存方面，钢材库存创 2009 年以来新低，煤炭库存更是创下 2004 年以来新低。

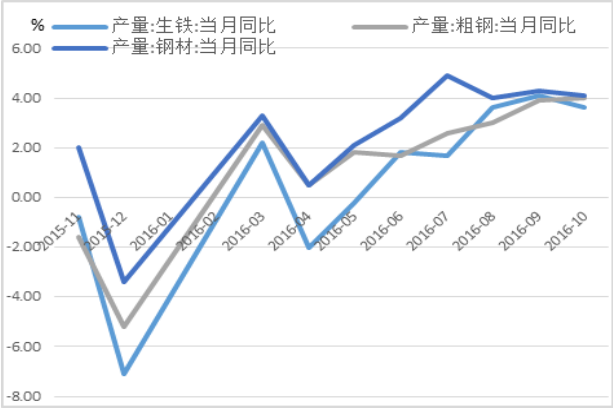
供给侧改革方面，据国家发改委的信息，截至今年 9 月底，钢铁、煤炭两个行业退出产能均已完成全年目标任务量的 80%以上，部分地区和中央企业已经提前完成全年任务。截止目前，钢铁和煤炭生产大省河北和山西均已超额完成了产能退出任务，其中山西省已于 10 月底全部关闭退出 25 座煤矿，全年退出煤炭产能 2325 万吨，并完成省内钢铁、煤炭去产能验收工作；河北省 1-10 月份压减炼铁产能 1589 万吨、炼钢产能 1405 万吨，分别占今年国家下达任务的 152.9%和 171.3%；退出煤矿 54 处、产能 1400 万吨，分别占今年国家下达任务的 108%和 107%。尽管今年投资需求上升幅度有限，经济增长需求不足的问题并没有多大改善，但是低库存叠加供给改革迅速推进，导致供给出现了较大缺口，截至 10 月份，2016 年动力煤和焦煤的累计供需缺口分别达到了 2 亿吨和 3970 万吨，均是创历史记录的水平，供不应求是价格上涨的主要原因。

图 2.2.1 煤炭生产情况



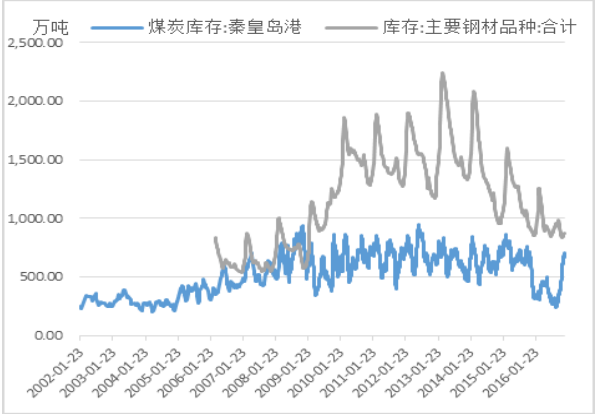
资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2 钢材生产情况



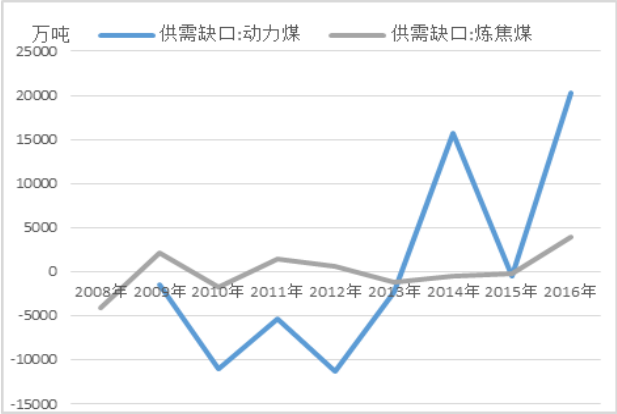
资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.3 钢材和煤炭库存情况



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.4 煤炭历年供需缺口



资料来源：WIND 南华研究

环保治理行动是支撑商品价格的另一项长期因素。除了削减产能之外，由于空气严重污染，特别是入冬以来，京津冀及周边地区频繁发生大面积区域性空气重污染，环保部和京津冀、陕西内蒙等地下达了严格的防控应急措施，包括对煤炭钢铁企业实行部分停产和全行业错峰生产等措施，而且这一行动会持续到供暖季结束，长达 5 个月时间。与此同时，交通运输部门于今年 9 月至明年 7 月开展的整治货车非法改装专项行动和整治公路货车违法超限超载行动也在短时间内减少了货车的运输量，抬升了煤炭运输成本，加大了煤炭供给不足的问题。

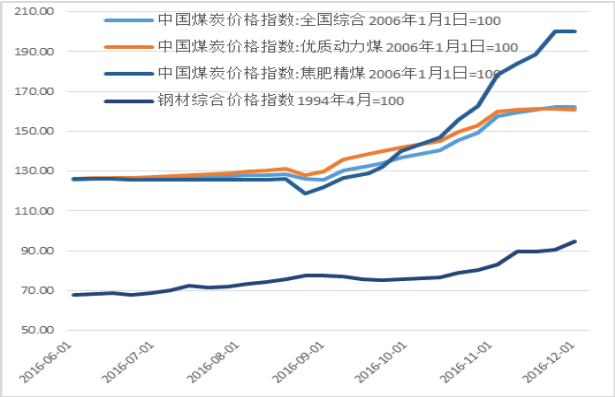
发改委稳定市场和个别商品价格的举措只是短期和季节性行为。如果说其他大宗商品的上涨只是局部问题，煤炭则不然，它作为基础原材料，其上涨也构成了其他商品上涨的基础，比如焦煤的上涨导致钢材企业成本上升，从而对于钢材价格构成支撑，动力煤的上涨导致电价的上涨，促使工业制造业等企业生产成本的提高，最后将导致全面的通胀压力，这也引起了当局的重视。针对煤炭价格大幅上涨的问题，发改委近期采取了一些举措，首先是释放先进产能；其次是引导煤企和电企、钢企签订长期价格合同并给予释放产能和优先保障运力等政策优惠；第三是增加运力和加大对供应偏紧地区定向投放力度。

通过以上措施，10 月份之后，6 大发电集团和三大港口的煤炭库存均大幅回升，其中库存量最大的

秦皇岛港已经回升至年内最大水平，煤炭运量也有较大改善，10 月份国有重点煤矿和全国煤炭铁路日均装车量同比增速均已回升至 2014 年以来的最高水平。在此情况下，11 月份动力煤的价格已经停止上涨甚至有所下降，但是焦煤价格仍在继续上涨，这主要是由于政策当局一方面稳定生活用煤供应，另一方面由于环保需要持续限产，致使钢材的库存仍处于历史较低水平，10 月份库存有所增加，但 11 月份又大幅下降，这也与原材料价格大幅上涨有关，全国大中型钢厂的焦煤焦炭库存可用天数均已下降至历史最低水平，环保政策叠加原材料成本高涨势必导致钢材产量和库存进一步下降。鉴于近几个月 PPI 的大幅上行主要是煤炭和黑色金属上涨所致，随着供暖季结束和需求缺口的减小，未来动力煤价格大概率企稳或者下跌，铁矿石的库存处于历史高位，其上涨缺乏基础，但是在生产积极性不足和环保压力下，焦煤焦炭和钢材的价格可能仍然会上升。

由于去产能政策是国家的长期发展战略，而价格上涨只是短期供需缺口导致的暂时现象，去产能政策并不会因为短期的价格上涨而改变，未来的去产能任务还将继续加快推进，与此同时，治理空气污染也是长期任务，这意味着未来的产能只会下降不会上升，煤炭和钢铁等商品长期供给过剩的局面将会得到很大程度的改善，从而对价格构成一定支撑。

图 2.2.5 煤炭和钢材价格情况

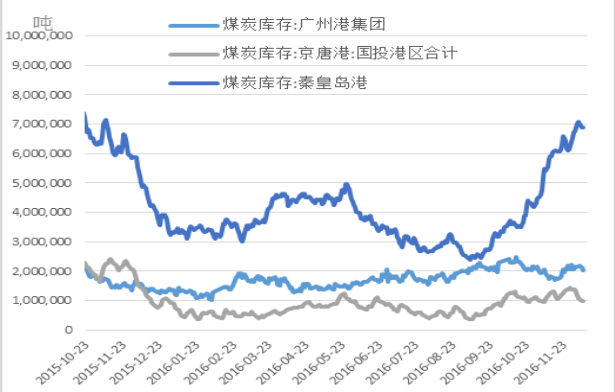


资料来源：WIND　南华研究

图 2.2.6 6 大发电集团煤炭库存情况

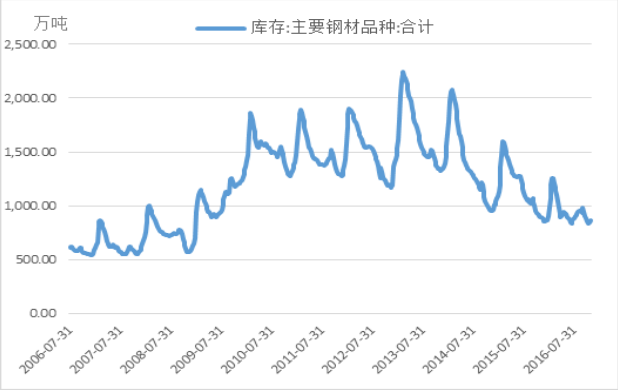
资料来源：WIND　南华研究

图 2.2.7 三大港口煤炭库存情况



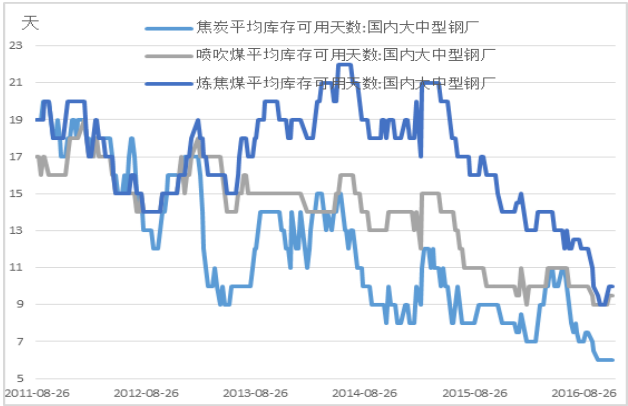
资料来源：WIND　南华研究

图 2.2.8 钢材库存情况



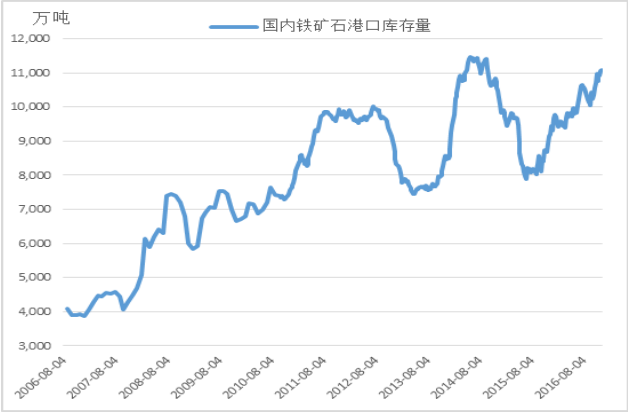
资料来源：WIND　南华研究

图 2.2.9 国内钢厂焦煤焦炭库存情况



资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.10 铁矿石库存情况



资料来源：WIND 南华研究

人民币汇率下跌导致进口商品价格上涨。截至目前为止，2016 年人民币兑美元的贬值幅度已经大于 2015 年的贬值幅度，尽管近几月制造业 PMI 指数在持续走强，显示经济景气程度不断上升，但是其中很大一部分是生产成本和原材料购进价格的大幅提高所致，包括 8 月份的进口改善其实也是进口成本抬升所致。11 月份，钢材进口量增长 21.26%，创 2014 年 1 月份以来新高；煤炭进口量同比大幅增长 66.57%，进口增速创 2012 年 4 月份以来新高，当月进口量为 2697 万吨，进口数量创 2014 年 12 月以来的新高。供给缺口叠加汇率贬值，是价格上涨动力强劲的主要原因。从商品种类上涨的情况来看，诸如原油、黄金和铁矿石等由国外定价的商品，今年国内价格的涨幅要大于国际价格的涨幅。以铁矿石为例，目前铁矿石的库存仅次于 2014 年的历史最高位，而钢厂生产积极性较低，剔除历史极端数据，河北、唐山和全国钢厂的高炉开工率都处于历史最低水平，但是今年铁矿石期货的涨幅竟然仅次于焦炭，明显缺乏基本面支撑，说明了人民币汇率贬值对国际定价商品的上涨起到了重要作用。

总结 2016 年国内大宗商品的上涨，库存周期、供给改革、污染治理和汇率贬值，都是构成价格上涨强劲动力的原因，其中供给改革和污染治理都是长期因素，而投资需求的低迷和原料成本高涨对企业利润构成双重挤压，将导致低库存的情况长期存在，商品价格易涨难跌是 PPI 持续大幅上行的直接原因，也是刺激 CPI 上升的主要潜在原因。

2.3 美国财政扩张预期

特朗普竞选前后的一系列政策承诺是近期美国经济乐观预期和景气程度上升的主要原因。

基建方面，川普计划投资 5500 亿美元以改善美国的道路、桥梁、机场、交通系统和港口等，以此来增加就业和提振投资。

贸易方面，主要是制造业回流政策，川普团队表示将引导诸如苹果之类的美国制造业企业回流美国，以增加美国的投资和就业，拉动经济增长。

金融方面，主要是废除多德·弗兰克法案，实行金融自由化以刺激经济。

能源方面，发动能源革命，转为能源净出口国，创造数以百万新工作。措施包括通过开放位于联邦土地及水域上的陆上及海上租赁，鼓励能源生产；简化所有能源项目许可过程等。

税收方面主要是减税政策，特朗普竞选时声称要将个人所得税降至 12%，企业所得税从 35%降至 15%。

此外，特朗普的政策还包括废除奥巴马医改和 TPP 协议等。

总体而言，无论是基建、制造业回流、能源改革还是减税政策，最主要的目的还是刺激美国国内投资和增加就业，而目前在私人生产积极性不足和美国国内生产成本高企的情况下，扩张财政是唯一的出路。相比于货币政策间接地作用于利率，财政扩张是直接创造需求，因此见效更快，所以这一系列政策无疑推升了短期的通胀和利率上升预期。

第3章　抑制通胀的长期因素

3.1 财政扩张知易行难

目前从经济方面来讲，特朗普的政策主张基本上可以归结为三个方面，一是大规模财政扩张和基建计划，二是大幅减税计划，三是货币政策适当收紧甚至加快利率正常化的脚步。我们认为，特朗普所声称的财政扩张，减税和收紧货币几乎是一个“不可能三角”，对比罗斯福和里根执政时期的经济情况就可以知道大致原因。

美国财政预算的捉襟见肘。首先是财政方面，特朗普政府将面临两个问题，一是财政预算问题，二是财政刺激效果能否达成预期或者是适得其反。财政预算和刺激效果这两方面本身是相辅相成的，预算问题处理不好，财政刺激效果恐怕也差强人意。

财政预算方面，无非是开源节流，开源一是扩大赤字，二是增税，节流就是减少其他方面的财政支出。我们可以看到近年美国未偿还国债余额及其占 GDP 的比重并没有下降，相反在逐年增长，2012 年美国发生财政悬崖时未偿还国债总额是 16 万亿美元，占 GDP 的比例为 99.45%，而 2015 年美国未偿还国债余额已经增长到 18 万亿美元，占 GDP 比例达到 100.63%，这意味着美国未来扩大财政赤字的空间比较有限，假设美国进一步扩大财政赤字的话，从美国经济史的角度来看，财政扩张都必须依靠低利率政策的配合，那么未来美国货币政策常态化的脚步必然放缓，否则利息支出将加大财政负担。

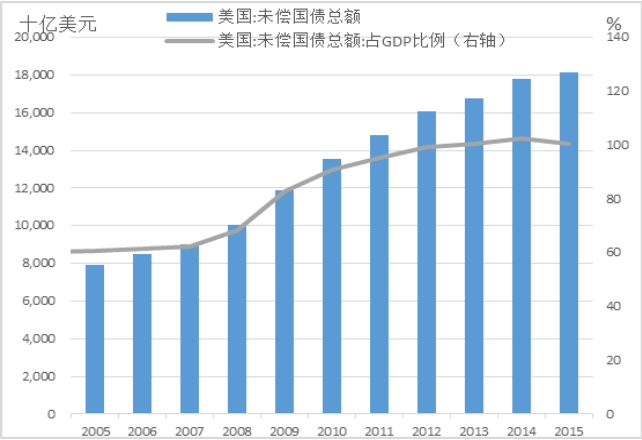
增税的不可能性。扩大财政赤字的空间有限，那么财政收入来源只有通过增税来解决。比如富兰克林·罗斯福执政期间，为了支持史无前例的财政扩张和政府干预计划，发行了规模庞大的联邦政府公债，1933 年-1941 年，美国联邦债务总额从 225.4 亿美元增长到 489.6 亿美元，整整翻了一倍有余。除了发行公债，1937 到 1940 年期间，美国主要直接税占国民收入的比重都在 35%以上，在 1938 年甚至高达 58.28%，而在 1936 年以前直接税的比重均在 30%以下。罗斯福执政时期的高税负导致私人部门负担严重，尤其是在公司所得税基础上加征未分配利润税，极大地抑制了私人部门的活力和生产积极性，导致美国经济在 1937 年再次面临衰退，之后企业界要求减税的呼声高涨，他们把经济衰退归咎于高税负对公司利润的压榨并要求国会出台法案大幅降低税负，然而此时罗斯福还打算增加未分配利润税、开征资本利得累进税等，1939 年国会不顾罗斯福的反对通过法令完全废止了公司未分配利润税，之后美国的税收政策才回到正轨。所以鉴于目前美国疲弱的经济复苏态势，采取大规模的增税来支持财政扩张基本是不可能的。

财政扩张与减税的悖论。正是因为增税会对本已疲弱的经济造成严重损害，所以特朗普主张大幅减税，他竞选时声称要将个人所得税降至 12%，企业所得税从 35%降至 15%，鉴于这两个税种是美国财政收入的大头，尤其个人所得税占比最高，所以特朗普的这一竞选承诺基本是天方夜谭。而里根执政时期之所以能够大幅减税，主要是因为里根采取了大力压缩政府预算开支和大量减少政府管制的方案，当然这一方案对于经济刺激和预算平衡的效果不见得好，但至少是其政策得以推行的前提。所以特朗普的大幅减税和财政扩张政策还有不少需要修正和妥协的地方，扩张财政支出是特朗普的标志，那么估计大幅减税的计划将很有可能被修改。

无法落地的政策与难以持续的预期。在经济衰退时期，增税将大幅削弱财政支出扩张的效果，紧缩货币将大幅削弱减税对私人部门的刺激效应，而如果是紧缩货币搭配财政扩张和减税的话，基本是美国

财政预算的不能承受之重。特朗普所提出的经济政策蓝图，看似充满了理想化的色彩，但却自相矛盾，基本是一个“不可能三角”，基于其提出的经济主张的资产价格预期也必然是难以持续的。

图 3.1.1 近 10 年美国未偿国债总额及占 GDP 比重



资料来源：WIND 南华研究

图 3.1.2 美国财政扩张需依靠低利率政策的配合

资料来源：WIND 南华研究

3.2 人口老龄化和劳动生产率的下降

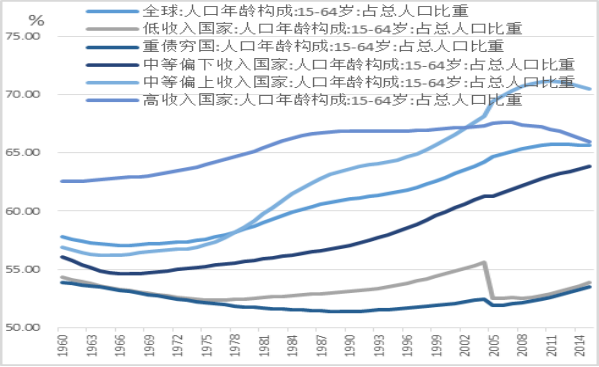
人口老龄化方面，进入 2012 年之后，全球 15-64 岁的劳动年龄人口占比达到顶峰，之后呈现缓慢下滑态势，除了总量开始下滑之外，全球人口结构的失衡情况也日益严重，表现在作为世界经济增长引擎的国家和地区，例如中国、美国、欧元区、日本和金砖四国等，也即高收入国家和中等偏上收入国家均出现人口老龄化的趋势，其中以欧元区和日本最为严重，而对世界经济增长贡献较低甚至负贡献的国家，即中等偏下收入、低收入国家和重债穷国等，其劳动年龄人口占比仍在高速增长。

人口老龄化对于经济增长的抑制表现在一方面廉价劳动力的优势不在，企业生产成本提高，从而抑制投资率；另一方面是储蓄率下滑，廉价资本不再易得，从而挤压银行生存空间，提高利率和投资成本。全球劳动人口的自由流动本身有助于改善全球劳动力结构严重失衡的问题，但是目前全球化的倒退和贸易保护主义的兴起使得这一问题只会更加恶化。

从劳动生产率的实际情况来看，以中国和美国为例，目前美国的劳动生产率增长非常缓慢，其增速已经下降至近 30 年来的最低水平；而中国方面，以 wind 一级行业的净资产收益率作为观察，近 10 年来，剔除政府管制的通信和公共事业行业，包括能源、材料和工业在内的传统行业净资产收益率持续下滑至近 10 年最低水平，而包括消费、医疗、金融和信息技术在内的新兴行业投资回报率也出现了下滑的迹象，金融危机以来这些新兴行业并没有太大的起色。

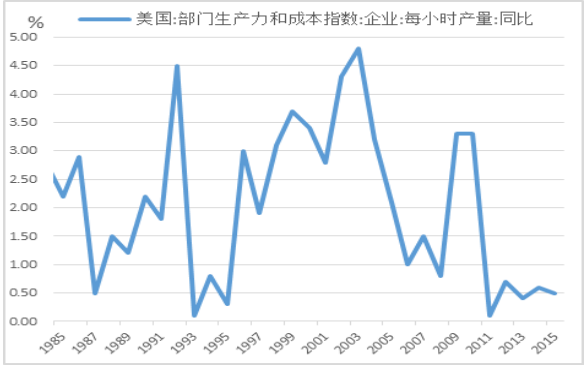
技术革命变迁的缓慢性决定了劳动生产率的提高是一个缓慢和长期的过程。以机器生产代替手工劳作为主导的第一次工业革命始于 18 世纪 60 年代，以电气革命为主导的第二次工业革命始于 19 世纪 60 年代，以信息技术革命为主导的第三次科技革命始于 20 世纪 40~50 年代，这三次工业革命期间平均都相隔了一个世纪，这也意味着下一次科技革命的到来可能会比人们所想象的更加姗姗来迟。在这种情境下，美国政府所标榜的财政扩张，其实仅仅是把投资需求硬拉上去，并不能解决生产率增速下滑的问题。财政扩张和供给侧改革，一方面是直接作用于投资需求，另一方面是直接减少供给，其直接后果都是刺激通胀上行，大宗商品的上涨和需求不足将进一步制约企业的盈利空间，在通胀高企和投资率下降的情况下，滞涨是大概率事件，最后只能以政府收紧货币拉下通胀收场。

图 3.2.1 全球按国家收入分劳动人口占比



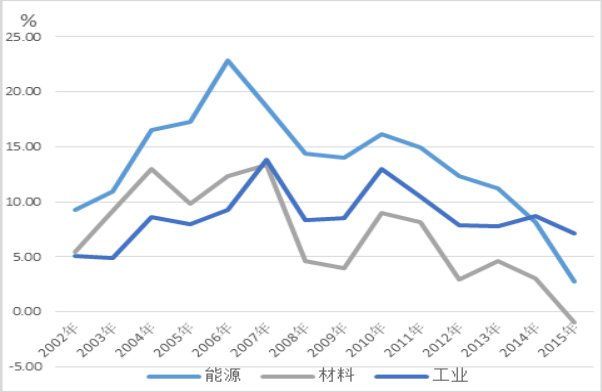
资料来源：WIND 南华研究

图 3.2.2 近三十年美国劳动生产率增长情况



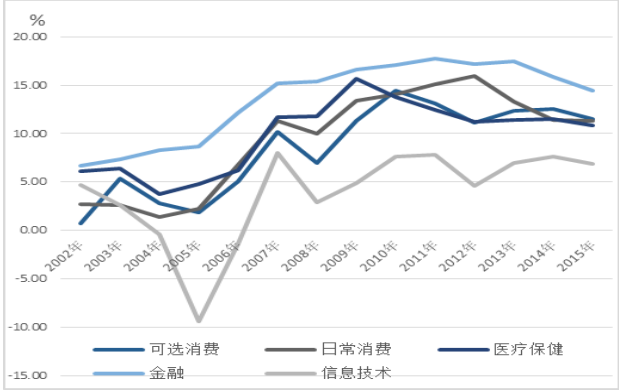
资料来源：WIND 南华研究

图 3.2.3 中国传统行业净资产收益率持续下滑



资料来源：WIND 南华研究

图 3.2.4 中国消费和新兴行业投资收益率较高但也呈现下滑态势



资料来源：WIND 南华研究

3.3 全球化倒退将导致贸易风险长期存在

今年以来发生的一系列政治事件，包括英国退出欧盟，特朗普当选总统，意大利修宪公投失败和五星运动党支持率高升等事件，其背后都是各国选民反对外来移民、呼吁本国经济和民众利益为先的体现，反映了全国民粹主义的兴起和全球化的倒退。全球化倒退直接反映在经济上，是全球商品、劳动力和资本流动的受阻，近期欧美日宣布不承认中国市场经济地位以及美国宣称要提高关税和掀起贸易保护主义是商品全球化倒退的表现；欧洲的移民排斥和英国退欧是劳动力流动受阻的表现；美国的所谓制造业回流和特朗普对外包公司的恐吓是资本流动受阻的表现。全球化倒退意味着贸易摩擦、谈判成本和生产成本增加，竞争程度下降，技术和知识的传播受阻，劳动生产力和投资需求下滑，构成对通胀的长期抑制因素。

从总量上看，全球贸易增速在金融危机后迅速反弹，但 2012 年之后又大幅下滑，而且贸易增长相对经济增长持续放缓，2013 年以前，全球贸易在大部分年份里保持两位数以上的增速，但是 2012 年之

后贸易增速下滑至与全球 GDP 增速持平，与此同时，各主要国家和地区的贸易增速均大面积放缓。贸易放缓的原因，首先是发达国家的经济复苏缓慢，进口需求不足导致那些以出口为导向的国家出口增速也放缓；其次是作为全球经济增长引擎的中国进出口增速全面下滑，中国经常账户余额占 GDP 比重大幅下降。

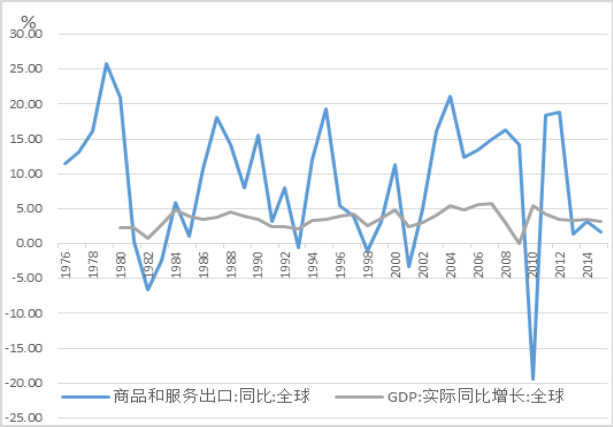
分国别来看，美国一直是以消费为主导的国家，美国人民的生活质量提升依赖于世界各国尤其是新兴亚洲经济体为其提供多样化、高质量和低价格的消费品，而贸易保护主义和制造业回流势必会大幅提高其生产和消费成本，最终受损的其实是美国本国的消费活力和以消费为主导的经济复苏。

欧洲和日本一直是以出口为主导的地区，近年来欧日出口增速的下滑是其经济复苏尤其缓慢的主要原因，目前英国退欧已经掀起了欧洲内部反全球化的第一波高潮，接下来意大利、法国和德国的选举将接连举行，可以说欧洲内部的经济一体化已经濒临危险的境地，这对于欧洲经济增长前景是一个很大的打击。而且欧洲对中国资本的需求在日益上升，脆弱的经济和政治环境致使欧洲在与中国的谈判中并不处于优势地位，在此情况下，针对中国的贸易保护主义完全是损人不利己的行为。

中国方面，近年来出口对于经济增长的拉动率在持续下降，经常账户余额占 GDP 比重大幅下降，而且出口结构方面，低附加值的加工出口占比在持续下滑，同时高附加值出口产品在日益增加，可以说外部的贸易保护主义对于我国经济的冲击已经不像以前那么大了，相反新一轮的贸易保护主义对于发达国家自身的不利影响恐怕要比中国还大。

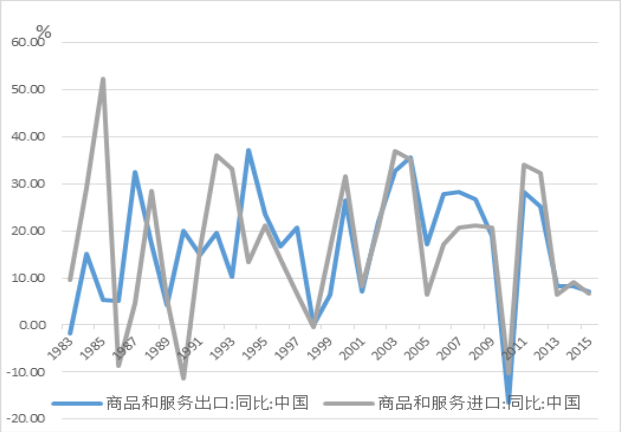
总而言之，贸易保护主义是全球经济增速低迷和民众福利及生活水平下降的产物，而不是解决经济增长难题的方案。贸易保护主义的兴起将导致越来越多的跟风和报复行为，势必大幅提高谈判成本和降低经济增长的效率，从而对经济的长期复苏构成抑制作用。

图 3.3.1 全球贸易增速相对于 GDP 增长持续放缓



资料来源：WIND 南华研究

图 3.3.2 中国历年进出口增速

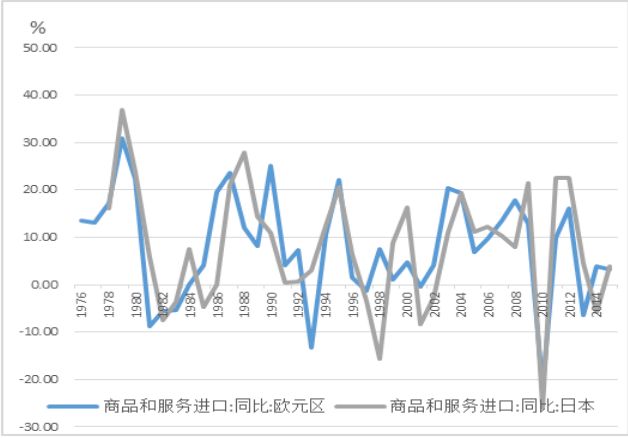


资料来源：WIND 南华研究

图 3.3.3 中国经常贸易余额占 GDP 比重

图 3.3.4 欧日历年出口增速

资料来源：WIND 南华研究



资料来源：WIND 南华研究

第4章 大类资产的波动加大

4.1 大宗商品的“供给侧改革”

2016 年大宗商品价格的暴涨源于供需矛盾的新变化，并不存在货币和其他的原因。因为中国是大宗商品的最大需求方，在“去产能、降杠杆”等一系列政策措施的压力下，相当一部分大宗商品的供应和需求得到了压缩，这在煤炭和部分油脂、黑色产业中效果更为明显。但市场需求却在二季度后发生了改变。首先是地产行业的快速前进，进而拉动房地产行业的建设速度不断加快，市场很快发现社会库存消耗过快，资金开始不断进入开始拉抬价格；随后进入到秋季后，市场已经开始赌煤炭的产能跟不上实际需求，并在部分合约上出现了逼仓的现象。到了 11 月下旬，美国总统的大选使得市场担心通胀的提前到来，同时美国的财政刺激计划又促使市场多头之风席卷了有色等大类品种；而欧佩克与俄罗斯等国在财政即将破产的压力下不得不宣布联合减产的消息使得原油成功站上了 50 美元/桶的大关，从而漂亮的完成了大宗商品全年的多头成果。

展望 2017 年，支撑大宗商品价格的主要因素似乎都没有彻底消失，但也没有变的更强。如果单从价格的角度，价格对供需矛盾的反应已经过度。从南华商品指数考察，不少品种今年的涨幅已经超过 70%，更有翻番的品种。虽然这是对前几年价格持续阴跌后供需变化的修正性反应，但这种涨幅也已经超过了供需本身的变化需求。换句话说，就是部分商品的价格需求向下修正。但由于影响价格本身的供需矛盾并没有得到有效改变，国内压产能、去杠杆的趋势还会在明年延续，“补库存”的内在需求仍没有得到全面改善。加之明年通胀的形式严峻，人民币汇率还存在继续贬值的可能。这些因素都会导致大宗商品价格仍处于上升的通道中。但上升的幅度已经大为收窄，波动的幅度将会急剧扩大。（行业及品种类观点请详见我们的商品年报）

4.2 其他类大类资产

我们最为担心的债券市场终于在 2016 年底开始崩塌。先是川普当选美国下一任总统开始，美国国债的收益率不断暴涨。当然这除了川普的财政刺激计划导致通胀预期外，与以沙特、日本和中国为首的美国国债多头联盟变空头联盟有着直接的关系。美元的大涨及本国的窘境迫使这些原先的美国国债多头

变成了空头，这种趋势在 2017 年还会延续。随后中国的债券市场出现了“雪崩”。中国的债券市场并不是因为外来的多头的叛变导致，而是多头的杠杆无法延续。中国 2016 年底的“股债双杀”可能会延续到 2017 年的一季度，金融业去杠杆的压力之剑异常沉重。

展望 2017 年，在债券市场分崩离析后，我们对美国的股市也异常关心。这种人类历史上从未有关的“狂欢”当然有着不可驳倒的理由——企业的强劲业绩和美元的回流。但这种看似坚不可摧的支撑能否继续屹立不倒？如果美国股市在 2017 年出现长时间的回调，全球金融市场的又一个“黑天鹅”将会飞出。美国如果出现了“股债双杀”，后果不堪设想。

第5章 汇率 VS 通胀

5.1 美元时刻

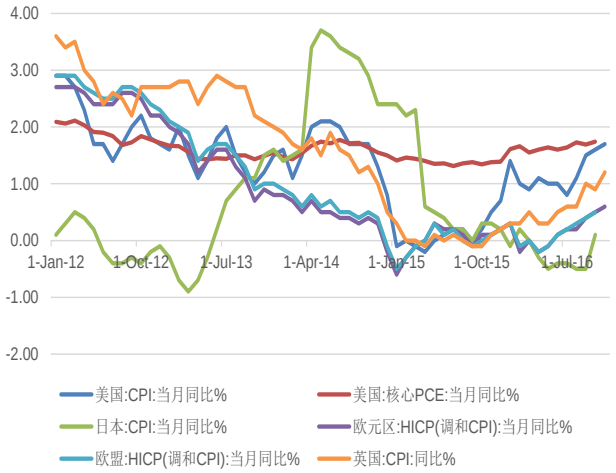
5.1.1 经济向好 美元受益

转眼间 2016 年已临近尾声，纵观全年的汇率市场，不难发现影响汇率波动最大的两个因素莫过于美联储加息预期和政治不确定性风险。尤其是进入第四季度，特朗普意外赢得美国大选，伴随着选举风险落地，12 月加息预期与特朗普新政预期共振直接提振美元快速走高。美元升值，汇率普跌成为了 2016 年汇率市场的主旋律。但是本质上来说，美元的强势从根本上还是受到了美国经济复苏的有效支持，GDP 增速逐季增长、就业状况日趋良好、通胀水平稳步提升。其中，通胀的持续升温也使得这种关联度愈发的紧密。前三季度 GDP 录得逐季企稳反弹态势；剔除掉 2016 年 5 月新增非农就业人口异常波动，2016 年月平均新增非农就业 19.5 万人，失业率也稳步维持在 5%以下，接近充分就业；而美国 10 月 CPI 当月同比也从 2015 年 10 月 0.2%（近 5 年低点）跃升至 1.6%，核心 CPI 也从 2015 年 10 月的 1.9%增至 2.1%。在新增就业持续增长的背景下，对于通胀恢复能否抱有信心曾一度成为美联储推迟加息的挡箭牌。如今，如果不出意外，12 月的 FOMC 已被市场默认“板上钉钉”，未来加息的前瞻指引也似乎变得重要起来。未来预计随着经济指标的进一步提升，美联储 2017 年可能加息 2-3 次。

图 5.1.1 美元指数中期走势

资料来源：WIND 南华研究

图 5.1.2 主要发达国家通胀率

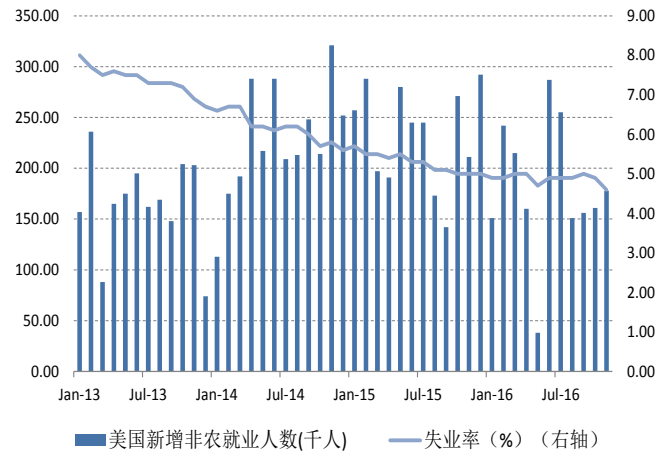


资料来源：WIND 南华研究

5.1.2 政策不确定性推升通胀？

可以说，美国未来所面临的不确定风险有增无减。早在 2015 年退出量化宽松后的首轮加息落地后，美国陷入经济增长缓慢的泥潭：GDP 同比缓慢，经济数据喜忧参半，加之上半年全球不确定性风险（全球股市暴跌轮动，欧洲、日本相继扩大货币宽松）接连爆发，使得 FOMC 在加息问题上保持谨慎，而美元指数为期 6 个月震荡下跌也为这一现象提供了佐证。但进入下半年，英国退欧公投黑天鹅敲响了美元高歌猛进的序曲。美元转而成为了不确定风险的被动受益者。与此同时，选举风险落地，新总统新政策能否在继续提振美元尚存诸多未知因素，如果特朗普的政策都能够执行，贸易保护主义、限制移民等确实会对短期通胀起到提升作用。但是，特朗普的政策要想执行并非易事。财政刺激计划势必会提高美国赤字率和债务规模，执行起来将会非常困难。一方面，美国当前的财政空间已相对有限。另一方面，财政预算和债务上限不会无限制地增长，均受到国会限制。长期来看，特朗普的部分政策措施如果执行，可能会导致经济效率的下降，对通胀反而构成拖累。所以，尽管特朗普的政策措施对短期通胀及预期有提振作用，但长期来看，贸易保护、限制移民等措施可能降低经济增长效率，财政刺激也有约束，未来实施效果或并不能如当前市场反应的那么乐观。

图 5.1.3 美国新增非农及失业率



资料来源：WIND 南华研究

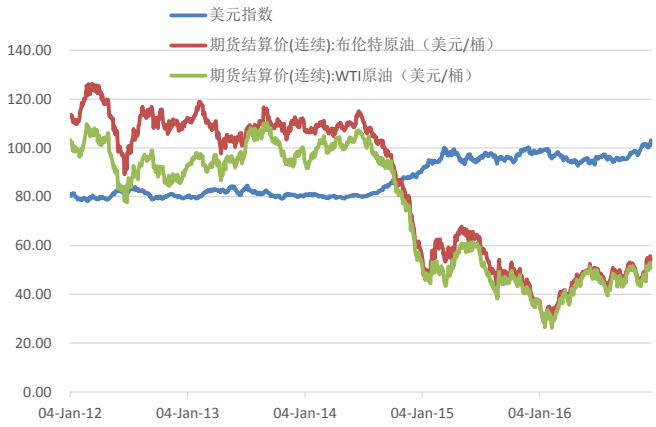
图 5.1.4 美国通胀率

资料来源：WIND 南华研究

5.1.3 美元与原油负相关性减弱

自从 2011 年页岩油革命以来，原油供给端出现突破，是的全球原油的供需结构得意改善，也正因为如此，美国经济数据与原油价格的同步性开始减弱。2014 年后，美国和其他发达国家货币政策开始分化，美联储加息预期上升，美元指数进入快速上升通道，在供需结构调整的背景下，以美元计价的原油在强势美元的作用下，和大宗商品一起面临价格大幅下降的态势。然而，一般的原油和美元呈现出的高度负相关，如今却在逐渐减弱。油价下跌是美国企业经历了持续的去库存，出现了 CPI 和 PCE 增速持续性低于核心 CPI 和核心 PCE 的现象。但自 2016 年年初开始，原油价格触底回升，库存压力大幅缓解，同时也使得通胀上行压力出现上升。美国通胀短期内都将有较强的支撑，进而推高美元。如今原油市场供过于求的格局持续改善，预计 2017 年原油价格暴涨暴跌可能性都不高，维持 45-55 美元中枢的低位均衡。不降便是利好，随着通胀的温和恢复，美国 2017 年的加息步骤也将较为平稳。

图 5.1.5 国际原油期货价格



资料来源：wind & 南华研究

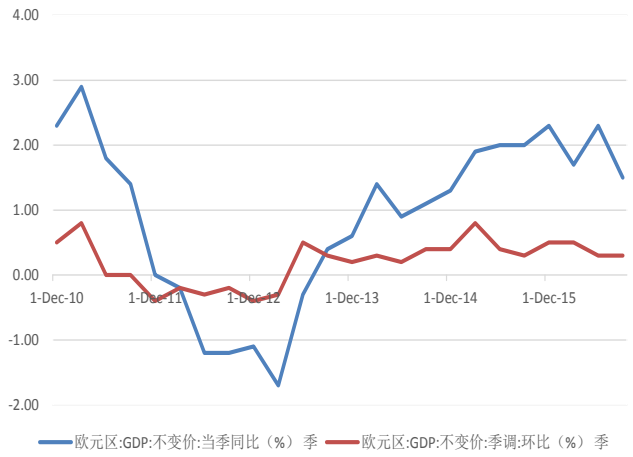
5.2 难兄难弟：ECB and BOJ

2016 年欧洲央行、日本央行也都在面临各自的难提，在相继加码货币宽松（欧洲央行从扩大资产购买数量到延长 QE 期限；日本央行也从年初实施负利率到信用创造）的背景下货币政策空间正在持续收窄，而可用财政空间亦不大。欧洲本土持续酝酿着政治不确定性有增无减，而日本高政府债务指向其财政和货币空间相对欧洲更是捉襟见肘，隐含风险更高。2017 年欧洲和日本央行或将寻求新的刺激手段，短期通胀略有抬头，但压力犹大。

5.2.1 欧元区经济回暖 通胀缓慢改善

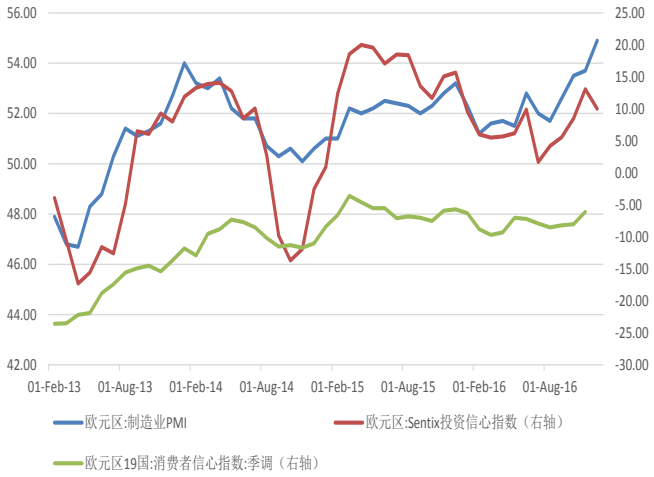
首先从经济复苏情况来看，经济增速仍然趋缓，虽然多项数据回暖，但欧央行刺激措施的效果正在减弱。制造业 PMI、投资信心指数和 GDP 同比都有所上涨。三季度欧元区 GDP 同比增长 1.5%，环比增长 0.3%，,增速与上季度持平，而美国第三季度 GDP 环比增长 2.9%，超过预期的 2.6%，比上季度高了 1.5 个百分点，是 2014 年三季度以来最高水平。

图 5.2.1 欧元区 GDP 同比



资料来源：WIND 南华研究

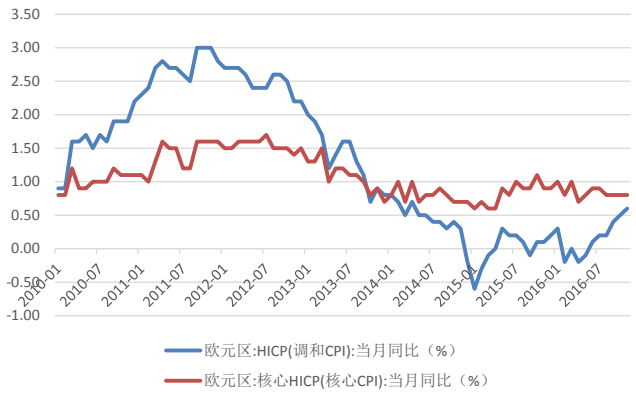
图 5.2.2 欧元区经济先行指标



资料来源：WIND 南华研究

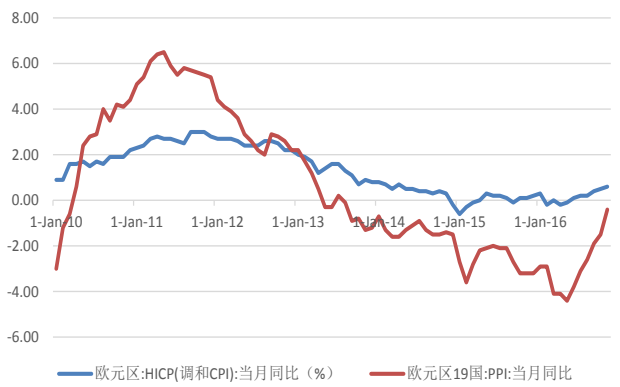
与美国相比，尽管美国经济复苏疲弱，但是欧元区更为疲弱。从通胀情况来看，尽管欧元区复苏较为疲弱，但是通胀与美国相比并不逊色。欧元区调和 CPI 同比则创 2014 年 4 月以来新高，而且欧元区 PPI 同比上涨幅度更大，PPI 上涨趋势显示欧元区将很快走出通缩，这与能源价格低位反弹以及欧元的大幅贬值密切相关。尽管 2016 年欧元的贬值幅度没有 2015 年大，但是叠加大宗商品上涨，导致欧元区的通胀快速上行。但总体来看，欧元区通胀率依然处于低位，反映需求疲弱，对经济仍是拖累。欧洲央行 12 月的利率决议宣布延长 QE 至 17 年 12 月底，从 4 月至 12 月将每月购买 600 亿欧元资产，并称如有必要，可能扩大计划规模或延长期限。缩小购买规模一度被市场认为是货币政策收紧的信号，但是必须看到当前欧洲央行已是强弩之末，无债可买之后只能尽量打出延长期限这一招，而延长至明年 12 月也确实超出了市场预期。中短期通胀持续上涨困难依旧重重。

图 5.2.3 欧元区 HICP 与核心 HICP 同比



资料来源：WIND 南华研究

图 5.2.4 欧元区通胀率

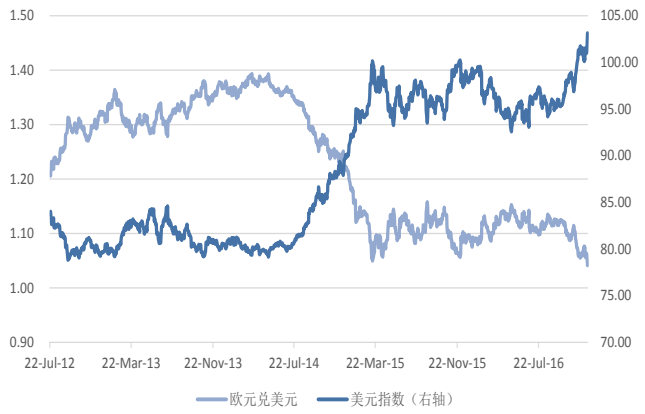


资料来源：WIND 南华研究

5.2.2 政治不确定性阻碍通胀回升

继美国大选之后，欧洲政治不确定性陡然增大。12 月意大利公投，反对派获胜，意大利总理伦齐宣布将辞职。2017 年欧洲多国也将相继举行大选，德国、法国的总统和议会选举将分别于 2017 年 2 月、4 月、9 月和 10 月举行，奥地利、荷兰、匈牙利、西班牙和捷克的大选也将举行，这一系列政治风险和不确定性很有可能导致欧元区的复苏遇阻，从而构成欧元的继续下行风险，导致资金继续流出欧元区。与此同时，欧洲央行势必采取更加宽松的货币政策以应对流动性趋紧以及通胀回落。当前民粹主义抬头背后是疲弱不堪的经济，欧洲内部治理也存在先天的不稳定性，危急时刻众口难调，甚至有走向分裂的风险，而政治的定当反过来对经济构成拖累。预计欧洲央行 2017 年将缓慢缩减 QE 规模，但不会改变货币宽松格局。

图 5.2.5 欧元兑美元即期汇率

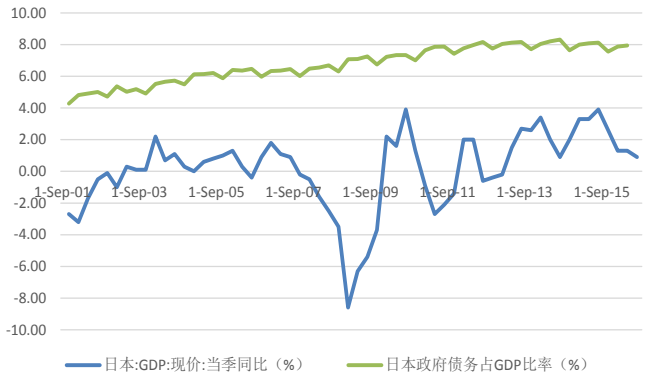


资料来源：wind & 南华研究

5.2.3 日元：负利率环境下，市场与央行的博弈：

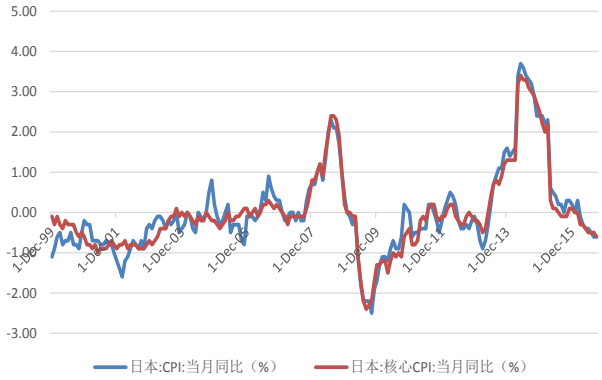
与美国和欧元区类似，日本央行货币宽松对刺激经济需求的效果同样在快速衰减，同时日本当前面临货币和财政两方面的政策瓶颈，政策空间相对更小。作为最早引入 QE 概念的国家，日本 2013 年开始启动 QQE，大幅加码货币宽松程度。在经历多年放水之后，日本央行持有的各类资产已经占据市场较大的份额，进一步宽松的空间十分有限。在此背景下，日本央行在 2016 年 1 月开始引入负利率，但效果仍不尽如人意。尤其是在美元加息预期低迷的第三季度，日元已无法应对美元调整所带来的升值压力，仅通过头口表达进一步宽松意愿的做法早已让市场失望，在被动升值接近 99 的三年低位后，日本央行 2016 年 9 月引入“收益率曲线控制”的新框架，寻求对现有货币政策框架进行修正，这些似乎都指向日本央行的货币政策正接近极限。

图 5.2.6 日本 GDP 及债务占比



资料来源：WIND 南华研究

图 5.2.7 日本通胀率



资料来源：WIND 南华研究

在 15 年下半年再度大幅跳水后，日本的通胀持续低迷。今年 10 月份 CPI 同比 0%，虽已摆脱连续 7 个月负值，但通缩压力仍尤为明显。其中交通通信、文化娱乐、住房类价格是 CPI 的重要拖累，前三季度已累计下跌了 1.1%、0.3%和 0.2%。2017 年日本央行大概率维持当前宽松水平，但货币政策已然边际递减。在实体需求持续疲弱，薪资并无明显增长的背景下，货币政策捉襟见肘，逻辑上可能引发政府寻求财政扩张刺激经济。然而，相比于其他发达经济体，当前日本的政府债务水平已经明显偏高，难以承受大规模的财政刺激。一方面，日本央行在希望通过收益率曲线抛长买短，拉高长债收益率，为收

益率曲线重新定价，推动收益率曲线的陡峭化，因为日本央行不希望看到短期至中期日元利率迅速上涨，从而拖累国内经济复苏，达到稳定通胀预期的目的；另一方面日本政府也在酝酿明年加码财政刺激，且不说有限的财政空间令刺激措施实施起来非常困难，即使全部付诸行动，效果也不宜高估。

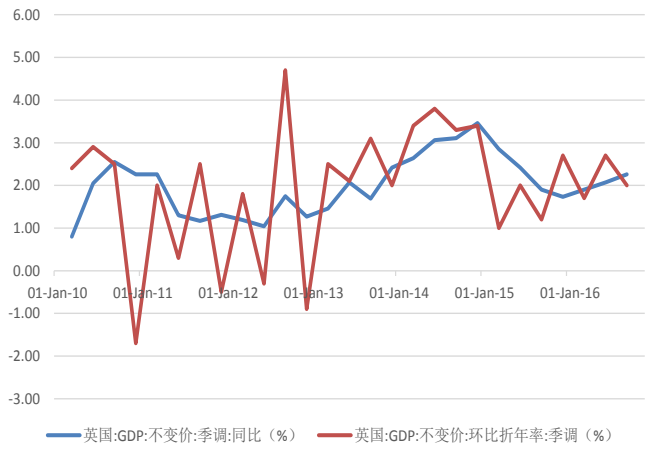
图 5.2.8 美元兑日元即期汇率

资料来源：wind & 南华研究

5.3 公投之后 英镑进入分水岭

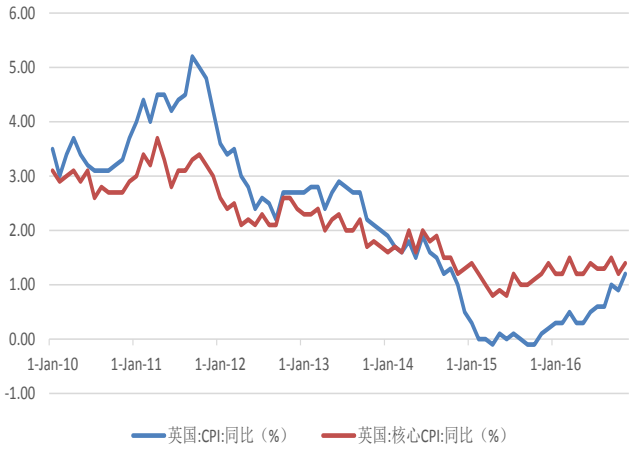
英国退欧已成既定事实，2017 年或将进入实质性阶段。由于短期缺乏利空因素，英国经济数据积极，加之 2016 年通胀持续恢复，英国央行或收紧货币政策。自从 6 月公投以来，英镑的下跌对英国商品及服务的出口提供了显著支撑。英国第三季度商品出口同比录得 5.44%，较前一季度增加了 3.75%。英国 11 月通货膨胀率跳升至 1.2%。这是自 2014 年 10 月以来的最高水平，超出市场预期。超预期的通胀增速也在同时考验着英国央行的容忍度。通胀率在三年升至 2%，英国央行不排除未来采取加息行动。

图 5.3.1 英国 GDP



资料来源：WIND 南华研究

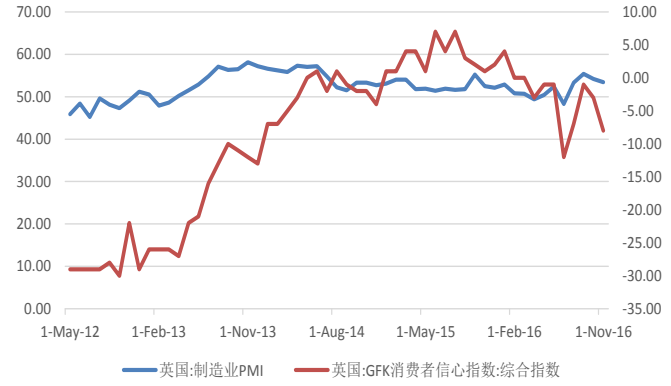
图 5.3.2 英国通胀率



资料来源：WIND 南华研究

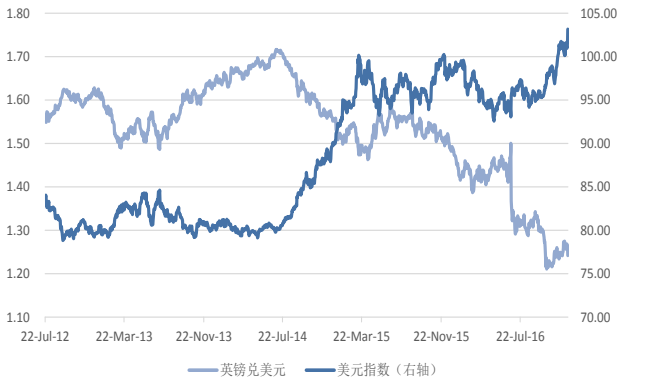
另一方面，为确保通胀率回到 2%目标，货币政策既可以收紧也可放松。新的货币政策的时机和松紧，很大程度上取决于英国脱欧的形势。事实上，英国未来经济风险大小也取决于脱欧过程如何展开。因为在脱欧公投之后，英国金融环境面临进一步风险的可能性依旧很高。当前英国央行已经下调英国 2017 年经济增长预期，从 2.2%降至 1.4%，为稳定未来经济环境，英国不会放弃继续维持甚至扩大 QE 规模以抵御经济波动风险。

图 5. 3. 3 英国经济先行指标



资料来源：WIND 南华研究

图 5. 3. 4 英镑兑美元即期汇率



资料来源：WIND 南华研究

综上所述，当前的汇率市场状况在 2017 年还将得到延续：美元指数还将通胀的温和恢复稳步走升，同时特朗普政治风险也将对未来的美元走势增添更多不确定性因素；相比之下，欧元和日元还将继续保持宽松的货币政策，同时新的财政政策对通胀的刺激以及对汇率的波动还需进一步观察；英国也将会在 2017 年将退欧进程推向实质性阶段，预期的经济增速下调也将降低市场对利空英镑的预期，加之通胀稳步回升，英镑未来持续走低也并不会被看好。未来还需重点关注退欧进程以及欧洲其他政治不确定性风险对英国经济缓慢且脆弱的复苏所带来的直接和间接影响。

杭州总部
杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层（310002）
电话：0571-88388524　传真：0571-88393740

嘉兴营业部
嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼（314000）
电话：0573-82158136　传真：0573-82158127

宁波营业部
宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼（315000）
电话：0574-87310338　传真：0574-87273868

郑州营业部
郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层（450008）
电话：0371-65613227　传真：0371-65613225

温州营业部
温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室（325000）
电话：0577-89971808 / 89971820　传真：0577-89971858

北京营业部
北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话：010-63556906　传真：010-63150526

哈尔滨营业部
哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话：0451-82345618　传真：0451-82345616

深圳营业部
深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话：0755-82577529　传真：0755-82577539

萧山营业部
杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话：0571-87839600 传真：0571-83869589

天津营业部
地址：天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话：022-88371080；88371089

南华期货（香港）有限公司
中国香港上环德辅道中 232 号
电话：00852-28052658　传真：00852-28052978

广州营业部
广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话：020-38806542　传真：020-38810969

永康营业部
浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292768

余姚营业部
浙江余姚舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话：0574-62509001 传真：0574-62509006

厦门营业部
厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
话：0592-2120370

上海营业部
上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室（200122）
电话：021-68400681　传真：021-68400693

台州营业部
台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室（318000）
电话：0576-88205769　传真：0576-88206989

大连营业部
大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号（116023）
电话：0411-84378378　传真：0411-84801433

兰州营业部
兰州市城关区庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼（730000）
电话：0931-8805331　传真：0931- 8805291

成都营业部
成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼（610015）
电话：028-86532693　传真：028-86532683

绍兴营业部
绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话：0575-85095800　传真：0575-85095968

慈溪营业部
慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话：0574-63925104　传真：0574-63925120

青岛营业部
青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室（266071）
电话：0532-85803555　传真：0532-80809555

上海虹桥营业部
上海虹桥路 663 号 3 楼
电话：021-52585952 传真：021-52585951

沈阳营业部
地址：沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话：024-22566699

芜湖营业部
地址：芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话：0553-3880212　传真：0553-3880218

重庆营业部
地址：重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话：023-62611619　传真：023-62611619

太原营业部
太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话：0351-2118016

南通营业部
地址:江苏南通市南大街 89 号总部大厦 603 室
电话：86-513-89011166　传真：86-513-89011169

普宁营业部
电地址：广东省揭阳普宁市流沙镇中信华府小区 1 幢门市 103-104 号
电话 0663-2663886

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。