

骑虎难下

摘要

展望全球，在持续了将近一年时间的经济复苏之后，通胀回落的迹象已非常明显，油价上涨乏力给未来经济增长蒙上一层阴影，全球原油供给格局的变化使得 OPEC 减产行动收效甚微，美联储连续上调利率和即将开始的缩表令市场人心惶惶；回望国内，上半年意外下挫的通胀给满心期待的市场浇了一盆冷水，金融部门去杠杆正在进行时，商品价格与资金成本高居不下，私人投资意愿减弱，这一切都意味着全面复苏对眼下的经济环境来讲仍是奢望。

但在悲观之余也不应忘记，政府主导的投资仍是观测全球经济风向的主要变量，市场对于特朗普政府的执行力既不宜过分高估，也不宜过分低估，不管效果将会打多大折扣，其财政刺激和拉动内需的政策框架仍在，落地只是时间问题。与此同时，在逆全球化趋势下，由中国主导的一带一路基础设施投资建设已经开始绽放异彩，这无论对全球还是国内经济都是一个积极乐观的变量。对于大宗商品需求而言，尽管房地产投资下滑的可能性大，但基建投资仍将构成坚实的托底作用，加上去产能带来的供需紧平衡和行业集中度提升，我们认为步入熊市的可能性极低，下半年宽幅震荡仍是大概率事件。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

张一伟 010-63032869
zyw89@nawaa.com
Z0010392

黎敏
limin@nawaa.com
010-63151317-855
Z0002885

助理研究员：
张元桐
010-63151317-852
zhangyuantong@nawaa.com

章睿哲
010-63151317-852
zhangruizhe@nawaa.com

目 录

第 1 章 全球通胀上行受制于油价	3
1.1 供给过剩和需求萎靡的制约	3
1.2 全球能源供给格局的变化	4
第 2 章 实际利率抬升对私人投资构成抑制	6
2.1 美国仍处于货币政策收缩过程中	6
2.2 中国金融部门去杠杆进行时	10
2.3 利率抬升、通胀走弱导致实际利率走高	13
2.4 私人投资下行将对下半年经济增速构成抑制	15
第 3 章 政府主导投资是观测全球经济风向的主要变量	17
3.1 市场对特朗普政府执行力的预期：过分高估与过分低估	17
3.2 中国一带一路和 PPP 项目投资将继续释放	18
第 4 章 主要资产走势的判断	24
4.1 债券市场上涨空间有限，震荡调整可能性高	24
4.2 商品市场下半年仍将处于震荡趋势	25

第 1 章 全球通胀上行受制于油价

自 2016 年底，持续低迷的全球通货膨胀率出现稳步回升迹象，美国、欧元区、德国、英国以及中国均在此列。尽管如此，欧洲央行行长德拉吉直截了当地指出，当前通胀率上升或将只是暂时性的，因为其背后的主要原因在于能源价格的上涨，而原油价格的回温则尤为突出。

图 1.1 全球通胀

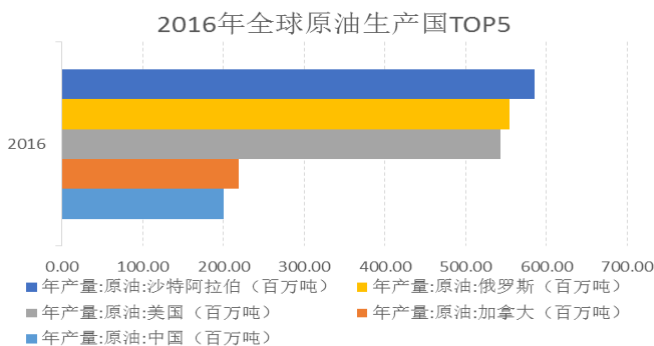


资料来源：WIND 南华研究

1.1 供给过剩和需求萎靡的制约

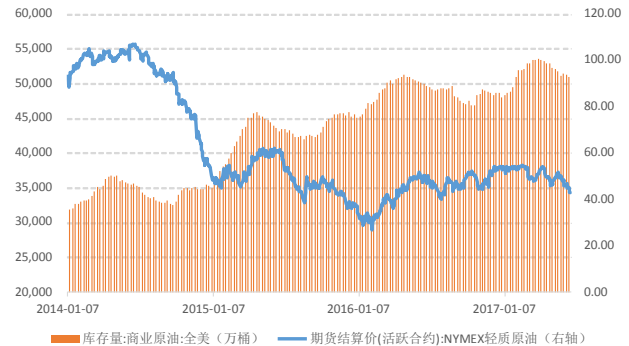
回溯到 2016 年年底 OPEC 组织与非 OPEC 组织达成减产协议，原油价格快速走高，原油市场展开了数月的拉锯争夺，但国际油价仍然笼罩在供大于求的阴影中。虽然 OPEC 减少了原油产量，但只是降低了重质含硫的原油产出，减产协议只规定了生产总量，却没有规定出口总量，生产总量低而出口总量却始终保持着在一个相对稳定的数量。在 OPEC 消息利好作用减弱的情况下，美国原油市场持续施压油价，加之美国页岩油开采技术的逐步提高，美国原油开采总量也快速升至世界第二的位置。美国 EIA 网站公布的数据显示，美国 2017 年五月在建井口数量达 5946 眼，较 4 月增加 176 眼。因此，市场担忧美国原油产量的大幅增长将令减产协议失去作用，拖累油价回升势头。

图 1.1.1 2016 全球原油生产国 TOP5



资料来源：WIND 南华研究

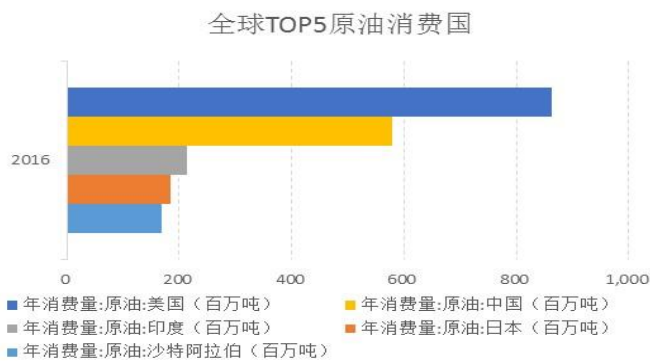
图 1.1.2 WTI 原油期货及 EIA 库存量



资料来源：WIND 南华研究

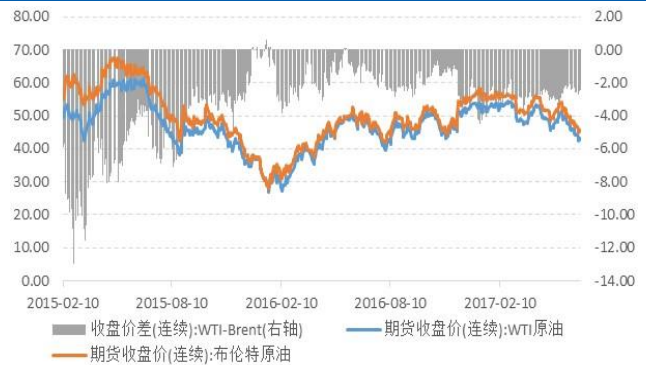
在供给尚未出现明显下降的同时，需求的萎靡也是一直油价下跌的另一因素。第一季度仍处于季节性需求淡季，减产对市场的影响并不十分突出，只有在需求恢复时，市场才会明显感受到供应过剩压力大幅缓解。在需求上，全球今年炼厂的原油加工量很难超越 2016 年水平。美国炼厂开工率仍未有明显提升，汽油产量较 2016 年 12 月环比下降 9%，柴油产量环比下降 5%。2 月上旬，美国东北部受暴雪天气制约，影响人口达 5500 万人，汽油及柴油需求仍然较弱，成品油库存处于历史高位。就需求整体而言，目前尚未进入旺季。

图 1.1.3 2016 全球原油消费国 TOP5



资料来源: WIND 南华研究

图 1.1.4 WTI—Brent 期货价差



资料来源: WIND 南华研究

综合来看，受 OPEC 原油出口增加、美国原油产量及库存持续走高、美元指数偏强振荡等多重因素的影响，短期原油仍将偏弱振荡。但中期来看，当进入夏季需求旺季后，如果需求量能较目前有明显好转，而 OPEC 减产能够持续进行的话，中期油价重心将上移，原油价格可能维持 50—55 美元/桶区间。

1.2 全球能源供给格局的变化

根据英国石油公司公布的 2017 年能源展望，在技术进步和对环境关注的驱动下，全球能源格局正在转变。虽然世界石油库存仍在历史高位，石油市场仍然面临持续调整，但是能源转型的一大重要特征是能源结构正在持续低碳化。可再生能源的增长加上核能和水电几乎占到了未来全球能源增长的一半，但短期看，石油、天然气和煤炭在能源结构中仍占主导地位。

图 1.2.1 全球一次性能源消费

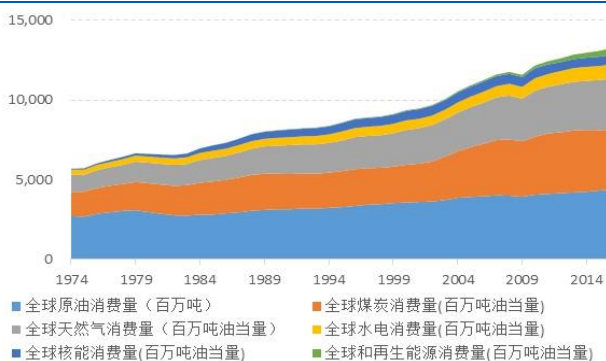
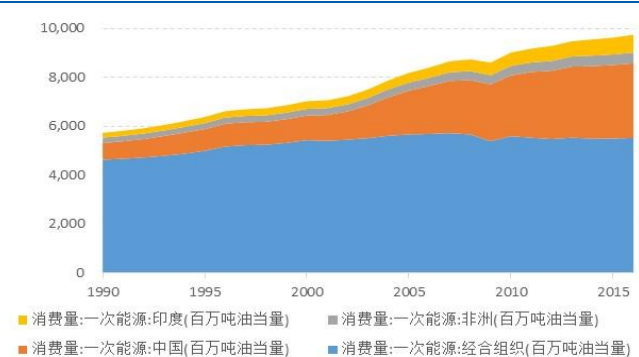


图 1.2.2 全球分地区能源消费



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

当下全球能源格局的三个特点：

1. 供需关系和定价机制的深刻变革导致能源价格持续低迷

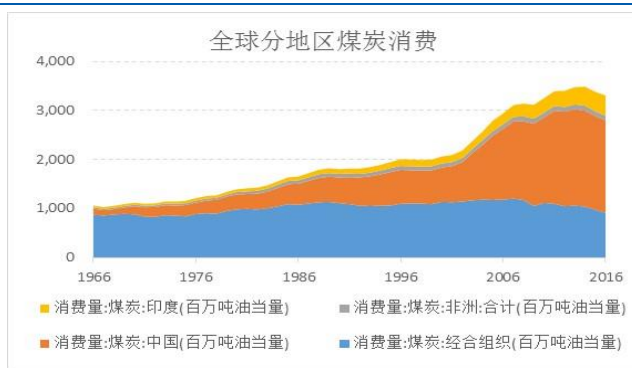
跨入 21 世纪的前十年时间，石油、煤炭等主要能源品种价格伴随着全球性的经济泡沫，也经历了一场爆发式的涨价浪潮：国际原油价格飙升至 150 美元/桶、国内煤炭价格也一度达到 1000 元/吨。时至今日，布伦特原油价格已跌至约 50 美元/桶，国内动力煤价格也仅为约 400 元/吨。

图 1.2.3 世界原油现货价



资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.4 全球分地区煤炭消费

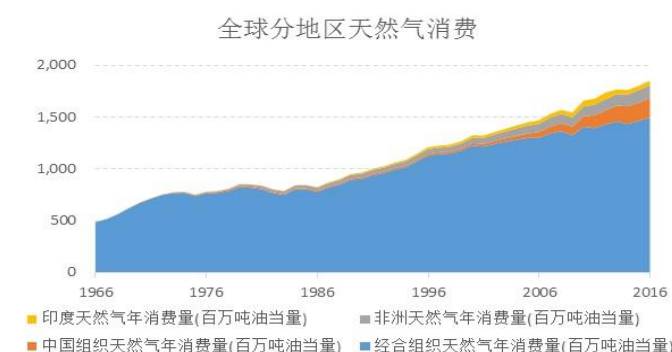


资料来源：WIND 南华研究

2. 能源价格过山车动态的背后，隐含着全球能源供需关系和定价机制正在发生的深刻变革。

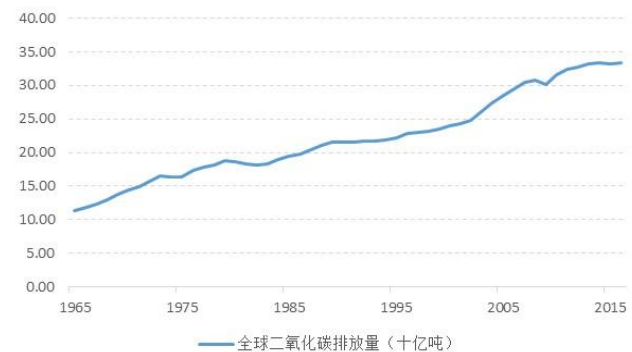
从供需关系看，“供给西进”和“需求东移”是当今全球能源的主导路径。供给端，一时间以美国为代表的非常规油气产地大有替代中东、俄罗斯等传统油气产地之势。页岩油气、油砂、重油等新技术的大规模应用，使得这种趋势几近现实。需求端，美欧发达国家的工业化进程已经逐步走出了依靠能源消耗换取各项发展的阶段，对能源的新增需求在极大程度上被能源使用效率的提升所覆盖，因此能源消费增势已经显著趋缓。与此同时，中国、印度等新兴市场国家对于能源的渴求正在与日俱增。

图 1.2.5 全球分地区天然气消费



资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.6 全球二氧化碳排放量



资料来源：WIND 南华研究

从定价机制看，OPEC 和 IEA 历经数十年时间建立起的定价主导权，在数年内即被页岩油气等新技术带来的大量增产所瓦解。“去产能、去库存”只能寄希望于“冻产”等非常规手段。然而事与愿违，各生产国之间的禀赋差异使得“冻产”的愿望反而变成了新一轮产能竞赛的导火索。当今的原油库存较前几年已有大幅提高。在全球能源需求温和放大的背景下，预计国际能源价格很可能将长期保持底部宽幅震荡的走势。

3. 需求导向使得全球能源结构发生根本性变革

在当今世界的能源结构中，石油、煤炭和天然气牢牢占据前三名的位置。但未来，随着能源需求的不断变化，全球主要能源结构也将发生重大调整。总体趋势可以概括为：低碳化和可再生化。2000 年到 2014 年期间，中国的煤炭需求年均增长 8%。时至今日，中国已成为全球最大的煤炭需求国。

但是，随着减少碳排放意识的日益增强，煤炭也将逐渐被天然气等更加清洁的能源所替代。据相关研究，在产生同等热量的情况下，天然气所产生的二氧化碳排放，仅相当于煤炭的 40%。与石油一样，页岩气在全球的大规模推广也使得天然气价格有较大幅度的降低。因此无论从经济角度还是可持续发展角度，天然气等清洁能源将逐步替代煤炭等高污染能源。但是中国的可再生能源道路还有很长的路要走。其中，一方面原因来自于前期较为高昂的建造成本：可再生能源设施建设周期长、先期造价高、回收周期长。另一方面原因来源于新技术成熟程度较低：如核电安全问题、风电、光伏电并网问题等。在技术层面没有更成熟的方案推出之前，如果石油、煤炭等化石能源的价格一直保持低位，则可再生能源的应用规模将会收到严重阻碍。但从长期来看，随着技术突破及升级，可再生能源替代一次能源仅仅是时间问题，作为一种趋势的显现，完全可能比我们预计的还要更快一些。

近年来，石油走势一直与美元走势呈现出较强烈的负相关关系。投资者早已将商品期货作为对冲美元风险的重要手段。在一定程度上，增强的金融属性对能源产品的价格发现起到了积极作用。但我们也不应忽视，金融市场无疑放大了能源产品的价格波幅，弱化了能源价格与基本供需的关系，无形中推动了投机并扩大了风险。

第 2 章 实际利率抬升对私人投资构成抑制

2.1 美国仍处于货币政策收缩过程中

2.1.1 美联储货币政策正常化的背景和原因

三轮量化宽松，美联储资产负债表扩张。2008 年美国次贷危机爆发后，时任美联储主席的伯南克为了刺激经济复苏，持续降低联邦基金利率至 0.25% 的历史低位，达到降无可降的地步。为了进一步向市场注入流动性刺激经济，并以更快的速度压低长期利率，美联储开启了三轮量化宽松(QE)政策，使得资产负债表迅速膨胀。第一轮 QE 从 2008 年 11 月至 2010 年 3 月，一共购买了 1.725 万亿的美元资产，包括 1.25 万亿美元的抵押贷款支持证券、3000 亿美元的国债等；第二轮 QE 是从 2010 年 11 月至 2011 年 6 月，一共购买了 0.6 万亿的美国长期国债；第三轮 QE 是从 2012 年 9 月至 2014 年 10 月，共计购买了 1.6 万亿美元资产，每月分别采购 400 亿元的抵押贷款支持证券和 450 亿元的国债。经过三轮 QE，美联储资产负债规模扩张到 4.5 万亿美元，危机前为 9000 亿美元，绝对规模扩大了 4 倍。从相对数来看，美联储资产负债表规模与 GDP 占比也从金融危机前的 6% 上升到现在的 24%。尽管美联储在 2014 年就退出了 QE，但是由于美联储对到

期资产采取持续投资的策略，因此 2 年多来，美联储的资产规模一直维持在 QE 退出时的历史最高位。

长期国债和 MBS 主导，货币政策传导效率削弱。长期量化宽松的政策也扭曲了美联储的资产结构，资产端久期较长。危机前，美联储持有证券主要由短期国债和中长期国债组成，两者占总资产比重分别为 32%和 53%左右。量化宽松政策以后，中长期国债占比依旧维持在 54%左右，而 MBS 则取代了短期国债，占比持续上升到 39%，1 年期以下短期国债占比仅在 10%左右。短期国债规模下降因为美联储买长卖短的扭曲操作，主要是购买剩余期限在 6 年到 30 年之间的中长期国债，再出售等量的剩余期限在 3 年或以下的短期国债。持有过量国债和 MBS 超出了美联储实施常规货币政策的需要，尤其是持有大量 MBS 无形中干预了金融市场的资金配置，造成扭曲。危机发生之前，由于银行准备金规模较少，美联储可以通过公开市场操作调节准备金规模来控制市场利率。而量化宽松政策实施以后，银行的准备金规模上升到 25000 亿美元，美联储难以通过公开市场操作来影响市场利率。因此，当前美联储主要是通过准备金利率(IOR)和隔夜逆回购(ONRRP)工具来引导市场利率。随着加息进程，短端利率不断抬高，长端利率却不再上行甚至出现下行，致使收益率曲线倒挂，这种情形下极易引发经济金融危机。因此，在货币政策恢复正常化的路径中也势必需要使收益率曲线正常化，停止对长端收益率曲线的干预。

美国经济复苏趋稳，为货币政策预留空间。量化宽松本来就是为了应对危机而采取的“非常规”举措，当前美国经济已经复苏趋稳，美联储高度关注的失业率和通胀指标都出现了根本性的好转，失业率持续下降至 4.5%的历史低位，收紧货币政策自然成为题中之义。持续膨胀的资产负债表和倒挂的收益率曲线，蕴藏了巨大的危机，可能带来难以控制的恶性通胀和资产价格泡沫。美国经济短期增速突破长期中枢意味着经济提速，通胀上扬、PMI 走强、就业的超预期表现、长期国债收益率上行，都是征兆。而接下来如果特朗普政府能将减税、制造业回流、基建等政策主张落实到位的话，将为有过热倾向的美国经济火上浇油。美联储选择渐进加息和“缩表”，就是希望在经济稳定复苏向过热迈进时，采取更为稳健的策略恢复货币政策正常化，降低经济面临的潜在通胀和金融风险。目前美联储的货币政策空间已经高度非对称，及早进行加息和缩表操作也是为日后有需要减息和扩表时争取空间，预留“危机应对后手”，有助于美国金融系统的稳定和重塑美元信誉。早在 2014 年，时任美联储主席伯南克就已将了货币政策正常化纳入了远期前瞻性指引。

2.1.2 美联储货币政策正常化的路径

缩表方式及特点。随着美联储进入加息周期，美联储货币政策常态化三步走——退出 QE，加息和缩表——已经进入走到了最后一步。目前，美联储资产负债表持有 2.46 万亿美元的美国国债和 1.78 万亿 MBS，所谓“缩表”，针对的主要就是这两部分资产。从目前美联储的资产结构看，缩表的方式主要是两方面：一是“被动缩表”，对到期资产停止再投资，即持有的国债或 MBS 到期后，不再进行再投资。美联储持有的 2.46 万亿美元国债中，1-5 年到期的中长债规模在 1.2 万亿美元左右，比重高达 48.5%，距离到期 90 天以内和 90 天到 1 年的美国国债分别占比 2.4%和 8.2%；而持有的 1.77 万亿的 MBS 则基本全是 10 年以上的长期资产。被动方式缩表是一个渐进的过程，且如果仅部分停止再投资，紧缩的步伐将更加温和。二是“主动缩表”，直接抛售资产，即出售持有的 MBS 或者国债。相对于被动持有到期，主动方式缩表传递出的货币收紧信号更强。如果美联储主动出售国债或 MBS 资产，那么相应地将带来准备金规模的大幅缩减，导致更为猛烈的紧缩幅度，容易对经济和流动性造成冲击。鉴于当前美国经济并没有过热，特朗普新

政落地也不顺利，减税和基建等财政刺激计划离真正推行尚需时间，因此短期内缩表方式上，被动持有到期而停止再投资是美联储缩表首选。鉴于美联储目前资产负债表规模，即使按照 6 月美联储公布的缩表计划来看，未来的多年内资产负债表的总规模依然可观。因此，在铺垫出足够的紧缩预期之后，美联储或许会在 2019 年利率达到 3% 目标值后进入主动缩表阶段。

渐进式的加息和缩表。美联储 6 月议息会议结束，美联储宣布加息 25 个基点，联邦基金利率从 0.75%-1% 调升到 1%-1.25%。这是继今年 3 月份加息之后的年内第二次加息，也是本轮货币政策正常化以来的第四次加息。至于未来加息路径，6 月议息会议预期 2017 年年底联邦基金利率预期中位数在 1.375%，即全年将再有一次加息。维持 2018 年年底在 2.125% 不变，即 2018 年同样预期三次加息。上调 2019 年年底预期至 2.875%（之前料为 3%），2019 年预期加息次数由之前的 4 次下调为 3 次，维持更长周期预期在 3% 不变。缩减资产负债表是 FOMC 更长期的目标，并且建立在主要利率指标回升到合理高度的基础上。随着利率向正常水平靠拢，缩减危机时急剧扩张的资产负债表自然成为美联储的下一项议题。美联储预计今年起开始缩表，具体方式为逐步减少到期证券的本金再投资规模：起初每月缩减 60 亿美元国债、40 亿美元 MBS；缩表规模每季度增加一次，直到达到每月缩减 300 亿美元国债、200 亿美元 MBS 为止。届时，缩表计划将按照每月缩减 300 亿美元国债、200 亿美元 MBS 的节奏进行，直到美联储认为资产负债表规模回到与经济相适应的合理水平为止。决议公告表示，最终的资产负债表规模将大幅低于当前水平，但高于危机前的水平。中长期来看，如果经济保持较强复苏，随着利率提高到正常水平，资产负债表的正常化也将加快。美联储的缩表行动将是一项缓慢而长期的大工程，根据路透对 15 家与美联储有业务联系的一级交易商的调查显示，美联储资产负债表的最终规模预测中值为 2.75 万亿美元，即在当前规模基础上缩减 1.75 万亿美元。根据旧金山联储主席 John Williams 的估计，美联储缩表操作可能需要持续五年。

加息和缩表变数。5 月美联储的议息会议公告显示美联储对美国复苏的乐观看法没有变，尽管 5 月零售、信贷、PMI 等指标有所下滑，通胀与核心通胀数据仍不十分强健，但美联储认为这只是暂时现象；同时公告显示美联储致力于加速推进货币政策正常化的意图目前看也没有变。但美联储 6 月议息会议对美国基本面的官方表态相对于 3 月和 5 月议息会议有所软化，尤其是对通胀的表态，并下调了通胀预期，将个人消费支出通胀（PCE）从此前的 1.9% 下调至 1.6%。美国通胀与核心通胀指标在今年一季度达到高点之后，现均已开始回落，如果未来核心通胀继续下降至 1.5% 以下，则会增加美联储票委对继续加息的顾虑。另外，失业率是美联储关注的核心指标。近期失业率创十六年新低，就业整体改善，但非农新增就业数据开始高点回落。因此，美联储会根据三季度美国经济和金融市场的表现来决定加息和缩表节奏。另外，关于加息和缩表的关系目前尚无定论，加息缩表并行还是交替进行是个未知数。我们预期如果三季度通胀和就业数据令美联储满意，那么美联储将在 9 月份加息，之后启动缩表；而如果三季度通胀继续低迷和非农数据低于预期，则会选择 9 月先启动缩表，将加息推迟至 12 月份或者下一年度。根据 CME 的数据显示，市场投资者预计美联储 9 月份再次加息的概率仅为 35%。

2.1.3 美联储货币政策正常化的影响

全球流动性迎来拐点，美元升值。美联储希望在恢复货币政策正常化的道路上采取更为稳健的策略，而加息、缩表相伴进行是更优的选择。美联储加息周期展开以及未来缩表的演进，全球流动性将呈现边际收紧。在经历了 2015 和 2016 年两年延缓加息之后，美联储希望加快加息进程，联邦基金利率预期在 2018 年年底将达到 2.125%，在 2019 年年

底将达到 3%。据美国财经媒体报道，美联储期望把资产负债表缩减至 2 万亿—2.5 万亿美元规模，这意味着美联储将从市场上至少吸纳 2 万亿美元基础货币的流动性。从市场影响来看，一般来说，缩表比加息对流动性的影响更大。加息，是通过提高资金成本抑制贷款。而缩表，则意味着货币规模减少，对流动性影响更为直接。另外，如果缩表进展顺利，美元会获得较大支撑，其他国家货币将在中长期再度承压。

中长期利率抬升，经济增长和资产价格承压。缩表叠加加息，将对美国经济和资产尤其债券施加较大的下行压力。美联储加息主要是通过作用于短端利率，影响银行流动性，进而影响中长端债券市场和实体经济。缩表则是直接从货币数量上影响联储银行的流动性，美联储资产又以中长期资产为主，所以无论是资产的到期停止再投资还是直接出售资产，都会对中长期利率产生更为直接的影响，导致美国国债收益率持续上行，对实体经济的影响也更甚于加息。利率影响经济增长的渠道很多，比如居民按揭贷款利率提升可能会影响住房销售和房地产投资增速，企业贷款利率提升会影响企业的贷款需求和投资意愿，这些都会对美国的经济增长产生一定的负面影响。美联储 15 年和 16 年的两次加息，已经使得美国住房按揭利率开始走高。如果美联储加快加息步伐，叠加大规模的缩表，经济或许无法承受中长期利率走高带来的打压。考虑到老龄化、生产率增长低迷等长期问题，美国经济将承受更大的压力。另外，目前美股的估值也处在历史高位，利率波动加大也可能导致股市波动相应提升和债券市场恐慌。

新兴市场风险加大，人民币贬值预期反弹。由于美元在全球货币体系中处于核心地位，各新兴经济体的汇率都主要盯住美元，美联储加息缩表势必将对全球经济造成蝴蝶效应，全球流动性将呈现边际收紧，对新兴经济体增长前景将构成负面冲击，部分新兴经济体将面临资本流出、货币贬值压力加大、金融波动性上升的风险。短期外债率高、经常账户和财政“双赤字”，以及资源型出口型经济体等受到冲击将较大，产生金融危机的概率较高。同样，人民币贬值预期反弹，资产泡沫有破灭风险。短期来看，美国特朗普新政推行受阻，预期落差导致美元指数回落，人民币保持相对稳定。中长期看，美联储的紧缩货币政策对美元指数走强趋势形成强支撑，如果美联储利率中长期回到 3% 目标值、缩表如期开展，人民币对美元汇率将承受巨大压力。中国央行如要稳汇率，国内货币政策可能要跟随美国收紧。那么，目前高企的国内房地产价格可能面临负面冲击，债券和股票价格也都面临重估。经验教训警示历次新兴市场危机都与美联储紧缩货币存在着一定联系，所以要高度警惕美联储货币政策正常化带来的冲击。

图 2.1.3.1 美国联邦基金利率上升

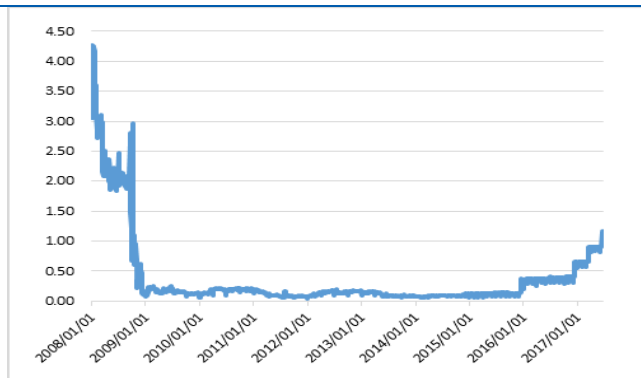
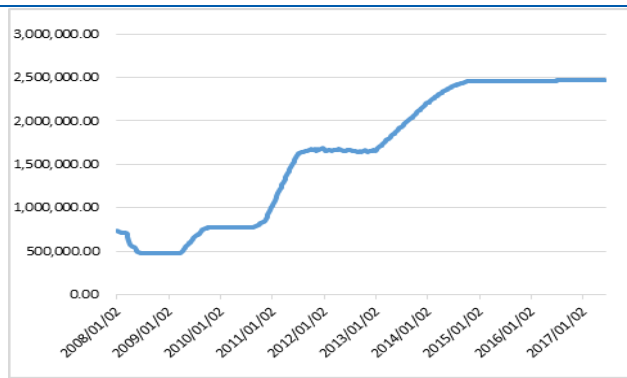


图 2.1.3.2 美国国债规模大



资料来源：WIND 南华研究

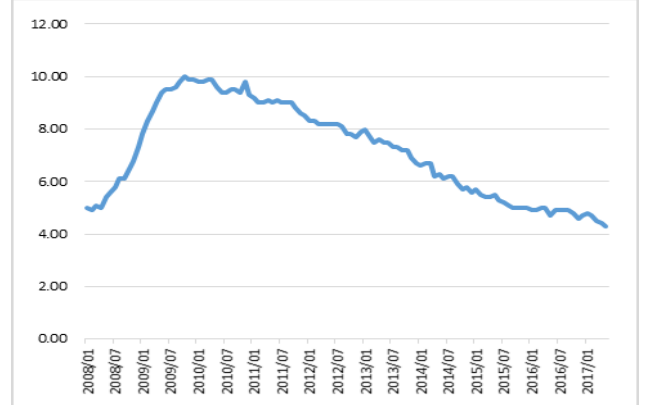
资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.3.3 美国 CPI 当月同比



资料来源：WIND 南华研究

图 2.1.3.4 美国失业率持续下降



资料来源：WIND 南华研究

2.2 中国金融部门去杠杆进行时

08 年金融危机以来，各国为了刺激经济相继开展宽松的货币政策。美联储继经济危机开启了三轮量化宽松政策而中国从 2015 年以来，央行连续 5 次降低基准利率。宽松的货币环境为金融加杠杆提供了条件，加杠杆到达一定程度，必将导致金融泡沫，风险过大。宽松的流动性在股市、债市、房市吹起一个一个资产泡沫，并且导致政府部门杠杆率、全社会杠杆率、企业部门杠杆率显著上升，杠杆率过高必然引发中国实体经济根基脆弱，同时也是金融风险的总源头，金融体系内的流动性膨胀、杠杆上升、风险加剧。为了控制金融风险，支持实体经济，各国开始走上金融去杠杆的历程，中国也不例外，中国上半年货币政策的主要基调是金融部门去杠杆。

2.2.1 中国上半年主要运用两种去杠杆的方法

收窄利差，提高负债成本。措施包括上调逆回购、SLF、MLF 等流动性工具利率，拉长投放久期等，这是央行今年上半年一直在做的操作，提高负债去杠杆。1 月 25 日，央行上调 MLF 利率，金融去杠杆再起。央行公告称，为维护银行体系流动性基本稳定，结合近期 MLF 到期情况，对 22 家金融机构开展 MLF 操作共 2455 亿元，其中 6 个月 1385 亿、1 年期 1070 亿，中标利率分别为 2.95%、3.1%，较上期上升 10 个 BP。数量上继续确保流动性稳定，价格上体现去杠杆、抑泡沫的态度，而央行的多重措施也显示其去杠杆的决心；2017 年 1 月 3 日，央行全面上调了公开市场逆回购操作利率 10 个基点，其中 7 天期、14 天期、28 天期逆回购操作中标利率分别上调至 2.35%、2.5%、2.26%。此举意味着中国适度宽松的货币政策将出现明显反转；3 月 16 日，央行分别上调 7 天、14 天、28 天逆回购 (OMO) 利率 10 个 BP，分别至 2.45%、2.6% 和 2.75%；分别上调 6 个月及 1 年期 MLF 利率 10 个 BP 至 3.05% 和 3.2%。这是自 1 月底、2 月初 MLF 和 OMO 利率上行后的再次上涨。同时常备借贷便利 (SLF) 的利率也上调了 10-20BP，其中，隔夜品种上调 20BP 至 3.3%，七天和一个月品种各上调 10BP 至 3.45% 和 3.8%。央行再次上调 OMO、MLF 和 SLF 利率，是防风险去杠杆的需要，能够稳定利差和汇率，但是对实体经济影响有限。(如表一)

监管升级，金融去杠杆加码。 2017 年对金融业监管进一步加强，金融去杠杆力度加大。一季度人民银行 MPA 评估时将表外理财纳入广义信贷范围，纳入后部分银行面临的 MPA 监管要求提高，影响未来表内外资产扩张的潜力。银监会主席郭树清在 3 月份国新办答记者问中明确提出 坚决治理各种金融乱象，此后，银监会以及银监会办公厅密集出台了 8 个文件来落实郭树清主席的讲话，落实速度之快超出市场预期。发文级别更高的银监发 4、5、6、7 号文从银行业服务实体经济、控制批发性融资和同业存单以及银行理财等方面对银行提出了全面自查要求，其中 7 号文明确将《银行业理财业务监督管理办法》列为推进更为急迫的制定类，直击市场要害。从银监会落实速度上证实了中央这次防风险去杠杆的推行力度很大。（如表 2）

基础货币的投放的下降通过影响高能货币量来促进信贷的扩张，2017 年上半年基础货币稳中有降。（如图 2.2.3）

表 2.2.1.1 2017 年货币政策操作

日期	政策操作
2017.1.13	央行进行 3055 亿 MLF 操作，6M 利率 2.85%，1Y 利率 3.0%
2017.1.24	央行进行 2455 亿 MLF 操作，6M 利率上调至 2.95%，1Y 利率上调 3.1%
2017.2.15	央行进行 3935 亿 MLF 操作，6M 利率 2.95%，1Y 利率 3.1%
2017.3.7	央行进行 1940 亿 MLF 操作，6M 利率 2.95%，1Y 利率 3.1%
2017.3.16	央行进行 3030 亿 MLF 操作，6M 利率上调至 3.05%，1Y 利率上调至 3.2% 央行进行 600 亿 3 个月期国库定存，利率为 4.2%
2017.4.17	央行进行 4955 亿 MLF 操作，6M 利率 3.05%，1Y 利率 3.2%
2017.5.12	央行进行 4590 亿 MLF 操作，6M 利率 3.05%，1Y 利率 3.2%
2017.5.19	央行进行 800 亿 3 个月期国库定存，利率上调至 4.5%

数据来源：根据新闻整理

表 2.2.1.2 2017 年去杠杆逐步加强

日期	政策操作
2017 年 1 月	央行行长周小川明确表示 2017 年货币政策保持稳健中性，把防金融风险提高到更重要的高度 央行货币政策例会未提“降低社会融资成本”
2017 年 2 月	上海银监局开年检查银行同业业务，监管层防风险措施加强 央行通过“窗口指导”控制信贷增量，所有贷款需提前一月报备
2017 年 3 月	央行研究局局长表示“要重点强化金融监管为突破口推进金融体制改革”
2017 年 4 月	银监会发布银行业风险防控指导意见， 银监会下发 46 号文，开展“三套利”专项整治活动 银监会发布《关于切实弥补监管短板 提升监管效能的通知》，加大对同业、投资、理财等业务的监管力度
2017 年 5 月	银监会继续摸底委外，但央行态度转为和缓 发改委发文称我国去杠杆卓有成效、债务风险基本可控

2017 年 6 月	央行领导表示我国正在寻求“不松不紧”的货币政策，去杠杆不等于把杠杆降为零 银监会允许部分银行推迟报送自查报告，最长可延期三个月 银监会副主席：必须将强监管、减杠杆、防风险与深化供给侧改革结合起来，尽最大限度防止监管真空 证监会主席：将防控金融风险放到更重要的位置
------------	--

数据来源：根据新闻整理

2.2.2 金融去杠杆的影响

随着金融去杠杆的推进，商业银行开始缩表，导致信用收缩和融资成本上升，资产价格下跌。

央行缩表。央行资产从 1 月的 34.83 万亿收缩到 3 月的 33.74 万亿，下降约 1.1 万亿。其中，2、3 月份，央行资产负债表分别下降 2700 亿和 8100 亿，主要是对其他存款性公司债权下降 2800 亿和 7700 亿。4 月央行总资产增加了 3943 亿，其中，对其他存款性公司债权增加了 3850 亿，尚不能弥补 2、3 月下降幅度，表明金融去杠杆的方向并没有转向。

商业银行缩表。从 2017 年 2 月开始，连续 3 个月股权及其他投资的环比增加额不足 1500 亿元，而在 16 年全年的大部分时间中，该项的环比增加额一直超过 5000 亿元。因此，银行体系前期利用同业业务大肆信用扩张的进程可能已经告一段落。4 月份的其他存款性公司资产负债表在两点上出现了变化：首先，在央行重回扩表的情况下，商业银行反而走向缩表，与央行背道而驰，反映了银行信用扩张的放缓；其次，银行体系总资产增速向社融增速收敛，说明在监管趋严下，资金“脱实向虚”现象或有所收敛。商业银行体系缩表，比央行扩表更加值得关注，其背后可能有两方面原因，主动原因在于监管趋严，银行部分业务(如非标业务等)停滞，其主要应对的是银行过快无序信用扩张。从 2015 年开始，商业银行资产负债表一直扩张，即使在央行资产负债表收缩的时期，其他存款性公司的资产负债表也从未下降；同样从 2015 年开始，银行体系总资产同比增速开始超过社融存量同比增速，银行同业业务和委外业务的发展功不可没。被动原因可能在于实体经济融资需求趋弱，这与 4 月份宏观数据的回落是一致的。

信用收缩和融资成本上升。银行业主导的信用缩表，尤其体现在资产负债表外业务的快速削减。由于过去几年中国经济的信用扩张基本上靠表外扩张完成的，这次突如其来的表外收缩的冲击比数字上可以看到的更凶猛。信用断流对经济和房地产业所构成的风险，可能比资金成本上涨更大。信用债成本的飙升和集资能力下降。过去两年，中国经济的整体杠杆水平还在上升，不过将集资平台从理财产品移向信用债使得资金成本大幅下降，集资也更规范。信用债市场环境突变，可能令严重依靠借新债还旧债的部分企业的违约风险大幅上升。同时，储蓄增长明显放缓，银行争夺存款之战一触即发，货币环境正常化正在由货币市场的“假加息”，传导向实体经济的真加息。

资产价格下跌。近期中国经济正在面临一场突如其来的流动性短缺，主要涉及的正是银行的表外业务收缩，其烈度可能比数据所表现出来的更高，债市股市的表现折射出信用环境的改变。商业银行“缩表”加剧资金的紧张，事实上等于减少了货币衍生的渠道和规模。由此，债市、股市、期市和楼市的压力将持续加大。在这一轮退潮中，中小银行不仅资产规模会缩小，风险点会暴露，内部腐败造成的黑洞会被揭穿，潜在亏损也会兑现。货币环境正常化、防范金融风险、加强监管力度、肃清金融腐败，长远看都是

好事，乃是防范系统性风险所必需。不过各部门纷纷推出的措施，却在制造一个叠加共振效应，有可能导致信用环境的矫枉过正，资产价格的下跌反而成为制造新风险的源头。

图 2.2.2.1 央行货币政策工具利率上升

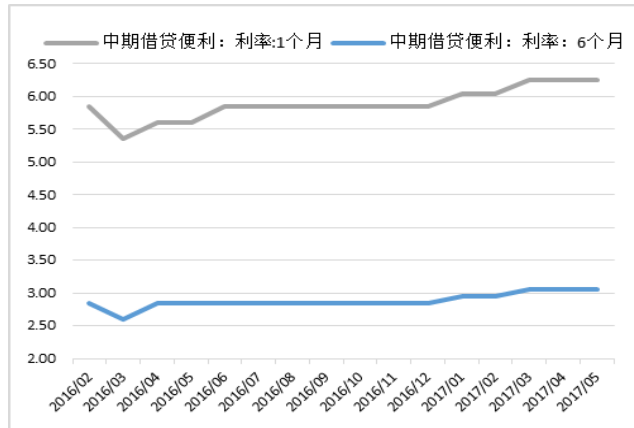
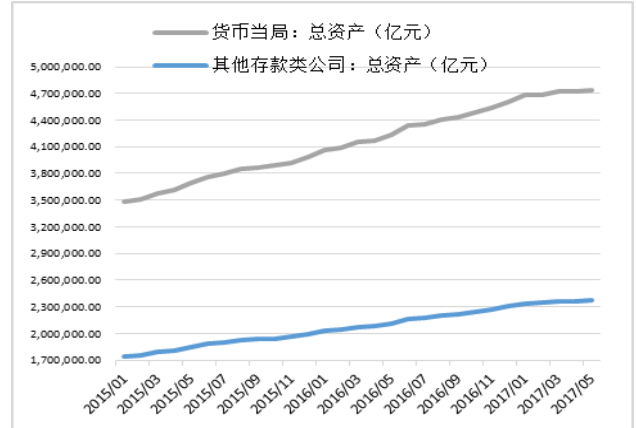


图 2.2.2.2 央行与商业银行资产缩表



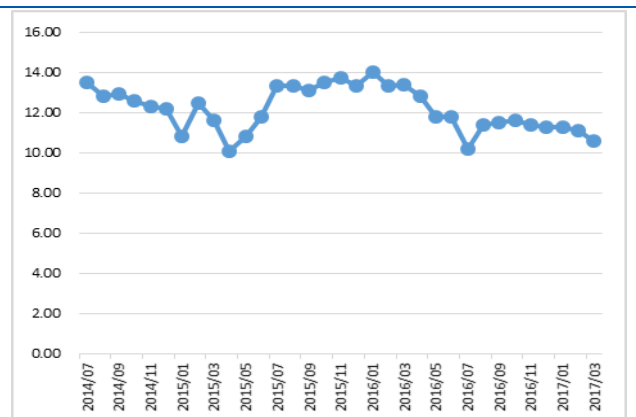
资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

图 2.2.2.3 央行基础货币降低



图 2.2.2.4 M2 增速放缓



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

2.3 利率抬升、通胀走弱导致实际利率走高

对于利率处于较高水平的情况，我们认为下半年还将持续存在，一方面金融部门去杠杆尚未完成，政策当局看淡经济增长，中央会议文件没有再提降低企业融资成本，说明由于去杠杆对经济产生的抑制作用已被纳入考虑，政策当局对于经济下行的容忍度在提升；另一方面，目前主要发达国家，尤其是美国处于货币政策收紧周期当中，为保持人民币汇率和金融市场的稳定性，国内的货币政策也不会放松。

通胀方面，我们主要从货币供给和物价传导两方面来看下半年走势。

首先，货币供给增速目前处于回落的趋势，由于金融部门去杠杆还将持续较长一段时间，我们预计 M1 增速继续回落的可能性较高，所以后期通胀面临的来自流动性扩张

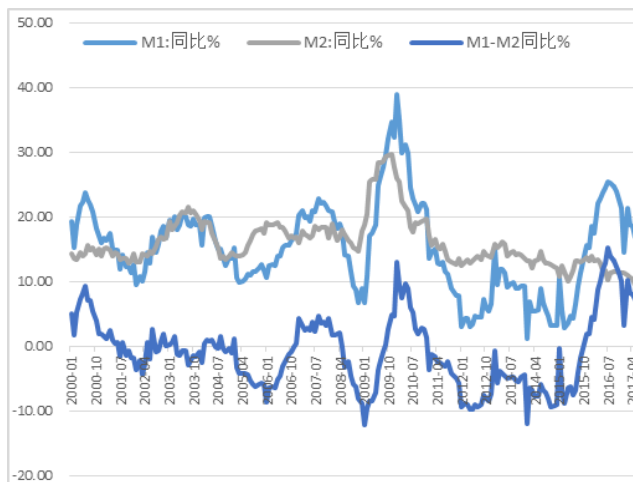
的冲击会较小。

其次，从供需缺口方面来看，尽管 2016 年以来 PPI 出现大幅上行，但是并未向 CPI 形成有效传导，主要原因在于：第一，供给侧改革造成煤炭钢材出现人为的供给缺口拉大，而需求端的增长有限，如果剔除房地产投资的话，固定资产投资增速要比上年下降 3.75 个百分点，可见 2016 年除了房地产投资之外，其他行业投资增速是下降的。由于生产资料价格上升主要是由供给萎缩导致的，投资需求的增长有限，企业生产扩张放缓，导致工业企业利润和居民收入增长出现背离，消费和物价上涨的动力减弱，PPI 和 CPI 的剪刀差扩大；第二，受暖冬影响，2017 年初猪肉和蔬菜价格大幅下跌，蔬菜价格跌幅达到将近 30%，创历史新低，导致食品 CPI 大幅下挫，也拉低了整体通胀水平。

下半年通胀疲弱的局面难以有所改变，原因在于：第一，房地产投资增速进一步上升的空间减少。近两年由于银行的行业信贷政策，房地产企业主要通过债券市场和委托信托贷款进行融资，特别是 2017 年 1 季度委托贷款增幅较大，也促使了房地产投资增速的上行，但是在 2 季度以来的金融部门去杠杆和银行严监管的背景下，债券融资和委托信贷大幅下降，房地产行业融资难度增加，未来投资继续上行的可能性较低；第二，煤炭和钢材的去产能方面，发改委表示截至 5 月底全国已压减粗钢产能 4239 万吨，完成年度目标任务 84.8%，退出煤炭产能 9700 万吨左右，完成年度目标任务 65%，而且目前“地条钢”产能已全部停产。这意味着，下半年煤炭和钢材的去产能任务和供给收缩预期会有所减轻，而且煤炭企业今年已经不再实施 276 个工作日制度，在去产能的同时也将释放优质产能，所以预计下半年煤炭价格不会再出现大幅暴涨的局面。由于供需紧平衡的状态，大宗商品步入熊市的可能性很低，但考虑到去年下半年大宗商品价格高基数的原因，今年下半年 PPI 继续下行的可能性较高，进而将拉动非食品 CPI 下行。所以如果食品 CPI 下半年走高，但非食品 CPI 下行，整体通胀仍将保持在较低的水平。

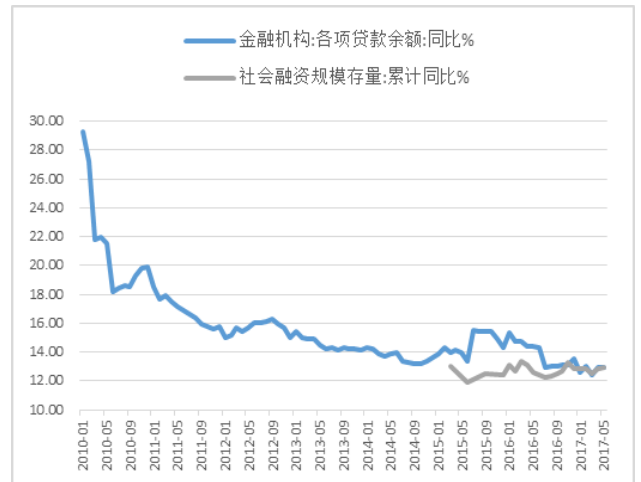
一方面是通胀保持低位，另一方面由于金融机构去杠杆仍在进行时，资金成本将保持在较高水平，那么实际利率继续走高或维持高位的可能性较大。

图 2.3.1 货币供给增长情况



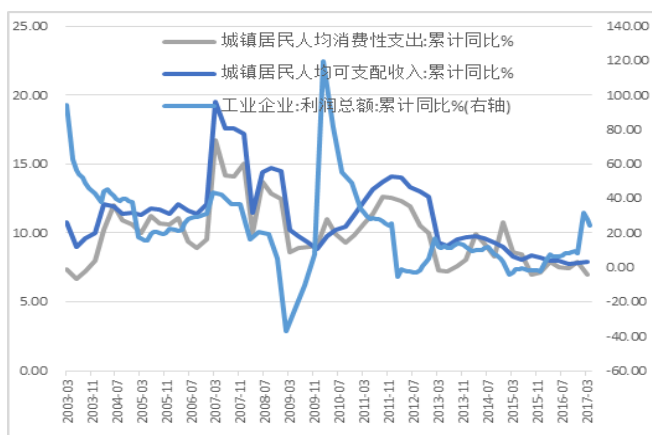
资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.2 信贷和融资规模存量增长情况



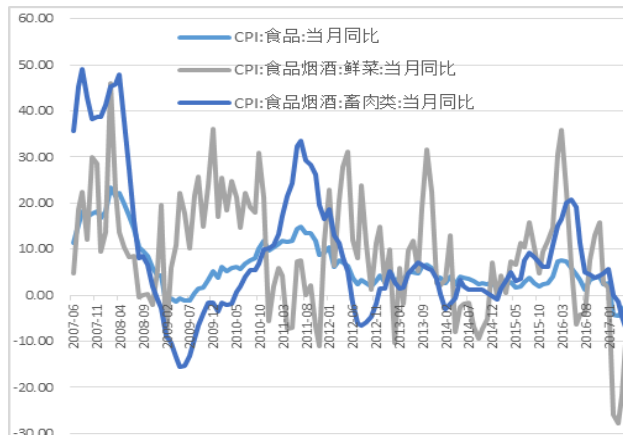
资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.3 企业利润和居民收入支出增长对比



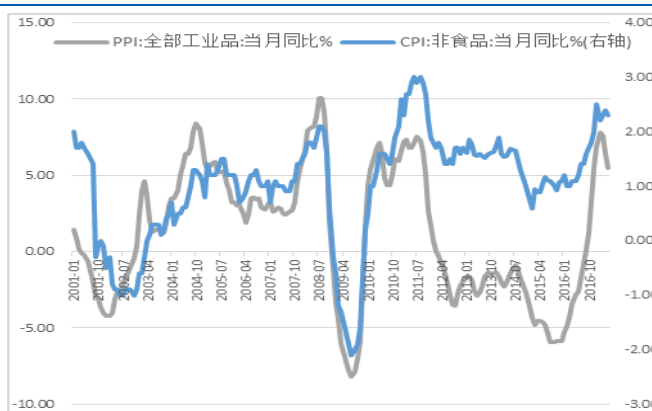
资料来源: WIND 南华研究

图 2.3.4 食品类 CPI 增长情况



资料来源: WIND 南华研究

图 2.3.5 PPI 和非食品 CPI 对比



资料来源: WIND 南华研究

图 2.3.6 实际利率走势

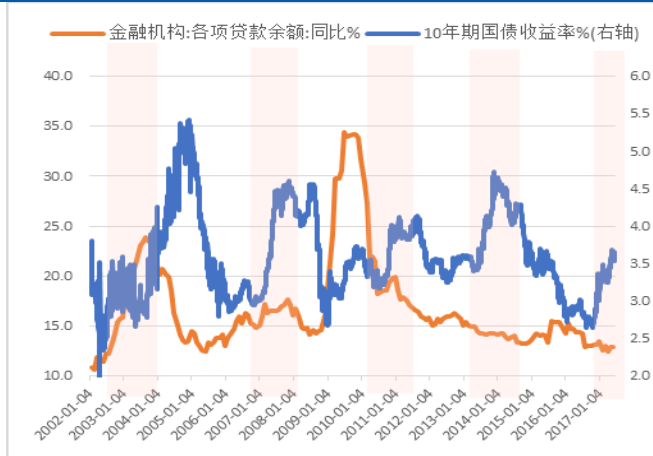


资料来源: WIND 南华研究

2.4 私人投资下行将对下半年经济增速构成抑制

利率上升对投融资构成抑制作用。从利率和实体经济投融资的关系来看，两者之间是一种相互影响的关系，也即低利率条件下投融资大幅上升导致经济出现过热和通胀，从而引起了利率上升和货币当局收紧资金面，这反过来又遏制住了融资的势头；随着企业生产活动放缓，经济增速和通胀回落，利率又开始下降。我们从 2002 年以来 10 年期国债利率和贷款余额增速的对比可以看到，两者之间的反向关系是比较明显的，在 2002 年以来的几个利率上升周期里，比如 2003-2004 年，贷款增速从最高的 23.4% 降至 13.3%；2007-2008 年，贷款增速从 17.7% 降至 14.1%；2010-2012 年，从 19.9% 降至 15%；2013 年，从 14.5% 降至 13%；2016 年以来信贷增速也出现回落，从 13% 上下的区间降至 12% 左右，2017 年 3 月信贷增速 12.4% 是 2005 年以来的最低水平。与前几次周期不同的是，此次利率上升缺乏基本面的支撑，导致融资增速不是从高位回落，而是从低位滑落至更低水平。我们从房地产投资和实际利率走势的对比也可以看到两者有一个较为明显的负相关关系。

图 2.4.1 10 年期国债利率和贷款余额增速对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 2.4.2 房地产开发投资增速和实际利率走势对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

财务费用和企业成本上升抑制企业利润增长。从工业企业利润增长的情况来看，尽管截至 4 月份企业利润增速达到 24.4%，但剔除由于原油、煤炭等大宗商品上涨带动利润改善的中上游行业之后，可以发现下游行业的利润增速并未有明显增长，甚至仍处于下滑趋势当中，说明此轮工业企业效益改善是以煤炭钢材等大宗商品相关行业为主，下游行业的利润和消费并未见明显的改善。从企业利润和 GDP 增长的对比也可以看到，2016 年以来两者的缺口拉大，这说明过剩行业利润的改善无法反映工业企业的整体利润情况，与此同时对于经济的拉动作用也非常有限。

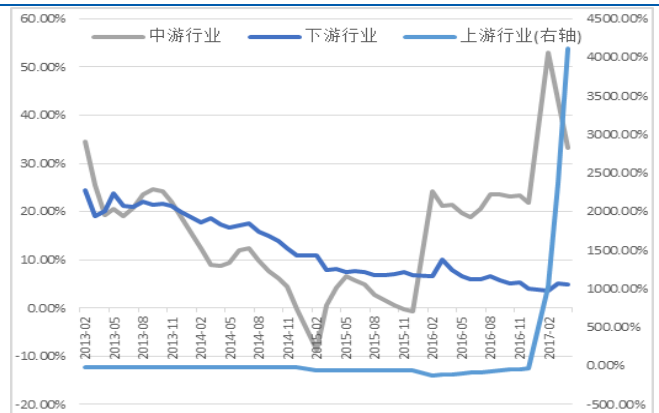
与此同时，由于利率上升和大宗商品价格上涨，企业的财务费用和主营业务成本在加速上升。从历史数据也可以看到，利润和财务费用增长有一个较为明显的反向关系，在财务费用上升的年份，企业利润增长基本是下滑的。考虑到以上因素，下半年的宏观经济增长难以继续上行，我们预计下半年增速将低于上半年。

图 2.4.3 南华工业品指数上涨情况



资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.4 工业上中下游行业利润增长情况



资料来源：WIND 南华研究

图 2.4.5 企业利润和 GDP 增速对比

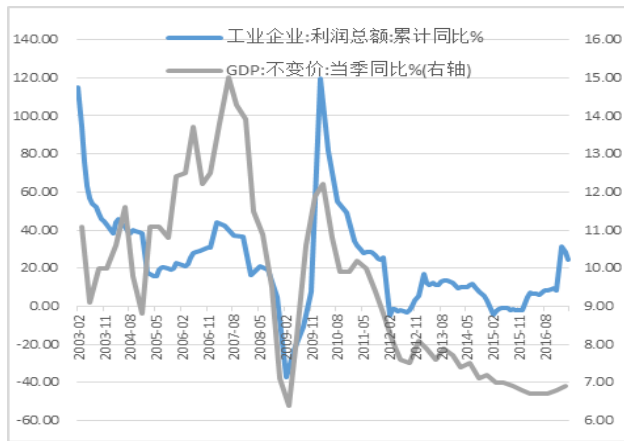
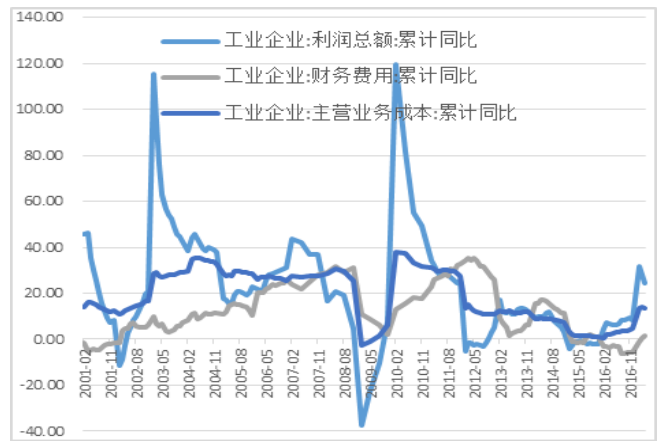


图 2.4.6 企业利润和财务费用、主营成本对比



资料来源：WIND 南华研究

第 3 章 政府主导投资是观测全球经济风向的主要变量

3.1 市场对特朗普政府执行力的预期：过分高估与过分低估

市场易对特朗普政府决策判断造成偏差。自去年 11 月初美国大选结束以来，市场对特朗普政府刺激政策的乐观预期不断发酵，美元和美国股市联袂大幅走高；而近日被“泄密门”和“施压门”双重夹击的美国总统特朗普令市场感到不安。在美股市场遭遇重挫、“恐慌指数”暴涨后，亚太及欧洲市场也遭到波及，全球避险情绪飙升。作为美国历史上最具不确定性的一届政府，其政府执行力已被锚定了不确定性的印记，从而造成市场对政策过分解读，导致价格的异常波动。具体而言，特朗普政府所面对的国内外环境特别是国内需求是确定的，构成了其对外决策的逻辑起点与任务目标；而其不确定性主要体现在达成目标的政策路径选择上，在“小集团思维”的视角下，如何主导特朗普对外决策路径将是一个极难准确回答的动态性问题，进而产生最大的“不确定性”。

图 3.1.1 美元指数



图 3.1.2 市场恐慌 vix 指数



资料来源：WIND 南华研究

资料来源：WIND 南华研究

另外，特朗普不确定性政策也受到国会压力。特朗普上台后，很快选择采取总统行政令等单边方式推进内外政策，并未与本党即共和党占据多数的国会两院展开立法合作。究其原因，除了“反建制派”倾向之下对政治精英的不信任之外，特朗普政府还存在企图尽快兑现竞选承诺的权衡。截止到 2 月底，特朗普共发布了 15 项行政令、11 项总统备忘录以及 4 项总统公告。这些议题基本上展现了特朗普政府在政策议程设置上的优先安排，但显然并不能有效而彻底实现其政策目标。国会对特朗普在对外事务上的约束虽然有限，但在涉及预算、税收、贸易政策等方面，尤其是军费提升、边境调节税和废除奥巴马医改等重大议题上，特朗普政府真真正正受到了来自国会特别是传统共和党人带来的压力。

3.2 中国一带一路和 PPP 项目投资将继续释放

在下半年国内房地产投资大概率下行的情况下，我们认为由政府主导的一带一路、PPP 项目和两个战略新区（雄安新区、粤港澳大湾区）的投资增速仍将保持较快增长。由于以上投资的区域和行业局部性特征，单从宏观数据如固定资产投资、工业增加值、银行信贷、社融规模等难以判断其对于国民经济增长的影响，由于涉及到多维度的海外经贸往来，目前的统计数据可能存在一定的低估情况，但我们从更细致和局部的数据来看，一带一路和 PPP 项目对投资、出口等指标的影响是显著的，也将对下半年的经济增长构成坚实的托底作用。

一带一路方面，我们主要从经贸往来、融资增长、国内相关省份和行业投资以及企业海外收入增长这四个方来全方位看待其对经济增长的拉动效应。

在全球贸易增长萎缩和贸易摩擦加剧的大背景下，我国与一带一路沿途国家经贸往来仍保持逆势增长。当前美国贸易保护主义尘嚣日上、美德贸易关系日益紧张、欧盟与英国贸易谈判陷入僵局，全球贸易增长前景迷茫，在此情况下，我国与一带一路国家经贸往来仍保持快速增长。具体来看，进出口方面，2017 年一季度，中国与“一带一路”沿线国家双边货物贸易总额超过 16553 亿元人民币，同比增长 26.2%，比同期进出口总额增速高 6.4 个百分点，其中对沿线国家出口 9376 亿元，同比增长 15.8%，占同期中国出口总额的 28.2%，比同期出口总额增速高 1 个百分点。对部分国家出口保持高速增长，一季度我国对俄罗斯、巴基斯坦、波兰、哈萨克斯坦和印度等国进出口分别增长了 37%、18.7%、19%、69.3%和 27.7%；中国自沿线国家进口 7177 亿元，同比增长 42.9%，占同期中国进口总额的 25%，比同期进口总额增速高 16.4 个百分点。

对外承包工程方面，一季度我国企业在“一带一路”沿线 61 个国家新签对外承包工程项目合同 952 份，新签合同额 222.7 亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51.8%，同比下降 13%；完成营业额 143.8 亿美元，占同期总额的 49.2%，同比增长 4.7%；新签服务外包合同额 261.2 亿元，执行额 164.1 亿元，同比分别增长 33.9%和 18%，在中国离岸服务外包中的占比分别为 17.7%和 17.6%。

直接投资方面，2017 年一季度中国对“一带一路”沿线 43 个国家有新增非金融类直接投资，合计 29.5 亿美元，占同期总额的 14.4%，较去年同期上升 5.4 个百分点。同时一季度“一带一路”沿线国家对华投资新设立企业 781 家，同比增长 40%，实际投入外资金额 84.5 亿元。

一带一路经贸往来带动相关大宗商品产量和高科技产品出口快速增长。由于一带一路经贸往来以铁路、港口、管网等重大工程为依托，带动我国相关产品如工业机器人、船舶、铁路机车、发动机、水泥设备、机床、电动机等产量大幅增长；带动相关出口产品如交通工具、运输设备、机电产品、工程器械等产品出口金额止跌回升，2017年1-5月铁道车辆、轨道装置和信号设备等出口大幅增长61.2%，船舶出口增长19.7%，运输设备增长14.6%、金属制品增长13.5%、机电产品增长7.7%，机械设备增长6.7%，其中机电产品为出口主力，占出口总额的57.3%。

表 3.2.1 基建相关产品产量增长情况

指标名称	2017年1-5月产量累计同比增速%	2016年产量增长%
工业机器人	50.40	34.30
民用钢质船舶	29.30	-11.90
铁路机车	23.90	-43.30
发动机	22.80	11.20
水泥专用设备	13.90	8.10
金属切削机床	10.10	2.20
交流电动机	9.40	-1.30
电动手提式工具	9.40	3.20
工业锅炉	4.00	4.70
发电设备	1.50	4.70
金属冶炼设备	1.50	-16.70

资料来源：WIND 南华研究

表 3.2.2 基建相关产品出口情况

指标名称	2017年1-5月出口增长%	2016年出口增长%
铁道车辆;轨道装置;信号设备	61.20	-44.40
船舶	19.70	-21.60
车辆、航空器、船舶及运输设备	14.60	-13.40
金属制品	13.50	-12.40
机电产品	7.70	-7.70
机械设备	6.70	-5.60
仪器仪表	5.90	-8.30
电器及电子产品	5.80	-6.90

资料来源：WIND 南华研究

在跨国政府合作和主导下，未来一带一路融资需求将保持高速增长。亚洲开发银行最新发布的《满足亚洲基础设施建设需求》报告指出，亚洲及太平洋地区若保持现有增长势头，到2030年其基础设施建设需求总计将超过22.6万亿美元（年均1.5万亿美元）。近几十年来，报告中所涵盖的45个国家的基础设施建设已经取得了迅猛的发展，但仍存在显著差距，4亿多人口仍然缺乏电力供应，3亿人口无法获得安全饮用水，约15亿人口无法享用基本的卫生设施。许多经济体因港口、铁路和道路不足而无法实现与更广阔

的国内外市场的高效连通。报告称在 2016 年至 2030 年所需的应对气候变化总投资中，电力投资为 14.7 万亿美元，交通投资为 8.4 万亿美元，电信投资将达到 2.3 万亿美元，水利和卫生方面的花费将需要 8000 亿美元。对于相关地区的投资不仅将带动其经济增长，改善基础设施环境，带动大量就业，而且也将对我国的投资和进出口增长产生拉动效应。

目前我国针对一带一路沿线国家投资已经形成了一个以区域性政府间金融开发机构、政府基金和政策性银行为主导、以商业银行为辅助、以大型企业投资集团为前端布局的全方位融资体系。具体来看，目前的金融开发机构、政府基金和政策性银行包括了亚投行、丝路基金、中非发展基金、中东欧基金、中国进出口银行、国家开发银行等大型国家投资机构，其中亚洲基础设施投资银行已经为“一带一路”建设参与国的 9 个项目提供 17 亿美元贷款；丝路基金实际投资额达到约 40 亿美元，习近平主席还在“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上宣布向丝路基金新增资金 1000 亿元人民币；中非发展基金截至 2017 年 4 月已累计确定对 90 个非洲项目投资 44 亿美元，涉及基础设施、产能合作、农业民生和资源开发等领域，可带动中国企业对非洲投资超过 200 亿美元；中东欧基金规模将达 100 亿欧元，计划撬动项目信贷资金 500 亿欧元；国开行截至 2016 年底在“一带一路”沿线国家累计支持项目超过 600 个，贷款余额超过 1100 亿美元，项目涵盖基础设施、产能合作、金融合作等领域；进出口银行截至 2017 年一季度支持“一带一路”建设项目贷款余额超过 6200 亿元，涉及 1200 余个项目。在 5 月 14 日的“一带一路”高峰论坛上，习近平主席还宣布，国家开发银行和中国进出口银行将分别提供 2500 亿元和 1300 亿元的等值人民币专项贷款，用于支持“一带一路”基础设施建设、产能、金融合作。

表 3.2.3 一带一路大型政府投资机构投资情况

机构性质	名称	累计投资	计划新增投资
区域性政府间金融开发机构	亚投行	17 亿美元	
政府基金	丝路基金	40 亿美元	1000 亿元
	中非发展基金	44 亿美元	
	中东欧基金		100 亿欧元
政策性银行	国开行	1100 亿美元	2500 亿元
	进出口银行	6200 亿元	1300 亿元

资料来源：一带一路官网新闻整理 南华研究

中资商业银行方面，目前共有 10 家左右商业银行在一带一路沿线近 30 个国家和地区设立了超过 56 家一级分支机构，业务遍及亚、非、欧多个国家和地区，涵盖电力、交通、油气、矿产、电信、机械、园区建设、农业等行业，基本实现了对“一带一路”重点行业的全覆盖。其中，中国工商银行已累计支持沿线项目 212 个，同时拥有 3372 亿美元项目储备；中国建设银行在沿线储备了 180 余个“走出去”重大项目；中信银行储备项目超过 300 个。与此同时，中国人民银行已与“一带一路”沿线超过 21 个国家和地区央行签署了双边本币互换协议，总规模超过万亿元，并在 7 个国家设立了人民币清算行，为金融服务提供了相关基础设施支撑。

大型企业投资银行和基金方面，丝路国际银行、中国—柬埔寨一带一路产业基金和工银国际丝路盛世太平基金相继设立，其中丝路国际银行是由亿赞普集团、招商局集团、

丝路亿商信息技术有限公司等中资企业与吉布提国家财政部共同发起成立，是中资企业首次在非洲大陆获得银行牌照，也是吉布提首家合资银行；“中国—柬埔寨一带一路产业基金”由中国民生投资集团在柬埔寨发起成立；“工银国际丝路盛世太平基金”由中国太平保险集团发起设立，计划投资规模为 60 亿港币，将用于支持“一带一路”重大项目建设。

国内一带一路相关省份地区和行业投资增速保持较快增长。在《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》文件当中，被赋予一带一路重要战略地位的省份包括：新疆（丝绸之路经济带核心区）、陕西、甘肃、宁夏、青海（内陆型改革开放新高地）、内蒙古（向北开放的重要窗口）、广西（一带一路有机衔接的重要门户）、福建（21 世纪海上丝绸之路核心区）、云南（面向东南亚辐射中心）、西藏（面向南亚开放的重要通道），以上大部分省份 2017 年以来的投资增速均保持了两位数增长，特别是中西部省份，2017 年 1-5 月，西藏和新疆累计投资增速分别达到了 23.2%和 19.8%，其他诸如云南、福建、陕西、广西等省投资增速也保持较快增长。

除了拉动相关省份投资之外，与铁路、港口、管网、水利等重大工程相关的行业投资增速也保持较快增长。2017 年 1-5 月，管道运输业、通信设备制造业、水利环境和公共设施管理业、道路运输业的投资增速均超过 20%，其中管道运输业投资增长达到 91%。相关行业投资带动钢筋、水泥、煤炭、发电和有色金属等大宗商品产量明显增长。

表 3.2.4 一带一路战略重镇 2017 年以来投资增长情况

省份	2017 年 1-5 月累计投资增速%	一带一路战略定位
西藏	23.20	南亚重要门户
新疆	19.80	丝绸之路经济带核心区
云南	16.50	东南亚辐射中心
福建	14.90	海上丝绸之路核心区
陕西	14.40	内陆型改革开放新高地
广西	13.40	一带一路有机衔接的重要门户

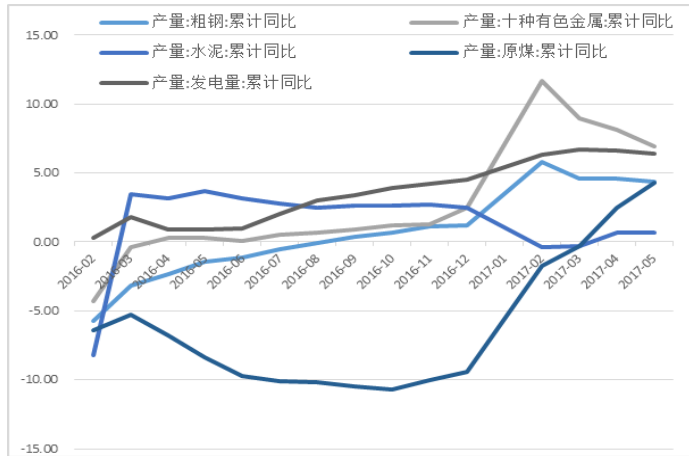
资料来源：WIND 一带一路官方文件 南华研究

表 3.2.5 一带一路相关行业 2017 年以来投资增长情况

相关行业	2017 年 1-5 月累计投资同比增速%
管道运输业	91.00
生态保护和环境治理业	44.60
计算机、通信和其他电子设备制造业	29.00
公共设施管理业	25.20
水利、环境和公共设施管理业	24.50
道路运输业	23.10
科学研究、技术服务和地质勘查业	21.30
交通运输、仓储和邮政业	15.10
废弃资源综合利用业	14.60

资料来源：WIND 南华研究

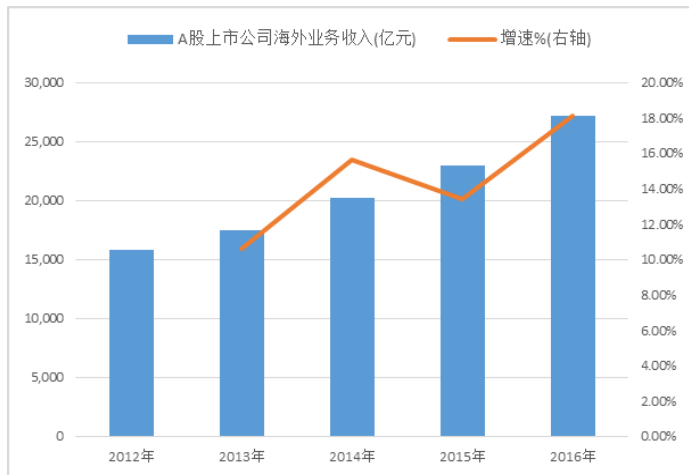
图 3.2.1 主要大宗商品产量增长明显



资料来源: WIND 南华研究

大型中资企业海外业务收入保持高速增长。近年来大型中资企业布局一带一路沿线国家项目建设,海外业务收入保持高速增长,2016 年 A 股上市公司海外业务收入总额达到 2.7 万亿元,比上年增长 18%,增速创历史新高。可以看到,诸如中国建筑、中国电建、潍柴动力、中兴通讯、中国铁建、中国长城、中国国航、东方航空、南方航空、中国中铁、中国重工等基建相关企业海外收入名列前茅,而传统的金融和消费企业诸如中国银行、工商银行、美的集团、TCL 集团、上汽集团、华域汽车等海外收入也保持快速增长。随着一带一路战略的进一步深化,大型中资企业在海外市场扩大布局,未来将形成更多具有国际影响力和品牌效应的优秀中资企业,海外资产收入在企业收入中的比重将逐渐提升,改善企业盈利水平,拉动出口和投资增长。

图 3.2.2 大型中资企业海外业务收入保持高速增长



资料来源: WIND 南华研究

国内 PPP 项目投资保持高速增长势头,未来在中西部地区和基础设施建设方面将发挥越来越重要的作用。截至 2017 年 4 月,国内 PPP 项目总投资额已达到 15.33 万亿元,同比增长 64.47%,截至 3 月份,进入执行阶段的项目投资额为 2.87 万亿,同比增长

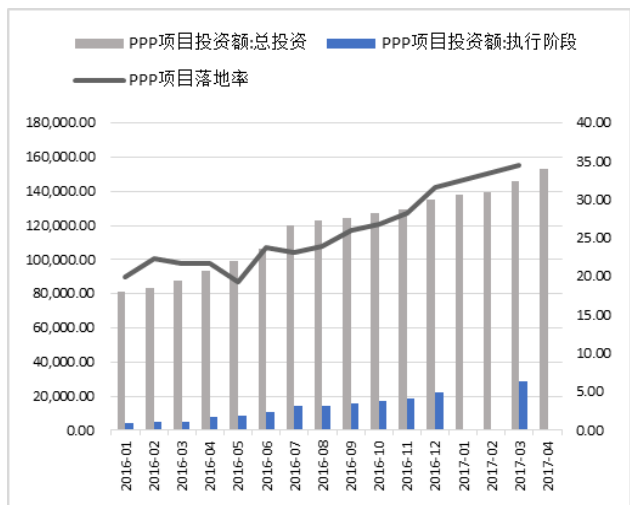
462.75%，落地率稳步增长至 34.5%。2017 年 1-3 月进入执行阶段的 PPP 项目投资额为 6400 亿，已占同期固定资产投资累计值的 6.82%，按照目前的增长情况来看，2017 年底进入执行阶段的 PPP 项目投资额将占到固定资产投资总额的 10%以上。

从行业分布来看，PPP 项目以市政工程、交通运输、片区开发、生态建设和环境保护为主，占比分别为 35%、12%、6%和 6%，合计占比超过 50%；投资额方面，以交通运输、市政工程和片区开发为主，投资额分别达到 4.36 万亿、4.03 万亿和 1.44 万亿，占比分别为 30%、28%和 10%，合计达到 68%，可见 PPP 项目投资仍以基建为主。

从地区分布来看，PPP 项目分布以中西部地区为主，项目数最多的省份包括贵州、新疆、内蒙古、山东、河南和四川，分别为 1835、1243、1165、1080、988 和 904 个，占比超过 50%；项目投资额最高的省份包括贵州、云南、内蒙古、河南、山东、四川和新疆，投资额分别达到 1.64 万亿、1.15 万亿、1.04 万亿、1.03 万亿、1.01 万亿、0.99 万亿和 0.92 万亿，占比超过 50%。

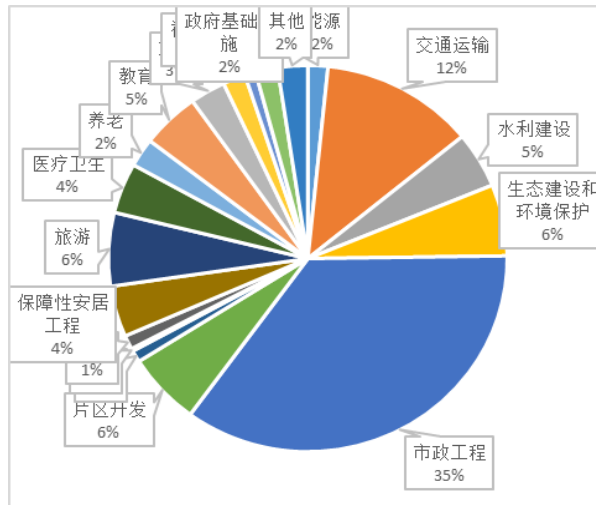
与此同时，在“一带一路”高峰论坛期间，国家发展改革委主任还与联合国欧洲经济委员会秘书长就“一带一路”PPP 合作签署了《谅解备忘录》，内容包括建立健全 PPP 法律制度和框架体系、筛选 PPP 项目典型案例、建立“一带一路”PPP 国际专家库、建立“一带一路”PPP 对话机制等 4 个方面做了具体约定，可以预见未来 PPP 模式在“一带一路”建设中也发挥更加重要的作用。

图 3.2.3 PPP 投资额总体增长情况



资料来源：WIND 南华研究

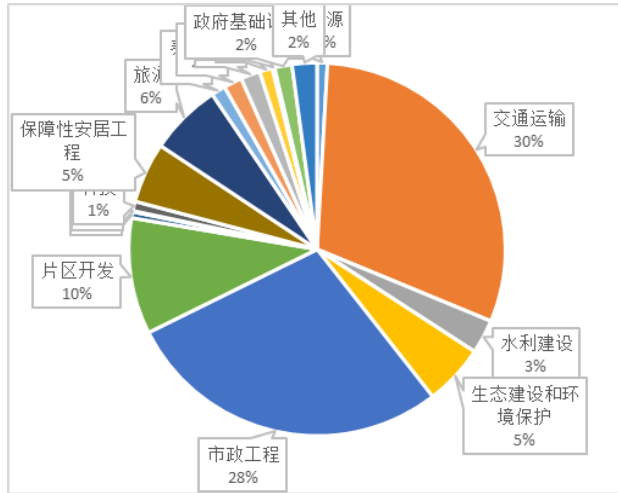
图 3.2.4 PPP 项目数占比情况



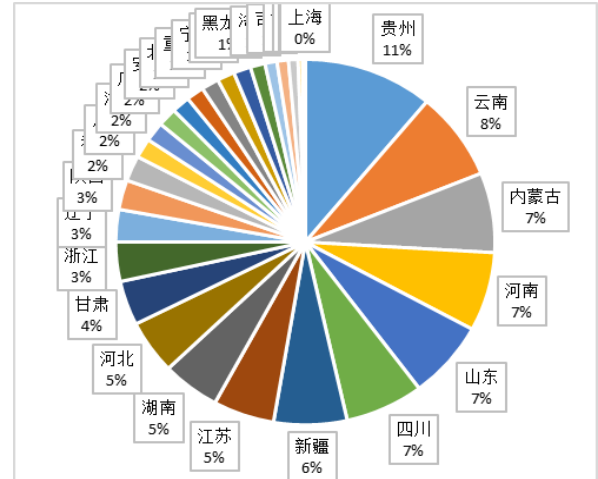
资料来源：WIND 南华研究

图 3.2.5 PPP 项目投资额占比情况

图 3.2.6 PPP 项目投资额地区分布情况



资料来源：WIND 南华研究



资料来源：WIND 南华研究

第 4 章 主要资产走势的判断

4.1 债券市场上涨空间有限，震荡调整可能性高

受监管层“去杠杆”影响，4月份债市严重下挫，直至5月中旬监管层态度稍有缓和，市场情绪逐渐得到修复，现券收益率升势渐止并有所回落。二季度利率市场整体出现了大幅调整，收益率曲线明显上移。二季度1年期国债收益率上行约70BP，10年期国债收益率上行约20BP；1年期国开收益率上行近60BP，10年期国开收益率一度上行至4.39%。临近半年末监管态度趋于缓和，经济数据温和回落，加之6月资金面未如预期般紧张，现券收益率震荡下行。目前收益率曲线已经极度平坦，甚至出现1年期高于3年期、3年期高于5年期、7年期高于10年期的倒挂现象。4月份国债期货大幅下挫，走势与现券大体一致。但5月份开始逐渐出现期现分离，5月中旬开始，期债开启反弹行情，无视震荡稍跌的现券一路上扬，6月中旬，基差最低曾降为负值，后随着现券收益率的下行基差再度转正。持仓自5月初开始下降，成交量亦较一季度明显下降。综合基差与持仓的情况来看，空头套保盘较前两个季度大幅减轻。

供需方面，二季度债券发行利率不断走升，目前逐渐回稳，尽管受监管趋严、去杠杆的影响，但对配置户而言，利率上行后吸引力明显增强，配置需求渐好。加之二季度债券净融资额不断走低，供给的缩小也提升了债券的配置需求。三季度债券供给压力较大，需重点关注一级市场发行情况以及对二级市场的影响。需求方面，机构自查结果落实后可能加大配置力度。另外，目前中美息差较大，逆周期调节因子被引入，人民币贬值压力有限，加上债券通北向已经开通，外资或许能够带来部分增量资金。

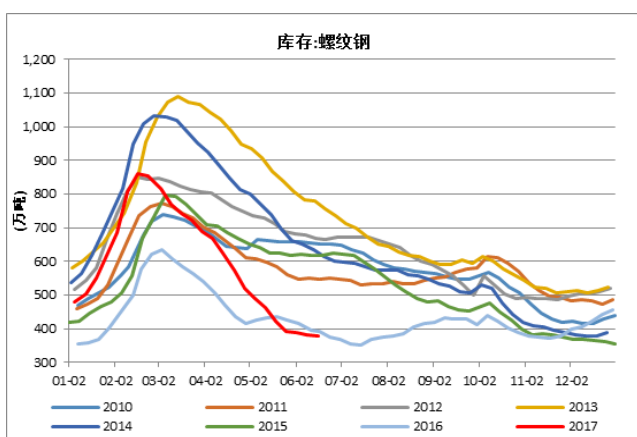
经济高点已过，政策继续收紧可能性不大，但也不可能出现大幅放松，维持现状是大概率事件，债券收益率将震荡盘整为主。策略上，以逢低买入为主，另外可留意套利机会。期现方面，目前基差处于较低水平，期货较现货更快速的上涨使得正套空间不时出现，在偏多的市场环境下这类机会可能增多。曲线方面，目前收益率曲线相当平坦，

未来一段时间将大概率走陡，投资者可通过买入五年期国债期货，同时卖出十年期国债期货进行套利；或者买入低久期现券，同时卖出十年期国债期货来进行套利。

4.2 商品市场下半年仍将处于震荡趋势

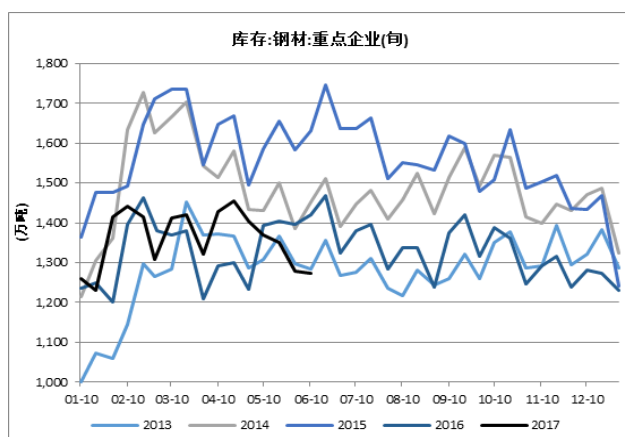
基建需求构成商品价格支撑。在目前一带一路和 PPP 的投资格局下，基建和相关产品出口扮演着越来越重要的作用，光看固定资产投资和房地产投资无法反映大宗商品尤其是黑色品种的真实需求情况。可以看到，尽管 2 季度投资增速出现回落，但钢材库存去化明显，1 季度螺纹钢库存尽管高于去年和前年的水平，但目前已经回落到近 8 年来的同期最低水平，与此同时，重点企业的钢材库存也是近 5 年来的同期最低水平，期货基差一直处于深度贴水的情况，说明现货的需求并不弱。我们认为，下半年尽管房地产投资增速大概率回落，但基建投资仍将保持较快增长，从而对大宗商品需求构成一定支撑。

图 4.2.1 螺纹钢社会库存季节性图表



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4.2.2 重点企业钢材库存季节性图表



资料来源：WIND 资讯 南华研究

去产能压力减轻，供给收缩预期减少。日前国家发改委表示截至 5 月底，全国已压减粗钢产能 4239 万吨，完成年度目标任务 84.8%，退出煤炭产能 9700 万吨左右，完成年度目标任务 65%，而且目前“地条钢”产能已全部停产。基于此，我们认为下半年的压减产能任务将会有所减轻，从而减少市场对于煤炭钢材的供给紧张预期。此外，煤电企业交易以长协合同为主，在长协煤保证供给的情况下，市场大概率不会出现像去年那样的暴涨情况。

未来行业集中度有望继续提升。经过了 2012-2015 长达四年的大宗商品熊市带来的企业优胜劣汰以及近两年的大力压减落后产能之后，煤炭、钢材等产能过剩行业的市场集中度已经有较大幅度上升，尽管行业总资产规模有所下降，但单位企业平均资产规模持续壮大，大型企业主导和议价能力逐渐提升，尤其是钢材行业。随着去产能和企业经营效益改善取得阶段性进展，下一步的供给侧改革将是以提高行业集中度、做大做强央企和地方国有企业为主导。继宝武钢铁合并之后，去年 7 月份由中国国新、诚通集团、中煤集团、神华集团出资组建的中央企业煤炭资产管理平台公司（国源煤炭资产管理有限公司）成立运行，这标志着央企层面对于煤炭资源的整合正式拉开序幕。随后国投煤炭资产和保利能源相继划转至中煤集团，近期神华和国电已经开启合并重组进程，未来

央企层面的整合会进一步扩大深入，从而进一步提高煤炭行业集中度。

总体而言，尽管商品供需两端的支撑都出现减弱的情况，比如房地产投资下行、供给收缩预期降低，但也存在其他因素的支撑，比如基建相关投资的增长、行业集中度提高等，所以我们认为下半年商品重新步入熊市的可能性极低，但是突破新高的难度较大，维持目前的宽幅震荡趋势是大概率事件。

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

免责声明

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。