

2017 年中国宏观经济展望及大类资产配置 宏观经济/资产配置

内容提要:

- ◆ 2017 年中国经济增长仍将维持缓慢探底。在经济增长新常态下，中央对于经济增速波动的容忍度明显提升，2017 年 GDP 增长目标仍有下调的可能，预计全年增速维持在 6.5% 左右。
- ◆ 预计 2017 年房地产投资将结束反弹周期，基建投资仍需发力，制造业投资增速低位企稳。消费保持平稳增长，全年消费品零售总额同比增长 10% 左右，进出口维持低位波动。
- ◆ 央行货币政策由偏宽松真正转向稳健，2017 年将防控金融风险放在更加重要的位置。PPI 持续上涨逐渐向 CPI 传导，通胀预期升温，利率端存在边际收紧的可能，降准有必要，但要视经济情况而定。
- ◆ 财政政策依然积极，但重点转向为供给侧改革服务，不再强调加大基建投资力度。财政赤字上调空间受限，财政发力主要通过降低企业税费来实现。
- ◆ 美联储进入加息周期的第三年，中美息差逐渐收窄，外汇占款下降仍将延续，人民币贬值趋势难以逆转，但预计贬值幅度收窄。
- ◆ 全球通胀预期升温，而经济复苏乏力，经济存在“滞涨”的隐忧，供给侧改革背景下，大宗商品上涨的逻辑仍在。
- ◆ 通胀预期升温引发市场对全球货币政策收紧的担忧，利率端上行是制约债券价格上涨的重要因素。
- ◆ 黄金价格走势较大程度上取决于美联储加息的速度是否超预期，考虑到 2017 年恰逢欧洲大选，风险事件多发可能导致美联储加息推迟，基于避险和保值的需求，黄金仍有表现的机会。
- ◆ 经济增长缓慢探底，无风险利率存在上行风险，风险偏好存在较大变数，因此股指大概率继续运行在熊市的第二阶段—震荡市。但改革预期推动下，个股存在结构性行情。

程 伟

宏观分析师

从业资格证: F3012252

TEL: 0516-83831127

E-MAIL:

chengwei@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

上涨风险加大，警惕深港通利好兑现后行情结束（周报）20161128

近期上涨风险加大，警惕短期高点出现（周报）20161121

维持多头思路，但短线超买防范回调风险（周报）20161114

基本面好转，先反弹后震荡或为主基调（月报）20161101

重心缓慢抬升，面临方向性选择（周报）20161024

进入关键压力区，防范冲高回落风险（周报）20161017

转入下跌周期，震荡寻底酝酿反弹（月报）20161001

防范反抽结束，再次探底风险（周报）20160926

外围风险因素增加，谨慎观望为宜（周报）20160919

第一部分 中国宏观经济

一、2016 年中国宏观经济回顾

回顾 2016 年，中国经济前三个季度均保持 6.7% 的增速，基本完成政府工作报告中确定的 6.5%-7% 的增长目标，预计本年度中国 GDP 将取得 6.7% 的增速。

从拉动经济增长的三驾马车来看，投资依旧承担了稳增长的主要角色。2016 年 1-11 月固定资产投资同比增长 8.3%，其中房地产投资同比增长 6.5%，较 2015 年同期加快 5.2 个百分点。固定资产投资按行业划分，主要由基建、制造业、房地产三大类投资组成，共占据固定资产投资总额的 80% 左右。从 1-11 月份数据来看，基建投资依然保持中高速增长，房地产投资增速较去年同期小幅回升，而制造业投资则继续放缓。2016 年中国经济保持平稳增长，基建和房地产投资功不可没。

2016 年 1-11 月消费品零售总额同比增长 10.4%，基本维持在 10% 上下的水平，消费整体维持平稳增长。消费对经济增长的贡献率同比上升 13.3% 至 71%，反映中国经济结构调整正在悄然进行。受大宗商品涨幅扩大及人民币贬值的影响，2016 年 11 月份中国进出口数据双双转正，但全年来看进出口增长依然维持低位运行，跌势逐渐放缓。

二、2017 年中国经济增速仍维持缓慢探底

（一）投资依然肩负稳增长的重任

中央经济工作会议提出，“2017 年是实施‘十三五’规划的要重一年，是供给侧结构性改革的深化之年”。供给侧改革的持续推进，仍需稳增长来保驾护航，为改革提供稳定的宏观经济环境。在坚持宏观政策要稳的思路下，投资作为拉动经济增长的三驾马车之一，2017 年依然要扮演稳增长的重要角色。我们从房地产、基建和制造业投资三个方面，对 2017 年固定资产投资的侧重点进行分析和说明。

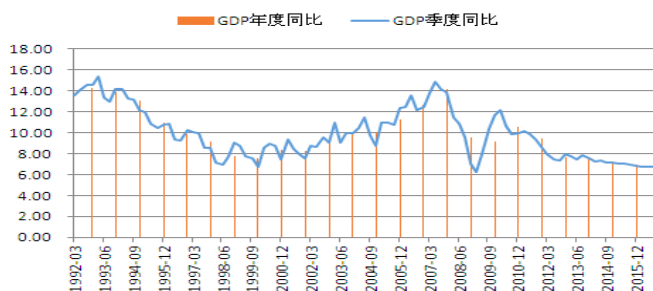
1. 房地产投资反弹周期或已进入尾声

2016 年 12 月中央经济工作会议首次提出“坚持‘房子是用来住的、不是用来炒的’的定位”，强调“既抑制房地产泡沫，又防止大起大落”。由此看来，2016 年三季度房地产政策开始收紧，与中央会议精神一脉相承。预计 2017 年一二线城市房地产政策仍将收紧，三四线城市则重点以化解房地产库存为主。我们认为本轮房地产投资反弹周期或已进入尾声。

2016 年初房地产投资触底回升，开启了近一年的反弹周期。1-11 月份房地产开发投资同比增长 6.5%，较 2015 年同期小幅回升 5.2 个百分点。主要原因在于：一方面，2014 年三季度至 2016 年一季度房地产政策进入一轮宽松周期，贷款利率以及购房首付比例下调，刺激了部分居民的刚性需求；另一方面，证券市场低迷，部分投机资金寻求保值持续流入楼市。在上述

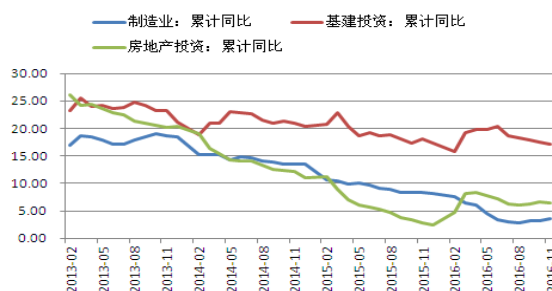
因素的推动下，房地产市场出现量价齐涨的局面，房企投资热情高涨，从而推动房地产投资进入一轮反弹周期。

图 1. 经济增速缓慢探底



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 2. 投资跌势趋缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

但是自 2016 年三季度开始，房地产调控政策开始收紧，国庆前后 21 城先后出台了楼市限购政策。之后房地产销售增速出现了明显拐点，11 月 30 大中城市商品房成交面积为 1751.01 万平方米，较 10 月份大幅下降 21.1%。1-11 月房地产投资同比增长 6.5%，较前值小幅回落 0.1 个百分点，预计 2017 年房地产投资将进入下行周期，进而对经济增长产生负面效应。

2. 基建投资仍需发力

在房地产投资进入下行周期，作为对冲房地产投资下滑的重要手段，基建投资加码发力就显得十分必要。2016 年基建投资依旧保持中高速增长，1-11 月份基建投资同比增速 17.21%，较 2015 年同期小幅加快，成为固定资产投资增速中最高的部分。2017 年如果房地产投资出现明显的下滑趋势，基建投资仍有必要加码发力，为供给侧结构性改革营造稳定的宏观经济环境。预计 2017 年基建投资仍将维持中高速增长，全年平均增速 15% 左右。

3. 制造业投资低位企稳

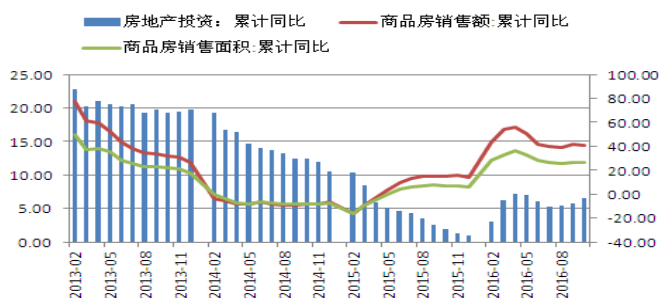
中央经济工作会议提出，“2017 年要继续深化供给侧结构性改革，去产能方面，要继续推动钢铁、煤炭行业化解过剩产能”。坚决处置僵尸企业，防止已经化解的过剩产能死灰复燃。

2016 年供给侧改革取得实质性进展，煤炭、钢铁超额完成去年能任务。本年度完成钢铁去产能 4500 万吨，已完成去产能规划总任务的 1/3。完成煤炭去产能 2.5 亿吨，也接近总目标的 1/3。随着去产能、去库存的加快推进，大宗商品价格持续回升，企业盈利温和改善。2016 年工业企业利润呈现企稳回升的态势，1-11 月份规模以上工业企业利润总额同比增长 9.4%，较上年同期 1.9% 的负增长大幅回升，连续 10 个月保持正增长。

2016 年 8 月份以来制造业投资出现低位企稳的迹象，1-11 月份制造业投资同比增长 3.6%，较前值回升 0.5 个百分点，连续三个月保持回升态势。主要原因在于，随着供给侧改革的深入推进，落后产能、僵尸企业逐步被淘汰和清理，拥有先进产能的创新型企业竞争力明显提升，企业活力将被重新激发出来，投资积极性显著提升。2017 年是供给侧结构性改革的深化之年，去产能、去库存仍会继续推进，大宗商品价格或将维持温和上涨，企业盈利继续改善，预计

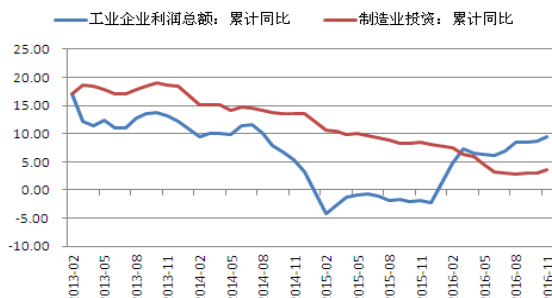
2017 制造业投资企稳回升的可能性较大。

图 3. 房地产销售增速开始下滑



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 4. 工业企业利润低位企稳



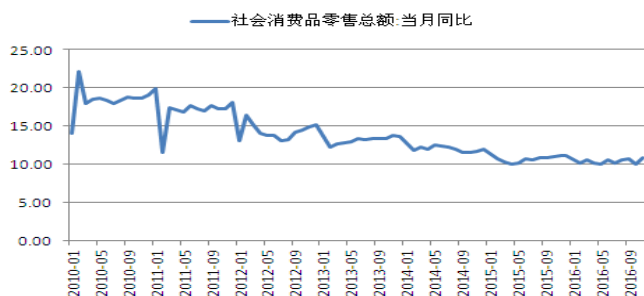
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

(二) 消费保持平稳增长

从 2010 年开始，消费增长延续了逾 5 年的阶梯型下滑趋势，但年初以来一直维持 10% 左右的增速。2016 年 1-11 月社会消费品零售总额同比增长 10.4%，较上年同期小幅下降 0.2 个百分点。消费对经济增长的贡献率同比上升 13.3% 至 71%，反映经济结构调整正在悄然进行。

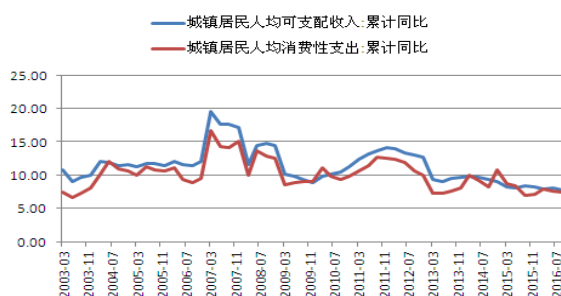
居民可支配收入是决定消费增长的重要因素。2013 年以来中国经济增速缓慢下行，人均可支配收入增速也呈现相应的下滑趋势，但仍高于 GDP 增速。人均消费支出增速明显低于可支配收入的增速，说明未来我国消费增长仍具有相当大的潜力。2016 年居民住房消费贷款呈现持续攀升的态势，挤占了其他消费领域的支出，但随着房地产市场的降温，这种情况将会得到一定改善。此外，2017 年个人所得税改革有望落地，届时将直接增加个人可支配收入。我们预计 2017 年消费增长有望继续保持平稳。

图 5. 消费保持平稳增长



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 6. 人均可支配收入



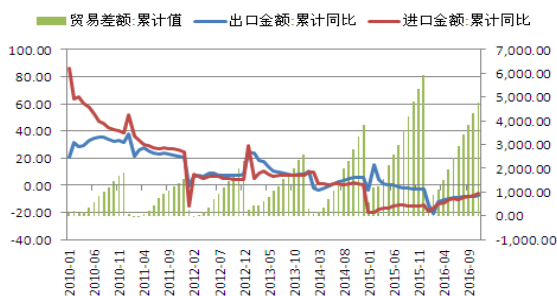
资料来源：WIND 新纪元期货研究所

(三) 进出口维持低位波动

从 2010 年开始，中国进出口整体呈现阶梯状的下滑趋势，2015 年初以来绝大多数月份维持负增长。按美元计价，2016 年 1-11 月份中国进口同比为 -6.2%，降幅较去年同期收窄 8.7 个百分点。1-11 月份出口同比录得 -7.5%，降幅较去年同期扩大 4.5 个百分点。但贸易差额一直维持在较高水平，呈现典型的“衰退式贸易顺差”。

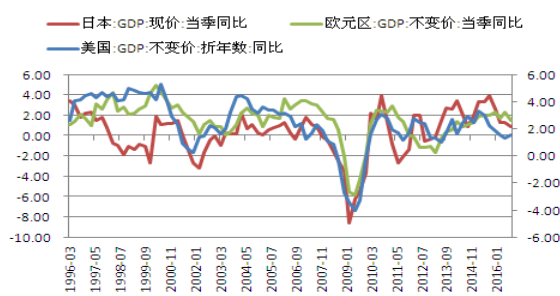
全球经济依然处于下行周期，IMF 连续 6 次下调全球经济增速预期。欧洲货币政策宽松接近边缘，但经济复苏并不明显；日本经济陷入长期的停滞状态，虽然日本央行一直维持超级量化宽松的货币政策，但收效甚微；美国经济经过三轮量化宽松，已走出金融危机时的阴影，呈现温和复苏的走势，美元开始进入加息周期。因此，在全球贸易收缩的背景下，外需依旧疲软，人民币贬值对出口的提振作用边际递减，在国内人力成本不断提升的情况下，出口将会更加艰难。进口取决于国内经济的增长，在房地产投资结束本轮反弹周期的背景下，2017 年中国经济下行压力有增无减，难以边际改善进口负增长的处境。

图 7. 进出口维持低位运行



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 8. 日欧经济复苏乏力



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

三、通胀预期升温，CPI 企稳走高

2016 年 CPI 低位企稳，通胀预期开始抬头。1-11 月份 CPI 同比增长 2%，较 2015 年同期回升 0.6 个百分点。主要原因是，2016 年大宗商品价格持续上涨，猪肉价格高位运行，房地产市场暴涨等诸多因素共同推动 CPI 走高。

供给侧改革背景下，大宗商品价格上涨的逻辑仍在，预计 2017 年 CPI 维持温和上涨，但整体运行在 3% 的目标范围内。工业品价格上涨，仍将推动 PPI 继续走高。

（一）食品价格存在顶部回落的压力

2003 年以来，我国粮食产量已连续 13 年丰产，2015 年达到 62143.92 万吨的历史峰值。2016 年因自然灾害较往年增多，全国粮食产量预计小幅减少，但仍位居 10 年来高位。2014 年 9 月以来粮食批发价格指数呈现高位回落的态势，由于之前粮食连年收储，库存消费比居高不下，使得粮食价格承压回落。中央经济工作会议把深入推进农业供给侧改革放在突出位置，要求抓好玉米收储制度改革，做好政策性粮食库存消化工作。预计 2017 年农产品价格有望迎来阶段性反弹，但对于 CPI 的影响或为有限。

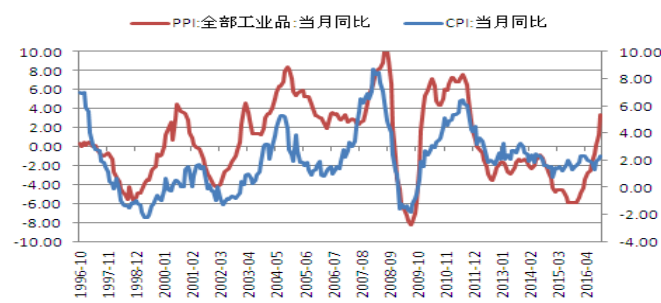
2016 年上半年，猪肉、蔬菜价格持续攀升，成为推动 CPI 走高的重要因素。6 月份过后，随着猪肉、蔬菜价格见顶回落，CPI 相应迎来三个月的阶段性调整。生猪存栏量于今年 2 月份缩减至 36671 万头的历史低位，此后呈现逐月增长的态势。鉴于能繁母猪存栏数或将见底回升，预计 2017 年生猪存栏数量仍会保持增长态势，猪肉价格将易跌难涨，对 CPI 的拉动作用有限。

（二）原油及大宗商品推高物价的逻辑仍在

2016 年三季度以来，焦煤、焦炭、铁矿石、螺纹钢等黑色商品价格加速上涨，推动 CPI 再度走高。OPEC 半年度会议于 12 月初圆满结束，会议达成了 08 年以来的首份减产协议，随后一些非 OPEC 国家也相继加入了减产的行列，原油价格顺势突破 50 美元关口。预计 2017 年原油价格将会维持高位运行，成为推升通胀的重要力量。

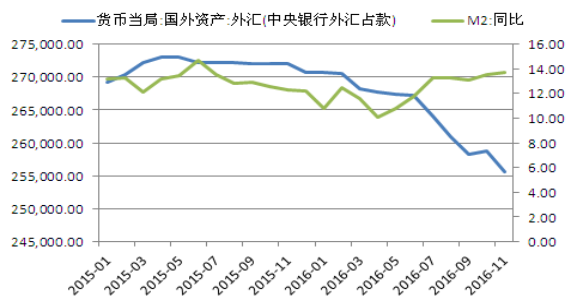
2017 年供给侧改革进入攻坚阶段，去产能、去库存将继续推进，预计大宗商品价格将易涨难跌，对通胀上行起到推波助澜的作用。

图 9. CPI 企稳走高、PPI 持续上涨



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 10. 外汇占款趋势性下滑



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

（三）其他影响因素

影响 CPI 的食品价格因素中，除猪肉、蔬菜所占权重较大外，粮食、油脂等商品对 CPI 的影响较小；非食品价格因素中，住房、公用事业、交通和通讯影响权重较大，而其他因素对 CPI 的影响相对较小。

四、货币政策将更加稳健，甚至存在边际收紧的可能

中央经济工作会议为 2017 年货币政策定调，“货币政策要保持稳健中性，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”。

意味着央行货币政策发生重大转向，2017 年货币政策将会更加稳健。会议将防控金融风险放在空前重要的位置，在抑制资产泡沫和防范金融风险这一政策背景下，货币政策宽松的空间几乎不存在，甚至有边际收紧的可能。

（一）利率端存在边际收紧的可能

1. 通胀存在上行风险

2017 年供给侧改革背景下，大宗商品价格易涨难跌，OPEC 会议达成联合减产协议支撑原油维持高位运行，成为推动 CPI 走高的重要因素。基于这一逻辑，央行降息的可能性几乎不存在，如果 CPI 超过政府可容忍的目标范围，为了抑制通胀，货币政策反而有边际收紧的可能。

2. 本币存在贬值压力

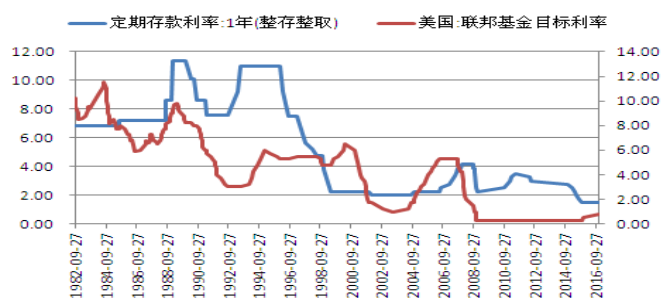
人民币从 2014 年开始进入贬值周期，特别是 2015 年“811 汇改”后，人民币汇率开启了加速贬值的趋势。2016 年 10 月 1 日人民币正式纳入 SDR，此后三个月人民币汇率再次大幅收贬，接连击穿 6.7、6.8、6.9 重要心理关口，创 9 年半新低，本年度累计贬值约 6.85%。美联储于 2015 年 12 月份开启九年来的首次加息，意味着美元开始进入加息周期，中美利差逐渐收窄，将会加大资本外流的压力，倘若央行再度降息，本币贬值的压力将会雪上加霜。因此，基于人民币汇率贬值这一逻辑，利率端将不可能放松，甚至有上升的可能。

（二）降准有必要，但要视经济情况而定

2016 年央行仅在 2 月份下调一次存款准备金率，此后数次降准预期均以落空告终。降准屡次缺席的主要原因在于：央行频繁使用 MLF 投放以及公开市场操作等流动性调节工具，来满足中短期流动性需求，补充基础货币缺口，以达到变相降准的目的。但是这种流动性投放工具存在一定的局限性，第一抬升了银行的资金成本。当前一年期 MLF 操作的利率为 3%，远高于同期银行存款利率，与下调存款准备金率相比，以这种方式获得基础货币无疑增加了银行的经营成本，加大银行的盈利压力。第二，从央行的角度来说，以滚动操作 MLF、PSL、SLO 的方式来投放基础货币，虽然能够使得流动性投放更加精细、灵活，但不利于稳定商业银行获得长期资金的预期。

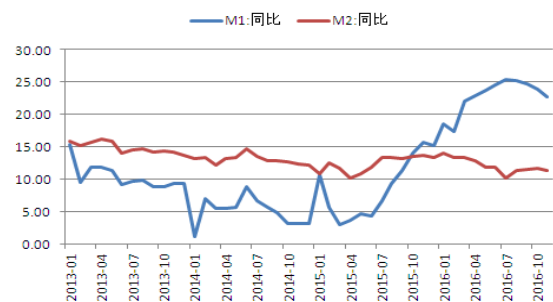
2015 年以来央行外汇占款呈现逐月下滑的趋势，2016 年 1-11 月份央行外汇占款累计下降 19488.93 亿元，降幅较去年同期进一步扩大。美联储 2016 年 12 月政策声明明显偏向鹰派，点阵图显示，2017 年加息的次数由 9 月份预期的两次上升为三次。在美元进入加息周期的背景下，中美息差进一步收窄，将加大资本外流的压力，外汇占款下滑趋势仍会延续，因此基础货币缺口将持续存在。

图 11. 中美息差逐渐收窄



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 12. M1 与 M2 剪刀差收窄



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

2016 年央行下调存款准备金的预期一再落空，还受人民币汇率贬值以及投资流动性陷阱的制约。首先，央行认为降准会加剧本币贬值的压力，不利于稳定市场对货币政策保持稳健的预期。其次，上半年 M1 与 M2 剪刀差持续扩大，表明企业存款活化现象严重，资金脱实向虚的倾向严峻。在这一背景下，金融监管全面收紧，货币政策重心转向防风险和抑制资产泡沫，使得降准成为泡影。

但是随着人民币贬值预期的逐步释放，预计 2017 年本币贬值压力将会小于今年。此外供

供给侧改革取得显著成效，大宗商品价格持续上涨，企业盈利温和改善。M1 与 M2 剪刀差已连续 5 个月收窄，资金脱实向虚的情况正在发生改变，企业投资积极性有所提升。依靠滚动操作 MLF、PSL 等政策工具投放流动性成本较高，挤占银行盈利空间，并非长久之计，不利于实体经济的发展。在这一逻辑支撑下，我们认为 2017 年降准仍有一定的必要性。

五、财政政策依然积极，但重点转向为供给侧改革服务

2016 年 12 月中旬召开的中央经济工作会议，为 2017 年财政政策定调：“财政政策要更加积极有效，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”。

因此，2017 年财政政策的重点将转向为推进供给侧改革服务，没有重提加大基建投资力度。财政政策积极的手段是降低企业税费，不再要求提高财政赤字率。

（一）财政赤字率上调空间受限

2015 年中央经济工作会议明确提出，2016 年要阶段性提高财政赤字率。2016 年政府工作报告，进一步明确了我国财政赤字率的目标为 3%，意味着 3% 的财政赤字红线有望突破。2016 年我国前三个季度公共财政收入为 121399.95 亿元，公共财政支出为 135956.26 亿元，公共财政赤字为 14556.31 亿元，赤字规模较去年同期增加 8306.27 亿元。前三季度 GDP 总额为 529971.2 亿元，截止第三季度，我国财政赤字率已高达 2.75%，预计 2016 年财政赤字率将远超 3% 的政府目标。

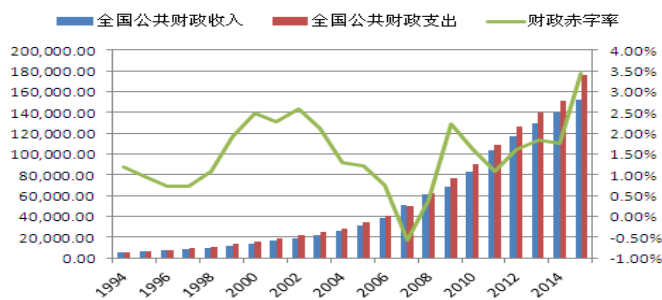
但在 2016 年中央经济工作会议中，没有再提上调财政赤字率，而是将降低企业税费作为财政积极的重要手段，因此预计 2017 年财政赤字进一步扩大的空间有限。

（二）地方债务置换、政策性金融债规模将继续扩大

2015 年底印发的《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》明确，将在三年左右的过渡期内，发行地方政府债券置换存量政府债务中非政府债券形式的债务。2016 年 11 月 4 日财政部就地方债答记者问时表示，对新预算法实施前截至 2014 年末的地方政府性债务存量进行了甄别，共计 15.4 万亿元。自这项工作启动以来，截止 2016 年 9 月底，全国地方政府累计完成发行置换债券 7.2 万亿元，预计年底将完成债务置换规模 8 万亿，意味着 2017 年地方还将置换 7 万亿左右的存量债务。

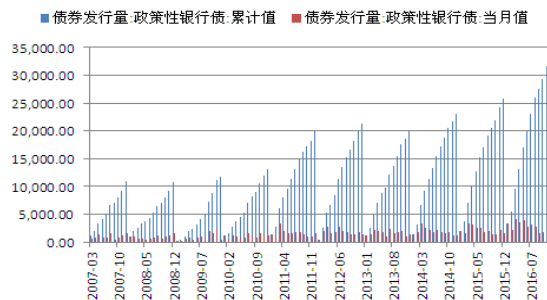
除了地方债务置换，政策性金融债发行也是财政发力的重要渠道之一。专项金融债自 2015 推出以来，呈现大幅增长的态势。2016 年 1-11 月份政策性银行累计发债 31605.5 亿元，较上年同期增加 7349.45 亿元。政策性银行通过发行金融债券筹集资金，设立专项投资基金，用于支持 PPP 项目、棚户区改造以及其他城投项目，发挥“第二财政部”的作用。预计 2017 年政策性金融债的发行规模仍将延续扩张态势。

图 13. 财政赤字规模



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 14. 政策性金融债发行规模



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

第二部分 大类资产配置

一、美联储加息背景下资产配置建议

2015 年 12 月美联储开启 9 年来的首次加息，意味着美元开始进入加息周期，当时点阵图显示，2016 年美联储可能加息 4 次。但 2016 年伊始，德银巨亏使全球金融市场陷入动荡，随后美国 5 月非农数据爆冷门，6 月英国脱欧公投、美国 11 月大选等风险事件接踵而来，使得美联储加息一再推迟。

2016 年 12 月美联储利率决议将联邦基金利率提高 25 个基点至 0.5%-0.75%，符合市场预期。耶伦讲话对美国取得较大进展表示肯定，称经济正朝着通胀和就业双重目标迈进。美联储预计 2017 年将加息三次，超过 9 月会议时预计的两次，这一点超出市场预期。我们认为美国劳动力市场持续走好，接近充分就业的状态，通胀朝着 2% 的目标前进，支持美联储维持缓慢加息的政策。但考虑到明年恰逢德国、法国、意大利等欧洲重要经济体大选，风险事件较多，加息可能不会那么顺畅。

（一）大宗商品

2017 年是供给侧结构性改革的深化之年，“三去一降一补”五大任务将深入推进。在去产能方面，化解钢铁、煤炭行业过剩产能是重中之重。根据“十三五”去产能规划，到 2020 年要退出粗钢产能 1-1.5 亿吨，煤炭要用 3 年至 5 年的时间退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。发改委公布的数据显示，2016 年提前超额完成钢铁 4500 万吨、煤炭 2.5 亿吨的去产能目标。我们预计 2017 年去产能任务与 2016 年基本持平，在这一政策背景下，与钢铁、煤炭等黑色产业链相关的一些商品，供给端不会出现大幅增加，大宗商品价格将易涨难跌。

因 OPEC 会议达成联合减产协议，预计 2017 年原油价格上行是大概率事件，将推升通胀预期。在全球经济复苏乏力背景下，发生“滞涨”的可能性将会增加。根据美林投资时钟理论，在经济滞涨期，现金为王，配置大宗商品仍是较好的选择。

（二）债券

美国次贷危机、全球性金融危机爆发之后，美联储 2008 年开始进入降息周期，并实施三

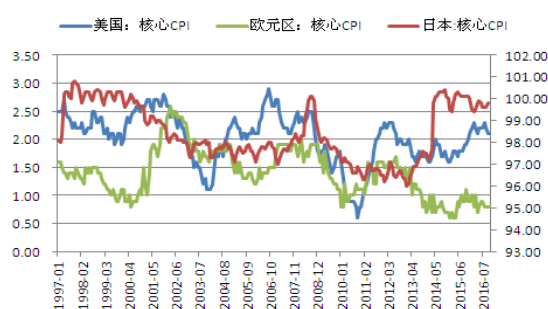
轮 QE 的超级量化宽松货币政策。08 年开始美国国债收益率不断下行，一直持续到 2014 年底，美国债券市场走出长达 6 年的牛市行情。但随着美国经济温和复苏，劳动力市场持续好转，美联储在 2014 年 10 月结束第三轮量化宽松，并于 2015 年 12 月开启 9 年来的首次加息。美国国债收益率也从 2014 年开始进入上行周期，2014 年初至 2016 年底，美国 1 年期国债收益率累计上行近 80 个基点。2017 年美联储进入加息周期的第三年，且加息的步伐逐渐加快，利率端上行将成为制约债券价格上涨的决定因素。此外，全球性通胀上行将推升市场对货币政策收紧的预期，使得债市再度承压。

图 15. 美国国债收益率进入上升通道



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图 16. 美日欧 CPI 触底回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

（三）黄金

黄金具有货币属性以及保值和避险的功能，是大类资产配置中非常重要的一个品种。黄金非货币化以后，主要以美元来计价，因此美元汇率的变化将直接影响到黄金的价格，二者之间呈现较强的负相关关系。

2017 年如果美联储进入快速升息通道，加息的步伐超市场预期，美元利率上行将吸引资金持续回流美国，支撑美元指数继续走强，将成为制约黄金价格的重要因素。因此，决定黄金价格走势的关键因素在于，美联储加息的速度是否超预期。但我们认为当前美国经济复苏的速度，并不支持美联储快速加息，较高的利率不利于美国经济的长期发展。

此外，考虑到 2017 年恰逢德国、法国、意大利等欧洲重要经济体大选，多个政治风险事件与美联储议息会议时间重叠，导致美联储加息的道路可能不会那么顺畅，甚至有步伐放缓的可能。综合以上分析，我们认为 2017 年美联储加息的次数低于预期的可能性较大，黄金理论上具备上涨的基础。此外，在通胀上行、风险事件频繁发生的情况下，将会激起市场的避险和保值需求，对黄金价格形成支撑。

2016 年 7 月份以来，国际金价从年内高点 1375 美元/盎司展开调整，开始计入美联储加息因素，公布加息当日最低跌至 1122 美元/盎司。伦敦金已经过连续五个月的下跌，累计跌幅约 18%，技术上存在反弹的要求。

表 1. 2017 年美联储议息会议及欧洲大选时间表

议息会议时间		欧洲大选时间
2017 年 1 月 31 日至 2 月 1 日		2017 年 1 月 21 日至 29 日法国社会党总统候选人第二轮初选。
2017 年 3 月 14 至 15 日	耶伦新闻发布会	3 月份（最晚），英国触发《里斯本条约》第 50 条；3 月 9 日至 10 日欧盟首脑会议；3 月 15 日荷兰大选；3 月 28 日德国萨尔兰州选举。
2017 年 5 月 2 日至 3 日		4 月 23 日至 5 月 7 日法国总统选举；5 月 7 日德国石勒苏益格—荷尔斯泰因州选举；5 月 14 日德国北莱茵—威斯特法伦州选举。
2017 年 6 月 13 至 14 日	耶伦新闻发布会	6 月 11 至 18 日法国国会选举
2017 年 7 月 25 日至 26 日		
2017 年 9 月 19 至 20 日	耶伦新闻发布会	西班牙加泰罗尼亚自治区公投
2017 年 10 月 31 日至 11 月 1 日		德国大选
2017 年 12 月 12 日至 13 日	耶伦新闻发布会	意大利大选

（四）股指

2016 年 1 月份我国股市发生了第三轮股灾，其中股指熔断机制实施的第一周，就发生两次熔断，随后这一制度被监管层紧急叫停。2 月份股指再次探底后，开启了长达 10 个月的中期反弹行情，但下半年以来，风格发生明显变化，主板偏强，中小创偏弱。我们预计 2017 年股市结构性行情仍会延续，市场风险偏好将从重成长向重业绩转换，逐渐回归价值投资。

1. 经济增长缓慢探底，企业盈利局部改善

中央经济工作会议再次强调稳中求进的工作总基调，对经济发展的要求突出一个“稳”字，没有再提“保持经济运行在合理区间”，意味着中国要适应经济增长的新常态，经济增速高一点或低一点都是可以的，我们预计 2017 年中国经济增长的目标为 6.5% 左右。

中央经济工作会议明确提出“着力振兴实体经济”，引导企业加强品牌建设，发扬“工匠精神”，培育更多“百年老店”。2017 年供给侧改革将深入推进，大宗商品价格有望继续回暖，对相关制造业企业来说，利润将会继续改善。在“脱虚向实”的政策指引下，以前被市场“冷落”的低估值绩优蓝筹股将重新获得青睐，而依赖概念炒作的伪成长股将被抛弃。

2. 货币政策更加稳健，对估值的影响边际减弱

中央经济工作会议定调 2017 年货币政策保持稳健中性，意味着货币政策由之前的中性偏松转向中性偏紧，工作重心由“稳增长”转向配合供给侧改革服务，并把防控金融风险放在更加重要的位置。在这一背景下，降息的可能性几乎不存在，为抑制通胀，利率甚至有上调的可能。因此，无风险利率难有下降空间，甚至存在上升的可能，对股指的估值水平有抑制作用。

3. 风险偏好取决于改革的进展

“改革”这一字眼贯穿整个中央经济工作会议精神的全文，因此改革将成为 2017 年宏观经济的关键词，改革预期是提升风险偏好的重要因素。2016 年下半年，受国企混改、债转股、PPP 等系列改革预期的推动，风险偏好显著回升，成为促进股指加速反弹的重要因素。

会议提出 2017 年将深化国企国资改革，混合所有制改革是重要突破口，此外还将推进财税、金融、土地、城镇化、社会保障、生态文明等基础性改革。当改革取得超预期、实质性进展时，将边际改善风险偏好，提升股指的估值水平。

综上分析，我们认为 2017 年经济增长维持缓慢探底，企业盈利局部改善，股市的结构性行情仍会延续。货币政策将更加稳健，无风险利率难有下降空间，甚至存在上行的可能。风险偏好的提升取决于各项改革的进展，存在较大的不确定性。综合基本面因素，我们对于 2017 年股指走势的展望并不乐观，大概率继续运行在熊市的第二阶段—震荡市，震荡下跌、缓慢寻底或为主基调。

二、2017 年宏观风险提示

（一）国内风险

通胀上行超预期，货币政策边际收紧。供给侧改革进入深化之年的背景下，2017 年大宗商品易涨难跌的逻辑仍在，原油维持高位运行是大概率事件。如果 CPI 上涨超预期，偏离政府可容忍的目标范围，为抑制通胀，央行货币政策将会收紧，上调存贷款基准利率是必要选项。

（二）国外风险

美联储加息速度超预期。2016 年 12 月份美联储开启第二次加息，点阵图显示，2017 将加息三次，超过之前预计的两次。2017 年如果美国经济复苏加快，就业持续保持强劲，通胀水平继续上行，并超过 2% 的目标，则美联储加息步伐可能超预期，届时全球金融市场波动将会加剧。

特朗普财政刺激落空或不及预期。特朗普在总统竞选演讲的过程中表态，若当选将会加大财政投入，振兴美国的实体经济，大幅削减企业所得税，吸引海外投资回流美国。受这一预期的推动，特朗普竞选获胜后，美元指数逆转跌势，经过连续数周大涨，创下 2003 年以来新高。黄金则遭遇连续 7 周的下跌。2017 年如果特朗普政府并没有像市场所预期的那样，实行大规模的财政刺激，或力度不及预期，那么将会对全球金融市场造成较大影响，尤其对相关受益品种的影响将更加深远。

免责声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

营业网点

徐州营业部

全国客服热线：400-111-1855
 业务电话：0516-83831113
 研究所电话：0516-83831185
 传真：0516-83831100
 邮编：221005
 地址：江苏省徐州市淮海东路153号
 新纪元期货大厦

北京东四十条营业部

业务电话：010-84263809
 传真：010-84261675
 邮编：100027
 地址：北京市东城区东四十条68号
 平安发展大厦4层407室

南京营业部

业务电话：025-84787996
 传真：025-84787997
 邮编：210018
 地址：南京市玄武区珠江路63-1号

广州营业部

业务电话：020-87750826
 传真：020-87750825
 邮编：510080
 地址：广州市越秀区东风东路703大院
 29号8层803

苏州营业部

业务电话：0512-69560998
 传真：0512-69560997
 邮编：215002
 地址：苏州干将西路399号601室

常州营业部

业务电话：0519-88059976
 传真：0519-88051000
 邮编：213121
 地址：常州市武进区延政中路16号
 世贸中心B栋2008-2009

杭州营业部

业务电话：0571-85817186
 传真：0571-85817280
 邮编：310004
 地址：杭州市绍兴路168号
 1406-1408室

上海东方路营业部

业务电话：021-61017395
 传真：021-61017336
 邮编：200120
 地址：上海市浦东新区东方路69号
 裕景国际商务广场A楼2112室

重庆营业部

业务电话：023-67917658
 传真：023-67901088
 邮编：400020
 地址：重庆市江北区西环路8号1幢
 8-2号

成都高新营业部

业务电话：028-68850968-826
 邮编：610000

南通营业部

电话：0513-55880598
 传真：0513-55880517

成都分公司

电话：028-68850966
 邮编：610000

地址：成都市高新区天府二街138号1
栋28层2804号

邮编：226000

地址：南通市环城西路16号6层
603-2、604室

地址：成都市高新区天府二街 138
号 1 栋 28 层 2803、2804 号

深圳分公司

电话：0755-33506379

邮编：518009

地址：深圳市福田區商报东路英龙商
务大厦1206、1221、1222