

已稳为主 相机抉择

——2016 恒泰期货宏观经济中期报告

恒泰期货有限公司

www.cnhtqh.com.cn

宏观经济研究

分析师：王峥

执业编号：F3016925

电话：021-60212733

邮箱：

wangzheng@cnhtqh.com.cn

摘要：

中国经济在上半年经历了短暂回暖之后再度面临下行压力。频繁实施的“兜底”政策边际效用正在递减，政策空间也在不断缩减。但我们认为对于下半年经济无需过于担忧，首先受益于大宗商品价格的企稳，工业生产未来有望延续温和走势。其次，房地产与基建投资的固有“黏性”仍能支撑固定资产投资的增长。下半年货币政策将有此前的“灵活”转为“稳健”，财政政策将成为促进经济稳增长的主要方式。前期稳增长政策效果将会延续，2016年宏观经济将会是一个稳中略降的走势，维持对全年GDP增速6.6%的预测。人民币再现年初的贬值态势，预计人民币兑美元汇率将维持在6.6-6.7这一区间。

英国脱欧将重创英国经济、冲击欧盟经济，全球市场风险加大。除了经济的直接冲击以外，最深远的影响在于全球民粹主义的抬头以及反全球化思潮的兴起，这均导致未来地缘政治的风险大大提高。在这种情况下下半年全球经济增长将有所放缓，政治不确定性对经济金融环境的冲击已经成为不可忽略的因素，预计下半年海外发达国家经济增速难有增长，欧元区和新兴市场在避险情绪的影响下资本外流料将加剧，英国央行和欧洲央行下半年会出台更加宽松的措施向市场提供流动性，以应对本国的资本外流。英镑、欧元或将再度下行，由此引发的强势美元一方面将冲击美国出口，使美国经济复苏进一步放缓。另一方面下半年还有日本国会选举、美国大选等如英国脱欧这样的扰动因素，这都将使美联储加息再度推迟。美联储在7月份会议上加息的可能完全排除。结合现有数据，我们依旧认为年内美联储将加息一次，但时点调整至年底。

大宗商品走势料将分化。预计在美国原油产量缩减，OPEC产量受到生产制约的情况下，原油价格有望重回50美元附近。黑色系列随着企业复产使供给大幅增加，在需求未有明显改善的情况下，黑色板块价格或将面临调整，下半年仍是弱势震荡格局。随着经济去杠杆、去债务，政治风险暴露的会更快。后续还有日本国会的选举、美国大选，都会成为英国脱欧这样的扰动因素。基于对政治风险加强的判断，黄金为首的贵金属仍存机会。

宏观经济数据预测

数据	现值	E201606
GDP 同比%	6.7	6.6
CPI 同比%	2.0	1.9
PPI 同比%	-2.8	-2.7
工业增加值同比%	6.0	6.1
固定资产投资同比%	9.6	9.6
社会消费品零售同比%	10	10.1
进口同比%	-0.4	-8.7
出口同比%	-4.1	-4.5
贸易顺差 (亿美元)	499.8	467.5
M2 增速同比%	11.8	11.6

经济整体研判

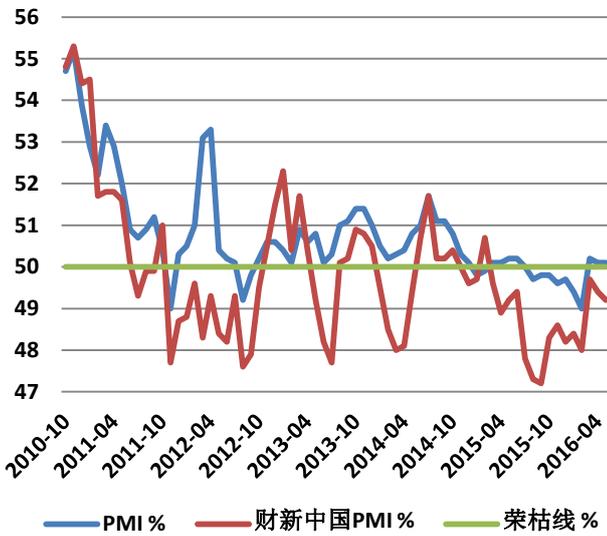
中国经济在上半年经历了短暂回暖之后再度面临下行压力。频繁实施的“兜底”政策边际效用正在递减，政策空间也在不断缩减。我们认为对于下半年经济无需过于担忧，首先受益于大宗商品价格的企稳，工业生产未来有望延续温和走势。其次，房地产与基建投资的固有“黏性”仍能支撑固定资产投资的增长。下半年货币政策将有此前的“灵活”转为“稳健”，财政政策将成为促进经济稳增长的主要方式。前期稳增长政策效果将会延续，2016年宏观经济将会是一个稳中略降的走势，维持对全年GDP增速6.6%的预测。

经济回暖动力不足

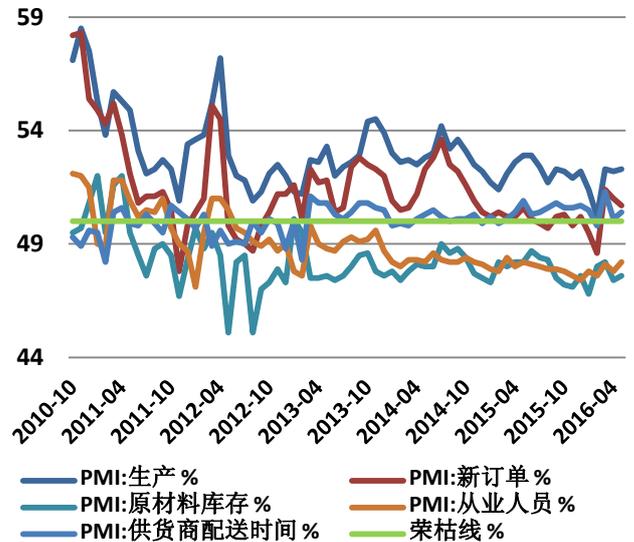
5月中国制造业采购经理人PMI指数为50.1，与上月持平。各主要分项来看，购进价格结束连续5个月的回升趋势，企业补库存意愿提升。供需方面，生产指数为52.3，较上月小幅上升0.1；新订单指数下滑0.3至50.7，与持续上涨的供给端相比内需稍显不足；新出口订单指数小幅回落0.1至50.0，或意味着三个月上涨之后出口将回归现实；产成品库存指数46.8，较上月大幅回升1.3，为连续26个月处于收缩区间；进口指数49.6，较上月微升0.1，在4月短暂突破荣枯线后，连续2个月重回收缩区间；购进价格指数55.3，较上月大幅回落2.3，结束连续5个月大幅回升趋势；原材料库存指数47.6，较上月微升0.2。

按企业规模来看，大型企业PMI指数50.3，较上月有所回落，中型企业从上月的50.0升至50.5，重回扩张区间，小型企业PMI48.6，较上月回升1.7，虽处在收缩区间但收缩幅度有所收窄。综合来看，年初开始的经济复苏或将过于段落，主要原因还是政府的“兜底”政策有所收紧，从金融数据的回落可见端倪。大宗商品此前的价格上涨导致企业库存有所上升，但在国内外需求仍显不足的情况下，大宗商品下半年走势或将继续分化。

图表 1: PMI 继续走平前值 经济回暖动力不足



图表 2: 库存回升 内外需求仍显不足



数据来源: wind 恒泰期货研究所

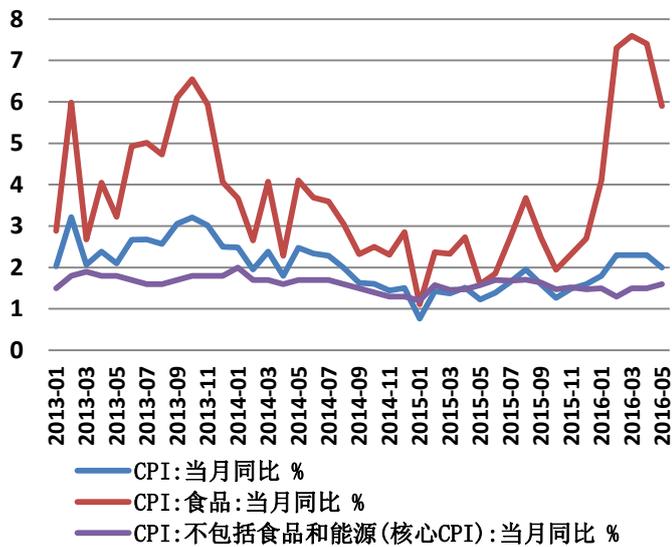
数据来源: wind 恒泰期货研究所

通胀高位回落 政策空间打开

受年初资金作用,一、二线房价大幅上涨,极端天气下蔬菜价格上涨,猪周期等因素导致物价在一季度连续上涨,也使市场上弥漫着对于“滞涨”的担忧。但是在进入二季度之后,随着天气因素的消退,蔬菜价格已经大幅回落,猪肉价格增速也出现趋缓迹象,5月CPI同比2.0%,较上月下滑0.3个百分点,当月CPI环比增速-0.5%,较上月续滑0.3个百分点,通胀压力有所缓解。但是在下半年房地产价格因素以及成品油调价所带来的相关产品价格上涨使CPI仍然面临一定的上行压力。

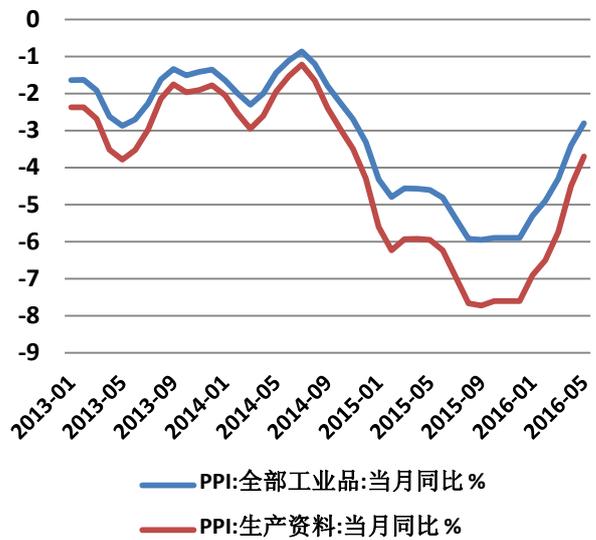
在大宗商品价格的反弹下,PPI降幅进一步收窄。5月PPI同比-2.8%,降幅较上月继续收窄0.6个百分点,虽继续处于负增长,但降幅已经持续5个月收窄。PPI环比增速0.5%,较上月回落0.2个百分点。下半年在美元原油产品下降和OPEC产力受制等因素影响下,原油供给端或将有所收缩,而在那时又正值原油下游的需求旺季,能源价格有望上涨。大宗商品整体上涨的趋势将告于段落,各个品种的走势或将出现分化,黑色板块在上半年的经历了暴涨暴跌之后下半年或将再度转入去产能模式,从而使黑色系列进入正当偏弱走势。因此,我们预计下半场PPI增速将会趋缓。

图表 3: 通胀高点已过



数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 4: PPI 降幅进一步收窄



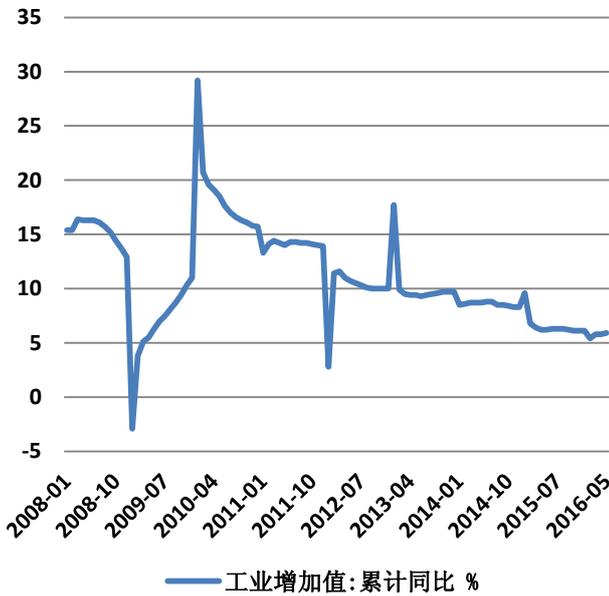
数据来源: wind 恒泰期货研究所

“量价齐升” 促生产 工业生产下半场趋稳

年初房地产、基建的回暖使相关工业品产值有了明显的提升，而国际大宗商品整体上涨拉动国内工业价格亦有所上涨，在这种量价齐涨的背景下，一季度工业生产开始出现回暖。我们认为未来虽然房地产和基建投资在政策有所收紧的制约下很难有进一步提升，但由于以上两者具有一定的韧性，因此在下半年房地产和基建投资仍将持续对其产业链的上下游构成支撑。但是此前黑色系列的大幅上涨主要是由于两方面原因，第一是去年底的供给侧改革去产能使得企业库存处于历史低位，第二，是在一季度房地产和基建的带动下，需求大幅上涨。目前市场对于黑色系列的价格仍是偏于乐观，企业也开始逐步恢复产能。然而5月制造业PMI新订单和新出口订单分项双双下降表明需求并未有切实提升，此前的价格上涨主要是短期的供给不足导致，一旦随着企业复产是供给大幅增加，黑色板块价格或将面临调整。基于以上的判断我们认为下半年黑色金属仍是弱势震荡格局。

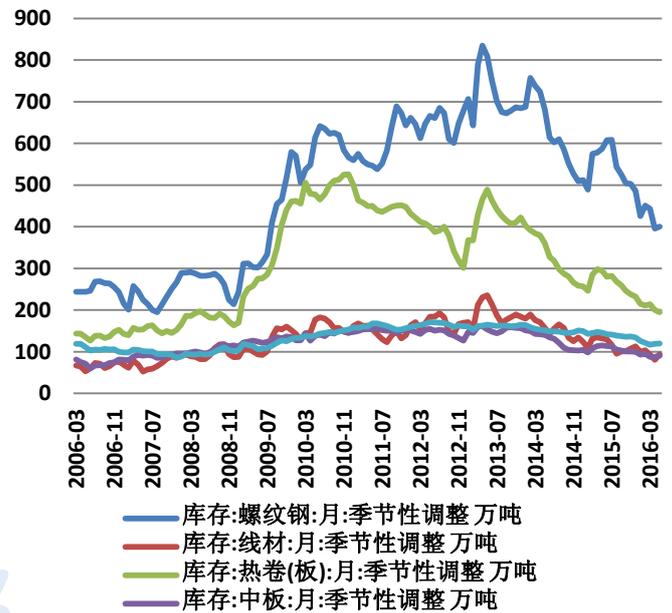
二季末的金融数据显示出货币政策正在收紧，近期政策层面也越来越频繁的提及“三去一降一补”，这或许表明政府的工作重点或将从上半年的稳增长转向调结构，而去产能的加快难免对工业生产造成负面的冲击。

图表 5: 工业增加值企稳迹象初显



数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 6: 部分工业品库存有所回升



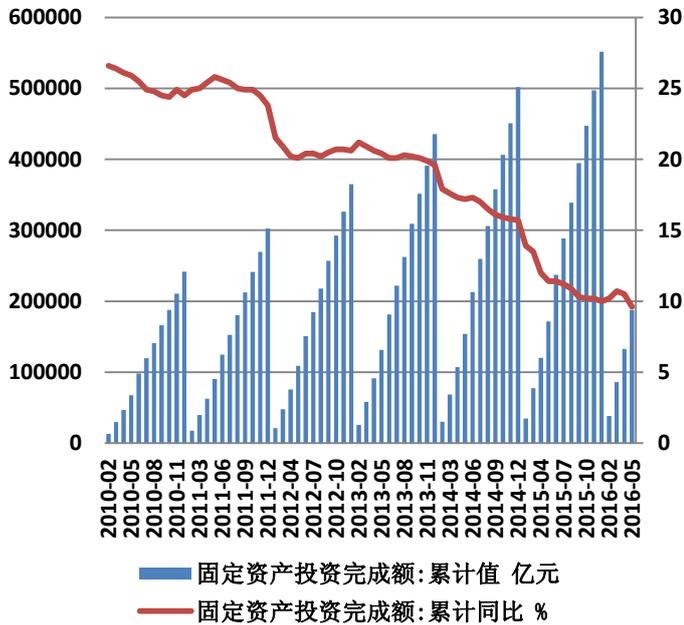
数据来源: wind 恒泰期货研究所

房地产“兜底”进入下半场 经济下行压力犹在

因制造业投资大幅回落,中国固定资产投资增速继续放缓,1-5月城镇固定资产投资同比增9.6%,创2000年5月以来新低,不及预期和前值的10.5%。1-5月民间固定资产投资同比增3.9%,增速持续回落。消费持续减速,中国5月社会消费品零售总额同比10%,低于预期10.1%,前值为10.1%,再创一年新低。房地产的投资、销售、新屋开工增速全线回落,1-5月全国房地产开发投资同比名义增长7.0%;1-4月同比增长7.2%。1-5月,房屋新开工面积59522万平方米,增长18.3%。1-5月,商品房销售面积47954万平方米,同比增长33.2%。1-5月,商品房销售额36775亿元,增长50.7%。

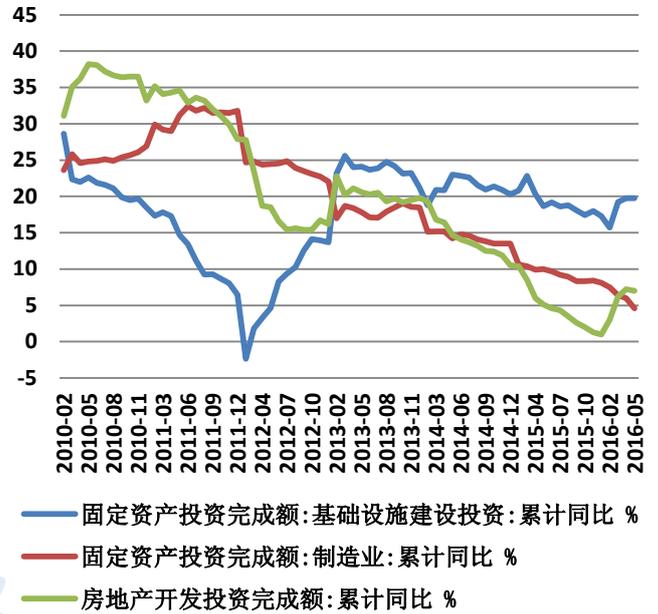
综合来看,年初以来在政策的刺激下固定资产投资增速较去年明显回升,然而在进入二季度之后,随着制造业投资的进一步恶化以及房地产投资增速的回落,投资整体有一定程度下滑,这表明工业投资仍面临去产能的压力,预计下半年三四线城市去库存将是政府工作的主要任务,因此房地产投资对经济的支撑作用将会逐渐减弱。制造业投资在供给侧改革的影响下还将继续下滑。受财政预算的制约,基建投资前几年平均20%左右的高增速将难以维系,但在经济下行压力下,政府仍将会通过一定程度的扩大赤字和民间资本的方式来使基建投资维持较高水平,以此来实现经济的稳增长,预计下半年固定资产投资整体将缓慢下降。

图表 7：投资再度下行



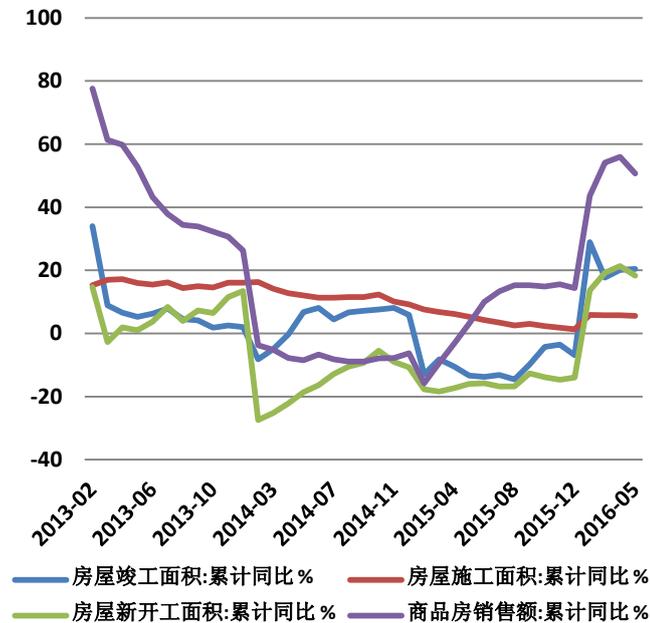
数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 8：基建、房地产投资双双回落



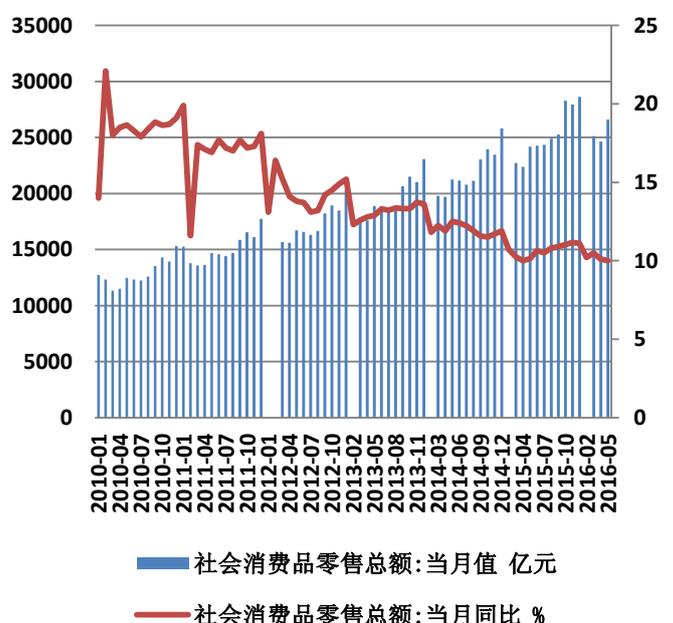
数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 9：房地产拉动经济的模式或将进入下半场



数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 10：投资回升



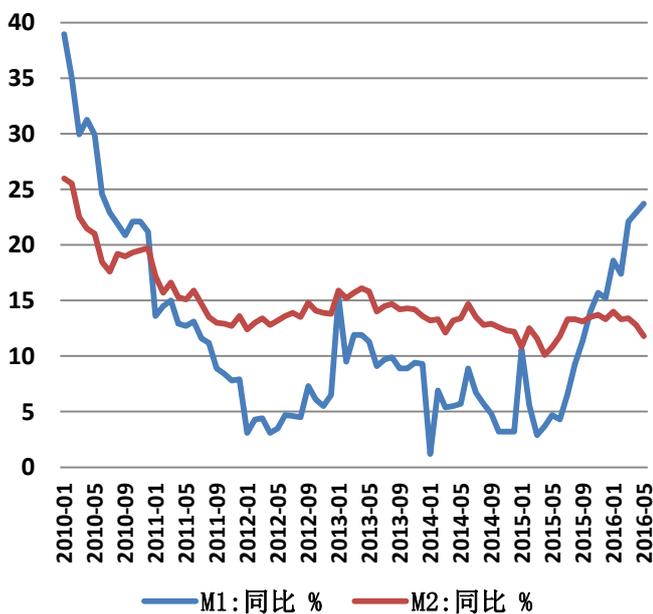
数据来源: wind 恒泰期货研究所

货币政策由“灵活”转为“稳健”

回顾上半年央行的货币政策还是主要以对冲基本面为主。从数量工具上来看，年初到现在仅仅进行了一次降准，但频繁通过SLF、PSL、MLF等新型货币工具不断地维持资金面稳定充裕。从价格工具来看，年初金融市场动荡，人民币汇率曾出现大幅波动，或出于对汇率稳定的考虑，今年以来央行从未进行过降息，而是通过包括央行逆回购在内的短中期利率工具进行资金价格的调整。一季度受到天量信贷、季节性因素以及前期货币政策效果滞后显现等因素的影响，CPI曾一度升至2.3%，通胀维持高位使央行的货币政策的空间受到制约。

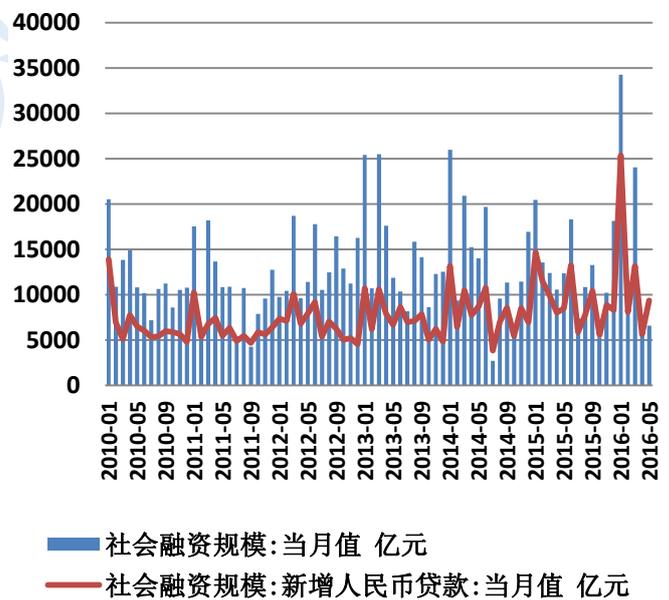
对于下半年，认为货币政策还将进一步收归稳健，较去年的宽松相比呈现逐步收敛的态势。货币投放将主要以对冲基本面流动性缺口为主，方式上还是SLF、MLF等中短期货币工具为主。年初那种规模的信贷投放在下半年不会出现，信贷投放整体收缩。全面的宽松不是没可能，但在操作上将变得更加谨慎。假若人民币汇率出现超预期波动，资本外流加剧，央行还是会通过降准来补足资金面缺口。下半年降息的可能性基本排除，存贷基准利率已经处于历史低位，进一步下降的空间不大。

图表 11: M2 增速转头下行



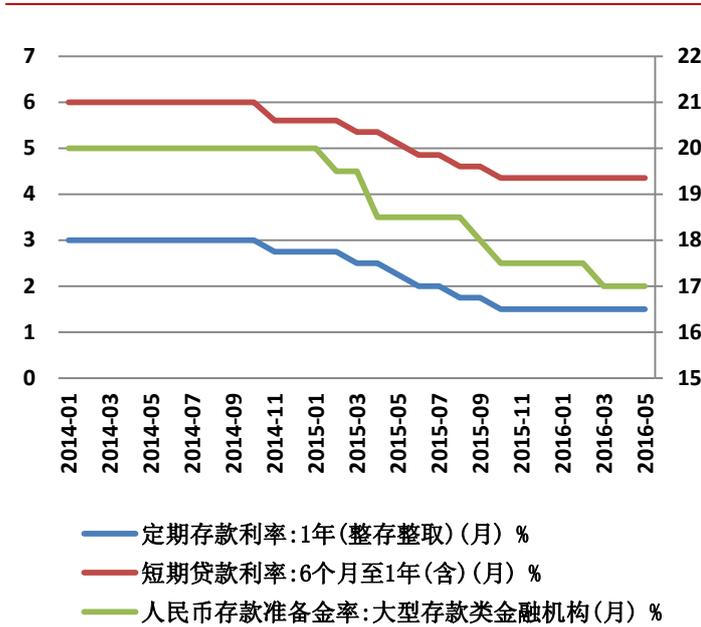
数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 12: 信贷投放回归正常



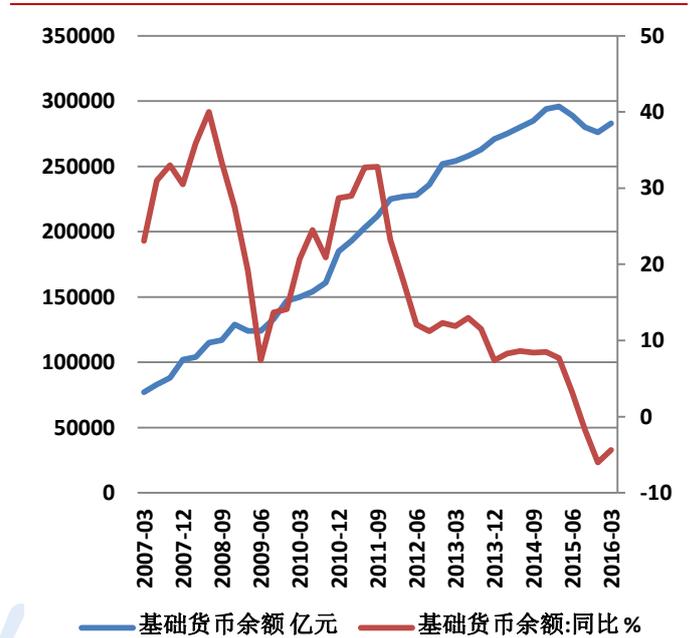
数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 13: 上半年仅出现一次降准



数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 14: 基础货币一路上行 货币政策边际效用递减

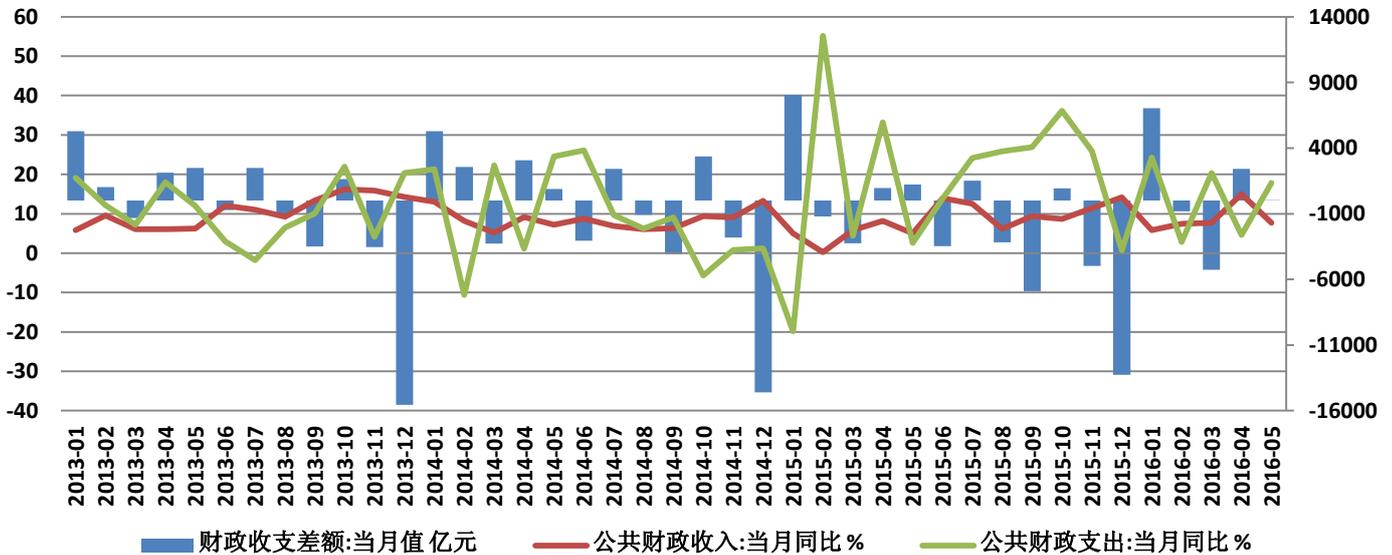


数据来源: wind 恒泰期货研究所

财政政策稳步增长

2016年的财政赤字预算从此前的2.3%升至3%。无论是从政府关于降低企业缴税负担的措施，到国债和地方政府债券发行规模的增大，再到未来或将实行的政府加杠杆企业部门去杠杆方案，均是财政力度加大的体现。万德数据显示目前中国政府部门的负债率低于国际上60%的预警线，因此中国政府仍有加杠杆的空间。预计下半年财政政策更加积极，虽然财政政策受制于财政预算，长期可持续性存疑，但单就下半年来看，财政政策仍有空间。未来扩大财政支出将成为取代货币政策促进经济稳增长的主要方式。

图表 15: 财政支出有所加码

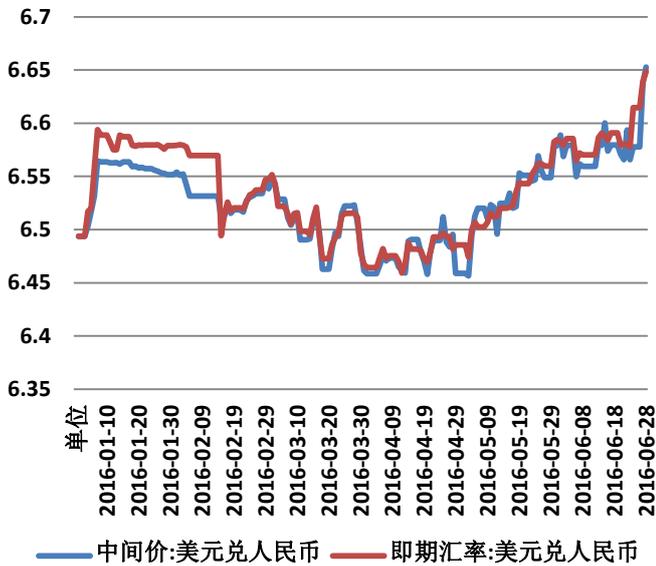


数据来源: Wind 恒泰期货研究所

人民币贬值压力再起

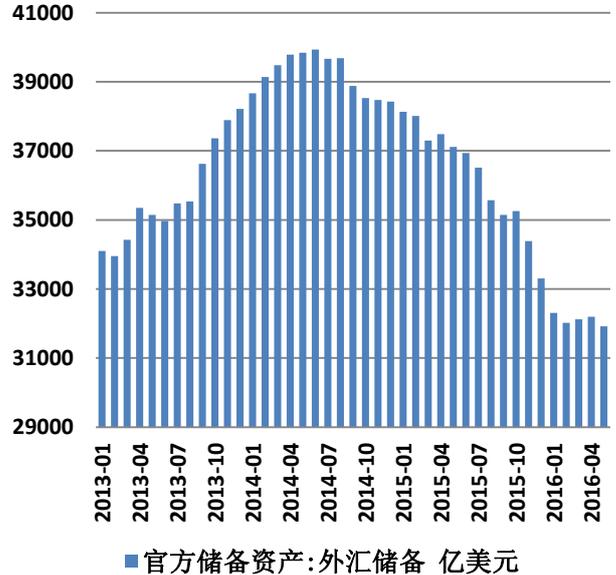
受到英国脱欧事件影响,人民币再现年初的贬值态势,在岸人民币一度突破去年8.11汇改时的水平。但与此前不同的是,本轮人民币贬值似乎并未引发1月时的过度反应,国内资本市场反应相对平淡。这表明随着央行干预频率的减少,人民币与其他货币汇率之间的联系逐步增大,即使短期国际市场波动,美元走强使人民币短期贬值,在随后市场归于平静后也将随之反弹。短期看,我们认为下半年人民币兑美元汇率将呈现小幅贬值走势。在英国脱欧这一黑天鹅事件的影响下,英镑、欧元的大幅下跌将在一定程度上支撑美元。美联储加息虽然将会进一步延后,不利于美元。但是下半年仍有如英国和欧盟关于脱欧问题的谈判、美国大选等不确定性事件,在避险情绪影响下,资金或将不断的流向美元寻求保值,这也将是美元始终处于强势基础,从而使人民币汇率承受压力,我们预计人民币兑美元汇率将维持在6.6-6.7这一区间。

图表 17: 人民币再现贬值态势



数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 18: 外汇储备再创新低



数据来源: wind 恒泰期货研究所

英国脱欧略超预期 美联储加息将再延后

北京时间 24 日,英国脱欧公投计票结果出炉,脱欧阵营以 51.9%对 48.1%赢得此次投票,约 1741 万英国民众选择脱欧。随后英国首相卡梅伦宣布将辞职,并于 10 月份选出新的接班人与欧盟进行脱欧的后续谈判事宜。根据《里斯本协议》第 50 号条款规定,英国将不能参与欧盟决策,未来英国将有 2 年时间与欧盟展开谈判,在欧盟成员国的一致同意或大多数达成协议后英国正式退出欧盟。

英国脱欧公投本是卡梅伦兑现 13 年大选时的政治许诺,并以此来赢得选民青睐。从地域上来看,苏格兰选取整体支持英国留在欧盟,但在英格兰、威尔士和北爱尔兰普遍支持脱欧的情况下显得有些独木难支。相对于民间公众对脱欧的热衷,大部分的英国政府官员和精英人士都倾向于留在欧盟,根据 BBC 的调查,英国政党中仅保守党和民主统一党对脱欧最为热衷,脱欧在所有政党成员中的支持率仅 22.6%。在这样的背景下,脱欧公投可以被视为一场政治博弈。而英国普通民众希望脱欧的主要原因无非就是关于英国支付欧盟的“会费”(财政预算缴费)和以及日益严重的移民问题。尽管在公投开始之前英国主流媒体已经对退出欧盟的经济成本,以及对民生、政治的冲击做出详尽解释,但依旧未能扭转局面。

尽管英国公投决定脱欧到真正脱欧还需要一段时间，中间还存在诸多变数，但这无疑不利于全球金融市场的稳定。脱欧还将重创英国经济、冲击欧盟经济，目前可供英国选择的模式包括 EEA 模式、FTA 模式以及 WTO 模式，但无论那种模式都将使英国贸易倍受打击，甚至面临既要继续交“会费”同时又失去欧盟议事话语权的尴尬境地。据测算，在 EEA 模式下，未来五年英国 GDP 或损失 1.3%，WTO 模式下损失 5%。脱欧后，2018 年对欧盟其他经济体的产出冲击约为 0.2-0.5 个百分点，对全球其他经济体的产出冲击低于 0.2 个百分点。而除了经济的直接冲击以外，最深远的影响在于，全球民粹主义的抬头以及反全球化思潮的兴起。

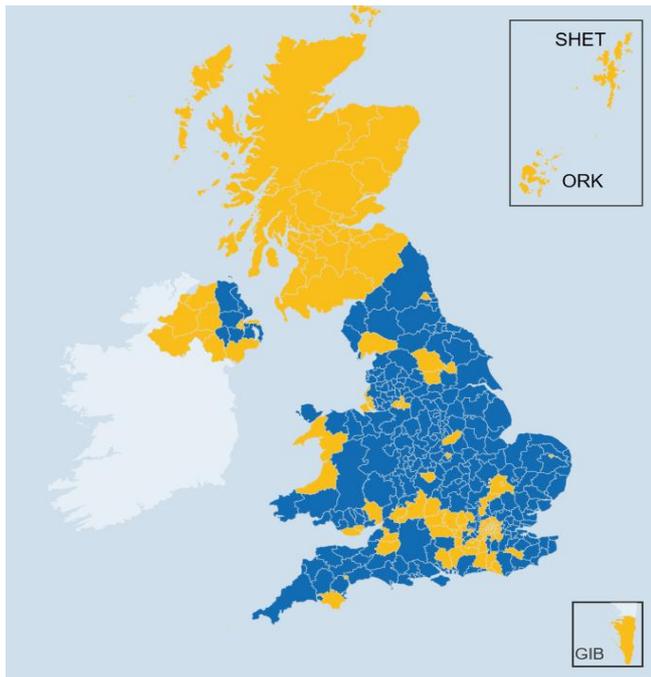
英国退欧事件使避险情绪上升，利好避险资产，全球或迎来新一轮宽松潮，美元加息再度延后。具有避险属性的黄金、国债、美元和日元受益，欧元和英镑或将继续下挫。受美元指数上升影响，人民币汇率将继续承压，可能出现小幅贬值。此外，从此前各国表态上推断，各国央行将很快行动起来，英国央行可能或将在 8 月份降息 25-50 个基点，日本央行宣布已与欧洲央行、英国央行、瑞士央行、加拿大央行 5 家央行动用互换安排，将尽一切可能向市场提供流动性，全球或迎来新一轮宽松潮。

在避险情绪以及各非美经济体进一步施行宽松政策影响下，一方面，美元走强将会使美国出口遭受打击，这也将会使美国经济复苏的进程进一步放缓。另一方面，在各种不确定性叠加的情况下，美国美联储在 7 月份会议上加息的可能已经不大。结合现有经济数据，因此我们预计美联储年内最多在年底加息一次。

除以上影响以外，英国退欧将很大程度上会加快欧洲的碎片化进程。英国脱欧本身是一场政治博弈，14 年的苏格兰公投给了卡梅伦当局以莫大的信心发起本次退欧公投，但其本意仍是相信公投结果为留欧。因此，这既是保守党以公投充当竞选的“工具”的成分，又是英国与欧盟谈判以赢取更多利益的筹码。在公投之前，脱欧情绪就已经蔓延在欧陆诸国，意大利、法国、丹麦、荷兰、奥地利等国均有反欧元、反欧盟的声音。英国“脱欧”阵营胜出无疑是为欧洲一体化泼了一盆冷水，如果未来欧元区经济复苏以及难民问题没有很好地解决，经济较好的其他欧洲成员或相继选择公投。荷兰在结果公布之后表示未来可能举行本国的退欧公投，德国也有退欧公投可能，这或将导致欧盟解体的风险，而这对市场冲击也远大于英国脱欧。另外，苏格兰独立公投以及西班牙等民众问题，也将使风险等级大幅提升。

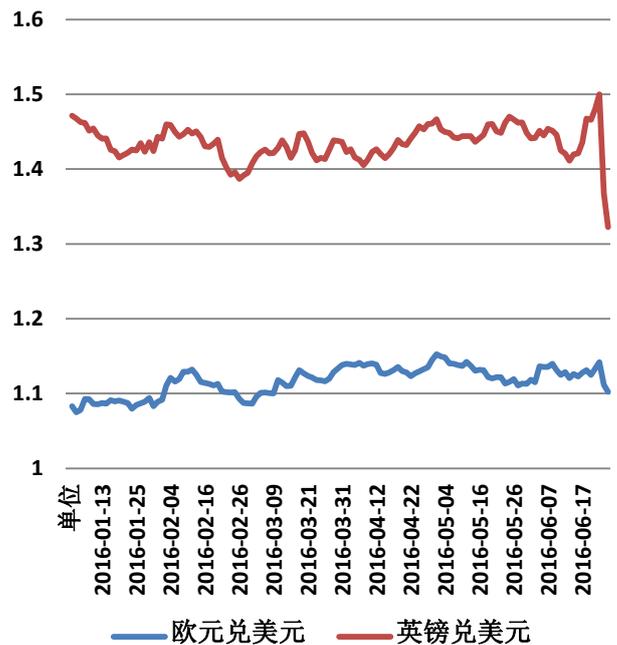
综合来看，下半年全球经济增长将有所放缓，政治不确定性对经济金融环境的冲击已经成为不可忽略的因素，预计下半年海外发达国家经济增速难有增长，欧元区和新兴市场在避险情绪的影响下资本外流料将加剧。

图表 19: 英国退欧各地区投票情况



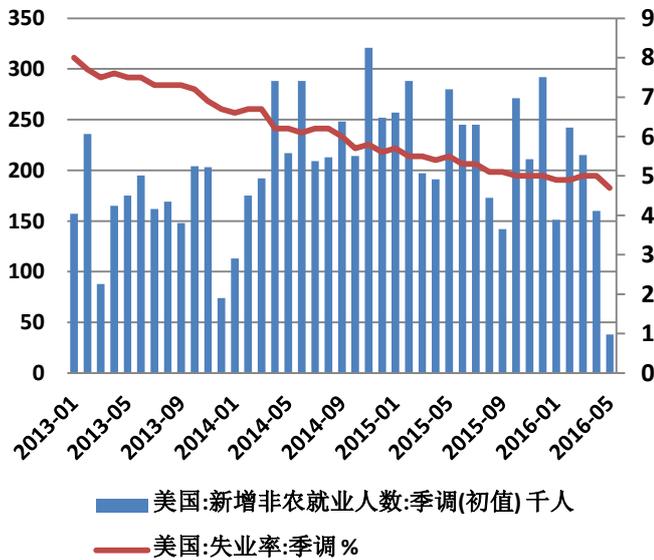
数据来源: BBC News 恒泰期货研究所

图表 20: 欧元、英镑大幅下跌



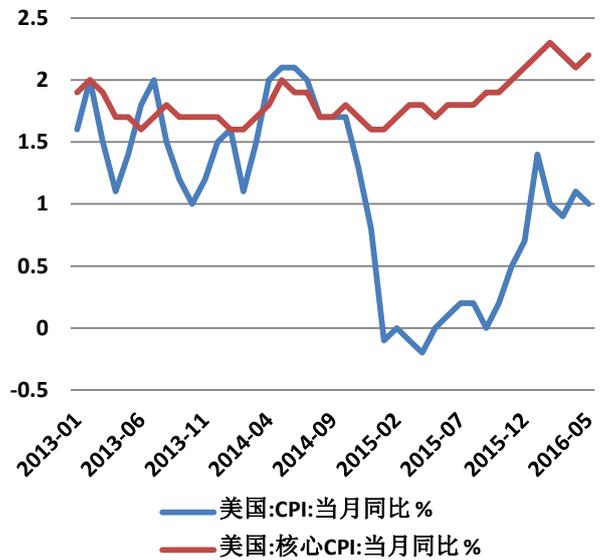
数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 21: 美国非农数据超预期大降



数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 22: 通胀中期能否达标依旧存疑



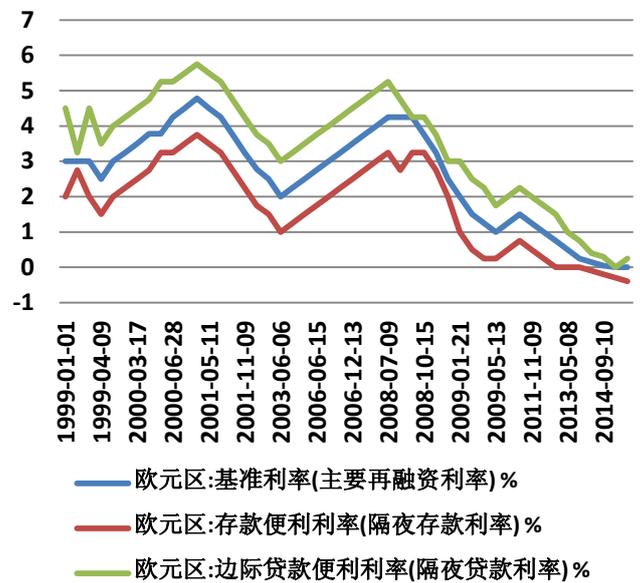
数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 23: 美元强势利空大宗商品



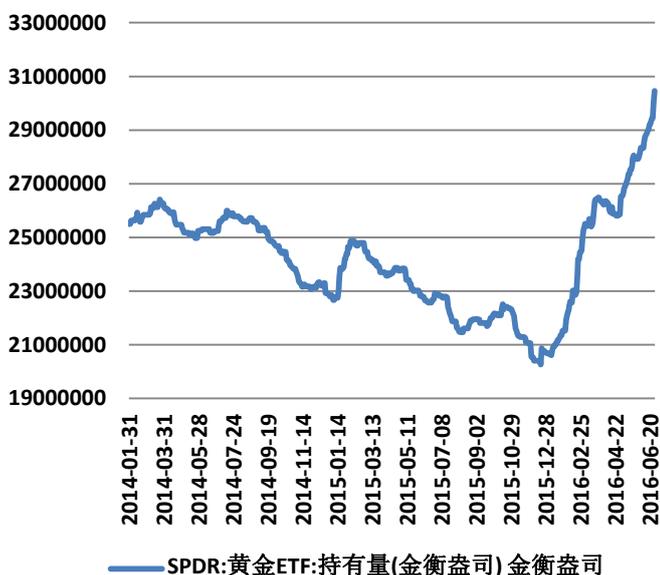
数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 24: 欧元区新一轮宽松或将到来



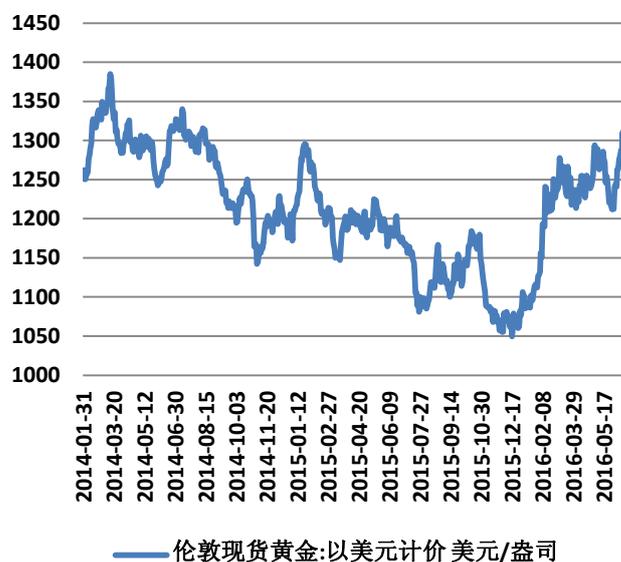
数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 25: 黄金 ETF 持仓一路上升



数据来源: wind 恒泰期货研究所

图表 26: 避险情绪助推金价上涨



数据来源: wind 恒泰期货研究所

大宗商品走势料将分化

预计在美国原油产量缩减, OPEC 产量受到生产制约的情况下, 原油价格有望重回 50 美元附近。此前黑色系列的大幅上涨主要是由于两方面原因, 第一是去年底的供给侧改革去产能使得企业库存处于历史低位, 第二, 是在一季度房地产和基建的带动下, 需求大幅上涨。目前市场对于黑色系列的价格仍是偏于乐观, 企业也开始逐步恢复产能。然而 5 月制造业 PMI 新订单和新出口订单分项双双下降表明需求并未有切实提升, 此前的价格上涨主要是短期的供给不足导致, 一旦随着企业复产使供给大幅增加, 黑色板块价格或将面临调整。基于以上的判断我们认为下半年黑色金属仍是弱势震荡格局。下半年随着经济去杠杆、去债务, 政治风险暴露的会更快。后续还有日本国会的选举、美国大选, 都会成为英国脱欧这样的扰动因素。基于对政治风险加强的判断, 黄金为首的贵金属仍存机会。

免责声明

本报告由恒泰期货研究所制作，未获得恒泰期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货有限责任公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货有限责任公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。