

# 西风贱趣东谷疑 寇埋桂陵横秦起

——宏观问题清晰待解缓慢微观凸显混战之 2016 年

年度	年初预期	当年实际
2011		千里豪愿走单骑
2012	霜冷长河饮马溪	周期展翅尾部疑
2013	后坐炸膛相煎急	锦里三年烽烟斜
2014	浣溪半岳丹砂踪	乱雪压枝坠花细
2015	焦尘涓膜扰安邑	西风贱趣东谷疑
2016	寇埋桂陵横秦起	

## 相关报告：

《2011 宏观年报》：  
千里豪愿走单骑 霜冷长河饮马溪  
——宏观因素影响回顾 2011 年及市场  
展望 2012 年

《2012 宏观年报》：  
周期展翅尾部疑 后坐炸膛相煎急  
——宏观经济上升周期前夜尾部风险扩  
大之 2013 年

《2013 宏观年报》：  
锦里三年烽烟斜 浣溪半岳丹砂踪  
——宏观经济延续扩张金融系统反向狙  
击之 2014 年

《2014 宏观年报》：  
乱雪压枝坠花细 焦尘涓膜扰安邑  
——被西方金融及政客破坏后突围或自  
赎之 2015 年

东 篱 倍特期货公司研发中心  
**免责声明** 本报告中的信息均来源于  
公开可获得资料，倍特期货研发中心力  
求准确可靠，但对这些信息的准确性及  
完整性不做任何保证，据此投资，责任  
自负。本报告不构成个人投资建议，也  
没有考虑到个别客户特殊的投资目标、  
财务状况或需要。客户应考虑本报告中的  
任何意见或建议是否符合其特定状  
况。本报告仅向特定客户传送，未经倍  
特期货研发中心授权许可，任何引用、  
转载以及向第三方传播的行为均可能承  
担法律责任。

# 一、经济

2015年世界经济继续低迷，但喜忧参半。金融市场鼓噪的美国和日本均出现过衰退，欧元区尽管被攻击但实体经济反而出现诸多良好回升的初步迹象。西方发达阵营货币战争进一步扩大到极致，从过去数年的遮遮掩掩不承认到多国开始明火执仗，单靠货币支撑的经济增长明显开始失去意义并显露更大风险。发达经济体尽管实现整体增长，但是所谓被IMF和西方等称赞的“亮丽”、“一枝独秀”只不过是相对而言，且对自身而言也是极低的增长，总体只不过是满足了人们吃喝拉撒住行娱等固有需求而实现的经济总量循环，在普遍需要的经济结构调整、新需求拉动经济动能、创新提振新供给新需求等关键方面，更加毫无建树。甚至，躺在货币上睡大觉的盗墓模式令企业充裕现金更不愿意增加投资推动经济可持续增长，不仅对发达经济体自身宏观经济的破坏再度增强，还通过金融体系溢出对全球宏观经济起到了最大程度的破坏。除了英国年轻一代政治家自金融危机后的持续改革平衡使得英国经济继续发挥较好作用之外，唯有德国、韩国开始意识到宏观经济根基弊端的长期艰巨问题，提出制造业升级换代以有效匹配经济需求，尽管还只是方向性打算，但毕竟也在为将来实施经济结构调整着手准备，从而成为少有的积极意义信号。

新兴经济体度过了沉重打击的2015年，在2014年开始下滑的基础上进一步加剧。这其中，西方攻击和新兴经济体对自身弊端改革的缓慢起到了共同作用。尽管IMF等国际机构对全球加权而来得出世界经济增速下滑及特别多次鼓吹的新兴经济体“最为严重”，其间有美元升值而在统计方法上不可完全消除低估了新兴经济体经济状况，但是，新兴经济体如同我们去年指出的那样，自身结构性问题严重、改革意识落后并进展缓慢也是不争的事实。正因为严峻局面的暴露，新兴经济体也开始被迫转变意识，部分新兴经济体如俄罗斯、土耳其、印度、印尼等国出现艰难的综合改革、经济振兴举措、增加投资、扩大双向贸易、起步或加快基础设施、税收政策导向促进矿业和制造业、加大市场化等等积极信号。

2016年，新兴经济体注定将企稳和回升。由于广大新兴经济体将成为世界经济增量的唯一生力军，但国家众多且差异极大，仍然面临诸多难题，进程会参差不齐。部分大型新兴经济体国家在自身诸多制约下还处于泥潭；部分大型经济体因为意识增强而举措先行，有望初步回升；部分前沿市场最落后经济体尽管增长前景巨大，但暂时还受制于地缘局势破坏、社会动荡等因素，无法出现明显的经济增量贡献。2016年新兴市场经济体将出现有利方面可能包括：1、低迷数年的贸易将复苏；2、中国信贷、丝路基金、后期的亚投行放贷项目等等将从起步到加快，初步体现提振新兴市场经济增长；3、在政府间多轮外交、项目准备工作之后，基础设施建设和区域互联互通将从2015年的协议到起步，开工项目的数量会部分增加，这将成为最快提振新兴市场整体需求的积极因素；4、中国企业资本输出潮已经启幕，随着国际产能合作已在国际社会达成共识，全球企业会从半信半疑到观望，2016年将越来越体现加速跟进。因此，中国引领的相互产业投资的步伐会加快，新兴市场不仅来自中国的投资增加，并且可能吸引发达国家企业对新兴市场投资后来居上；5、基础设施建设和产业投资增加阶段的第一轮，很可能成为新兴经济体经济增量中的主体，甚至成为2016年世界经济增长加快中的增量贡献部分的主要构成。

中国经济结构调整从2014年滞后的行动到2015年社会意识开始重视而加快，成为中国经济可持续改善质量的积极信号，但是依然任重道远。在中国宏观经济增速不可逆转的趋势性下行历史时期，2015年能实现7%左右的潜在增速，主要得益于巨大消费市场贡献和创新创业激发的尚属量小的新供给新需求，并对结构调整贡献。在传统老经济普遍过剩产业注定下滑并拖低宏观经济的背景下，就业增长增强体现出的就业结构转移并提振终端消费经济需求、新结构中的小企业注册数猛增、服务业不仅增长加快而且得益于范围扩展

对经济增量和财政收入的贡献加大、新兴产业更广泛地扩展和规模加大的迹象等等，都是中国宏观经济难得而可喜的信号。

2016年中国经济仍将是喜忧参半而艰难的一年，其中，主要是宏观导向积极一面更加体现壮大，但可能仍然是难敌微观经济制约、混乱所造成的拖累乃至风险的一年。尽管早在2011年出台《十二五规划》时就明确了经济结构调整、转变增长方式的两大经济治理战略，但是时隔五年之后，2016年“十三五规划时期”伊始，因为进展缓慢而仍将受到负面影响。自2013年的十八大之后，先是中央各部委行动缓慢，到2014年地方政府思维和行动迟缓，再到2015年各个产业、广大传统经济领域企业的梦游和侥幸，一步步造成了经济战略贯彻受阻，使得问题越拖越严重，这不是中央政府在宏观战略非常明确下的责任，而是包括我们每个中国人在内的全社会的责任。只有那些积极创新创业的小微企业和个人、艰难但努力实施产品升级换代的企业、新兴产业等不该负责。中国经济受制于传统经济从制造业为主体背景下的钢铁到拖鞋的广泛产能过剩，产品不能满足13亿人巨大需求下的新要求，就无法实现以产品要卖得出去作为前提的经济价值，不调整结构、供给有效性不能满足，宏观经济就是空中阁楼，下滑压力更大就成为必然。2015年，明显体现出以广泛的传统经济产业企业为代表的微观经济根基，成为中国经济整体跃然纸上的负面压力。2016年，即便是服务业和新兴产业崛起，但尚难以抵挡庞大的传统经济下滑。2016年算进新经济的扩大，可以实现GDP整体在6.5%-7%的趋势性合理增速，但是企业效益泥潭甚至先有进一步下滑，必然形成微观经济领域混战并进而制约宏观经济的主要特征。中国经济早已清晰的唯一出路包括：强制性淘汰庞大传统产业落后产能和产量、各产业里优势的富余产能融入广大的全球需求尤其是向新兴经济体迁移、产业从长期国内吸收投资过剩转变为向外资本输出、国内经济增量主体让位于服务业和新兴产业、国内逐步实现创新和技术升级换代基地的功能。在这一方向性导向下，国内宏观经济重要任务是转变增长方式并由企业为主的微观来实现，企业目标则是向外扩大经营与获利的规模。2016年，中国经济整体进展，将完全取决于微观经济领域从意识提高到实际行动的进展如何。

## 二、通胀

如果说2015年世界经济低迷还算基本符合来自政府、国际机构、金融市场、学者、全球社会的评价的话，那么，对2015年全球通胀状况的所谓“低迷”评价，基本上就是指鹿为马、一叶障目。通胀下行基本上几个主要大国，于是便掩盖了全球通胀根基。其中，影响较大的石油价格下行，基本是延续2014年以来的必然性、滞后性，也成为压低主要大经济体和全球通胀的主要因素，即便如此，2015年的全球通胀整体上并非几个大经济体那样低，否则，就无需一些国家多次加息压低通胀了。应当看到——尤其是中国企业应该意识到——正是广大地区通胀水平涉及众多人群的经济需求，中国企业产能合作才有巨大的潜在机会。因为，通胀从一个侧面不仅反映出世界经济结构扭曲需要普遍调整结构，而且也反映出全球广泛人群的终端需求还缺乏产能去满足，中国制造业企业的优势富余产能通过资本输出或产能外迁，存在理论上成功的宏观经济需求前提。

无论是发达阵营，还是中国，这些所谓通胀下行地区，薪资增长刚性显露无遗，因此，即便考虑油价和整体能源价格的长期低迷，也难掩通胀上行；加之，发达阵营的生产力增长在短期经济结构调整意识全无的背景下已经阶段性见顶，通胀回升不可避免，而只欠时机。此外，西方金融市场人渣刻意压低大宗商品原料来破坏企业并维持金融资产如股票债券泡沫不破，也已经到了游戏极限，或者说至少到了将自取其辱的尾声。

2016年，全球通胀将体现更为明显的动力增强，即便考虑进程曲折，那也是从企稳到回升、加速的过程之中。

## 三、货币

自从 2013 年到 2014 年全球货币从肮脏到破坏，2015 年，主要有：央行的政客化、与金融市场狼狈为奸、货币战争已经抛弃遮羞布而明火执仗。然而，不管是曾经鼓噪得天花乱坠的“货币宽松提振经济”，还是继续各种巧言花语维系无聊金融游戏来自欺欺人，世界经济尤其是发达阵营经济本身，已经给出了不可驳辩的印证。金融尤其是货币破坏，将永远被钉在人类历史的罪恶柱上。

中国央行成为 2015 年中国经济的最大破坏者。超出合理范畴的反正态分布成效的极端调低利率、出现负实际利率、堂吉珂德般的超高本币估值等等，不仅破坏了中国宏观经济的市场自动均衡，而且更为严重的是：通过微观经济根基扭曲加大的方式严重破坏了经济结构调整进程，从而也在抵消央行和中国政府加大各项综合改革效果的同时，使得中国经济结构调整这一唯一出路的进程放慢，无疑是慢性自杀痛苦期被央行拉长。同时，人民币过高估值已经严重阻碍产业资本输出的意愿，削弱或放慢制造业富余优势产能对外合作的国家战略出路。此外，M2 高居在 GDP 增速之上近一倍，也折射中国增长方式在十八大提出的市场调配资源之金融信贷资源方面毫无建树，这也从宏观体现出中国经济战略转换进展的缓慢。尽管这不能完全由央行掌控，但是，央行的错误货币政策环境，直接导致货币乘数扭曲程度中的加强部分，成为央行制造实体经济过剩并对增长方式转型升级实施破坏的主要构成部分。

## 四、财政

无论是发达阵营还是新兴市场，财政均度过了 2014 年最艰难之后的平淡但好不容易也算是平稳的 2015 年。尽管脆弱平衡、压力依旧，且财政困难、阻碍改革、长期艰巨曲折，但是毕竟迈过了泥潭最深处。不过，财政平衡中考验政客智慧和勇气既主动促进改革又转向提振经济新需求来实现财政本身的可持续性，依然还难以体现出短期的明显作用。

西方破坏、金融攻击及新兴经济体部分国家自身长期问题积累，导致少数新兴市场国家 2015 年财政、国际收支的雪上加霜，并与经济下滑相互恶性循环。但是，也有部分国家开始从税收改革、矿业及制造业产能扶持、经济布局地区结构调整、吸收直接投资、改善就业制度等多方面入手，加强财政本身改革和未雨绸缪地创造财政改善氛围，值得赞许。在新兴经济体同样是主要依靠货币支撑的不良背景下，迈出了可喜的一步。2016 年，这些积极信号在新兴市场，随着意识增强、中国带动的基础设施建设和产能国际合作、资本及信贷向新兴地区流动的加大等等，会出现更多的国家改善财政，并进而增强改革动力，继而增进提振经济的意愿和策略，使得 2016 年财政对经济发展的桎梏会慢慢融化，并进而为后续几年的经济更强增长打下初步的基础。

中国财政从法律到实际进入更强的预算约束，财政体制改革经过长期准备而迈出可喜的一步，有利于中国经济增长方式转变和有利于加强经济可持续发展的根基。由于经济增速下滑、传统产业贡献疲弱、大宗商品跌价减值和企业效益恶性循环，财政收入同样出现增速下滑，成为收入最艰难的一年，主要贡献来自于服务业、新创企业以及新兴产业；与此同时，积极财政对增加公共服务和就业、稳定中国经济和改善民生并提振消费经济，起到了功不可莫的巨大作用。同时，坚持数年的财政结构性引导，也是对中国经济结构调整取得的进展的最大贡献者。中国地方财政仍然面临巨大压力，但实现了倒逼地方政府对中

国经济本质和经济战略的认识提高的作用，一批地方政府在积极应对经济趋势性下滑、加快经济结构调整这一唯一出路方面，也开始有所行动。

中国长期投资主导型经济导致效率低下的模式不可持续，必须转变增长方式，但是投资增速的下滑是多方面造成的，包括：产能过剩使得作为投资增长主要部分的制造业投资下滑，而新兴产业规模尚小难以抵消传统产业下滑、企业升级换代意识落后使得技改投资缓慢、地方政府及企业高债务瓶颈制约、企业效益改善缓慢并大部分仍在下滑等等。2015年，在中央财政和各级政府的共同努力下，建立了公私合营的PPP投资模式，以及开放债市融资、地方政府债务置换展期等有益举措，使得财政金融对投资增长的压制得以缓解，不少地方积极准备了公共服务和基建相关的项目，纳入PPP投资项目库，个别先行项目已经启动，而后续不少项目将在批准立项后约一年半的准备过程之后启动，2016年下半年就会体现更多的投资项目开工，而更多的针对“十三五规划期”的项目也将陆续完成准备工作，大致在2018年左右会集中进入开工期。“十三五规划期”基建方面仍是宏观经济总量实现的合理规模组成部分，作为主要拟定在西部地区的项目，部分在2017年也将进入施工期。

2016年，中国各级财政收入依然艰难，但是新兴产业和新兴企业对财政贡献加大，而投融资金融举措促进产业经济的产出效应和民间资本更广泛地介入公共服务领域，也会适度缓解财政极其紧张的局面；在财政支出方面，促进结构调整前提下的对社会经济总体支持的积极力度，仍将保持。

## 五、市场

不管是金融市场体系游戏的自身作乱，还是微观经济的不可测混战，2015年全球和中国诸多基本面数据，已然形成了低位基数，留给人。

在宏观问题清晰但有复杂根源的背景下，无论全球还是中国金融市场，微观混战凸显，且近几年的金融市场体系给不良企图和逻辑提供了更大的土壤，已经在金融市场整个体系显现无余。一般而言，宏观因素混战期只会令对手难以轻易奏效而已，而微观混战期就会“死人”尤其是折射出实体经济领域的相关部分企业。在社会经济的实体宏观环境与微观环境矛盾延续的背景下，假如2016年各金融市场继续延续近几年特征，整体混战就难免。

其中，中国期货市场，以既没有水平又充斥人渣基因的高盛为代表的洋鬼子广大阵营、以接近三十年发展却没有多少长进的中国商品期货市场等等为例，2016年仍然可能受以偏概全、扭曲当道等特征影响。拿“中国经济消费主导转型”过度无知发挥，将可能是最典型的表露。至少五年前就明确了中国经济战略，如今借题发挥只不过是无知当道的残余体现而已。殊不知，经济转型是深刻变革，“十三五规划”拟定并非小数规模的基建是经济总量要实现的前提构成之一，理应辩证地、适度地、合理地评估；消费拉动型经济激发服务业同样需要固定资产投资、城镇化、物流体系重新布局和新兴产业厂房设备等深刻变化之总需求量变化实际如何，也并非几个人渣可先知般地主观臆测就定死。假如，就按那些逻辑，那么是不是农产品和一些化工产品以及其它靠近消费端的期货品种，就该简单地异军突起呢？

在“美国因素”和“中国因素”早该在大宗商品市场滚蛋并且2016年起就该开启共同滚蛋的实际历程的大趋势下，即便是从遮天蔽日到一叶障目，再到混战，最终鹿死谁手，未来待证。

## 六、地 缘

2015 年经历了美国及北约主导的新冷战和地缘局势的升级，但也体现了它们的衰落和自感无能为力，从长期而言，这反倒是人类的福音。无论地缘局势的复杂变化，还是欧洲难民危机，都体现出经济治理的失败是最深的根源和西方破坏者自食苦果并拖累全球。

2016 年依然延续这一不良局面，能否实际改进或者倒逼全球政客合作与正确努力，仍然不乐观。全球社会理论上该出现的更多混乱局面并可能严重拖累经济及人民生活，在 2015 年没有出现是一件幸事，但是，根基仍在，可谓依然处于全球局势要么好转、要么恶化的十字路口。

## 七、收 支

新兴市场广大经济体从经济乏力、财政下滑从而无力改革到贸易下滑，以及大宗商品跌价，造成了国际收支平衡的更大压力。仅有部分国家在努力、艰难地改进。

2016 年将在收支方面有所改进，这将与经济增长形成微弱的良性循环信号。

中国央行主导的外汇储备分流进展不俗，但相比于中国和新兴市场经济体共赢的巨大利益前景而言，仍需继续发扬，以便引导官方资金和民间资本共同地更进一步提振新兴经济体和世界经济增长。中国外汇储备抛售美国的力度还应加大；相信更多新兴经济体也意识到去美国化的重要性之后，同样会加入共同促进新兴经济体合作并促进世界经济治理。

中国 2015 年明显体现的外资加大投资中国经济转型期的服务业和新兴产业的局面，在 2016 年仍将延续；与此同时，更为重要的是，随着一带一路战略、国际产能合作战略实施贯彻，以及随着新兴经济体复苏，2016 年，中国产业资本和信贷资金，将加速流出。