

阵雁抹霞湛蓝稀 长城入锦云天齐

——宏观需求基建结构启动微观创新发力之 2017 年

年度	年初预期	当年实际
2013		锦里三年烽烟斜
2014	浣溪半岳丹砂踪	乱雪压枝坠花细
2015	焦尘涓脉扰安邑	西风贱趣东谷疑
2016	寇埋桂陵横秦起	阵雁抹霞湛蓝稀
2017	长城入锦云天齐	

相关报告：

《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 焦尘涓脉扰安邑
——被西方金融及政客破坏后突围或自赎之 2015 年

《2015 宏观年报》：
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

东 篱 倍特期货公司研发中心
免责条款 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

我们在 2015 年末的《宏观年报》中指出：西方发达经济体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。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。

经历 2016 年，基本得以验证：一方面，西方发达经济体保持了 2015 年经济低增长局面的延续，略有反弹，靠人们的基本固有需求对经济循环做出了最大贡献；另一方面，广大发展中经济体除了像全面衰退过深的巴西等少数国家之外，其余均出现了经济回升的温和势头。其中，印度的稳定、俄罗斯投资回升、印尼工业政策改变促进本国制造业和投资增加、塞尔维亚和匈牙利基建增加贡献、越南菲律宾等少数国家投资增长强劲、东欧中亚及东南亚多国就业增加、一批人口大国如孟加拉越南菲律宾巴基斯坦进口增速大幅回升等等，成为最为典型的 2016 年特征。但也有部分国家因多种原因导致主要或多项经济指标的疲软，主要体现在土耳其、墨西哥、中东北非、撒哈拉以南非洲等地的部分国家，而拉美加勒比除哥伦比亚增长较强、厄瓜多尔企业信心回升之外属于全球最低迷的区域。

2016 年，国际机构和各国政府希望阻止下滑、我们也认为应当有所回升的全球相互贸易增长未能实现，其中尤其是出口继续低迷。这主要受制于总需求不济和西方国家引领的贸易保护主义升级蔓延以及大宗商品价格仍然处于低位从而对出口金额的限制等等。

2016 年，全球制造业继续低迷，工业增长的缓慢除了因总需求迟缓外，更多症结还在于全球工业结构老化与人们新需求的不对称的制约以及全球收入增速极低的瓶颈。但是，2016 年秋天后无论西方发达国家还是新兴市场经济体均明显出现了制造业回升的信号，这显示终端需求开始回升且企业的信心增强，经济在长期低迷之后，也难掩人们既有的基本需求的刚性，预示着全球经济总需求在 2017 年存在一定程度地回升的必然性。

2016 年，在工业生产低迷的同时，服务业几乎在全球普遍较强，成为对经济增长的最主要贡献者，并可能也是带动就业及大众消费的主要原因；另一方面，全球消费需求支撑着总体经济增长，并且，这可能是率先体现 2017 年经济总需求和宏观经济周期上升并形成良性循环的领先信号与动力，但要持续还需其它努力。如果各国政府能因势利导地在就业、税收等方面加以利用，很可能转化为更广更可持续的经济需求周期扩散，反之亦然。

2016 年，投资对全球经济贡献来说是最大的负数者。投资乏力不仅拖累当下经济总需求，而且预示着全球经济周期中必然缺乏后劲，如果再无改观，只能使低迷被延长。当下，仅靠消费独撑危局，在赞誉消费者贡献的同时，却更应看到高度危险在于随后注定遭遇瓶颈。无论是总量强大的西方发达阵营还是最大的发展中经济体中国，消费对经济增量高达 70% 以上的贡献率，都绝不可能说不该对其宏观经济增长结构居安思危。西方发达经济体在全球经济总量中占据大半壁份额，其投资增速不仅自金融危机以来长期下滑，而且仍在 2016 年延续深度负增长，可谓烂到不该再烂的地步，而中国投资增速大幅回落尤其是民间投资增速几乎近零，都有类似的根源——尤其体现在货币政策依赖的负面效应，形成“掩耳盗铃”下的严重破坏。当零利率、负利率局面下，各国政府都在烂到靠低息无息补贴来融资度日，那么试问有几个民间正常人敢于追加投资？至于相对聪明的企业投资

人，岂能不因理性地担忧极端低利率过度刺激工业生产过剩再过剩而不收缩投资？在经济体系中，仅靠 2016 年少数中等规模经济体的投资大幅增加，难以担当整个世界经济的投资重任。2017 年开始，这一局面到了必须改变的时候。其中，西方及中国作为大经济体，首要是纠正货币政策的极端情形的反面破坏，利率应当首先走高，以便为企业增加投资做出信心方面的指引性质的参考，虽然信心不能解决所有流程，但它是最重要的破冰第一步。企业信心在多年恶性循环之后，只有信心先靠近正常，才可能谈得上市场经济下企业理性判断寻找投资机会的良性循环开始。在世界经济结构中投资贡献达到严重负面扭曲、投资先行才是想振兴贸易的开山之斧的显然情形下，2017 年西方和中国等大经济体政府是否敢于先拿自己都没有信心的自己开刀、各央行是否在烂了 7-8 年后从政客化回归中立的宏观经济恰当当局角色，关乎世界经济上升周期能否如同 1999 年-2007 年那样重归的关键。

如同 2015 年我们在《宏观年报》标题中指出的那样：世界经济的宏观问题所在是清晰的，关键在于解决之道的快慢上。先是有意识，次在对症下药。

在 2014 年澳大利亚主导的布里斯班 G20 峰会上，针对世界经济的宏观问题就大部分已经提出；又过了两年之后，在 2016 年中国主导的 G20 峰会上，才达成主要大经济体政府间的共识。2016 年，首先是 7 月份在成都会议上达成了由 OECD、IMF、世行等国际机构贡献的量化基建投资指标的重要意识性成果；其次是 9 月份杭州首脑会议上达成了“世界经济靠结构性改革和创新引领增长”的具有里程碑意义的理论共识。进入 2017 年，已经不是分析上，而是在问题已经搞清楚、且已经提出解决之道之后各国如何具体实施的进展快慢，由此，决定世界经济在 2017 年能否明显复苏且成为数年全球上升周期的开端。

既然事实已经证明世界经济烂了多年，之后总该能奋起；且市场经济固有的周期性也决定了应该能释放出众多微观经济主体的巨大能力。因此，我们展望 2017 年时相信：

其一，在 2016 年里少数几个中小经济体因为几个大型基建项目开工就出现增速、贸易、就业等全面指标变化，这一信号尽管因为它们规模太小而只具有理论信号的验证意义，但是，相信随着亚投行、各地区政府间开发投资银行、世行等对基建项目从准备到开始放贷再到陆续开工，其引领作用的杠杆意义会加速全球广大企业的加入，和银行业项目配套商业贷款一道成为基建投资推动的主体，并进而激活低迷增长的跨国贸易、带动就业和政府普遍捉襟见肘的税收，可谓满盘皆可活。这将成为 2017 年提振全球经济从低迷到初步复苏的第一下信号。鉴于经济周期中的扩散（或收缩期的收缩）效应，也许 2017 年最终的实际世界经济增长效应会超过最初的理性预计；

其二，在西方及中国这些占据世界经济份额主体的大经济体工业生产因为结构老化走进死胡同只有优化和创新工业经济结构、广大发展中地区人口众多而缺乏工业基础满足巨大消费需求的严重扭曲的世界工业经济结构的现状下，奢谈跨国贸易只是瞎子摸象的意识而已。因此，增加广大发展中国家的工业投资，不仅是全球宏观经济的出路，而且是全球企业们的巨大商机却多年来一直无人问津。2016 年，像印尼改进工业本土化政策立马见效的积极意义、像哈萨克斯坦因为同中国企业合作产能实施较早而尝到甜头的喜悦、像东欧部分国家因为中国制造或贸易主体（乃至中欧货物班列促进对中国出口）积极介入而促进经济、像墨西哥土耳其因自身工业结构不合理而暴露产出缺口和高通胀并不得不频繁降息加息、像一批靠油气出口支撑经济并迈入富人行列的国家却在本国短缺消费汽油等等，均从不同角度彰显了工业经济的复杂又很有潜能。2016 年，一大重要现象在于：不管富国还是穷国，无论大经济体还是小经济体，政治家的频繁互访成为一大亮点，除去首脑之外，部州级的工作访问更是大幅增加，这一积极信号表明世界各地的政治层面对经济增长的意识强烈和对工业经济改善的渴望，不止于对中国的访问，也包括在世界各地希望吸引投资和工业产能，都注定了 2017 年反而是在人们对于世界经济低迷中最没有希望的工业经济已经存在巨大的爆发潜力，并可能在如果释放时将令人最大意外。2017 年，中国企业对外产能合作将在 2014-2016 年先行试探的基础上加速，其它国家的企业在已经看到这

一现象后也将加快步伐争夺机会与市场。因此，2017 年工业经济自 2016 年秋天“突然反弹”开始，可能成为人们最不愿相信的提振 2017 年世界经济增长的重要贡献者。而且，这可能是数年后回头看新一轮世界经济上升周期的始发之年。对于我们长期抨击的西方金融主导下的金融市场，即便 2017 年不能让西方金融机构们闭嘴，也在随后让渲染扭曲的你们闭嘴。尤其是，也许 2017 年就该让“贩卖末日论”及“炮制到处是黑天鹅”从而加剧货币与世界经济共振扭曲、微观企业信心宏观经济皆恶性循环的债市“天人共诛”；

其三，西方及中国消费强劲的现实，不太可能在现有情形下继续加大对经济增长的速度贡献，从而需要从工业结构上匹配和促进新的消费需求；反观广大人口基础上的发展中国家，在 2016 年普遍出现消费回升的星星之火，因此，针对性满足巨大消费潜力，从产能到就业再到增加民众收入的广泛经济对策，是全球宏观经济增长和各地企业成长的重要机遇。已经从衰退中复苏的俄罗斯消费，仍然处于严重衰退的巴西消费，均表明：消费潜力对经济增长的贡献要从被压抑中释放出来，需要各国乃至全球合作下综合经济对策的继续综合型努力。

相应地，全球贸易要想摆脱低迷与下滑，也与消费一样，不能只见树木不见森林，也需要广泛的合作与综合经济对策，绝非只妄想贸易本身，方能使各国经济和企业共同受益。

我们在 2015 年末的《宏观年报》中指出：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。

经历了 2016 年，中国经济基本上朝我们认为的积极方向行进，因为三年供给侧改革计划在第一阶段 2016 年得到严格地贯彻执行，使得中国宏观经济向两端积极变化，可谓取得可喜成就的一年，并且因为特别值得看重的是意识突破，从而实属来自不易。

一方面，以打击落后为主意识在全社会得到了重视。去除已不适应的无效工业产能、去房地产库存并同时加大社会公平进步及农民城镇化、去企业高债务杠杆并降低不合理的成本、加力解决社会经济发展中短板制约以便释放经济总需求等等任务，对 2016 年所预定的阶段性目标，基本上达到。最大的结果是：令多年亏损的一些产业的先进企业可以恢复到正常经营状态，以便腾出精力实施供给侧改革的第二阶段所应该进行的改善可适应、可持续满足广大民众终端消费及出口需求结构的新供给；

另一方面，先进制造业、在世界各地受欢迎的中国装备业、新兴服务业及战略性生产服务业，均继续保持快速增长，成为中国宏观经济得以保持不过快失速的 GDP6.5% 以上中高速稳定增长的中坚力量。

基于对落后的坚决打击和对传统产业过剩的坚决压缩、同时对于新增长点的提振培育已经见到成效，我们可以肯定地认为“中国宏观经济已经度过了以生产过剩为经典代表特征的经济危机的最危险时刻”；然而，在中国经济结构调整、转变增长方式这一需要一两人艰苦努力的大背景下，依然任重道远。在站稳第一步之后，还需向中长期目标积极地付出更多的改革、改变、探索、创新的综合努力。

2017 年，在长期经济结构调整与企业创新的当代人长征路上，仍将延续 2016 年的良好开端并继续拓展扩大。2016 年最大的成就在于：全社会从过去我们数年所抨击的意识落后状态下出现了对经济结构调整的全面重视的意识，各地从政府到产业到企业乃至大众均开始一面正视问题承认落后又一面积极努力，这比实际取得的成果还更加具有重大意义——中国历史文化的经验教训表明：中国人只要意识问题解决了，再艰难也就没有办不到的成功。进入 2017 年，继续以供给侧改革为导向，第二阶段将体现产业企业在改善新供

给方面会有明显努力和成果。传统产业企业也将在自身经营压力减轻后有精力扩展海外产能投资和初期收入，新兴产业企业将继续在 2016 年市场导向下主动轻微收缩的基础上扩大规模并继续担当宏观经济增量中的主要贡献者。企业对内区域分工转移和对外产能合作并输出投资资本的长征，在经历了 2014-2015 年初试水的爆发后，再经历了 2016 年阶段性正常消化的有所“暂歇”，2017 年又将继续向更广的外部国家产业资本输出。同时，鉴于全球基建项目从准备到更多开工，中国企业业务将得以扩大。除了外部条件变化的配合外，中国企业自身努力的加大也应明显体现。

2016 年，中国工业经济作为传统的最大贡献者，以低于 GDP 增速的速度基本企稳，工业经济也是中国宏观经济趋势性长期下滑压力最大的领域，除了当前以服务业和新兴制造业逐步壮大加以弥补之外，工业品出口在 2016 年对工业经济的支持作用明显复苏，也是工业经济得以企稳而不至于大幅失速的重要因素之一。值得指出的是，中国工业增速实际是被高估的，原因在于中国统计制度和大多数国家一样由法人企业填报数据，而这些企业无法区分数据中的生产性服务业产值，所以真正的工业产值被高估的同时服务业产值却被低估，最终对 GDP 数据并无影响。在工业经济不适应需求而必须进行供给侧改革的背景下，传统行业产值必须部分削减，也进一步造成工业经济增速下滑的压力。而 2016 年，经历长达八年之久的出口对中国宏观经济负贡献之后，2016 年逐步好转，尤其是夏天以后，工业品出口交货值的增速加快，显示工业出口是提振中国工业经济能够稳住的重要力量之一。初步预计，国家统计局的今年经济年报数据中有关中国经济增量构成中的出口一项会接近零值左右，扭转多年来的负贡献局面。而根据我们的相关月度指标初测，实际上从 2016 年四季度开始，出口对中国宏观经济的贡献已经出现了小幅正值。这一良好信号，除了供给侧改革和企业创新行动开始见到成效的功劳之外，我们认为，中国“一带一路”战略前期的成效已经初步体现出来，先行一步的外部国家受益后，对中国经济共赢互利的良性循环也已经开始体现，尽管还很微弱，但相信来年及以后这种共赢促进中国和世界经济增长的效应必将扩大。这正是“一带一路”战略想要达到中国及其它国家经济包容式发展目标的根本初衷，也是中国企业和它国企业的共同机遇，需要中外广大企业继续努力。

在“一带一路”战略对世界经济增长贡献的巨大潜力还没有真正达到成效明显之前，此时我们有必要对中国企业提出忠告。先看看中国内地股市和台湾股市长期具有共性的一面，就可以有颇多启发。长达几十年历程中都是“涨了必然跌回来”，就绝非偶然，不能简单归咎成金融属性，还应当从中国文化作用在企业文化的路径上予以反思，因为股市的根基和本质就是企业。相类似地，中国宏观经济是最强周期性特色的经济，体现出强烈的几年大起几年大落的长期特征，而企业经济行为也是决定这一特色的主要根源。所谓 2016 年-2018 年供给侧改革，重点针对微观经济就是在生产过剩的痛苦教训背景下的被迫之举，也是对过去中国经济发展历史的一种注解和印证，以求改变并适应中国经济发展进入了新的历史阶段。中国广大企业之所以对宏观经济以稳定速度增长反而极不适应（习惯了大起大落的中国股市，也许当将来在稳定变化时也会不适应），是因为企业在市场经济条件下的自我约束能力极差，从而对自身的增长方式与中国宏观经济本来具有的客观潜力下所要求的生长方式之间出现心理落差。企业之所以具有如此特性，是因为中国过去长达 30 年里宏观经济在低基数基础上以高速增长，促进和实现的路径完全是以需求侧的手段主导，从而养成了企业“以为需求是无限的”的习惯，根本不用考虑市场约束下自我经济行为在调整中平衡自身增长方式。2017 年，无论因为其它地区经济增速加快，还是因为中国“一带一路”战略在今年初步提振后进一步加快促进装备带动型出口，或是中国企业产能对外合作激发新需求，再或是因为中国国内十三五规划既定的更多项目开工，都将使得中国企业明显感受到新订单的增加。为此，我们担心中国一些产业部分企业会旧病复发，因为国内供给侧改革刚刚实行一年，企业才刚刚觉醒并开始从意识到行动上努力，这种市场约束下动态调整的根基并不稳固。简单说，就是当突然订单增加，企业又搬出长期

养成的“一锄头挖座金矿”的习性，立马忘记生产过剩下的产业与企业的疼痛，又肆无忌惮地开足马力加大生产，从国内的生产过剩再转移战场到国际市场上制造过剩。任何不是按订单量生产和超出订单增长潜力的过量生产，都不可持续，只能很快吞下苦果。作为政治和外交大国的中国，却一直在国际舞台上缺少中国企业主体，只有从 2017 年开始当更多中国企业也走上国际经济舞台之后，中国在世界才是真正的大国地位。因此，中国广大企业应当铭记自身的社会责任的扩大与深化。我们认为，为防止弊端代价，2017 年的中国供给侧改革第二阶段，还应当加进“国内国际两种市场资源”下更严格、更广泛的要求。

2017 年，将延续 2016 年中国就业连续增长和双创的良好势头。尽管创新创业和农民工返乡创业所诞生的大批小微企业及其经济产值还不会直接计入实际的 GDP 中，但是会在现实的经济运行中体现助推的活力。

二、通胀

我们在 2015 年末的《宏观年报》中指出：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。

经历了 2016 年，如我们预期，在上半年下行到低位企稳之后，发展中经济体三季度、西方发达国家阵营从四季度，通胀先后出现明显加速。低油价如预期一样需要一个不短时期滞后尾巴影响，而随着时间推移这种对通胀的压制已经在 2016 年结束。尽管不同地区、不同国家通胀回升并对财政税收和企业经营收入影响的根源不尽相同，先后情形也不同，但是都已经难掩 2017 年通胀进入加速反弹或有的经济体加速回升的周期特征。对于总会还有部分深度衰退情形和仍处于过高通胀之困的国家而言，2017 年仍有通胀下行的空间，但这些属于全球范围内的少数，全球总体而言，通胀上升成为必然。

在低通胀背景下，全球金融市场不仅对促进世界实体经济增长及发展建议毫无贡献，反而体现“夸大鸡毛成主流”，各种市场本身的扭曲模式及金融机构为自身利益宣扬极端破坏的现象层出不穷。2017 年，是该让西方金融市场尤其是一些金融机构闭嘴的时候了。

三、货币

我们在 2015 年末的《宏观年报》中对包括中国央行在内的全球央行和货币政策予以了严厉批判。2016 年，G20 会议做出了极为重要的理论性总结：仅靠货币、财政政策不能提振世界经济，还急需创新和结构性改革。这是从官方认识上对我们过去数年关于全球在经济增长中过度依赖货币、货币政策本身烂透了的长期抨击的有益呼应。

2017 年，全球范围内，在货币政策有其合理地位的前提下，只能充当世界实体经济的适当配角。因此，即便再顽固，也应当从意识到实际政策行动上出现某种或某些积极变化。发展才是硬道理，世界经济增长才符合数十亿人的大众利益，反过来也才有任何一个金融市场应该有的合理地位。因此，陈旧终将不可阻挡大众需要发展的滚滚洪流。2017 年，不管是各央行主动变化，还是社会压力强制央行，货币政策都应当是改变或转折之年，而这类转折或改变，只能从积极地为世界经济增长服务的主线上予以正面看待。如果没有这种货币变革，世界经济复苏和上升周期就仍将无望。

四、财 政

我们在 2015 年末的《宏观年报》中对全球各国财政平衡的困难作了充分的估计：尽管脆弱平衡、压力依旧、长期艰巨曲折，但是毕竟迈过了泥潭最深处。同时，我们连续两年高度赞誉了中国财政尤其是中央财政对经济结构调整与经济稳定的支持作用。

经历了 2016 年，各国财政继续在艰难中潜行，大大制约了各国政府提振经济增长和实施相应改革的能力；但考虑其难点，基本能够稳住收支，也可谓度过了平淡却不算平凡的一年。其中，两大亮点在于：1、部分先行的发展中国家得益于工业产能的增加；2、几乎所有国家下半年受益于消费反弹下的消费税收增加，部分发展中国家财政收益还相当明显。这也是世界经济将出现先从发展中国家复苏的一个积极信号。

当前，中国的“一带一路”战略对世界经济增长的积极意义，受到了世界范围内从政府到企业到民众的广泛关注，大多赞誉并寄予厚望。许多小经济体政府有强烈的工业化和增加基建提振经济并改善民生的愿望，但是受制于政府财力和国际收支平衡的压力，有力不从心的难处。鉴于此，中国政府应当加大力度促进中国民间资本尤其是产业对外资本输出，以长期角度考虑，对更多国家间接地支持经济增长，当下政府所付出的努力最终会转化为中国企业的订单和收入。2017 年，在国内供给侧改革初步稳住了局面的基础之上，应当把国内供给侧改革深化和对外部以市场资源利用为目标促进企业参与对外产能合作和对外基建投资这两方面任务并举，适当把重点放到对后者的促进上来。此外，中国政府应当考虑可行前提下的政府间贷款的力度加大，也期望亚投行加快项目放贷；中国央行除了加快丝路基金运用之外，还应研究更多实际对外信贷投放途径；中国资本市场应加快开放给外部政府和企业融资（这也将是借助“一带一路”战略提升中国资本市场容量和地位的机遇）。当前世界经济尤其广大发展中国家经济，基本上存在呼之欲出的增长愿望与潜力，就欠一把火。中国政府和企业已经具备这种能力，来起到协助启动的关键作用。

2016 年，中国财政收支紧平衡，但继续对稳定经济增长尤其是促进经济结构调整以及对于改善民生、补社会经济发展短板以增强稳定增长后劲等方面做出了功不可莫的重大贡献。就财政收支本身而言，一方面预算改革和预算约束增强，另一方面在施压地方政府把该用的钱用到促进经济增长和调整结构的刀刃上方面，2016 年算是动真格的一年。2016 年，在下半年开始实施的全面营改增税制下对社会企业减税高达 5000 亿元左右，而新兴产业、服务业是对财政收入最大的贡献者，既体现了中国经济新时期各个领域的差异变化，也作为晴雨表反映出中国经济结构调整战略所取得的阶段性积极进展。

2016 年房价上涨对地方财政贡献也较为突出。而值得赞誉的是：地方政府加快了专项基金的使用，从而对房地产业投资的低速反弹起到了作用；同时，地方政府在财政收入有所改善后，对经济结构调整的责任及对民生投入，也都相当明显，应当给予赞誉。

2016 年民间投资增速下滑是最为严重的一年。应当看到，在市场导向原则下民间投资意愿下降具有多方面的根源。受制于主要投资领域的工业产能过剩，强求民间资本进入不太现实；更为重要的是在“一带一路”战略下，民间资本必然更愿选择收益更高的对外资本输出，对此本应宽容。而 2016 年异军突起的外资对中国新兴服务业投资，又是中国民间资本缺乏经验和竞争能力的领域，而公共服务项目也存在观望情绪及企业信心受影响问题，想要提振民间投资，首要是纠正过低利率尤其是政府低息融资来提振资本信心。

2017 年，随着供给侧改革使得诸多传统产业效益改善，政府相关收入会继续改善，新兴产业的贡献和各地经济结构调整继续改善，也能进一步支撑政府收入增加；相应地，随着十三五规划拟定的基建项目纷纷开工，地方政府在支出上也将力度大增，因此，依然是财政紧平衡的一年，甚至可能财政更为紧张。不过，这是在收入、支出均提速下的紧张，有利于经济增长，可谓苦涩中回甘。

五、市场

2016 年是中国金融市场值得载入史册的一年。其中主要是中国大宗商品期货市场可以唯一算作登上全球舞台的市场；其次是资本市场对外开放。回望过去，中国大宗商品期货市场早就是全球第一大市场，中国股指期货也一度在 2015 年爆发成全球第一大专项市场，但是这些都只是按交易量而已，并没有什么参考意义或影响力。基于大宗商品作为最基本的实体经济生产生活要素，并且还或直接或间接影响着世界经济约一半份额的经济总量，中国大宗商品期货市场在 20 多年发展之后，开始对全球实体经济发挥着指标意义的影响力，这是中国股市、债市、汇市等其它金融市场在相当长时期内还难以企及的地位。

这一历史性的新变化，也提出了更高的历史性新要求：

一方面，多少年来，无论中国各路政府官员还是中国央行的官方文字报告，以及社会各种学者、研究者、媒体等等，常常张口就来“因为国际大宗商品如何如何，所以对中国如何如何”，这类推导过去至今都随处可见。早在上世纪 90 年代，就因为中国大举增加大宗商品进口以发展加工业而对全球商品和经济发挥了巨大影响，国际市场和国际社会又总是按其需要高估中国在大宗商品领域的影响力，不是“捧”就是“棒”，而中国大宗商品期货市场却没有发挥出与中国在大宗商品领域相匹配的影响力。而 2016 年成为转折年，中国大宗商品期货市场不仅得到全球的巨大关注，还事实上已经发挥出巨大的影响力，中国人长期想达到的定价话语权，中国商品期货市场已经达到。在这一变化之后，我们希望中国的官员、央行及各界不应当在外总是高估中国在大宗商品领域影响力的同时，低估中国大宗商品期货市场已经事实上的影响力，从而演出一幕幕“大国小民”的掩耳盗铃；

另一方面，中国大宗商品期货市场地位的取得，并非中国期货市场自身的神功，而是得益于中国经济在世界的影响力背景，也就是时势造就的水到渠成而已。尤其是，2016 年之所以中国大宗商品期货市场地位改观，还与中国国家战略“一带一路”紧密相关。更为重要的是，随着“一带一路”战略 2017 年开始加快进入实施阶段，中国对大宗商品的影响力和相应地中国大宗商品期货市场的影响力都将进一步提升。而这种影响，不再局限于只是西方金融市场所习惯的中国对大宗商品的需求与供应，还将包括世界范围内的大宗商品需求和供应因中国推动的“一带一路”战略所引起的动态辐射。中国大宗商品期货市场，已经不再只是中国人的大宗商品市场，因为广泛的发展中国家和全球企业都可能将其作为指标参考，从而对政府政策、经济发挥影响以及向企业和金融体系深入扩散。这将要求中国大宗商品期货市场更为健康合理地发展壮大，才能匹配这一全球地位；如同中国企业将登上全球舞台就具有更多责任一样，中国大宗商品期货市场也将具有更多、更广泛的责任，“洁身自好”成为必然的历史新要求。而要达到这种要求，也不再是中国期货市场的单独责任，还包括中国政府、社会、媒体、广大中外企业和投资者，均有相应的责任。

六、地缘

我们在 2015 年末的《宏观年报》中指出了全球地缘局势的不乐观和美国无力是人类的福音：处在全球局势要么好转、要么恶化的十字路口。

经历 2016 年，难民问题没有缓解继续暴露世界实体经济增长乏力的恶果，极端势力影响加大也彰显发展经济以促进社会根本发展的紧迫性。

在 2016 年美国影响力下降更加明显之后，美国社会已经出现的分化，使得其无暇顾及在世界各地再增加破坏，因此，这成为世界合作发展经济的良机。尤其是，各地的发展中国家已经注意到了这一层面，显露出更多的促进发展经济和改善本国民生的良好意愿。

七、收支

我们在 2015 年末的《宏观年报》中指出：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，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。更为重要的是，随着“一带一路”战略、国际产能合作战略贯彻实施，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。

经历了 2016 年，全球各国的经常账户收支改善进展不大，甚至多数国家恶化，其压力在少数经济增长加快的国家里也体现出压力加大。本来不占主要的一些构成如旅游收入、汇款等，反而在增量中发挥了较大的作用，这充分体现出世界经济总体增长低速下贸易也下滑的压力。而大宗商品价格仍处于低位，延续着对相当多国家构成的收支压力。

2016 年出现了比较少有的一幕：不在少数的中小发展中经济体因为国内消费进口需求强劲而不得不动用黄金储备来实现进口。这可谓在显露经济增长潜力的同时其收支平衡压力却增大的甜蜜苦涩。

2016 年，各国资本账户参差不齐，但变化不算明显。结构分化虽没有继续加大，但微弱变化的端倪也可见。发达国家依旧霸占着垄断地位；中国依旧是吸收直接投资的头目国，但无奈资本市场弱小还难以成为资本账户收入大国；从美国分流向欧元区流入的迹象显现，但还未成明显气候。发展中国家分化更为明显，部分国家因为基数低而出现像印尼、中亚、越南等少数国家吸收资本流入的强势。发展中国家总体也都有资本流入尤其是吸收直接投资流入的增长，这是促进工业化和提振世界经济增长的良好信号。相信这种增加发展中国家投资的趋势还会体现出尽管规模尚小却稳定地成长。

特别值得一提的是，无论油气资源还是固体矿产资源国家，2016 年并没有止住资本账户延续几年来下滑的势头，也就是说，其中占主体的资源投资的下滑并没有结束。2016 年，部分传统吸收矿业投资的大国还加速下滑，这对于大宗商品而言，反向意义更加显著，意味着大宗商品牛市周期的基础就更加牢固。全球范围内这些资源大国投资下滑程度越加深，也就更加封杀了西方金融机构刻意做空大宗商品的时间与空间。

2016 年中国货物贸易顺差继续保持，而服务贸易逆差尽管服务出口增速异军突起但基于基数太小而改善不大。连同中国官方外汇储备规模延续下降并加快，人民币汇率给出了合理的下跌定价。中国外汇储备在下半年加速降低，不管是缘于中国央行主动降低还是因为藏汇于民所导致，这些都如我们去年年报所指出的那样：有利于对全球经济的提振。

不仅中国，还有大批国家都积累了大量的外汇储备，这些资产主要用于补贴发达国家金融市场，对世界经济增长的贡献全无。超出合理规模的外汇储备，犹如一堆只能用来满足虚荣的死钱。这一局面在世界经济急需增长的背景下应当尽快改观。相信随着经济发展的要求，中国及其它超常高储备的国家都将合理利用这些资产以促进实体经济增长并改善民生。

中国官方外汇储备还应当有约超过 5000 亿美元规模的下降空间，应当以多种渠道流向急需得到支持的发展中国家的实体经济。因此，削减不能对世界经济发挥贡献的补贴发达国家、尤其是加大抛售美国，成为中国官方当局的理当之举。