

2018年05月30日

2018年中期投资策略研讨会

金融周期回落时，生产效率是王道

姓名：花长春（分析师）

邮箱：huachangchun@gtjas.com

电话：15899951662

证书编号：S0880116100007

张捷（分析师）

邮箱：zhangjie018644@gtjas.com

电话：010-59312761

证书编号：S0880517050006

解运亮（研究助理）

邮箱：xieyunliang@gtjas.com

电话：010-59312751

证书编号：S0880116030065

叶凡（研究助理）

邮箱：yefan@gtjas.com

电话：010-59312700

证书编号：S0880117120094

魏凤（分析师）

邮箱：weifeng@gtjas.com

电话：021-38676675

证书编号：S0880517050005



内容摘要

01

宏观主导矛盾和逻辑

- 1、核心矛盾：金融周期回落 vs 经济中周期回升
- 2、主导逻辑：正逐步从全球朱格拉周期切换到全球再通胀。

02

经济周期阶段和政策

- 1、全球经济同步复苏尚未结束；
- 2、2019年上半年现中国经济放缓拐点；
- 3、紧金融、稳货币、活财政（资管新规是重塑金融体系第一步；货币政策边际略有放松，对冲金融紧）。

03

存量经济时代，效率为先

- 1、生产效率提升是重构中国存量经济的关键；
- 2、“制造业+X”、消费升级与新经济同向而行。

04

投资逻辑和大类资产配置

- 1、权益投资，核心在于企业效率（竞争优势）、超额收益和成长性；
- 2、债券投资：金融紧，但货币信贷稳，利率区间波动。
- 3、3季度上半季：利率债>大宗商品>权益>信用债；下半季：权益>大宗商品>利率债>信用债；
- 4季度：利率债>权益>大宗商品>信用债

目录

01 经济形势和主导矛盾：金融周期回落 vs 经济中周期回升

02 投资逻辑：存量经济时代，生产效率回升是王道

03 大类资产配置建议及风险



01 经济形势和主导矛盾

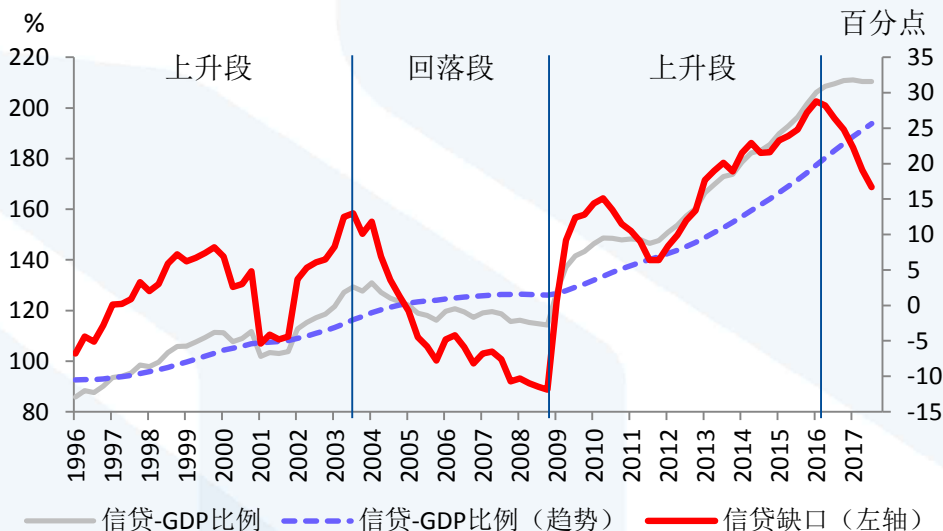
- ◆ 金融周期回落 vs 经济中周期企稳回升
- ◆ 政策研判：紧金融、稳货币、活财政

01

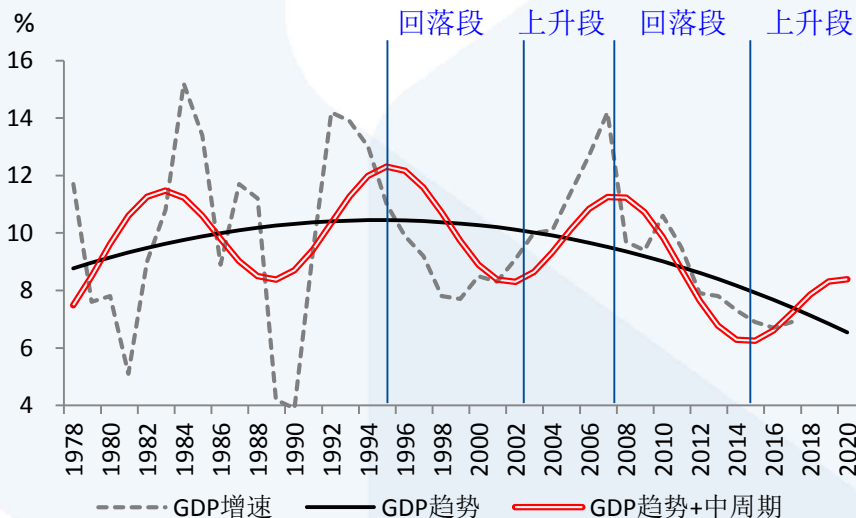
经济运行主导矛盾：金融周期回落 vs 经济中周期企稳回升

当前我国经济运行所处阶段可以视作金融周期回落段，经济中周期上升段。

中国金融周期处于回落阶段



经济中周期企稳并有回升迹象



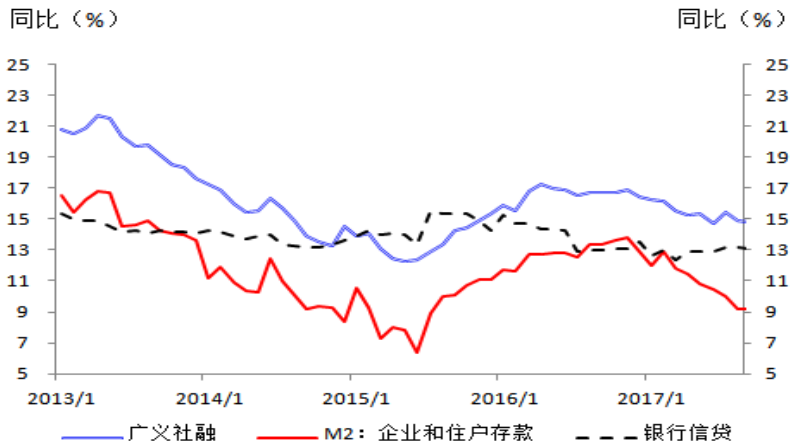
资料来源：BIS，国泰君安证券研究

01

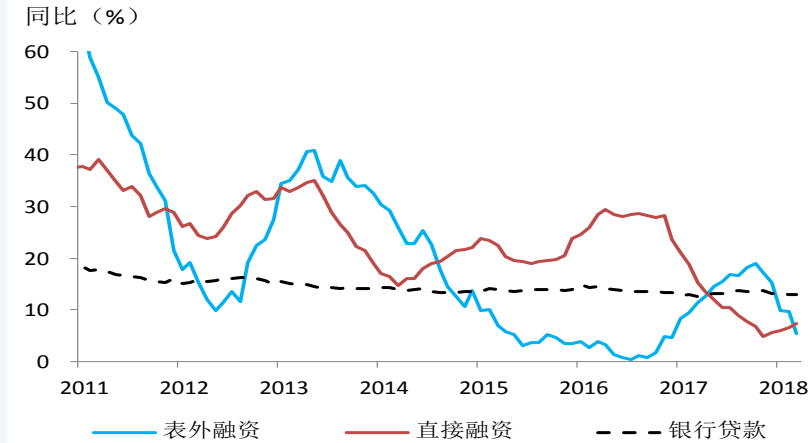
金融周期回落：广义信贷、货币下降但有企稳之势

表外融资大幅上行和显著回落对经济影响相对有限；
政府努力通过表内信贷和直接融资来满足企业融资需求。

因表外融资回落而导致M2回落



表外融资回落 vs 直接融资企稳回升

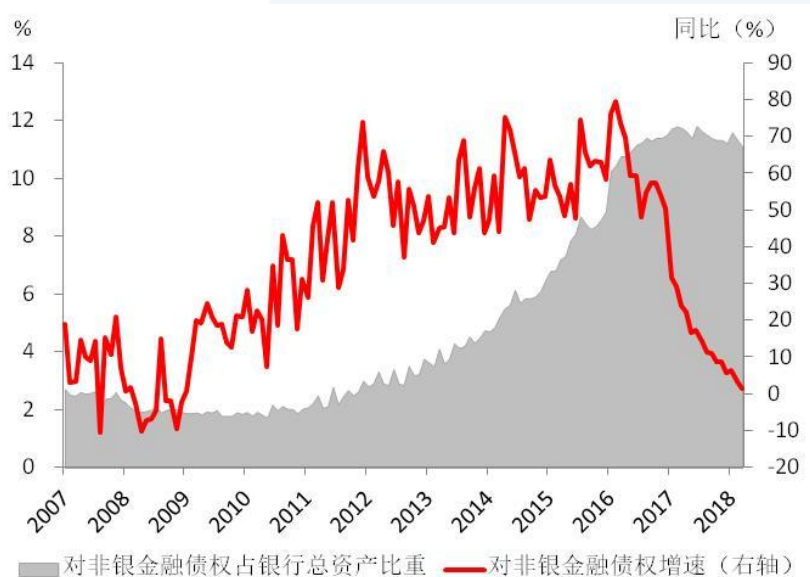


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

01 金融周期回落：信用利差终成上升之势

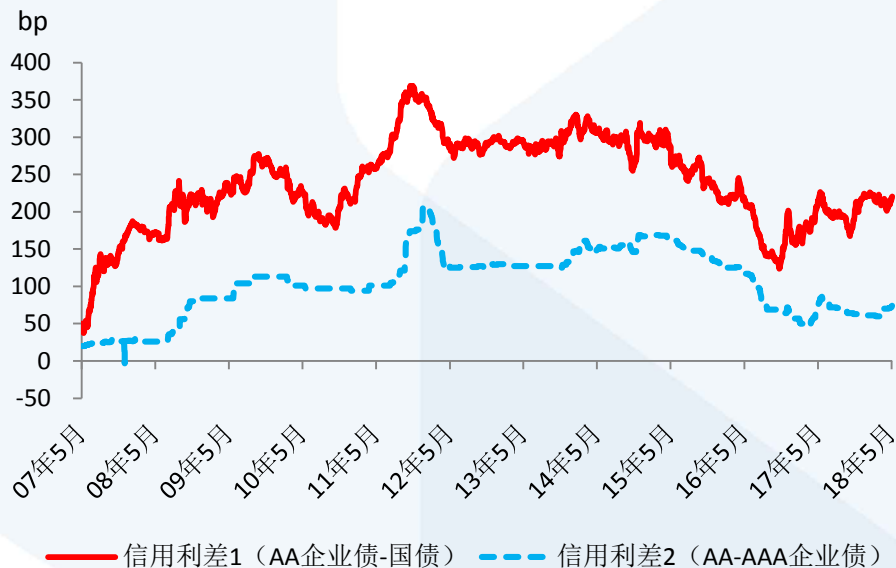
金融强监管时代的到来，中国金融周期的回落将会持续较久，信用利差终成上升之势。

银行对非银金融机构净债权持续收紧



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

信用利差开启上行之势



金融周期回落：资管新规是重塑中国金融体系的第一步

资管新规反映出的未来我国金融监管的方向

1、根本目标：金融服务实体经济

2、监管方向：

- 全面覆盖、统一规制各类金融机构，防范监管套利；
- 实行公平的市场准入和监管；
- 按产品类型统一监管标准、投资范围、杠杆约束、信息披露等要求。
- 分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务。**
- 坚持公允价值计量原则，打破刚性兑付。**
- 严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。

金融周期回落：资管新规是重塑中国金融体系的第一步

资管新规对金融机构的影响深远

■ 银行理财：转型谋变，刻不容缓

- ✓ 理财规模增长将明显放缓，资产配置、渠道销售能力将成核心竞争力；非标、资金池业务基本被消灭，资产端配置受限，理财收益率回落；银行理财对标准化资产、ABS、债转股配置需求增加

■ 中小银行：弯道超车时代终结；回归本源，修炼内功

- ✓ 中小银行不少中小银行既缺乏客户渠道、也缺优质资产，还缺专业资管人才和IT系统，未来理财业务的开展将遇重重阻力；中小银行要重新定位资管和委外业务的发展重点。

■ 非银资管机构：强监管下的破与立

- ✓ 非银资管业务模式将颠覆性转变。以“刚兑+非标+通道”为代表的影子银行模式正式终结，平台和牌照的溢价能力不断弱化。
- ✓ 非标通道规模大幅萎缩；合格投资者门槛显著提高，客户结构上进入后机构化时代。

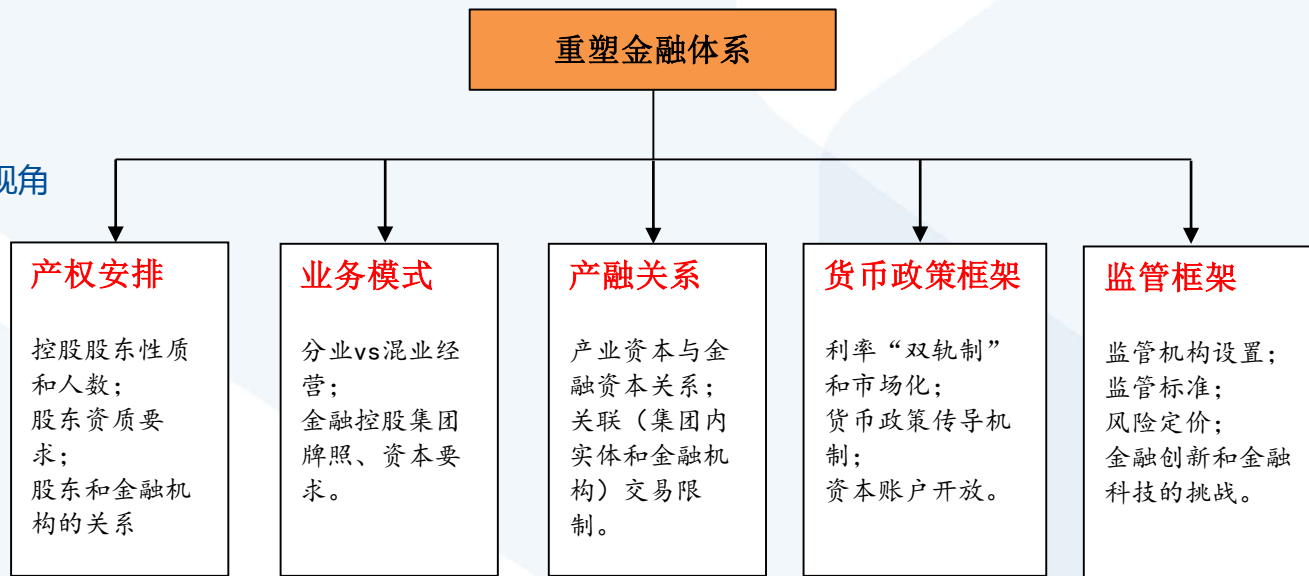
金融周期回落：重塑金融体系将在稳中求进中进行

重塑中国金融体系

1、中国现代金融体系发展历程

- (1) 1994-2008；
- (2) 2009-2017；
- (3) 2018-未来。

2、重塑中国金融体系：五大视角



资料来源：国泰君安证券研究

01 金融周期回落：金融控股集团或是另一个监管重点

金融（控股）集团或是未来另一个监管重点

问题：

助长资金脱实向虚、虚假注资或循环注资、过度举债、公司治理不健全、滥用大股东权利。

监管重点：

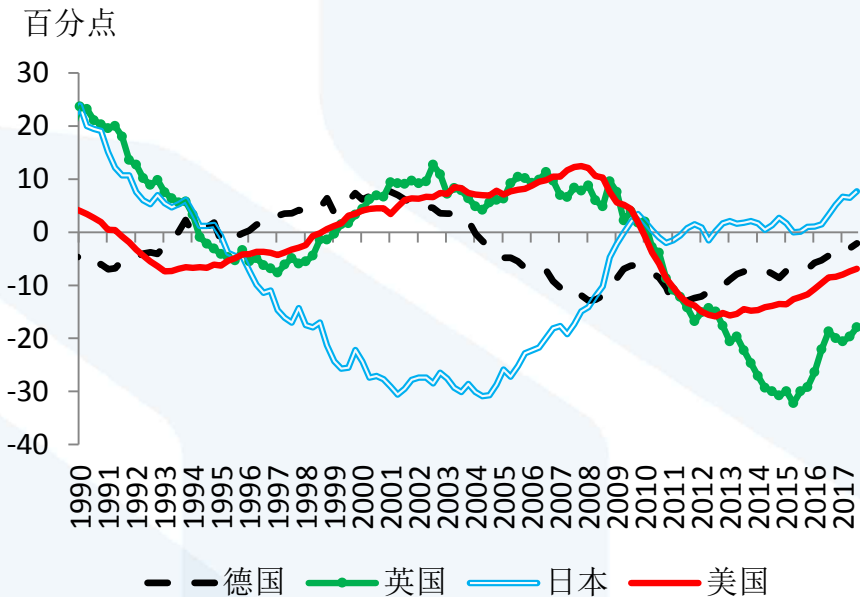
- 1、市场准入（持牌经营）：对于控股两家或两家以上不同类型金融机构的法人主体实施准入审批；
- 2、大股东的资产状况：实体企业发起设立金控公司时，可能会对实业的经营状况提出明确且严格的准入要求；
- 3、资本充足要求（系统重要性机构），股权结构透明，金控公司资本的真实完整股东、资金来源审查；
- 4、关联交易设置“防火墙”：建立金控公司内部（金融机构之间、金融机构与实体企业）防火墙制度。

资料来源：券商中国

01 金融周期回落：全球金融周期节奏表现不一

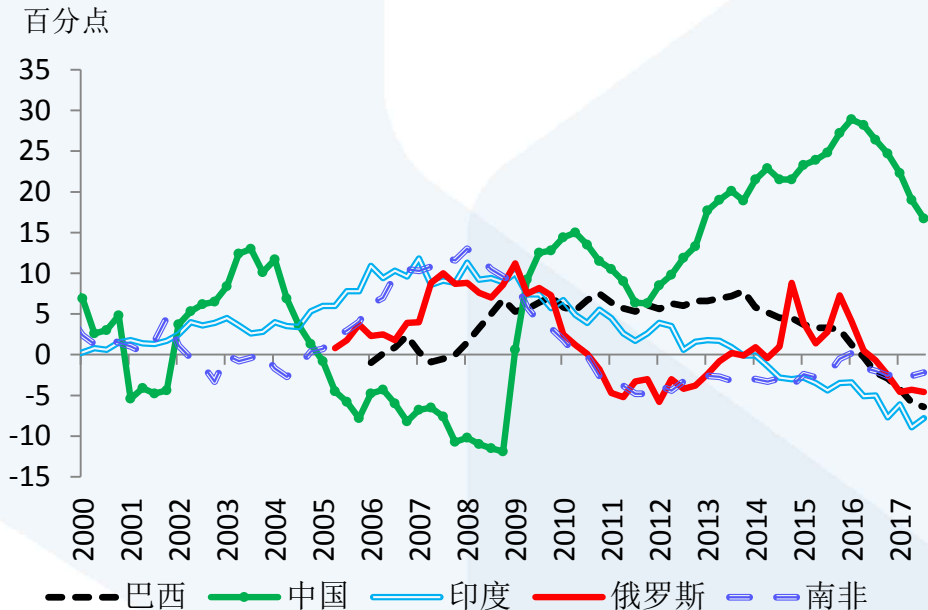
发达经济体的信贷缺口触底反弹，除中国外的新兴经济体有企稳之势。

发达经济体处于金融周期上行期



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

新兴经济体（除中国）金融周期有触底企稳迹象

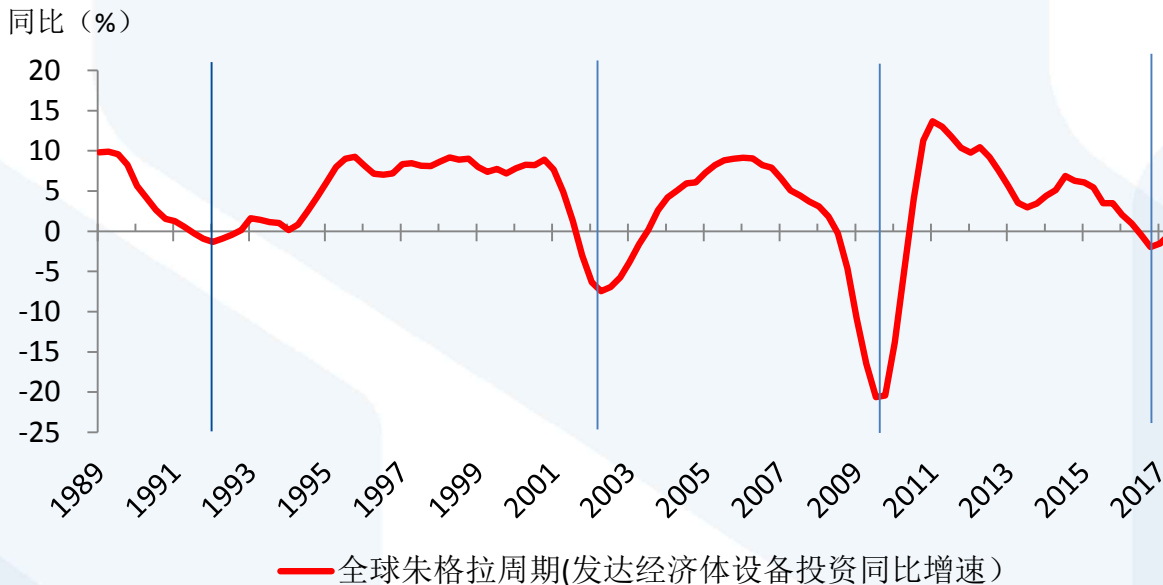


01

经济中周期企稳：全球表现为新一轮朱格拉周期

新一轮全球朱格拉周期在2017年完美表现，带动全球经济同步复苏。

2016年底到2017年初第4轮全球朱格拉周期启动



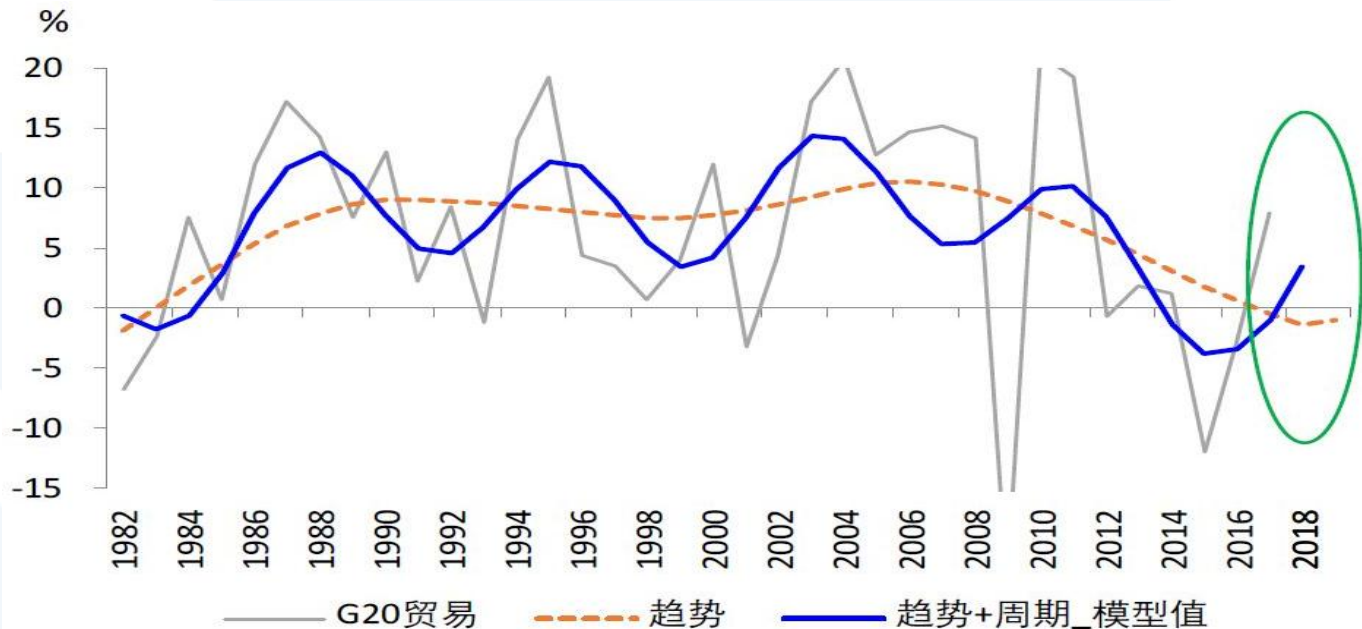
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

01

经济中周期企稳：全球贸易周期处于上升阶段

2016年全球贸易增速触底回升，2017年全球贸易回暖更加明显，2018年延续上行之势。

全球贸易周期性复苏



资料来源：Wind，国泰君安证券研究



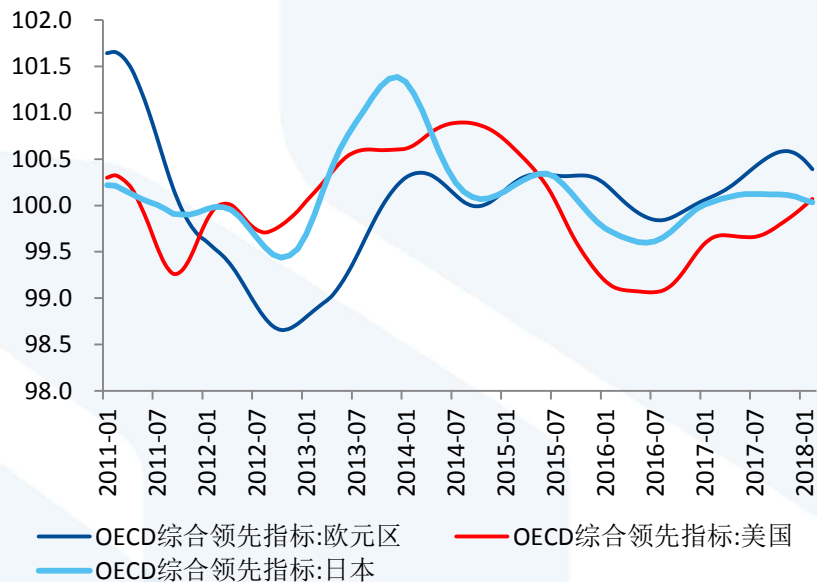
国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

诚信·责任·亲和·专业·创新 | 2018年中期宏观经济展望

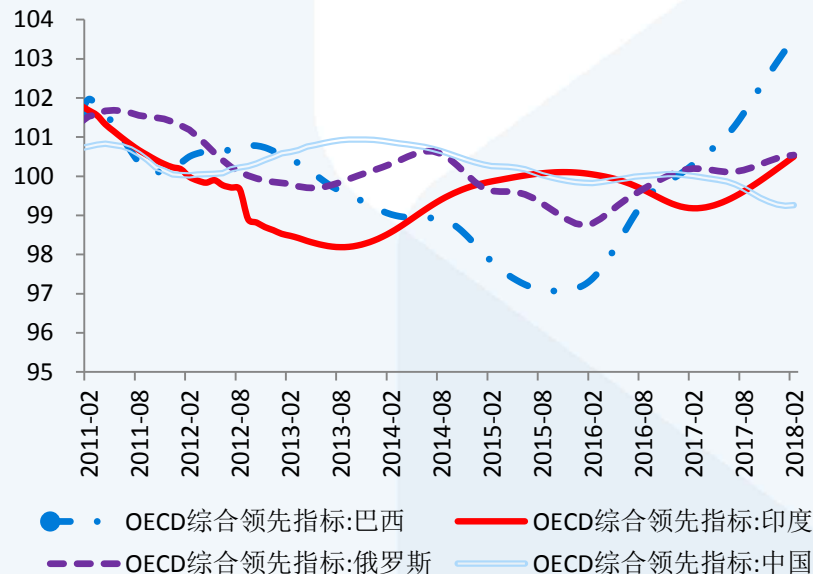
请参阅附注免责声明

01 经济中周期企稳：全球经济同步复苏尚未结束

发达经济体的领先指数或上行、或高位震荡



新兴经济体出现明显复苏趋势



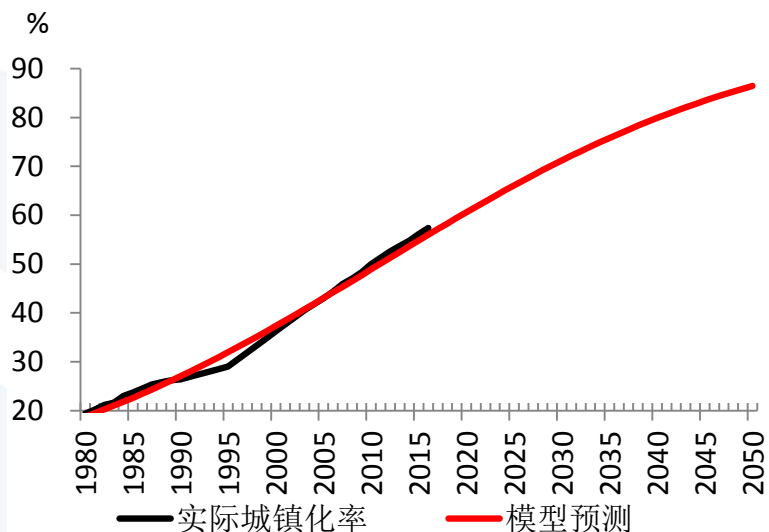
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

01

经济中周期企稳：我国城市群化背景下，传统动能韧性强

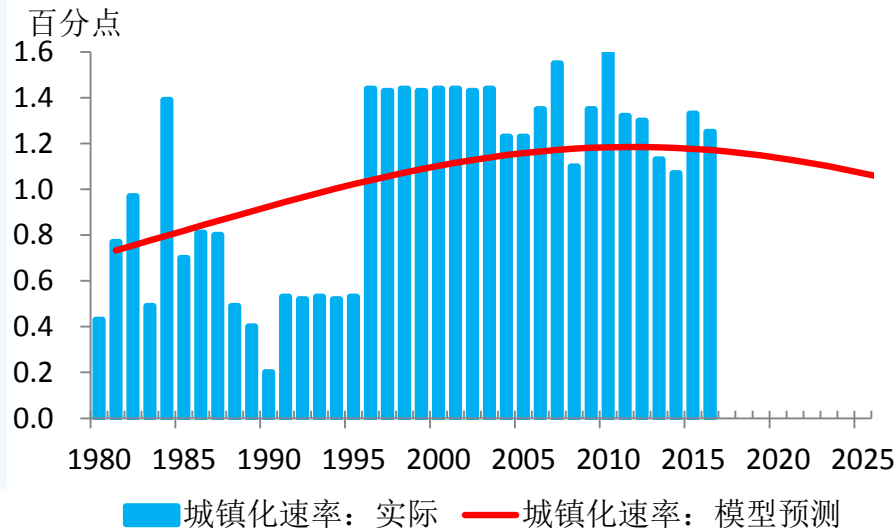
我国城镇化中期仍可能维持中高速增长。

城镇化水平不高，仍有上升空间



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

城镇化速率维持在2020年前维持中高水平

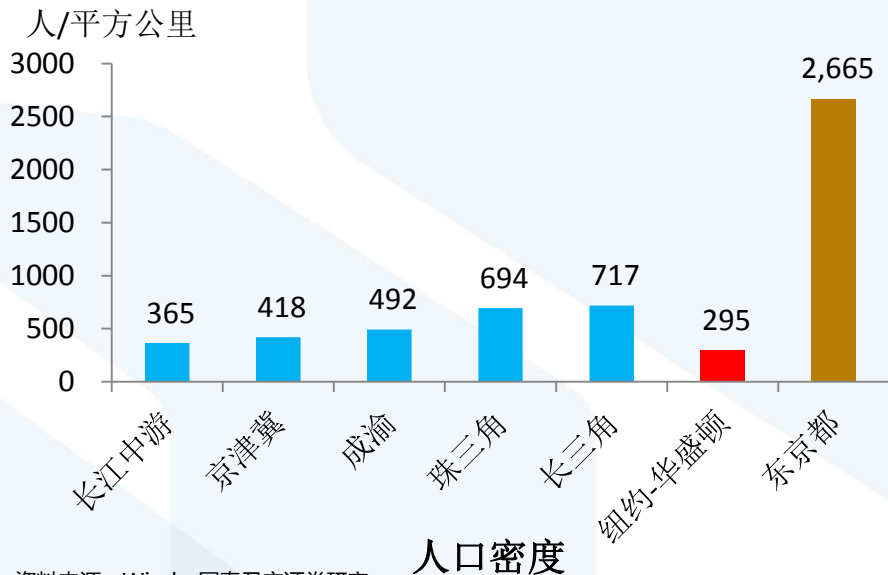


01

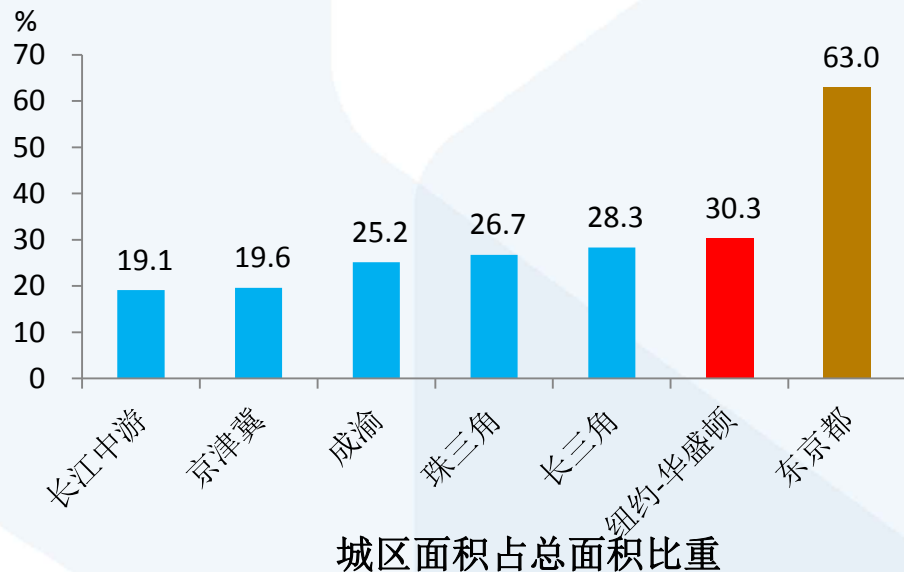
经济中周期企稳：我国城市群化背景下，传统动能韧性强

五大城市群尚有较强的开发空间，无论从人口密度还是城区开发面积开看。

五大城市群人口密度仍有提升空间



五大城市群城区开发持续性强

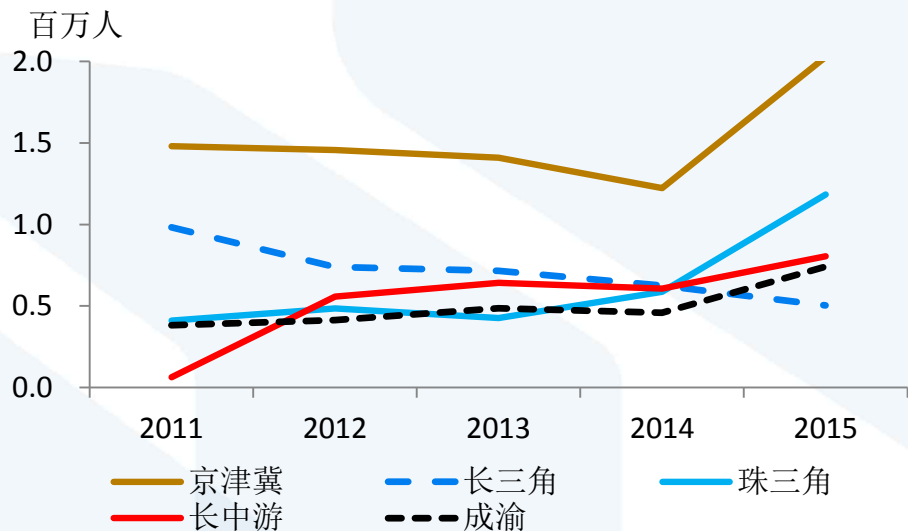


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

01 经济中周期企稳：人口移向城市群，房地产投资较为稳定

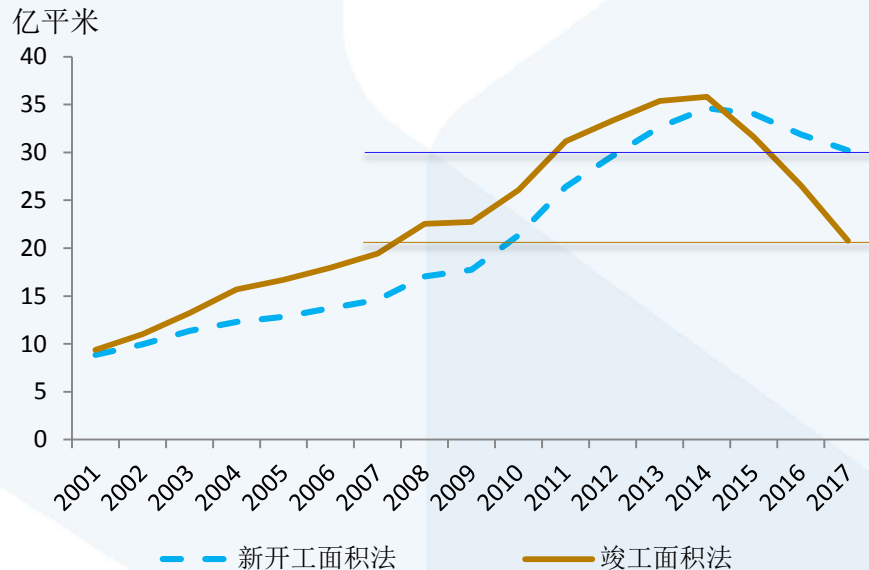
五大城市群常住人口增速加快；
房地产在建未售库存急剧回落，支撑房地产投资反弹。

五大城市群新增常住人口不断扩大



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

房地产在建未售库存急剧回落，支撑短期房地产投资

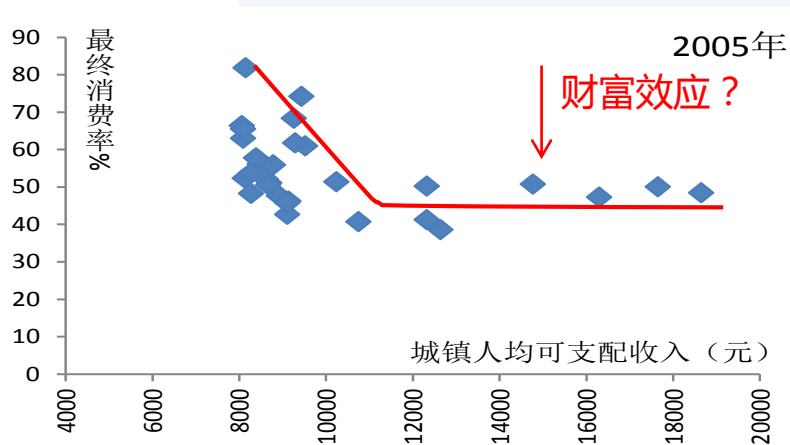


01

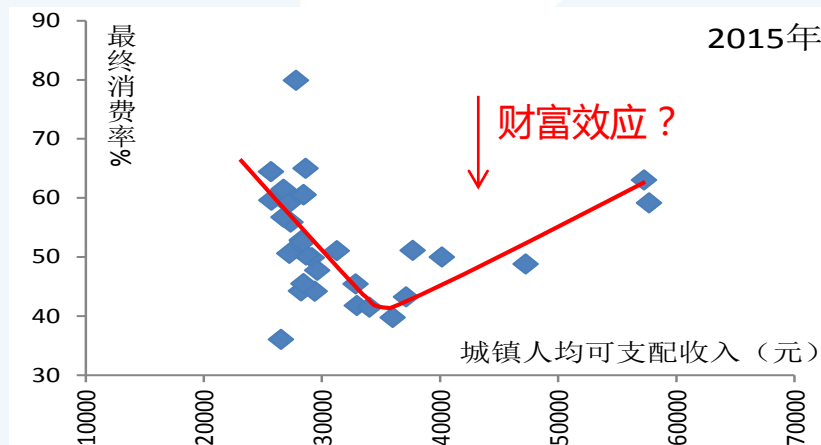
经济中周期企稳：消费升级，带动消费率提升

财富效应正在显现，催化消费升级。

2005年各省市城镇人均可支配收入与最终消费率



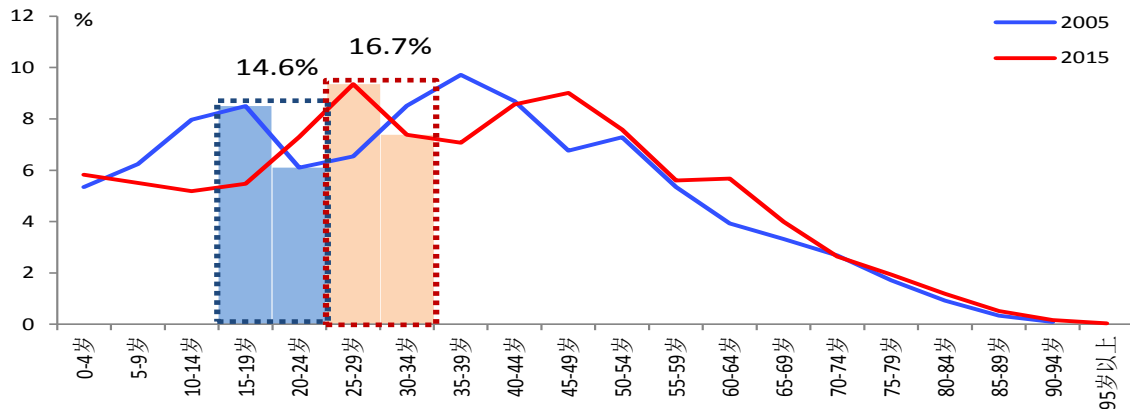
2015年各省市城镇人均可支配收入与最终消费率



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

80后、90后成为消费主力，00后步入成年，有望接棒

各年龄层消费率



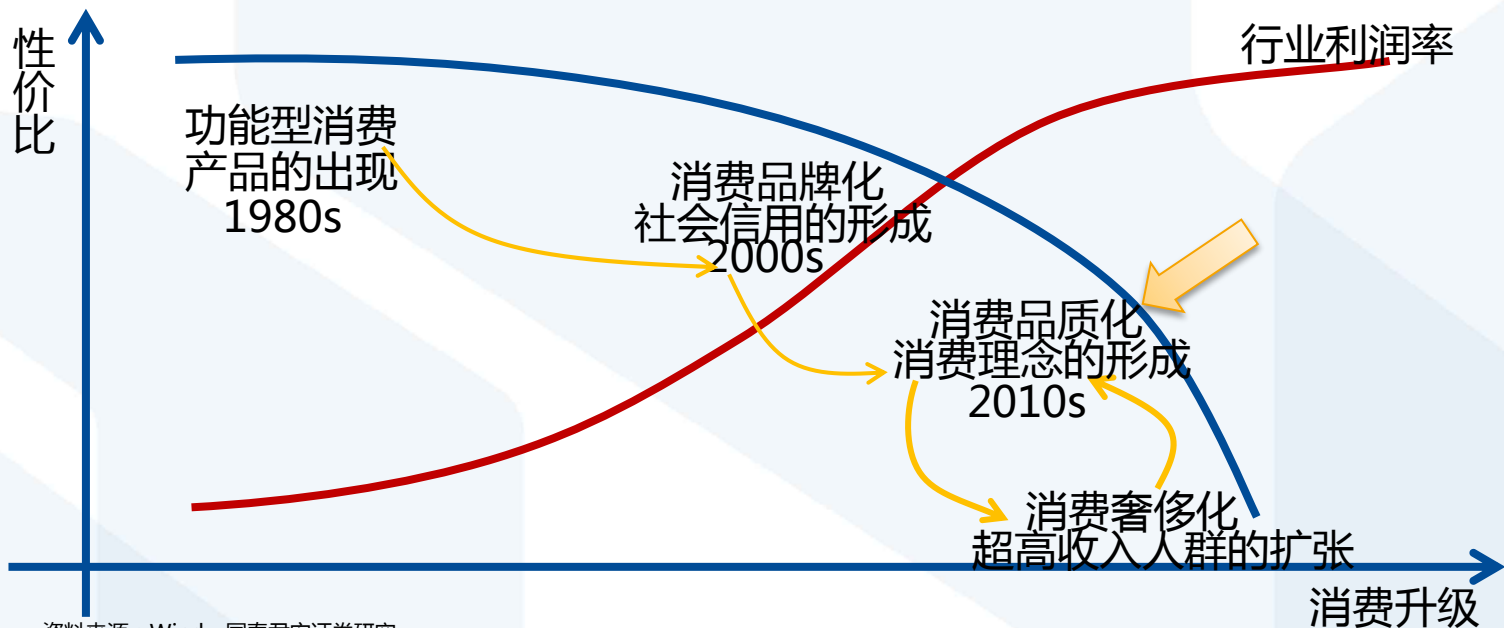
出生年份	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
年龄	57	56	55	54	53	52	51	50	49	48
出生年份	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
年龄	47	46	45	44	43	42	41	40	39	38
出生年份	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
年龄	37	36	35	34	33	32	31	30	29	28
出生年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
年龄	27	26	25	24	23	22	21	20	19	18
出生年份	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
年龄	17	16	15	14	13	12	11	10	9	8

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

01 经济中周期企稳：消费升级走向品质化

消费升级的四阶段模型：我们处在向品质消费挺近的阶段

消费升级演变路径



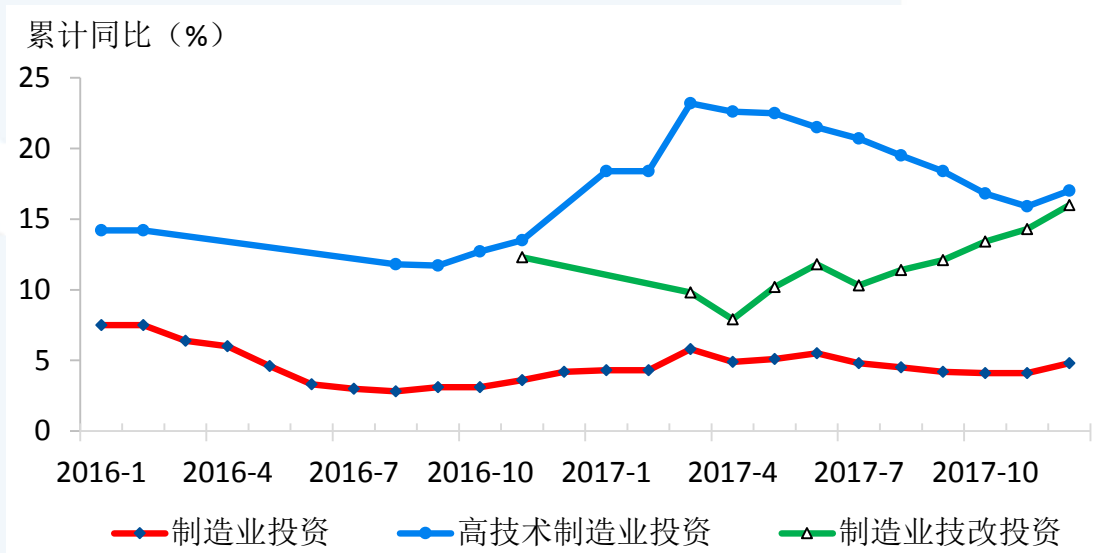
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

01

经济中周期企稳：企业技改、高端制造业投资回升是重点

制造业投资在企技、高科技企业投资的带动下企稳回升，成为经济新动能。

二季度，企业技改、高技术制造业投资或将带动制造业投资企稳回升



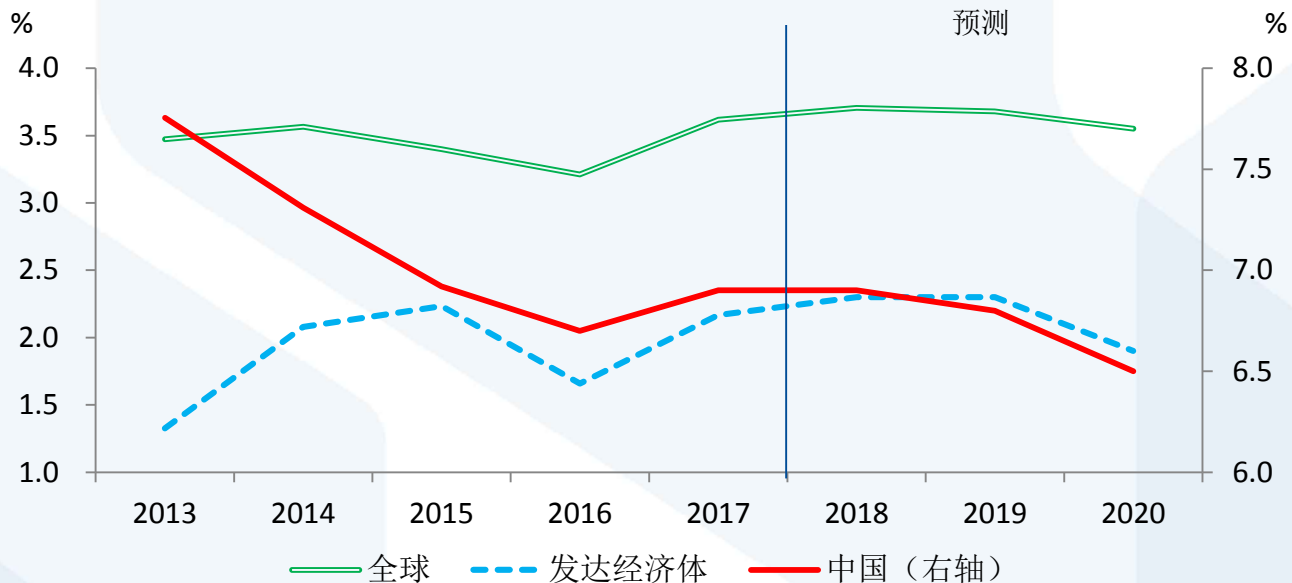
资料来源：Wind，CEIC，国泰君安证券研究

01

经济增速预判：2019年上半年或才是中国经济放缓真正拐点

当前全球经济仍处于同步复苏期，2019年上半年或是中国经济放缓拐点，2020年全球经济增速回落。

2018-2020年全球经济预测



资料来源：Wind，CEIC，国泰君安证券研究

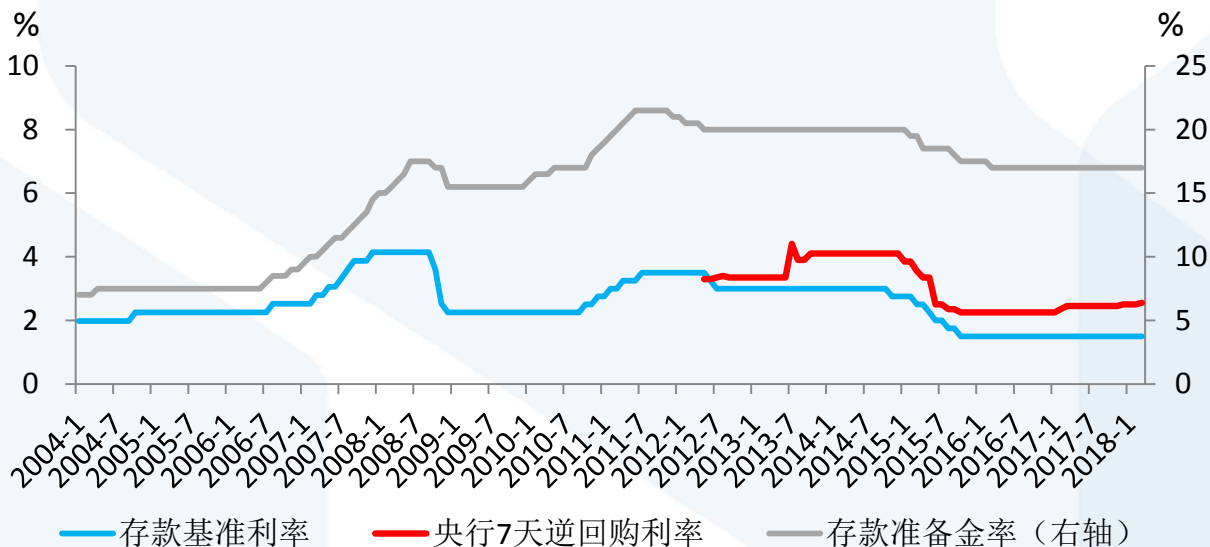
01

政策研判：货币政策边际略有放松，对冲金融紧

央行双支柱：宏观审慎政策和货币政策；

货币政策组合：“随行就市”地跟随美国小幅上调公开市场操作利率，定向降准对冲金融监管收紧，增强货币传导机制。

“小幅上调公开市场利率” + “定向降准” 成为货币政策组合

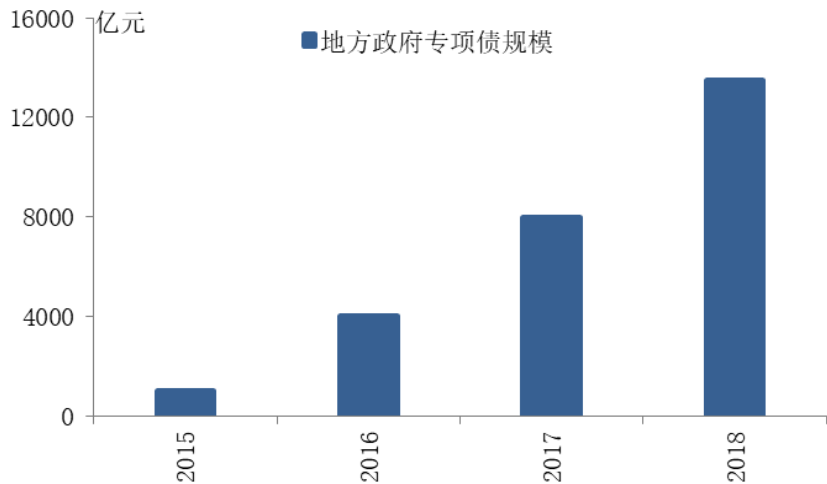


资料来源：Wind，CEIC，国泰君安证券研究

01 政策研判：财政总量稳中略有偏紧，但结构活

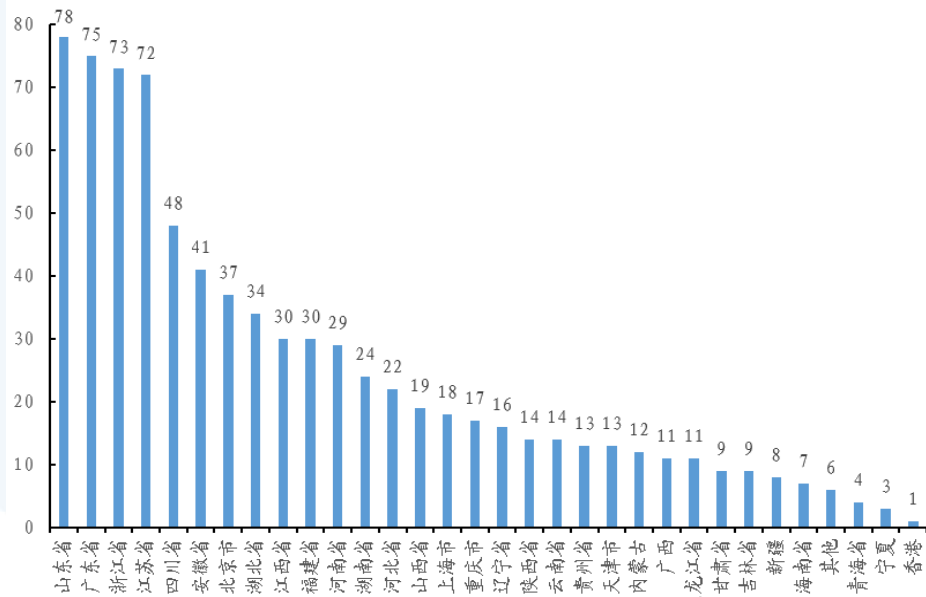
01

赤字率下调至2.6%



02

各地竞相成立产业基金



资料来源：政府工作报告，国泰君安证券研究

02 投资逻辑：存量经济时代，效率为先

- ◆ 存量经济下，新经济崛起大势已成
- ◆ 效率为先：“制造业+X”、消费升级与效率提升同向而行

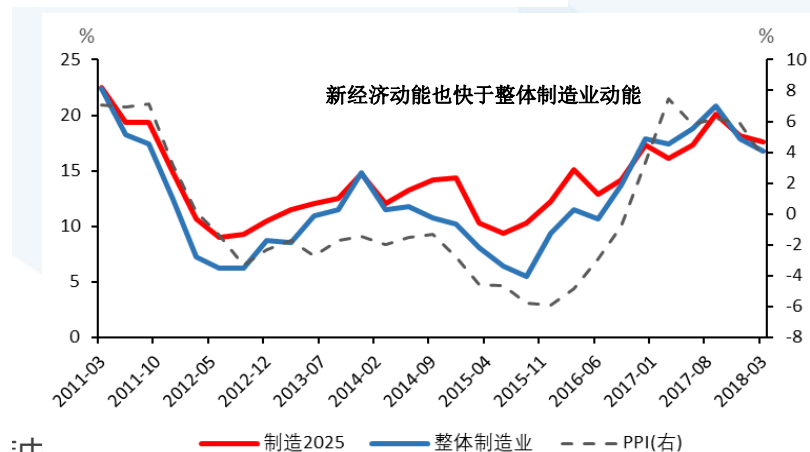
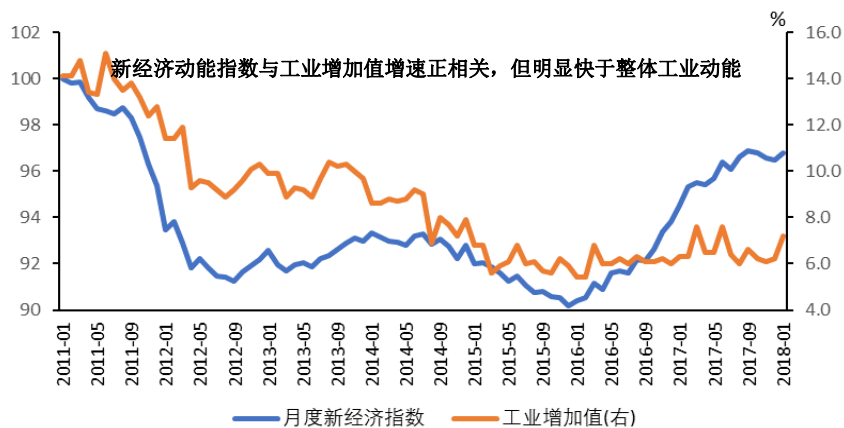
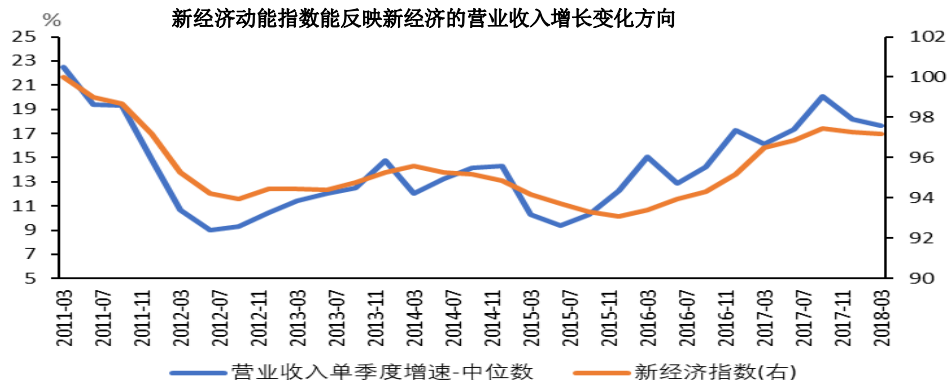
02 新经济大势：“量”、“价”寻找新经济动能

■ 我们从“量”和“价”两个方面入手选取新经济指数：

- ✓ 量：各相关行业的PPI；
- ✓ 价：各相关行业的工业增加值、产量等；
- ✓ 进口：高科技产品的进口情况。

	进口增速	价格指数 PPI增速	产量类		其他	
			工业增加值增速	其他(产量同比增速)	固定资产投资	
高新技术产品进口	总体	医药制造(6.679)	医药制造(2.105)	工业机器人	医药制造	软件业收入增速
	生物技术	通用设备(5.517)	通用设备(5.574)	集成电路(3.920)	通用设备	
高新技术产品进口	生命科学技术	专用设备(4.146)	专用设备(5.622)	电子计算机整机(3.477)	专用设备	汽车
	光电技术	汽车	汽车	微型电子计算机(2.977)	汽车	
高新技术产品进口	计算机与通信	铁路、船舶、航空航天及其他(5.429)	铁路、船舶、航空航天及其他(2.283)	移动通信手持机(1.226)	铁路、船舶、航空航天及其他	其他
	电子技术	电气机械及器材(7.268)	电气机械及器材(5.112)	智能手机	电气机械及器材	
机电产品	计算机集成(6.560)	计算机、通信和其他电子设备(3.864)	计算机、通信和其他电子设备(5.009)	锂离子电池(4.614)	计算机、通信和其他电子设备	其他
	材料	仪器仪表	仪器仪表	光缆	仪器仪表	
机电产品	航空航天			发电设备(3.388)		其他
	其他			新能源汽车		
机电产品	总体			风电		其他
	金属制品(5.485)			水电		
机电产品	机械设备(6.897)			核电		其他
	电器及电子产品			太阳能		
机电产品	运输工具(2.839)					其他
	仪器仪表					
机电产品	其他					其他

资料来源：Wind，国泰君安证券研究



02 新经济大势：新工业革命下的“制造业+X”

全球制造业变迁处于第五、六波康波的衔接阶段

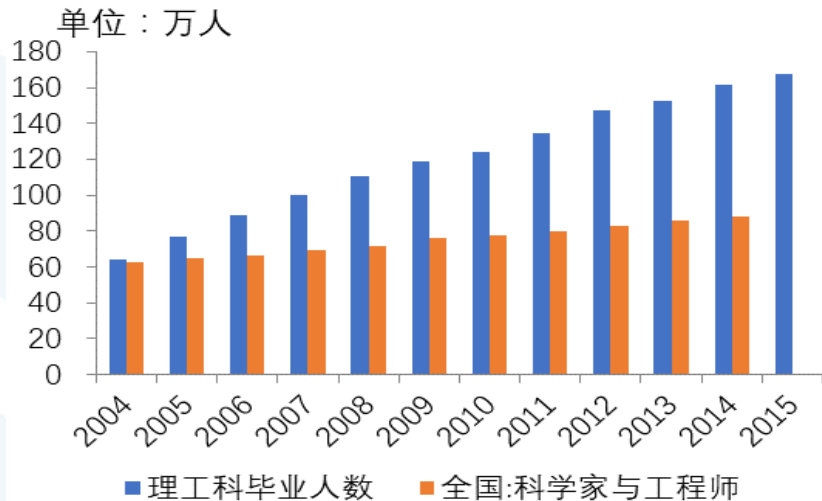
时间	康波对应阶段	方向	主要产业
第一次、20世纪初	第三波(电气和重化工业)	英国→美国	部分“过剩产能”，康波第二波(钢铁和铁路技术)中遗留下来的
第二次、在20世纪50年代	第四波(汽车和电子计算机)的前半程	美国→日本、德国	美国将钢铁、纺织等传统产业向日本、德国这些战败国转移；
第三次、20世纪60至70年代	第四波(汽车和电子计算机)的后半程	日本、德国→亚洲“四小龙”和部分拉美国家转移	轻工动密集型加工产业；
第四次、20世纪80年代年代初	第五波(信息技术)的开启之前	欧美日等发达国家和亚洲“四小龙”等新兴工业化国家→中国等发展中国家	劳动密集型产业、低技术高消耗产业向发展中国家转移； 30多年来我国逐渐成为第三次世界产业转移的最大承接地。
第五次、21世纪第二个十年	第五波(信息技术)的后半程以及可能的第六波康波的开启阶段(从智能制造向人工智能的过度	欧、美等发达国家再工业化； 中国制造业强国时代	新工业革命；制造业+X

资料来源：国泰君安证券研究

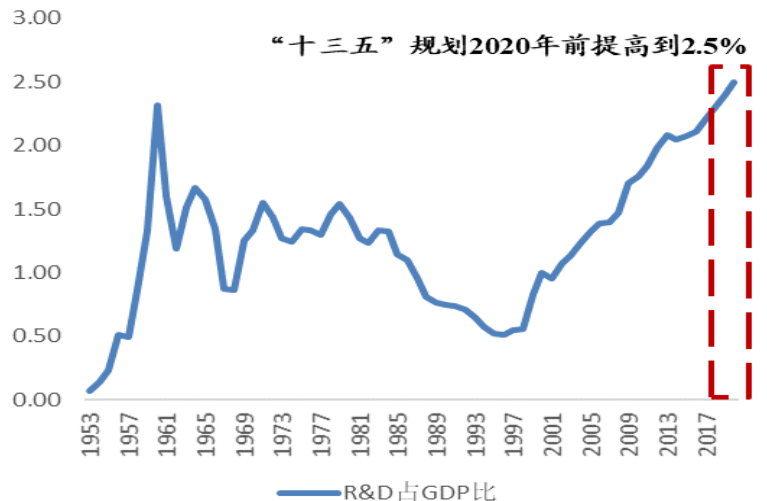
新经济大势：人口素质红利、研发支出支撑中国高端制造崛起

2018年-2020年R&D支出占GDP的比大力提升。未来三年的研发支出将增加7-8万亿，甚至可能达到10万亿。

我国工程师人数达到88.4万，理工科毕业生逐年增加



上世纪90年代以来我国R&D占GDP的比不断抬升（单位：%）



资料来源：Wind，CEIC，国泰君安证券研究

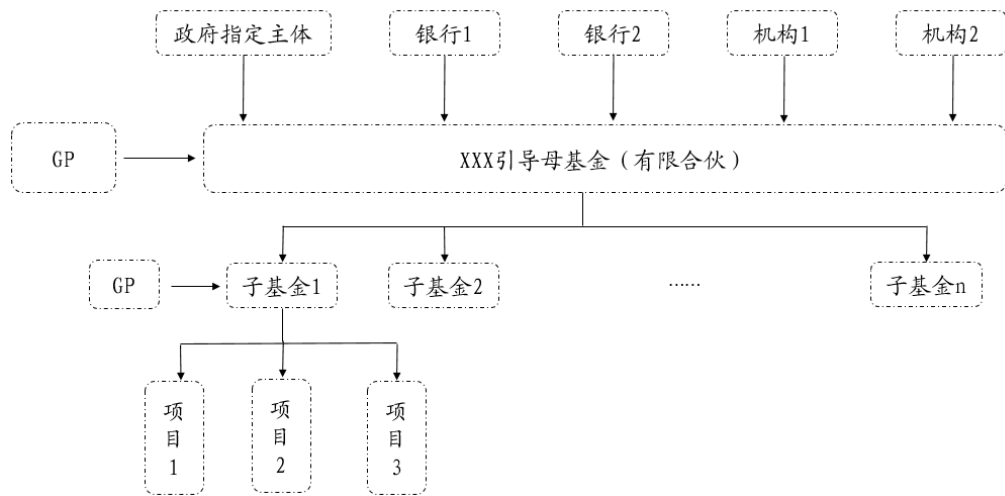
新经济大势：产业引导基金融资降低新经济交易成本

比较内容	银行贷款	发行企业债券	发行上市	产业投资基金
融资成本	较低	低	高	较高
对资本结构的影响	负债率提高	负债率提高	较大程度降低负债率	可降低负债率
对公司控制权的要求	影响公司的融资决策以及限制现金流的使用	影响公司的融资决策以及限制现金流的使用	接受公众股东大会全面监督	作为财务投资者，较少参与管理
融资金额	较小，受负债率约束	较大，受净资产40%限额约束	融资规模大	受回报率和股权转让比例影响
后续融资可能性	受负债率约束	受净资产40%限额约束	后续可增发、配股、发行可转债	封闭式基金一般很少做后续融资
审批/操作难易程度	低	较低	较高	高

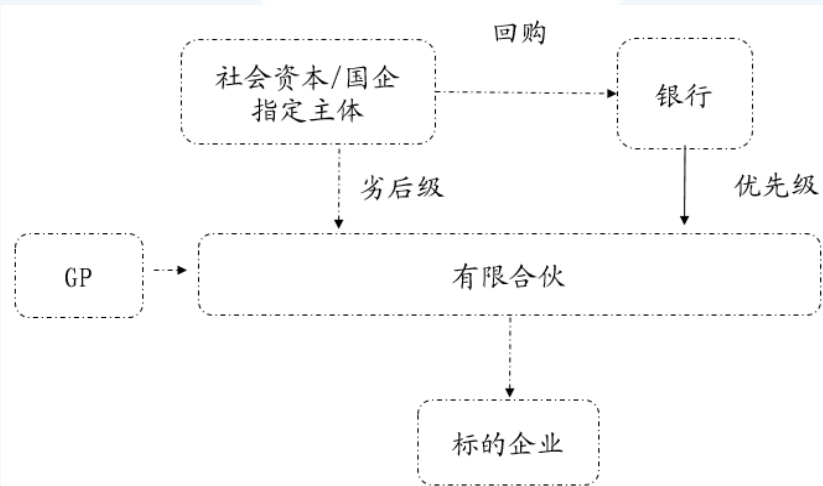
资料来源：Wind，国泰君安证券研究



“母基金+子基金”模式典型结构



国企牵头类基金典型结构



资料来源：国泰君安证券研究

新经济大势：产业引导基金已经开启投入

国家集成电路产业投资基金已投资项目区域分布

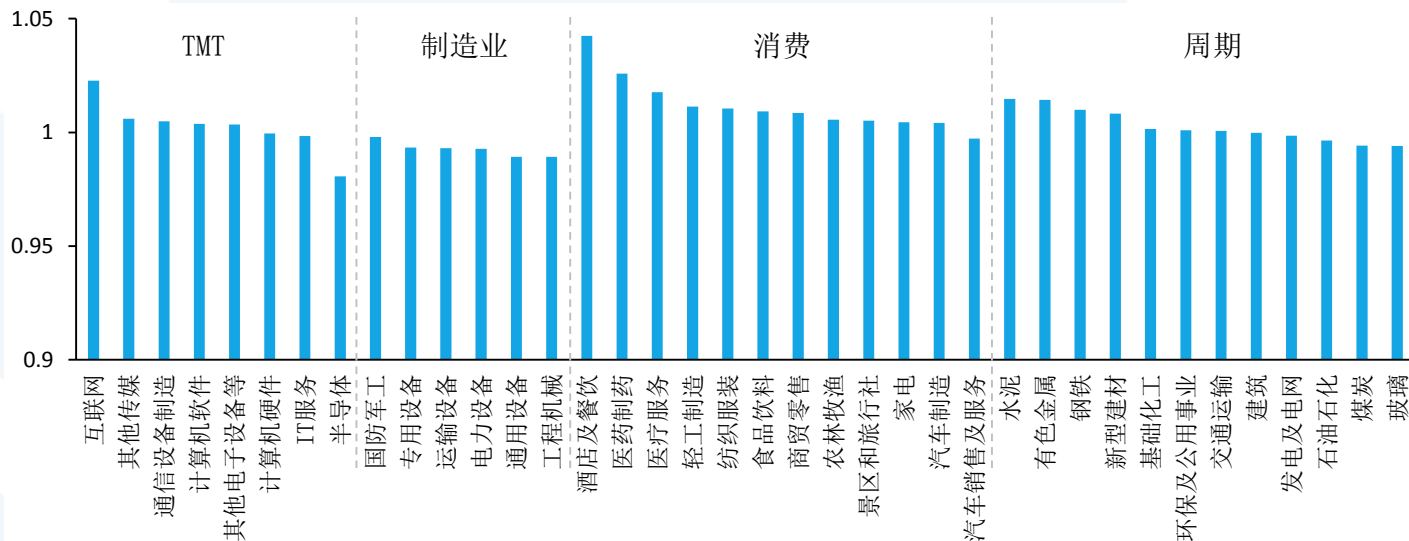


资料来源：赛迪研究院

02 制造业+X”、消费升级与效率提升同向而行

利用malmquist指数法，对各个行业生产效率进行计算，消费类行业生产效率增速快于其他行业。

Malmquist指数(2010-2017):生产效率年均增速

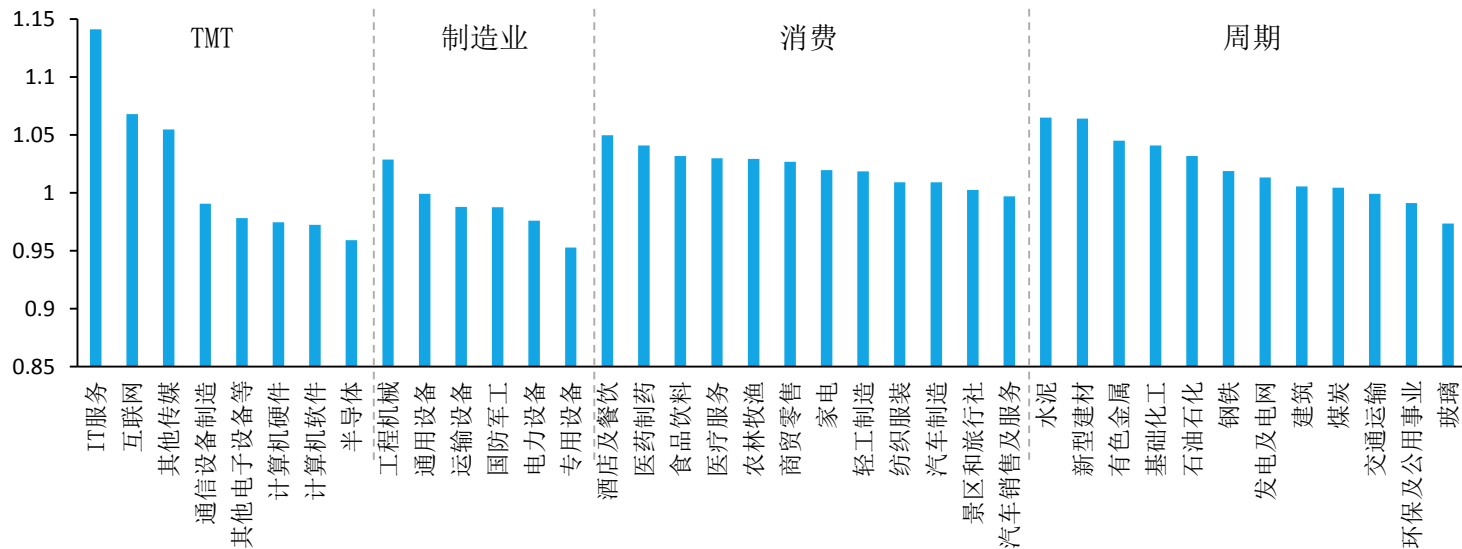


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

02 制造业+X”、消费升级与效率提升同向而行

进一步将生产效率拆解为技术进步和效率进步：

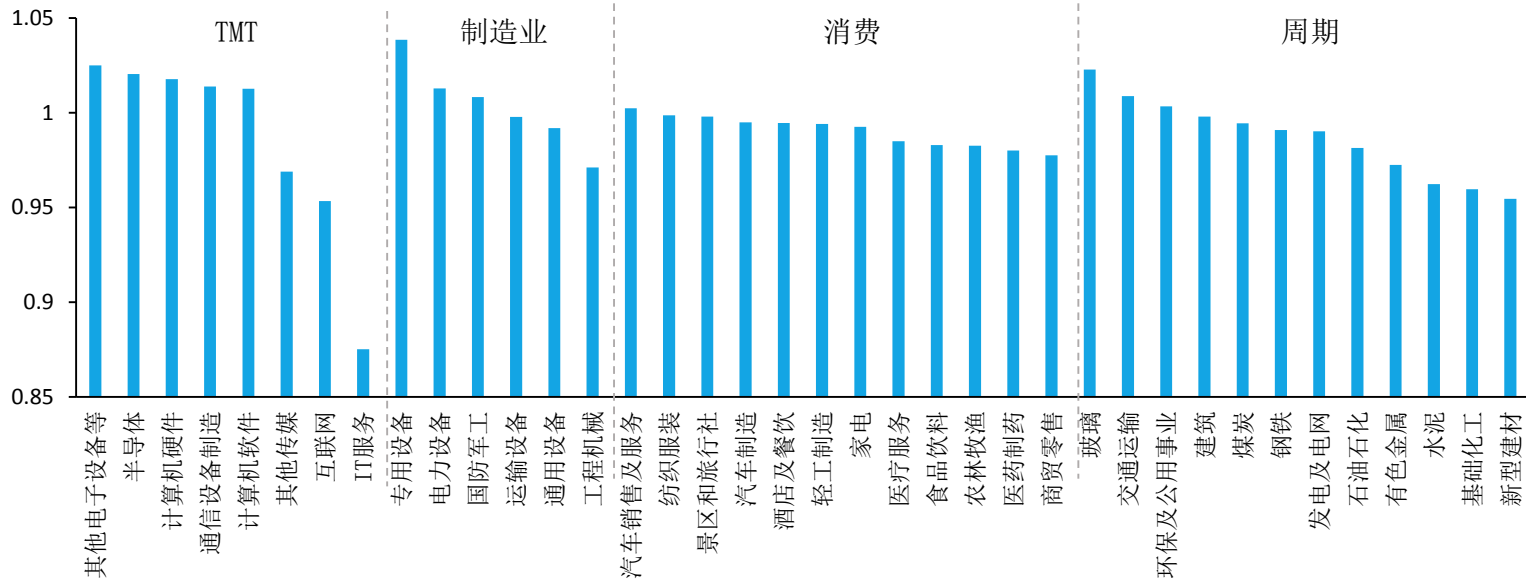
Malmquist指数-技术进步(2010-2017): 年均增速



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

02 制造业+X”、消费升级与效率提升同向而行

Malmquist指数-效率进步(2010-2017): 年均增速



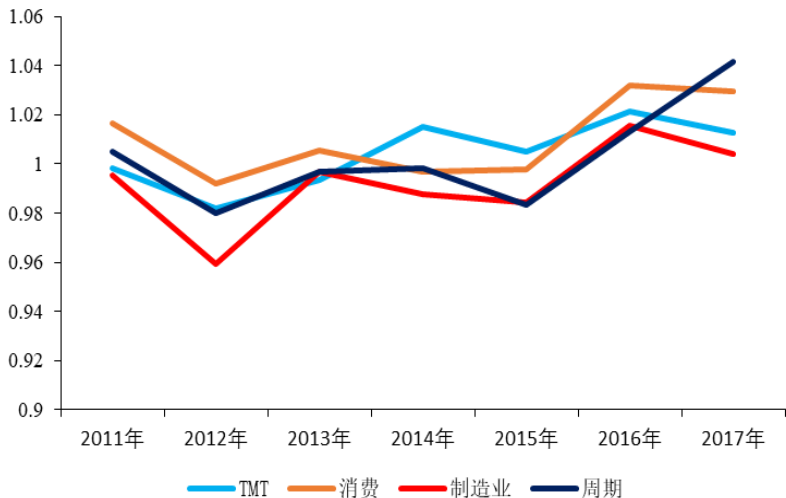
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

02 制造业+x”、消费升级与效率提升同向而行

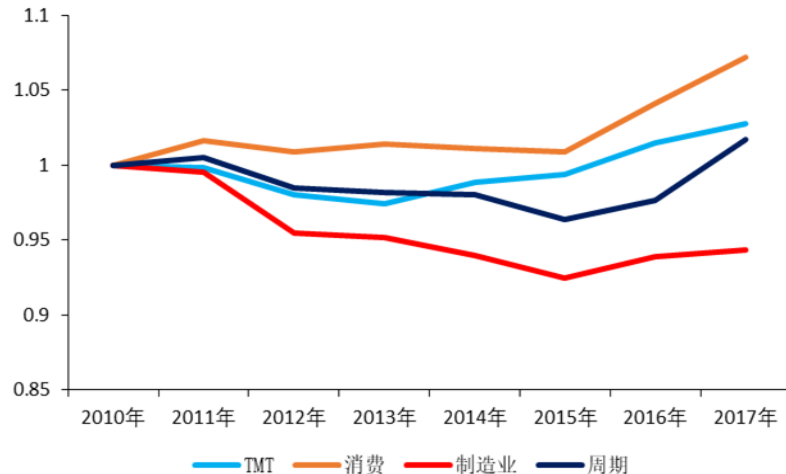
从趋势上看，消费和TMT类行业的生产效率进步快于制造业和周期类。

在16年至17年间，出于供给侧改革的影响，周期类行业生产效率有了较为显著的提升。

生产效率年度演变



生产效率累计变化

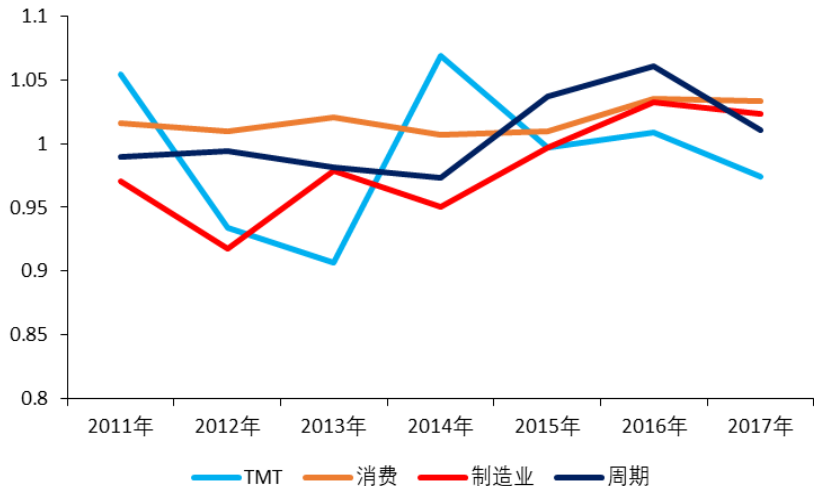


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

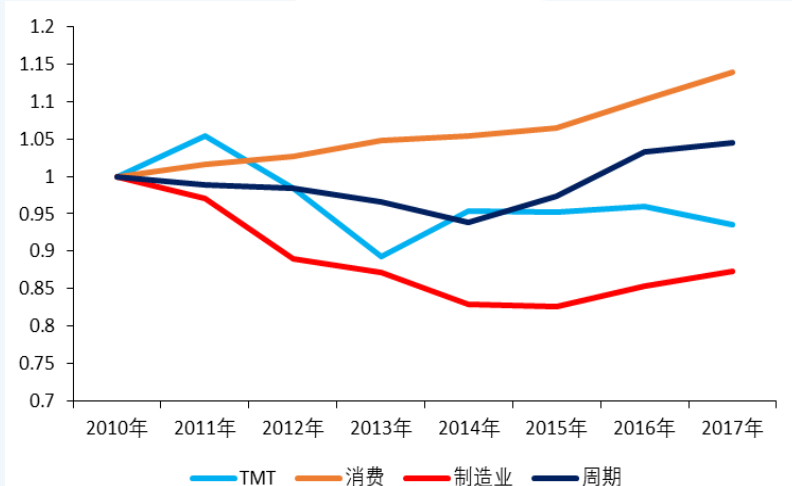
02 制造业+x”、消费升级与效率提升同向而行

将生产效率继续拆解为技术进步与纯效率进步，技术进步方面，消费类行业的表现依然较为突出。

技术进步年度演变



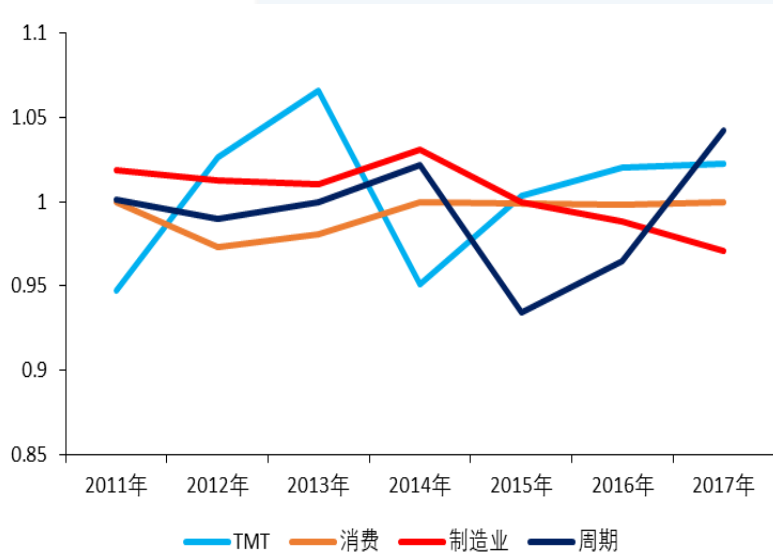
技术进步累计变化



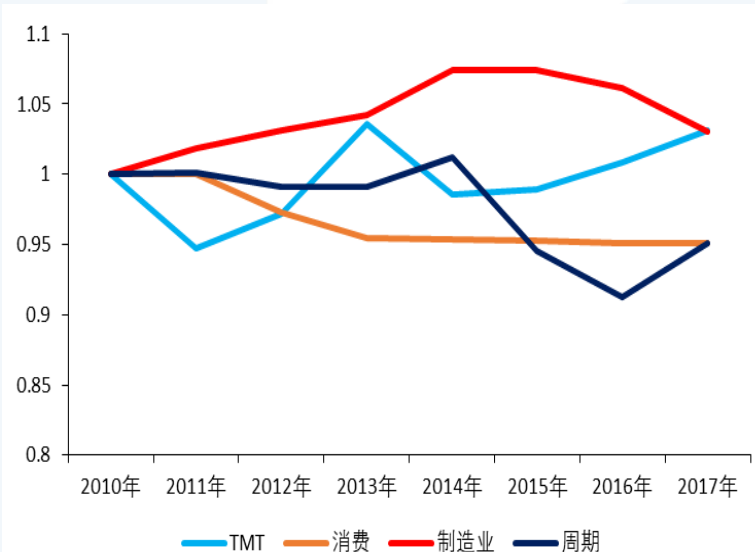
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

02 制造业+X”、消费升级与效率提升同向而行

纯效率进步年度演变



纯效率进步累计变化

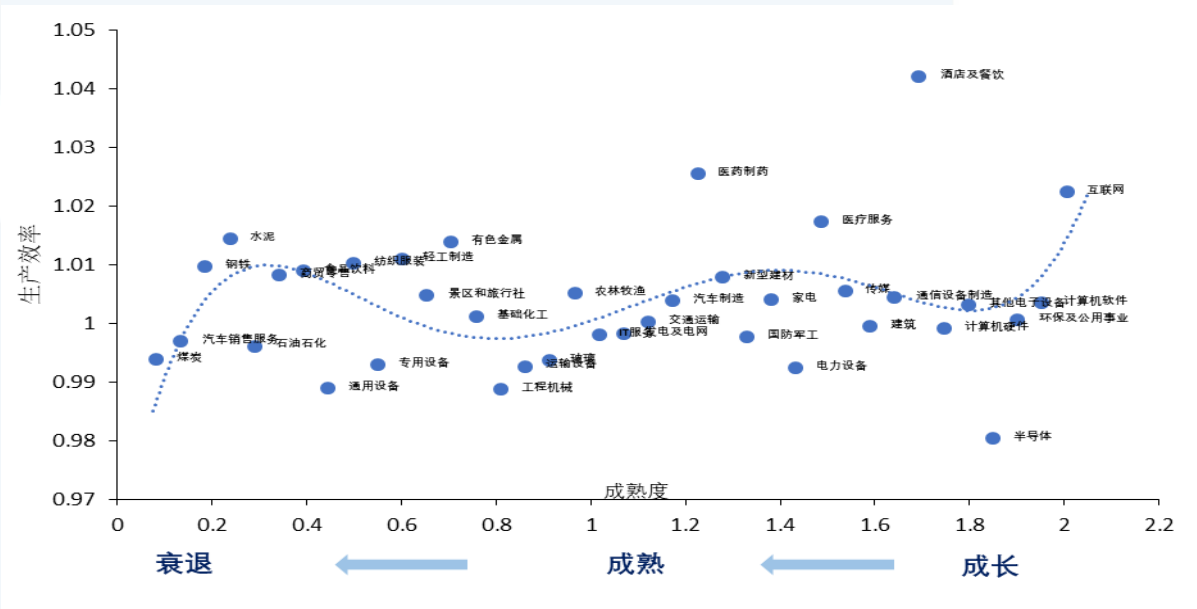


资料来源：Wind，国泰君安证券研究

02 制造业+x”、消费升级与效率提升同向而行

我们也初步观察了出于不同生命周期的行业的生产效率情况，以营业收入增速和资本开支增速两个维度来定义生命周期，两者增速越大，企业越偏向成长型；两个增速越小，则越偏向衰退型。初步看来，成长型、成熟型的企业，有更高的生产效率。

生产效率与行业生命周期



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

03 大类资产配置和风险提示

◆ 资产配置：

3季度上半季：利率债>大宗商品>权益>信用债

下半季：权益>大宗商品>利率债>信用债

4季度：利率债>权益>大宗商品>信用债

◆ 风险：

重塑金融体系过程处置风险——尤其是信用风险爆发——发生；

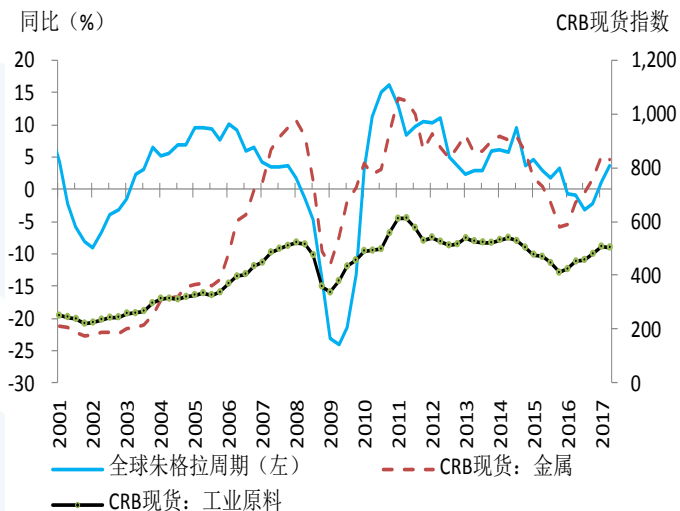
中美经贸关系长期不乐观；

美国加息周期对新兴经济体货币的压力。

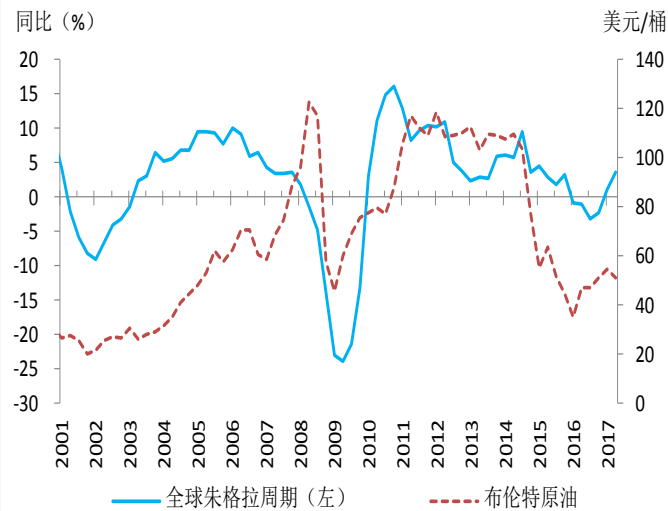
03 全球再通胀：朱格拉周期下，大宗上涨是趋势

设备投资周期与大宗（尤其是金属和工业原料价格）存在着较为明显的正向关系，其中金属、工业原料和设备投资增速较为密切，原油、家畜其次，食品价格最弱。

设备投资周期与金属、工业原料价格相关度大



设备投资周期与原油价格变动方向大体一致

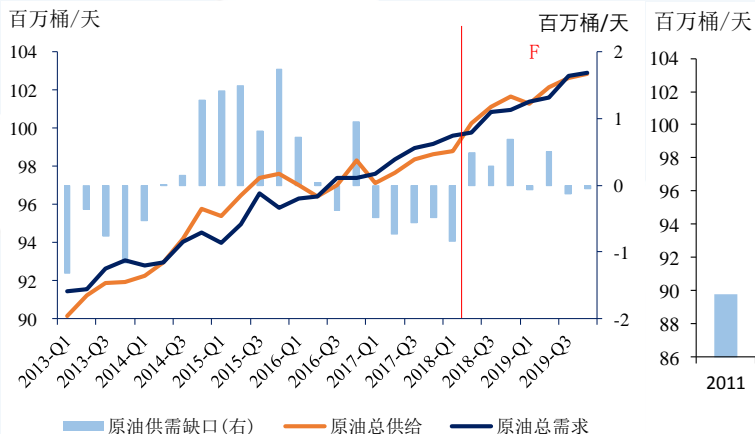


资料来源：BIS，Wind，国泰君安证券研究

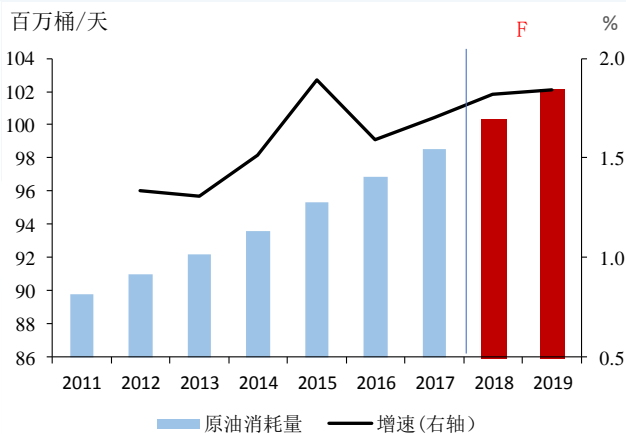
03 全球再通胀：朱格拉周期下，大宗上涨是趋势

- (1) 全球原油需求将可能在2018年达到1.02亿桶/天，2019年达到1.03亿桶/天；
- (2) 原油供给受限：OPEC减产、中东政治局势、美国页岩油企业投资逻辑；
- (3) 布油价格攀升至80-90美元区间概率不小，重回100美元的可能性不能排除。

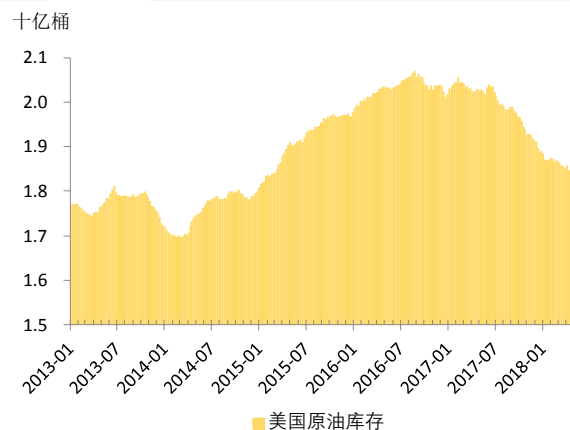
全球原油供需目前处于平衡状态



2018年原油需求将继续增加



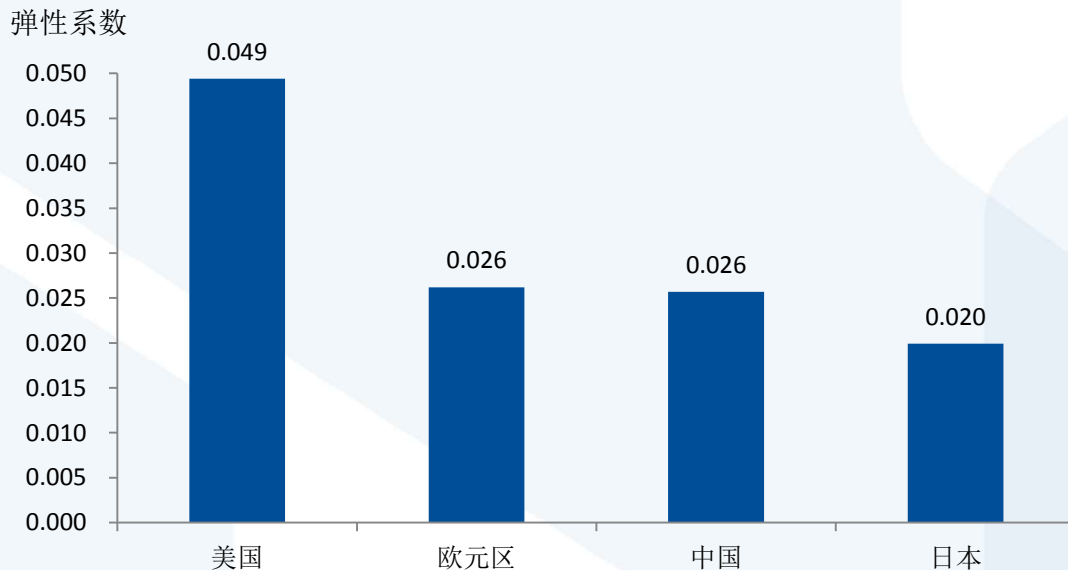
美国原油库较高的回落10%以上



03 | 全球再通胀：油价对主要经济体CPI通胀影响

我们测算油价上行10%，美国、欧洲、中国和日本的CPI分别上行0.49，0.26，0.26和0.2个百分点。

美国CPI在过去10多年中对油价最为敏感（2005-17）

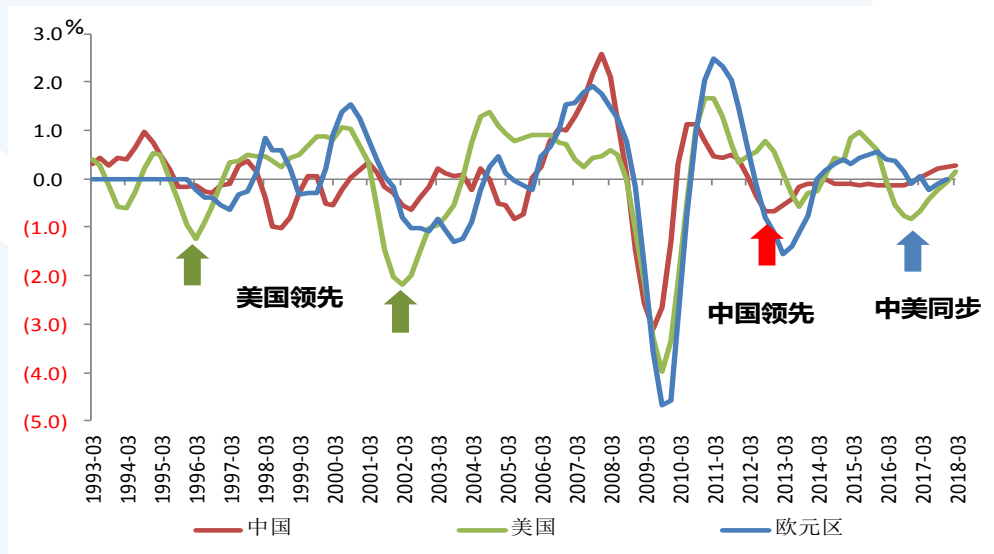


资料来源：国泰君安证券研究。

03 全球再通胀：产出缺口稳步回升，带动通胀中枢逐渐上行

- (1) 中美日欧产出缺口从底部回升，目前至0附近或正区间；
- (2) 历史规律看，产出缺口回升期一般持续2-3年，所以从历史规律看，此轮产出缺口回升将有望持续1-2年。

从产出缺口来看金融危机后中国领先意义趋强



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

03 风险一：中美经贸关系政治风向已变，长期挑战

美国2017年《国家安全战略报告》

- 经济安全也是国家安全；
- 中国为战略竞争对手，经济上中国侵略美国。

2017年度《中国履行加入世贸组织承诺情况报告》：

- 彻改过去15份报告对中国正面评价，全面否定中国的努力；
- 支持中国加入WTO是错误的；
- 宣告中美经济和战略对话不成功，对“百日计划”也不满意。

2018美国发起对华的“301条款”调查

- 美国《1974年贸易法》第301条单边行动的授权。

美国关于301条款调查行动的总统备忘录

调查经过	<ol style="list-style-type: none"> 1. 2017年8月14日特朗普向美国贸易代表（USTR）建议就“中国是否在知识产权和技术创新层面损害美国发展”开展相关调查。 2. 2017年8月18日，美国贸易代表（USTR）开始根据《1974贸易法》第301条对中国展开调查。 3. 2017年10月10日举行听证会。
调查结果	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中国采用了不公平手段迫使一些技术从美国转移到中国，削弱了美国的全球竞争力。 2. 中国大量干涉并阻碍美国公司在华的活动和投资，包括通过对技术许可进行限制，使得美国公司在交易时处在不平等地位。 3. 中国通过系统的投资和并购美国公司以获取尖端技术和知识产权，以此完成中国政府工业计划中重要产业的大规模技术转移。 4. 中国开展并支持非法入侵美国公司计算机网络并盗取未经授权访问的内部商业机密和知识产权等以支持中国发展。
具体措施	<ol style="list-style-type: none"> 1. 增加从中国进口货物的关税，(特朗普在讲话中提到对大约600亿美元的进口商品征收关税)，最终增加关税的产品清单将由美国贸易代表（USTR）在15天内公布并监督实施。 2. 美国贸易代表应寻求世贸组织争端解决关于中国不公平贸易的问题，并在60日之内汇报进程。 3. 通过行政部门限制中国在美的投资，并在60日内汇报进程。

结论：当前摩擦是战略性步骤，恐怕难以平和的方式解决，尚未看到尽头！

资料来源：国泰君安证券研究

美方大旗：脱离WTO单独要求“公平”、“互惠”和“对等”。

03 风险一：中美经贸关系政治风向已变，长期挑战

中美ICT行业竞争将会加剧

高科技产品：美国从中国进口的占比持续提高至37%，
中国对其贸易逆差的贡献高达123%（2017年）

企业	排名		2017	
	2016	2017	规模 (百万美元)	市占率 (%)
三星电子	1	1	43,108	10.3
苹果	2	2	38,754	9.2
戴尔	3	3	15,702	3.7
联想	4	4	14,671	3.5
华为	5	5	14,259	3.4
步步高电子	7	6	12,103	2.9
惠普	6	7	9,971	2.4
慧兴科技 (HPE)	8	8	7,199	1.7
LG电子	11	9	6,537	1.6
Western Digital	13	10	6,210	1.5
其它			251,206	59.9
合计			419,720	100.0

当前中国核心集成电路国产芯片市场占有率

系统	设备	核心集成电路	国产芯片占有率
计算机系统	服务器	MPU	0%
	个人电脑	MPU	0%
	工业应用	MCU	2%
通用电子系统	可编程逻辑设备	FPGA/EPLD	0%
	数字信号处理设备	DSP	0%
通信装备	移动通信终端	Application Processor	18%
		Communication Processor	22%
		Embedded MPU	0%
		Embedded DSP	0%
	核心网络设备	NPU	15%
内存设备	半导体存储器	DRAM	0%
		NAND FLASH	0%
		NOR FLASH	5%
		Image Processor	5%
显示及视频系统	高清电视/智能电视	Display Processor	5%
		Display Driver	0%

日期	名称	违约金额
20180521	17 沪华信 SCP002	20亿元本金+8877万元
20180521	12川煤炭MTN1	本息合计2970万元
20180519	永续中票15宜化化工	6亿元本金
20180515	13金特债	5.5亿元本金（机构投资者本金部分按60%比例打折偿还）
20180509	16富贵01	未能偿次债券加速清偿应付的本金及利息
20180507	15中安消	9135万元本金+306万元利息
20180507	11凯迪MTN1	6.57亿元本金
20180424	12春和债	5.4亿元本金
20180423	14富贵鸟	6.52亿元本金+5040万元利息
20180417	16亿阳04	未能按时偿付利息及相关手续费
20180314	16环保债	本息合计4.86亿元
20180313	13丹东港MTN1	9亿元本金
20180312	15丹东港MTN001	10亿元本金
20180309	11柳化债	555万元本金
20180301	16中城建MTN001	7146万元利息
20180228	16亿阳03	未能按时偿付利息及相关手续费
20180207	15机床PPN001	本息合计5.39亿元
20180129	16丹港01	利息1.1亿元
20180127	16亿阳01	利息及相关手续费2.24亿元
20180115	16大机床MTN001	2800万元利息
20180115	15丹东港 PPN001	5亿元本金
20180109	15川煤炭PPN001	5亿元本金

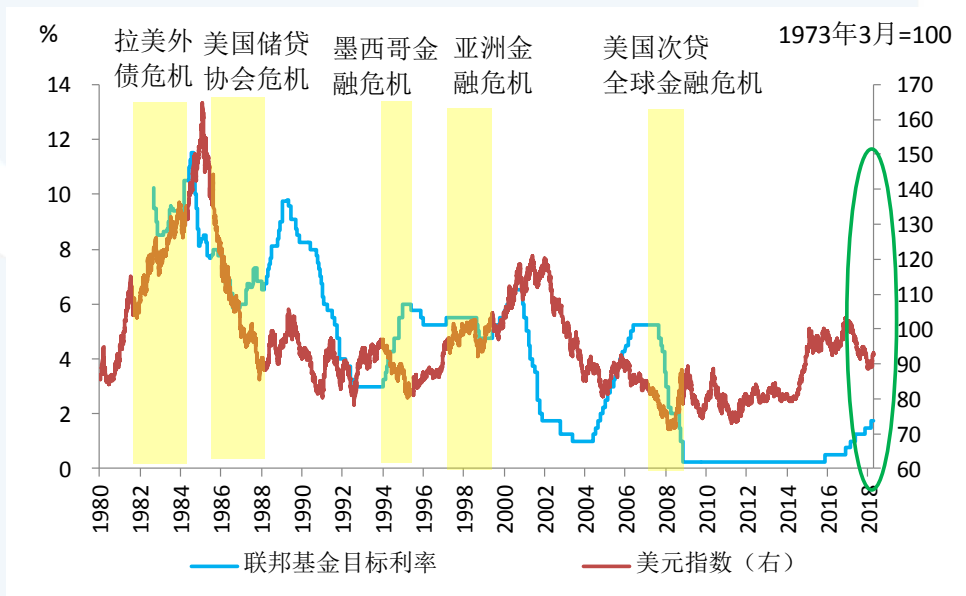
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

风险三：美国加息周期，全球经济能否避免出现大的风险？

宏观经济展望：
金融周期回落时，生产效率是王道

历次美国强加息，伴随发生金融危机概率大；
此次能否走出历史宿命，关键在于全球经济同步复苏如何终结。

美元利率、汇率和全球金融危机



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。