

2018 年

2018 年
宏观经济展望

广州期货有限公司 投研部

李坤

2018-1-19

目 录

全球经济：复苏延续，通胀隐现，货币政策分化.....	5
全球经济 延续复苏	5
美国增长稳健：宽财政、紧货币	5
欧洲：经济复苏，货币政策面临收紧	6
全球主要经济体货币政策仍呈分化	8
美国货币政策正常化步伐加快.....	8
欧洲短期内难以完全退出宽松	8
全球经济复苏对中国的意义	10
国内经济：稳定的增长	12
出口仍是重要支撑	12
消费增速依然稳健	13
制造业投资稳健.....	15
房地产调控延续，投资维持平稳	16
通胀压力显现.....	20
汇率维持稳定.....	21
结构优化是亮点.....	23
稳财政+稳货币的政策组合	24
结构性积极的财政政策.....	24
中性稳健的货币政策	25
结论与预测	31
免责声明：	33

图表目录

图 1: 摩根大通全球综合 PMI	5
图 2: OECD 综合领先指标:OECD 成员国+六个主要非成员国	5
图 3: 美国 GDP 同比增速	5
图 4: 美国制造业 PMI	5
图 5: 美国失业率和非农就业	6
图 6: 私人投资对 GDP 拉动率增长较快	6
图 7: 美国通胀率	6
图 8: 欧元区制造业强劲	7
图 9: 欧元区消费、投资和出口对 GDP 贡献率	7
图 10: 欧元区出口增速	7
图 11: 欧元区失业率	8
图 12: 欧元区 CPI	8
图 13: 我国进出口增速	12
图 14: 进出口对 GDP 的贡献率	12
图 15: 美国 GDP 增速	12
图 16: 欧元区 PMI	13
图 17: 我国贸易顺差	13
图 18: 居民可支配收入持续上升	13
图 19: 居民消费意愿上升	14
图 20: 企业利润率上升	14
图 21: 房地产后周期产业链消费增速	14
图 22: 分行业投资增速	15
图 23: 固定资产投资增速	15
图 24: 工业增加值增速	15
图 25: 房地产开发投资	16
图 26: 房地产新开工	16
图 27: 商品房销售	16
图 28: CPI 走势	20
图 29: CPI 走势（非食品和能源）和服务	20
图 30: PPI 向 CPI 的传导	21
图 31: 中美利差	22
图 32: 外汇储备	22
图 33: 银行代客即期结售汇出现顺差	22
图 34: 全社会杠杆率	23
图 35: 各新型行业 PMI 指数	24
图 36: 美联储基金目标利率与中国一年期定期存款利率走势	28
图 37: MLF 与 PSL 余额净增量	29
图 38: 公开市场货币净投放	29
图 39: M1 与 M2 增速	29
图 40: 货币乘数	30

摘 要

2017 年，中国经济稳中求进，经济总量保持快速增长的同时，宏观领域供给侧改革成果显著：“三去一降一补”的供给侧结构性改革有序推进，遏制了房地产领域的投机气氛、提升了国有经济效率、金融市场保持了稳定并发挥了资源配置信号作用。

2018 年作为十九大之开局，党中央将经济工作的重点转向围绕“高质量发展”，打好“三大攻坚战”，在“切实加强地方政府债务管理、保持房地产调控政策连续性、管住货币供给总闸门、重点防控金融风险”等要求下，结构优化是 2018 年宏观经济的亮点。**2018 年财政政策或不会加码刺激，金融监管力度不减，强调金融服务实体经济。货币政策将突出“强监管+稳货币”的组合，利率中枢将较 2017 年上移，但流动性的量则较 2017 年或边际改善。**在宏观调控基调下，我们预计 2018 年固定资产投资增速进一步下探，主要体现为基建投资的明显放缓，以及房地产投资的平稳回落，而制造业投资或将呈现温和回升的势头。**社会消费品零售总额增速下移，拖累因素主要来自汽车类和房地产相关消费的透支效应。**但在居民收入增速温和回升和农村消费意愿提升的情况下，包含服务消费的最终消费支出有望保持相对稳定。**净出口对经济增长的支撑有望持续，**出口将继续受益于海外经济的温和复苏，但 2017 年加工贸易增长开始显著承压、人民币汇率大幅升值，将对出口增长的空间造成压制。**综上，2018 年 GDP 增速或将放缓至 6.5%-6.6%左右。**

预计 2018 年，国内流动性、特别是金融市场流动性依旧趋紧，利率成本中枢将逐渐提升，各项监管新规陆续出台，金融监管环境更加严格。我们作为全牌照的金融控股集团，政策和监管的变化对我们的经营环境产生了更多元的影响，对我们的工作提出了更高要求。

作为重要的市属国资一级企业，全市唯一的全牌照金融控股集团，我们要充分认识做好自身经营、管理、投资对全市统筹推进“五位一体”总体布局，协调推进“四个全面”战略布局，持续推进枢纽型网络城市建设的重要意义。2018 年集团公司工作的总体思路将着力在“控规模、提质量、严考核、强风控”四个方面狠抓落实。

2018 年，全球经济终于迎来了复苏的曙光。全球主要经济体在 2017 年罕见的同步复苏在 2018 年将延续，并随着原油价格的上涨推动全球通胀的上行。

与此同时，金融危机以来的政策调整将逐渐展开。美国货币政策正常化节奏在 2017 年明显加快，全球主要经济体货币政策仍呈分化状态，但收紧已经是可预见的前景。而中国经济，确定了追求高质量发展的中期目标。在这一大背景下，实体经济的发展再度得到政策重视，同时，金融回归服务实体经济，金融严监管下，金融体系转型势在必行。

2018 年经济增长模式的转变和政策将持续，供给侧结构性改革将贯穿始终。尽管宏观经济总量整体持续增长，但 2018 年，中外经济的形势仍是复杂而多变的，经济细分领域也出现分化加剧的态势，去杠杆、控风险的举措也可能产生一定的冲击与影响，风险防范不可忽视，提质增效不能停步。

图 1：摩根大通全球综合 PMI

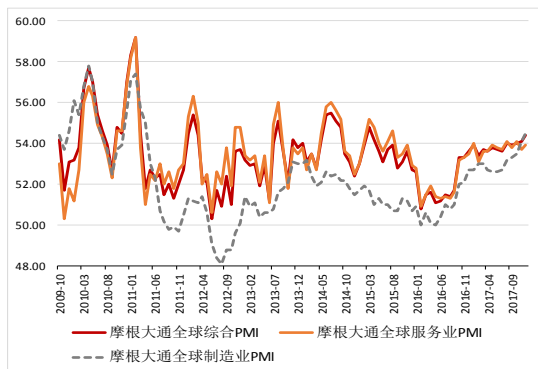


图 2：OECD 综合领先指标:OECD 成员国+ 六个主要非成员国

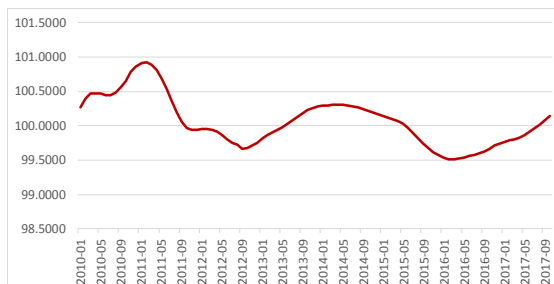


图 3：美国 GDP 同比增速

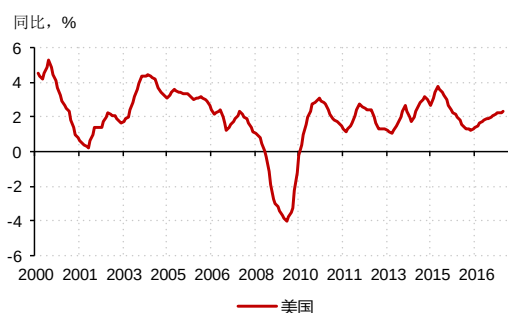
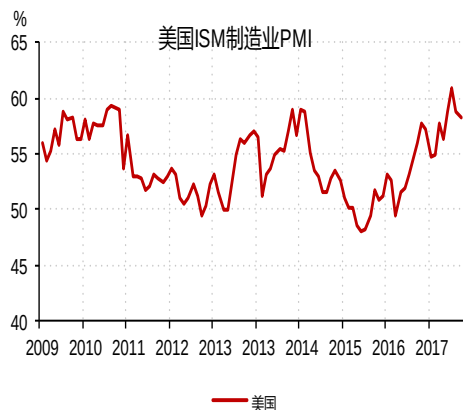


图 4：美国制造业 PMI



全球经济：复苏延续，通胀隐现，货币政策分化

2018 年，我们认为，全球经济将延续 2017 年复苏势头，但通胀抬头概率上升。同时全球主要央行的货币政策则继续分化。全球复苏继续支撑中国出口，而全球通胀的上行趋势以及主要央行货币政策的外溢效应仍是中国政策选择的约束条件。

全球经济 延续复苏

2017 年全球经济的复苏态势良好。11 月摩根大通全球制造业 PMI 升至 2011 年 5 月以来高点 54，10 月 OECD 综合领先指标也升至 2015 年以来新高 100.1389，全球经济增长未见疲态。IMF、世界银行、OECD 等国际组织均多次上调全球经济增速。

美国增长稳健：宽财政、紧货币

回顾 2017 年，美国经济保持稳定增长，制造业持续复苏，CPI 温和。展望 2018 年，我们认为在紧货币宽财政的政策组合下，美国经济将保持稳健增长。

经济增长、就业和通胀

2017 年美国季度 GDP 已实现三个季度连续增长，一、二、三季度现价环比增速分别为 3.3%、4.1%、5.5%。同时制造业 PMI 指数整年处于荣枯线上方，且整体呈上升趋势，表明制造业处于持续扩张中。

我们认为，美国经济的稳健增长将在 2018 年继续，制造业也将保持良好势头。主要原因基于美国国内消费需求的增长，随着 2017 年美国就业市场向好，已经接近充分就业，工资收入增加，居民的消费能力增强。在 2018 年消费强劲有望继续保持下去，对于经济增长和制造业进一步扩张起到促进作用。

私人部门投资的扩大也会对经济的稳健增长起到积极的作用，

图 5：美国失业率和非农就业

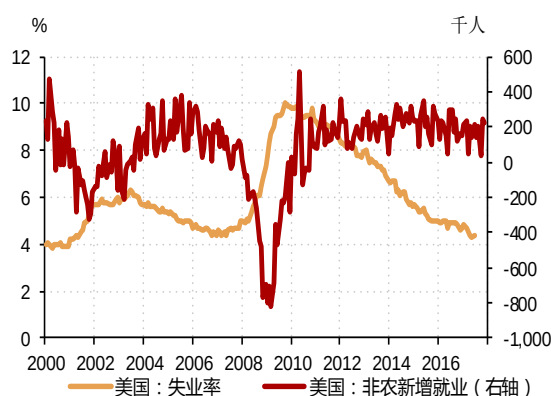


图 6：私人投资对 GDP 拉动率增长较快

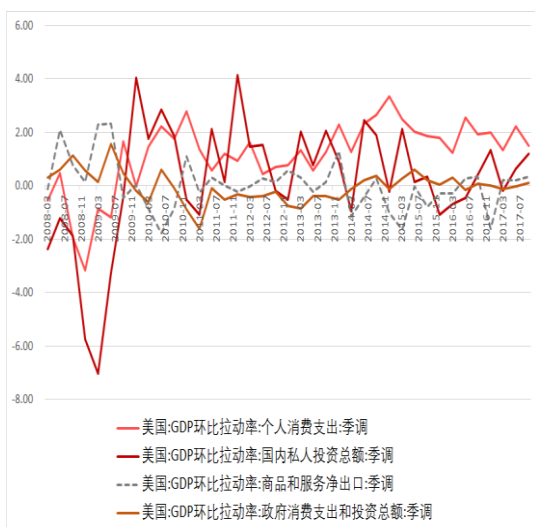
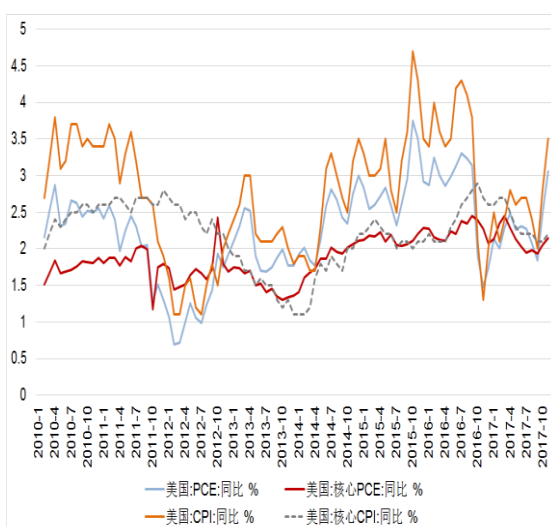


图 7：美国通胀率



美国企业资本支出在过去几个季度显示出了加速的趋势，前瞻指标 PMI 的持续扩张则预示了增长势头还将延续。

尽管目前美国核心 CPI 和核心 PCE 物价指数仍未达到 2% 的目标，但我们认为，2018 年，美国通胀有望继续提升。一方面，油价已经处于上升通道，明年油价有望继续提升，进而带动 CPI 上涨。需求的坚挺和 OPEC 延长停产的乐观预期将支撑油价。根据国际能源署的预测，明年的原油需求会增长 120 万桶到 130 万桶。OPEC 则同意将减产协议延期至 2018 年底。中东局势方面对于油价的影响目前尚未明显表现出来。另一方面，经济复苏趋势下工资和个人消费的增长也将带动核心 CPI 以及核心 PCE 物价指数的上行。叠加特朗普减税计划的影响，美国通胀 2018 年可能超预期上行。

紧货币宽财政的政策组合

2017 年美国货币正常化的进程将持续或加快，货币收紧依然是 2018 年货币政策的主题。美联储 2017 年 12 月会议显示，2018 年内仍有三次加息，美国联邦基金利率将升至 2-2.25%，利率的抬升对于债券市场和估值较高的美股市场会产生下行的压力。由于之前美元已经将加息预期在市场充分反映，因此我们判断，除非 2018 年的加息进程超预期，否则美元大概率整体偏弱。

特朗普税改方案已在参众两院获得通过，有利于企业利润的抬升，在未来至少 1-2 年内对美国经济的提振明显。但也可能加大美国赤字。在经济增长加速、充分就业、赤字财政的经济图景下，美国通胀的上行可能超预期，进而加快加息进程。

联储加息节奏是否会加快，是 2018 年度美国经济面临的主要风险。

欧洲：经济复苏，货币政策面临收紧

回顾 2017 年，欧洲经济复苏，PMI 持续走高，创下历年新高。

图 8：欧元区制造业强劲



图 9：欧元区消费、投资和出口对 GDP 贡献率

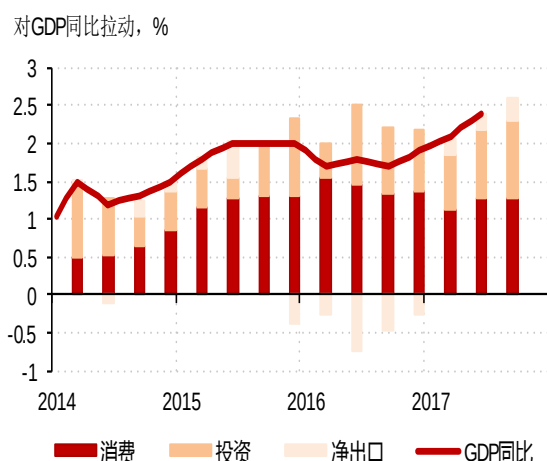


图 10：欧元区出口增速



失业率重回下行趋势。展望 2018 年，欧洲经济有望继续保持复苏，若通胀达到目标附近，欧洲将有可能适时退出 QE，并进入加息周期。

欧洲经济 2017 年在内外需求的强势复苏下，经济持续走强，制造业 PMI 表现强势。

欧元区 GDP 在 2017 年保持稳健增长，制造业 PMI 保持快速增长，12 月制造业 PMI 初值达到 60.60，为数据发布以来新高。制造业 PMI 进入繁荣区，其主要原因是内外需求强势拉动。

2017 年以来净出口环比增速由负转正，外需强劲拉动经济复苏。对于 2018 年来说，我们认为欧洲经济仍将受益于外需的强势。特别是美国税改顺利推进后，美国需求扩大，进口随之扩张，欧洲的出口将因此受益。

欧洲自身内需的扩大也是经济复苏的一大原因。劳动力市场的复苏推动欧洲内需扩大。欧洲失业率自 2014 年以年均同比下降 1 个百分点的速度快速回落，目前已经降低至 2007 年的水平。失业率下降，用工成本提高，工资收入相应提高。

通胀与货币政策

欧洲的经济虽然目前正在经历经济的回升，但是通胀仍然表现低迷。货币政策大幅紧缩阻碍复苏的可能性较小。2017 年欧元区 CPI 增长在 1.5% 左右浮动，尚未达到 2% 的目标。欧洲央行 12 月会议继续强调，QE 将持续运行至通胀路径出现“可持续的调整”；同时欧洲央行预测 2017—2020 年通胀率预期分别为 1.5%，1.4%，1.5% 和 1.7%。在通胀低迷背景下，欧央行退出 QE 的行动周期将较长。

2018 年在欧洲央行暂无大规模退出 QE 政策，美联储加息缩表的情况下，欧洲与美国货币政策分化。若欧元区风险事件均安全落地，经济增长内生动力或有所增强，通胀回升，欧央行或将考虑在

图 11：欧元区失业率

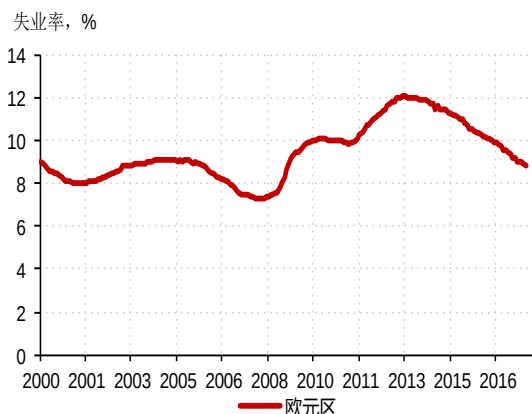
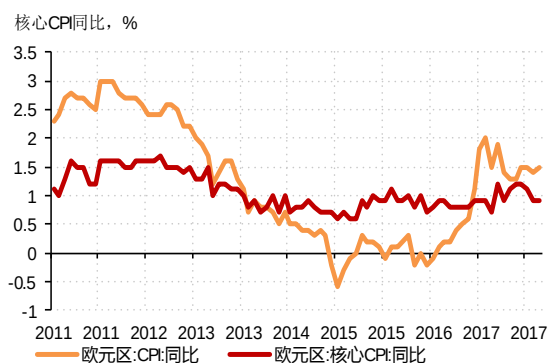


图 12：欧元区 CPI



开始收紧货币政策。在明年经济复苏和货币依旧保持相对宽松的条件下，我们认为欧洲的权益市场有望进一步繁荣。

2018 年欧洲市场的主要风险有：西班牙公投，意大利大选，英国脱欧谈判等政治因素。虽然黑天鹅出现的风险已经降低，但是依然值得注意。

全球主要经济体货币政策仍呈分化

在经济增长延续复苏的同时，2008 年危机以来的全球宽松政策正逐渐回归正常化，同时，全球通胀依旧低迷，对宽松货币政策的退出构成制约。全球主要经济体的货币政策继续呈分化状态。

美国货币政策正常化步伐加快

2017 年，美联储加息节奏明显加快，3 月、6 月、12 月分别加息 25BP，并在 6 月议息会议后明确了缩表计划——缩表开始的第一年将缩减资产负债表规模 3,000 亿美元，此后每年缩减 6,000 亿美元，缩表周期约 4 年左右。这也意味着，美联储货币政策正常化的进程已经是长期趋势。

2017 年 12 月会议上，美联储给出的后续加息路径为，2018 年加息 3 次，2019 年加息 2 次，同时将 2018 年经济增速预测自 2.1% 大幅上调至 2.5%，下调 2018 年失业率预测至 3.9%，同时维持了 2018 年、2019 年以及长期通胀预期不变。美联储对经济增长依然持乐观态度，对通胀前景并不悲观，后续加息和缩表大概率会沿着美联储预定的路径进行。在此基础上，需要关注税改和基建计划对美国经济以及通胀的提振作用是否会导致美联储货币政策正常化进程进一步加快。

欧洲短期内难以完全退出宽松

2017 年，欧洲经济复苏逐步明确，欧洲央行开始考虑宽松货币政策的退出。3 月，欧洲央行如期将 QE 规模缩减至 600 亿欧元，2018

年1月起，将QE规模进一步缩减至300亿欧元。

当前，欧洲经济复苏良好，但通胀低迷弱化欧元区紧缩之路。在12月议息会议上，欧央行大幅上调了增长预期，但对通胀的预期依旧远低于2%的目标，并继续强调，QE将持续运行至通胀路径出现“可持续的调整”。综合看，在欧元区通胀预期没有进一步改善的信号之前，欧洲央行宽松政策的退出将是渐进、缓慢的。

不过，鉴于近期欧元区经济复苏势头良好，欧央行货币政策逐步走向正常化的方向难有变化。我们强调，一旦美国通胀上行超预期，并进而带动全球通胀上行，则全球货币政策超预期收紧的风险依旧存在。

表1：各主要经济体货币政策

主要央行	货币政策一览
美联储	1、2015年12月份至今，加息5次。2017年3月、6月和12月分别加息一次，目前联邦利率区间为1.25%~1.50%。 2、2017年10月开启缩表计划，预计2018年加息三次，2019年加息2次，2020年加息一次。 3、2017、2018、2019年联邦基金利率预期中值分别为1.4%、2.1%、2.7%。 4、预计通胀目标将在2019年实现。
欧央行	1、2017年10月利率会议，欧洲央行将原本定于2017年年底到期的购债进程进一步延长9个月至2018年9月份，同时从2018年1月份起削减每月购债规模至300亿欧元。 2、2017年通胀预期维持在1.5%不变，2018、2019年通胀预期分别调整为1.2%、1.5%。
英央行	1、基准利率于2016年3月份降至0.25%的历史低点，2017年11月份英国央行决定提升央行基准利率25个基点至0.50%，并一致同意维持每月4350亿英镑资产购买规模和100亿英镑企业债购买规模不变。 2、未来任何加息预期都将以循序渐进的步伐，并在有限范围内展开。 3、未来2-3年内通胀率将维持在2.2%水平，2018年英国GDP增速料为1.6%，之后两年为1.7%，未来3年内将进一步加息两次。

日本央行	1、政策目标利率于 2016 年 2 月降至-0.1%，日本央行 2017 年 10 月决议维持短期利率和 10 年期公债收益率目标分别在-0.1% 和 0 附近不变，同时维持每年 80 万亿日元的购买债券规模不变。 2、仍维持 2% 的通胀目标不变。日本央行下调了 2017 财年、2018 财年的通胀预期至 0.8%、1.4%，预计将在 2020 年 3 月实现 2% 的通胀目标。 3、2017 年以来日本央行购债规模远小于去年同期，截至 10 月共购买国债 30 万亿不到，与去年同期 75 万亿相差甚远。
------	--

全球经济复苏对中国的意义

我们认为，全球经济延续复苏，以及主要经济体货币政策的分化，对中国经济具有两方面的意义。一是出口对需求端的支撑，二是货币政策的外溢效应。

出口对需求端的支撑

全球经济的复苏，外需好转推动中国出口向好，支撑中国经济增长。也使得中国经济增长对基建、地产的依赖下降，也对国内正在进行的化解金融风险的监管行动更有利。然而，如果外需出现大幅波动，则可能导致国内化解金融风险的政策节奏发生变化。

全球货币政策的外溢效应

尽管全球主要经济体的货币政策仍处分化状态，但美联储货币政策正常化的步伐已经明显加快。其货币政策的外溢效应通过跨境资本流动对中国货币政策也构成了制约。

美联储货币政策正常化的直接影响，是美债收益率上升，中美利差收窄。利差收窄表明中美相对投资回报不利于中国，从而增加中国资本外流压力，进而推动人民币贬值。而在此前几年中国经济下行压力犹存，人民币本身面临调整的背景下，人民币的贬值可能进一步加速资本外流，反过来又推动贬值预期，即形成“利差收窄—资本外流—贬值—资本外流—贬值”的恶性循环。

不过，从近期情况看，由于市场对美联储加息预期较为充分，

同时国内金融环境趋紧造成利率上升。中美利差已经恢复到相对合理的水平。同时，由于近期中国基本面的改善，人民币贬值预期也已有所弱化，如近期银行代客即期结售汇已经由 2015 年下半年以来的长期逆差转为顺差。

此外，作为世界第二大经济体，在货币政策独立性、资本自由流动和汇率稳定的三角之间，中国势必优先考虑货币政策独立性。

综合来看，2018 年，美联储延将继续此前向市场传递的加息及缩表节奏，其货币政策的外溢效应对中国货币政策会构成一定制约，但影响效果有限。中国货币政策的主要考虑因素仍是国内经济增长和化解金融风险的需要。需要关注的，是美国税改落地后是否会导致美联储加息缩表节奏超预期，在此情形下，中国货币政策可能被动进一步紧缩。

国内经济：稳定的增长

十九大报告指出，我国经济由高速增长阶段向高质量发展转变，未来的经济工作将坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量、效率与动力的变革。并确保“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战，淡化经济增长速度，追求发展质量的政策导向明确，也显示决策层对经济增速的容忍度明显提高。但旧动能增长力量减弱导致短期经济增速面临的下滑压力依然不容忽视。

2018 年经济增速下滑压力主要来自于投资领域，房地产与基建是主要负面因素。但在稳中求进总基调下，2018 年，在外需强劲，制造业投资回升，消费平稳的支撑下，中国经济增长将继续维持韧性。这也是政策重心聚焦于三大攻坚战的前提。

出口仍是重要支撑

2017 年经济发展最大的亮点应是贸易复苏，出口增速的显著回升是经济增速转暖的重要因素之一。

美欧经济继续向好。以发达经济体为代表的全球经济的复苏态势还在延续。美联储 12 月会议将 2018 年美国经济增长预测由此前的 2.1% 上调至 2.5%，失业率预测由 4.1% 下调至 3.9%，体现了对美国经济的乐观预期。欧元区 12 月制造业 PMI 初值创下数据发布以来新高 60.6，景气程度继续向好，欧央行近期也将欧元区 2018 年经济增长预测自 1.8% 上调至 2.3%。

外需向好支撑出口。外需是影响中国出口的最重要因素，汇率的影响次之。因此，2018 年全球经济延续复苏意味着外需对出口仍有支撑。出口维持向好态势意味着经济增长对投资的依赖进一步减轻，从而政策可以从容致力于化解金融风险。

推动形成全面开放新格局。十九大报告和政治局会议均强调了

图 13：我国进出口增速

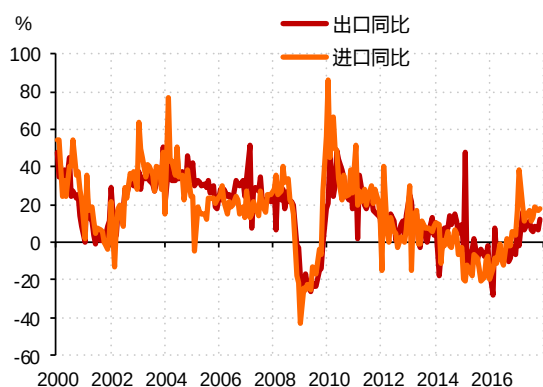


图 14：进出口对 GDP 的贡献率

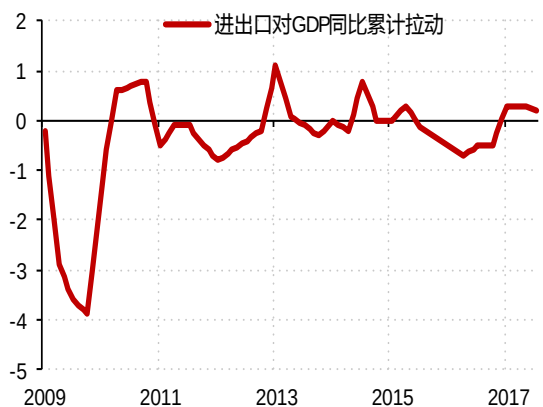


图 15：美国 GDP 增速

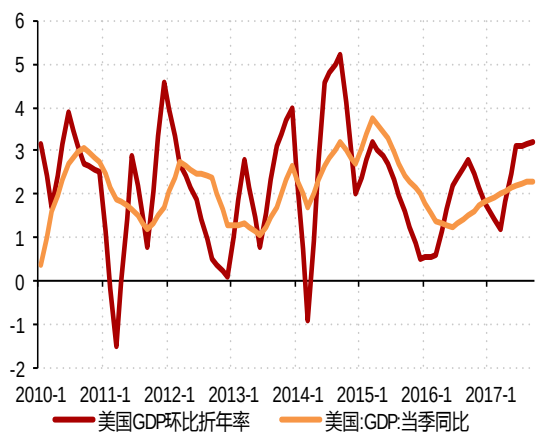


图 16: 欧元区 PMI



图 17: 我国贸易顺差



图 18: 居民可支配收入持续上升



“推动形成全面开放新格局”，预计中国 2018 年在开放方面将有更多实质性措施，以“一带一路”相关的海外投资和以放宽市场准入为核心的贸易便利化措施将是重点，从而在制度上应对贸易保护主义可能带来的贸易波动。

贸易顺差还将保持一定的规模。2017 年以来进口复苏好于出口的态势在 2018 年或将延续，尽管经常项目顺差有所收窄，但仍有一定规模，且通过扩大进口进而扩大贸易规模带动出口，贸易对消费、投资的有一定拉动作用。从供给端看，在中国目前的产业结构升级过程中，资本品进口比重的上升以及技术引进，有助于增加国内资本存量，同时提高全要素生产率，进而促进转型升级，提升潜在增长率，有利于宏观经济中长期经济稳健增长。

但也要考虑到，人民币汇率问题仍是影响出口的主要因素之一，2018 年，美元在美联储紧缩政策正常化进行下，或有可能形成弱势，人民币实际有效汇率回升的概率存在，一旦人民币有一定程度的升值，将对出口形成一定的压制。且未来中美贸易摩擦加剧的可能性在提升，一旦摩擦加剧，中国作为顺差国所受到的短期负面冲击将较大。由此，预计 2018 年出口增速水平将保持稳中有升，大幅增长概率不大。

消费增速依然稳健

2018 年，消费增速依然平稳，并继续起到经济增长的稳定支撑作用。

收入增速上行、消费意愿回升支撑消费增长

2017 年前三季度，全国居民人均可支配收入同比实际 7.5%，连续 3 个季度增速提升。随着居民收入的增长，居民消费意愿明显上行。从央行城镇储户居民调查数据看，倾向于“更多消费”的居民占比不断上升，四季度维持在 26.2% 的相对高位，居民消费意愿

图 19：居民消费意愿上升



图 20：企业利润率上升

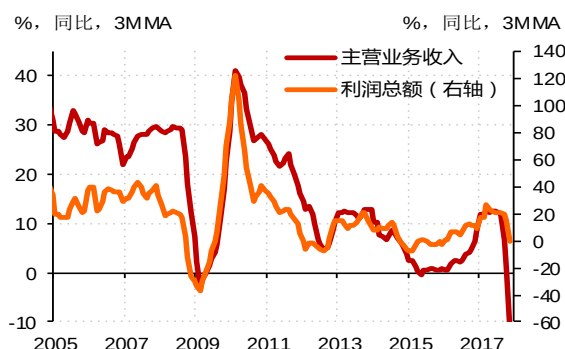
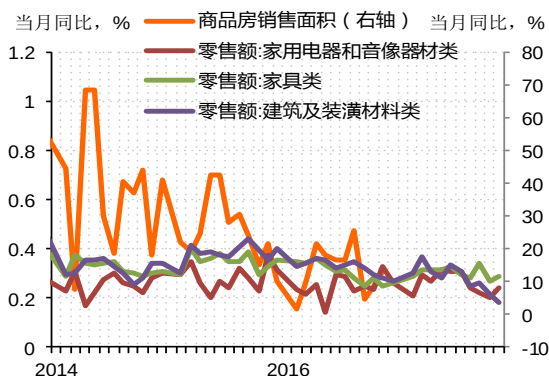


图 21：房地产后周期产业链消费增速



回升明显。

当前中国消费结构正在快速上升，中高端消费增长强劲，服务消费所占比重增加较快。同时，企业盈利的好转又将进一步带来居民收入增速的好转。从这一角度看，对 2018 年的消费需求不必担忧。

关注收入分配的分化

消费总体增速平稳而中高端消费增速强劲的背后，不能忽视中国居民内部收入分配差距的加速分化。最近两三年以来，中国居民平均收入增速大致稳定，且持续高于 GDP 增速，而中国居民中位数收入增速持续低于平均收入增速，这说明居民内部收入分配结构的分化。而近年内收入分配失衡的拉大，与本轮房地产价格的飙升密不可分。收入分配失衡的拉大是中高端消费增长强劲的一个原因，而茅台酒的热销就是一个生动的例子。

关注消费升级对服务消费的推动

2017 年以来，服务消费快速增长。从央行城镇储户调查数据看，居民消费支出排序前三位是旅游、教育和医疗保健，然后才是大额商品和购房。而从 CPI 看，尽管 2017 年 CPI 整体涨幅不高，但其中医疗保健、教育文化娱乐分项涨幅明显领先，我们认为，这实际表明，对相关服务的消费已经在居民消费中占据了越来越重要的地位。

关注房地产调控效果显现后相关产业链销量增速回落

随着房地产调控效果显现，房屋销售增速的持续趋势下行，房地产相关消费增速（建材、家具、家电）将继续相应走弱；从社会消费品零售总额同比增速看，建筑装饰行业同比增速自 3 月到达阶段性高点之后，同比增速持续下滑，11 月降至 3.6%，家具、家

图 22：分行业投资增速

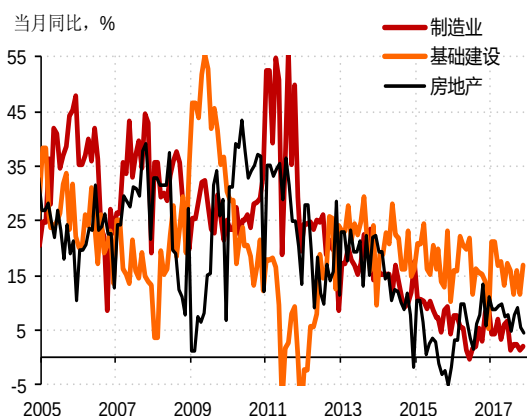


图 23：固定资产投资增速



图 24：工业增加值增速



用电器增速近期也已经出现回落趋势。

关注汽车消费的回落

2018 年汽车购置税优惠面临取消，将对汽车消费增速带来负面影响，同时 2017 年末，汽车消费增速也并未有赶在年前提前消费而转升的迹象，疲弱态势较为显著。

制造业投资稳健

2017 年，经济增长对投资的依赖显著下降，前三季度，固定资产投资实际增长 2.2%，三季度实际增长-1.1%，创下历史新低。2018 年，投资增速预计维持低位，而制造业投资可能是投资中的亮点。我们预计，2018 年，制造业投资增速将有所回升，基建投资或较 2017 年走弱，房地产投资维持平稳。整体上，固定资产投资增速与 2017 年相比，并不悲观。

制造业投资分化

2017 年制造业投资总量保持稳定。1-11 月，制造业投资同比增长 4.1%，略低于 2016 年 4.2% 的增速。分行业看，制造业投资的低迷主要是由于上游黑色、有色等产能过剩行业投资受政策限制所致，而受政策鼓励的装备制造业投资增长明显加快。

2018 年，制造业利润率预计继续改善，盈利改善导致资金周转率也会有所好转，去杠杆导向下料杠杆率有所回落，综合看，制造业投资回报大概率较 2017 年回升。在此基础上，政策对先进制造业的强调明显增强。在十九大报告和中央经济工作会议关于供给侧结构性改革的表述中，供给侧结构性改革已经不仅仅是化解过剩产能的减法，更多是围绕着先进制造业发展，提升供给质量的现代化经济体系建设，同时强调了供给侧结构性改革中所蕴含的新的增长动能。考虑到提升供给质量的导向，2018 年的装备制造业投资预计将继续加快。我们预计 2018 年的制造业投资将在延续结构分化

图 25：房地产开发投资

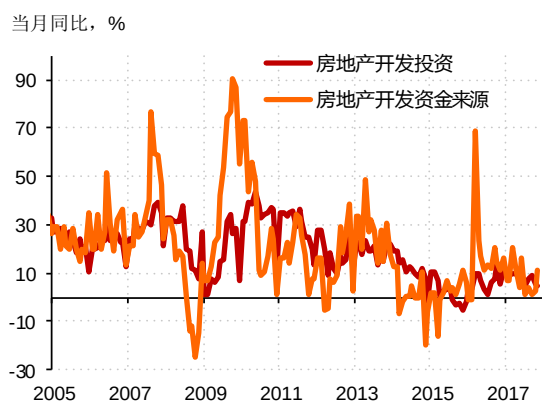


图 26：房地产新开工

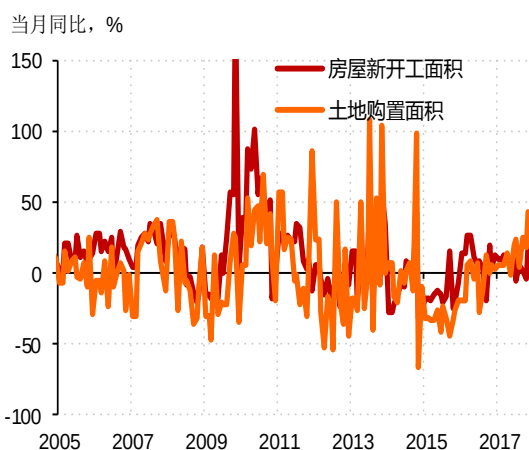


图 27：商品房销售



的同时，整体增速较 2017 年上行。

房地产调控延续，投资维持平稳

自 2017 年 3 月份新一轮楼市调控政策开启后，各地政府陆续在房地产交易及配套相关各环节加码限制政策，使用了限购、限贷、限价等多种行政手段为楼市降温。在政策干预下，房产销售面积和成交量同比增速整体呈现下降趋势。同时，在总体降温的趋势下区域分化情况较为明显，一线城市和重点二线城市楼市由于政策力度较大出现实质性降温，而一些临近都市圈、靠近热点城市、经济和城市基础相对不错的三四线城市由于资金外溢效应经历了一轮补涨，甚至带动很多库存仍然非常严重的三四线城市出现投机性楼市火爆。目前，一二线重点城市库存已在低位徘徊，去化月数在不断降低，三四线城市经过一轮恐慌性去库存高峰，在调控政策逐渐蔓延后，未来各城市去化周期会逐渐回落至合理区间。

十九大报告指出，商品房“房住不炒”和“系统性风险”因素的定位已经被确认，并列入未来三年主要挑战任务之一。同时，作为长效机制重要市场手段之一的鼓励租房政策自 7 月开始也在各试点省份陆续推行。供地方面，招拍挂“只租不卖”用地和鼓励集体产权土地用于租赁的政策在部分一二线城市也开始实践。2017 年底中央经济工作会议明确“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，强调“要发展住房租赁市场特别是长期租赁”，同时也强调了“保持房地产市场调控政策连续性和稳定性”以及“金融与房地产的良性循环”，进一步确立了未来一段时间房地产调控的政策总纲。

我们认为，未来在防范发生系统性金融风险的底线思维下，房地产调控政策目标主要包括总体房价稳定、多元渠道缓解居住矛盾、区域结构性保持房地产适度发展（棚改、城镇化等），优先级

和重要性依次递减。而必须强调的是，租赁住房的发展针对的是遏制房价，并不一定不利于房地产投资。

从中央经济工作会议强调“保持房地产市场调控政策连续性和稳定性”来看，预计房地产调控政策整体高压态势 2018 年仍将持续。由于一二线城市房价上涨惯性预期仍然很强，限制性行政措施大范围取消的可能性很小。而作为长效机制之一的鼓励住房租赁政策及工作机制明年将会进一步做实，从而在住房供应量上将形成一定规模。且不动产联网或房产建设过程其他相关税费的调整可能会有一定进展。

就房地产投资而言，在去化周期为指导的供地政策下，政府供地仍将会保持较快的节奏，我们认为 2018 年会延续今年土地成交面积同比大幅上升趋势，叠加集体建设用地建设租赁住房的试点，2018 年的房地产投资同比增速并不悲观，存在超预期的可能。目前制约房地产投资增速主要因素是房地产企业融资的收紧，如果融资条件有所改善，2018 年房地产投资增速可能好于 2017 年。

基建资金限制因素较多，政策开放程度成为关键

基础设施投资资金主要来源于国家预算内资金，以及国内贷款、外资、自筹资金和其他资金。国家主要以财政预算内资金为基础，通过在各领域的引导性投资，撬动庞大的社会资金参与基础设施投资。2017 年底中央经济工作会议虽然再次明确财政政策积极取向不变，但同时强调了“调整优化财政支出结构”以及“切实加强地方政府债务管理”，在规范地方债务，调整优化财政支出结构的导向下，财政支出难以大幅扩张。基建投资增长的关键则在于如何利用政策引导更多社会资金参与投资，适当加大杠杆。

民间投资在电力、交通、水利环境、公共设施管理等基础设施建设领域有着广泛的投资，在整个基建投资中约占 30%的比重，2018

年民间投资增量变化对基建投资增速起着重要的作用，而在基础设施领域的投资又和政策导向息息相关。政策面引导民间资金参与基础设施建设主要通过 PPP 项目和向民资开放相对垄断行业两种方式。

由于 PPP 部分项目操作的不规范也导致了地方政府债务负担的再度上升。2017 年以来中央对于 PPP 的政策开始收紧，规范项目操作和降低项目融资风险，各地方政府也密集推出 PPP 资产证券化指导政策、细分领域 PPP 模式操作指南、具体 PPP 实施意见等，均体现出国家规范 PPP 发展的决心和力度。从政策效果上看，截至 2017 年 11 月初，虽然 PPP 项目采购阶段和实施阶段投资额还在增长，但 PPP 项目准备阶段投资额已经开始下降，表明随着 PPP 监管政策的不断升级，以及 PPP 项目运作规范性专业性的提高，PPP 将会从迅猛爆发阶段进入重新审视和规范的阶段，预计未来的 PPP 增速将放缓。

表 2：2017 年 PPP 主要相关政策梳理

日期	相关文件	政策主要内容
2017. 1. 1	财金[2016]144 号《财政部政府和社会资本合作（PPP）专家库管理办法》	主要规范 PPP 专家库的建设、维护与管理、专家个人信息的收集、管理和保密等
2017. 1. 5	发改办基础[2016]2851 号《关于进一步做好收费公路政府和社会资本合作项目前期工作的通知》	明确：PPP 项目确定社会资本方并正式签署 PPP 项目合同后，由省级交通主管部门组织向交通运输部报送项目车购税资金申请函
2017. 3. 22	财金[2017]8 号《政府和社会资本合作（PPP）咨询机构库管理暂行办法》	规范政府和社会资本合作（PPP）咨询机构库的建立、维护与管理，促进 PPP 咨询服务信息公开和供需有效对接
2017. 4. 25	发改办财金„2017”730 号《政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券发行指引》	明确了 PPP 项目专项债券的适用范围和支持重点，即由 PPP 项目公司或社会资本方发行，募集资金主要用于以特许经营、购买服务等 PPP 形式开展项目建设、

		运营的企业债券
2017. 11. 30	财办金[2017]92《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》	要求政府付费与项目绩效考核结果挂钩，强化项目产出绩效对社会资本回报的激励约束效果，防止政府对项目各项支出承担无条件的支付义务，使 PPP 异化为拉长版 BT
2017. 11. 30	国资发财管[2017]192号《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》	明确集团对 PPP 业务管控的主体责任和各级子企业的具体管理责任，有效应对项目占用资金规模大、回报周期长带来的潜在风险
2017. 12. 1	发改投资[2017]2059号《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作（PPP）项目的指导意见》	表态不断加大基础设施领域开放力度的同时，也对社会资本方选择标准、签订规范、有效、全面的 PPP 项目合同等方面进行规范

如果预算内资金和 PPP 均受到限制，对民间资本的开放程度则成为基建投资增长的关键，国家 2017 年两次发布鼓励民间投资相关指导意见，开放部分相对垄断行业领域，吸引民资进入相关基础设施建设领域，这是 2018 年，乃至未来几年基础设施建设投资增量的关键所在。

表 3：2017 年鼓励民间投资主要相关政策梳理

日期	相关文件	政策主要内容
2017. 9. 15	国办发[2017]79 号《关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》	提出了十方面的政策措施，进一步激发民间有效投资
2017. 11. 22	工信部联规[2017]243 号《关于发挥民间投资作用 推进实施制造强国战略的指导意见》	提出鼓励民营资本进入电信业，深入推进提速降费。开放民间资本进入基础电信领域竞争性业务，深入推进移动通信转售业务

		发展，进一步扩大宽带接入网业务试点范围。支持民营企业探索建设工业互联网
2017. 12. 1	发改投资[2017]2059号《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作(PPP)项目的指导意见》	表态不断加大基础设施领域开放力度的同时，也对社会资本方选择标准、签订规范、有效、全面的 PPP 项目合同等方面进行了规范

综合来看，考虑到 2018 年地方财政将会进一步规范，PPP 项目增速放缓，而鼓励民间投资政策大概率存有时滞，基建投资增速大概率较 2017 年有所放缓。

通胀压力显现

CPI 中枢上移

2017 年 1-12 月，CPI 同比增长 1.6%，为近年来新低。然而，同期核心 CPI 同比增长 2.2%，为 2013 年以来高点。据此，并不能得出通胀疲弱的结论。

CPI 分项看，CPI 的低迷主要受食品价格拖累。2017 年 2 月以来，食品价格持续同比负增长，而非食品价格则持续位于高位，12 月同比增幅已 2.4%，为 2012 年以来的高点。而从历史数据判断，食品价格的下行周期大致 13-16 个月，上一轮食品价格同比涨幅的高点为 2016 年 3 月的 7.6%，我们注意到，自 2017 年 3 月开始，食品价格的同比降幅已经开始收窄。我们认为，食品价格已经从低位开始回升，并成为 2018 年 CPI 上行的重要推手。

除食品之外，服务价格持续位于高位，是 2018 年 CPI 上行的第二个推动因素。2017 年，服务价格同样位于历史高位。我们认为，服务价格的高企，一方面来自人工成本的居高不下，另一方面，则

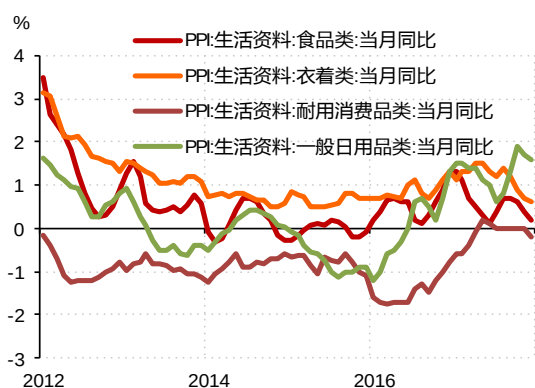
图 28: CPI 走势



图 29: CPI 走势（非食品和能源）和服务



图 30: PPI 向 CPI 的传导



是来自消费升级背景下服务需求的扩张。

PPI 向 CPI 传导，消费品价格将继续上升。PPI 向 CPI 的传导属于成本推动逻辑，尽管 2017 年，CPI 的低迷显示 PPI 向 CPI 的传导迟迟未至，但我们注意到，近期 PPI 中，“生活资料”中的细项“一般日用品”价格已经处于 2012 年以来的高点，“耐用消费品”价格也在长期负增长有转正迹象。但从近几年 PPI 增速大跌大涨而 CPI 总体保持平稳，由此我们认为，在需求拉动因素缺失之下，成本推动影响的消费品价格涨幅的幅度有待观察。

另外，中东紧张局势下，原油价格可能仍有上行空间。

综合上述因素，我们认为，2018 年 CP 中枢将有明显上移。猪肉与蔬菜价格提升 CPI 同比增速的概率较大，原油价格、上游传导效应等因素将继续提供新涨价动力，但在基数走高之下，同比增速难言继续扩大，由此我们认为明年 CPI 同比增速虽会有所抬升，但总体仍相对温和，预计小幅升至 2.3% 左右。如果通胀不能持续突破 3% 的目标值，将仅会对市场预期造成影响，并在一定程度上限制政策空间，但尚难令货币政策发生实质性的进一步收紧。化解金融风险的宏观审慎政策将仍是央行的重点。

PPI 维持正增长，但增速继续下降

供给侧改革与环保政策继续打压生产端，供给段收缩将支撑 PPI，但相关行业去产能目标也已完成大半，如钢铁、煤炭的去产能 5 年目标完成过半，供给段去产能对工业品价格的支撑减弱，难以维系强势的上涨动力，同时高基数将对 PPI 同比增速带来显著压制；另外，面房地产、基建行业继续走弱，需求端的变化是未来市场关注的重点，我们认为明年 PPI 同比增速下行压力较大，我们预测全年 PPI 涨幅在 3-4% 左右。

汇率维持稳定

图 31：中美利差



图 32：外汇储备

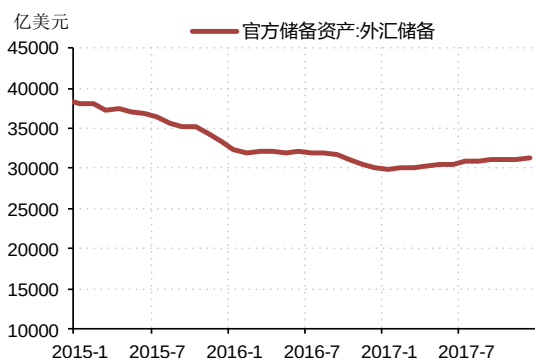
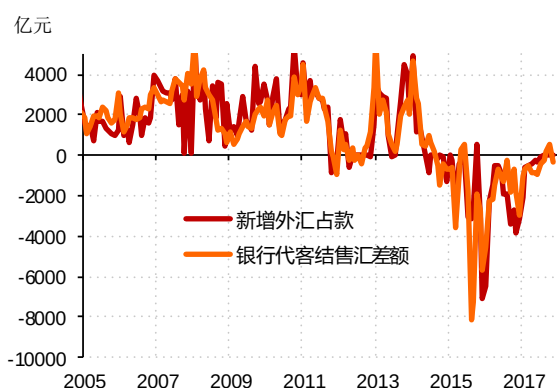


图 33：银行代客即期结售汇出现顺差



相对于 2016 年，2017 年人民币对美元汇率表现明显强势。除了央行进行政策调整、释放相关信号的因素之外，美元指数自身的走软也是人民币汇率相对走强的重要原因，未来美元指数的走势对人民币汇率仍有较强的影响力。

展望 2018 年，尽管美联储仍有至少三次加息，而特朗普税改的落地也引发了市场对资金回流美国的担忧，我们认为，人民币汇率仍能维持稳定，保持双边区间波动。

(1) 对经济基本面的预期发生变化

2017 年以来，中国经济增长表现出较强的韧性。2018 年，中国经济的增长无忧，仍将保持 6% 以上的中高速增长，且质量增长明显。汇率作为货币的价格，中国经济维持稳定增长对人民币汇率有所支撑。

(2) 中美利差回到高位

尽管美联储 2017 年加息节奏加快，但在中国强化金融监管的政策作用下，中国利率也经历了明显的上行过程，中美利差已回到高位。以月平均数据度量，中美 10 年期国债利差 2017 年 11 月为 1.57 个百分点，较近期低点 2016 年 11 月的 0.66 个百分点上升了一倍有余，为 2015 年 2 月以来的最高水平，中美 3 个月国债利差 11 月为 2.40 个百分点，也是 2015 年 5 月以来的较高水平。利差对人民币的升值亦有一定支撑。

(3) 非美货币升值压制美元

2017 年以来以欧元为代表的非美货币升值导致美元走弱，也推动了人民币对美元的被动升值。而 2018 年，欧央行仍处于逐步退出宽松的过程中，欧元区经济增长的强劲以及退出宽松政策的预期有望继续支撑欧元的上涨。而作为美元指数构成中权重最大的货币，欧元的上涨则将进一步导致了美元的走弱，进而导致人民币对

美元的被动升值。

综合上述因素，我们认为，除非美联储加息缩表的进程超预期，否则人民币汇率将维持稳定。我们预计 2018 年美元兑人民币汇率在 6.4—6.8 之间波动。

外储回升，使得我们预计 2018 年外汇占款小幅正增长，资本外流压力并不严重。

结构优化是亮点

中央经济工作会议明确提出追求高质量发展，未来 3 年打赢三大攻坚战：“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”。我们认为制造业是未来一个阶段中国经济发展的亮点，其核心是企业资产负债结构优化、现代化、绿色化。

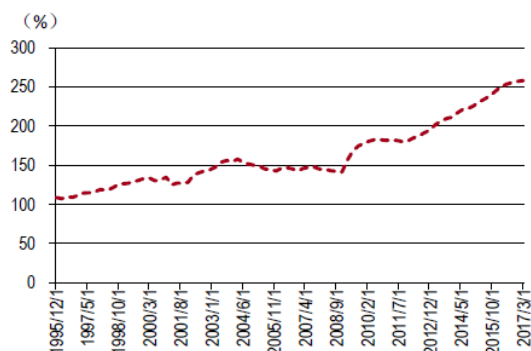
实体经济去杠杆

2018 年首要关注是实体经济去杠杆。“防范化解重大风险”是 2018 年经济发展的重要任务，政治局会议明确提出“控制宏观杠杆率”。目前中国实体经济部门杠杆较高，全社会杠杆（居民、政府和非金融企业三部门加总）由 2008 年初的 144.7% 迅速攀升至 2017 年初的 257.8%；我国杠杆率高于其他主要发展中国家，如金砖其他国家的全社会杠杆率均低于 150%。2016 年供给侧改革和实体经济去杠杆收获成效；由于利润修复，企业微观资产负债率持续向好。

供给侧、环保稳步推进

2018 年产业经济第二个亮点在于供给侧结构性改革和环保的持续推进。2017 年是供给侧结构性改革深入的一年。过剩产能得到有效抑制。钢铁去产能接近 5 年目标，煤炭顺利完成过半去产能计划，煤炭、钢铁、化工和有色等行业利润显著修复，2018 年预计供给侧结构性改革力度不减，产能过剩行业利润仍将继续维持在

图 34：全社会杠杆率



目前这一水平，利润增速将有所回落。2017 年环保督查力度空前加强，2017 年秋冬季节华北地区环境显著改善，中央政治局会议也将防止污染作为三大攻坚战之一，2018 年环保政策预计维持较强力度。

“中国制造 2025”导向下的产业结构升级

2018 年以及今后一段时间内，制造业产业结构升级都将是新经济的亮点。2015 年提出中国制造 2025 之后，2016 和 2017 我国制造业结构进一步优化。目前我国是世界上拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，制造业大而全，但先进制造业起步较晚。十九大报告提出“加快建设制造强国。促进我国产业迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业集群”。在未来很长一段时间内，制造业结构升级都将是我国高质量经济的新动能。

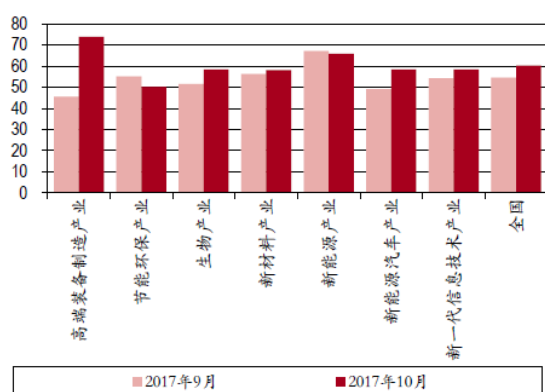
新型行业的景气度和研发活动指数均处于高景气区间，发展前景比较好，但这些行业仍需要大量投入，这是未来制造业投资的增长源泉。

稳财政+稳货币的政策组合

结构性积极的财政政策

十九大提出新时代高质量之后，未来政府财政政策领域也将相应发生较大变化，但从财政支持方式上看，以往以追求增速为目标的粗放式政府支持将转变为以优化调整和客观需求为目标的精细化财政支持；2017 年底中央经济工作会议指出“积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理”，我们预计财政方面将重点支持产业升级、先进制造业等结构优化转型领域，但是在规范地方债务，调整优化财政支出结构的导向下，财政支出难以大幅扩张，广义财政支持边际压缩。而更多体现为总量稳健下的

图 35：各新型行业 PMI 指数



结构性扩张，财政支出重点仍在民生、环保等方面。

2016年开始的减税降费措施效果也开始体现，2017年预计合计减轻企业负担约10000亿元，这也在一定程度上影响了中央及地方的收入。国有土地使用权出让收入面临的增速周期拐点也使得地方收入非常重要的基金收入增速收到制约，对地方建设投资加大投入的能力受到限制。

减税降费仍然将成为2018年财政积极作为政策的一个重要方面。在美国税改大概率于近期通过的背景下，我国此前已开始实施的减税降费政策2018年预计仍将有较大力度的延续。在适当提高赤字率等措施的配合下，未来财政减税降费政策可能在几个方面进行发力：一是继续多渠道降费，减轻企业运行成本，尤其是小微和科技企业；二是以精准扶贫为核心，大力支持大农业发展和相关基础设施投资；三是配合相关领域开放政策，制定具有较高吸引力的优惠政策，引导民间资金和外资进行投资。

中性稳健的货币政策

中央经济工作会议提出：稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进多层次资本市场健康发展，更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。

我们认为，一方面强调“更好为实体经济服务”，另一方面强调“守住不发生系统性金融风险的底线”，仍是此前央行货币政策执行报告中所指出的“货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”的体现。在双支柱调控框架，以及美联储加息引领的全球货币政策正常化下，预计2018年货币金融环境整体上松动空间不大。不过，在服务实体经济的导向下，应更为重视“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”所蕴含的维护流动性平稳的信号。整体看，货币政

策维持中性稳健，财政政策和货币政策的组合或可概括为“稳财政”+“稳货币”的组合。

金融监管难有松动，监管节奏有所缓和

中央经济工作会议指出，“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，要服务于供给侧结构性改革这条主线，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环”，12月8日政治局会议则明确指出，“防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制，金融服务实体经济能力增强，防范风险工作取得积极成效”。

一方面，从上述会议的表态看，金融风险的防控仍是政策重点，监管难有松动，后续金融环境仍将维持紧平衡状态。

从近期出台的“资管新规（征求意见稿）”和“商业银行流动性管理办法（征求意见稿）”表述来看，一是体现出未来资管产品统一监管，二是鼓励商业银行重回存贷，三是强调加强监管协调、避免监管套利。从政策影响的角度来看，2018年金融机构将面临至少两大任务：一是部分机构为了符合监管要求或业务发展需要补充资本金，二是对存量资管产品的整顿和到期新发行资管产品的规范。

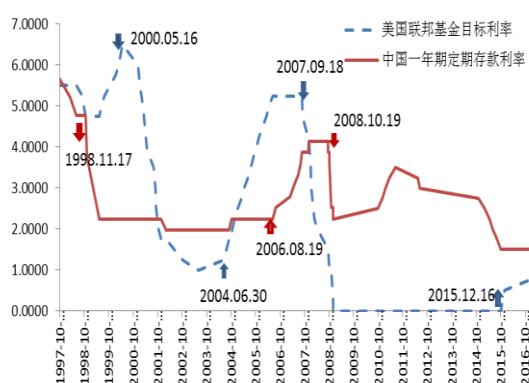
表 4：金融监管环境的前后变化

单位		时间	文件	规定内容
央行	2017 一季度	在 MPA 评估时正式将表外理财纳入广义信贷范围		有利于更全面地反映银行体系信用扩张状况,实行全面宏观审慎管理,防范系统性风险
银监会	2017. 3. 29	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》		整治三套利

证监会	2017. 3. 31	《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》	要求基金管理人针对性建立完善流动性风险管控机制，督促基金管理人强化自我风险管控，建立以压力测试为核心的流动性风险监测与预警制度，强化机构主体的风险管控约束机制
银监会	2017. 4. 6	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》	整治四不当
一行三会一局	2017. 11. 17	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	主要内容包括：一是确立资管产品的分类标准。二是降低影子银行风险。三是减少流动性风险。四是打破刚性兑付。五是控制资管产品的杠杆水平。六是抑制多层嵌套和通道业务。七是切实加强监管协调。八是合理设路过渡期。
银监会	2017. 12. 6	《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》	修订的主要内容包括：一是新引入三个量化指标：净稳定资金比例、优质流动性资产充足率、流动性匹配率。二是进一步完善流动性风险监测体系。三是细化了流动性风险管理相关要求。修订后的《流动性办法》自 2018 年 3 月 1 日起施行，并对优质流动性资产充足率和流动性匹配率设路了合理的过渡期。

另一方面，从“金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内

图 36：美联邦基金目标利率与中国一年期定期存款利率走势



部的良性循环”这一角度看，金融监管政策导向更多体现了金融工作会议所强调的金融回归本源的思路。同时，这也和强调优化存量资源配路的结构性政策相一致。结合控制宏观杠杆率，宏观杠杆率的下降重点是国有企业和地方政府，我们认为，后续金融监管政策将不仅仅局限于金融体系内部，而是更多考虑金融体系和实体经济的相互影响。一方面强调金融资源更多倾向于实体经济，另一方面意味着应避免造成处路风险的风险。相应的，未来监管力度不减，但监管节奏有望相对缓和。

利率中枢上移，重视融资成本的变化

随着美国量化宽松的结束和渐进式升息的启动，全球超宽松利率环境悄然转变，从防范资本外流的角度，美联储的加息节奏仍是国内货币政策的约束之一。除此之外，考虑到国内通胀压力的上行，名义增速不低，以及金融监管难有松动的政策导向，我们认为利率仍有上行空间。整体看，2018 年的利率中枢将较 2017 年有所上行。对集团在货币政策环境、融资成本乃至未来的经营模式上产生了不可忽视的影响。

从大的时间跨度和历史经验来看，在过去 20 年间，中国一年期定期存款利率走势和美联储联邦基金目标利率走势在大的走向上是同趋势的。多数时候，美联储联邦基金目标利率更为灵敏和具有引导性，在 2004 年 6 月和 2007 年 9 月美联储分别启动了加息和减息步伐之后，中国央行分别在 26 个月和 13 个月，即在 2006 年

8 月和 2008 年 10 月也相应做出利率调整，并分别开启了一轮升息和减息周期。在升息的时间跨度上，两者也相似，美国为 3 年零 3 个月，中国为 2 年零 2 个月。只有在 1998 年，由于受东南亚金融危机影响，中国先于美国开始了利率的调整，之后一年半，美国受科网泡沫的影响，也于 2000 年 5 月进入了降息周期。两大经

图 37: MLF 与 PSL 余额净增量

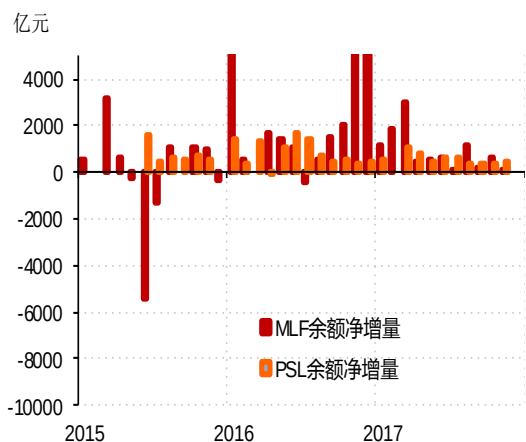


图 38: 公开市场货币净投放

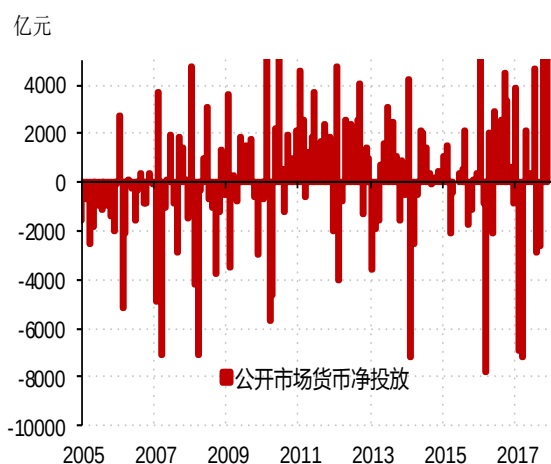
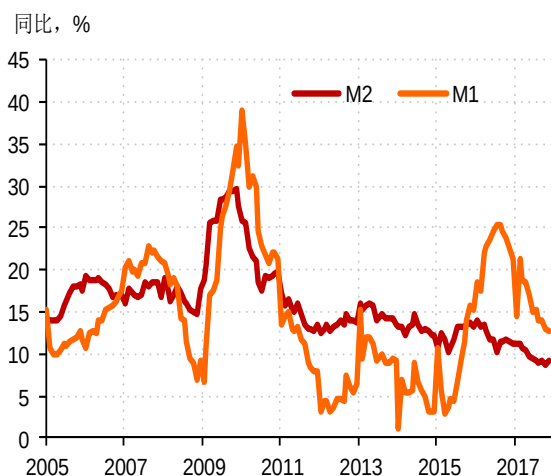


图 39: M1 与 M2 增速



济体在利率周期调整上的相似，一方面是面临全球共同的经济、通胀环境，另一方面，是因为美元在国际货币体系中的地位，中国的外贸、投资结算及外汇储备均以美元为主，为减少对外和国际投资的汇率风险，人民币汇率在过去相当长的一段时间内，是“美元本位”，即以盯住美元为汇率参照，如果以盯住美元为汇率参照，在利率上不能和美元保持过大的差距。

参考历史，中国调整官方利率一般在美国启动利率调整后一年半到两年，如果界定 2016 年底为美国启动加息周期的时间节点的话，那么央行调整利率应该至少在 2018 年下半年后，另一方面，商业银行利率上浮的幅度会较 2006 年上一轮升息周期时更大，有了更多的定价裁量权，也会宽容央行调整基准利率的步伐，这也为我们调整应对，留下了一定的时间。

结合中央经济工作会议“管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长”的描述，2018 年对货币政策的调控仍然主要是数量规模型调控，至少在 2018 年上半年，央行调升基准利率的可能性不大。不过由于集团和子公司负债率较高，加息对我们利润的冲击不可忽视，应该通过在这段调整应对的时间逐渐调整我们投资资产收益率的回报。

流动性展望

2018 年到期的货币政策工具方面，MLF 总计有 4.23 万亿元到期，2017 年全年为 4.26 万亿元。由于 2017 年货币政策为偏紧到中性，并未对货币政策工具进行超量续作，因此 2018 年到期规模与 2017 年相当。

PSL 方面，目前 PSL 余额有 2.23 亿元，该种工具期限通常为 1-3 年，于 2014 年下半年起开始投放，但由于透明度相对于 MLF 等工具来说偏低，因此难以落实到具体每月有多大规模到期，据我们

图 40：货币乘数



推测明年仍将陆续有部分到期，但从目前趋势上看 PSL 每月仍维持净增加。

截至 2017 年 11 月，2017 年 M2 比 2016 年同期共增加 13.9 万亿元。与作为流动性需求的 M2 相对应的流动性供给，2017 年前三季度基础货币同比增速在 5% 左右，为 2015 年以外的最低水平（2015 年由于多次降准，因此基础货币虽未出现增长，但超储率上升），融资需求仍然远大于流动性供给，这种状态下将导致货币乘数易升，流动性难松。

从供给端看，2017 年以来基础货币增速趋于下降，维持在相当低的位路；而从需求端看，尽管增速有所回落，但如果细分看 M2 的内部结构，其回落主要来自于同业业务的压缩，而贷款保持稳定增长，同业部分构成流动性需求但过程中并不会消耗超额存款准备金，所以综合作用下我们将其总结为“稳信用、紧货币”，这种情况下伴随的是超额存款准备金维持低位，流动性供需持续恶化，货币乘数被动上升。

央行定向降准政策在 2018 年年初正式执行，我们预计这将带动 2018 年货币乘数中枢水平较 2017 年继续向上，预计达到 5.5–5.6 的水平，但 M2 增速或继续下降。

展望 2018 年，我们认为，外汇占款对于流动性的负面影响基本消失，但由于人民币汇率处于双向波动，暂时仍难看到外汇占款的大幅增长，外汇占款仍难恢复为基础货币供给的主要渠道。从这一角度看，央行的主动性供给仍是流动性的主要来源。

从央行近期的操作看，中等期限的政策工具使用较多，维稳流动性的态度较为明确。考虑到 2018 年基础货币缺口收窄，监管节奏相对缓和，政策导向更多倾向于服务实体经济，我们预计 2018 年流动性边际缓和。即对于 2018 年的货币政策应量价分开看，价

格存在上调压力，但数量边际改善，资金面大体维持紧平衡到平衡过度。综合看，应更多关注流动性数据边际改善对市场的正面影响。

结论与预测

我们认为 2018 年中国经济增长无忧。从需求端看，全球复苏带动贸易维持较快增长；制造业投资是投资亮点，基建投资大概率走弱，需关注民间投资增长情况，在发展租赁市场的政策导向下，房地产投资仍有超预期可能；企业盈利向居民收入的传导继续带动居民收入增长，进而支撑消费平稳，需关注其中服务消费的增长。

在增长无忧的大环境下，2018 年通胀中枢将有所上行。推动 CPI 向上的力量来自食品价格的上行、服务价格的高位以及 PPI 向 CPI 的传导。而在全球复苏拉动需求，供给侧结构性改革力度不减的背景下，预计 2018 年 PPI 仍能维持正增长。

结构优化是 2018 年宏观经济的亮点，重点关注制造业升级以及供给侧结构性改革和环保政策的继续推进。

在防控金融风险的政策导向下，金融监管力度不减，但政策同时强调金融服务实体经济，监管节奏相对缓和。

监管力度不减，通胀压力上行，经济增长无忧，外围环境趋紧，导致 2018 年利率中枢将较 2017 年上移。但流动性的量则较 2017 年边际改善。而对于当前的市场而言，流动性量的改善的正面影响更为值得关注。

大类资产方面，我们更为强调通胀的上行和经济增长超预期的可能性，商品>股票>债券。

表 5：2018 年主要宏观经济指标预测

	2018/Q1	2018/Q2	2018/Q3	2018/Q4	2018 年全年
GDP	6.70	6.80	6.70	6.60	6.70
增加值	6.50	6.70	6.30	6.60	6.50
投资	6.80	7.20	7.30	7.00	7.00
消费	10.50	10.20	10.80	10.70	10.50
出口	9.50	8.10	11.00	7.50	9.00
进口	10.20	15.80	17.00	12.10	15.00
M2	9.20	9.10	9.10	9.00	9.00
CPI	2.80	2.60	2.10	2.30	2.50
PPI	3.00	5.20	4.50	3.30	4.00

免责声明：

本期金融市场日报由广州金融控股集团有限公司制作，本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但广州金融控股集团有限公司及其关联机构（以下统称“广州金控”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，广州金控不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，广州金控不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，广州金控可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。