

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

宫飞 010-56793970
联系人 gongfei@htsc.com

程强 010-56793961
联系人 chengqiang@htsc.com

孙欧 13552941016
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

1 《见微知著，踏浪前行》2016.11

风起通胀，渐显宝藏

2018 宏观年度策略报告

温和通胀可能是 2018 年最大的宏观投资机会

我们预计在明年食品 CPI 中枢将在翘尾因素反弹、猪周期同比触底、春节错位、2-4 月菜价基数较低等因素作用下显著上行，非食品 CPI 中枢略低于今年。中性预测明年 CPI 中枢上行至+2.5%。环保限产和供给侧改革仍将继续推进，结合基数效应，预计明年 PPI 中枢回落到+3.5%。温和上行的通胀有助于企业盈利修复预期向中下游消费类行业传导，同时对资本市场也是一座宝藏，结合历史经验，通胀温和上行期，股市整体表现较好，受益于盈利修复的行业可能产生对应投资机会。

预计 2018 年我国经济增长速平稳略回落，全球经济大概率延续温和复苏

2017 年中国经济趋势体现出轻微类滞胀特征，我们认为明年地产投资可能平缓下行，但全球经济大概率延续弱复苏，进出口可能持续修复，消费表现稳定，经济下行压力不大。预计 2017/18 全年 GDP 增速分别为 6.8%和 6.7%。海外方面，特朗普变量对市场的影响逐步削弱，美国非农薪资上涨向通胀传导的路径或明朗化，预计美联储明年大概率加息 2-3 次。2018 年美元指数走势大概率前高后低，本轮美元强势周期可能在明后年确认见顶、转而进入一轮较长的弱势周期，新兴市场将迎来资本回流机遇。

预计明年货币政策大概率保持紧平衡，财政政策依然维持积极

明年我国货币政策存在出现定向降准、PSL 投放量加大等结构性货币政策宽松的可能性，但全面宽松可能性很低，明年货币政策保持紧平衡概率较大。我们在今年的中期策略报告《利率为轴，经济为马》中提出了未来利率可能走出倒 U 型走势、10 年期国债收益率顶部区域即是 3.8%-4.0%，目前这一判断已基本验证。我们认为伴随着经济基本面的下行、货币政策结构性宽松落地，2018 年国债收益率中枢将会震荡下移，10 年期国债收益率明年最低在 3.40%左右。预计明年财政政策依然维持积极。

十九大带来的经济变化

十九大的核心关键在于社会主要矛盾的变化，我们认为经济运行中“不平衡和不充分”的领域就是资本市场的投资机会，包括环保、土地流转、城市群建设、技术革新、中西部基础设施。历届三中全会所通过的决议都是为中国的经济体制改革确定的顶层设计，我们预计明年四季度召开的十九届三中全会将进一步细化十九大制定的方向路线，从而使得政策落地加速。

2018 年大类资产配置展望

今年四季度仍处于利率上行和下行中间的经济复苏阶段，最优资产配置是股票。明年如果伴随着利率倒 U 型来到右侧下行拐点，进入利率下行、经济类滞胀阶段，债券会成为最优资产。具体地说，2018 年股票应关注结构性涨价主题，利率下行时成长性企业股价弹性较高。债市仍维持利率“倒 U 型”判断不变，右侧拐点的窗口期可能在一二季度。商品以高位震荡为主，上行下行均有压力。黄金具有对抗通胀和黑天鹅事件的属性，存在一定投资机会。房地产领域大的投资机会，仍要等待政策的边际变化。

我们认为通胀过快上行的风险，是我国当前金融稳定的最大威胁

温和通胀是“宝藏”，但快速上行的通胀可能是我国金融稳定的最大威胁。若明年油价、菜价、猪价当中一或多个变量出现意外，CPI 中枢可能达到 3%。如果通胀突破 3%，同时 GDP 突破 7%，央行很可能提高基准利率，对债市和股市都可能是利空。如果明年经济增速跌破 6.5%、通胀突破+3%，经济将从我们今年判断的轻微类滞胀进一步演变为类滞胀，在这种情形下，我们预判国家很有可能提高对通胀的容忍度、优先为经济托底，因为当前房地产市场很难承受快速加息的冲击。

风险提示：通胀快速上行超预期，对实体经济的负面影响超预期。

正文目录

一、今年重要观点回顾：利率上行、轻微类滞胀和环保限产.....	4
二、温和通胀是宝藏：2018 年最大的宏观投资机会.....	6
2.1 我国通胀的历史回顾及成因：猪肉和原油价格的影响最关键.....	6
2.2 影响通胀的分项数据解析.....	9
2.2.1 鲜菜 CPI 明年 2-4 月有望实现同比正增长.....	9
2.2.2 猪周期波动减弱，预计同比跌幅明年上半年温和收窄、明年年中可能转正.....	11
2.2.3 中性预期 2018 年油价中枢有望维持在 65 美元.....	15
2.2.4 油价专栏：原油的基准定价模式，以及当前供需基础数据.....	17
2.2.5 中性预计明年食品 CPI 中枢显著上行，非食品 CPI 中枢略低于今年.....	21
2.3 中性预测明年 CPI 中枢上行至+2.5%，整体维持温和通胀.....	23
2.4 PPI 及 PPI 向 CPI 的传导.....	24
2.4.1 2018 年，供给侧改革和环保限产仍将继续对 PPI 产生影响.....	24
2.4.2 对明年 PPI 的趋势预测.....	25
2.4.3 上游行业涨价向中下游以传导效应为主，CPI 上行有助于消费类行业利润改善.....	26
2.5 价格体制改革回顾与未来三年的价格体制改革.....	31
2.5.1 1988 年-1992 年的价格闯关和治理.....	31
2.5.2 十八届三中全会以来的价格改革.....	32
2.5.3 未来三年的价格改革.....	33
2.6 通胀温和上行带来的投资机会.....	34
三、宏观经济下行压力不大.....	37
3.1 预计 2017 全年 GDP 增速+6.8%、2018 年 GDP 增速+6.7%.....	37
3.2 分项数据预测.....	39
3.2.1 预计明年社会零售消费增速 10.4%，相比今年小幅上行.....	39
3.2.2 预计 2018 年制造业和基建投资增速均基本持平今年.....	43
3.2.3 预计 2018 年房地产投资增速在 4.5%左右.....	47
3.2.4 预计 2018 年出口增速在 7.5%左右，进口增速 13%左右，贸易顺差回升.....	52
四、货币政策与财政政策.....	54
4.1 货币政策没有全面宽松可能.....	54
4.1.1 全球货币政策收紧趋势清晰.....	54
4.1.2 金融去杠杆，货币政策很难全面宽松.....	54
4.1.3 CPI 不确定性制约货币政策全面宽松.....	55
4.1.4 预计 2018 年 M2 增速目标值 11-12%，实际值 9.0-9.5%，信贷和社融增速中枢 13%.....	55
4.2 货币政策的多目标如何排序面临多重不确定性.....	56
4.3 宏观审慎与货币政策双支柱.....	56
4.4 货币政策存在结构性宽松的可能性.....	57
4.5 市场利率下行不会太大.....	58
4.5.1 坚持利率未来走势可能为“倒 U 型”观点，四大信号判断倒 U 型右侧拐点.....	58
4.5.2 10 年期国债收益率下行空间有多大？.....	58
4.6 金融去杠杆趋势判断.....	58
4.6.1 金融稳定发展委员会关键看能否做实.....	59
4.6.2 资管新规设有缓冲期，但不意味着利空出尽.....	59
4.7 预计明年财政政策依然维持积极.....	59
4.7.1 财政赤字率或将维持在 3%.....	59
4.7.2 一般公共预算和政府性基金预算情况.....	60
4.7.3 建立地方税种体系——房产税可期.....	61

4.7.4 地方债发行继续加快，项目收益债由点到面.....	62
4.7.5 财政重点支持方向为科技创新、节能环保、国防军工.....	62
五、全球经济判断与人民币汇率.....	64
5.1 美国、欧洲、日本及新兴市场经济判断.....	64
5.1.1 美国温和复苏延续，特朗普政策变量影响在削弱.....	65
5.1.2 欧洲经济正筑底回升，货币宽松力度在减弱.....	68
5.1.3 日本经济缓慢复苏，大概率维持低速增长，通胀仍较为低迷.....	69
5.1.4 新兴市场国家前景乐观，外需稳健扩张.....	69
5.2 美元走势的判断.....	70
5.2.1 2018 年美元走势大概率前高后低.....	70
5.2.2 未来美元强势周期见顶、转而进入弱势周期时，资本将向新兴市场回流.....	71
5.3 中国国际收支与人民币汇率.....	72
5.3.1 国际收支更加平衡.....	72
5.3.2 人民币汇率水平判断.....	73
六、十九大带来的经济变化.....	74
6.1 环保逻辑较清晰.....	74
6.1.1 经济与生态文明建设不平衡.....	74
6.1.2 十九大报告提及“绿色”关键字达 15 次.....	75
6.1.3 环保将会长期引领投资主线.....	75
6.2 跳出三农看“三农”.....	76
6.2.1 城乡之间发展不平衡：推动区域城市群建设.....	76
6.2.2 土地要素改革：农村土地流转政策继续深化.....	78
6.2.3 劳动力要素改革：一亿非户籍人口在城市落户.....	79
6.3 解决“发展不充分”的问题就是要补短板.....	80
6.3.1 科研投入将继续增长.....	80
6.3.2 继续挖掘居民消费潜力.....	80
6.3.3 西部地区的基础设施建设将继续完善.....	80
6.4 十九届三中全会后，政策落地可能加速.....	80
七、大类资产配置分析.....	82
7.1 股票：关注结构性涨价主题，利率下行时成长性企业弹性较高.....	82
7.2 债券：维持利率“倒 U 型走势”判断不变，关注右侧拐点.....	83
7.3 商品：高位震荡为主，上行下行均有压力.....	84
7.4 黄金：对抗通胀和黑天鹅事件具有一定机会.....	85
7.5 地产：等待政策变化，因城施策.....	85
八、对国内和海外最大的潜在风险提示.....	87
8.1 通胀过快上行的风险，是我国当前金融稳定的最大威胁.....	87
8.1.1 极寒天气、疫病等，是可能使得明年春节前后猪价和菜价超预期上涨的风险因素.....	87
8.1.2 如果油价超预期上涨，明年全年 CPI 中枢可能突破+3%.....	88
8.1.3 海外石油危机的经验：油价大幅上涨，可能触发通胀快速上行.....	89
8.1.4 如果明年“轻微类滞胀”演变为“类滞胀”，货币政策会怎样？.....	91
8.2 海外风险提示：美股大幅波动风险和地缘局势紧张.....	93
8.2.1 海外发生市场大幅波动与金融危机的概率比想象的要大.....	93
8.2.2 地缘政治风险与恐怖袭击的潜在威胁.....	94

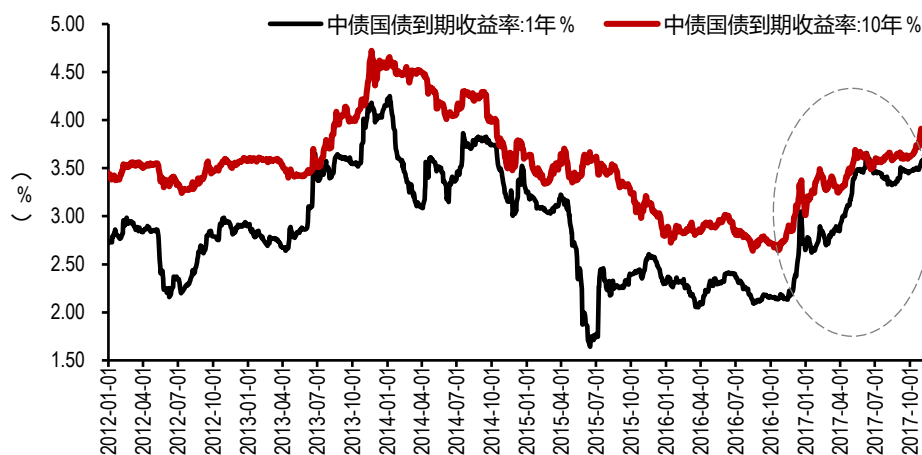
一、今年重要观点回顾：利率上行、轻微类滞胀和环保限产

对于利率走势，我们今年一直坚定看利率上行、高点可能在 3.8%-4.0%、未来可能走出倒 U 型，我们的核心判断目前都已基本得到验证。2017 年初以来，我们在 2 月的《“假”加息？莫误判了货币紧缩大势，市场可能陷入四个低估》报告中提出利率有上行风险，指出今年货币政策基调是边际收紧，并提示今年加强金融监管、防风险抑泡沫会有较强措施；5 月份，我们在中期策略报告《利率为轴，经济为马》中提出了未来利率可能走出倒 U 型走势的观点，并提出 10 年期国债收益率顶部区域可能在 3.8%-4.0%。6 月我们在报告《我们不能死在债券牛市的前半夜》中再次提出：“当前货币政策收紧和金融监管仍未结束，M2 增速将持续低位运行，监管政策后续也将继续出台，利率仍处于易上难下的阶段”。

7-9 月份，10 年期国债收益率一直在 3.6% 附近高位震荡；进入 10 月以来，随着公布的三季度经济数据维持稳健、需求侧表现的韧性较强，债市的关注点重新开始由实体经济向金融监管方向切换，10 年期国债收益率连续上行，升破 3.9%、逼近 4.0%。在我们此前对长端利率未来可能走出“倒 U 型”走势的判断中，曾经提出央行采取定向降准和加大 PSL 投放力度等结构性宽松货币政策，均可视为利率倒 U 型右侧拐点，并开启债券牛市。今年 9 月底，央行提出从明年 1 月起改变定向降准的考核标准，我们认为至少需等到明年年初定向宽松货币政策落地、且配合实体经济下行压力加大，才能确认利率的向下拐点。

我们认为当前央行货币政策取向不变，市场对监管强化的忧虑依然存在，金融去杠杆仍在上半场，债券牛市不在当下，供给侧改革和环保仍然是今年的投资主线；如果债市收益率继续快速上行，需警惕利率过快上行对股市可能造成的冲击。

图表1：今年 10 年期国债收益率上行幅度较大，基本验证了我们的判断



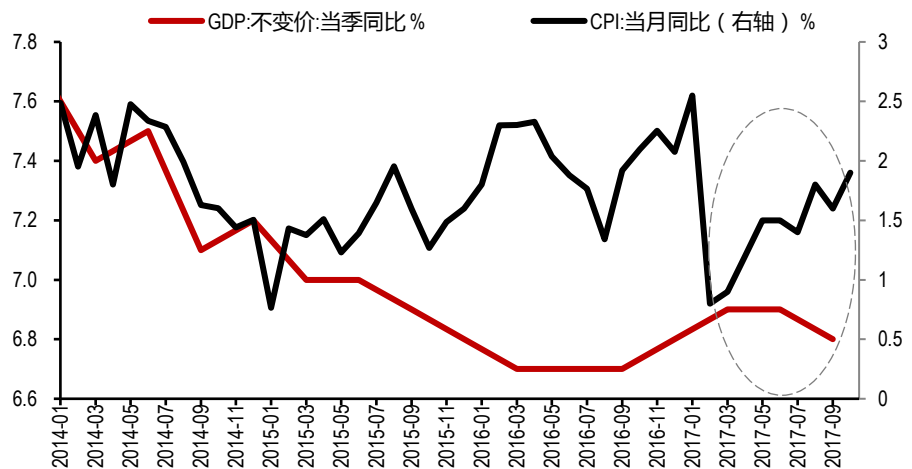
资料来源：Wind，华泰证券研究所

对于经济走势，我们从年初就给出今年中国经济趋势为“轻微类滞胀”的判断，即通胀有上行压力、经济有下行压力，但通胀上行和经济下行压力都很轻微（《轻微类滞胀下的改革与政策选择》-20170122）；2 月提出经济比市场预期韧性强，经济未来下行压力不大；5 月在中期策略报告《利率为轴，经济为马》当中进一步阐述了当前经济韧性较强、但全面复苏难期，边际最大变量是出口，预计下半年经济增速平缓回落。三季度 GDP 不变价同比增速+6.8%，较前值回落 0.1 个百分点，与我们的预测相同。

我们认为中国经济正处于结构转型、动能切换过程中，最终消费表现稳定、占比走高，同时第三产业同比增速明显高于整体 GDP，经济的下行压力并不大。在企业盈利阶段性修复持续性较好的预期下，工业增加值中枢下行的速度也是缓慢的。我们维持对四季度 GDP 增速+6.7%的判断，全年经济增速预测+6.8%。对于房地产，我们从 2016 年 10 月就开始提出看好三四线城市去库存逻辑，这成为今年支撑地产销售和投资的重要逻辑。

关于通胀走势，我们分别在 4 月份报告《鲜菜价格和 CPI 的后续走势如何？》和 8 月份报告《环保限产会带来强势猪周期吗？》当中深入剖析了菜价和猪价的影响变量，判断菜价跌幅从今年 5 月以后将逐渐缓解，猪价大概率同比见底并跌幅收窄、但猪价大幅上行动能不强，这些判断都已得到验证。我们从 2016 年底就指出本轮 PPI 向 CPI 的传导较弱，通胀压力不大。今年 PPI 同比显著上行，但 CPI 始终只有温和通胀压力，我们对中国经济“轻微类滞胀”的判断基本兑现。

图表2：中国经济“轻微类滞胀”的经济特征体现的较为明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

对于供给侧改革主题，我们在 2016 年 10 月就提出坚定看好去产能推动大宗本轮反弹的力度和持续性；2017 年初指出供给侧改革是今年宏观领域改革的主线；今年 4 月、8 月，我们在市场上首先提出环保限产是（大宗涨价）最重要催化剂，环保政策的推进对 PPI 和工业生产的影响值得高度重视。

我们在分析下半年宏观经济和 PPI 走势时，始终把环保限产的影响放在重要位置上，我们认为环保限产对行业的影响较为广泛，本轮 PPI 反弹在行业分布上将较为均匀。8-10 月 PPI 环比涨幅均较大，验证了我们的判断。我们认为四季度环保政策仍将继续推进，今年四季度各月份，PPI 环比涨幅可能都为正。

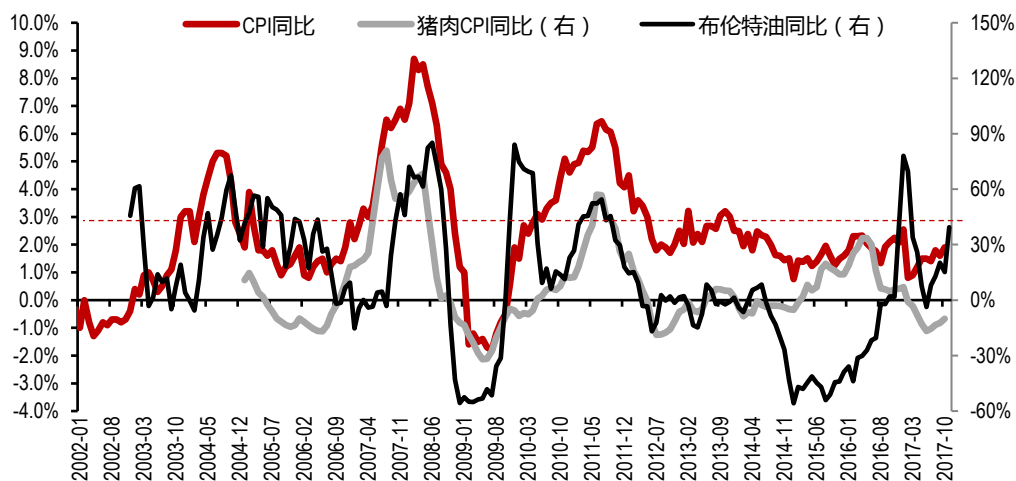
二、温和通胀是宝藏：2018年最大的宏观投资机会

2.1 我国通胀的历史回顾及成因：猪肉和原油价格的影响最关键

回顾2000年以来我国通胀的历史表现，期间我国经历过三轮比较典型的通胀“上行-回落”周期：第一轮是2003年中期~2005年一季度，期间CPI同比增速从2003年6月的+0.3%，上行到最高+5.2%（2004年7-8月），2005年1月回落到+1.9%；第二轮是从2006年一季度~2009年初，期间CPI从2006年3月的+0.9%，上行到最高+8.8%（2008年2月），2009年2月同比跌回-1.6%；第三轮是从2009年11月~2012年下半年，期间CPI从2009年11月的+0.5%，上行到最高点2011年7月的+6.7%，2012年10月跌回+1.6%。我国央行对通货膨胀（CPI）的目标值为+3%，从2002年至今，CPI只在这三轮通胀上行周期当中，曾经较长时间保持在+3%目标值以上。

从需求拉动的角度看，三轮通胀周期都存在需求拉动的因素，CPI波动与GDP运行均存在一定的同步性。其中第一轮（03-05年）通胀周期当中，需求侧拉动的影响最大。从成本拉动的角度看，回顾三轮完整的通胀周期，CPI每一轮快速上行，都对应着油价或猪价的上行周期。猪肉在CPI当中的权重尽管不大，但其价格波动具有显著周期性、且波幅较大，在三轮价格上行周期当中的同比涨幅高点分别约为+80%、+60%和+30%，因而对食品类CPI的影响较为明显；油价尽管没有对标具体的CPI品类，但原油是最重要的能源品种之一，各行业的生产成本都会受到油价的直接或间接影响。当原油和猪肉价格的同比上行周期重合时，CPI将面临较强的通胀压力，这就是我们在2008和2011年所面临的局面。

图表3：整体CPI、猪肉CPI及油价同比涨幅的历史回顾



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，过去几年，猪价与油价由于各自原因没有呈现叠加状态，是CPI没有走高的重要原因。值得注意的是，2015年猪周期再次出现了上行，但同期我国并没有出现明显的通胀压力，从2015年以来，CPI当月同比增速的高点是今年1月份的+2.6%。这一方面是由于猪周期的波动在收窄，在本轮猪周期当中，生猪养殖业并未出现类似前两轮周期的明显补栏过程，猪肉供给层面波动不大，猪价的波动相对温和；另一方面，由于油价的外生因素，油价在2014年下半年大幅下跌，在2014年三季度~2016年三季度间，油价同比均为负增长，因而对通胀的成本端推动也并不明显。我们中性预测明年猪价同比跌幅继续温和收窄，最早可能要到明年年中才会同比转正，但猪肉价格大幅上行可能性较小；在明年油价中枢维持65美元的中性预测下，类比历史阶段，2018年油价同比走势将比较接近2011年、为先上后下，但年内同比涨幅的高点明显低于2011年。

在中性情景预测下，明年油价和猪价因素难以对通胀形成强共振影响，预计 2018 年 CPI 中枢温和上行至+2.5%左右。但如果猪价、油价和菜价因素中有一项或多项超预期，CPI 中枢有上行至+3%的可能性，我们将这种情况当做通胀风险因素来提示，温和通胀是宝藏，利好经济，同时蕴含着资本市场的投资机会。但通胀快速上行又是当前宏观经济可能面临的最大风险，如果通胀上行压力和经济下行压力均加大，类滞胀的经济特征将表现的更为明显，货币政策将面临艰难的抉择。本文最后将对通胀快速上行风险作具体分析。

图表4： PPI 生活资料与 CPI 篮子构成的直接关联

	CPI	PPI 生活资料
类别一	食品烟酒	食品类
类别二	衣着	衣着类
类别三	生活用品及服务	一般日用品 耐用消费品
类别四	交通通信	
类别五	医疗保健	
类别六	教育文化娱乐	
类别七	居住	
类别八	其他用品及服务	

资料来源：中国统计年鉴，华泰证券研究所

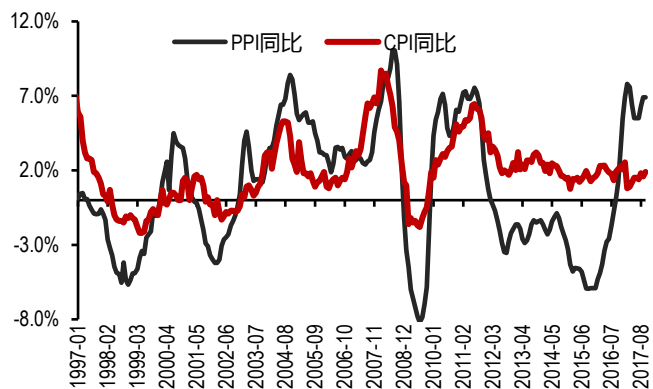
历史上，PPI 和 CPI 的走势曾经较为一致，但从 2013 年以来，两者的走势开始出现显著背离，PPI 振幅较大，CPI 相对平稳。PPI 从去年三季度开始快速上行，今年维持高位震荡，但 CPI 反映的通胀压力并不明显。PPI 是否会向 CPI 形成传导，也是市场较为关心的问题。我们认为明年 PPI 中枢大概率将回落、CPI 维持温和上行，两者剪刀差将缩窄，有利于中游行业的利润改善，以及涨价从上中游行业向下游行业的传导。

PPI（生产者物价指数）的篮子构成包含生产资料和生活资料两大类，其中生产资料权重占 74%左右，而生活资料权重在 26%左右。涨价链条由生产领域的原材料、燃料和动力行业的价格波动开始向下游传递，原材料、燃料和动力构成工业企业生产的可变成本，其价格的变动必然顺着产业链传导到零售商品价格和服务项目上，即从 PPI 的生产资料传导到 PPI 生活资料，而生活资料的构成成分——食品类、衣着类、一般/耐用消费品又与 CPI 大类中的食品烟酒、衣着和生活用品直接关联。同时，服务类价格也会间接受到上游成本提升的一定影响。

一些因素会造成 PPI 向 CPI 传导不畅。首先，工业生产领域的涨价从上游向下游传导过程中，价格弹性依次衰减（采矿业-原材料-加工业-生活资料）；从历史经验来看，PPI 整体涨幅与生产资料相关性极高，而 PPI 生活资料的弹性相对小很多。PPI 的上游生产资料价格通过影响生活资料价格来间接影响 CPI，如果生产资料向生活资料传导、或生活资料价格向 CPI 的传导中任一环节出现问题，都可能造成 PPI 和 CPI 走势背离。

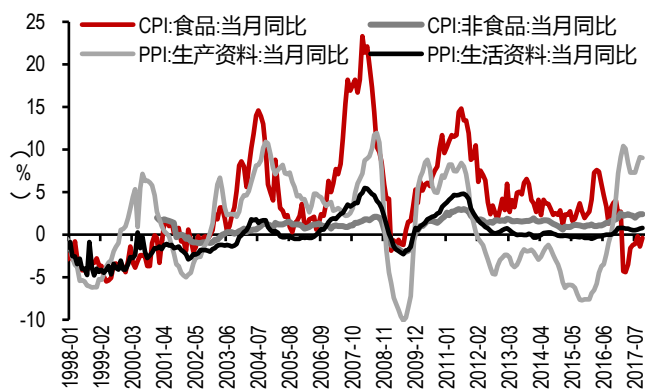
另一方面，整体 CPI 与 PPI 生活资料波动相对近似，但食品类 CPI 波动性相对较大、远高于 PPI 生活资料，而不含价格波动性较大的食品-能源的核心 CPI 运行较为稳定。尽管上游成本的提升会在一定程度上抬升核心 CPI（包含部分消费类和全部服务类）中枢，但 CPI 整体波动的最重要贡献因素还是食品。食品 CPI 最重要的监测品种是猪肉、鲜菜和鲜果，季节性因素、种植/养殖周期因素等都可能对相关品种价格形成较大影响。

图表5: PPI 同比增速和 CPI 同比增速的对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: CPI 和 PPI 当中包含的大类, 同比增速的对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

CPI 和 PPI 的最主要影响因素分别是食品和上游生产资料, 两者主要驱动因素差异会带来一定时期内走势的背离。短期波动上, PPI 主要受供给侧因素影响而 CPI 主要受需求影响。两者的中长期趋势则分以下情况讨论:

1) 当总需求拉动总供给、需求和供给都持续扩张时, **CPI 和 PPI 同时上涨**; 典型时期例如 2009-11 年四万亿基建投资刺激期间, PPI 与 CPI 同步大幅上行; 以及 2006-08 年中国经济高速增长期, 总需求的持续扩张拉动了总供给(产出), CPI 先大幅上涨, 并带动 PPI 随后也进入上升周期。

2) 当总需求明显回落而总供给不变时, **PPI 与 CPI 可能都会回落, 但 PPI 回落幅度(弹性)明显大于 CPI**; 典型时期如 2012-2016 年初, 随着我国经济增速放缓, 总需求明显回落, 但前期工业领域广泛存在投资过度问题, 大量产能过剩, 工业品供大于求, 再叠加海外油价大幅下跌的影响, 使得 PPI 持续负增长。但由于我国经济结构在逐渐转型, 最终消费、服务业对 GDP 的贡献率稳步上行, 期间 CPI 受到消费和服务业需求的拉动, 涨幅虽有回落, 但跌幅远低于 PPI。

3) 当总供给显著收缩而总需求并未明显回升时, **PPI 可能大幅上涨, 但 CPI 涨幅可能不大**。比如本轮涨价周期当中, 自 2016 年初以来, 受到国家推进供给侧改革, 煤炭、钢铁、能源等产能过剩领域大力推行去产能的影响, 上游行业生产资料的供给明显收缩, 工业原料价格迅速反弹, 并逐渐向中下游传导扩散, 以煤炭、黑色有色金属、原油、化工行业为代表, 带动整体 PPI 迅猛上涨。但由于经济总需求并未显著复苏, CPI 尚未跟随 PPI 明显上涨, 二者走势再度出现背离。

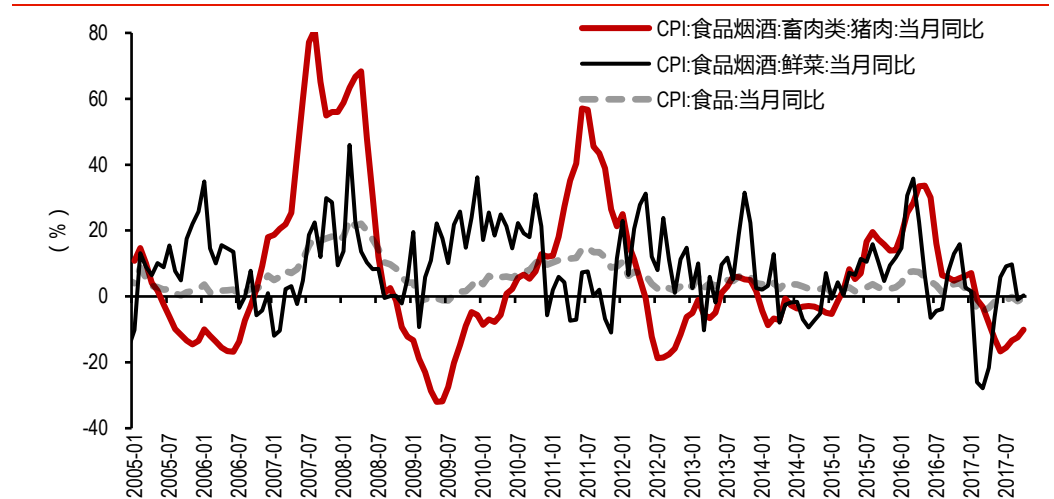
正是由于本轮驱动涨价的主逻辑从需求端切换到供给侧, 造成了本轮 **PPI 和 CPI 走势不再趋同**, 2016 年三季度以来 PPI 快速上行, 但 CPI 仍然维持温和通胀, 并未跟随 PPI 快速上行。但环保限产这一新政策变量的出现可能有利于 PPI 向 CPI 产生一定程度的传导, 环保限产涉及的行业较为广泛, 今年三季度以来 PPI 上中游各行业价格上涨的弹性相对均匀, 有利于向下游行业转嫁涨价压力。预计明年 CPI 中枢将温和抬升, PPI-CPI 的剪刀差缩窄, 也将有利于中游行业经营环境的改善。

2.2 影响通胀的分项数据解析

2.2.1 鲜菜 CPI 明年 2~4 月有望实现同比正增长

根据我们测算，当前猪肉在 CPI 中的权重约为 2.9%、鲜菜权重约为 2.7%、鲜果权重约为 1.6%。猪肉、鲜菜、鲜果三项 CPI 当月同比增速均有一定周期性。历史上猪周期的价格波动最大，食品类 CPI 基本跟随猪肉价格周期而动，鲜菜对 CPI 的影响并不显著。但 2017 年初正处于猪周期下行的大背景下，今年 2-4 月鲜菜价格同比超预期大幅下跌，2017 年 2 月鲜菜 CPI 同比-26%、将 CPI 整体同比增速拉低 0.9 个百分点，成为影响今年整体通胀的关键因素。

图表7：猪肉、鲜菜 CPI 的历史表现回顾



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们将农业部 28 种重点监测蔬菜品种分类为叶子菜(含 8 个品种)、葱姜蒜(含 6 个品种)、瓜类(含 3 个品种)、萝卜土豆类(含 3 个品种)、茄果类(含 5 个品种)以及其他类(含 3 个品种)。各类鲜菜均价为该类别各品种的价格均值，可见叶子菜、瓜类和茄果类鲜菜价格的周期性相当明显，其价格波动基本遵循每年一个周期，每年的价格高点都是在春节前后、随后回落，到年中左右降到当年最低，从年中到年末再逐渐回升。萝卜土豆类鲜菜价格的周期性稍弱，每年价格高点的时间波动较大，可能与其便于储藏有关；葱姜蒜价格周期性相对最弱，典型时期如 2004~05 年、2009~11 年、2014~15 年，期间价格维持在高位，没有明显的季节性，背后原因则可能是炒作、囤货和农民种植周期之间的交叉作用。

综合起来，我们推断今年年初菜价同比暴跌的原因如下：

1) 今年春节在 1 月下旬、去年春节在 2016 年 2 月上旬的春节错位影响，使得今年 2 月菜价缺乏春节因素支撑；

2) 对于北方地区而言，2016 年初的极寒天气和 2017 年初的暖冬气温落差较大，使得 2017 年初鲜菜实际产量较高，并且由于受到冬季气温可能继续较低的预期影响，今年年初北方冬储菜的库存也较高，出现供需失衡局面。2016 年 1 月全国平均气温为-5.3 度低于往年均值，而今年 1 月全国平均气温仅为-3.9 度，气象局发布 2016-17 年冬季全国平均气温为-1.5℃，较常年同期偏高 1.9℃，为 1961 年以来最暖的冬季。极寒天气影响了去年年初的鲜菜供给，无论是根据农业部 28 种鲜菜价格、还是北京新发地批发市场的鲜菜价格监测，2016 年初的葱姜蒜、茄果、瓜类、叶子菜、土豆等菜价都达到历史最高位，再叠加春节因素的影响（2016 年春节在 2 月上旬），多类蔬菜的价格高点持续到 2016 年 3 月。而今年年初的暖冬使得全国各地蔬菜产量较高。

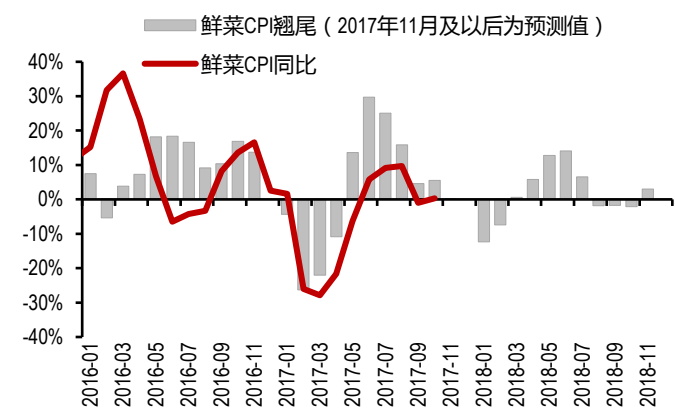
3) 鲜菜价格波动具有季节性，一般正常情况下，夏季是鲜菜产量较高的季节，叶子菜和瓜类、茄果类价格大都从头一年年底开始，到第二年春节前夕才出现显著上涨。但 2016 年夏季我国南方爆发的洪灾是 1998 年以来最严重、影响范围最广的，可能受洪水灾情影响，鲜菜价格的上涨提前、而种植周期（一般为 4 到 6 个月）延后了。2016 年鲜菜价格从当年 8 月就开始快速上涨，到今年 1 月份春节过后开始下跌。洪水灾情可能导致部分作物的种植周期延后，使得今年 2-3 月的鲜菜供给较为充足。

4) 2016 年葱姜蒜类一度受到投机性炒作，炒作风潮过后，其价格出现较为明显的回调。葱姜蒜、土豆这类周期性偏弱的鲜菜的共同特征包括：便于储存、囤积或转运，炒作难度相对较低（以生姜为例，其收获后可在适宜的条件下入窖储存，储存期短则几十天，长可达几年）；产地相对集中，易控制货源和市场供给；相对主粮而言，其需求弹性较大，价格波动会通过影响需求（滞销）而倒逼农民种植结构变化。比如 2007 年蒜价的下跌导致全国各地大蒜种植面积暴减，又导致了大蒜的新一轮紧缺和价格飙升；同样的情况发生在 2010~11 年的生姜种植规模变化上。2016 年在流动性充裕环境下，大类资产轮动加速成为典型特征，葱姜蒜类作物也一度遭遇炒作。价格高点过后，一方面投机行为受到监管部门管控，一方面农民在前期涨价推动下增加种植面积，调整相对滞后，因而价格可能会有较明显的回调。

结合我们对年初菜价暴跌原因的推断，我们分析，预期的极寒、和实际的暖冬天气带来的预期差，使得冬储菜库存较高，不过周期性鲜菜品种不便长期储存，对菜价的压制影响不会持续太久；同时考虑基数效应，去年菜价基数的高点在 2-3 月，鲜菜价格从去年 4 月份开始显著下行，随着基数高点月份过去，菜价的下行压力将明显缓解。这些推断都在进入今年二季度以后得到了验证。

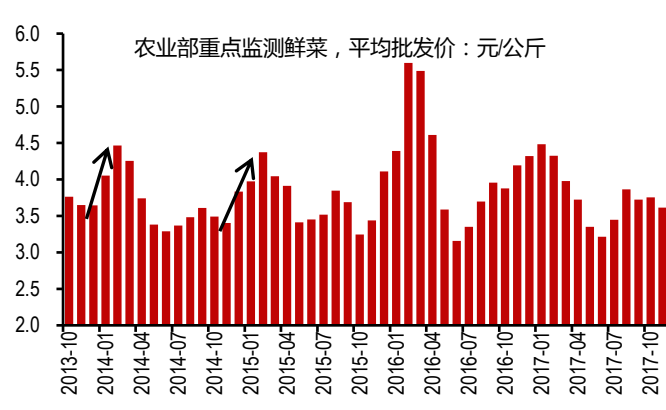
进入 11 月以来，从农业部高频监测数据来看，近期鲜菜价格同比又出现下跌，我们认为这仍然是受到去年菜价上涨周期前移的影响，无需过分担心。从翘尾因素来看，明年 2-4 月，鲜菜 CPI 的翘尾因素将由负转正；根据历史经验，从年底到第二年春节之前鲜菜价格大概率会出现上涨；再加上 2018 年的春节在 2 月中旬、时点比较靠后，又和今年春节（在 1 月份）形成错位，综合判断，明年 2-6 月，鲜菜 CPI 同比有望呈现正增长，与今年的负面影响可能形成明显反差。

图表8：明年2-4月鲜菜CPI翘尾因素显著回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：农业部重点监测的28种鲜菜均价



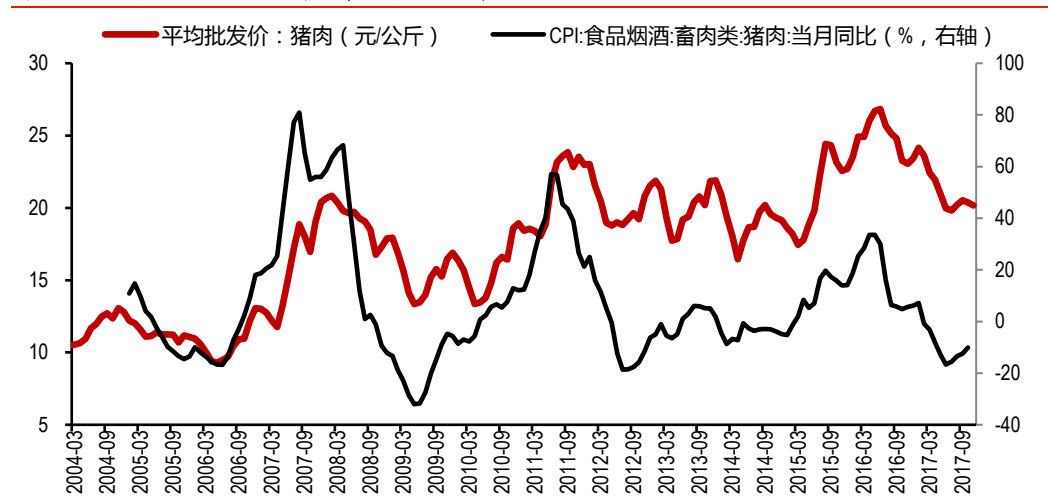
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2.2.2 猪周期波动减弱，预计同比跌幅明年上半年温和收窄、明年年中可能转正

在 CPI 食品篮子的猪肉、鲜菜、鲜果三大主要品类当中，猪肉价格波动的周期性最明显。猪价的传导链条为“猪肉供给下降——猪价上涨——养殖户补栏——生猪出栏和猪肉供给增加——猪价下降——养殖户减少补栏，猪肉供给下降”，过程中涉及到的各市场主体在作决策时都会有时滞，同时从养殖户增加补栏、到仔猪长成出栏之间需要一定的时间，这使得一个完整的猪周期往往要持续三年甚至更长的时间。猪肉价格的周期，是历来影响我国 CPI 的最重要因素之一。不过由本轮猪周期来看，无论是猪肉价格本身的同比涨幅波动，还是猪价波动带动的养殖户补栏，都呈现波动性下降、波幅收窄的特征。猪周期对 CPI 的扰动，也相对前两轮周期有所减弱。

从 2005 年至今，猪肉价格经历了三轮周期。第一轮是 2006 年中开始上涨，2008 年初见顶，2009 年中触底；第二轮是 2010 年中启动上涨，2011 年三季度见顶、随后震荡下跌，期间有反复但整体下行，2014 年上半年猪肉价格触底（从同比涨幅的角度，猪价同比在 2012 年中触底，2012 年中~2014 年初同比涨幅小幅震荡，未走出显著波段）；最近的一轮是从 2015 年一季度开始，伴随着生猪和能繁母猪存栏量的大幅下滑，猪肉供给出现了显著下跌，猪价开始进入新一轮上涨周期，于 2016 年中达到历史高点。之后猪价开始持续下跌，2017 年 2-6 月份，月均环比跌幅达到-3.2%。

图表10：猪肉价格和 CPI 篮子当中的猪肉项目同比增速的对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

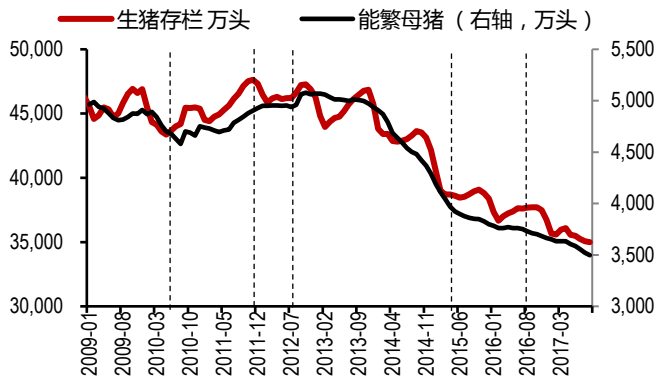
当前有一些因素促使市场开始产生本轮猪周期已经见底的预期：

- 1) 当前存栏量和能繁母猪量均处于低位，对猪肉供给形成潜在约束；
 - 2) 作为猪价重要影响因素之一的饲料——玉米价格今年出现反弹，从猪粮比的角度对猪肉价格形成一定的正向带动；
 - 3) 从历史经验来看，猪肉价格从同比增速达到高点到同比触底，一般经历一年左右时间；而从同比触底到同比增速转正，又可能需要一年左右时间。从 2016 年中同比见顶开始算起，猪价同比涨幅存在 2017 年中触底的预期。
- 针对以上这些因素，我们逐一进行分析。

首先观察生猪存栏量，在上轮猪周期中，随着猪价上涨，养殖户于 2011 年初开始启动补栏，生猪存栏量在 2011 年下半年达到高位，在猪价开始下跌以后存栏量也出现了消化，符合从猪肉价格向存栏量的传导逻辑。从 2014 年上半年猪价见底之后，存栏量快速下降，这既是养殖户针对猪价变化的自发调整，也是环保治理严格化的结果。

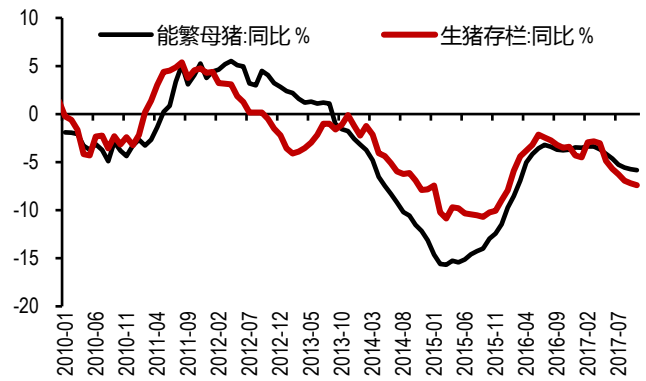
在本轮猪周期当中，猪价从 2015 年一季度开始上涨，但能繁母猪（对应未来的仔猪供应能力）存栏量和生猪总存栏量仍然维持了整体下行（尽管存栏量的同比跌幅有所收窄）。也就是说，本轮猪肉价格的上涨（15Q1-16Q2）并未带动显著的补库趋势，本轮猪价周期当中，由价格向存栏量的传导机制有所弱化。

图表11: 生猪和能繁母猪的存栏量目前处于低位



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 本轮猪周期当中养殖户补栏不明显, 可能受环保制约



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

生猪存栏量没有出现明显回升的主要原因, 在于国家从2013年底开始发布一系列规范禽畜养殖业的法令, 严格环保治理使得大量的散养户退出, 生猪养殖市场更加趋于规模化生产。站在当前时点上, 我们认为2017年三季度启动的第四批中央环保督查的影响较为值得关注。四川(2016年生猪出栏量第1)、山东(2016年生猪出栏量第4)、海南、浙江、吉林等省陆续出台相应整顿措施, 我们预计这可能使得未来一段时期生猪存栏量继续维持较低水平。

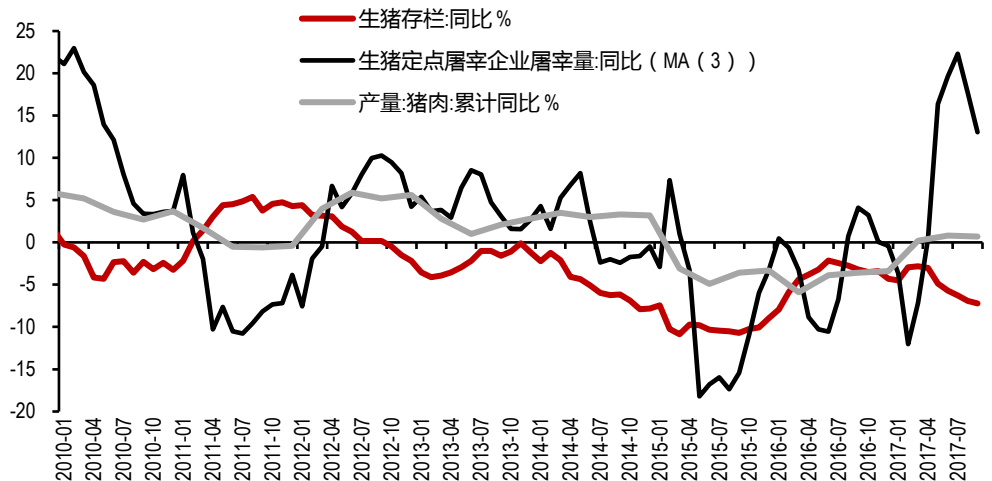
图表13: 2013年底以来发布规范禽畜养殖业的相关法令

2013.11	颁布《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确禁养区划分标准、适用对象(畜禽养殖场、养殖小区)、激励和处罚办法
2014.1	正式施行《畜禽规模养殖污染防治条例》	
2015.1	《中华人民共和国环境保护法》	“史上最严”新环保法: 畜牧养殖业进入环保高压期
2015.4	“水十条”--《水污染防治行动计划》	2017年底前依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户, 京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成
2016.4	《全国生猪发展规划(2016-2020)》	划定生猪养殖发展区域: 限养区: 广东、福建、浙江、江西、湖北、湖南、安徽、江苏
2016.5	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	各省划定禁养区
2016.11	《“十三五”生态环境保护》	重申2017年底依法关闭或搬迁禁养区内的养殖场或专业户
2017.5	《关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》	完善畜禽养殖污染监管制度, 处罚对未依法经环评的规模养殖场
2017年底	禁养区养殖户或专业户整顿的最后期限	
从2018.1开始	《环保税法》: 500头存栏生猪规模以上需要交税	

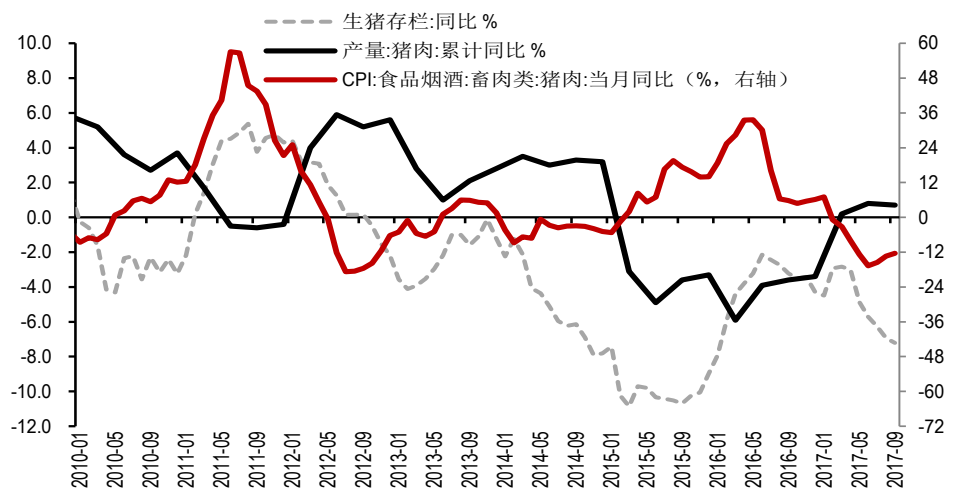
资料来源: 农业部, 华泰证券研究所

存栏量一直维持低位, 是否会使得猪肉价格出现很强的上行动能呢? 其实并不一定。可能受益于生猪养殖业规模化趋势带动的生产效率提升, 尽管本轮猪周期当中一直没有显著的补栏过程, 但今年的生猪出栏量、生猪定点屠宰量和猪肉产量同比增速均出现回升, 今年前三个季度的全国猪肉产量累计同比增速均维持正增长, 生猪存栏量与猪肉的实际产量存在一定的背离。

从对于猪肉价格的直接影响而言, 显然观察猪肉产量同比增速变化的效果更好。历史经验表明, 猪肉价格同比和猪肉产量同比的负相关性显然更高, 而猪价对于存栏量则是一定程度上的领先指标。每一轮猪周期当中, 猪肉价格的显著反弹, 基本都伴随着猪肉产量(出栏量)的同比见顶。从这个角度出发, 尽管当前对于生猪养殖的环保督查愈发严格, 但生产效率的提高使猪肉供给没有受到太大影响, 因而猪肉价格尽管可能已经同比触底, 但没有较强的上行动能。

图表14: 存栏量同比跌幅扩大但猪肉产量同比转正, 可能由于生产效率提高


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 猪肉价格同比涨幅与猪肉产量(出栏)同比的负相关性较强


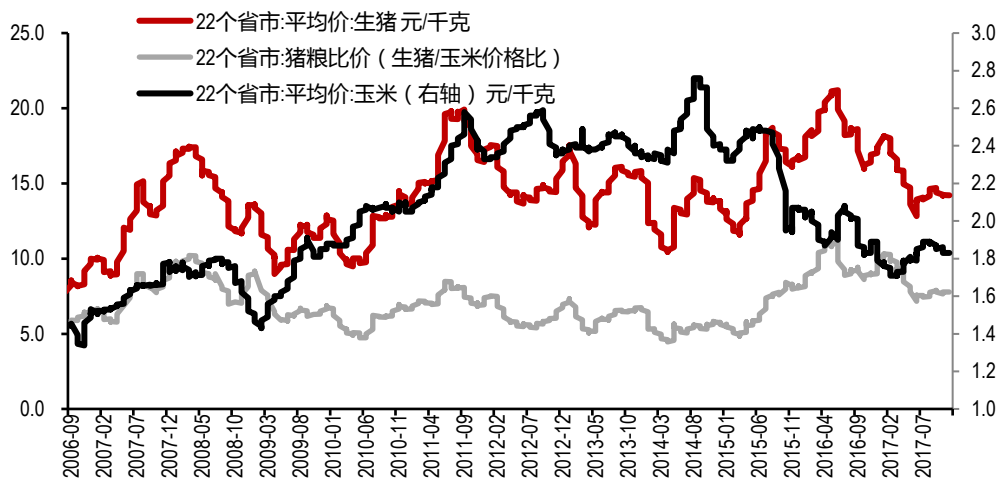
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们再从猪粮比的角度, 观察当前养猪行业的盈利情况。广义的猪价分为仔猪、生猪和猪肉三个层面, 其中仔猪均价最高, 生猪均价最低, 猪肉均价则介于两者之间。玉米是生猪的主要饲料之一, 猪粮比的定义是生猪价格和玉米价格的比值, 根据一般经验, 当猪粮比在 6.0 左右时, 生猪养殖基本处于盈亏平衡点。在本轮猪周期当中, 从猪价开始启动上涨的 2015 上半年至今, 猪粮比始终高于 6.0, 最高在 2016 年 6 月达到过 11.2; 当前猪粮比在 7.7 左右, 意味着生猪养殖行业仍有盈利空间。

需要注意的是, 本轮猪粮比在 15-16 年间大幅上行, 同时对应着 2015 年猪价的上行和玉米价格的下跌。玉米价格从 2014 年 9 月最高 2.8 元/公斤下跌到 2017 年 2 月的 1.7 元/公斤, 跌幅达到 40%, 主要原因包括 1) 玉米国储库存爆仓; 2) 农业供给侧改革的重要一步: 取消临储收购政策、改为“市场化收购+补贴”, 使得玉米价格失去了国家收购价托底的重要支撑, 同时也增大了市场流通的供给量; 3) 国际玉米价格下跌、玉米和替代粮食的进口量上升。

今年玉米价格出现了小幅反弹, 但主要原因可能在成本端, 上述三条当前压制玉米价格的基本逻辑并未产生变化。当前的猪粮比水平仍高于盈亏平衡线, 即使玉米价格后续再出现一定程度的上涨, 生猪养殖企业也能够维持一定的盈利, 不一定会迅速传导到猪价端, 使猪价出现明显上行压力。从猪粮比角度出发, 得出的结论和存栏/出栏角度类似, 即猪价同比跌幅可能温和收窄, 但没有较强上行动能。

图表16: 生猪价格、玉米价格和猪粮比价

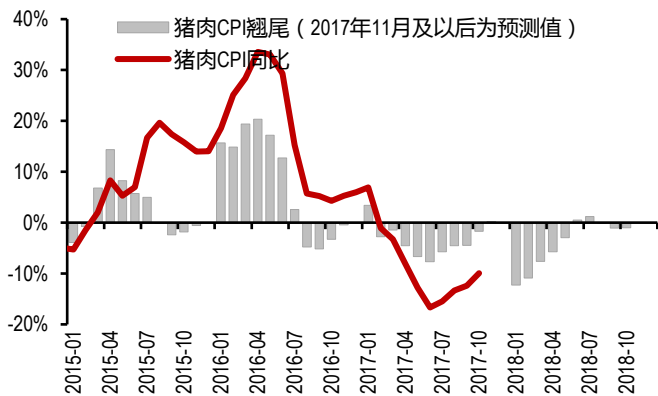


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

最后,从猪周期时长的历史经验来看,猪肉价格从同比增速达到高点到同比触底一般经历一年左右;从2016年5月同比见顶起算,猪价存在2017年中触底的预期。尽管受益于生猪养殖业规模化带动的生产效率提升,今年前三季度猪肉产量同比都维持小幅上涨,但环保限产政策影响仍值得重视,我们认为猪肉供给仍将受到一定的潜在冲击。今年三季度以来,猪价受到养殖业环保治理力度加强的因素催化,环比出现上涨,猪价CPI同比跌幅在今年6月见底,已经连续四个月收窄(截至2017年10月)。由于2017年四季度猪肉价格对应的基数仍较高,预计四季度猪价同比跌幅大概率继续温和收窄,猪价同比超预期大幅上行的可能性较小。

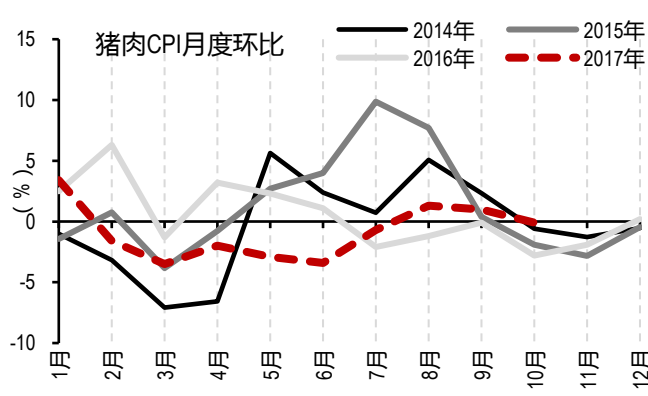
从猪价环比的季节性规律看,一般在春节月份过后的3月都会环比下跌,4-5月环比的季节性不明显,6-8月环比大多为上涨,9-10月下跌,11月开始环比跌幅收窄,从12月开始到春节前,受到需求带动、价格再度上涨,季节性在年中和年末表现的较为明显。从今年年中开始的一波猪价环比反弹,可能在进入四季度以后就将受制于季节性因素而暂告一段落,目前已经基本验证,猪肉价格并未出现大幅上行。从翘尾因素来看,2018年1-5月猪肉CPI的翘尾因素大概率仍为负,但将逐月收窄,2018年6月猪肉CPI翘尾因素或将转正。结合此前两轮猪周期时长的历史经验,我们维持对明年猪肉CPI同比跌幅继续温和收窄,最早可能等到明年年中同比转正的预判。

图表17: 明年2-4月鲜菜CPI翘尾因素显著回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 今年猪肉CPI各月度环比和2014-16年历史表现的对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2.2.3 中性预期 2018 年油价中枢有望维持在 65 美元

在上文中，我们回顾了我国历史上通胀出现较大幅度上行的时段，可见猪价和油价分别对食品和非食品价格篮子具有较大影响力。当两者上行波段相互叠加时，CPI 往往面临较大的上行压力。今年一季度油价同比涨幅较大，但猪肉价格处于同比下行区间，再加上菜价的超预期因素影响，所以通胀压力并未显现。但进入三季度以来，油价出现较为显著的反弹，布油价格已经涨到 65 美元左右，而同期猪价同比跌幅也已经触底缩窄，综合考虑地缘政治、金融投机和需求复苏等因素，明年油价存在继续上行的可能性，将是 2018 年通胀走势的重要影响变量。因此，我们有必要对明年原油价格趋势进行细致的分析。

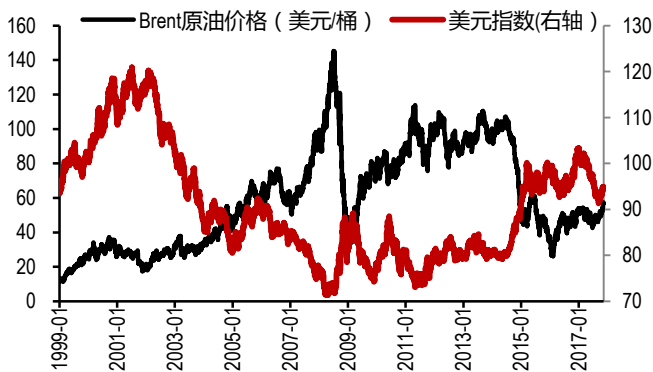
油价的影响因素，可分为金融因素和非金融因素两大类。首先从金融因素而言，油价受到美元指数的强弱、以及金融机构的炒作因素影响。美元指数与大宗商品价格之间存在一定的负相关性，因为美元的强弱不仅从大宗计价货币的角度对其价格产生直接影响，而且由于美元走强的动能来自美国和其他经济体的动能差异，美元周期的背后也暗含着全球经济增长的大周期。当美元进入强势周期时，新兴市场承受资本流出压力，经济受到冲击；当全球都逐渐进入一致复苏时，美元的比较优势就被削弱，开始进入弱势周期。**我们认为本轮美元强势周期已经见顶，明年美元指数大概率维持震荡下行格局，中枢可能低于今年，对油价形成一定的利好。但在本轮美元强势周期结束前，油价可能很难迎来大幅反转。**

同时，原油作为重要能源产品，也有很多对标的金融衍生品，金融机构的炒作也是影响油价的重要因素。当市场接收到利多/利空油价的信息、油价存在上涨/下跌的预期时，金融机构对原油期货往往会有大手笔的增减持，这往往会放大油价的波动。

影响原油价格的非金融因素，又可再细分为需求端和供给端。在需求端，2017 年全球经济的一大重要特征是美国、欧元区、英国等主要经济体先后确认进入弱复苏，中国经济的韧性强于预期。从历史经验来看，油价与全球经济增长、尤其是主要经济体 GDP 增速之间存在正相关性，需求的向好将有望带动油价中枢温和抬升。

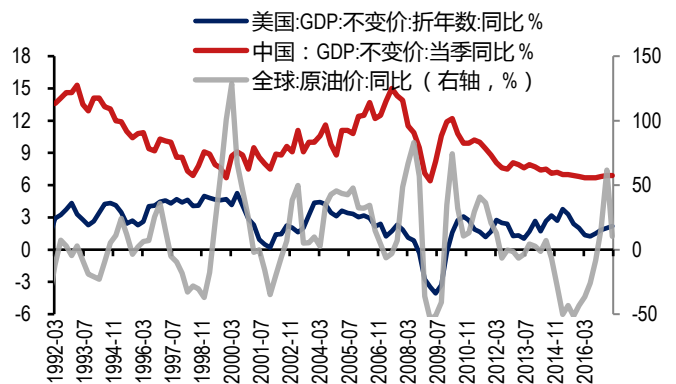
对中国而言，我国对全球原油消费边际增量的贡献率在最近十年间出现明显增长。根据我们的测算，2005~2010 年间，中国原油消费增长对期间全球原油消费增长的贡献率超过六成；2010~2015 年，中国对期间全球原油消费增长的贡献率为 41%，中国的原油消费增速远高于全球整体水平。**中国经济需求侧韧性较强，对今年油价中枢形成了一定支撑。不过需要重视的是，未来新能源汽车替换传统汽油动力汽车、乙醇作为替代能源等，都可能制约着油价进一步上行的空间。**

图表 19： 油价和美元负相关性较强



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 20： 油价和全球经济需求复苏的正相关性较强



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从供给端而言，我们认为，美国页岩气产能扩张、开采成本下降，以及中东-俄罗斯执行原油联合限产协议，是产生对立面影响的两大核心因素。

2016年12月10日,OPEC与部分非OPEC产油国达成了2001年来首个联合减产协议,非OPEC产油国同意减产55.8万桶/日以配合欧佩克的120万桶/日减产计划,非OPEC国减产额度中将有30万桶/日由俄罗斯贡献,该计划从今年1月开始正式执行。消息使得油价从46美元拉升至55美元/桶的2017年一季度中枢水平。今年5月,在减产期限临近到期之际,OPEC与俄罗斯等国同意将原油减产协议延长9个月至2018年3月,维持总共约180万桶/日的减产幅度不变。在不限制伊朗、利比亚和尼日利亚产量的基础上,没有新的非OPEC产油国加入减产计划。但此次延长限产协议消息放出后,油价不涨反跌,今年二季度末一度跌回45美元/桶左右。

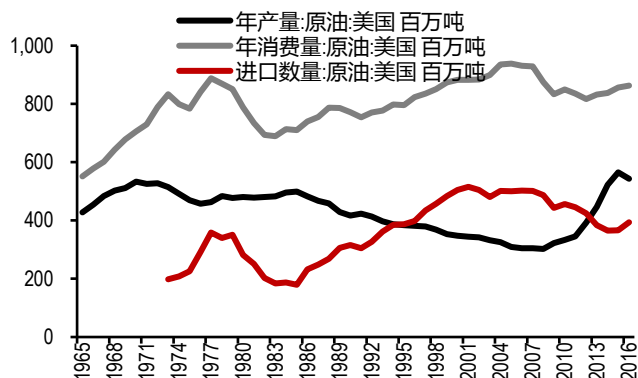
为何同样是限产协议,今年5月宣布延期后市场的反应和去年不一样?其一,OPEC和非OPEC协议压缩的总产能(180万桶/日)只占全球当前总产量(今年3月为9630万桶/日)的不到2%,压缩产能对基本面改善的实际贡献有限;其二,联合减产协议本身存在道德风险,其他产油国看到油价反弹会存在扩产动机;其三,油价今年以来的同比涨幅较大,而美国页岩油生产技术改进后开采成本下降,油价反弹已经触及部分页岩油企的成本线,页岩油钻井开工、复产的信息也会打压市场预期。综上所述,目前单纯的延长限产期限、而不是扩大限产规模,或许已经不能有效提振市场对油价的预期。延长原油减产协议期限的现实意义,是锁定了看空油价的区间下限,构成了油价的底部支撑。

美国的页岩油革命继续推进,已经成为约束油价不至于大幅上行的重要因素。美国原油产能从上世纪70年代开始一直到2008年前后,一度出现了长期下滑。同时,美国实施40多年的原油出口禁令要追溯到上世纪70年代,1973年OPEC宣布石油禁运,使美国经济遭受沉重打击(恶性通胀),此后为了满足国内工业需求,保障战略资源供给安全,降低对进口的依赖性,分别于1975年出台《能源政策和节能法》、1979年出台相关法案开始严格限制本国原油出口(主要针对未经过提炼的原油)。美国原油出口量2000~2003年间最低时只有100万吨/年左右。产量下滑、限制出口、进口上升,2000年左右时,美国原油供给对外依存度曾经上升到60%左右。

但是,在美国重新推行能源独立政策的背景下,页岩气革命开始酝酿并在2008年以后迅速爆发,从2008年起,美国原油总产量终结近40年的长周期下跌。据EIA数据,截至2017年1月,七大页岩油区块产量473万桶/日,已经占到同期美国原油产量885万桶/日的53%。在页岩油革命推动下,美国原油总产量快速上升、进口量下降,对外依存度近年回落至45%左右,对原油的出口限制也有所松动,重新开始对外出口原油。

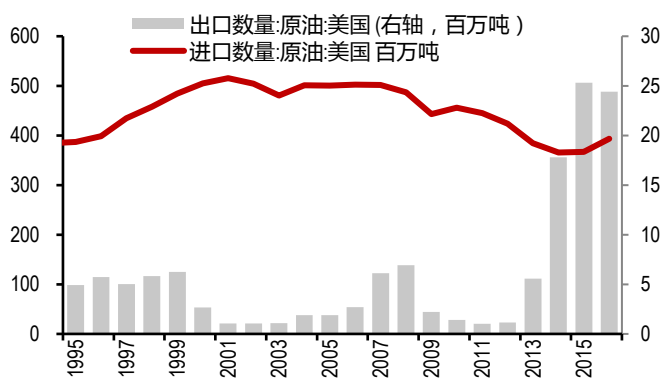
“页岩油革命”将进一步改善美国的能源成本竞争力。美国原油生产成本下行(当前在45-55美元油价区间已经可以盈利,而2014年时做不到)、产能扩容,也在逐步挑战现有国际原油市场格局。美国的原油生产、钻井开工和库存的数据信息越来越受到全球原油市场重视,在美国选择不参与产油国限产协议的情况下,页岩油产能扩张、成本下降是压制油价中枢难以强势上行的重要因素。

图表21: 2008年前后是美国原油进口量和产量变动趋势的重要分水岭



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 美国原油进口量近年来整体下行、开始释放原油出口



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

地缘和政治因素也对油价有重要影响。暴恐袭击、地缘冲突，政局不稳等因素都可能在一段时期内推动油价上涨，市场尤其关心全球原油重要输出地区——中东的地缘局势。以今年三季度以来推动油价反弹的因素为例，7-8 月是受益于美元指数走弱，9 月至今则受益于主要经济体需求改善的预期、中东地缘局势紧张、金融投机因素的助推。近期沙特王储萨勒曼掀起以“反腐”为名义的内部政治斗争，多位沙特王子落马。萨勒曼对伊朗、卡塔尔等周边邻国的态度偏鹰派，目前沙特国内政治斗争激化，出于对未来沙特政局、国家发展战略不确定性的担忧，布伦特油价从 10 月下旬以来升破 60 美元。

图表23： 近三年来的布伦特油价表现回顾



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，长期来看，油价未来走势将联合取决于产油国限产协议的继续推进、美国原油生产能否继续挑战现有全球供给格局，以及本轮美元强势周期何时结束，全球需求端何时显著复苏。我们认为 2018 年，即使存在全球需求复苏、地缘政治因素拉动等正向影响逻辑，但受制于页岩油生产、美元可能出现阶段性反弹、新能源替代等因素，油价持续快速上行的可能性较低，我们中性预测 2018 全年布伦特原油价格维持在 65 美元的中枢水平。在这样的情境下，类比历史阶段，2018 年布伦特油价同比走势将较为接近 2011 年、但涨幅高点（约+40%）仍低于 2011 年当年的表现（高点涨幅约+55%）。我们也测算了布伦特油价到 2018 年底继续逐渐上涨至 75 美元/桶的情景对国内通胀的影响，当做通胀上行风险来提示，请参见本文最后一部分。

2.2.4 油价专栏：原油的基准定价模式，以及当前供需基础数据

官价和会员价：70 年代以前，国际原油贸易主要集中在几家大的石油公司之间，进行所谓的会员制的交易。而国际原油的价格主要由生产国政府，受这些大油公司的影响，考虑到一些供需关系的因素，然后制定严格的价格，并在交货港以 FOB 的形式销售。到了上世纪 80 年代，现货市场逐渐成熟起来，原油贸易逐渐受到现货交易边际效益的影响，在大量交易的背后，使现货市场逐步具备了价格发现功能，与此同时引发的原油价格定价方式的变革，从而逐渐的替代了由政府决定的定价方式。在 80 年代中期，几乎所有的 Term-Contract 都直接或间接的以现货市场价格来定价。

现货基准价 (Benchmark)：80 年代现货市场的繁荣得益于现货基准价 (Benchmark) 机制的出现，用来作为相似品质，临近产区的原油价值评定的参考指标。另外，在一定程度上方便了交易双方的议价，有利于扩大交易水平，提高市场的流动性。因为 Benchmark 基准的原油品质标准统一、产量较高、供应链安全，以及销售途径多样，市场此后逐渐使用并接受了 Benchmark 基准的成交方式。

欧洲原油现货的基准是 Dated Brent，是一种带船期的北海布伦特原油现货价格。最早的国际原油 Benchmark 是 Forties，但随后被产量更大的 Brent 原油所代替。但是到了 90 年代末期，Brent 原油的产量减少，因此到了 1990 年，将临近产区 Nlbian 的原油与 Brent 混合，组成 Brent Blend，从而稳定产量。但是到了 2000 年，价格上允许 Brent Blend 原油，UK Forties 原油，和挪威的 Oseberg 原油的互相转换。到了 07 年，挪威的 Ekofisk 原油也加入了进来，从而组成了现在的 BFOE (Brent、Forties、Oseberg、Ekofisk)。参考 Benchmark 欧洲定价的原油包括欧洲原油产区、大洋洲原油产区、西非原油产区以及俄罗斯乌拉尔油产区。

中东市场最早的 Benchmark 是阿拉伯轻质原油 (Arab light)，但是随后被 Dubai 原油所取代。虽然 Dubai 原油并不完全符合作为 Banchemark 的标准，但是他能够长期存在的主要原因是 Dubai 代表着高硫、重质这种现货的市场标准。随着产量的减少，Dubai 原油的价格发现功能逐渐被 Oman 原油所取代。Dubai 和 Oman 原油共同组成了中东原油价格的基准。特别是中东一些产油国家的官价也都是挂靠于这两种原油价格。参考 Dubai/Oman 价格体系进行报价的地区有中东、中亚以、俄罗斯远东地区以及绝大多数的亚洲地区。也就是说中国原油价格体系主要参考 Benchmark 中东的 Dubai/Oman 价格。

美国原油存在特殊情况，由于原油曾被限制运出美国，因此美国原油基准参考期货价格。1983 年，WTI 被选为 Nymex 交易所的期货合约品种。虽然 WTI 同样也不完全符合 Banchemark 的标准，主要是因为美国对于战略能源物资限制出国，所以它只能在内陆交易，因此远离国际市场。WTI 成功成为 Benchmark 的关键就是交易的流动性很好，同时交易所里面的期货交易量大。但是也存在不稳定性，主要是因为内陆的管线运输，使 WTI 可能因为一些与其本身生产并不相关的因素的影响。比如其它州的产量过剩，某个小的管线的破裂，某次交易的挤兑现象，甚至天气原因。美洲大陆除个别南美洲国家以外都参考 Benchmark WTI 进行定价。

当前全球交易最为活跃的原油期货有三个，英国洲际交易所的 (ICE) 的北海布伦特 (BRENT) 原油期货、纽约商品交易所 (NYMEX) 的西德克萨斯轻质原油 (WTI) 期货以及迪拜商品交易所 (DME) 的 Oman 原油期货。原油期货由于具有交易活跃，原油价格发现、风险对冲以及投机交易功能成为了其最主要功能，在 BRENT 和 WTI 市场很少有交易者直接通过原油期货来进行交割，部分亚洲参与者直接交割 DME 交易所购买 OMAN 原油期货。

我国油价参考哪个基准？首先，我们认为在研究油价对物价的冲击之前首先要搞清楚油价应该参考哪个原油基准，因为原油运输成本较高，不同产油区之间的基准价格虽然长期走势基本一致，但是也有可能出现阶段性的偏离。其次，原油价格对于 PPI 的影响更为直接，因为原油本身就是石油化工工业的上游原材料，直接决定了石油化工品的出厂价格，而且原油炼化成品油价格则会影响运输价格，形成价格的进一步向下游传导。最后，CPI 和原油之间的关系主要是原油传导至成品油价，再由成品油价格向居民 CPI 传导。

我国原油消费的对外依存度逐年上升，目前已经接近 70%，也就意味着本国资产原油价格权重仅为 30%，海外原油价格变化对我国影响更大。我们按照产地统计了我国进口原油参考的价格基准，大致测算了所参考的价格体系。我们发现，从中东地区进口的原油主要参考 Benchmark 中东，从该计价体系下进口的原油占比虽然逐年降低，但是目前依然占到 45%；我国从俄罗斯、西非以及澳大利亚进口的原油主要参考 Benchmark 欧洲，占目前进口原油的 40%，但是我们认为这一比例是被高估的，因为俄罗斯的乌拉尔油参考 Benchmark 欧洲，但是俄罗斯的远东油则参考 Benchmark 中东，但是海关数据并未将俄罗斯原油按照产地做区分。剩下约占 15% 的原油进口则来自于加拿大、美国等美洲地区，参考 Benchmark WTI。

尽管各类国际基准油价之间存在一定价差，但其价格波动的走势高度一致。在本文中观察油价对通胀的影响时，我们均选取最具代表性的 Brent 油价，观察其同比涨幅与 CPI 各类别同比增速的关联性。本文中如无特殊说明，我们提到的“油价”均指代布伦特原油价格。

原油作为商品，其供需基本面是原油价格的基本要素，分析原油价格的前提就是研究全球原油的供需基本面。原油作为全球最为重要的商品之一，是社会经济运行中的发动机，因此世界上有很多国际组织都会对全球原油能源市场有专门的研究。主要的国际能源组织包括石油输出国组织（OPEC）和国际能源署（IEA），经济合作与发展组织（OECD）和世界银行（World Bank）也均设有专门研究能源供需的部门。我们使用了 IEA 的最新供需数据来分析当前的原油市场供需平衡，因为 IEA 作为原油市场的中立组织调查数据相对客观，不存在类似于 OPEC 数据带有倾向性观点。

图表24：全球原油需求量（2015-2017年）：mb/d（百万桶每天）

国家或地区	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3
美洲	24.55	24.74	24.47	24.97	24.97
(美国)	19.53	19.69	19.49	20.01	19.9
欧洲	13.83	14.05	13.89	14.25	14.58
亚太地区	8.06	8.12	8.56	7.76	7.83
OECD 国家总计	46.44	46.91	46.92	46.97	47.39
前苏联地区	4.55	4.75	4.59	4.76	5.02
欧洲非 OECD 地区	0.69	0.71	0.7	0.74	0.73
中国	11.56	11.87	12.51	12.66	12.11
亚洲其他地区	12.4	12.9	13.2	13.4	13
拉丁美洲	6.71	6.56	6.45	6.57	6.68
中东地区	8.37	8.26	7.91	8.45	8.79
非洲	4.09	4.13	4.36	4.22	4.12
非 OECD 国家总计	48.37	49.22	49.7	50.84	50.47
全球总计	94.81	96.13	96.63	97.81	97.85

资料来源：IEA，华泰证券研究所

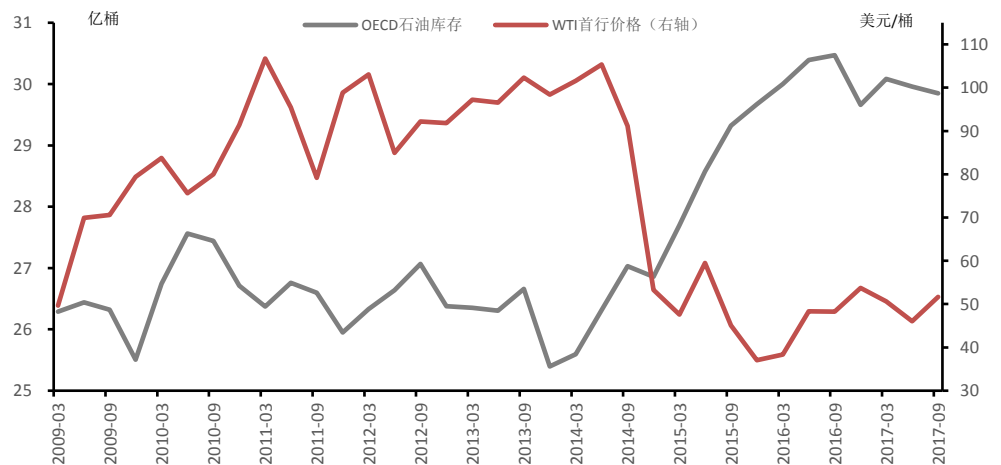
从原油供需数据可以看出，2017 年全球原油需求前三季度同比增速 1.35%，相比去年有所放缓，中国和美国两大石油消费国都有正增长，但是美国前三季度同比增长仅有 0.3%。中国前三季度同比增长 4.66% 有所反弹，我们认为这主要是和汽车销售维持高速增长有关，车用成品油需求旺盛。从原油供给方面可以看出，2017 年原油供需基本平衡，全球原油库存不再快速上涨。

图表25： 全球原油供给量， 2015-2017， mb/d（百万桶每天）

国家或地区	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3
美洲	20	19.5	20	19.8	19.9
(美国)	14.04	13.63	13.81	14.11	14.3
欧洲	3.5	3.5	3.7	3.5	3.4
亚太地区	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
OECD 国家总计	23.9	23.4	24	23.7	23.8
前苏联地区	14.1	14.2	14.5	14.4	14.3
欧洲非 OECD 地区	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
中国	4.3	4	3.9	3.9	3.8
亚洲其他地区	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5
拉丁美洲	4.6	4.5	4.6	4.5	4.6
中东地区	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
非洲	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8
非 OECD 国家总计	29.7	29.4	29.5	29.3	29.3
加工盈余	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
生物燃料	2.3	2.3	1.9	2.5	2.8
非 OPEC 地区总供给	58.1	57.4	57.7	57.8	58.1
OPEC 地区总供给	38.4	39.6	38.9	39.2	39.7
全球总计	96.6	97	96.7	97	97.8

资料来源：IEA，华泰证券研究所

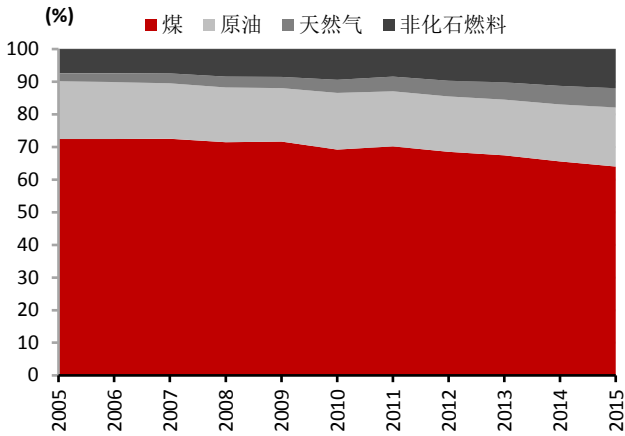
2014 年一季度，原油价格徘徊在 100 美元左右，美国页岩油开采普遍盈利。沙特为了打压页岩油争夺市占率，开始了价格战，全球原油库存快速上行，原油价格一路下行。2017 年 OECD 国家的原油库存依然处历史高位，全球原油供大于求的局面有所缓解，进入了一个边际供需基本平衡的状态。

图表26： OECD 国家原油库存和 WTI 期货价格走势

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

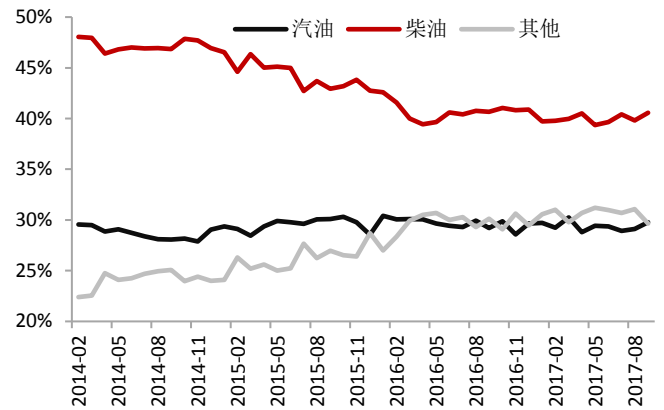
富煤、缺油、少气是我国自然资源储备的现状，煤炭依然是我国最为重要的能源，因为环保等因素煤炭用量占比逐年下降，清洁能源和天然气占比逐渐上升，原油的消费量则维持基本稳定。我们认为，原油的对外依存度过高成为原油消费占比上升的瓶颈，原油不仅是重要的能源品，更是维护国家安全的重要战略物资。环保和能源安全成为相互制约因素，我们认为天然气或者其它清洁能源将成为解决这一问题的突破口。我们认为，特朗普 2017 年 11 月访华期间，中美能源公司签订了天然气和页岩气能源合作协议，可以从侧面印证国家积极实施天然气替代煤炭的战略部署。

图27: 能源使用占比: 煤炭依然是我国主要的能源方式



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图28: 我国成品油消费占比: 柴油下滑, 煤油/LPG等油品占比上升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

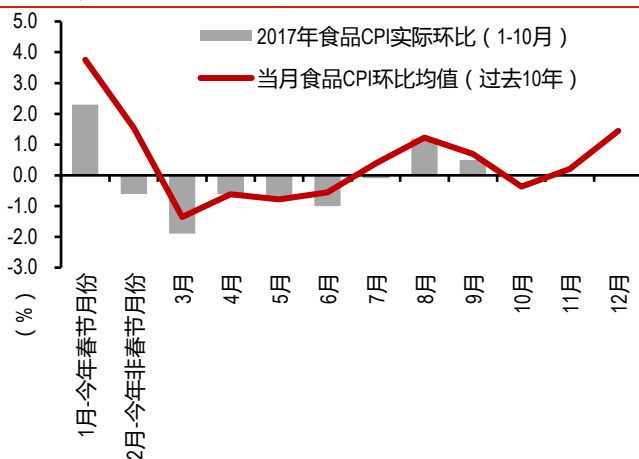
我国成品油表观消费量之中, 汽油和柴油合计占比在70%左右, 伴随着我国乘用车销售数据的持续向好, 汽油消费占比基本稳定在30%左右, 柴油消费占比则持续下滑。截至2017年6月, 我国汽车保有量2.05亿辆, 其中小型载客汽车保有量1.68亿辆, 大型载货汽车保有量仅0.23亿辆。在“其他”类别成品油消费当中, 增长较快的主要是航空煤油和液化石油气(LPG)。航空煤油的消费增长, 主要是受益于我国居民可支配收入增长、选择航空出行方式的占比上升, 而LPG的消费增长, 则是因为液化气相对于汽油更加清洁和环保。

2.2.5 中性预计明年食品CPI中枢显著上行, 非食品CPI中枢略低于今年

由于受气温(影响种植、养殖周期)、节假日(最典型的如春节)等因素影响, CPI环比表现具有较强的季节性。将今年1-10月份CPI的实际环比, 与2007年至今各年度对应月份CPI环比的历史均值作对比(2018年春节在2月, 在计算历史均值过程中, 已经考虑了历年春节所处的月份), 可见今年2月份食品CPI环比表现与历史均值差异最大, 春节错位因素也不能完全解释; 主要是今年2-3月鲜菜价格同比超预期大幅下跌所致。从二季度以来, 菜价同比下跌压力得到缓解, 食品CPI的环比表现基本符合历史季节性。同比而言, 从2月开始食品CPI同比转负, 但跌幅从4月以来逐渐收窄, 10月食品CPI同比-0.4%。

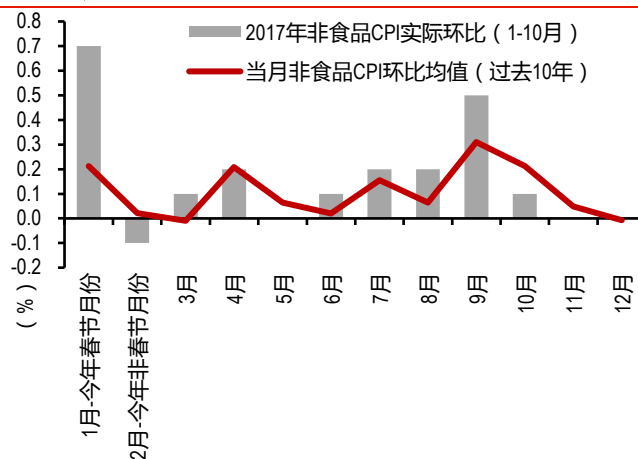
今年1-10月份, 非食品CPI环比明显高于历史均值的分别是1月和8-9月, 和PPI环比表现较强的月份对应, 年初主要受到油价涨幅较大的影响, 三季度则与PPI一样受到环保限产政策的拉动。环保限产涉及的行业较为广泛, 包括禽畜养殖业、造纸业在内的与消费相关性更高的行业都受到影响, 鸡蛋等产品价格出现环比上涨。同比而言, 今年非食品CPI表现相对稳健, 1-10月同比增速均值+2.3%、10月当月同比+2.4%; 剔除食品和能源的核心CPI, 1-10月同比增速均值+2.1%、10月当月同比+2.3%。

图表29: 年初以来食品CPI当月环比与历史均值的对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 年初以来非食品CPI当月环比与历史均值的对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

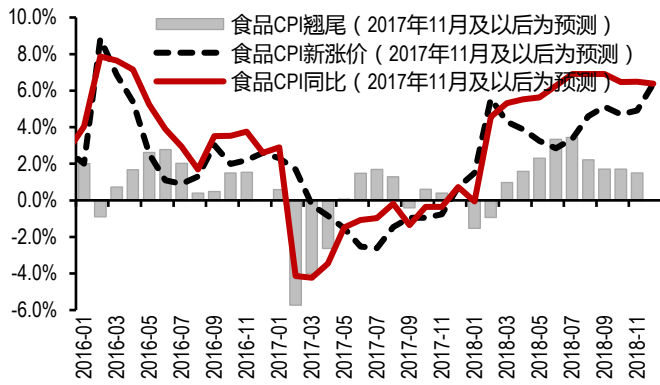
2016年初CPI篮子进行了调整,新八大类中增加了“其他用品及服务”,并将原来的“食品”调整为“食品烟酒”,各类权重也进行了修正,但仍公布原口径下的“食品”和“非食品”CPI数值。食品烟酒类CPI环比趋势与食品CPI高度一致;在其他类别中,居住、生活用品及服务、其他用品及服务CPI的历史波动较大;居住(主要因素是房租/水电等)、交通通信、其他用品及服务CPI同比增速与油价涨幅正相关性较高,但波动弹性远低于油价。我们中性预测2018全年油价中枢维持在当前65美元的水平,中性预测下,2018年油价同比走势较为接近,但涨幅低于2011年;因而预计相关行业CPI明年增速也较难达到2011年的水平。预估油价同比涨幅从2018年初到年中上行,明年下半年回落,到明年年末回落到同比持平,我们认为与油价涨幅正相关性较高的居住、交通通信、其他用品及服务类CPI增速明年也可能呈现先升后跌的走势。

此外,可能受益于居民可支配收入提高和消费升级,教育文娱CPI增速较为稳定;同时,受益于服务业领域价格改革的推进,服务业价格市场化将可能进一步带动相关行业CPI上行。今年医疗保健CPI远超整体非食品CPI,有望继续维持较快速度增长。

我们对明年食品和非食品CPI给出中性预测,首先从翘尾因素来看,预计2018年食品CPI的翘尾因素明显高于今年,高点在年中的6月和7月;预计非食品CPI翘尾因素基本持平今年。从环比涨价因素来看,食品CPI在2-4月将受到春节错位因素(2018年春节在2月中旬、今年春节在1月)推动,非食品CPI则主要受到油价上涨的带动。

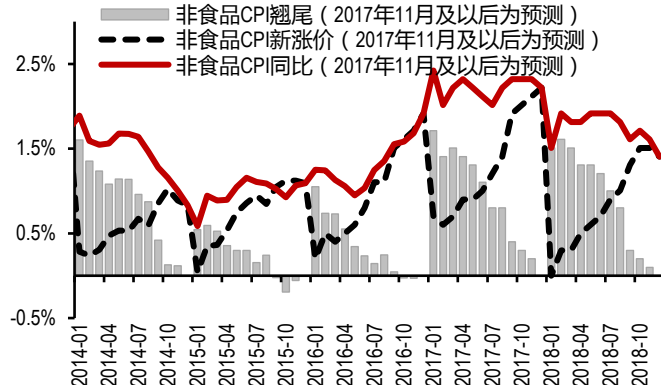
即使在不考虑极寒天气和禽畜疫情等突发性冲击、菜价和猪价的环比上涨较为温和的情况下,综合考虑翘尾因素,食品CPI同比增速从明年2月起仍可能显著上行、明年年中为高点,预测2018全年食品CPI同比增速均值为+5.6%(预测今年全年为-1.2%)。在中性预测下,2018各月份油价同比涨幅的均值及高点都低于今年,预计非食品CPI新涨价因素较今年小幅回落。预测2018年非食品CPI同比增速年初出现回落、随后上半年基本走平,下半年继续回落,全年非食品CPI同比增速均值为+1.8%(预测今年全年为+2.2%)。

图表31: 预计明年食品CPI同比较今年显著回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32: 预计明年非食品CPI整体同比增速略低于今年



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2.3 中性预测明年CPI中枢上行至+2.5%，整体维持温和通胀

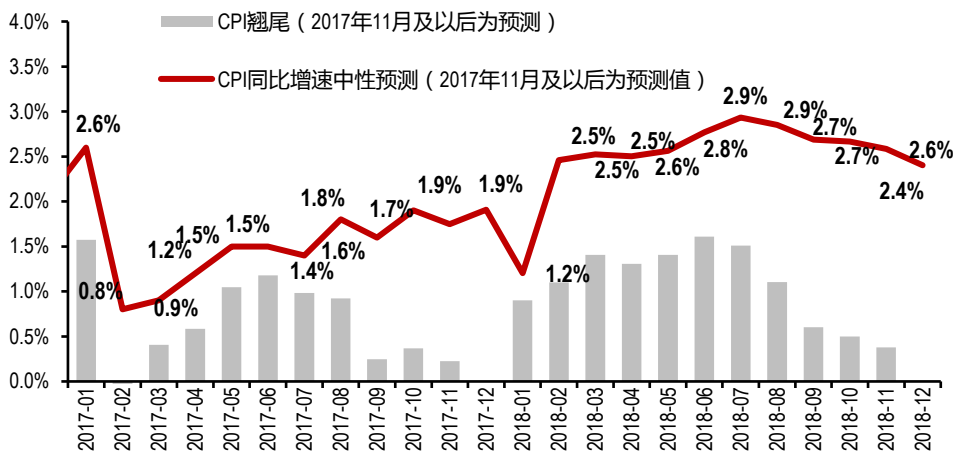
2017年初至今,CPI整体高点在1月份、同比为+2.6%,随后受菜价同比大幅回落的影响,2月份同比增速回落到+0.8%。从2月~10月,通胀基本维持温和上行,10月同比增速回升到+1.9%。我们预计2017年11月、12月CPI同比增速分别为+1.8%、+1.9%,今年全年CPI预测为+1.6%,和Wind一致预测相同。

我们中性预测明年CPI中枢上行至+2.5%，整体维持温和通胀。

综合上文所述,我们预计本轮猪肉价格周期已经触底,未来同比跌幅将温和缩窄,最快到明年年中附近同比转正;鲜菜价格今年2-4月同比跌幅较大、明年同期菜价同比可能由负转正;2018年春节在2月中旬,时间点较为靠后,明年春节因素对通胀的拉动将较今年延后(今年春节在1月份),影响主要体现在2~3月份。食品端的涨价预期可能成为今年四季度乃至2018全年支撑CPI中枢的重要因素。此外,中性预期原油价格中枢有望稳定在当前水平,居民消费升级和服务业价格改革等因素也将继续给予支撑,预计2018年非食品CPI增速中枢较今年略微回落,但高于2016年。

预计2017Q4的CPI均值为+1.8%维持温和通胀、2017全年CPI均值为+1.6%,2018全年CPI均值显著上行至+2.5%,四个季度均值分别为+2.1%、+2.6%、+2.8%、+2.6%,通胀走势先上行后回落。明年1月份通胀当月同比可能有较为明显的回落,主要是受前后两年春节错位因素的影响,随后2月同比增速或将显著反弹。预计明年通胀高点在年中的7-8月,通胀高点同比在+2.9%左右。从明年三季度末~年底,通胀将小幅回落,2018年末CPI同比在+2.4%左右。

图表33: 中性预测下,2018年CPI中枢可能上移到+2.5% (2017年11月及以后为预测值)



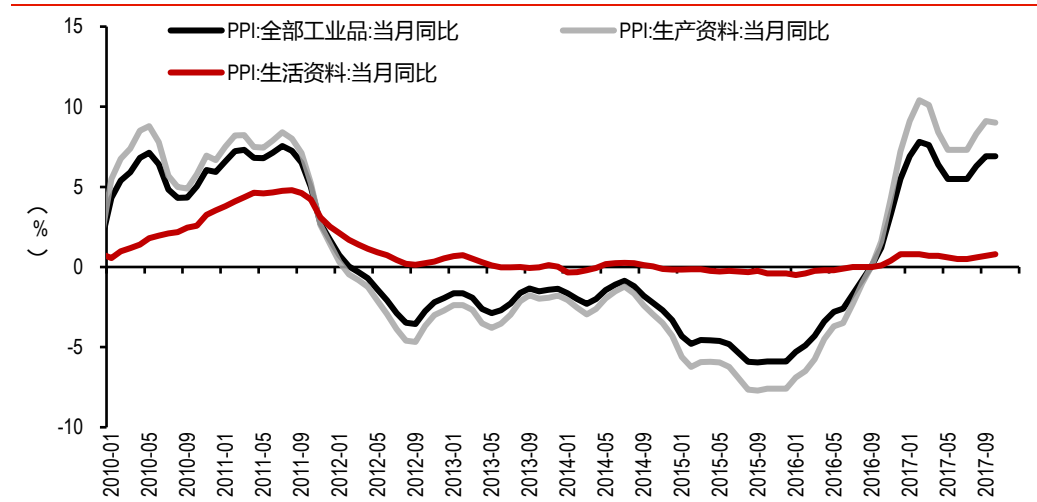
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2.4 PPI 及 PPI 向 CPI 的传导

2.4.1 2018 年，供给侧改革和环保限产仍将继续对 PPI 产生影响

今年一季度，PPI 在油价同比涨幅较大、供给侧煤炭钢铁等行业去产能继续推进的共同作用下，延续了从去年三季度开始的快速上行，年初至今的 PPI 同比增速高点在 2 月份，当月同比为+7.8%；今年二季度 4-6 月，PPI 环比涨幅回落到负增长，同比增速也对应下行；进入三季度以来，环保限产政策推进坚决、力度较大，环保限产相关各行业均面临“量缩价涨”格局，涨价行业的分布较为广泛，对 PPI 形成了较强的推动。同时，经济需求侧的韧性也强于预期，因而 PPI 环比涨幅重新转正，8/9/10 月 PPI 环比分别为+0.9%、+1%和+0.7%，PPI 同比也再度反弹，9 月 PPI 同比+6.9%。

图表34： 今年驱动 PPI 上行的主逻辑包括油价上涨、供给侧去产能和环保限产

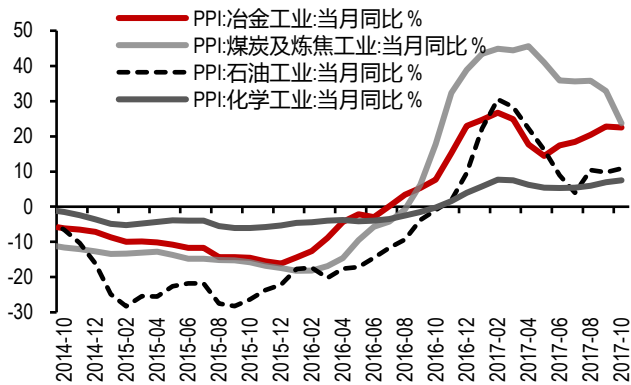


资料来源：Wind，华泰证券研究所

PPI 的核心影响因素，需重点关注上中游的工业采掘及原材料加工业，其价格波动较大，对 PPI 同比增速的贡献率也较高。一方面，我们认为今年在去产能的推动下，上游涨价向中游传导，推动中游行业出清和集中性提升，行业健康性得到改善；我们预计明年去产能仍将作为“十三五”重要工作内容得到落实，具体任务安排在今年年底的中央经济工作会议之后会得到进一步的明确。供给侧改革继续推进，中游行业出清，也有利于涨价向下游的传导。

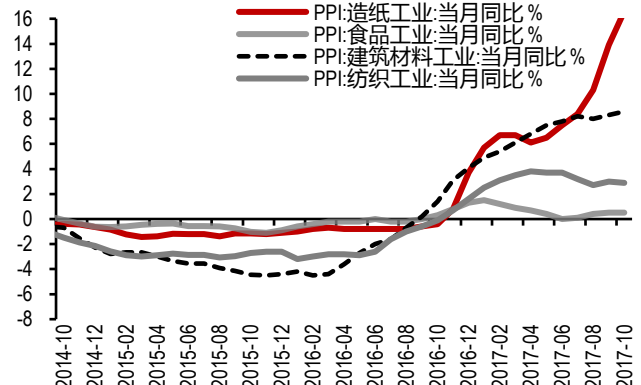
另一方面，尽管第四轮环保督查于今年 9 月中旬结束，但环保限产政策仍在继续推进、决心和力度较强，8~9 月 PPI 上中游的煤炭、黑色、有色、原油、化工、造纸等行业环比涨幅明显，甚至高于今年年初 1-2 月的涨幅。三季度以来，受环保限产影响而涨价的行业分布较为广泛，相对年初而言，涨价向中下游的传导更为顺畅，工业企业盈利阶段性改善的持续性较强。我们认为环保政策不是短期影响变量，而是中长期都需要重视的重要因素，2018 年环保限产仍将继续推进，PPI 环比涨幅将继续受到环保限产的正向影响。

图表35: PPI结构当中,上游行业的表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: PPI结构当中,中游行业的表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

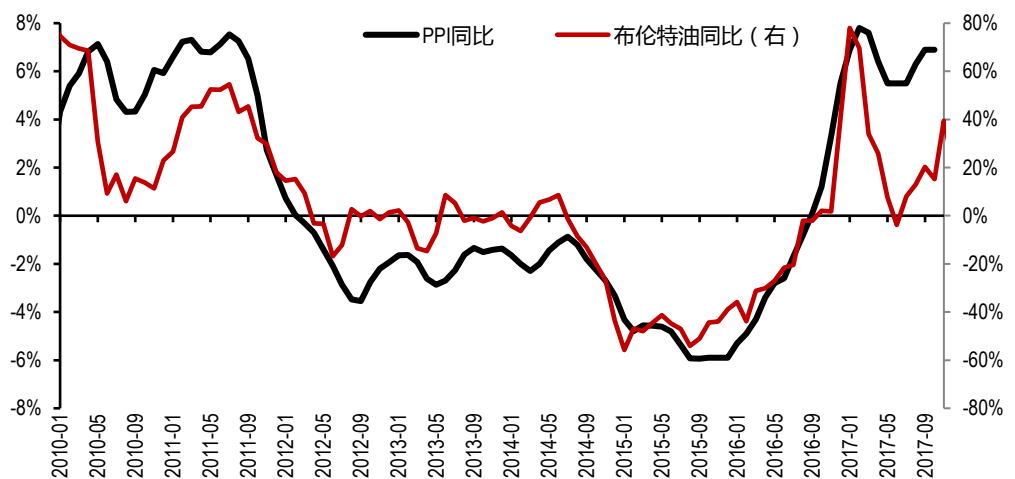
2.4.2 对明年PPI的趋势预测

对今年四季度,我们预计国内环保政策仍将继续推进,环保限产对工业生产价格端可能持续产生边际的正向影响,因而对四季度PPI环比维持上涨仍较有信心。考虑到去年四季度PPI和油价基数都上行的比较快,我们认为PPI同比增速四季度大概率将回落,到今年年末可能回落到+4.5%左右,但环保限产的边际影响仍然存在,周期股行情仍有持续性基础。我们对2017全年PPI同比的预测值为+6.3%,高于当前的Wind一致预期值+6%。

2018年,供给侧去产能仍会继续推进,我们预计PPI环比仍有上涨预期。环保限产政策具有中长期延续性,但边际影响可能有所减弱,PPI的环比涨幅可能相对温和。此外,油价同比涨幅和PPI同比增速的正相关性较高,中性预测2018年油价中枢维持在65美元左右,则油价同比涨幅高点将在明年8月、当月同比涨幅为+40%,明显低于今年3-4月份+70%以上的同比涨幅。我们认为明年油价中枢确实有可能继续温和上行,但油价同比涨幅突破今年高点的可能性较小。再加上2018年各月份,PPI同比的翘尾因素都要明显低于今年同期,我们认为明年PPI中枢大概率将较今年回落。

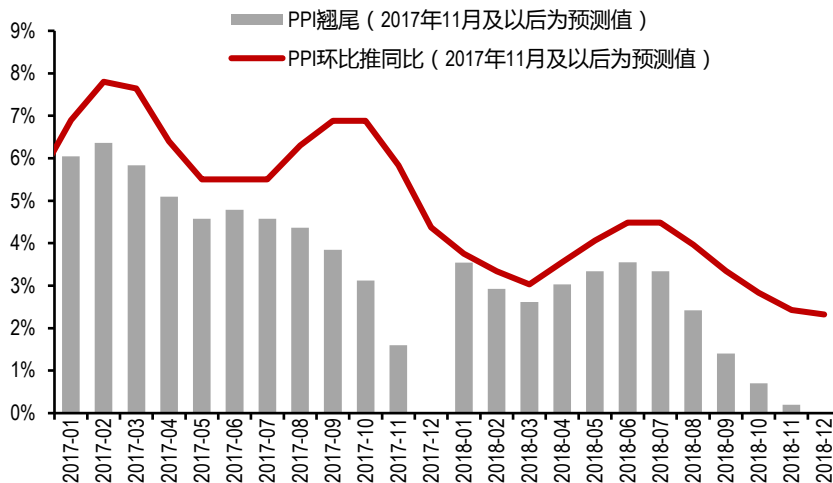
2017年前三季度的PPI均值分别为+7.5%、+5.8%、+6.2%,我们预计从2017Q4~2018Q4,PPI季度均值将分别为+5.7%、+3.4%、+4.0%、+3.9%、+2.5%,今明两年PPI全年均值预计分别为+6.3%和+3.5%。2018年PPI走势可能是倒U型,高点可能在年中的6~7月,高点的同比增速可能在+4.5%左右。

图表37: 油价同比涨幅与PPI走势间存在一定的正相关性



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表38: 预计2018年PPI中枢较今年回落,全年均值下行到+3.5%左右(2017年11月及以后为预测值)

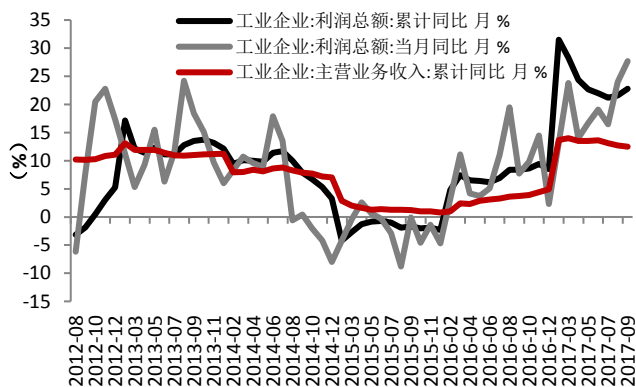


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2.4.3 上游行业涨价向中下游以传导效应为主, CPI 上行有助于消费类行业利润改善

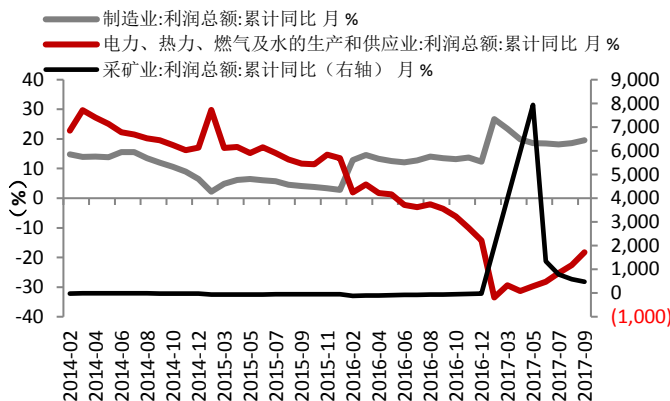
2017年工业企业利润增速实现了大幅修复, 主因是去年的较低基数和供给侧改革对原材料价格的推升。改善最为显著的是上游采掘行业, 在行业产量普遍缩减或增速趋缓的背景下, 主要得益于工业品价格的大幅上涨。2017年1-5月, 采矿业利润总额累计同比增长达7936%, 1-9月累计同比增长473.8%, 仍然显著高于其他行业。制造业今年也实现了较强的盈利修复, 1-9月累计同比增长19.6%, 相比去年底提高7.3个百分点, 但存在内部结构分化。电力热力燃气水的生产供应业1-9月累计同比下滑18.3%, 盈利仍在收缩区间, 且相比去年底跌幅扩大了4个百分点, 说明今年公共事业行业的盈利仍持续受到挤压, 主要是由于生产成本——发电用煤等价格上涨, 但是1-9月同比增速相比1-2月的-33.5%出现了15.2个百分点的提升, 说明年内利润有所改善。

图表39: 今年工业企业利润大幅修复



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表40: 采矿业利润改善明显, 制造业和电力热力行业利润也缓慢修复



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

上游原材料价格的上涨推升上游行业盈利的同时, 也加大了中、下游行业的成本, 因此市场存在上游行业价格上涨、盈利改善对中下游行业是传导还是挤压的疑问。我们通过对行业利润总额增速和毛利率(季调)数据的跟踪发现, 本轮上游行业价格提升和利润改善对中下游行业的影响以传导为主, 只有部分行业受到了持续的挤压, 但是传导存在显著的内部结构差异。实现盈利的较大范围的传导最根本的原因是今年我国经济的较强韧性, 使得中、下游行业需求保持稳健。

对于不同行业盈利改善的分化，我们认为，是否能够实现成本的转嫁主要取决于行业的竞争格局和议价能力，上半年主要影响因素是成本的上涨，下半年主要影响因素是供给的收缩。成本提高时，市场集中度较低的行业如果能够通过市场出清，淘汰小弱差企业，不论是通过订单的转移，还是行业集中度、定价权的提升，存活下来的企业都可以更加顺利地将成本转嫁给下游行业。市场集中度较高的行业，如前几年亏损严重、已经逐步实现产能出清的化工行业，成本的转嫁能力更强，因此在本轮周期中，盈利改善也更加迅速和持续。下半年环保限产对重污染行业的生产造成较大的扰动，在需求稳健的情况下，通过供给收缩，实现了议价权的提升。

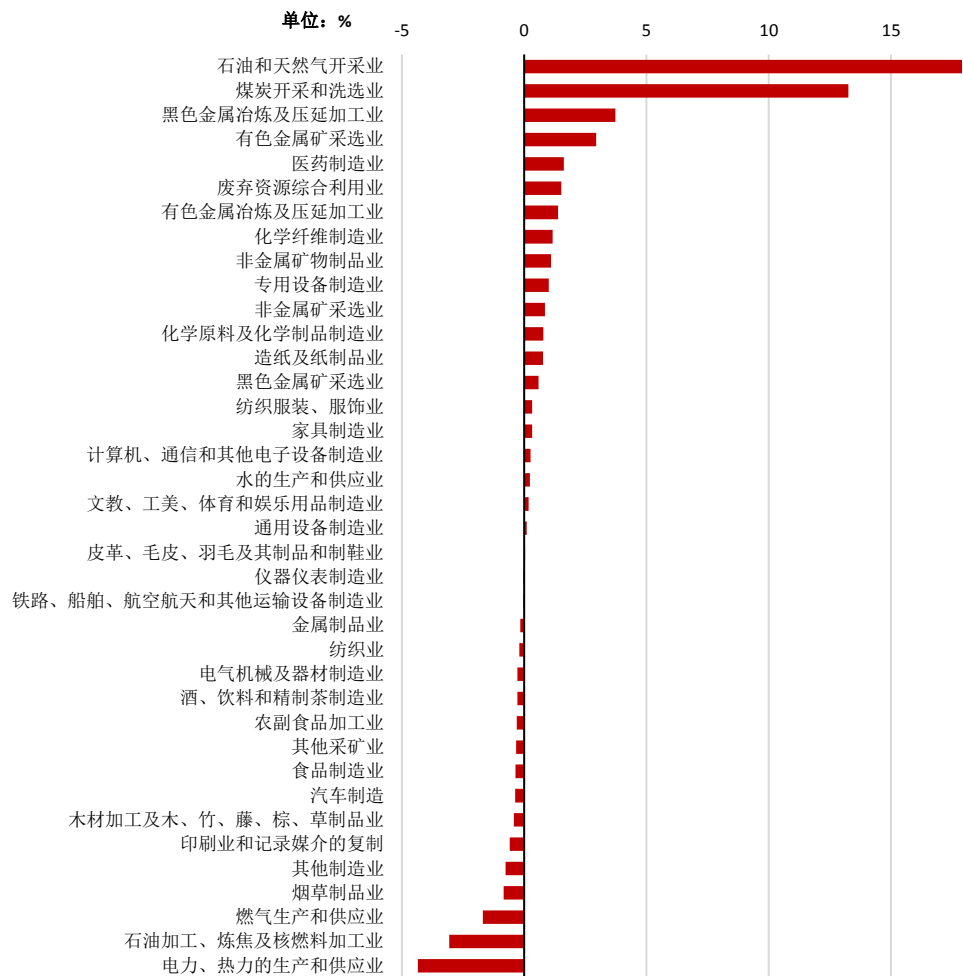
具体而言，我们主要得到以下结论：

1、整体来看，在盈利传递的过程中，利润上涨幅度弱于价格涨幅。其中，上游向中游传导较为顺畅，时滞较短，中游向下游只有部分传导，且时滞较长。

2、从利润总额增速来看盈利改善的行业结构分化，利润总额增速按大小排序，以黑色、有色、化工、造纸行业居前，其次为设备制造业，其次为酒饮料制造业、医药制造业、计算机通信设备制造业、文教娱乐用品制造业、纺织服装、家具制造业等。

3、从毛利率的角度来看内部结构分化，也指向同样的结论。毛利率的绝对值数据受到行业本身属性影响，如烟草制品业、医药制造业都属于垄断暴利行业，因此比较毛利率的变动更有意义。2017年三季度毛利率相比2016年初有明显提高的行业主要是黑色、有色、化工、造纸，其次为医药制造业、纺织服装、文教娱乐用品业、皮革毛皮制鞋业、酒饮料精制茶制造业，家具制造业和计算机通信设备制造业等。

图表41： 2017年三季度各行业毛利率，相比2016年初的变化百分点

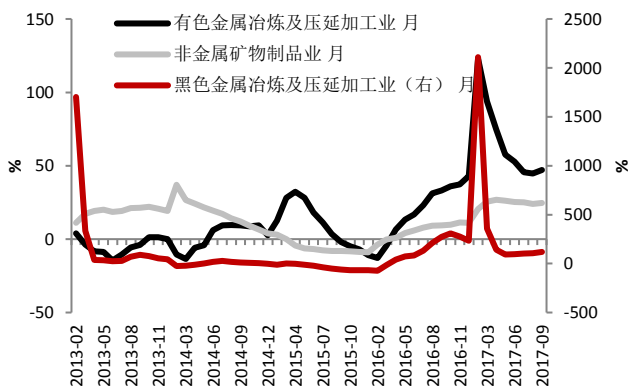


资料来源：Wind，华泰证券研究所

4、具体而言，按照盈利修复的不同表现，我们将行业分为 8 类。第一类是成本转嫁能力较强的行业，主要包括黑色和有色冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业。黑色、有色产业链是供给侧改革最受益的行业，行业出清集中度提高，成本转嫁能力强；非金属矿物行业的下游需求基建和房地产投资今年以来保持较好的涨势，对水泥形成稳定的支撑。

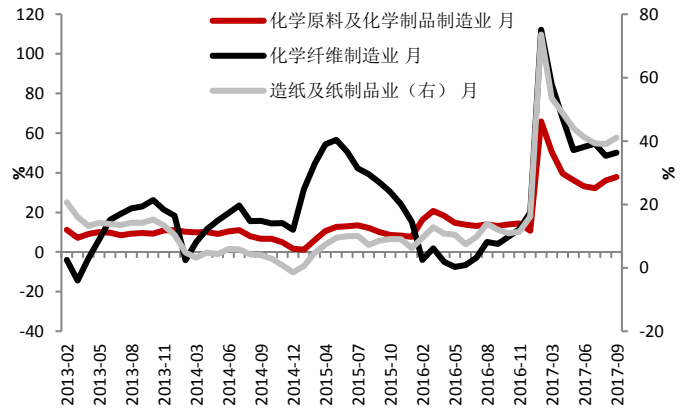
第二类是滞后传导的化工、造纸行业，主要包括化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、造纸及纸制品业，滞后期为 4-5 个月。化工行业传导较好主因是前几年行业盈利状况较差，落后产能充分出清，同时行业迎来大周期底部回升。化工和造纸行业都是传统的高污染行业，下半年受到环保限产的影响较大，行业内环保不达标的中小企业生产受到较大冲击，供需两方面共同作用，使得行业盈利更具持续性。

图表42：工业企业利润同比增速：黑色/有色加工业、非金属矿物制品业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

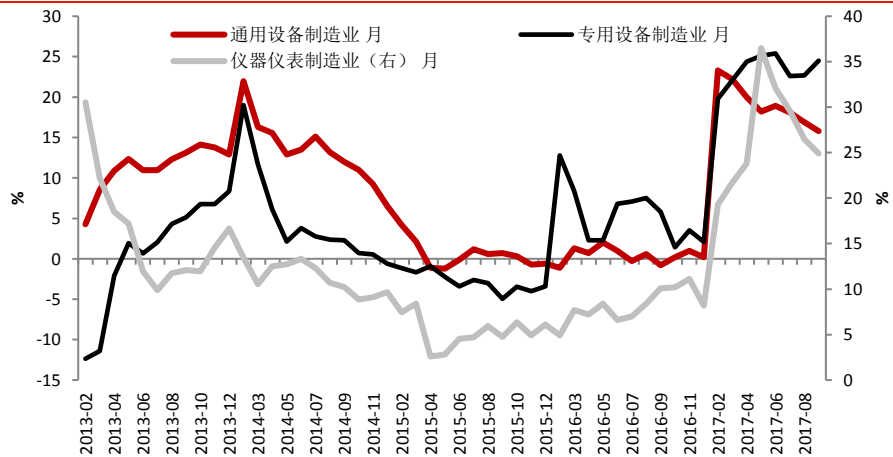
图表43：工业企业利润同比增速：化工、造纸类行业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三类是滞后传导的中游设备制造业，主要包括通用设备制造业、专用设备制造业、仪器仪表制造业，2016 年底开始实现盈利的传导。但是，设备类行业的毛利率改善幅度相对其他行业较低，目前利润增速也已经有所回落。

图表44：工业企业利润同比增速：中游设备制造业



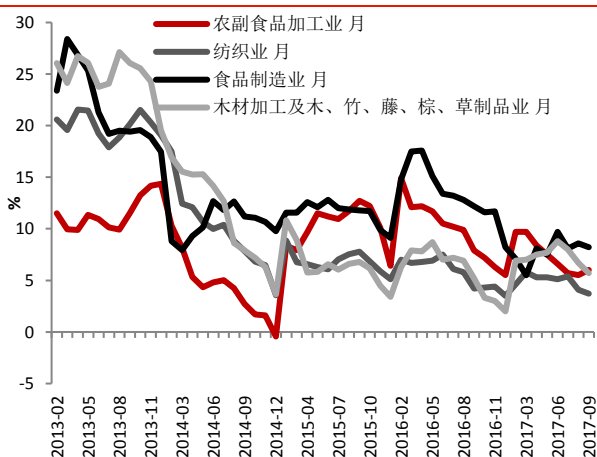
资料来源：Wind，华泰证券研究所

第四、五、六类是我们将消费类行业一分为三，区分盈利改善的不同状况。实际上，上、中、下游行业的利润影响因素有所差异，上游行业盈利主要取决于上游原材料价格，即上游行业 PPI 指数。中游行业盈利主要取决于上游和中游 PPI 之差，而下游行业盈利则取决于中游行业 PPI 与 CPI 之差，这也与收入水平密切相关。由此，我们将消费类行业细分为三类，首先是生活必需品消费类行业，去年至今分别经历了盈利受挤压-传导-挤压的过程，主要包括农副食品加工业、纺织业、食品制造业、木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业。2017年1-3月，这些行业盈利出现明显改善，4、5月份新增利润占工业总新增利润比重有所提高，我们认为这主要是受到年初以来工业企业利润修复，居民收入提高的催化。但由于此类行业高度竞争，以及必需品较低的需求弹性，对应项目的 CPI 增速提升幅度不大，因此利润改善并不持续，目前已经重回盈利挤压阶段。

其次是对标消费升级的消费类行业，主要包括医药制造业、酒饮料精制茶制造业、纺织服装服饰业、计算机通信电子设备制造业、文教娱乐用品制造业、皮革毛皮及其制品和制鞋业。这类行业盈利经历了先挤压后滞后传导的过程，且目前盈利较具韧性。

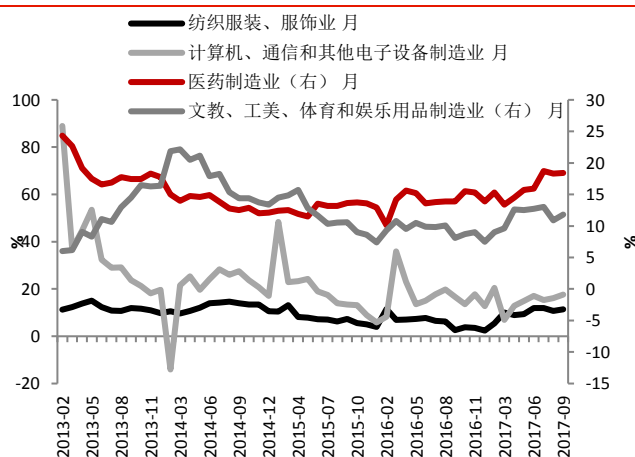
最后是可选耐用消费品行业，主要包括家具制造业、汽车制造业等。其利润受到传导还是挤压主要与对应产品销量相关。随着我国居民收入绝对值进入较高水平，汽车、家具等耐用消费品的销量与居民收入水平的直接相关性减弱，因此行业盈利状况受到消费刺激政策、消费者消费偏好以及商品房销售等因素的影响相对更大。

图表45：工业企业利润同比增速：生活必需品消费类行业



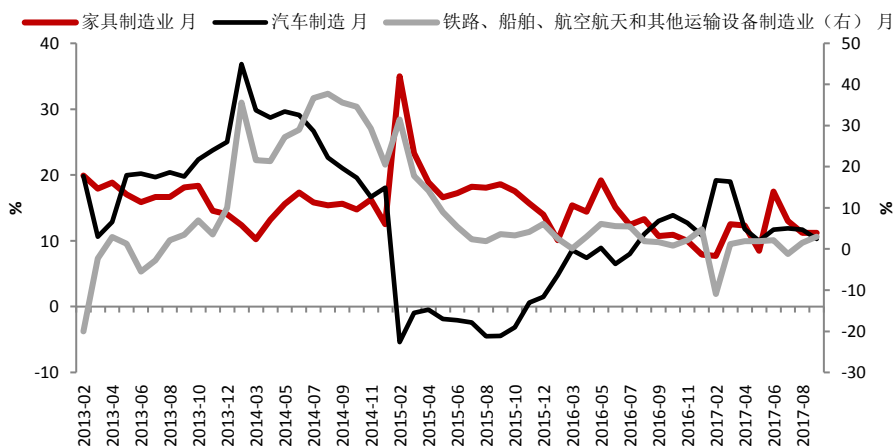
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表46：工业企业利润同比增速：对标消费升级的行业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表47：工业企业利润同比增速：耐用消费品行业利润能否受到传导，主要取决于下游需求

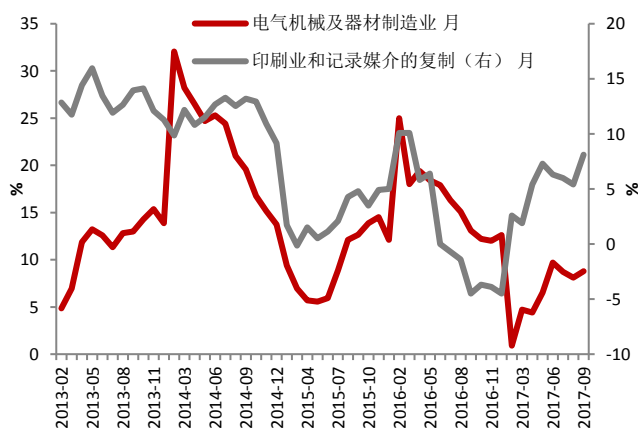


资料来源：Wind，华泰证券研究所

如果 CPI 中枢提升，是否有利于消费行业利润改善？我们认为会，因为 CPI 的抬升直接对应消费类行业收入的提高，在成本仍然稳健的情况下将有助于改善短期企业利润水平，但我们认为具体行业的盈利改善还需看 CPI 上涨的内部结构。同样从以上三类消费行业入手，使用相应 CPI 分项与其上游行业 PPI 之差的走势和行业利润增速走势进行对比，来说明这个问题。食品类和衣着类消费行业，近几年的利润走势与其 CPI-PPI 差值相关性降低，我们认为主要是受到必需品占总消费品比重降低的影响。从我国历史数据来看，收入水平的提高对必需消费品的影响是最直接的，今年我国居民人均可支配收入实现了快速的增长，在食品类 CPI 或将上行的情况下，明年必需消费品行业利润有上涨的空间，利润增速将高于今年。汽车、医药和教育文娱等耐用和可选消费品行业的利润改善与 CPI-PPI 差值相关性明显增强，但存在滞后性。汽车制造业盈利滞后价格水平约 1 个季度；医药、教育文娱等消费升级类行业滞后价格水平的时间更长，甚至在 1 年至 1 年半不等，也说明我国的消费升级是一个缓慢而持续的过程。

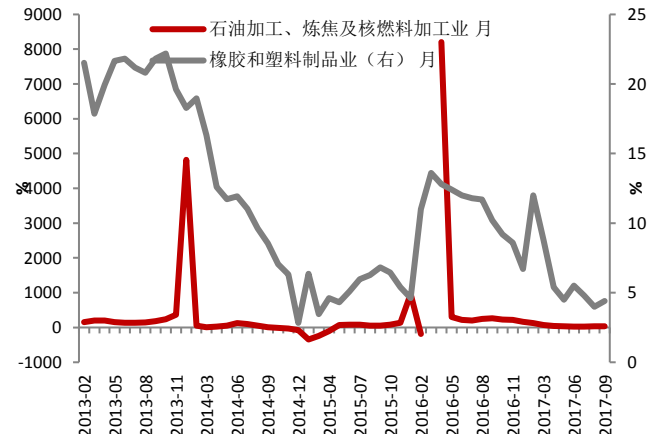
第七类行业盈利首先受到持续的挤压，近期有所改善，但改善幅度不强，主要包括电气机械及器材制造业、印刷业和记录媒介的复制。第八类行业是持续受到挤压的行业，石油加工、炼焦及核燃料加工业的盈利受到挤压主因是其上游石油开采行业和下游化工、医药等行业均较为强势。橡胶和塑料制品业盈利受到挤压主要是因为其下游主要需求汽车制造业今年以来销量低迷，对橡胶品需求支撑不足。

图表48：先挤压、目前盈利有改善：电气机械及器材制造业、印刷业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49：被挤压的行业：石油加工炼焦核燃料加工业、橡胶制品业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

综上所述，多数中下游行业都受到了上游行业的盈利传导，只有部分行业出现了较为明显的挤压。其中，盈利受到挤压较为明显的中游行业主要是石油加工炼焦、核燃料加工业、橡胶和塑料制品业、以及生活必需品消费行业。盈利受挤压较为明显的下游行业主要是家具制造业、汽车制造业等耐用消费品行业。

环保限产政策导致的供给收缩是部分中下游行业今年盈利有所改善的重要原因之一。我们认为供给侧改革仍将是未来几年我国经济发展的主基调，以环保限产为主要形式的市场化去产能仍将持续推进，因此我们认为，虽然各行业 PPI2018 年均将处于缓慢下行的阶段，并带动盈利水平逐步回落，但环保限产涉及到的相关产量受限行业利润增速将较为稳健不会失速下行，如黑色、有色、化工产业链相关行业。另外，随着今年我国居民人均可支配收入的提高，消费类行业明年利润水平仍有所提升，预计明年汽车市场产销增速向好，因此汽车制造业利润或将有所回暖，并带动其上游橡胶制品业走出泥沼。

2.5 价格体制改革回顾与未来三年的价格体制改革

改革开放以后，我国价格改革可以分为三个阶段，第一阶段是在价格闯关以前，双轨制是主要特征，第二阶段是价格闯关到十八届三中全会之间，商品价格逐步放开，服务价格（主要是垄断领域，如电力、电信、铁路、民航、邮政、城市公用事业等行业）基本管制，第三阶段是十八届三中全会以后，以促进市场发挥资源配置的决定性为理论前提，政府关注必须关注的少量领域，全面扩大市场定价范围，包括服务领域价格改革“管住中间、放开两头”的方向。

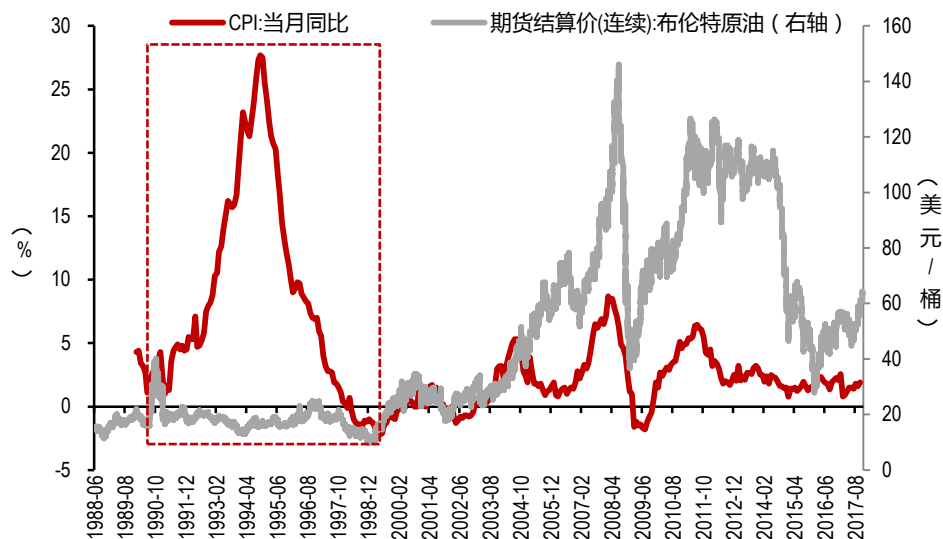
2.5.1 1988年-1992年的价格闯关和治理

回顾价格闯关的历史。1988年以前，我国“完善计划价格体制”的思路居主导地位，开始引入市场机制；改革的重点是调整价格结构；改革的方式是调放结合，以调为主。当时时代产物是物价局（从国家计划委员会分出后又并入）、供销社等。从农产品价格、到小商品价格逐渐放开，逐渐形成了很多产品分为“计划内”与“计划外”产品，计划外产品实行市场调节价，计划内产品实行政府定价的格局。1984年、1985年出现了比较严重的通货膨胀，政府不得不加大价格干预力度。此时，“计划经济为主、商品经济为辅”仍是价格形成的主调。

“价格双轨制”的结果是整个社会价格关系混乱，在市场价格应更多发挥作用的理论指导下，1988年5月，中共中央召开政治局会议，批准了全面改革物价和工资的计划，“价格闯关”改革开始。由于各种复杂原因，价格闯关一度失败和停止。但市场价格体系建立的方向没有改变，1989年11月，党的十三届五中全会通过《中共中央关于进一步治理整顿和深化改革的决定》，确定了治理整顿的主要目标，是在包括1989年在内的三年或更长一些时间，“逐步降低通货膨胀率，要求全国零售物价上涨幅度逐步下降到10%以下”。

1990年最先取消煤炭价格“双轨制”，以后逐步增加取消的品种。1992年10月，党的十四大报告“九十年代改革和建设的主要任务”部分中“加快市场体系培育”部分，有关价格改革的表述为：“价格改革是市场发育和经济体制改革的关键，应当根据各方面的承受能力，加快改革步伐，积极理顺价格关系，建立起以市场形成价格为主的价格机制”。“建立社会主义市场经济体制”的目标模式最终确立并居主导地位。这一时期，我们也付出了高速通胀的代价。

历史经验和政治经济学的理论表明，从计划价格转向市场价格往往结果是涨价。因为在计划价格时期，由于资源的错配，结果是短缺与低于均衡价格的情况并存，也就是经济长期处于非均衡状态。一旦打破这一体制，市场需要迅速出清，实现价格上涨和供需平衡，结果就是涨价。从数据上看，CPI与石油价格相关性较高，但92年前后，我国在价格转轨时期，CPI一度很高，但国际油价却并未显著走高。这是一个价格改革的典型案例。

图表50： 价格转轨时期 CPI 高企

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2.5.2 十八届三中全会以来的价格改革

2013 年 11 月 12 日，十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出：完善主要由市场决定价格的机制。凡是能由市场形成价格的都交给市场，政府不进行不当干预。推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革，放开竞争性环节价格。政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节，提高透明度，接受社会监督。十八届三中全会制定的价格改革方向，解决的问题是在一般商品价格逐步放开的情况下，服务性垄断价格领域如何更好发挥市场机制的问题。

一个重要的文件是 2015 年 10 月《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》。对“十三五”期间的价格改革，做出了更加具体的部署，具体分两个三年（2015-2017, 2018-2020），两步走。指出价格改革的主要目标是：“到 2017 年，竞争性领域和环节价格基本放开，政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节。到 2020 年，市场决定价格机制基本完善，科学、规范、透明的价格监管制度和反垄断执法体系基本建立，价格调控机制基本健全。”

价格改革的目标也明确为四个方面：一是**深化重点领域价格改革，提出了农产品、能源、交通运输、环境、医疗、公用事业和公益性服务六大领域价格改革任务**；二是建立健全政府定价制度，对极少数保留的政府定价要推进定价项目清单化，建立清晰、规范、公开、透明的工作程序，主动接受社会监督；三是加强市场价格监管和反垄断执法，规范经营者价格行为，维护公平竞争的市场环境；四是充分发挥价格杠杆作用，保持价格总水平基本稳定，促进产业结构调整，更好地服务宏观调控。简单说，放开服务性价格、减少政府定价范围、加强价格执法以及控制 CPI 不要涨的过快。

目前，价格改革取得了重要进展。2015 年 10 月下旬，国家发改委发布了新修订的《中央定价目录》，定价范围大幅缩减，种类由 13 种（类）减少到 7 种（类），约减少 46%。具体定价项目由 100 项左右减少到 20 项，约减少 80%。同时，各省级价格主管部门也相继制定出台了本省（自治区、直辖市）的地方定价目录。地方具体定价目录约 20 类，平均压减了约 50%。**保留的定价项目主要限定在重要公用事业、公益性服务和网络型自然垄断环节**。通过目录的形式，实现了政府定价项目的清单化。全部电信业务资费、非公立医院医疗服务、绝大部分药品价格、绝大部分专业服务价格都已经放开，有力地促进了市场在资源配置中发挥决定性作用。

图表51：《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》中规定的各种价格定价模式

稻谷、小麦	最低收购价
玉米	收储制度
棉花、大豆	目标价格
上网电价和公益性以外的销售电价	有序放开。在放开竞争性环节电价之前，完善煤电价格联动机制和标杆电价体系
电网、天然气管网输配价格	单独核定，按照“准许成本加合理收益”原则
污水处理收费	合理提高，城镇污水处理收费标准不应低于污水处理和污泥处理处置成本
医疗服务价	公立医疗机构医疗服务项目价格实行分类管理，对市场竞争比较充分、个性化需求比较强的医疗服务项目价格实行市场调节价，其中医保基金支付的服务项目由医保经办机构与医疗机构谈判合理确定支付标准。
铁路运价	逐步放开铁路运输竞争性领域价格，完善铁路货运与公路挂钩的价格动态调整机制，构建以列车运行速度和等级为基础、体现服务质量差异的旅客运输票价体系
邮政竞争性业务资费	有序放开
停车收费	涨价：有利于促进停车设施建设、有利于缓解城市交通拥堵、有效促进公共交通优先发展与公共道路资源利用
出租汽车运价	动态调整机制以及运价与燃料价格联动
居民用水用电用气	阶梯价格
供热	热量计价收费
其他服务	政府保基本以外，均市场定价

资料来源：新华网，华泰证券研究所

2.5.3 未来三年的价格改革

在三年价格改革已有成绩的基础上，按照《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》的第二步部署，国家发改委 11 月 10 日发布《关于全面深化价格机制改革的意见》（下称《意见》），对未来三年价格机制改革（到 2020 年）进行了系统谋划和全面部署，聚焦垄断行业、公用事业和公共服务、生态环保、农业、涉企收费、市场价格监管、民生保障等七个方面。

意见提出，到 2020 年，市场决定价格机制基本完善，以“准许成本+合理收益”为核心的政府定价制度基本建立，促进绿色发展的价格政策体系基本确立，低收入群体价格保障机制更加健全，市场价格监管和反垄断执法体系更加完善，要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰的市场价格环境基本形成。具体来说，未来价格改革的重点方向和边际变化需要关注以下几点：

第一、政府定价范围锁定在重要公用事业、公益性服务和网络型自然垄断环节。所谓网络型自然垄断环节，主要是指需要输配的资源品，必须形成全国统一网络才能有规模经济从而必然自然垄断的环节，在我国主要是输配电、天然气管道运输、铁路普通旅客列车运输等重点领域。这些领域实现成本加成原则定价，政府严格监管。我们认为**这一结果会使价格由生产领域向消费领域的传导更加顺畅，也就是说 PPI 向 CPI 的传导在中间环节变成了固定加成。**

第二、关于新能源价格的政策进行了很多完善。意见提出：根据技术进步和市场供求，实施风电、光伏等新能源标杆上网电价退坡机制，2020 年实现风电与燃煤发电上网电价相当、光伏上网电价与电网销售电价相当。所谓退坡机制，就是逐渐减少对光伏等产业的补贴。同时还强调，研究逐步缩小电力交叉补贴，完善居民电价政策。所谓交叉补贴，是指居民电价长期低于工业电价，形成工业反哺居民的情况。（如果某类或某个用户的电价高于或低于供电成本，而由其它用户承担，则形成了电价“电价交叉补贴”。大工业用电属于大用户，用电负荷大、稳定，电压等级高、传输线损少；居民用户的电压等级低，传输线损大，用电负荷不稳定。因此，居民用电电价按理应大于大工业用电电价，但实际中相反）在这种情况下，我们预计居民电价调高的概率增加。

第三、差别化价格成为重要方向。意见提出，健全差别化价格机制。完善高耗能、高污染、产能严重过剩等行业差别（阶梯）电价、水价政策，鼓励各地结合实际扩大政策实施覆盖面，细化操作办法，合理拉开不同档次价格，倒逼落后产能加快淘汰。全面推行城镇非居民用水超定额累进加价制度，严格用水定额管理，合理确定分档水量和加价标准。一些大城市，已经在这项工作中取得很好进展，如北京为了调整疏解非首都功能、严控核心区人口密度，已经全面实现了价格的阶梯化和差异化。**在这种大方向下，我们认为价格机制会更好的服务于经济结构调整，但同时总量价格也会面临上升压力。**

2.6 通胀温和上行带来的投资机会

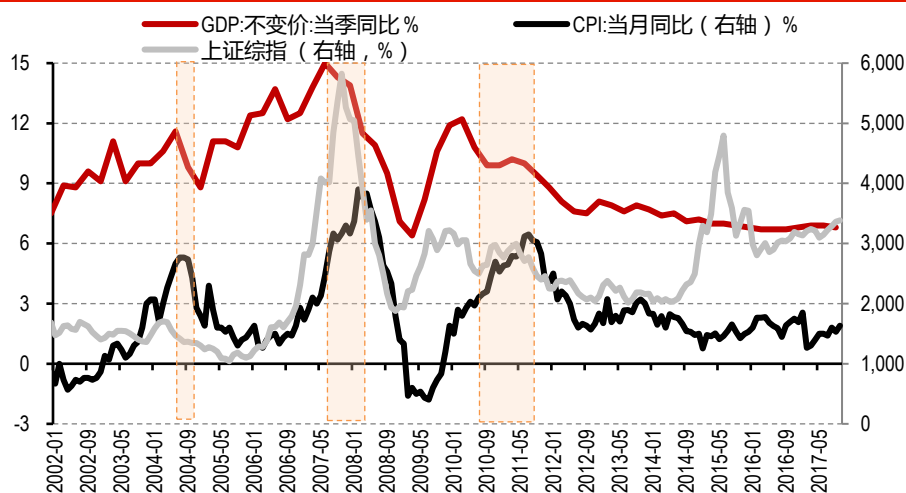
上文我们已经论述，温和上行的通胀对宏观经济是利好，将使得企业盈利改善能够更通畅地向下游传导；对于资本市场也是一座宝藏，受益于资源品/服务业涨价的行业可能产生对应的投资机会。在每轮通胀周期当中，我们将CPI同比增速在3%以下、但出现上行趋势的阶段称为温和通胀，将CPI高于3%、仍在继续上行的阶段定义为通胀快速上行（高通胀），将CPI达到高点之后的下行阶段定义为通胀见顶回落。

在我国02年以来的三轮通胀周期中，CPI的走势均略滞后于GDP。除了在第三轮通胀周期（2009年末-2012年）当中，GDP增速在温和通胀期已经见顶以外，其他两轮通胀周期的温和通胀阶段，经济增速都还在继续上行。在经济向好预期的驱动下，温和通胀期我国股市整体表现大都向好。

当通胀快速上行突破3%、进入高通胀阶段后，经济增速往往也接近见顶、随后回落，一方面是由于高通胀对经济活动的负面影响，一方面可能是触发货币政策的边际收紧。上证综指在03-05年通胀周期的高通胀阶段当中一直下跌，而在06-09年、09-12年后两轮通胀周期的高通胀阶段中先涨后跌，由上涨转为下跌的顶部拐点与GDP增速的下行拐点吻合度较高。

在通胀已经越过高点、开始回落的阶段中，尽管高通胀正在缓解，但经济增速仍然延续着下行惯性。在此前三轮通胀周期的这一阶段中，上证综指的期间收益率均为负。

图表52： 通胀水平与我国股市走势的对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们总结了每轮通胀周期当中，各行业板块相对于全 A 股指数的超额收益表现。在 03-05 年偏需求拉动型的通胀周期当中，采掘、钢铁、交运等周期性行业在 CPI 波动的三个阶段中均拥有超额收益；后两轮通胀周期（06-09 年、09-12 年）综合了需求和成本推动因素，在这两轮周期中的通胀温和上行阶段，农林牧渔、家电、商贸、有色、机械、建材板块受益于需求较强、行业涨价，均有超额收益；在两轮高通胀（CPI 高于+3%）阶段，实体经济均逐渐开始感受到下行压力，拥有超额收益的板块包括采掘、钢铁、有色板块（可能受益于政府出台对冲经济下行压力的需求侧政策）、以及受益于食品 CPI 上涨，具有抗通胀属性的食品饮料、农林牧渔等必需消费类板块；在两轮通胀周期中的通胀回落阶段，银行、非银、传媒、食品板块均具有超额收益。

总结起来，对于以需求拉动为主的通胀周期，通胀回落是上游原材料的卖出信号，但不是中游和下游的卖出信号；在通胀上行阶段，周期性行业相对更加受益，而在高通胀和通胀回落阶段中，必需消费类板块的配置价值逐渐开始体现。

但本轮通胀温和上行的动能主要来自供给端，一是上游行业产能收缩、价格（PPI）上涨，逐渐向下游传导；二是油价和食品价格同比回升的主逻辑并非需求转暖，而是原油限产、环保限产等供给端因素，因而如果明年通胀如期温和上行，行业受益度的排序可能是**消费>周期**。周期股今年的涨幅已经较大，盈利改善的逻辑已经在其股价表现中有所反映。CPI 的温和上行将有利于涨价从上游向中下游传导，明年存在较大盈利改善预期的行业可能是食品、农林牧渔、生活服务等中游制造、下游消费行业，我们判断明年的温和通胀或将使得**消费板块更受益**。

在三轮通胀周期中，随着 CPI 见顶回落，在通胀上行期间涨幅较大的行业基本都出现补跌，上游资源、中游材料板块在通胀回落阶段补跌幅度较大（第一轮通胀周期中这一特点不显著）；而消费板块在通胀回落阶段的补跌幅度较小。上世纪 70 年代石油危机期间（成本推动型高通胀）美股的行业表现也类似，在通胀上行期，资源品/周期性行业的表现好于消费类行业，而当 1980 年联储连续加息、通胀见顶后，前期涨幅较大的周期性行业跌幅居前，消费类出现补涨。

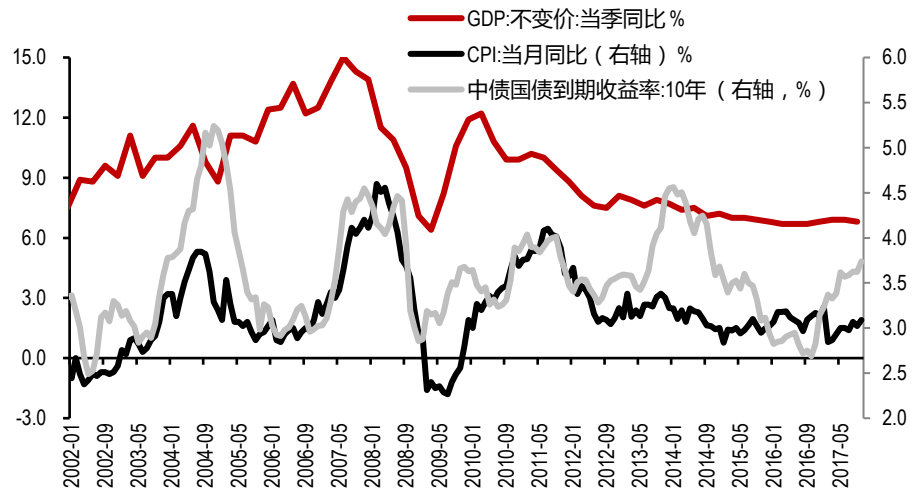
图表 53： 三轮通胀周期内，CPI 位于各区间时，行业板块表现总结

各时期	温和通胀：通胀低于 3%但持续上升	通胀快速上行：CPI 高于 3%并持续上升	通胀由高点回落
我国通胀周期一 2003.7-2005.1	2003.7-2004.3，期间 CPI 同比从 0.5% 上升至 3%；期间 Wind 全 A 收益+11.9%，采掘、钢铁、通信、有色和电器设备相对 Wind 全 A 超额收益率最高；表现相对最差的行业依次是非银金融、医药生物、国防军工、轻工制造、银行板块	2004.4-2004.8，期间 CPI 同比从 3.80% 上升至 5.30%；期间 Wind 全 A 指数收益率 -27.06%，所有板块都下跌，其中银行、交运、采掘、钢铁、通信跌幅小于 Wind 全 A，相对表现最好；汽车、机械、国防军工、房地产、计算机相对表现最差。	2004.9-2005.1，期间 CPI 同比从 5.2% 降至 1.90%，期间 Wind 全 A 收益率 -10.16%。期间传媒、食品、交运、钢铁、计算机相对 Wind 全 A 超额收益率最高；汽车、非银、建材、国防军工、纺织服装相对 Wind 全 A 表现最差
我国通胀周期二 2006.3-2009.1	2006.3-2007.4，期间 CPI 当月同比从 0.80% 上升至 3.00%，期间 Wind 全 A 收益率 +255%。非银金融、商贸、国防军工、纺织服装、建材相对 Wind 全 A 超额收益率最高；通信、采掘、传媒、电子相对 Wind 全 A 表现最差。	2007.5-2008.2，期间 CPI 当月同比从 3.4% 上升至 8.7%，期间 Wind 全 A 收益率为 25%，其中电气设备、有色、采掘、通信和农林牧渔相对 Wind 全 A 超额收益率最高；纺织服装、电子、非银、公共事业、传媒等行业相对 Wind 全 A 表现最差	2008.3-2009.1，期间 CPI 当月同比从 8.3% 下降至 1%，期间 Wind 全 A 收益率为 -55.5%，当时处于全球金融危机和中国启动四万亿的背景，电气设备、医药、建筑、通信和公共事业等行业仍然取得正收益，相对 Wind 全 A 超额收益率最高；有色、钢铁、休闲服务、汽车、轻工板块相对 Wind 全 A 表现最差。
我国通胀周期三 2009.11-2012.7	2009.11-2010.6，期间 CPI 当月同比从 0.60% 上升至 2.90%，期间 Wind 全 A 收益率为 -22.19%，计算机、电子、医药、休闲服务、传媒，板块相对 Wind 全 A 超额收益率最高；房地产、采掘、钢铁、化工、有色相对 Wind 全 A 的表现最差	2010.7-2011.7，期间 CPI 当月同比从 3.30% 上升至 6.45%，期间 Wind 全 A 收益率为 21.07%；建材、有色、机械、食品和国防军工相对 Wind 全 A 超额收益率最高；非银、传媒、银行、交运、公共事业相对 Wind 全 A 表现最差	2011.8-2012.7，期间 CPI 当月同比从 6.15% 下降至 1.80%，期间 Wind 全 A 收益率为 -18.20%。非银、银行、食品、房地产、休闲服务相对 Wind 全 A 超额收益率最高；电气设备、国防军工、建材、轻工、商贸相对 Wind 全 A 表现最差。

资料来源：Wind，华泰证券研究所 注：行业板块分类采用 SW 一级分类

通胀也是债市最关心的基本面指标之一。近两轮利率上行周期（2013-14年、以及今年）主要受货币政策边际收紧、金融监管加强的影响，与基本面的直接关联相对较弱。而此前的三轮利率上行周期，分别对应我国从2003年以来的三轮通胀上行周期。我们认为明年随着经济基本面下行、货币政策也可能释放边际宽松信号，利率“倒U型”的未来走势判断可能迎来右侧拐点，长端利率出现下行机会。但在明年通胀中枢大概率较今年上行、且经济下行压力不大的基本判断下，明年长端利率的下行空间较为有限，我们判断2018年我国10年期国债收益率的底部在3.4%左右。

图表54： 通胀与长端利率的关系



资料来源：Wind，华泰证券研究所

三、宏观经济下行压力不大

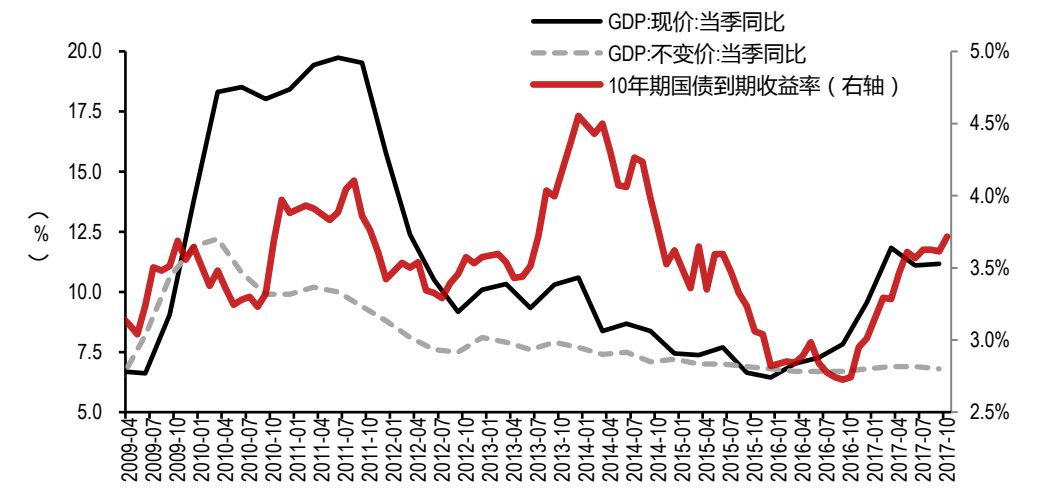
3.1 预计 2017 全年 GDP 增速+6.8%、2018 年 GDP 增速+6.7%

2017 年前三个季度，GDP 不变价当季同比增速分别为+6.9%、+6.9%和+6.8%，前三季度累计同比+6.9%，实体经济的韧性好于预期，符合我们今年一直以来的判断。今年上半年经济超预期的最主要方面还是来自基建和地产投资，尤其是在三四线去库存逻辑带动下，房地产销售和地产投资均显著超预期；进入三季度以来，环保限产力度较强，对工业生产端产生了一定的负面影响，同时利率中枢较上半年明显上移，抑制了需求侧的制造业和地产投资进一步上行。三季度 GDP 同比+6.8%较前值回落 0.1 个百分点，与我们预测一致。

今年前三季度 GDP 平减指数依次分别为 4.6、3.9 和 4.1，明显高于去年各季度，主要是由于 PPI 同比从去年三季度开始上行较快、今年 PPI 中枢一直维持较高。今年前三季度 GDP 现价增速相对去年同期明显反弹，经济基本面韧性较强，叠加强金融监管的影响，我国 10 年期国债收益率上半年快速上行、三季度一度逼近 4%，目前仍维持高位震荡。

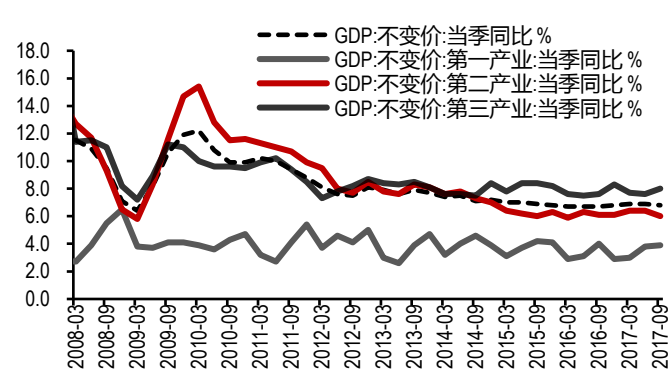
中国经济正处于结构转型、动能切换的过程中，传统动能仍是实体经济边际上重要的观察变量，我们认为本轮地产周期当中，地产销售同比增速已经见顶，地产投资明年有平缓下行压力。但一方面，我们判断基建投资仍将维持稳健为经济托底，另一方面，从外需角度看，全球经济处于弱复苏进程中，进出口可能迎来持续修复。同时，最终消费表现稳定、在 GDP 当中的占比稳步提升，第三产业同比增速也明显高于整体 GDP，使得经济增速中枢没有很强的下行压力。

图表55：今年经济韧性较强，叠加 PPI 上行的影响，GDP 现价增速显著反弹



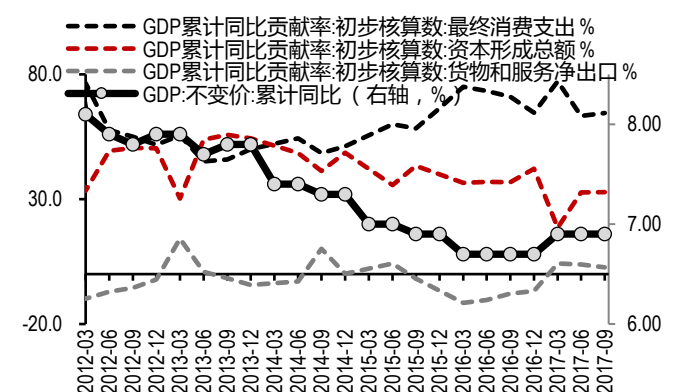
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表56：GDP 三大产业不变价当季同比增速 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表57：最终消费对 GDP 增速贡献率维持较高，净出口贡献转正



资料来源：Wind，华泰证券研究所

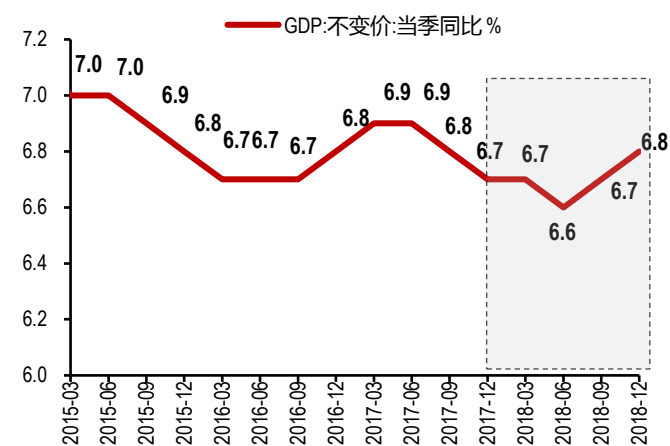
今年7月，国务院批复同意《中国国民经济核算体系（2016）》，新的核算体系调整了研究与开发支出的处理方法，将“能为所有者带来经济利益的研究与开发支出”不再作为中间投入、而是作为固定资本形成计入GDP。以现价计，2016全年研发支出为15.7万亿元，占GDP比重为2.11%，相比2015全年上升了0.05%，从上世纪90年代末至今，我国的研发支出与GDP现价之比维持快速上行。

从今年一季度开始，GDP统计核算中开始单独公布信息传输、软件和信息技术服务业，以及租赁和商务服务业的数据。作为新兴第三产业，信息技术服务业和商务服务业的统计核算也在逐渐得到完善，目前以现价计的两者和，占GDP之比已经达到接近6%，且以不变价计的同比增速远高于GDP整体水平。随着统计局逐渐丰富和完善对最终消费、研发支出、第三产业（服务业）等方面的统计核算口径，我国经济增速未来可能表现出更强的韧性。

我们维持对2017年四季度GDP不变价增速+6.7%、较三季度继续小幅下行0.1个百分点的判断，预计2017全年增速+6.8%。我们认为我国GDP增速当前仍在“L型”走势的低位震荡，GDP实际增速仍有一定的下行压力。对明年我国经济增长的预测，我们预计2018年四个季度GDP不变价增速依次为+6.7%、+6.6%、+6.7%、+6.8%，2018全年GDP不变价增速为+6.7%。明年下半年经济增速可能回升的理由，一是基数逐渐下降，二是供给侧改革有望继续推动行业出清、健康性改善，三是需求侧下行压力逐渐呈现后，政府可能在地产、基建等方面给出一定的刺激信号，四是全球经济进入同步弱复苏，外需可能迎来持续修复。当本轮美元强势周期结束后，新兴市场将重新迎来较好的发展机遇。

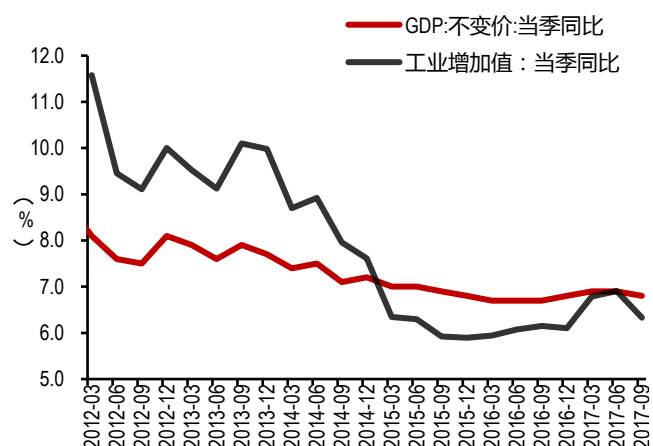
今年前三季度，工业增加值（不变价）当季同比增速分别为+6.8%、+6.9%和+6.3%，在工业企业盈利阶段性修复的背景下，工程机械、电子设备、通用/专用设备等行业的生产意愿较强，上半年工业增加值增速明显高于去年同期；三季度以来，环保限产对工业生产有一定的负面影响，Q3工业增加值增速小幅回落，整体波动趋势与GDP增速大致相同。工业企业盈利的阶段性修复预期仍然存在，我们判断环保限产的边际影响今年三季度已经达到最大，预计2017全年工业增加值累计同比+6.7%、2018全年累计同比小幅下行到+6.5%。

图表58： 预计明年GDP增速节奏上先下后上，2018全年预计+6.7%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表59： 预计明年工业增加值增速小幅下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2017年10月，习主席在十九大报告中指出，我国当前面临的主要矛盾已经发生了变化：“中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。目前发展不平衡不充分的一些突出问题尚未解决，不平衡主要体现在经济与生态文明建设的平衡，城乡区域之间不平衡，而不充分的解决办法就是要补短板。我们认为未来环保工作、城镇化建设、居民消费升级、中西部基础设施建设、培育新兴产业等，将是中国经济中期需要关注的重点。

展望未来三到五年，我们认为中国经济发展的潜在契机包括：

一，本轮美元强势周期最快可能于2018-19年结束，转入一轮长期的弱势周期。

我们认为，美国经济领先于其他发达经济体复苏是推动每轮美元进入强势周期的核心因素，而当主要发达经济体（中国、欧元区、英国、日本等）逐渐进入同步弱复苏阶段以后，美元的相对竞争力就被削弱，美元可能切换为一轮长期的弱势周期。而2017年全球经济最突出的特征之一，就是发达经济体基本都确认进入弱复苏，全球需求侧迎来修复契机。如特朗普给不出非常强有力的基建、财政刺激政策，美国经济大概率只是维持弱复苏，则本轮美元强势周期最快可能在2018-19年结束，并转入一轮长期的弱势周期。在美元弱势周期中，新兴市场国家将迎来较好的发展机遇。

二，传统动能的转型升级。中国工业技术水平参差不齐，供给侧改革继续推进，淘汰落后产能的同时，需要进行更新、改造和重组。十九大将环保主题放在更重要的位置上，工业的更新改造将产生较大的设备投资需求。同时，信息技术与制造业的深度融合，新能源、新材料等方面的突破，发展绿色制造、追求质量效益竞争等也将进一步释放发展潜能。《中国制造2025》配套国家一系列优惠政策，有助于提升工业质量，促进中国制造向中国创造转变。

三，中国经济的新增长点正在孕育。要素投入质量和要素使用效率提高，有望提高生产率的增长潜力。首先，人力资本积累速度加快、劳动力整体素质提高；其次，研发投入增长迅速，研发能力增强带来创新潜力；最后，资本存量质量上升，国内建设了一大批具有国际一流水平的重大装备、重要基础设施，为长期发展奠定了坚实的基础。要素供给质量的改善有利于生产率的提高，在一定程度上弥补要素供给数量增长减慢对经济增长的影响，加上高端劳动力的低成本优势，推动结构升级。

四，我国城市化带动的内需增长潜力。2016年中国城市化率达到57.35%，城市化率接近于1930年的美国、1955年的日本和1980年的韩国。对照各国城市化发展历史，未来五年中国城市化继续发展空间依然较大。城市化对于能源、道路、通讯、供水、供气等城市基础设施和商业、金融、教育、文化、卫生等服务业将产生较大的需求，也将继续促进居民消费升级。基于《推动1亿非户籍人口在城市落户方案》，通过城镇化农业转移人口市民化的方式将资金引入三四线城市。根据《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》，到2020年，我国常住人口城镇化率达到60%左右，户籍人口城镇化率达到45%左右，在“十三五”期间城镇户籍人口大约增加一亿人左右。

五，相对稳定的政治经济结构环境有利于经济发展。中国中央政府执行力强，效率高。经济开放度位居世界前列，国民储蓄率约为50%，宏观经济稳定性很高，经常账户存在顺差，财政赤字较小，政府有大量的盈余资金。这些都为经济发展奠定了良好基础。十九大以后，以习近平为核心的党中央掌控全局，调度经济，运筹帷幄的能力将进一步增强，在一个强有力的领导下，国有企业改革创新激发活力将更加明显，能够起到经济定海神针的作用。

3.2 分项数据预测

3.2.1 预计明年社会零售消费增速10.4%，相比今年小幅上行

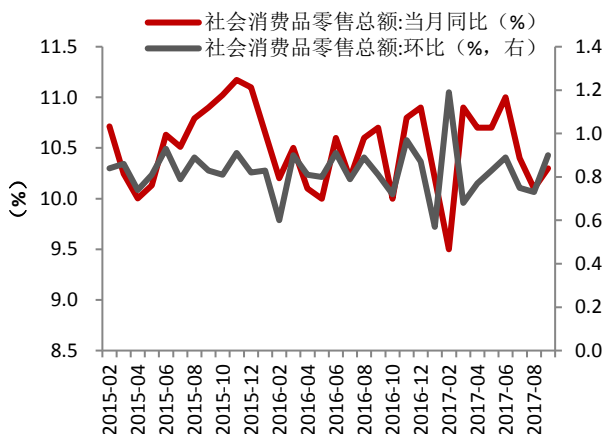
2017年前三季度消费增速分别为10.2%、10.8%和10.3%，截至10月，社零累计同比增速为10.3%，相比去年全年10.4%的增速下行0.1个百分点，我们维持年初以来“二季度和四季度是全年消费低点，全年消费增速为10.2%”的判断，目前的消费走势正在逐步验证我们的判断。

回顾今年消费走势，一季度主要受汽车拖累，主因是去年底在汽车购置税优惠力度即将减弱的影响下，居民集中购车造成消费透支；二季度进入汽车和地产相关产品消费旺季，耐用品支撑强，消费达到全年增速高点；三季度汽车增速仍然疲软，且地产后产业链相关产品消费负面扰动加大，7、8月份，建筑装潢材料、家具、家用电器等相关产品消费增速受去年地产调控的滞后影响，均出现疲软走势，也是10月拖累消费下行的主因。预计今年四季度消费增速均值9.8%，为全年低点，使得全年累计增速由1-10月的10.3%下行至10.2%，低于去年10.4%的增速。四季度消费增速下行主因是，随着购置税优惠政策年底面临到期的预期升温，居民购车热情将有所提高，但受制于去年四季度较高基数，我们对汽车销量同比增速仍然不够乐观，叠加房地产市场确认进入下行通道。

预计2018年消费增速10.4%，较今年提高0.2个百分点。我们认为地产相关消费增速后续将持续走低，虽然不排除月度之间的上下波动，但大的趋势是向下的，并将成为明年消费最大的负面因素。但是我们认为明年消费领域正面因素强于负面因素。首先，今年我国居民人均可支配收入增速出现大幅上行，连续三个季度高于GDP增速，为基础生活消费的增长提供较强支撑。其次，2018年预计物价指数中枢上移，预计将推升社零名义增速。另外，2018年汽车消费将相比今年明显改善，尤其是下半年。我们认为汽车消费的正向拉动将足够抵消地产后产业链的负向拉动，这是消费上行最大的结构性原因。最后，明年的消费也面临一个最大的不确定性，即石油及制品类消费。此项目受国际油价和国内成品油油价的直接扰动，如果油价波动加大，不论是向上波动还是向下波动，对消费的影响都不可忽视，我们目前的预测值是基于油价明年价格中枢相比今年基本平稳的预测的基础上的。

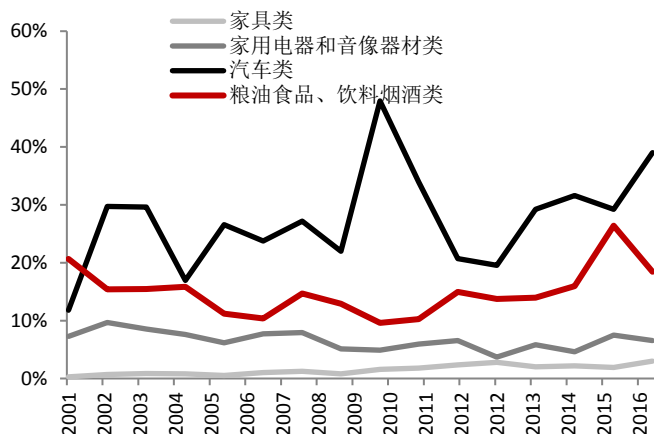
全年结构来看，呈现前低后高的走势，上半年低于下半年，前两个季度平稳较低，后两个季度平稳较高。主因是下半年汽车消费拉动政策效果将逐渐显现，同时预计已经消化掉今年底的提前消费。虽然目前我国经济仍然是传统动能基建+地产的驱动模式，但是消费60%+的贡献率水平仍然为经济增长提供了稳健的支撑。我们认为2018年消费的韧性仍然很强，相比今年将有0.2个百分点的改善，支撑GDP不会大幅下滑。

图表60：社会消费品零售总额环比和同比增速



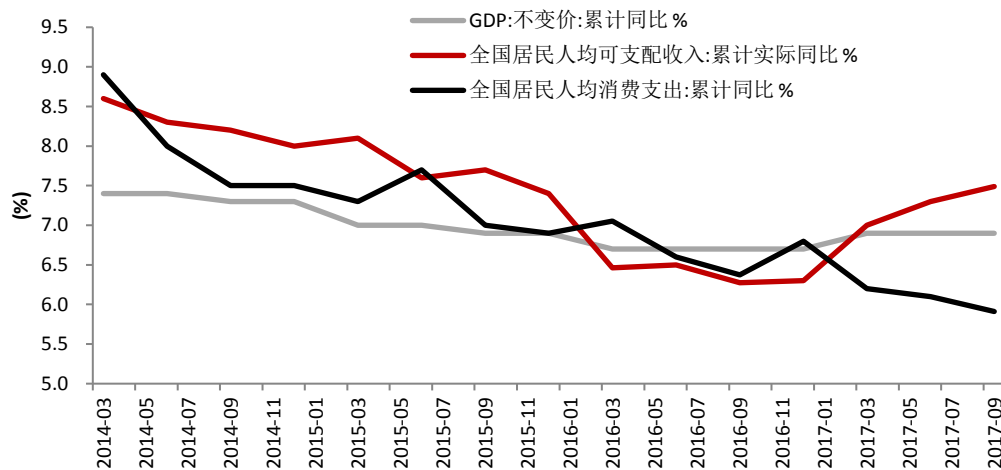
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表61：汽车对社零增速的贡献率最大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

人均可支配收入今年大幅提升，明年消费增长的收入条件明显改善。2017年三季度，我国居民人均可支配收入实际同比增长7.49%，较前值提高约0.2个百分点，持续上行并高于同期GDP增速（6.8%）。其中，城镇、农村居民人均可支配收入实际同比均提升约0.1个百分点至6.59%和7.52%，且农村居民消费支出增速持续上行，预计农村消费将对未来整体消费做出更大的边际贡献。居民收入的增长与工业企业利润的修复直接相关，虽然目前尚未在人均消费支出中有所体现，但预计将对明年消费提供收入支撑。

图表62：今年我国人均可支配收入实际增速超过 GDP 增速，但尚未在人均消费支出中有所体现

资料来源：Wind，华泰证券研究所。

分结构看明年的消费，我们认为汽车消费明年将有提升。原因主要在于，第一，今年小排量乘用车购置税税率由 5% 提升至 7.5%，优惠力度有所减弱，导致汽车消费增速全年都较为低迷，为明年提供了较低的基数，虽然今年年底再次面临购置税优惠即将到期，汽车销量会有提升，但是我们认为突破去年同比增速难度较大，年底汽车消费增速预计较低。第二，提前消费的消费透支状况一般会在下半年就得到逐渐缓解，今年的数据对此进行了印证，因此预计明年下半年开始汽车消费将有逐步改善。

第三，我们看好汽车相关政策对其销量的拉动。9 月 27 日，工业和信息化部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合公布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，双积分制度落地主要是想用市场化的方式来刺激车企进行新能源车的产销，补贴退步和双积分制的推出是同步的，对于车企积极布局新能源车生产具有较强推动力，有助于新能源车市场份额的进一步提升。11 月 8 日，央行官网称，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会决定修订《汽车贷款管理办法》，自 2018 年 1 月 1 日起实施。新办法对于传统动力汽车贷款额度上限并无变化，而将二手车贷款最高发放比例由 50% 调整为 70%，汽车类型增加新能源汽车，且新能源汽车贷款比例高于传统动力汽车，因此，新规进一步利好二手车与新能源车交易市场，有助于促进传统汽车行业转型升级。同时，新规降低了车贷门槛，放宽了对借款人的资信要求，并在“贷款人”类别中添加农村信用社，落实车贷“下乡”，与 2009 年汽车下乡政策相似，意在促进农村地区汽车消费。

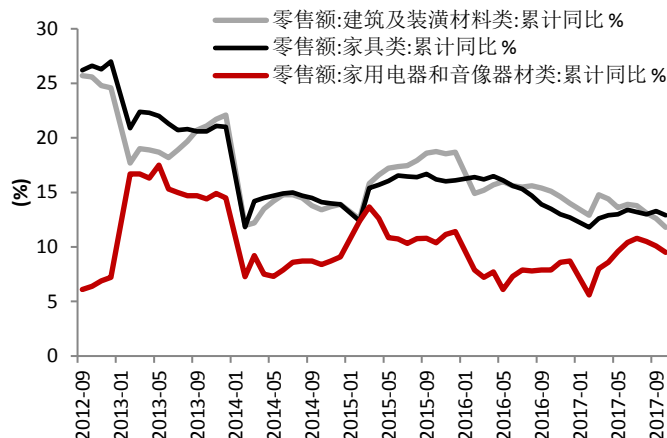
地产后周期相关产品消费增速明年将继续呈现缓慢下行的趋势，成为消费的最大负向因素。地产后周期相关产品消费的增速与商品房销售增速直接相关，两者存在明显的领先滞后关系，时滞约为 1 年。受 2016 年 9 月底开始的地产调控影响，地产后产业链相关产品消费的累计增速已经在今年 7、8 月陆续出现下行拐点，并成为 10 月拖累消费当月增速的最主要的原因。因此我们认为，未来虽然不排除相关产品消费增速月度间的较大波动，但大趋势是向下的，这将对明年整体消费带来较大的负面影响。

图63: 汽车消费增速受政策影响较为显著



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图64: 地产后周期产品消费累计增速在7、8月陆续出现下行拐点



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

消费升级是一个缓慢但确定的过程，未来消费升级的核心原因之一将来自于人口流动。

我国正在经历一个缓慢但是确定的消费升级过程。消费升级最直观的体现为居民消费结构的变化，我国近几年居民消费结构中，食品烟酒、衣着等生活必需品消费的比重逐年走低，交通通信、教育文娱和医疗保健类耐用品和服务类消费比重不断攀升，与美国消费升级过程中耐用品、服务类消费比重的提高极为一致，说明我国已经进入消费升级阶段。实际上，我国一线城市21世纪初步入消费升级，并在2005-2007年经济高速增长的催生下，进入消费升级的加速阶段。从2015年各三四线城市的人均可支配收入水平来看，主要三四线城市也已经具备消费升级的收入基础，进入消费升级阶段。另外，2015年非食品类CPI，尤其是医疗保健、教育文娱类CPI持续处于上行和高位波动阶段，与之相比，食品和衣着类CPI逐步走低，也侧面印证消费升级。

对于消费升级，我们与市场上一观点最大的差异在于，我们认为我国三四线城市消费升级的潜力更大，未来消费升级的核心原因之一将来自于人口流动，即非户籍人口的城镇化。因此，户籍制度和土地制度改革将加速三四线城市的消费升级。

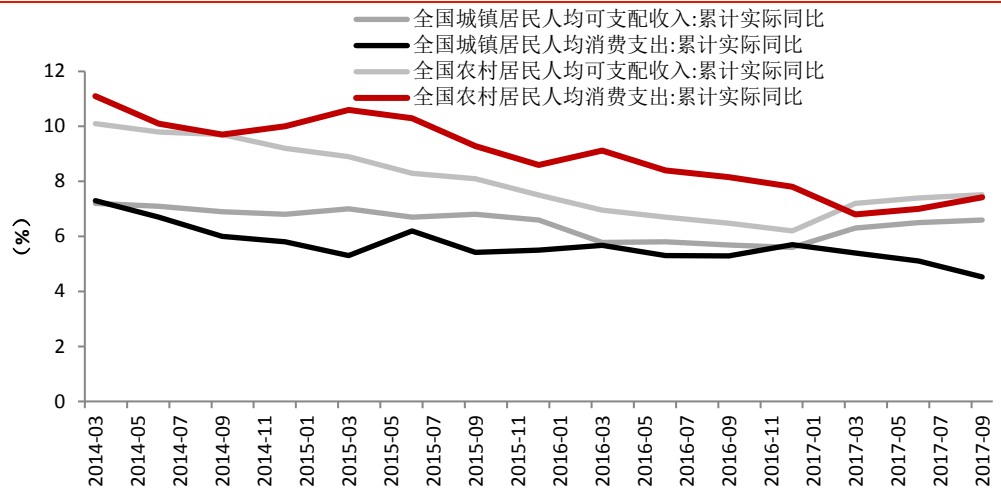
第一，三四线城市消费升级与一二线城市有所不同，主要是低端向中端的消费升级。一二线城市居民消费升级主要是随着中高收入人群比重提高，消费向定制化、个性化方向发展。与此不同，我们认为三四线城市消费升级主要是低端向中端的消费升级。2016年10月，国务院发布《推动1亿非户籍人口在城市落户方案》，旨在促进非户籍人口落户三四线城市，十九大报告中提出延长土地承包权三十年，户籍制度和土地制度改革都旨在促进人的市民化。城乡消费品不论是质量还是品牌均有显著差异，农村人口的消费水平较低，所消费的商品较为低端，迁入城市后只能购买城市所售商品，其消费水平将出现台阶式的提升，即低端消费品向中端消费品的升级，主要布局三四线城市的中低端品牌将成为较大受益者。

第二，除一般生活必需品的升级外，也有耐用品的升级。近期修订的《汽车贷款管理办法》将贷款人中增加农村信用社，我们认为这将有利于推动农村地区和乡镇地区的耐用品消费升级。

第三，更为看好三四线城市，尤其是迁入三四线城市的农村人口的消费升级，是因为在收入初期增长阶段，居民的边际消费倾向更大，基数较低的情况下，对整体消费的影响也更大。近几年扶贫工作力度继续加强，2015年底习近平总书记的中央扶贫开发工作会议上做出重要指示，2016年、2017年扶贫工作迅速落实，农村居民收入和消费增速得到了大幅提振，今年以来城镇居民和农村居民人均可支配收入增速回升，但仅农村居民消费增速随之上行，部分说明了农村居民边际消费倾向更高。且农村居民收入和消费增速持续高于城镇居民，说明我国农村居民消费增长对整体的边际影响相对更大。

第四,在棚改货币化安置等政策的推动下,我们仍然看好明年三四线城市房地产库存去化,并进而有助于增加家具、家电等产品的消费。

图表65: 农村居民人均可支配收入和消费增速持续高于城镇居民



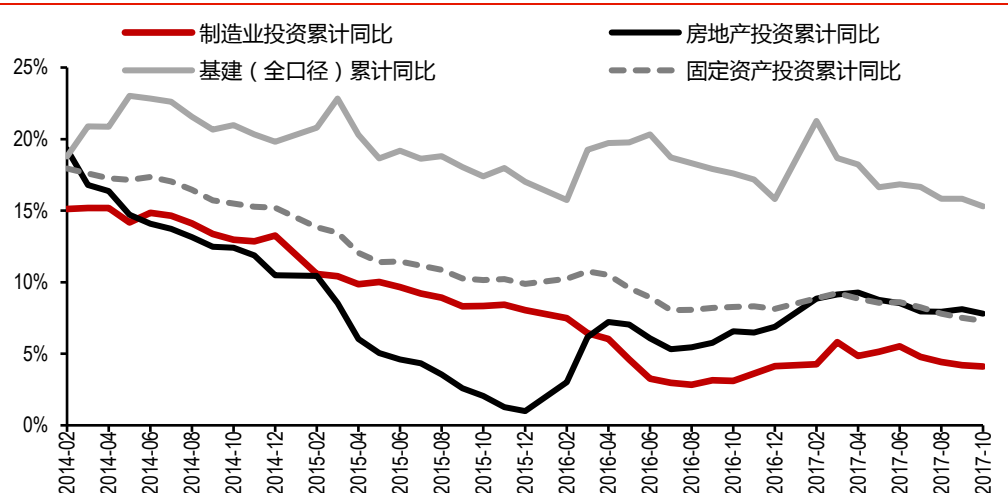
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

美国从上世纪 1940s 进入消费升级阶段,目前仍然没有看到其消费结构中各项占比出现趋稳的迹象,说明目前美国仍处于持续的消费升级过程中,我们认为,消费升级将是一个长期而缓慢的过程,对我国未来几年甚至数十年的消费形态、消费偏好的影响将持续存在。消费升级的短期影响更多地体现为结构方面,对消费总量的影响仍然受制于居民收入的增速水平。

3.2.2 预计 2018 年制造业和基建投资增速均基本持平今年

从去年下半年开始,随着制造业投资的触底反弹,固定资产投资整体增速回落压力趋缓。今年上半年,制造业投资延续修复,基建维持稳健,地产投资超预期,固定资产投资整体呈现小幅反弹。进入三季度以来,地产投资增速仍然维持较高水平,但随着制造业投资小幅下行,固定资产投资出现了一定的回落。今年前三季度,固定资产投资完成额累计同比分别为+9.2%、+8.6%、+7.5% (2016 全年为+8.1%)。

图表66: 固定资产投资: 制造业、房地产和基建投资累计同比



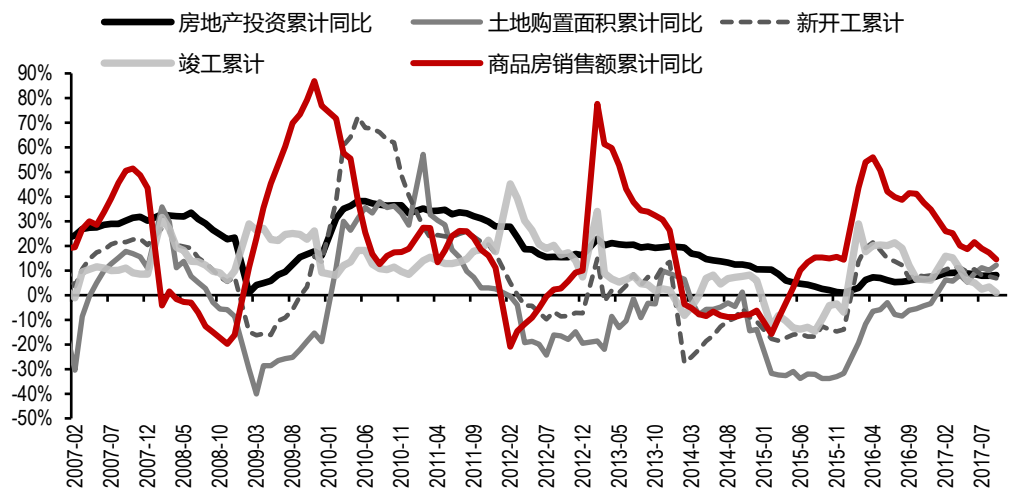
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从去年三季度开始，随着PPI同比显著回升，工业企业盈利产生阶段性修复预期，同时从今年年初以来，内需（地产）和外需（出口）的表现均好于预期，带动今年前三季度制造业投资相对去年同期出现小幅修复。但利率中枢的上行限制了制造业投资进一步回升，制造业投资累计同比增速逐渐来到向下拐点。年初至今，制造业投资累计同比增速高点在3月（+5.8%）、拐点在6月（+5.5%），前三季度累计同比为+4.2%。

今年上半年，在三四线去库存逻辑带动下，地产投资表现显著超预期，成为支撑经济增速较好表现的重要动能。2017年1-4月地产投资累计同比+9.3%，为年初至今高点，随后平缓回落。尽管三四线去库存节奏边际上有所放缓、地产销售确认边际下行态势，但地产企业土地购置和新开工力度仍然较强，前三季度地产投资累计同比+8.1%，预计明年地产投资下行压力不大。

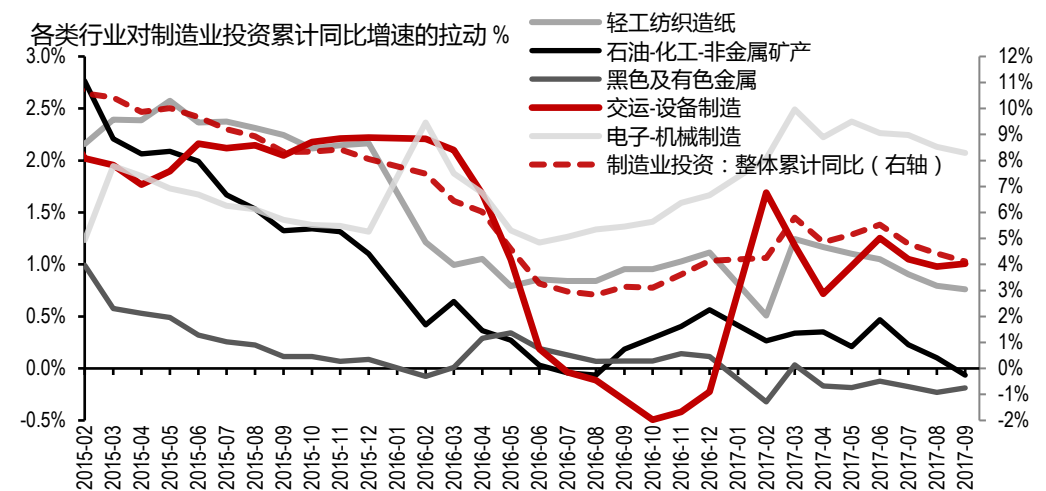
前三季度基建投资增速维持稳健。1-9月基建投资累计同比+19.8%（统计局口径）/+15.8%（Wind全口径：电力热力水+交运邮政仓储+水利环境公共设施管理），上半年地产投资显著超预期，经济下行压力不大，因而基建并未大幅发力，只起到对冲经济潜在下行压力的作用。预计在需求侧下行压力逐渐显现、去年四季度基数较低的共同作用下，年内基建增速将继续维持稳健发力，发挥需求侧托底的重要作用。

图表67： 房地产：投资、土地购置、新开工/竣工和商品房销售额，累计同比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计明年制造业投资累计同比增速先下行后上行，年中最低、下半年回升。预测2017全年制造业投资同比增速为+4%，预计2018全年制造业投资增速持平今年，也在+4%左右。观察制造业投资结构当中各产业对整体增速的拉动，从去年三季度开始，除食品、黑色/有色金属类对整体的拉动仍然持续回落以外（黑色/有色金属类投资表现仍然较差，可能受供给侧改革去产能继续推进的影响），轻工纺织造纸、石油化工、交运设备、电子机械等行业投资均先后出现程度不等的修复。石油化工类投资的修复受益于大宗商品价格的同比反弹；交运设备和电子机械行业投资的修复，与工业增加值中对应行业增加值的反弹表现一致。受益于PPI上行、全球外需持续改善、国内基建和地产韧性较强，电子机械相关行业投资在各行业中相对表现最好。

图表68： 各行业对整体制造业投资增速的拉动


资料来源：Wind，华泰证券研究所

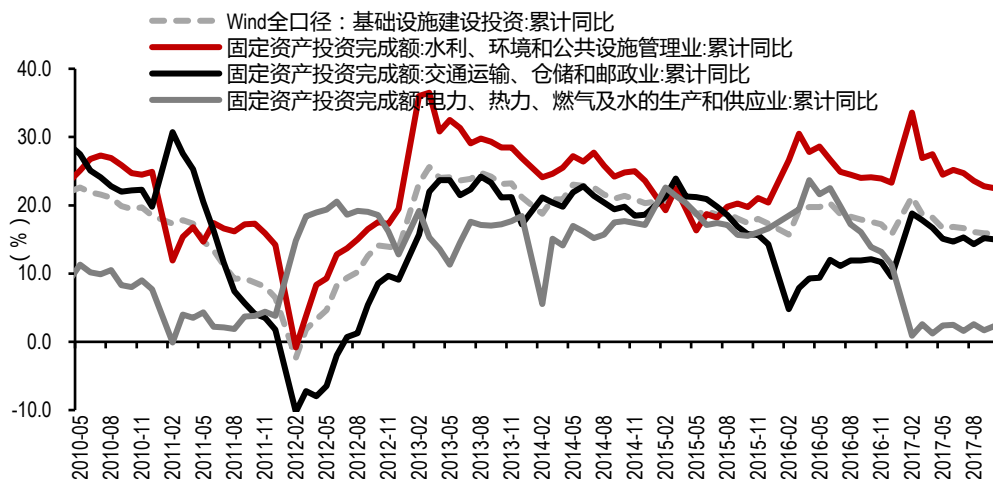
从需求侧和盈利角度而言，在环保限产政策影响下，PPI 同比在今年三季度再度出现反弹，当前的工业企业盈利数据仍然表现较好；但我们判断明年 PPI 中枢可能显著回落，明年上半年，需求端的下行压力叠加 PPI 的回落压力，可能对制造业投资产生一定负面影响，因此判断明年上半年制造业投资增速可能小幅回落。

但制造业投资也存在一些潜在利好因素，一是环保限产将继续带动行业涨价和企业盈利修复，当企业资产负债表修复后，企业可能继续加大对环保技术改造、更符合环保标准的设备更新等方面的投资。此外，2018 年外需可能面临持续改善机遇；政府在经济下行压力加大时，可能继续出台对中小企业的定向宽松；诸如航空航天、电子芯片等国家战略意义的行业投资可能得到更多的支持和激励。在这些因素综合影响下，2018 年制造业投资的走势可能是先回落、后回升。预计 2017 全年制造业投资同比为+4%左右；预计 2018 年增速先回落后回升，18Q2 增速最低，低点在+3.5%左右；明年全年同比增速基本持平今年，也在+4%左右。

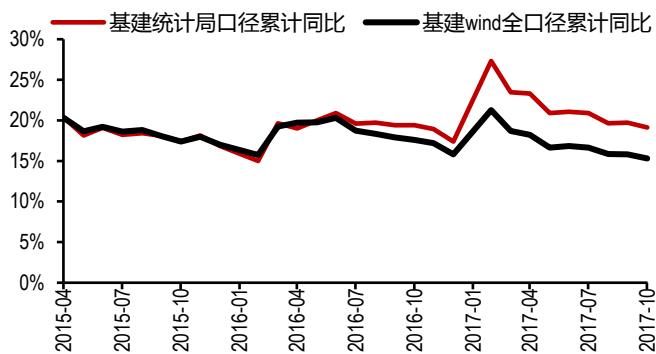
观察基建投资的结构，从二级子行业看，目前 Wind 全口径基建投资增速（电力热力水生产供应业+交运邮政仓储+水利环境公共设施管理）与统计局口径基建投资增速（不含第二产业，与第三产业当中的交运邮政仓储、水利环境公共设施管理业重合度较高）的分歧有扩大的趋势，主要原因是第二产业中电力燃气水行业投资增速下滑较快。目前基建投资当中增速最快的是水利-环境-公共设施管理业。从三级子行业看，今年年初以来，公共设施管理业和道路运输业对整体基建投资的拉动合计占比在 85%以上，远超去年同期 65%左右的水平，这两大领域同样是 PPP 项目投资最多的方向，PPP 准财政模式的继续推广将对基建增速形成较强支撑。

十九大报告肯定了国家近年来在高铁、公路、桥梁、港口、机场等基础设施建设快速推进、以及南海岛礁建设等方面取得的成就，但同时需要注意到，我国还有广大的中西部地区、以及部分贫困地区的基础设施现状仍然相对落后，基建投资还有较大的空间可挖。十九大报告指出要加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道、电网、信息、物流等基础设施网络建设，既是对我国未来基建投资仍有广阔发展空间的确认，也是对基建发展方向的明确指引。

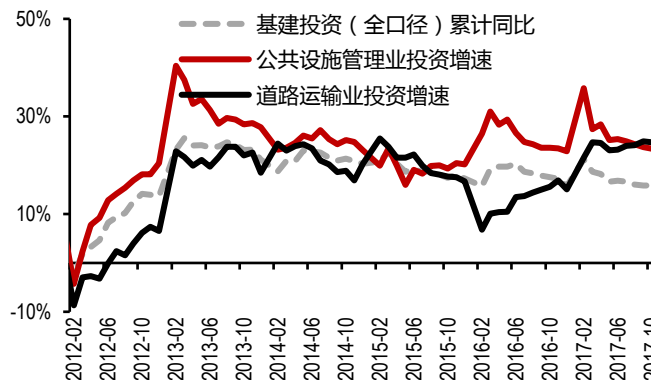
我们认为明年基建投资仍是为经济托底的重要工具，综合考虑基数效应，2017Q4 基建可能表现较强，预计 2017 全年统计局口径基建投资同比增速+20%左右。我们认为明年基建将整体维持稳健、年中可能表现较强，预计 2018 全年，Wind 全口径基建投资同比增速可能在+16%左右；统计局口径下的基建投资增速可能仍然较高，相比今年全年持平或略低，也在+20%左右。

图表69： 基建投资（Wind全口径）：电力燃气水、交运邮政仓储、水利环境公共设施业累计同比

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70： 基建投资的统计局口径和 Wind 全口径增速对比

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表71： 公共设施管理业和道路运输业投资增速

资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计固定资产投资整体同比增速 2017 全年在+7.5%左右，预计 2018 全年增速略下行至+7.4%，明年四个季度累计同比增速的节奏是先行后上行，二季度最低、下半年小幅回升。在本轮地产销售和地产周期见底前，整体固定资产投资较难出现大的起色，当未来地产领域迎来政策的边际放松、加上全球外需环境整体改善的契机来临时，固定资产投资增速可能会重新平缓回升。

库存周期对 GDP 的影响。我国存在明显的时长为 3-4 年的库存周期，相比美国和日本规律性更强，波动更大。这主要与发达国家的工业化程度相关，工业化程度的提高有利于企业进行更灵活的库存管理，以销定产和以产定库更为普遍。这也是我国目前正在经历的过程，预计随着工业化的进一步加速，库存管理更趋灵活，我国的库存周期对经济的指示意义也将有所减弱。

今年 5 月以来，我国工业企业进入去库存阶段，目前已经进入主动去库存，工业库存增速与 PPI 表现出较强的领先滞后关系，后期将继续随着 PPI 的回落而回落。去库存阶段一般持续 1-2 年，由于在去库存后期企业一般处于被动去库存状态，受产能调动较慢的影响，去库存阶段一般长于补库存，我们预计本轮去库存将在 2019 年上半年结束。

我们测算 2018 年库存增速下行对 GDP 增速的负向扰动约在 0.06-0.09 个百分点。我国库存周期与 GDP 增速、工业增加值增速长期相关性较弱，只能对经济形成短期扰动，并不主导经济走势。近几年我国库存增速波幅收窄，使用支出法 GDP 中“资本形成总额：存货增加”数据测算存货变动对 GDP 增速的拉动，历史数据显示，库存 1 个百分点的回落对 GDP 当年同比增速负面影响大约为 0.02-0.03 个百分点。可追踪的高频数据显示，截

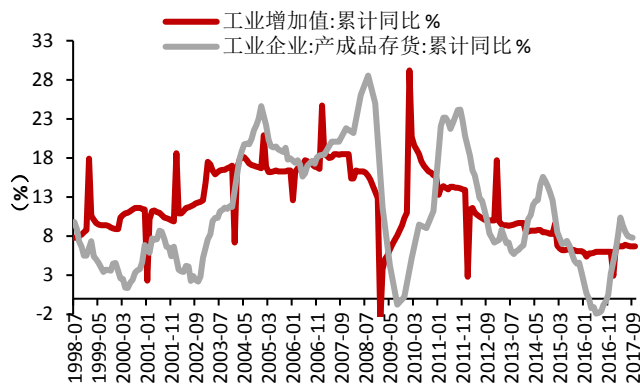
至2017年9月，我国工业企业产成品存货累计同比增长7.8%，如果预计今年年底，库存累计增速下落到6%，明年年底回落到3%，则明年库存增速下降3个百分点，对GDP同比增速的负面影响在0.06-0.09个百分点之间。

图表72： 工业库存增速与PPI表现出较强的领先滞后相关性



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表73： 库存周期长期内与经济增长相关性较弱，只会造成短期扰动



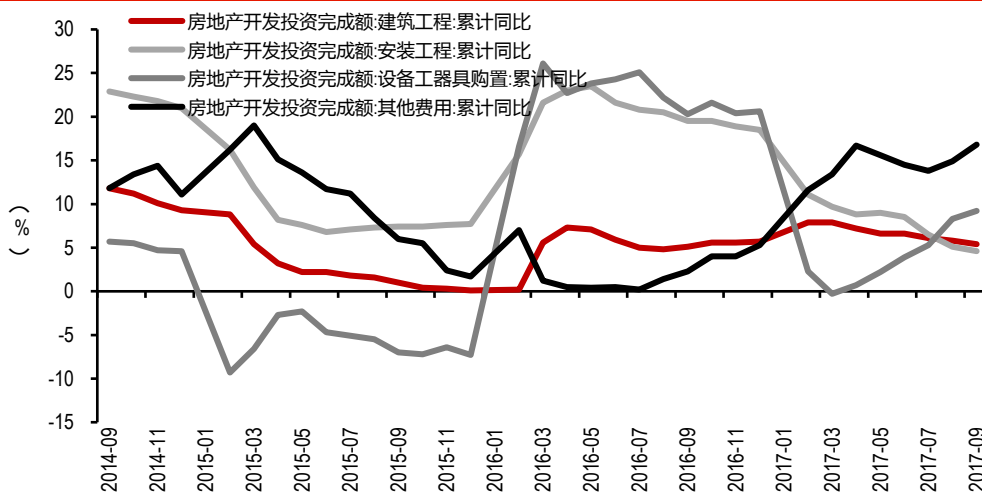
资料来源：Wind，华泰证券研究所

3.2.3 预计2018年房地产投资增速在4.5%左右

地产投资可以进一步拆分成四部分，即建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置投资、其他费用投资。我们在深度报告《二十问地产——宏观视角看地产（一）》详述过地产投资的几种拆分口径。按投资的性质分，可以分成建筑工程投资、安装工程投资、设备工器具购置投资、其他费用投资四个部分。其中建筑工程投资、安装工程投资是地产投资中比较典型的组成部分；设备工器具购置主要是设备采购的投资，占比仅1%左右，可基本忽略；其他费用主要是以土地购置费为主。

今年以来地产投资较为强势，是由四个原因叠加而成：第一、地方政府扩大土地供给，这主要带动地产投资中的“其他费用”项；第二、前期货房销售旺盛带动的被动性质的地产投资，这主要带动地产投资中的“安装工程投资”项；第三、一线和强二线地产商主动的“补库存”投资，这主要带动地产投资中的“建筑工程投资”项；第四、政策性的地产投资，如棚户区改造等。按照目前的走势，预计今年能完成房地产开发投资11万亿元左右，同比增速7%。

图表74： 地产投资分项走势



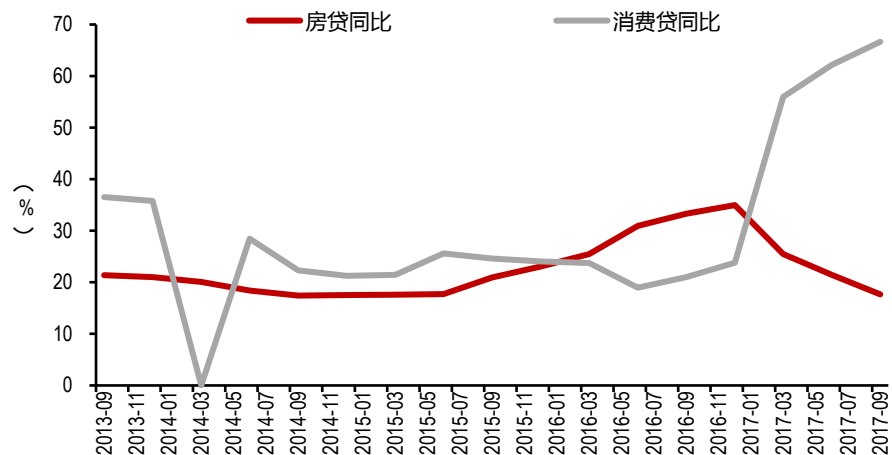
资料来源：Wind，华泰证券研究所

展望 2018 年，首先按照常规的预测可以得出地产投资的下限。即 3.5% 左右。主要是从政策影响销售，销售影响地产商回款，再影响开工建设，从而影响投资的思路。去年 9.30 开始，地产调控政策不断加码，今年 3 月份以北京“认房又认贷”为代表，调控政策进一步升级。9 月下旬，重庆、南昌、西安、南宁、石家庄、长沙、贵阳等 7 座房价依然上涨的次热点城市以“限售令”为代表，再次发布一轮调控政策。据不完全统计，从今年 3 月 17 日起，已经陆续有 44 个城市发布了“限售令”。9 月以来北京、江苏、广东、深圳、浙江、江西等地对于个人消费贷款、个人经营性贷款违规流入购房领域的梳理、核查逐渐加码，部分银行机构已经应声而动。

限售令对房地产销售的冲击边际有限，实质上只起到了明确地产调控方向的作用，避免了在预期不明朗的情况下，金九银十的特殊月份中，群体性行为作用导致房价出现非理性反弹。至于会不会在去年“9.30”、今年“3.30”政策的基础上，给房地产销售带来更多的负向冲击，目前来看影响是比较有限的。

如果严查消费贷，会对房地产销售产生较大影响。我们发现，在本轮一线城市以及热点二线城市房价上涨之前，消费贷和住房贷款的增速都稳定在 20% 增速水平，当前住房贷款已经回到了 20% 增速水平，消费贷款增速依然处在 50% 以上，我们假设通过严查消费贷款投向会使得消费贷款增速水平回到 20% 增速中枢，可以大致测算其对于房地产的边际影响。

图表 75：消费贷款余额增速快速增长



资料来源：人民银行，华泰证券研究所

前三季度，如果按照 20% 的历史平均增速，消费贷余额应大致在 6.5 万亿元左右，也就是说由于借道消费贷流向房地产市场的因素，使得前三季度消费贷多增 2.5 万亿元。如果严查消费贷，以前三季度数据为基础计算，即相当于减少购房贷款 2.5 万亿元。考虑到消费贷应主要集中在一线城市，购房中包括很多二手房，这些并不在商品房销售的统计中，对经济的拉动作用有限，所以我们要剔除二手房的成交比例。根据北上广深超一线城市去年成交情况，以及全国新房二手房成交占比。预计二手房成交比例在 70% 左右，即对新房销售的减少额为 $2.5 * (1 - 70\%) = 0.75$ 万亿元。上半年商品房销售达 9.19 万亿元，如此会降低 8.2% 左右。前三季度，商品房销售额累计同比 14.6%，如此可能会回落到 6.4% 左右的水平。

图表76： 各主要城市和全国二手房比例

城市	二手房:新房	来源	时间	说法
北京	85:15	中原地产	2016年	北京新房供应及成交逐渐萎缩，二手房成交占比不断增加，今年首次突破80%。中原地产监测数据显示，截至目前，北京年内二手房住宅签约255786套，新房住宅签约44801套（剔除保障房自住房）；二手房占市场住宅成交比例高达85.1%，进入了全面的存量住宅时代，而这一比例在过去几年一直在70%上下。
上海	77:23	中原地产	2016年	根据中原地产公司数据显示，2016年全市二手房共成交36.11万套，远超新房10.87万套近3倍。
深圳	69:31	安居客、赶集网	2016年	深圳二手房成交占比七成。据安居客、赶集网统计，2016年深圳二手住宅市场成交金额约4900亿元，一手房成交金额2200亿元，共计7100亿元，二手房占比69%。
全国	33:67	链家	2016年	链家研究院预计，2016年二手房的交易额应该在5万亿元左右，新房交易额应该在10万亿元左右，这是一个15万亿元的市场。

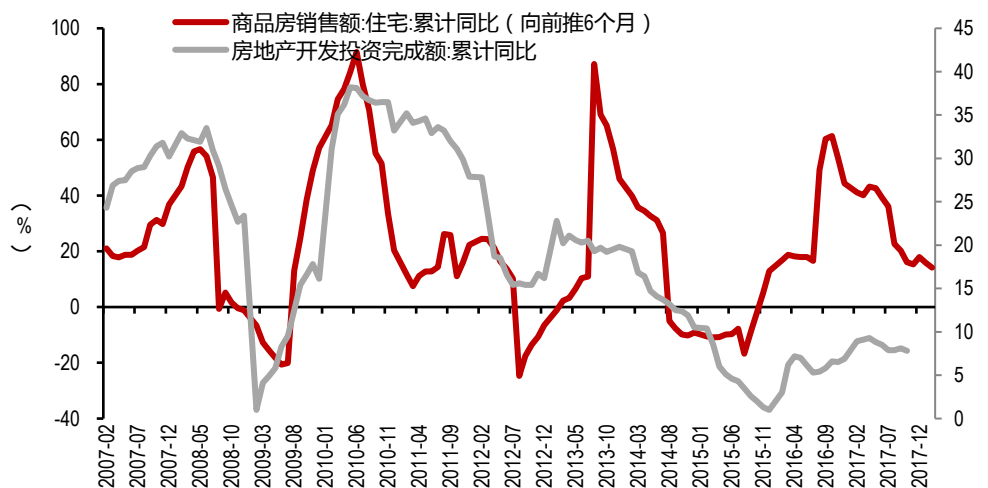
资料来源：链家、中原地产等，华泰证券研究所

从历史数据看，销售领先地产投资的周期时长时短，在0-10个月之间。在07年以前，地产销售和地产投资总体是同步的，并未出现时滞，但07年以后，地产销售对投资的领先趋势逐渐显著。对比07年至今两个数据的峰值和谷值，可以看到地产销售每次都先于投资到达拐点。不过两者的时滞远非固定，最短的时候是同步进入拐点，最长的时候则滞后10个月之久。一般我们选取6个月左右来进行分析预测。

图表77： 从历史数据看，销售领先地产投资0-10个月

类型	商品房销售累计同比%	时间	地产投资累计同比%	时间	投资滞后于销售(个月)
峰值	32.1	2007-09	33.50	2008-06	9
谷值	-19.7	2008-12	1.0	2009-02	2
峰值	53.0	2009-11	38.2	2010-05	6
谷值	-14.0	2012-02	15.4	2012-07	5
峰值	49.5	2013-02	22.8	2013-02	0
谷值	-16.3	2015-02	1.0	2015-12	10

资料来源：人民银行，华泰证券研究所

图表78： 销售额增速超前地产投资增速6个月左右

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从数据上看，房地产投资增速的波动相比销售额同比在2013年以后明显缩窄。我们认为这与多种因素有关，一方面房地产投资既与经济基本面有关，而且还与棚户区改造、三四线去库存等政策因素有关，而且销售还与地产限购限贷等调控的关系更加直接。在趋势上，仍然体现出投资对销售的滞后反映。按照前三季度的测算，销售的同比增速在14.6%左右，未来如果回落到6.4%左右，相当于回落了56%。我们之前预计到年底的地产投资可能为

7%左右，明年如果也回落 56%的话，相当于继续回落 3.9 个百分点，回落到 3.1%左右。如果考虑到在明年经济下滑压力比较大时候，政府对地产调控略有放松的话，乐观估计地产投资在 3.5%左右。

这里我们需要重点提示的是，传统的分析框架在明年可能出现失灵，销售与投资之间的关系可能会进一步背离，这种现象在今年已经有所体现。原因在于政府在建设房地产市场长效机制健康机制的框架下，重点在于增加租赁住房、共有产权类住房的占比，这些住房属于投资，但并不会体现为销售，从而导致投资与销售的背离。

以北京为例，总规中明确未来要增加 150 万套住房，其中比例为：新建住房中产权类约占 70%，租赁类约占 30%。产权类住房中，商品住房约占 70%。商品住房中，自住型商品住房、中小套型商品住房约占 70%。总计算下来，纯商品房占比只有 15%左右，如果共有产权房按照 5:5 来执行，那么最终计入投资不计入销售的比例在 70%左右，这会导致销售与投资之间的相关关系被逐渐打破。

图表79：北京新建住房供给结构



资料来源：人民日报，华泰证券研究所。

这样我们只能换一个方式去测算。一个可以量化的口径是，棚改安置的量。**未来棚改节奏：18年起略放缓，2020年基本完成，即“四年完成，一年扫尾”。**根据发改委公布的数据，2012年末全国尚存 4200 万套棚户区房屋，那么如果假设今年棚改按计划完成 600 万套，今后三年按照 5 月 24 日公布的 1500 万套计划匀速推进，即年均降至 500 万套，四年后全国棚户区存量将降至 100 万套，棚改工作应当进入尾声。因此可以说未来棚改节奏是“四年完成，一年扫尾”。同时，就各地公布的地方棚改计划看，地方棚改节奏也与全国基本一致，如天津市计划到 2020 年 100%消除中心城区棚户区，四川省也发文称 2020 年底前基本完成改造。

图表80：未来棚改&货币化棚改节奏（粉色区域为预测）

	建设计划 万套	实际执行 万套	货币化安置比例 %	实际货币化安置 万套	实际非货币化安置 万套	棚户区存量 万套
2012	300	300				4,200
2013	304	323				3,877
2014	470	470				3,407
2015	580	601	29.9%	180	421	2,806
2016	600	606	48.5%	294	312	2,200
2017	600	600	60.0%	360	240	1,600
2018	500	500	60.0%	300	200	1,100
2019	500	500	60.0%	300	200	600
2020	500	500	60.0%	300	200	100

资料来源：Wind，发改委，华泰证券研究所

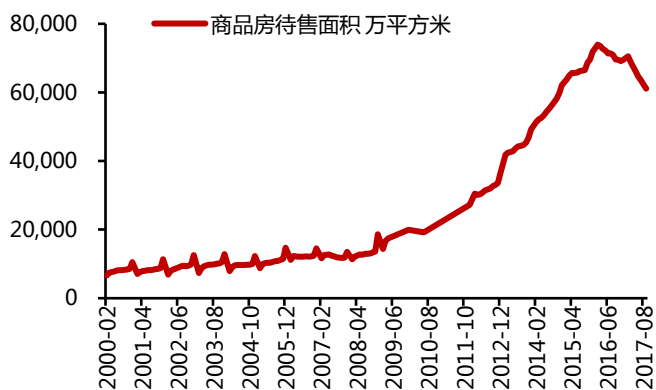
按照住建部披露的数据，2017年1月至10月，全国棚户区改造已开工600万套，完成投资1.68万亿元。这意味着原定今年需要完成的棚户区改造开工任务已经提前完成。按照这一投资规模，明年500万套预计完成投资1.4万亿元，减少0.28万亿元。我们假定其他条件不变的情况下，今年完成11万亿元房地产开发投资，明年继续按照7%的增速，将增加0.77万亿元。因为棚改量的减少是确定性的，扣除0.28万亿元以后，增量为0.49万亿元，这样同比增速为4.5%左右。综合考虑，我们认为明年地产投资在4.5%左右的概率更高。

从商品房库存的角度看，我们认为明年仍是去库存的走势，但会出现一些区域和企业之间的分化。首先衡量库存的指标莫衷一是，最广义的库存是“已开工未售出库存”，由住宅累计新开工减去住宅累计销售得出，由于新开工面积中包含一部分不可出售的面积，通常的做法是对新开工面积数据乘以0.9再进入计算。最狭义的库存则直接引用统计局的商品房待售数据。目前广义和狭义分为为38亿平方米和6亿平方米，按照近1年销售面积测算去化周期为30个月和5个月。一个明确的趋势是在国家供给侧结构性改革去库存的政策下，棚改货币化安置比例不断提高，地方政府主动作为，广义库存和狭义库存均从2016年开始下降（广义库存由于数据限制很难精确到月，狭义库存最高点为2016年2月）。由于广义库存仍然较高，去化周期还处于30个月，离12-18个月的合力范围还有差距，我们认为去库存这一趋势仍会延续。

区域分化在于国家以及明确未来土地供给按照去化周期调控，即12-18个月为合理区间，18个月以上减少土地供给，12个月以下增加土地供给，以构建房地产健康长效机制。在这种政策下，我们认为各个主要城市的去化周期会向12-18个月的合理区间收敛。对于库存较低的一线和强二线城市，如北京、上海、广州、深圳等，在增加土地供给和限购限贷的政策推动下，库存可能增加。对于三四线城市，在前期库存较高、新增土地供给受到控制、棚改货币化安置要达到60%占比等条件的约束下，未来库存可能减少。

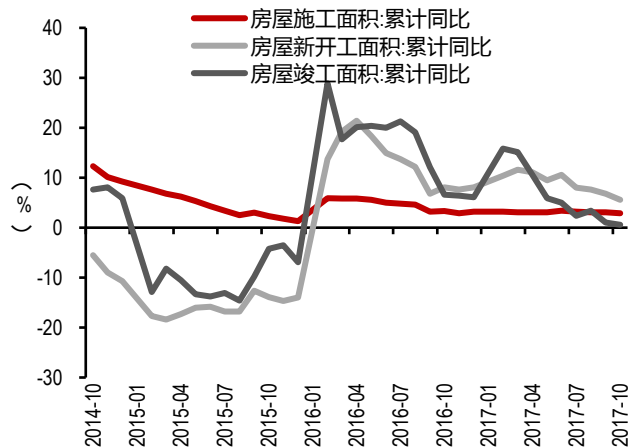
企业分化在于地产企业的竞争。由于在地产调控期，对未来的悲观预期会让房地产行业整体低迷，但此时拿地进军是未来能够成功的先手棋，在2013年左右这种策略曾经促使了一批地产企业的崛起。如今，我们再一次看到了一些企业在三四线城市和一线、强二线周边拿地布局。从宏观数据看，地产企业比金融市场对未来的预期要乐观，在4月开始，新开工面积增速持续高于竣工面积，似乎有主动补库存的意思。我们预计这种趋势在明年会减弱，主要受制于资金流限制，今年是销售回款和地产企业贷款两条资金流都较好，明年大概率销售回款上会比较明显回落，这会对地产企业主动补库存构成较大制约。

图表81：狭义库存下降，未来会持续



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表82：房企的主动补库存行为，未来可能会减弱



资料来源：Wind，华泰证券研究所

3.2.4 预计2018年出口增速在7.5%左右，进口增速13%左右，贸易顺差回升

出口的预测主要看世界经济复苏的进程，中国贸易地位，是否具有爆发贸易战的可能，以及人民币汇率情况。预计今年出口增速可能在7%左右。首先从模型搭建的角度，以OECD国家实际经济增速，和人民币名义有效汇率指数作为输入变量，可以较好的拟合出口同比增速（按美元计价）。在假定OECD国家弱复苏、人民币币值基本稳定的前提下，明年出口增速会继续扩张，模型显示在11%-12%左右。然而最近两年，这种预测方式与实际走势出现的背离有所加大。可能的原因有三点：其一是我国制造业受发达国家制造业回落和新兴市场国家兴起的双重挤压，在全球贸易中的份额有所下降。其二是2015年以来人民币持续贬值，贬值预期过强，虽然今年有所升值，但未来预期仍然不一致，出口订单量有所下降，导致全球经济复苏没有充分对我国出口形成拉动。其三是我国国内的供给侧改革，对供给形成了一定压制，没有最大限度的发挥生产能力满足海外需求。客观上讲，以上三个因素，只有第二点在有效缓解，其他两点冲击仍然存在，所以我们倾向于接受模型的方向性结论，即出口增速相比今年有所提升，但**谨慎预测，增速可能在7.5%左右。趋势为前低后高，主要由于基础原因所致，一季度可能是全年出口增速的低点。**

图表83：中国贸易份额有所下降



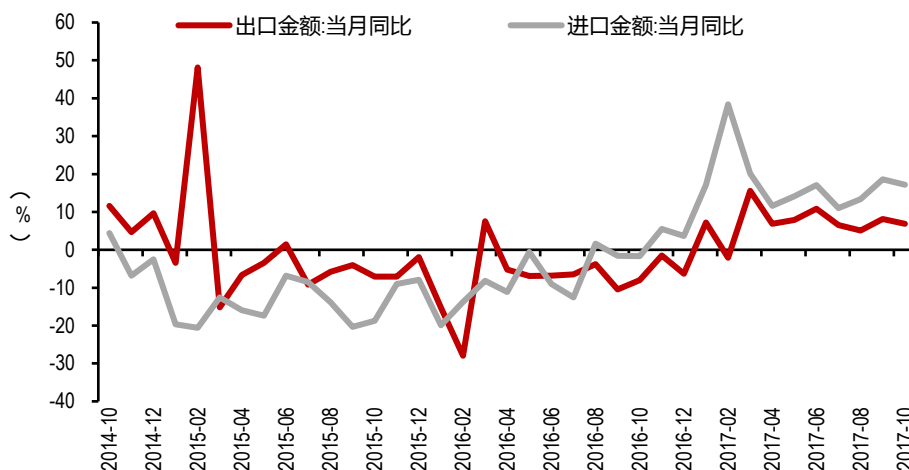
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表84：OECD国家增速中枢逐渐提高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表85：进出口仍处于复苏进程中

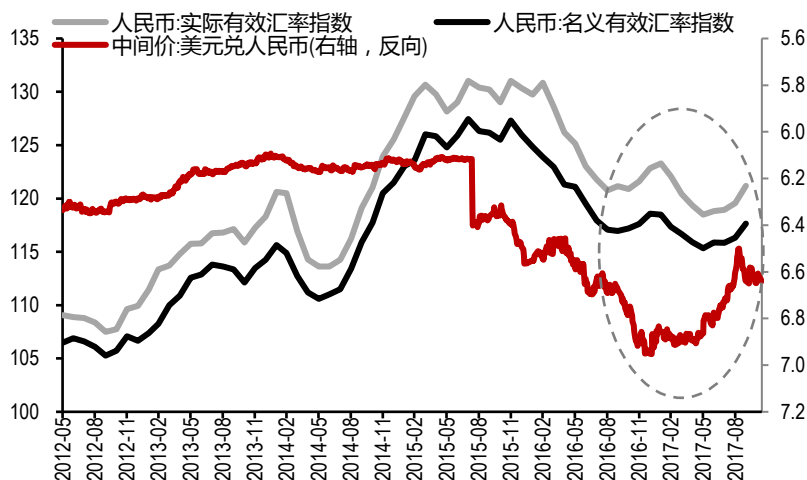


资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场普遍关心人民币兑美元升值带来的对出口负面影响。首先我们建议，要更多关注人民币有效汇率。虽然很多贸易结算使用美元，但有效汇率是考虑对各国贸易占比的基础上更有效地反映币值，能够更有效地从本币升值贬值来预测出口强弱。名义有效汇率是指以一国对外贸易伙伴国与该国的贸易额在该国对外贸易总额中的比重为权数，将各贸易伙伴国的名义汇率进行加权平均而得到的汇率指数，但由于名义有效汇率没有包括国内外价格水平的变化状况因而名义有效汇率不能反映一国相对于其贸易伙伴国的竞争力。实际有效汇率，是在此基础上再扣除通胀的因素。实践中，贸易订单的签订很少有企业会细致到分析

两国通胀，所以我们预测时更倾向采用名义有效汇率。虽然今年以来人民币兑美元总体升值，但人民币有效汇率指数变动不大，对未来出口也不会带来更多负面影响。

图表86：名义有效汇率、实际有效汇率与人民币兑美元之间的背离

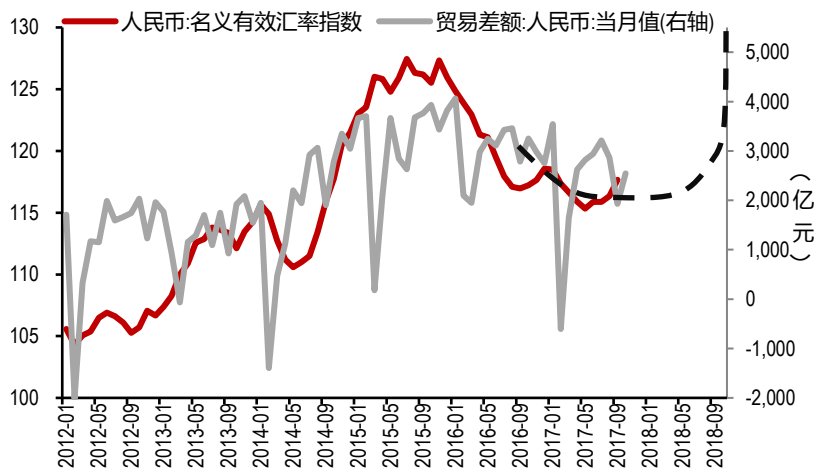


资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计进口相比今年会有所减慢。原因在于，其一，今年进口增速较快有国内供给侧结构性改革，压缩了资源品供应，主要原材料进口量价齐升，而这一影响在2018年会边际减弱。其二，进口强反映国内需求不弱，今年国内需求侧在地产投资超预期的情况下，确实较强，而明年我们预计地产投资会下行，进口需求不会强于2017年。预计2018年进口增速在+13%左右，考虑今年基数原因，走势大概率前低后高，一季度可能是全年低点。

预计明年贸易差额会提升，净出口对GDP贡献增加，主要是J曲线效应还在进行中。所谓J曲线效应，简单地说是汇率因素对净出口影响的一个滞后。产生J曲线效应的原因有两点：第一，在汇率贬值下，贬值预期继续较强，国外采购国内出口订单会推后，以谋求更大收益，导致出口下降，同理进口提升，从而贸易差额反而先下降，此后贬值下对净出口的改善作用才会体现。第二，在汇率贬值下，原出口订单往往是在国内定价基础上折算为结算货币，即基准定价采用国内价格，而进口订单刚好相反，贸易订单往往一签几个月、半年甚至更长时间，这就导致按照原订单执行下来的出口金额减小，进口金额增加，从而首先恶化贸易盈余，在消化完存量订单以后才会出现贸易盈余的增加。学术上对J曲线的研究很多，往往认为滞后效应在几个月到2年不等。我们认为，从811汇改以后，人民币总体还是贬值的，J曲线效应在今年没有走完，明年走过低点向上，贸易盈余增加。

图表87：汇率因素对净出口影响的J曲线效应



资料来源：Wind，华泰证券研究所

四、货币政策与财政政策

4.1 货币政策没有全面宽松可能

我们认为，2018年中国货币政策存在边际宽松的可能、但全面宽松的可能性很小；即很难看到全面降准降息，但可能出现定向降准、PSL投放量加大等结构性的货币政策宽松。首先，美联储连续加息概率仍然较大，央行货币政策难以全面宽松。第二，金融去杠杆将成为长期趋势，货币政策很难全面宽松。第三，CPI中枢将会上移，决定了央行货币政策较难转向全面宽松。最后，环保限产以及房地产调控政策，使得明年经济增速存超预期下行概率。我们认为除非经济超预期回落并接近政府经济增长的底线，那么货币政策很难全面宽松，明年货币政策保持紧平衡的概率较大。

4.1.1 全球货币政策收紧趋势清晰

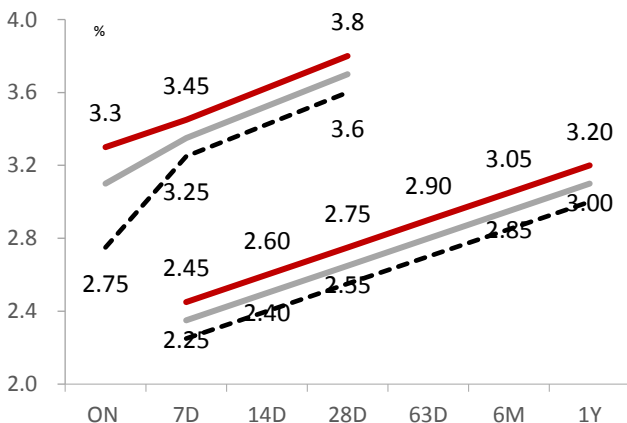
我们在2017年深度报告《全球央行货币政策是同步的吗？》中指出，美国货币政策的外溢会影响中国，美国处于全球经济格局的中心地位，且美联储没有平衡国际收支的目标，故其货币政策是针对国内经济基本面进行调整。中国经济越来越融入世界，对外部环境更加依赖，美国经济的晴雨变化对中国（外需）的影响更大。由于保障国际收支平衡也是人民银行政策目标之一，随着中国金融开放程度的不断深化，央行货币政策要实现对外和对内“双平衡”，我们认为央行在对内平衡与对外平衡无法权衡的时候大概率会选择对内平衡。

美联储在2017年已经加息2次，9月份决定开始缩表，同时联邦基金利率期货价格隐含的12月份加息概率较高，美国经济弱复苏态势清晰，我们认为在2018年美联储继续维持现有加息节奏的态势清晰，伴随着美国利率水平的抬升，我国央行货币政策全面宽松的空间已经很少；欧央行在10月份决定减少购债规模至300亿欧元每月；英国央行11月份决定加息25BP用以应对较高通胀水平；人民银行在2017年春节前后2次提高政策利率，全球央行货币政策都悄然转向了收紧。

4.1.2 金融去杠杆，货币政策很难全面宽松

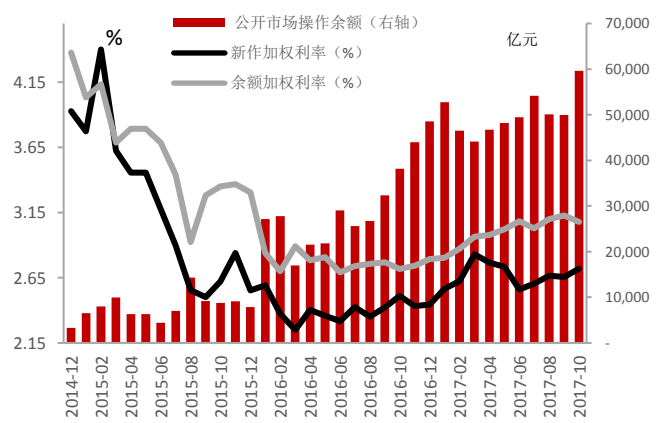
金融去杠杆，特别是银行同业负债杠杆以及委外债券投资久期杠杆仍然是金融稳定关注的重点领域。央行在2017年第三季度的货币政策执行报告中直接点名机构“滚隔夜”的久期杠杆操作，央行有意引导市场应该前瞻性的进行跨季资金安排，滚隔夜弥补中长期资金缺口，以短搏长过度加杠杆行为都是央行重点金融去杠杆的方向。我们认为，央行金融去债券久期杠杆的目标并没有达成，未来金融去杠杆有望持续。金融去杠杆大趋势不变，我们认为，央行大概率事件会维持短端资金的紧平衡，与债券委外投资“滚隔夜”操作进行消耗战。而且我们认为针对人民币流动性敏感时点，不只包括季末，还应重视包括月末、月中缴税缴准、以及人民币贬值导致的购汇需求旺盛等时点对于流动性产生的扰动。

图表88：央行政策利率走廊利率逐渐上调



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表89：公开市场操作余额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

4.1.3 CPI 不确定性制约货币政策全面宽松

我们认为，猪肉价格可能因为环保限产等因素影响，而超市场预期、提前结束本轮同比下行周期，原油价格也可能受到海外突发事件的影响快速上行，打破当前的平衡状态。在全球经济弱复苏的背景下，物价易上难下的走势也较为清晰。我们认为，在通胀不确定性背景下，央行货币政策很难全面宽松。

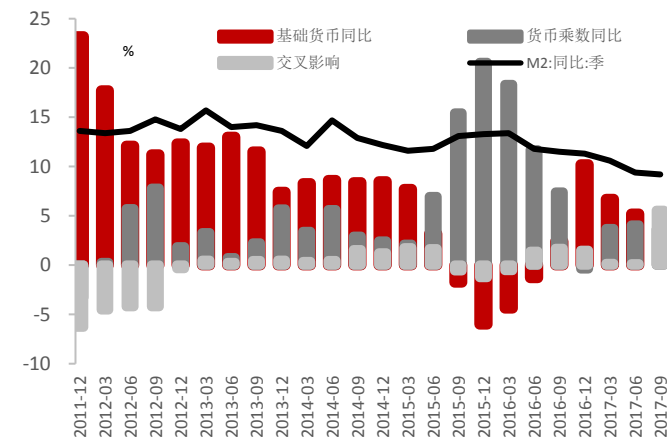
4.1.4 预计 2018 年 M2 增速目标值 11-12%，实际值 9.0-9.5%，信贷和社融增速中枢 13%

我们认为，我国央行的货币政策中介目标暂不会由 M2 转向利率走廊，目前最主要的中介目标仍然是 M2 增速。今年央行一直强调当前是稳健中性的货币政策，但是从央行中介目标增速持续下行可以看出，9%的 M2 增速已经大幅低于年初的 12%的增速目标值，也就是说从中介目标来看，央行货币政策是实质性的收紧。

预计四季度 M2 增速仍将维持在 9%左右。今年以来我国基础货币增速有所放缓，货币乘数波动上行。央行基础货币投放增速的下滑带来的会是全社会信用扩张速度的下滑。我们观察到，通过降准和金融创新等方式货币乘数大幅提高对冲了部分基础货币下滑带来的影响，但是当前整个金融监管的大背景将会抑制货币乘数的进一步上涨，四季度 M2 增速仍将维持在 9%左右，信贷和社融增速的中枢维持在 13%左右。

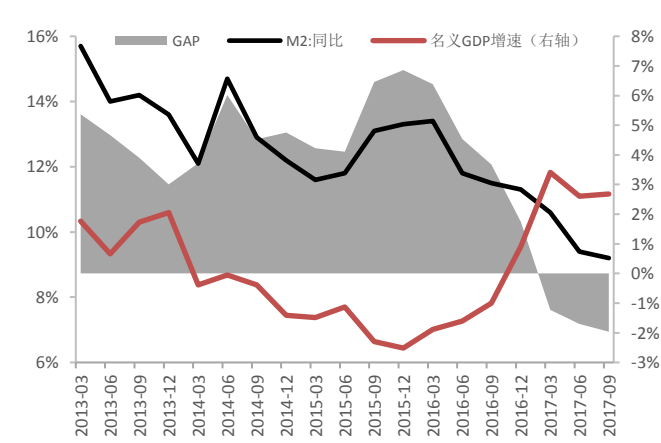
预测 2018 年 M2 增速将会止跌、全年增速将会在 9.0%-9.5%左右，信贷增速将基本稳定在 13%左右。2018 全年，我们认为伴随着货币政策边际转向宽松，金融数据的持续下滑走势将会出现止跌修复，但全球央行货币政策普遍收紧的大背景将会制约人民银行货币政策转向全面宽松，但是央行将会通过公开市场操作方式维持基础货币增速。预测 2018 年 M2 增速将会止跌、全年增速将会在 9.0-9.5%。信贷和社融增速中枢在 13%。首先，经济韧性较强，贷款需求稳定。其次，企业融资由债转贷以及非标转贷趋势较为清晰。金融去杠杆使得银行收缩非标配置，同时表外转表内趋势使得配债资金边际减少，债券融资利率高于同期贷款利率。最后，2018 年地方政府债务置换节奏放缓。

图表90：我国基础货币供给增速反弹，支撑 M2 增速



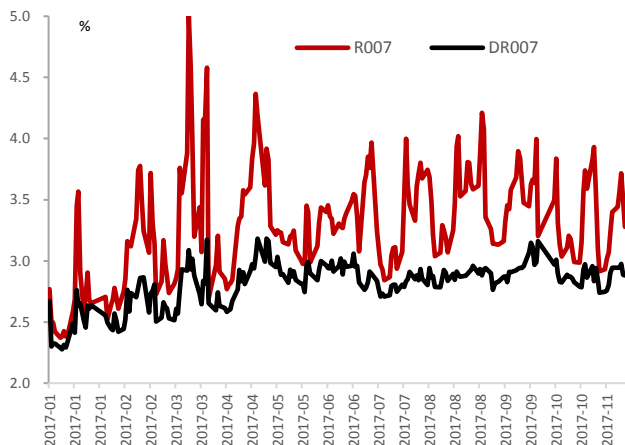
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表91：M2 增速已经低于名义 GDP 增速，继续下探空间有限

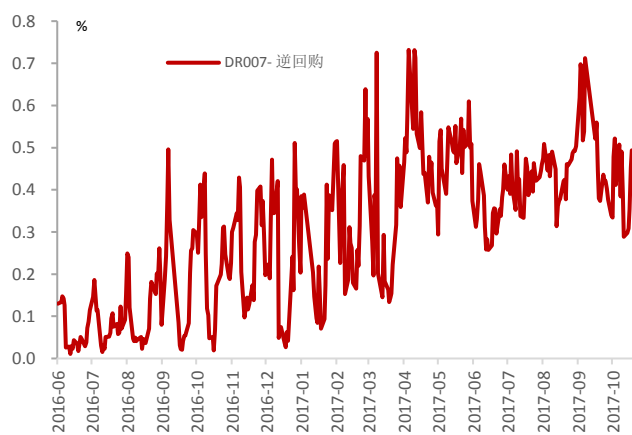


资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策利率调整是市场的后验性指标，我国的货币政策首先还是要更加重视量的变化，尤其是央行短端资金的供应。因此，我们认为政策利率调整并不重要。

图表92: 预计市场利率基本平稳, 不会出现类似“钱荒”


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表93: 央行2017年3月份加息时DR007高于政策利率45BP


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

4.2 货币政策的多目标如何排序面临多重不确定性

人民银行货币政策最终目标较多, 有时甚至相互制约, 使得人民银行在很多时候很难给出一个简洁的前瞻性指引。我们在判断人民银行货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾, 对央行最终目标矛盾进行排序来判断央行当前最关注的逻辑, 从而判断其货币政策取向, 而央行最终目标之间的排序也随着经济情况变化而发生变化, 这也是判断央行当前货币政策取向困难所在。2016年四季度以来我国货币政策的主要矛盾是国际收支和金融稳定, 随着近期国际收支压力暂缓, 货币政策将更加关注“金融去杠杆”。但是明年我国货币政策多目标如何排序面临多重不确定性。

首先, 经济增速阶段性放缓。中国经济仍处在结构性失衡、供给侧改革的攻坚期, 中期来看, 经济下行的压力仍在。我们预计明年GDP增速6.7%, 相比今年有所放缓。未来, 一旦触及保增长底线, 预计人民银行大概率将会调整政策方向, 将目标从保障国际收支转向维稳经济增长, 同时加强资本管制以应对资本外流压力。

第二, 我们认为2018年我国CPI中枢将会上移, 根据我们的测算, 2017全年通胀均值可能为+1.6%、2018年通胀中枢可能将显著上行至+2.5%, 明年CPI单月同比最高可达2.90%左右。我们认为货币政策目标的临界值最重要, 趋势变化不重要, 如CPI上升的趋势本身不会制约货币政策转向, 但一旦CPI大幅走高至3%, 会直接影响货币政策决策。

第三, 当前以美国为首的发达经济体货币政策收紧的趋势已经确定, 这势必抬高全球利率水平中枢。鉴于中国资本账户并未完全开放, 若央行继续以国际收支基本平衡和人民币汇率的相对稳定作为其货币政策的主要落脚点, 货币政策宽松将受到较大限制。

第四, 金融去杠杆力度强弱。2017年央行货币政策目标之中更加关注金融稳定, 边际上继续收紧货币帮助金融部门去杠杆。我们认为金融去杠杆和金融监管将成为长期趋势, 货币政策也将会长期关注这个目标。

4.3 宏观审慎与货币政策双支柱

我们认为, 健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架是央行正在重点推进的工作。货币政策侧重于物价稳定、经济增长、就业以及国际收支基本平衡。宏观审慎侧重于金融稳定和逆周期调控。我们认为, 央行打造双支柱调控框架的根本目的是缓解货币政策多目标的压力。货币政策目标过多就容易形成目标之间的冲突, 给央行执行货币政策带来难度。我们认为, 央行宏观审慎评估政策可以分流金融稳定目标, 也是货币政策动态目标中较为重要的一项, 减少了央行在制定货币政策方面的考量因素。

4.4 货币政策存在结构性宽松的可能性

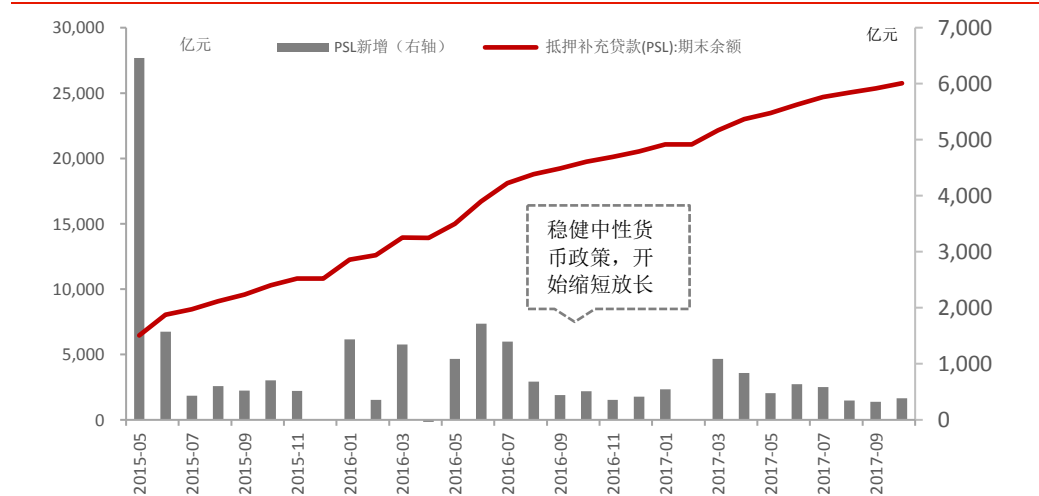
我们认为，2018年货币政策全面宽松的概率很小，也就是说很可能见不到降息降准，但存在边际宽松的可能性，我们认为货币政策边际宽松是指出现普惠金融或者绿色金融相关的定向降准，再或者是PSL投放量加大等结构性货币政策。而只有经济增速向下超预期并接近政府底线，才有可能看到货币政策的全面宽松。

央行在普惠金融支持方面已经明确在2018年实施定向降准。我们在2017年10月份报告《央行四季度降准了？没有！》中指出，在我们看来是央行对于定向降准的考核标准进行了一次修订，本次修订的生效时间点是2018年初，因此对于当下以及四季度没有任何变化，也即央行在2017年四季度没有进行降准。我们认为，央行关于普惠金融、定向降准的政策并不能视为货币政策全面宽松，仍属于结构性的货币政策宽松措施，是央行对于国家提出的普惠金融政策的一次落实。

央行在支持绿色金融方面有可能推出结构性宽松政策。党的十九大胜利闭幕，我们在2017年10月份深度报告《发力不平衡和不充分的领域——十九大报告带给我们的投资方向》中指出，我们认为经济运行中不平衡和不充分的领域就是资本市场的投资机会，那么环保则是经济发展中较不平衡和急需补课的领域之一。我国粗放的发展方式造成了严重的环境污染，必须加快绿色转型步伐。从习总书记从政经历来看，绿色发展很早就深入到总书记的执政理念中：绿水青山就是金山银山。供给侧改革已开始从行政化去产能逐渐转向市场化、法制化去产能，环保是核心限产指标。十九大将生态文明建设和环保提升到了一个新的高度，我们认为以更加市场化的方式推进环保将会成为常态。我们认为，绿色金融则有可能是央行货币政策支持的下一个方向，央行有可能针对绿色金融推出相应的定向宽松政策，如对环保技改贷款投入较多的商业银行进行定向降准。

央行为贯彻落实国务院第43次常务会议精神，支持国家开发银行加大对“棚户区改造”重点项目的信贷支持力度，2014年4月，中国人民银行创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL）为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。抵押补充贷款的主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资。抵押补充贷款采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产。从棚户区改造的节奏上看，2017年是600万套，2018年是500万套，从房屋改造数量上是负增长16%，如果在此背景下央行增加PSL投放量，我们认为也是一种结构性宽松的货币政策。

图表94：央行货币政策转为稳健中性之后，PSL新增逐渐减少



资料来源：Wind，华泰证券研究所

4.5 市场利率下行不会太大

我们在 2017 年 5 月的中期策略报告《利率为轴，经济为马》中提出了利率倒 U 型走势，并提出顶部区域即是 3.8%-4.0%。我们又在 6 月报告《我们不能死在债券牛市的前半夜》指出，利率未来会走出一个倒 U 型的走势，当前货币政策收紧和金融监管仍未结束，M2 增速将持续低位运行，监管政策后续也将继续出台，利率仍处于易上难下的阶段，也就是所谓债券牛市开启的前半夜，今年 10 年期国债收益率的高点会触碰 3.8%至 4.0%，目前这一判断已经兑现。

4.5.1 坚持利率未来走势可能为“倒 U 型”观点，四大信号判断倒 U 型右侧拐点

利率倒 U 型右侧拐点的时点判断十分重要，我们认为 2018 年一季度是重要的时间窗口。我们认为利率倒 U 型右侧拐点的判断标准：定向降准、PSL 放量、银监会监管措施出台、经济基本面回落，2018 年一季度是重要窗口期，如果信号混乱则可能推迟到二季度。银监会监管措施是否带有过渡期较为重要，我们倾向于有过渡期。

4.5.2 10 年期国债收益率下行空间有多大？

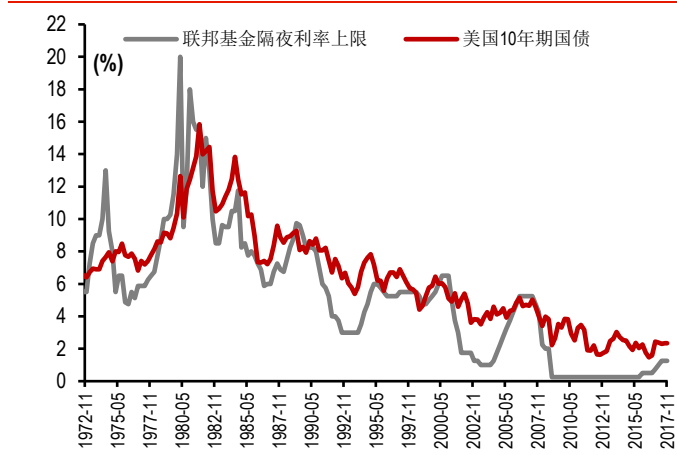
2017 年国债收益率快速上行和 2013 年“钱荒”情形类似，2014 年伴随着货币政策转向开启了长达 3 年的债牛行情，10 年期国债收益率波幅高达 200BP。2018 年货币政策紧平衡概率较高，但是仍存在经济增速下行超预期和货币政策转向的概率，那么国债收益率有多少下行空间呢？

图表 95：金融危机之后美债收益率已经成为我国国债的收益率底部



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表 96：美债收益率的底线便是联邦基金隔夜利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为伴随着经济基本面的下行，2018 年国债收益率中枢将会震荡下移，10 年期国债收益率明年底部中枢水平在 3.40%左右。首先，我们认为央行政策利率曲线中的 1 年期的 MLF 利率 3.20%将会成为 1 年期国债收益率的一个底部支撑位置。银行的存款增速逐渐下行，银行从央行批发资金主要通过逆回购和 MLF，因此批发资金在商业银行负债成本中的占比越来越高。其次，央行正在由数量型货币政策向价格型货币政策转型，央行十分重视货币政策利率曲线向市场的传导，我们认为央行不愿意接受市场利率低于政策利率。最后，我们判断期限利率将会在四季度扩大，并在 2018 年基本维持平稳，因此一年期国债收益率底部 3.20%，十年期国债底部将会是 3.40%。

4.6 金融去杠杆趋势判断

我们认为金融稳定发展委员会的成立并没有改变原有的决策机制，资管新规目前已经推出，并给予了市场一定的缓冲期。金融去杠杆的力度和节奏根本上取决于政府对经济的判断，如果经济好，很可能力度和节奏会超出市场预期。反而经济一般或偏弱，力度和节奏会比较温和。

4.6.1 金融稳定发展委员会关键看能否做实

2017年11月8日，国务院金融稳定发展委员会召开第一次全体会议。会议强调坚持稳健货币政策，强化金融监管协调，提高统筹防范风险能力，更好地促进金融服务实体经济，更好地保障国家金融安全，更好地维护金融消费者合法权益。会上指出金融稳定发展委员会的主要职责是：落实党中央、国务院关于金融工作的决策部署；审议金融业改革发展重大规划；统筹金融改革发展与监管，协调货币政策与金融监管相关事项，统筹协调金融监管重大事项，协调金融政策与相关财政政策、产业政策等；分析研判国际国内金融形势，做好国际金融风险应对，研究系统性金融风险防范处置和维护金融稳定重大政策；指导地方金融改革发展与监管，对金融管理部门和地方政府进行业务监督和履职问责等。

周小川行长在2017年10月份参加G30国际银行业研讨会时，发表观点认为金融稳定发展委员会，未来将重点关注四方面问题。一是影子银行。事实上我们已于两年前开始着手应对这一问题，目前已取得积极进展，许多影子银行业务已回归银行部门，被纳入商业银行资产负债表。二是资产管理行业。这一问题较为复杂，银监会、证监会和保监会三家分业监管的监管机构针对同一资产管理行为可能有不同的监管规定，我们同意金融稳定理事会的相关建议，应理顺和精简对资管行业的监管。三是互联网金融。目前许多科技公司开始提供金融产品，有些公司取得了牌照，但有些没有任何牌照却仍然提供信贷和支付服务、出售保险产品，这可能会带来竞争问题和金融稳定风险。四是金融控股公司。我们观察到，一些大型私人企业通过并购获得各种金融服务牌照，但并非真正意义上的金融控股公司，其间可能存在关联交易等违法行为，而我们对这些跨部门交易尚没有相应的监管政策。

4.6.2 资管新规设有缓冲期，但不意味着利空出尽

2017年11月17日，人民银行会同三会及外汇局发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》。文件指出，将按照新老划断原则设置过渡期，存续期内原有资管产品还可持续，与意见相冲突业务在过渡期内只要保持不净增加即可；过渡期持续到2019年6月30日。我们认为这实质上是对市场的呵护。此前市场最担心的是监管机构不顾市场承受能力，集中在年末时点上直接推进金融去杠杆强力政策。《指导意见》设置了较长过渡期，一定程度上平抚了市场情绪，我们认为银监会即将出台的一系列监管措施也可能会采用过渡期的方式。关于对市场的影响上，我们仍然认为银监会与金融市场相关的监管措施出台是靴子落地、利空出尽。

我们认为，本次指导意见给资管行业未来发展指明了大的方向，但这不意味金融去杠杆的结束，具体还需监管部门出台各自的监管细则，如银监会出台的理财细则等。另外，银监会在半年度工作座谈会上提出下半年力争出台18项监管措施，我们认为其中与金融市场密切相关的几项，如涉及到商业银行表外业务、委托贷款管理、交叉金融产品、流动性风险及理财业务的相关监管政策由于较为复杂，会以相对靠后的排序陆续出台，出台时点预计在年底到明年一季度。债市杠杆去化影响最明显的应该是小银行和券商资管，公募基金和保险杠杆比例本来就受控，因此或较为稳健。

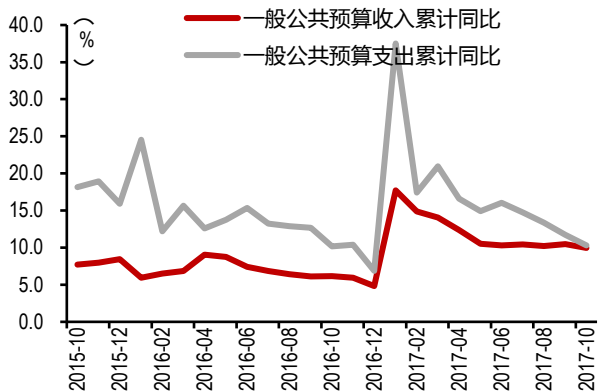
4.7 预计明年财政政策依然维持积极

4.7.1 财政赤字率或将维持在3%

2016年，政府工作报告提出阶段性提高赤字率至3%，此前的2014年、2015年分别为2.1%和2.3%。2016年实际执行中，由于经济下行压力和营改增等政策影响，收支情况有所紧张，年终最后调入资金弥补一般预算缺口6500亿元左右，实际赤字率为3.9%。政府在2016年底定调2017年经济工作时，考虑到可能下滑的地产投资增速，对今年并不乐观，同时为了迎接十九大召开，也在6.5%左右的目标基础上特意强调在实际工作中争取更好结果，于是将赤字率维持在3%。截至目前，赤字规模总体可控，特别是在今年经济形势稳中向好，企业利润持续高增长的情况下，财政收入总体情况较好，预计今年一般公共预算收入增速在10%左右，显著高于去年的4.82%，年底调入资金也会相应减少，预计在2000-3000亿元，实际赤字率也会降低至3.3%。

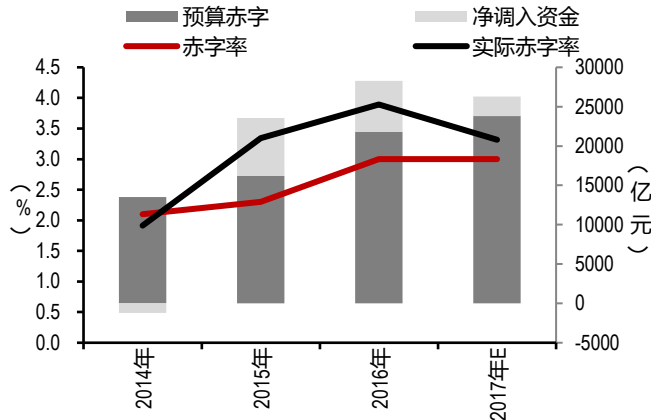
放眼 2018 年，一方面赤字率没必要继续提高。政府对经济的悲观预期基本扭转，考虑到今年的 GDP 增速 6.8% 左右，实现全面建成小康社会目标，只需要在未来 3 年保持 6.3% 的平均增速即可实现原定的 GDP 翻番目标，在宏观刺激政策上，保持定力即可，无需过强刺激。另一方面财政支出存在结构性压力，2020 年需要完成全面脱贫的目标，需要加大转移支付补助，建设生态文明也需要政府引导性的增加节能环保支出，建设制造业强国，形成创新驱动的新格局也需要财政方面有所发力。此外，此前赤字率维持在预算水平，是靠调入资金实现的，实际赤字率要高于预算赤字率，这样来看，维持预算收入平衡，赤字率也不宜大幅降低。我们预计，2018 年赤字率维持在 3%。

图表97： 财政累计收支情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表98： 财政赤字情况

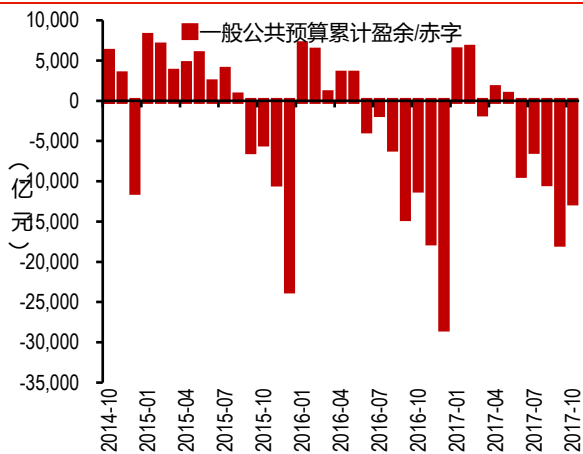


资料来源：Wind，华泰证券研究所

4.7.2 一般公共预算和政府性基金预算情况

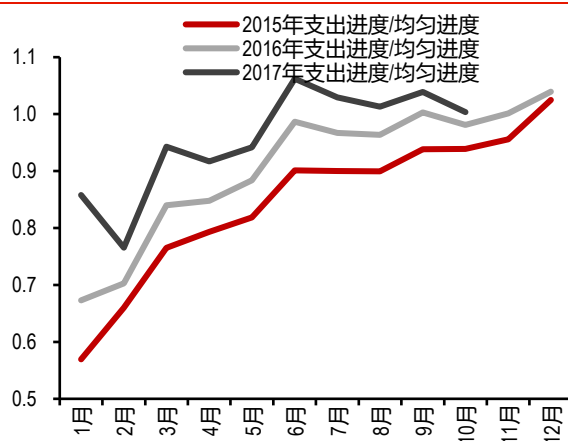
2018 预计一般公共预算收入有所减速，预计在 8% 左右，主要是预计明年整体盈利情况、进口情况相比今年有所减弱，受房地产调控影响，个人所得税项下财产转让收入税收下滑明显。**趋势预计在 4、5 月增速最高**，主要是今年企业普遍盈利较好，所得税汇缴清算在年末终了后 5 个月内完成，一般 4、5 月为清缴所得税的大月。一般公共预算支出增速预计在 9% 左右，支出进度相比今年有所放慢，今年首次出现赤字月份为 3 月，预计明年在 6 月的概率较大。

图表99： 财政累计赤字出现月份



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表100： 历年财政支出节奏对比

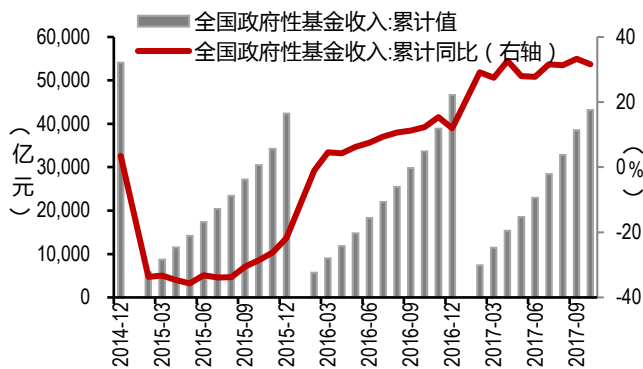


资料来源：Wind，华泰证券研究所

政府性基金预算今年维持 30% 以上的高增速主要因为地方政府出让土地收入增长较多。1-10 月累计，全国政府性基金预算收入 43152 亿元，同比增长 31.6%。其中地方国有土地使用权出让收入 35959 亿元，同比增长 37.3%。在棚改货币化安置促进三四线去库存、国家制定商品房库存周期上下限增加土地出让供给、房地产企业内部竞争拿地扩规模等因素的促进下，今年土地出让收入持续高涨。2018 年，在商品房销售增速回落房地产企业

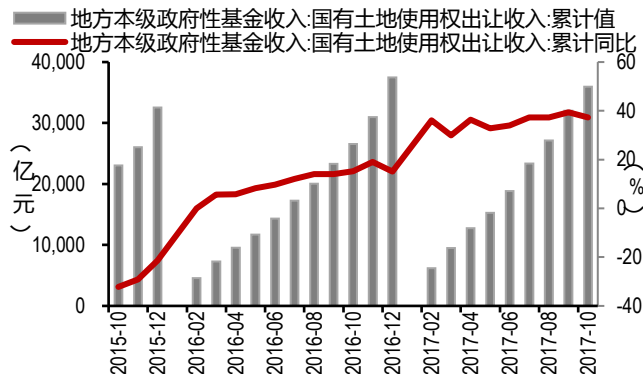
资金回流受到影响、地方政府严格执行地产调控政策等影响下，土地出让收入增速会有所回落，考虑到基数原因，可能回落到 10% 左右。此外，依靠发行地方政府专项债券筹集资金，支撑政府性基金预算开支的趋势会继续延续，预计明年政府性基金预算整体收入增速会超过土地出让收入增速，达 15% 左右。

图表101： 全国政府性基金收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表102： 土地出让收入增长较快

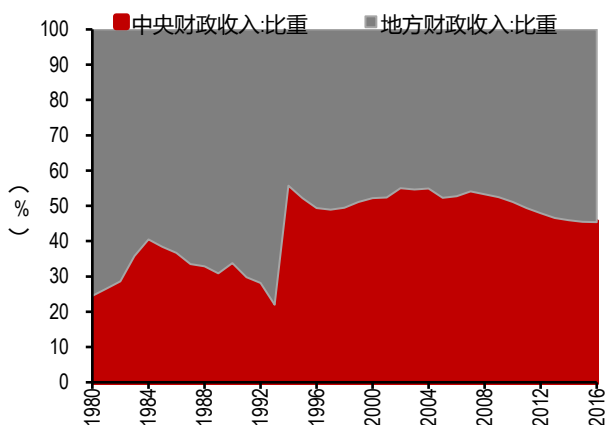


资料来源：Wind，华泰证券研究所

4.7.3 建立地方税种体系——房产税可期

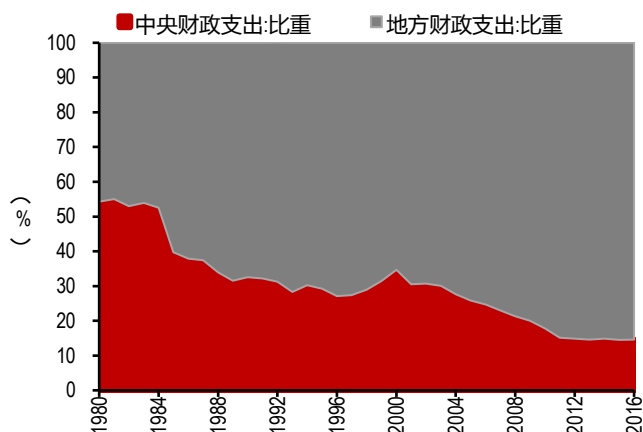
我国自 94 年分税制改革以后，一直面临地方政府财权和事权不对等的问题，地方政府承担了过多的事权，然而大多数省份却主要依靠中央转移支付。这一问题在经济顺周期时期（金融危机以前）矛盾并不突出，但在经济逆周期时期（金融危机以后三期叠加），矛盾就比较尖锐。表现上就出现三个问题：第一、过度依赖土地财政，造成房地产价格过快上涨；第二、地方政府过度依赖举债，而且不规范；第三、为了应对短期财政压力，征收过头税现象，甚至出现类似于辽宁的财政数据造假。问题背后的根源仍然是财权和事权的不对等。

图表103： 中央地方收入比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表104： 中央地方支出比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

解决这一问题，国家有三个大方向的改革思路。第一、规范地方政府举债，在 2015 年新预算法正式实施以后，地方政府只能以发行标准化债券的方式举债，以前融资平台债务经审计甄别确属于政府责任的部分实行存量债务置换，预计 2018 年将置换完毕。第二、加大一般性转移支付比例，赋予地方政府运用转移支付资金的自主权，避免为了项目“跑部钱进”现象。第三、完善地方税种体系，增加地方政府税收来源。

完善地方税种先从看得见、能形成共识的地方开展。第一个共识就是环保税。我们多次强调生态文明建设是未来工作的重中之重。中华人民共和国环境保护税法已经 2016 年 12 月 25 日第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十五次会议通过，自 2018 年 1 月 1 日起施行。具体规定了污染物排放当量以及征收标准。第二个正在形成的共识是房产税。房产税既是建立房地产市场长效健康机制的一部分，也是增加地方税源的重要工作，虽然我国本身有房产税，但对居民房产是免征的。未来我们预计也按照目前房产税的既有框架，即余值和租金两种计征方法，考虑居民自有自住等扣除后开展房产税征收工作。**我们认为，2018 年是房产税立法的时间窗口期。**

4.7.4 地方债发行继续加快，项目收益债由点到面

2015 年新预算法实施以前，地方政府举债融资多借道企业，目前政府举债日益规范，2015 年以后明显看到地方政府债发行放量，而城投债等有所减少。今年，财政部启动项目收益债试点，土储债、公路债等项目收益债试点，将是未来地方政府专项债券改革的重要方向，发行规模会逐渐扩大。7 月份北京市顺利发行全国首批土地储备专项债券，8 月份广东省顺利发行全国首批收费公路专项债券。截至 9 月底，今年已有 14 个省份发行土地储备专项债券 125 只共计 1589.5 亿元，5 个省份发行收费公路专项债券 13 只共计 253 亿元。

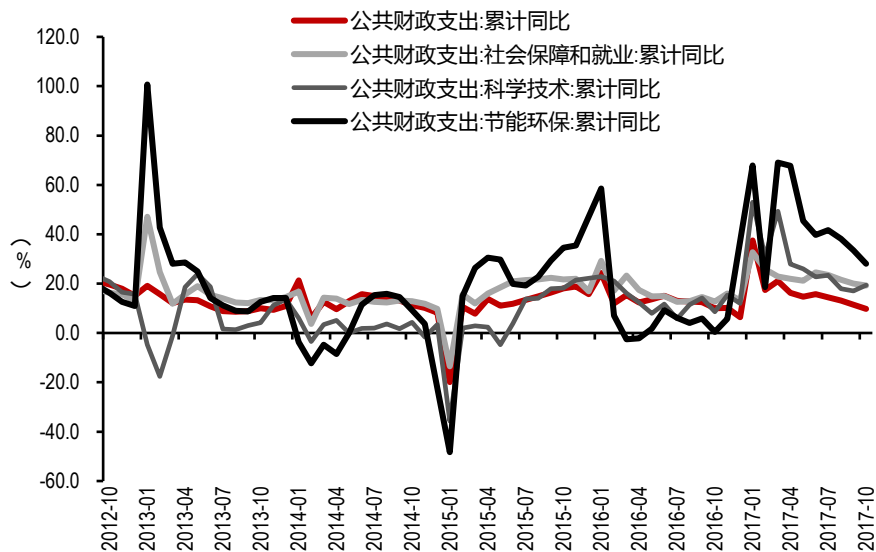
今年财政部先后出台《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》和《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》，并且在稳步改革开好“前门”着力打造中国版“市政收益债”——财政部有关负责人就试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种答记者问中，明确：2017 年优先选择土地储备、政府收费公路 2 个领域在全国范围内开展试点，打造立足我国国情、从我国实际出发的地方政府“市政项目收益债”，额度是“在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末专项债务余额低于限额的部分。”也就是说全国范围内，除了年初人大审批的新增的 0.8 万亿元额度，还有去年限额内未使用的部分 $6.47-5.53=0.94$ 万亿元，总计 1.74 万亿元。这些额度将成为未来增加发行地方政府债的重要部分。

我们认为，2015 年以后，地方政府债发行逐渐步入正轨，截至今年年底，估算剩余待置换的存量非债券债务在 3 万亿元左右，明年预计全部完成置换。此外，项目收益债规模继续扩大，明年预计专项债额度还会在 8000 亿元基础上增加，预计在 12000 亿元到 15000 亿元之间。

4.7.5 财政重点支持方向为科技创新、节能环保、国防军工

从大的方向看，供给侧结构性改革会更加注重补短板。供给侧结构性改革是大战略，五大任务之间具有深刻的逻辑顺序——“三去一降”是破局，“补短板”是立身，先破而后立。“三去一降”是“补短板”的前提，“补短板”是真正的落脚点。在 3 年左右时间，“三去一降”取得阶段性成果的前提下，行业出清、经济健康，我们认为下一步会集中力量聚焦“补短板”。在补短板方面，我们认为，未来会聚焦在生态文明建设、高端制造业和军工强国三个方面。我们预计在科技创新、节能环保、国防军工三个方面，财政支出的力度会比较大。此外，习近平总书记一直强调的扶贫仍是财政转移支付的重要内容，社会保障支出力度不减。

图表105: 财政支出的重点方向



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

五、全球经济判断与人民币汇率

5.1 美国、欧洲、日本及新兴市场经济判断

回顾 2017 年，全球经济基本确认弱复苏，折射出全球的三大趋势：1) 制造业加速扩张。发达国家和新兴市场制造业 PMI 均攀上高位。发达国家制造业 PMI 走势总体强于新兴市场国家。2) 全球贸易复苏。受益于发达国家经济修复带动的外需扩张，中美欧日等主要经济体和新兴市场出口回升。新兴市场国家贸易增长较快，反映贸易结构优化。3) 金融市场活跃。在今年美联储加息频率较为密集的情况下，全球股市却似乎没有受到较明显的负面影响，标普、伦敦富时、日经、法兰克福、沪深 300 等全球主要股指从年初至今均录得正收益。随着全球央行货币政策的边际收紧预期逐渐被金融市场提前消化，美联储加息对金融市场的边际冲击影响有所减弱。

2018 年全球经济将会大概率延续弱势复苏态势。我们预计，首先发达国家经济体开始复苏，美国经济表现或强于预期，欧日经济在货币宽松的条件下缓慢复苏，其次是新兴市场经济体将滞后于发达国家开始复苏。对 2018-2020 年的判断，如果美元本轮强势周期如我们所预期在 2018-19 年结束，并转入一轮长期的弱势周期，那么全球经济需求端复苏的持续性可能将比较强，大宗商品价格可能迎来反转，全球贸易活动持续改善，新兴市场国家将迎来新一轮资本流入，得到较好的发展机遇。

今年 10 月 IMF 再次上调全球经济预期。在其最新发布的《世界经济展望》中将中国今明两年的 GDP 增速预期均上调 0.1 个百分点，分别为 6.8% 和 6.5%，是年内第四次上调；对美国今明两年 GDP 增速预期分别上调 0.1 和 0.2 个百分点，分别为 2.2% 和 2.3%；对欧元区和日本的经济增速预期也进行了上调。IMF 表示，建立在大多数发达经济体的需求都在改善、带动全球经济活动加强的基础上，上调对全球商品和服务贸易的预期，并预计 17/18 年全球 GDP 分别增长 3.6%、3.7%，较前值预期均上调 0.1 个百分点。预计 2018 年主要经济体需求的改善仍是推动全球经济维持弱复苏的主逻辑。

图表 106：IMF 再度上调全球经济预测（2017 年 10 月）

IMF 世界经济展望	长期平均 (%)		最新预测 (%)			较 7 月预测变化 (%)	
	1999-2008	2009-2016	2017	2018	2022	2017	2018
全球	4.2	3.8	3.6	3.7	3.8	+0.1	+0.1
发达经济	2.5	1.9	2.2	2.0	1.7	+0.2	+0.1
美国	2.6	2.1	2.2	2.3	1.7	+0.1	+0.2
欧洲	2.1	1.7	2.1	1.9	1.5	+0.2	+0.2
日本	1.0	1.7	1.5	0.7	0.6	+0.2	+0.1
英国	2.5	2.0	1.7	1.5	1.9	0.0	0.0
新兴市场	6.2	5.0	4.6	4.9	5.0	0.0	+0.1
中国	10.1	8.2	6.8	6.5	5.7	+0.1	+0.1
印度	6.9	7.4	6.7	7.4	8.2	-0.5	-0.3
俄罗斯	6.9	2.8	1.8	1.6	1.5	+0.4	+0.2
世界贸易量	6.6	5.1	4.2	4.0	3.9	+0.2	+0.1
消费物价 - 发达经济	2.2	1.3	1.7	1.7	2.1	-0.2	-0.1
消费物价 - 新兴市场	7.5	5.4	4.2	4.4	4.1	-0.3	-0.2

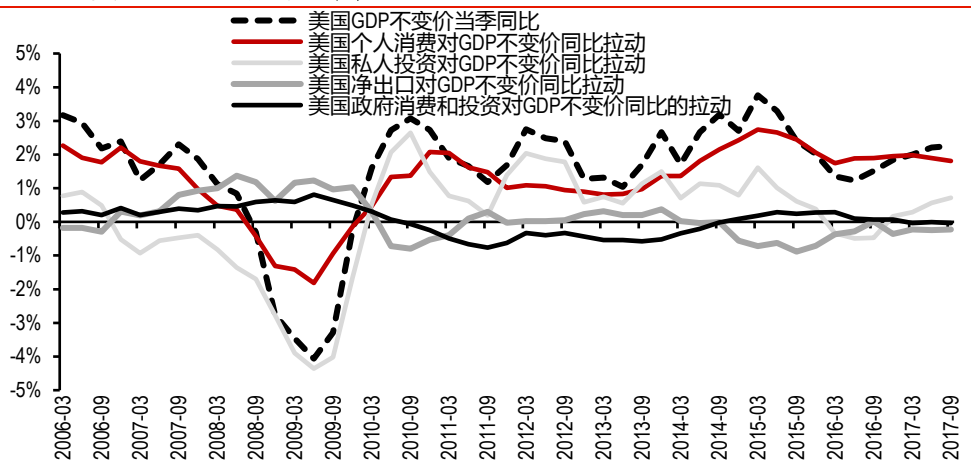
资料来源：IMF 官网，华泰证券研究所

5.1.1 美国温和复苏延续，特朗普政策变量影响在削弱

个人消费和私人投资复苏，是推动本轮美国经济增速缓慢复苏的主要动能。

2017年美国的经济稳健复苏，美国三季度实际GDP环比折年率增长3%，二季度为3.1%，连续两个季度维持在3%以上。美国10月新增非农就业人数26.1万，为2016年8月以来最大增幅，10月失业率4.1%，降至2001年以来最低点，就业逐步改善。美国制造业PMI持续震荡上行，虽然10月制造业PMI 58.7较9月60.8高位有所放缓，但仍高于今年以来1-10月的均值，表明制造业扩张整体稳中向好。PMI作为GDP增速较好的领先指标，美国经济有望维持弱复苏。从美国GDP（不变价）结构的分解来看，个人消费和私人投资复苏是推动本轮经济增速缓慢复苏的主要动能。若税改最终落地，将进一步推动个人消费和私人投资增长，促进海外资本回流。尽管税改依然困难重重，重要细项存在分歧，最终方案大概率低于预期，但在乐观情况下，预计最快在明年一季度落地，或在一定程度上提振美国经济复苏。

图表107：美国GDP（不变价）分项拆解



资料来源：Wind，华泰证券研究所

特朗普政策变量对资本市场的影响在逐步削弱。

“特朗普新政”成为从去年底到今年上半年全球经济最大的预期扰动项。但迄今为止，特朗普在竞选时承诺的大兴基建、财政刺激、废除奥巴马医改案、打贸易战、争取资本回流等尚未见到实际政策落地，市场对特朗普新政的预期也在逐渐调低，其试图通过基建和财政刺激把美国经济拉成强势复苏的难度较大，美国经济大概率将继续维持温和复苏。随着税改推进，基建，医改或在明年重回讨论焦点，但特朗普政策变量对资本市场的影响将会逐步削弱。

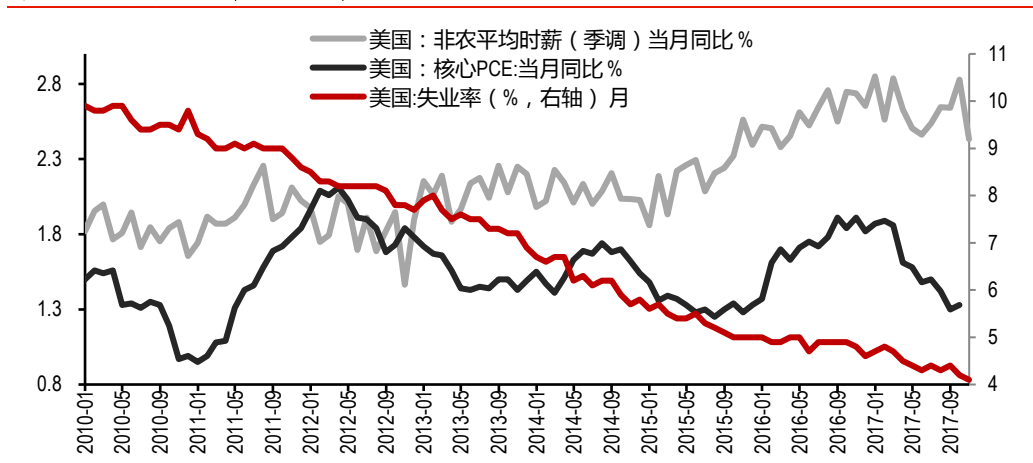
为了赢得2018中期选举支持，税改是目前特朗普和共和党的重中之重。尽管税改会造成财政收入减少，但有望在中长期内刺激美国经济内生动能，一定程度上提升美国GDP增速，实现“把蛋糕做大”的效果，间接扩大美国财政收入的“基本盘”。目前税改进入更加艰难的胶着期，参众两院的税改议案细项存在差异，而最终参众两院需要达成一个统一的方案。考虑到民主党阻挠，共和党内部对于税改细项的分歧，我们认为最终的税改方案可能会低于市场预期，最终落实预计最快要到明年一季度。若税改大打折扣，对美元指数的长期提振将很有限。

美国中期选举是2018年较大的不确定性。中期选举发生在2018年11月6日，其实质是民主党、共和党争夺对国会的控制权，届时将会改选全部众议院议员，三分之一的参议院议员及多名州长。若民主党成功翻盘，特朗普后续政策的推行将受到极大的阻挠。民主党迫切整合一切反对特朗普的力量以取得胜利。由于中期选举发生在两次总统选举之间，民众或通过投票表达对特朗普的不满，而特朗普的低支持率也从侧面反映明年中期选举情形并不乐观。若税改成功落地，将成为特朗普就任以来的第一项重大立案，但这并不意味着中期选举的胜利。

美国明年就业改善——薪资上涨——通胀提升的传导路径或明朗化。

2017年初以来，美国核心PCE从今年1月的年内高点1.9%一路下行至8月的1.3%。9月在近期的飓风效应下，汽油价格推高整体通胀，核心PCE略微回升至1.33%，但美国核心通胀依然疲软。11月FOMC会议重申未来12个月的通胀率指标将一定程度上仍低于2%，但中期会稳定在目标值2%左右。美联储倾向于认为菲利普斯曲线中长期内有效，经济的复苏终将传导到通胀上。美国10月失业率4.1%，降至2001年以来的最低点，结合15年以来已停滞不前的劳动参与率，表明劳动力市场已接近充分就业。当市场接近充分就业时，随着美国总需求的扩张，劳动力市场会由就业人数增加，部分转化为薪资水平的上涨，我们预计明年就业改善，薪资上涨，通胀提升的传导路径或明朗化，通胀不再成谜。

图表108：美国物价水平及就业水平增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

通胀仍是重要关注点，但并非影响短期加息的单一变量，预计2018年大概率加息2-3次。

美联储主席耶伦在9月议息会后新闻发布会上表示今年通胀的下行是个谜题（more of mystery），会继续监控未来走势。9月美联储上调2017年GDP增速预测0.2个百分点至2.4%、全年核心PCE预测下调0.2个百分点至1.5%，同时表态需区分影响通胀的临时性和持续性因素，相信就业复苏将逐渐向通胀传导。我们认为通胀趋势仍是决定未来联储货币政策的重要考量，但通胀并非决定未来几个月加息的单一变量，需综合考量经济和金融市场形势，只要评估美国经济情况符合渐进式加息的要求，未来温和有序加息依然可期。9月议息点阵图显示美联储的预期中值是12月加息一次、明年再加息三次。11月15日利率期货隐含加息概率显示12月加息预期已接近100%，18年底前加息四次（含今年年底一次）的概率为12%。今年12月加息后，明年第一次加息在3月的概率为46.6%，在明年6月的概率为46.7%，当前的期货价格尚未充分反映明年加息的预期，市场对于明年加息预期及加息节奏存在较大不确定性。

图表109：美联储议息会议对2017年全年经济预测（中值），%

给出预测的会议时点	GDP 增长	失业率	PCE	核心 PCE
2017-03	2.1	4.5	1.9	1.9
2017-06	2.2	4.3	1.6	1.7
2017-09	2.4	4.3	1.6	1.5

资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

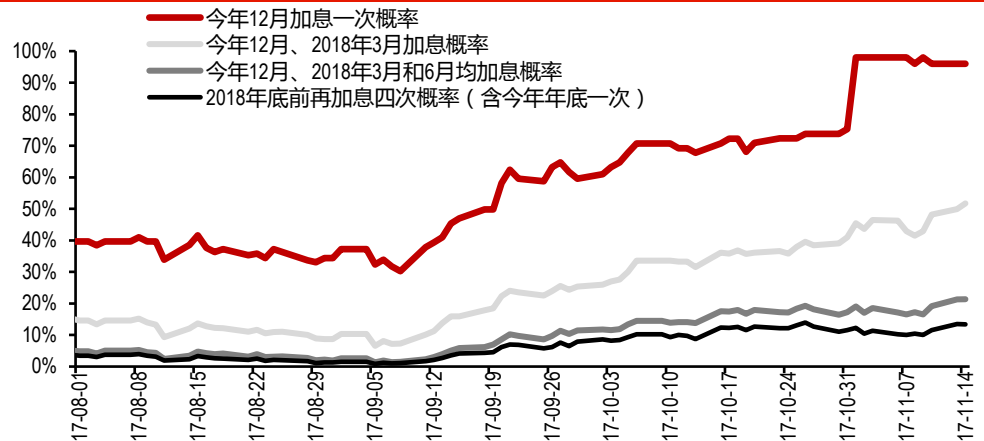
图表110：美联储议息会议对2018年全年经济预测（中值），%

给出预测的会议时点	GDP 增长	失业率	PCE	核心 PCE
2017-03	2.1	4.5	2.0	2.0
2017-06	2.1	4.2	2.0	2.0
2017-09	2.1	4.1	1.9	1.9

资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

美联储于2014年年底宣布退出量化宽松政策，逐步开启货币政策正常化进程，2015年12月迎来第一次加息，今年10月正式启动缩表。我们认为在美国经济态势良好时，货币政策正常化进程会是循序渐进的，避免过慢加息而导致经济过热，2018年温和加息可期。继耶伦明年2月任职到期，鲍威尔将升任美联储主席。鲍威尔支持渐进加息，美联储货币政策不会发生方向性的改变，但特朗普将继续提名填补美联储剩余的空缺职位，其弱美元的偏好对于货币政策仍存在一定的影响力。综合考虑9月议息会议预期中值，美国经济现状，特朗普影响变量等因素，我们认为2018年美联储或加息2-3次。

图表111： 联邦基金利率期货隐含加息概率

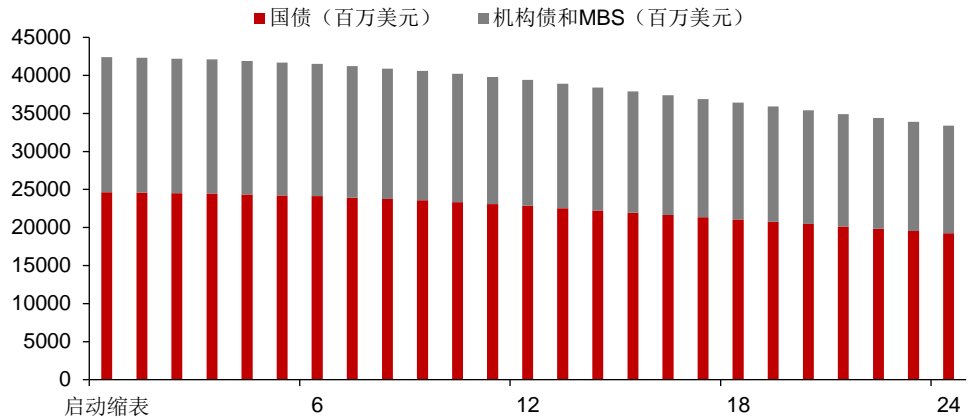


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

缩表进程缓慢而渐进，初期影响有限，2018年预计平稳过渡。

加息会抑制通胀，向市场传递信号清楚，但是提升长期利率不明显，而缩表可以释放优质资产，回收过剩流动性，提升长端利率。美联储10月开始以“减量续作”的方式进行缩表，这不是简单的“到期不续作”，而是适度灵活调整后续缩表规模。缩表上限期初会设置在100亿美元/月，包括60亿美元的国债和40亿美元的机构债和MBS。之后每三个月提高100亿美元/月，2018年10月升至500亿美元/月，此后保持稳定。当经济向好时，按照设置的上限进行缩表，若经济低于预期，则适时调整，以低于上限的体量进行缩表。100亿美元/月的初始缩表幅度较小，截至2018年10月缩表总量也只有3000亿美元，占当前联储资产负债表的6.7%，在随后第二年削减6000亿美元。

美联储缩表是相对温和的货币政策操作，初期影响有限，2018年预计平稳过渡，市场不会受到剧烈冲击，但随着“缩表”的推进，中长期会直接影响美债供需关系，推升美债收益率上升，收紧美元流动性。堪萨斯联储研究人员撰文称，其均衡利率模型显示加息与缩表存在替代性。在两年内，将美联储4.5万亿美元的资产负债表削减6750亿美元，相当于上调联邦基金利率25个基点，加息一次。从联储目前的缩表路径计算，实际两年内缩减规模在9000亿美元。综合考虑美联储预期的加息节奏和缩表路径，预计明年联储货币政策立场依然偏鸽派，对经济增长仍有一定助力。

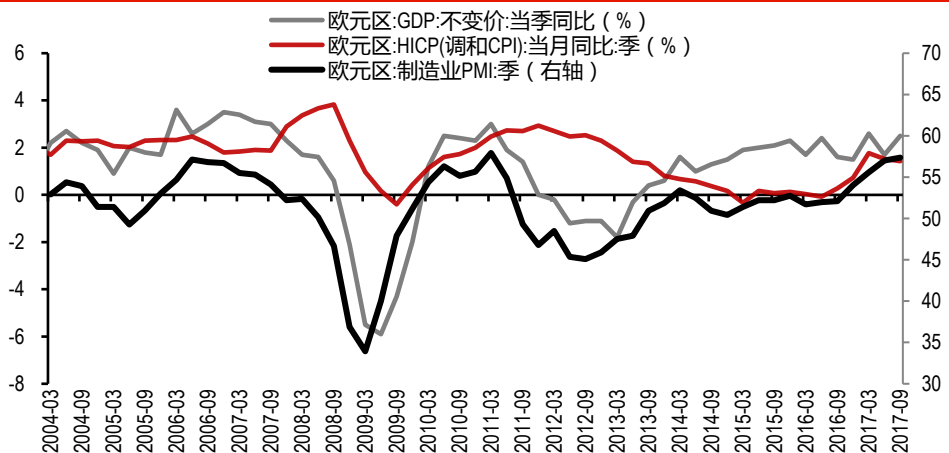
图表112: 美联储直接持有证券的缩减路径


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

5.1.2 欧洲经济正筑底回升, 货币宽松力度在减弱

我们认为欧元区在长期QE宽松政策的推动下, 已经确认进入复苏轨道, 从PMI和GDP增速的同步性, 以及失业率逐步下降, 均可以得到确认。欧元区制造业PMI稳步向上, 10月已升至2011年以来最高点58.5。欧元区失业率自欧债危机后持续下滑, 9月失业率触及2009年2月以来最低点8.9%。2017年2月欧元区通胀率曾一度升至欧洲央行的官方目标2%, 但由于欧洲当前自身经济增长不足以支撑2%的通胀水平, 当石油价格回落, 欧洲通胀率也随之下滑, 10月HICP当月同比为1.4%。

10月26日欧央行议息会议宣布将每月QE购债额度进一步由600亿欧元削减到300亿欧元, 从2018年1月起延续9个月, 继续维持QE直到经济和通胀更稳定的回升。我们预计, 明年欧洲经济将继续温和复苏, QE政策至少在2018年前三季度都将持续, 9月后考虑到经济基本面回暖, 欧央行或退出QE。明年欧洲与美国经济之间的预期差将逐渐得到修正, 但仍需警惕欧元区内部的分裂主义对其整体组织框架的冲击。自今年3月至今, 英国与欧盟进行五轮“脱欧”谈判, 双方始终未能在英国支付原先与欧盟相关的工作人员/机构安置费用、脱欧后英欧在对方境内公民权利、英国与爱尔兰边界划定等关键问题上取得实质推进, 因而始终无法进入英国最关心的双边贸易关系关键议题的谈判。英国脱欧产生的示范效应所带来的其他国家的地缘政治风险仍对欧洲经济存在威胁。

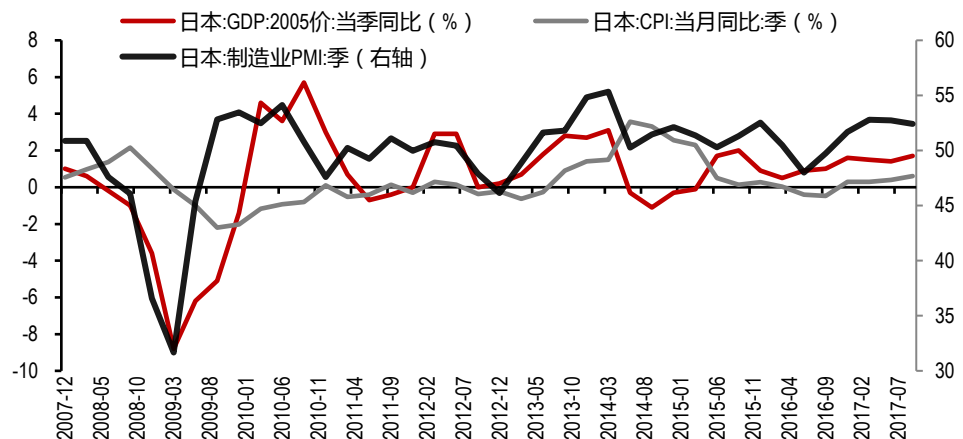
图表113: 欧元区通胀、GDP和PMI运行情况


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

5.1.3 日本经济缓慢复苏，大概率维持低速增长，通胀仍较为低迷

2017年日本经济增速在低位持稳，连续七个季度录得正增长。日本CPI和核心CPI今年以来小幅回升，但仍较为低迷。9月CPI和核心CPI同比增速为0.7%，离其2%的通胀目标依然相距较远。7月20日，日本央行重新制定2%通胀率实现时间表，从原计划的2018年左右顺延一年至2019年前后，同时决定继续维持现行货币政策。10月10日，日本央行行长称将尽可能长时间地维持QQE和债券收益率曲线控制，以稳定的方式实现2%的目标通胀率。尽管今年日本央行仍继续执行“量化与质化宽松”QQE政策，但对通胀和经济增速的提振效果并不明显，2018年宽松货币政策和财政刺激的边际效用或较为有限。我们预计，明年大概率延续目前的货币政策基调，但随着全球主要经济体央行货币政策边际收紧，也将逐渐制约日本央行边际宽松的力度。在政府高债务、人口老龄化问题短期内仍难以解决的情况下，2018年日本经济增速或继续维持低速增长。

图表114：日本通胀、GDP和PMI运行情况

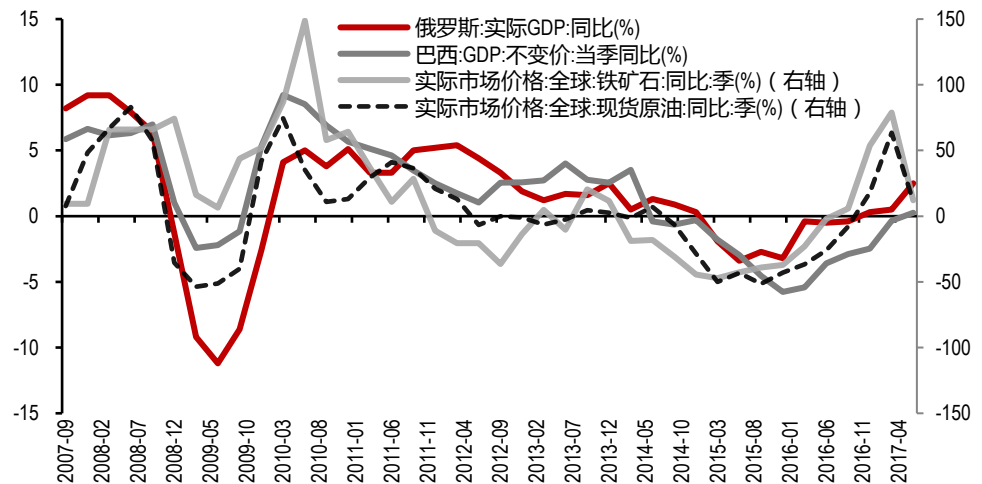


资料来源：Wind，华泰证券研究所

5.1.4 新兴市场国家前景乐观，外需稳健扩张

受益于全球需求端的周期性修复，俄罗斯和巴西等新兴市场主要资源出口国GDP增速逐步回升，维持温和复苏。我们预计，2018年主要经济体需求的改善仍是推动全球经济维持弱复苏的主逻辑，新兴市场前景乐观，但其复苏会略滞后于发达国家。当本轮美元强势周期结束时，大宗商品价格或迎来趋势反转，这将带动资源出口国俄罗斯和巴西等经济复苏。大宗商品输出国大概率会强于产成品输出国韩国，越南和墨西哥等。而对于资源输入型的中国和印度，大宗价格上行将会给通胀带来一定的上行压力。

图表115：俄罗斯、巴西（资源出口国）受益于全球需求端复苏，经济增速逐步回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

印度是当前全球第三大粗钢产国（仅次于中国和日本）、排名前四的铁矿石产国（低于澳大利亚和巴西，与中国产量接近），第三大原油消费和进口国（仅次于美国和中国），第二大煤炭生产和消费国（仅次于中国）、第一大煤炭进口国，同时近年来维持了较高的经济增速。从中长期来看，印度要想完全释放人口、土地等要素的增长潜能，改革是必经之路。若印度各项制度改革推进顺利，或成为中国未来吸引资本流入的重要竞争对手。2019 年印度将举行新一轮大选，对于 2014 年上台的总理莫迪而言，2018 年是一个重要的时间节点，他仍会致力于推进各项改革。不过实施改革的代价大都是“短期冲击、长期利好”，对明年印度经济增长不能过于乐观，而且作为重要的资源进口国，大宗价格的上涨实际上对印度经济是利空。

5.2 美元走势的判断

5.2.1 2018 年美元走势大概率前高后低

美元指数年初至今从 1 月的高点震荡下行，四季度迎来小幅反弹。上半年由于“特朗普新政”逐渐被证伪，基建，财政刺激，废除奥巴马医改等政策改革至今仍未有一项实质落地，美国经济走出强复苏的无限幻想破灭，美元指数逐步回落。7-8 月美元指数继续下跌则是由于欧元区、英国、加拿大等央行货币政策纷纷表态转为边际收紧，市场预期欧央行可能在 9-10 月公布退出 QE 计划，而美联储对通胀和加息的展望相对谨慎，美联储和其他主要经济体央行货币政策的预期差被修正。四季度在 12 月加息预期不断巩固及税改迎来实质性利好，最终落实可期的政策催化下，美元迎来小幅反弹，随后税改进入胶着期，美元小幅回落。我们认为，明年美元走势大概率前高后低，税改在乐观情况下预计最快在明年一季度落地，届时能迎来一波短期反弹。但美元升值的中长期核心因素来自美国领先其他发达经济体复苏的周期差，当欧洲等其他发达经济体都确认弱复苏之后，美元指数将缓慢回落。

我们在去年底将特朗普新政视为今年全球经济的最大变量，如特朗普新政兑现，则美元指数可能在高位震荡更长时间。现在看来，特朗普通过基建财政刺激提振美国经济的计划落地难度较大，税改仍然困难重重，最终落地方案或低于预期，对美元继续走强预期提振有限。如特朗普给不出非常强有力的基建、财政刺激政策，美国经济大概率只是维持弱复苏。从 2011 年开始的美元本轮强势周期或将在 2018-19 年后结束，并转入一轮长期的弱势周期。

图表 116：2017 年美元指数从年初高点震荡下行，四季度迎来小幅反弹，预计明年走势为前高后低

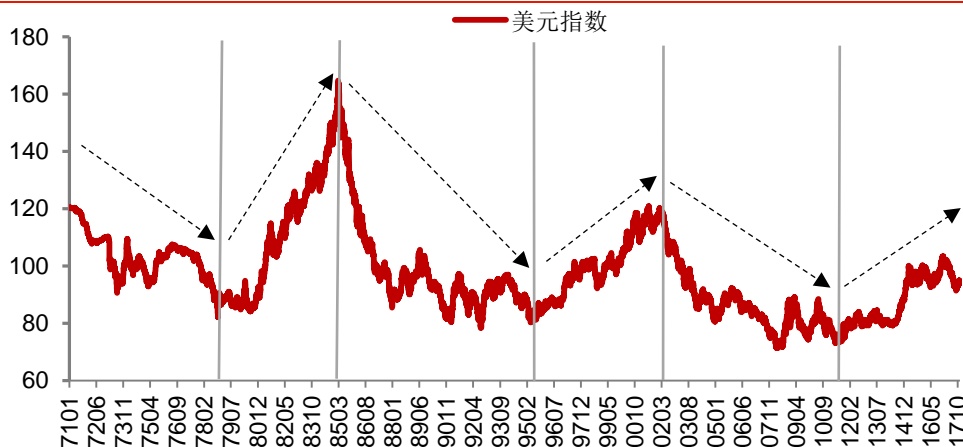


资料来源：Wind，华泰证券研究所

美元周期的背后暗含着全球经济增长与国际资本流动的大周期。自 1973 年布雷顿森林体系完全破灭后，美元共经历两轮完整的大周期。每次美元贬值都伴有资本涌入新兴市场，新兴市场进入景气周期；而每次美元升值都伴有资本从新兴市场流出，新兴市场进入萧条周期，并伴随着债务危机/金融危机爆发的破坏性打击。在前两轮美元强势周期 1978~1985 年，以及 1995~2002 年中，美元指数从低位盘整到见顶都是在 7 年左右，侧面印证本轮

美元上行周期或在 18-19 年左右结束。我们认为，美国经济领先于其他发达经济体复苏是推动每轮美元指数进入强势周期的核心因素，而当主要发达经济体（中国、欧元区、英国、日本等）逐渐进入同步弱复苏阶段以后，美元的相对竞争力就被削弱，美元指数可能切换为一轮长期的弱势周期。2017 年全球经济最突出的特征之一，就是发达经济体基本都确认进入弱复苏，全球需求侧迎来修复契机，2018 年全球经济弱复苏趋势将大概率延续，美元的相对竞争力或会逐步削弱。

图表117： 本轮美元强势周期的高点已过，本轮强势周期或在 2018-19 年结束

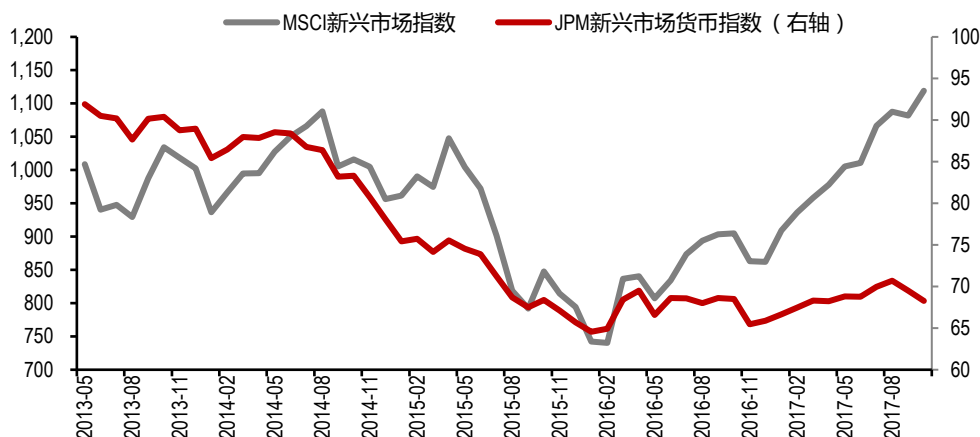


资料来源：Wind，华泰证券研究所

5.2.2 未来美元强势周期见顶、转而进入弱势周期时，资本将向新兴市场回流

2014 年以来美元进入上行周期，美联储在 15 年底和 16 年底分别加息，全球资本向美国回流，新兴市场均遭遇了股债汇三杀，部分国家如俄罗斯、哈萨克斯坦甚至遭遇了外储告罄和汇率崩溃。今年以来美联储已经两度加息，10 月启动缩表，并且 12 月大概率还有一次加息，然而新兴市场的股票和汇率却出现了稳步上行的走势。这显示出联储加息对新兴市场的负面影响已经钝化。由于很多新兴市场国家缺乏内生的金融体系，依赖外币融资，随着本轮美元强势周期见顶，全球资本将逐渐重新向新兴市场回流，这将对新兴市场经济产生较强的正面影响。

图表118： 新兴市场对于美联储加息和缩表反应钝化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

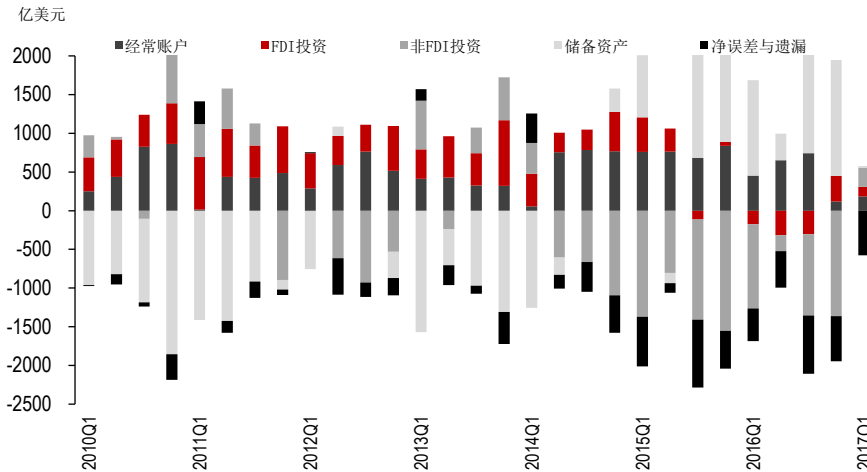
如果美元本轮强势周期如我们所预期在 2018-19 年结束，并转入一轮长期的弱势周期，那么全球经济需求端复苏的持续性或较强，大宗商品价格可能迎来反转，全球贸易活动持续改善。届时印度与中国，这两大发展前景较好的新兴市场国家，将面临对国际资本流入的争夺。印度与中国进行比较，印度始终面临着赤字政府、阻碍政策推行效率的联邦制度、基础设施建设相对落后，人口红利难以利用等方面的阻碍，尽管改革在积极推进，但经济形势仍不容乐观，中国或能在国际资本的争夺中拔得头筹。

5.3 中国国际收支与人民币汇率

5.3.1 国际收支更加平衡

截至2017年10月份，我国官方外汇储备31092.13亿美元，官方外汇储备连续第9个月实现正增长。2016年11月，商务部、人民银行、外汇局开始收紧了境内企业对外投资的审核，2017年8月国务院下发《关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》，规范了境内企业对外直接投资，FDI项下的资金流出快速下滑，在加强跨境资本管理的背景下，我国国际收支基本平衡。

图表119：国际收支平衡表逐渐收敛

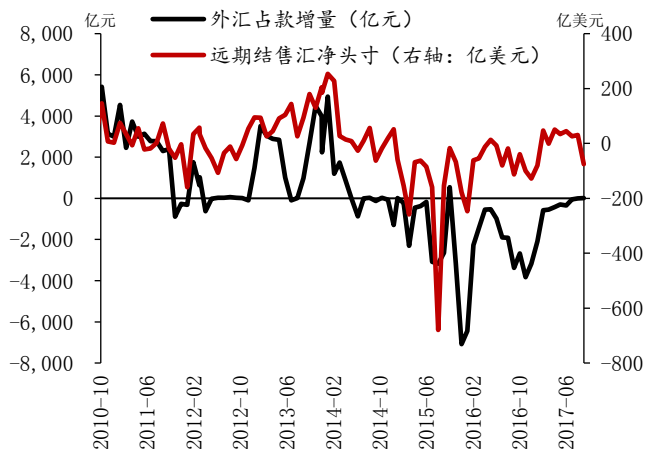


资料来源：Wind，华泰证券研究所

银行间外汇市场力量逐渐平衡，企业远期结售汇净头寸出现转正，我国外汇占款下降速度逐步放缓，并在2019年9月份时隔2年之后首次出现正增长。人民币汇率贬值的预期在近期有所扭转，我们认为，2017年四季度人民币仍将是围绕均衡水平双向波动局面。

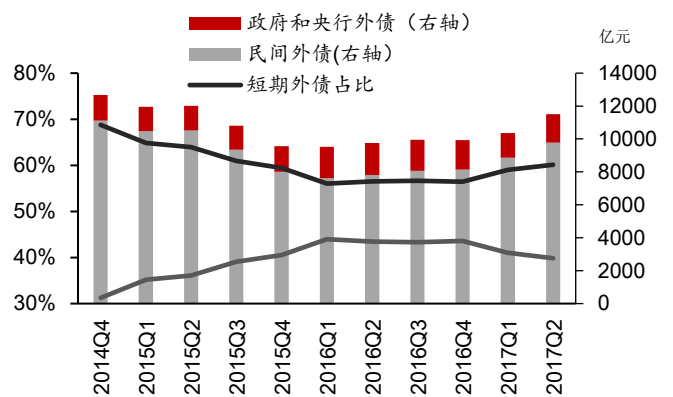
民间外债规模继续保持平稳回升的态势，民间外债的走势基本跟随人民币兑美元汇率走势，民间外债自2014年人民币贬值以来快速下行至2016年末，近期随着人民币汇率企稳，民间外债出现触底反弹迹象。

图表120：银行间外汇市场力量逐渐平衡



资料来源：华泰证券研究所

图表121：外债规模有所恢复，

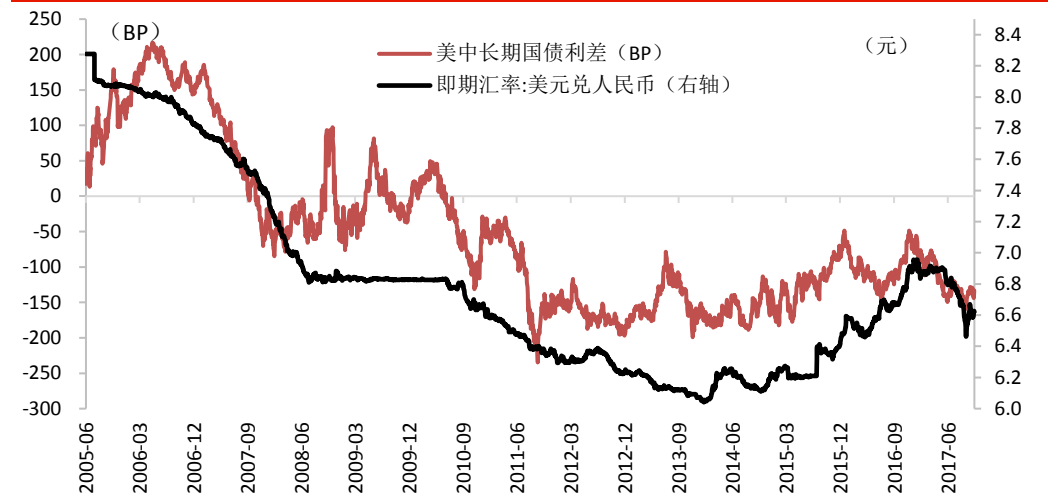


资料来源：华泰证券研究所

5.3.2 人民币汇率水平判断

未来对于人民币汇率水平的判断主要有三大因素需要考量，第一，美元指数走势的判断。我们认为，本轮美元周期已经进入后半场，美元指数突破前期新高的概率已经很小，人民币贬值压力已经基本缓解。第二，央行对于人民币汇率的基本调控态度。我们认为，人民币汇率在2017年5月加入逆周期调节因子之后，央行对于汇率的调节能力大大提高。第三，中美利差的未来走势。我们认为，虽然美联储加息依然按部就班，但是中美利差当前水平已经缓解了人民币流出的压力，未来美联储继续加息对于人民币汇率的冲击不大。人民币汇率围绕均衡水平双向波动的概率较高，我们维持2017年四季度的波动中枢是6.60的观点不变。2018年，我们认为人民币兑美元继续升值的概率较大，美元指数回调的概率较高，2018年人民币兑美元汇率波动中枢在6.30附近。

图表122: 美国-中国10年期国债利差, 和美元兑人民币汇率之间的关系



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

六、十九大带来的经济变化

习总书记三万字的十九大报告，最大的拐点性变化就是对当前社会主要矛盾的判断的变化。文革时期社会主要矛盾是以阶级斗争为纲，改革开放开始小平同志将社会主要矛盾定性为人们日益增长的物质文化需要与落后的生产之间的矛盾。这次十九大重新做了定性的描述，叫做人民日益增长的美好生活需要与不平衡不充分的发展之间的矛盾。

十九大主要对未来五年做了一个比较全面的政策展望，对于主要矛盾判断的变化，我们认为至少影响二十年甚至三十年，所以国家大的政策方针都会围绕这样一个社会主要矛盾制定，重点围绕着解决这个社会主要矛盾而展开。在指导未来更长时期的投资方面，我们认为**主线就是围绕社会主要矛盾判断的变化，最大的投资机会就是最不平衡、最不充分的领域。**

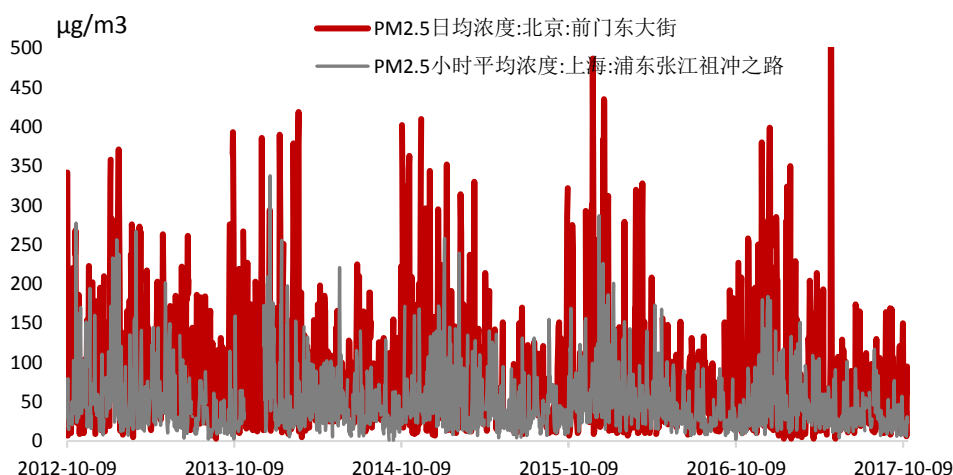
6.1 环保逻辑较清晰

环保是经济发展中较不平衡和急需补课的领域之一。我国粗放的发展方式造成了严重的环境污染，必须加快绿色转型步伐。从习总书记从政经历来看，**绿色发展很早就深入到总书记的执政理念中：绿水青山就是金山银山。**供给侧改革已开始从行政化去产能逐渐转向市场化、法制化去产能，环保是核心限产指标。十九大将生态文明建设和环保提升到了一个新的高度，我们认为以更加市场化的方式推进环保将会成为常态，**环保主题也将会成为投资的主逻辑之一。**

6.1.1 经济与生态文明建设不平衡

长期以来，我国粗放的发展方式造成了严重的环境污染。总书记非常关注的京津冀地区，大气污染常年困扰首都北京和周边。以北京核心地段前门东大街 5 日 PM2.5 平均浓度来看，全年很多时期都处于 200 以上，还经常出现 500 以上爆表的情况，远远高于环保部建议的 75 微克每立方米。在北京举办重大活动期间，经常需要用行政限产的手段来保蓝天，从而营造出“APEC 蓝”、“阅兵蓝”等。然而，如何转变成“常态蓝”需要在经济发展方式转变上下功夫。

图表123：北京和上海的 PM2.5 浓度已经常年超过环保部建议的 75 $\mu\text{g}/\text{m}^3$



资料来源：Wind，华泰证券研究所

环境保护部和国土资源部在 2016 年中旬公布《全国土壤污染状况调查公报》显示，全国土壤总超标率 16.1%，耕地点位超标 19.4%，重污染企业及周边土壤超标点位 36.3%，固体废物集中处理处置场地土壤超标点 21.3%。环境保护部在 2017 年中旬公布《2016 中国环境状况公报》显示：全国地表水 1940 个评价、考核、排名断面中，IV 类、V 类和劣 V 类水质断面分别占 16.8%、6.9%和 8.6%（I-III 类是好水）；流域水中 IV 类、V 类、劣 V 类分别占 13.4%、6.3%、9.1%；112 个重要湖泊（水库）中，IV 类、V 类、劣 V 类分别占 20.5%、5.4%、8.0%；地下水水质为优良级、良好级、较好级、较差级和极差级的监测点分别占 10.1%、25.4%、4.4%、45.4%和 14.7%。

十九大判断，中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。而洁净空气和水源也是人民美好生活需求的一部分，而且是刚需的一部分。长期以来忽视环境的经济增长已经对人民生活产生严重负面影响，因此十九大对生态文明的判断我们认为将会成为一个长期的投资主题。

6.1.2 十九大报告提及“绿色”关键字达15次

十八届三中全会以后，中央成立全面深化改革领导小组，习近平总书记任组长，下设6个专项小组。其中包括，经济体制和生态文明体制改革领导小组、民主法制领域改革领导小组、文化体制改革领导小组、社会体制改革领导小组、党的建设制度改革领导小组、纪律检查体制改革领导小组。将经济体制和生态文明体制改革并列作为一个小组，充分彰显生态文明建设的重要性。而且，4月26—27日，2017年全国经济体制改革工作会议在北京召开，刘鹤首次以中央经济体制和生态文明体制改革专项小组组长的身份出席并讲话，会议还指出，要更多运用市场化法治化手段，严格执行环保、能耗、质量、安全等相关法律法规和标准。

与2012年的十八大报告相比，十九大更加重视环保。在十八大的报告中，提及了104次“经济”关键词，而十九大提及了70次，少提了34次。十八大报告提及“绿色”关键字1次，十九大提及了15次。我们认为，十九大是更加强调环保，未来预计不再单一的使用GDP作为未来发展考核目标。

十八大报告在全面建成小康社会和全面深化改革的目标部分重点提及了GDP的发展指标，“确保到2020年实现全面建成小康社会宏伟目标，转变经济发展方式取得重大进展，在发展平衡性、协调性、可持续性明显增强的基础上，实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番”。

十九大“两个一百年”目标则弱化了GDP指标。十九大提出，从十九大到二十大是“两个一百年”奋斗目标的历史交汇期。我们既要全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标，又要乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程，向第二个百年奋斗目标进军。第一个阶段，从2020年到2035年，在全面建成小康社会的基础上，再奋斗十五年，基本实现社会主义现代化。第二个阶段，从2035年到本世纪中叶，在基本实现现代化的基础上，再奋斗十五年，把我国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。

6.1.3 环保将会长期引领投资主线

市场一部分观点认为，2017年第三季度的环保限产和供给侧去产能是为了十九大的顺利召开而突击开展的，我们并不同意这种观点。从十九大定调以及总书记的指示分析，环保是常态化的工作，并非运动式、突击式的行动，未来环保就是地方政府的红线，力度不会减。在环保部学习十九大精神全体会上，环保部李干杰部长表示：“将生态环境质量只能更好、不能变坏作为地方党委和政府生态环境保护的责任底线，明确各部门责任清单，实施差异化考核，强化考核结果运用，严格责任追究，落实生态环境保护“党政同责”“一岗双责”。

而针对于今年轰轰烈烈的环保督查，中央也有清晰的下一步部署，在十九大期间的“践行绿色发展理念，建设美丽中国”记者招待会上，李干杰表示未来在督查方面还有四项重要工作，一是对首轮前四批进行充分总结，为后续开展第二轮做好准备。二是在研究推进有关中央环保督察相关法规的制定工作，它纳入法制化、规范化的轨道。三是针对重点地区、重点行业、重点问题准备组织开展机动式、点穴式专项督察（这个正在谋划当中，可能今年年底、明年年初就会出台相关举措，开展相关的专项行动）。四是积极指导和督促地方建立省级环保督察体系。

我们认为，环保主题有望成为投资的长期主逻辑之一。重点包括三个方面：

第一，环保行业本身。包括污染治理、水处理、危废处理、循环生产、节能低碳行业。

第二，周期性龙头。主要因为环保限产所带来的价格上涨和工业企业利润的修复，利好相关的产业发展。2017年下半年中央财经领导小组办公室副主任杨伟民表示：下一步可能需要对前一个阶段去产能的做法做一些微调，在今后的去产能过程中，要更多通过市场化和法制化的办法去产能，减少用行政命令的办法去产能。

第三，环保设备行业。2018年可能会出现比较大规模企业环保改造投入。很多工业企业的环保技术实际上不达标或者仅仅及格，还有较大提升空间，现在受益于供给侧改革，利润由负转正，所得的利润未来很有可能用于环保技术改造。而且虽然中央环保督查力度较强，但实际上还是采用群众写举报信的方式，并没有实行地毯式的环保督查。中财办副主任杨伟民在十九大接受记者采访期间也表示会更加重视环保的激励机制建设，不能过于重视惩罚。从财政角度看，也可能给环保技改给予财税支持。从货币的角度看，**国务院确定对普惠金融执行定向降准，我们认为在此之后，也可能对绿色金融实施定向降准**，所以我们比较看好明年出现比较大规模的环保技术改造。

6.2 跳出三农看“三农”

十九大报告再次强调“必须始终把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重”，提出实施乡村振兴战略，我们认为中央解决三农问题的根本目的并非只在三农，三农问题的解决与一系列国家发展战略融会贯通，构成当前我国经济结构转型升级的一盘大棋。

解决三农问题主要在于促进生产要素的流转，提高我国经济潜在增速，这也是供给侧结构性改革的重要方面。生产要素改革决定经济中长期的发展。当前生产要素改革包括两个重要方向，一个是以农村土地流转为主的土地要素改革，一个是以非户籍人口落户为主的劳动力要素改革。这两项在十九大报告中均有进一步体现，农村土地三权分置改革、一亿非户籍人口落户政策、培育区域城市群战略、以及土地延长三十年承包权都有共同的指向，即经济增长的核心目标——人的城市化。而生产要素的改革对经济潜在增速的拉动将进一步减轻我国财政政策和货币政策等需求侧政策的压力。

培育区域城市群与三农政策实现正反馈。十九大报告提出“以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局，加快农业转移人口市民化”，雄安新区、粤港澳大湾区、上海总规将嘉兴纳入大都市圈，国家通过培育区域城市群，一方面通过中心城市发展带动了整体区域的转型升级，另一方面，随着周边三四线城市的发展，与农村人口城镇化对接，两者实现正反馈，镇乡以下的农村人口向城市群中三四线城市转移，解决劳动力不足和老龄化问题，农村土地通过整合集约管理加速流转，提高运作效率。

图表124：十九大报告中涉及到三农问题的相关内容

实施乡村振兴战略

建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系，加快推进农业农村现代化。巩固和完善农村基本经营制度，深化农村土地制度改革，完善承包地“三权”分置制度。保持土地承包关系稳定并长久不变，第二轮土地承包到期后再延长三十年。深化农村集体产权制度改革，保障农民财产权益，壮大集体经济。构建现代农业产业体系、生产体系、经营体系，完善农业支持保护制度，发展多种形式适度规模经营，培育新型农业经营主体，健全农业社会化服务体系，实现小农户和现代农业发展有机衔接。

实施区域协调发展战略

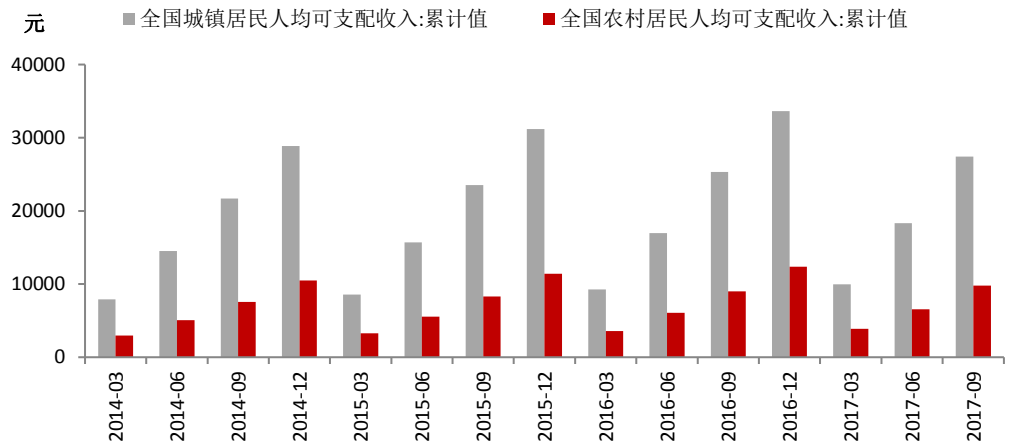
以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局，加快农业转移人口市民化。以疏解北京非首都功能为“牛鼻子”推动京津冀协同发展，高起点规划、高标准建设雄安新区。以共抓大保护、不搞大开发为导向推动长江经济带发展。支持资源型地区经济转型发展。

资料来源：人民网，华泰证券研究所

6.2.1 城乡之间发展不平衡：推动区域城市群建设

我国在保持经济持续快速增长的同时，城乡区域发展和收入分配差距依然较大，民生领域还有不少短板。城乡发展不平衡是各国工业化进程中共有的现象，目前已经成为制约我国经济均衡发展的重要因素。

图表125： 我国城乡收入差距依然悬殊，民生建设存在短板



资料来源：Wind，华泰证券研究所

十九大报告提出实施区域协调发展战略，“建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系，加快推进农业农村现代化”，“以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局，加快农业转移人口市民化”，核心在于培育区域城市群。

目前三个主要区域城市群初现雏形。今年4月1日，中共中央、国务院决定设立雄安新区；7月1日，《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》在香港签署；2016年5月，国务院常务会议通过《长江三角洲城市群发展规划》，明确提出长三角城市群要建设成为世界级城市群，今年8月，上海市政府公布《上海市城市总体规划（2016-2040）》，提出要优化上海大都市圈格局，嘉兴被纳入“1+6”上海大都市圈。

图表126： 上海总规将嘉兴纳入大都市圈



资料来源：人民网，华泰证券研究所

图表127：雄安新区规划图



资料来源：人民网，华泰证券研究所

图表128：粤港澳大湾区规划图



资料来源：人民网，华泰证券研究所

培育区域城市群，其一可以通过发达的中心城市拉动核心城市周边区域三四线城市加速发展；其二，城市群更有利于吸引镇乡农村人口落户，实现正向互动机制，推动我国城镇化更进一步；其三，新区或核心城市的设立起到城市发展转型升级的典范带头作用。雄安新区作为内陆非资源型城市的代表，其设立也是要以其作为培育区域城市群的典范，十九大报告中强调“支持资源型地区经济转型发展”，是“以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局，加快农业转移人口市民化”战略导向的一个重要组成部分。

我们在国际比较系列报告《中国相当于发达国家的哪个阶段？》中指出，2016年中国城市化率达到57.35%，相比主要发达国家仍然偏低，有继续提高的空间。且对照各国城市化发展历史，主要国家在达到中国当前城市化水平后，其后五年内，其城市化率平均增长3.52个百分点。因此，我们预计未来五年中国城市化进程依然处于高速发展阶段。

6.2.2 土地要素改革：农村土地流转政策继续深化

土地延长三十年承包权。十九大报告提出“保持土地承包关系稳定并长久不变，第二轮土地承包到期后再延长三十年”，延长土地承包期有利于土地经营权流转的持续性和三权分置的稳定运行。第一轮承包是指实行家庭联产承包时算起，我国大部分地区第一轮承包时间为1983年前后开始到1997年止，承包期为15年。1984年，中共中央为了稳定农民预期，正式下发《关于1984年农村工作的通知》，明确“土地承包一般应在15年以上”，第一次将土地承包期限延长至15年以上。1993年11月，国家提出在原定的耕地承包期到期之后，将土地承包期限延长至30年。1997年，中共中央再次发文，第二次将全国各地承包地均延长30年，2027年到期。十九大后，土地承包权延长到2057年到期。

农村使用权三权分置。十九大报告再次提出“深化农村土地制度改革，完善承包地‘三权’分置制度”。从当前实际出发，实施“三权分置”的重点是放活经营权，“三权分置”与此前的“1亿非户籍人口城市落户”、“加快美丽特色小（城）镇建设”等措施，都旨在通过土地改革、推进新型城镇化，提高土地的综合利用效率。作为重要的生产要素，我们认为，土地政策改革将是提高我国经济潜在增速的一大发力点，将是未来5年内拉动我国经济增长的关键因素。

农村土地流转有深刻的经济学意义。近年来，劳动密集型制造业或多或少地体验到用工荒，一二线城市务工人员工资上升，都被视作中国的刘易斯拐点已经来临。农村土地流转改革旨在提高农业生产效率，进一步解放人口红利。

“三权分置”作为制度保障，有助于引导资本向农村布局，整合土地资源，提升农村地区规模经济。在《关于完善农村土地所有权承包权经营权分置办法的意见》文中，对农业规模经济的表述是“培育新型经营主体，促进适度规模经营发展”。三权分置办法对农业土地产权界定提供了依据，有助于降低土地流转各环节中的交易成本。农村土地流转改革的终极目的，就在于能够通过整合农村土地，提高生产效率。在这一过程之中，预计资本将逐渐在农村布局，形成农业的规模化经营，提升生产效率。农地经营将从农户单一主体向农户与专业合作社、企业等多主体共营转变。

6.2.3 劳动力要素改革：一亿非户籍人口在城市落户

2011 年我国人口抚养比达到 34.4% 的历史最低值，人口红利达到峰值，并在此后逐渐衰减。随着人口红利的消失，劳动力数量负增长、储蓄率和资本报酬率的下降都成为不可避免的趋势，其对经济增长的贡献不再能保持原有的水平。十八届三中全会提出“推进农业转移人口市民化，逐步把符合条件的农业转移人口转为城镇居民”，2016 年 10 月国务院发布《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》，我们认为这是中央在推动我国中长期经济发展方面，部署的一盘大棋。

户籍制度改革对我国经济发展意义重大。

其一，增加城市劳动力，拉动经济增长和有效需求。非户籍人口的城市落户不仅可以提升我国城镇化水平，且人口的流动促进三四线城市劳动力要素的增加和需求的持续增长。比如农村人口进城会带动与地产相关的需求，助力三四线城市房地产去库存。

其二，土地加速流转，提高农业生产效率。农民进城落户更有利于与土地政策相配合，推动农村土地的加速流转和集体化管理。对于国家层面进行整体的统筹规划更为有利，如东北地区进行大规模机械化农业作物生产，而江浙一带农村土地进行经济作物生产，提高农业生产效率。

其三，将扩大建设用地与吸纳农业转移人口挂钩会调动地方政府积极性。《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》和十八届五中全会均对城镇建设用地增加规模与吸纳农业转移人口落户的挂钩机制的概念有所提及。我们认为，人地挂钩机制下地方政府如能吸纳转移人口，将在建设用地分配上得到倾斜，原本的矛盾得以理顺，因而利于调动地方政府吸纳人口积极性。

其四，推动三四线城市消费升级。三四线城市消费升级与一二线城市有所不同。除了一二线城市居民随着收入提高，增加对高端消费和个性化消费的需求外，三四线城市人口也在经历消费升级，并且我们认为落户在此的农村人口是消费升级的主力，户籍制度改革对农村非户籍人口落户的推动将加速这个过程，即未来消费升级的核心原因之一将来自于人口流动。城乡消费品不论是质量还是品牌均有显著差异，农村人口的消费水平较低，所消费的商品较为低端，迁入城市后只能购买城市所售商品，其消费水平将出现台阶式的提升，即消费升级。此时，主要布局三四线城市的中低端品牌将成为较大受益者。

三四线城市居民具备消费升级的收入基础，商品门类和品牌都逐渐丰富。我们在今年 3 月的深度报告《三四线城市消费升级的潜力在哪？》中即提示三四线城市的消费升级潜力。目前我国三四线城市人均 GDP 水平基本相当于北京的 2001-2007 年，人均可支配收入相当于北京 2007-2010 年的水平。收入超前于产出，侧面印证了三四线城市居民收入增速更快，为消费升级提供了收入基础。北京的城镇居民人均可支配收入分别于 2000 年和 2007 年达到 1 万元和 2 万元人民币，且其消费结构数据显示消费升级在 2000 年附近启动，2007 年加速。因此，我们也有理由判断，目前我国绝大多数三、四线城市已经跨过消费升级的收入门槛。

6.3 解决“发展不充分”的问题就是要补短板

我们认为，要应对和解决“发展不充分”的问题，实质上就是补短板。结合我们的当前国情，我国的GDP总量已经居于世界前列，也即将在2020年完成全面建设小康社会的目标，但从经济增长的动能来看，传统动能对经济的边际影响力仍然较大，结构转型和动能切换的进程尚未完成，部分行业和地区的要素投入-产出效率较低、技术含量较低、经济发展的环境代价较大等问题仍然存在。未来要解决发展不充分的问题，我们认为，主要是经济增长的质量和效益有待提高，科研创新能力有待增强、依靠提高全要素生产率使经济潜在增长率得到提升，同时挖掘传统动能中尚未得到充分发展的成分。

6.3.1 科研投入将继续增长

我国的研发(R&D)投入近年来一直保持较高的增速，而统计局也在丰富和完善将对经济增长有贡献的部分研发支出纳入GDP统计口径的核算体系。这既使得经济增速未来的韧性可能更强，也使得地方政府更加有动力加大对科研方面的资本投入。

从历史经验来看，每一轮技术革命都将带来经济潜在增速的大幅提升，而对于技术革命的重视和激励，则是科技进步的催化剂。供给侧改革的核心任务之一也是推进产业转型升级、培育新兴产业和新的经济增长点。我们认为，未来几年，注重科技投入、提高全要素生产率将是我国经济发展中的重要关注点。尤其是航空航天和军工领域的长周期科技投入的行业。因为全要素生产率的大幅提升和科技周期往往不是靠商业资本与科技的短周期结合，这只是催化剂，关键还是国家资本的长周期科技投入，触发科技周期的出现。

6.3.2 继续挖掘居民消费潜力

要解决发展不充分的问题，既要完善传统动能领域仍然存在的短板，也要继续挖掘发展潜力较大的消费领域。中国经济正处于动能切换的过程中，房地产仍是经济需求侧重要的影响变量，但地产投资对经济的边际刺激效果正在逐渐减弱。随着经济结构的调整，最终消费对经济的贡献度不断提升，2017年已经达到60%以上。居民可支配收入增长、人口城镇化正在带动居民消费升级，居民消费增长仍有潜力可挖，这对我们在民生领域脱贫攻坚，化解区域发展差距，解决群众在就业、教育、医疗、居住、养老等方面仍然存在的问题提出了更高的要求。

6.3.3 西部地区的基础设施建设将继续完善

传统动能也存在较大的完善空间。在固定资产投资这一端，基建投资至今仍维持着较高增速，十九大报告肯定了国家在高铁、公路、桥梁、港口、机场等基础设施建设快速推进、以及南海岛礁建设积极推进等方面取得的成就，但同时需要注意到，我国还有广大的中西部地区、以及部分贫困地区的基础设施现状仍然相对落后，基建投资还有较大的空间可挖。十九大报告指出要加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道、电网、信息、物流等基础设施网络建设，是对我国未来基建投资仍有广阔发展空间的确信，也是对基建发展方向的明确指引；从区域经济的角度，诸如贫困地区道路设施建设、中西部重大基建项目等方面，既关系到平衡区域发展、改善民生，也可能关系到国家战略发展等更大的角度。

6.4 十九届三中全会后，政策落地可能加速

从中国共产党的十一届三中全会开始，党的历届三中全会在中国经济史上的地位是独一无二的。1978年12月的十一届三中全会，确定了改革开放路线和把工作重心转移到经济建设上来的指导方针，这是一次历史深远的转折，是社会主义新时期的开端，建设中国特色社会主义的新道路从此正式开辟。此后的历届三中全会都在逐步确立、完善和发展中国特色社会主义市场经济，全方位地深化经济体制改革，发挥市场和政府的双重作用。

图表129： 历次党的三中全会总结

十一届三中全会 (1978年12月18日-22日)	坚持改革开放和把工作重心转移到经济建设上来	《中共中央关于加快农业发展若干问题的决定》
十二届三中全会 (1984年10月20日)	改革从农村走向城市,确立以公有制为基础的有计划的商品经济	《中共中央关于经济体制改革的决定》
十三届三中全会 (1988年9月26日-30日)	新旧两种经济体制转换,治理和整顿经济秩序	《关于价格、工资改革的初步方案》、《中共中央关于加强企业思想政治工作的通知》
十四届三中全会 (1993年11月11日-14日)	提出建立社会主义市场经济体制	《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》
十五届三中全会 (1998年10月12日-14日)	提出建设中国特色社会主义新农村	《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》
十六届三中全会 (2013年10月11日-14日)	为完善社会主义市场经济体制提出了新的思路和举措	《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》
十七届三中全会 (2008年10月9日-12日)	推进农村改革发展,完善土地流转和激活农村金融	《中共中央关于推荐农村改革发展若干重大问题的决定》
十八届三中全会 (2013年11月9日-12日)	完善和发展中国特色社会主义制度,推进国家治理体系和治理能力现代化	《中共中央关于全面社会改革若干重大问题的决定》

资料来源: 人民网, 华泰证券研究所

历届三中全会所通过的决议都是为中国的经济体制改革确定的顶层设计, 每次会议之后的中国经济改革与建设都会步入稳步持续推进的新局面, 政策落地速度会进一步加快。中国共产党第十九届三中全会, 正常情况会在2018年四季度召开, 因此经过一年各项经济改革的落实与推进, 相信十九届三中全会结束之后, 以上所提到的经济政策以及经济变化方向会全速推进, 到时候各项投资方向的前景与收益就会展现出来。

七、大类资产配置分析

按照我们在《美林时钟在中国靠谱吗？——大类资产配置方法论之一》中提出的经济、通胀、利率分析框架。2017 年四季度，由于经济韧性较强，企业盈利较好，通胀水平不超过 2%，我们认为最优的资产配置是股票，所以我们在今年四季度大类资产配置报告《市场对需求侧误判成为预期差》中，认为四季度资产排序是股市>商品>债市>地产，股票仍是周期行情。

图表130：2017 年整体是经济超预期、利率超预期

经济是否超预期	通胀是否超预期	利率是否超预期
超预期	超预期	超预期
预期	预期	预期
低于预期	低于预期	低于预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表131：2018 年可能通胀超预期且利率超预期下行

经济是否超预期	通胀是否超预期	利率是否超预期
超预期	超预期	超预期
预期	预期	预期
低于预期	低于预期	低于预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

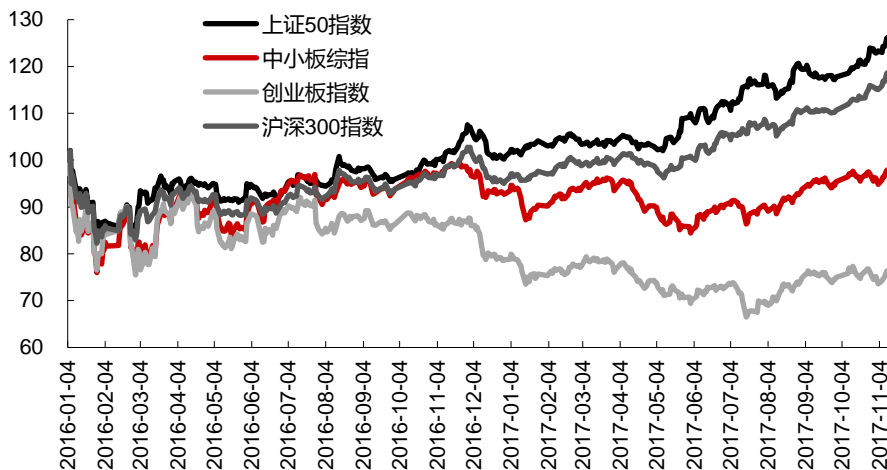
到 2018 年，上半年，地产投资拉动经济下行，通胀超过 2% 比较确定，宏观层次可能再次陷入类滞胀，这种情况下如果伴随着利率倒 U 型进入右侧拐点边际下行，进入利率下行的滞胀阶段，此时债券会成为最优资产。所以 2018 年，我们认为，债市关注利率拐点，股票是结构性行情重点是涨价主题，商品高位震荡，地产仍然没有机会，黄金可以对冲通胀压力和防范黑天鹅事件。

7.1 股票：关注结构性涨价主题，利率下行时成长性企业弹性较高

我们判断 2018 年会处于温和型通胀态势，因此股票的结构性涨价主题值得关注。根据 CPI 指数 8 大种类，262 基本分类的商品划分，不同商品的价格走势会影响相关行业股票的走势。资本市场与现货市场的显著相关性，会帮助我们很好地判断股票结构性的行情。另外上中下游行业的区别性分析在本轮结构性涨价主题中很重要，真正值得投资的行业是属于需求拉动型主动涨价的行业股票，供给端的成本推动导致的被动涨价，相对弱势一些。

如果 2018 年利率下行，那么成长股的投资收益机会较大，资金抱团蓝筹股局面会减弱。2017 年初大家赌当期盈利看得见的消费估值修复，半年后赌未来盈利可预测的周期估值修复，2018 年应该是赌代表经济转型的成长估值修复。这个逻辑是确定的，经济出清之后自然要考虑转型问题，顶层设计的初衷也是如此，问题在于时间点在什么时候？我们的判断是利率转向。我们一直坚持利率倒 U 型走势的判断，一旦出现利率右侧拐点，确认下行态势，成长股估值由于对利率弹性更大，会表现出来更好的投资价值。

图表132: 各类型股票指数走势(以2016/1/4为基期,基期值=100)



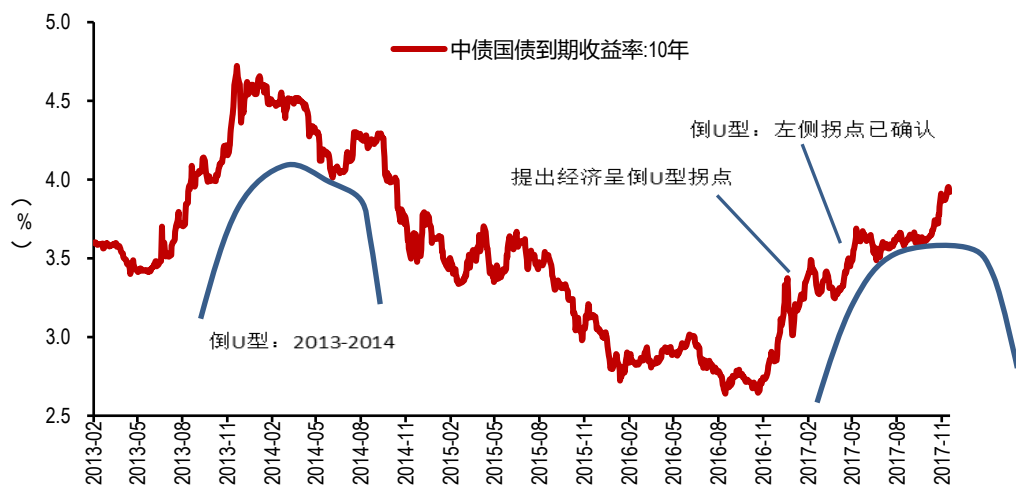
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

周期性行业盈利修复的钱还可以赚。在行政化去产能的政策下,国家环保部共进行了四批环保督察行动,利用环保、能耗、安全等限制指标,不达标的企业和产能坚决依法依规处置或关停,取得了显著成效。供给侧改革和环保限产的双重作用下,小企业会被淘汰退出市场,大企业因此受益,行业的集中度上升带给企业更高的盈利能力。供给侧结构性改革和环保限产导致企业利润修复,估值提升的逻辑无疑是2017年的投资主线,我们认为2018年,估值修复的故事不好讲,但盈利可持续的故事还没有结束。

7.2 债券: 维持利率“倒U型走势”判断不变, 关注右侧拐点

2017年初,我们坚持利率上行的判断,在5月25日的中期策略报告《利率为轴,经济为马》中提出了利率倒U型走势的判断,并提出顶部区域即是3.8%-4.0%,在7月10日的报告《利率倒U型左侧拐点非常明晰》中确认了利率倒U型的左侧拐点。在《我们不能死在债券牛市的前半夜》中我们提出,可以承担一定短期利率上行损失的配置盘可以适当参与,交易盘一定要打游击战。当前货币政策收紧以及金融监管仍未结束,M2增速将持续低位运行,监管政策也会陆续出台,所以利率倒U型的判断得到了充分的验证。

图表133: 国债收益率的倒U型走势



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

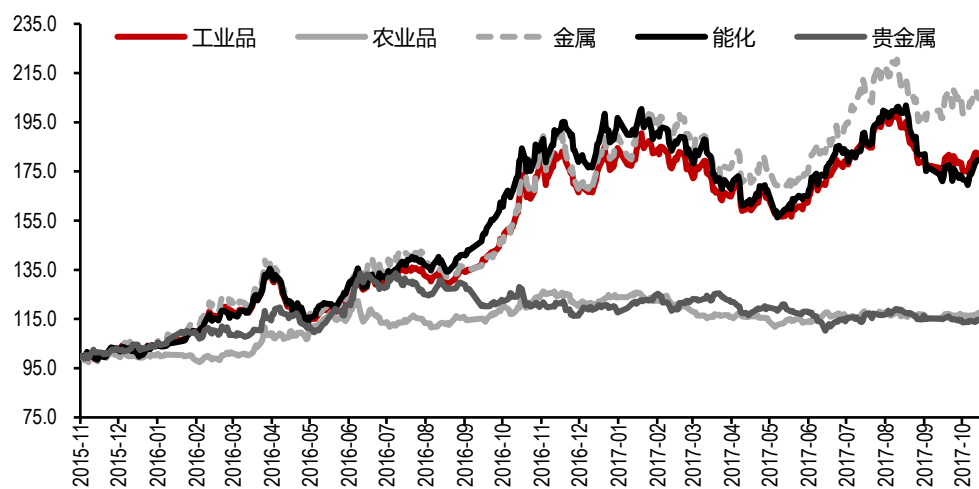
2017年11月14日，10年期国债收益率暂时突破4.0%，并在高位震荡，并不改变我们利率倒U型走势的观点。长端利率快速上行主要是市场恐慌情绪集中叠加导致，并无货币政策明显收紧和金融去杠杆强力政策出台。央行对经济基本面的判断比市场乐观，坚持稳健中性货币政策的态度坚决，市场之前对货币政策转向的预期落空，是国债利率上升的重要原因。这次资管新规的出台，由于不确定预期的落地和设置了较长时间的过渡期，对债市存在一定利好，但我们提示，目前仍然不是利空出尽，后续还有具体关注三会监管细则的内容。

利率右侧拐点的窗口期可能在2018年的一季度和二季度，但需要根据以下四大信号综合判断利率倒U型的右侧拐点：1) 经济基本面回落 2) 央行采取定向降准 3) 抵押补充贷款PSL放量 4) 银监会2017年年中工作座谈会提及的相关监管政策的落地。如果这四大信号之间存在矛盾，例如央行正式落实定向降准但经济基本面尚未回落的情况出现，利率拐点就可能推迟。在倒U型右侧拐点之前，我们依然提示债市的谨慎参与，除非可以承担一定利率波动损失的配置型投资者，否则，还是等待右侧确定性下行趋势确立以后再进行做多。

7.3 商品：高位震荡为主，上行下行均有压力

2017年在全球经济复苏、国内需求不弱，特别是供给侧结构性改革的推动下，PPI回升明显，商品出现大牛市。2018年，影响商品的核心变量有三个：其一是全球复苏的程度，目前弱复苏是确定性的，但全球贸易复苏的步伐当前若于经济，未来是否会超预期向好。其二是国内供给侧改革和环保限产的节奏和力度。其三是国内需求侧是否回落，特别是在房地产进入下行周期，非重要会议年基建投资也没有特别的稳增长需求的情况下。综合判断，我们认为商品在2018年的行情以高位震荡为主，上行下行均有压力。

图表134：商品期货表现（由南华期货指数中各类别整理得到）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

行政去产能、环保限产边际最严的时期虽然过去，但未来并不会放松。叠加全球经济复苏，预计大宗商品价格不会大幅回调。环保督查关停的小企业如要复产，不仅需要再投资环保设备，还需要在产业政策、园区规划、安全评价等方面完善审批，时间周期比较长，短期内供需缺口持续维持，商品价格明显向下的可能性不大。

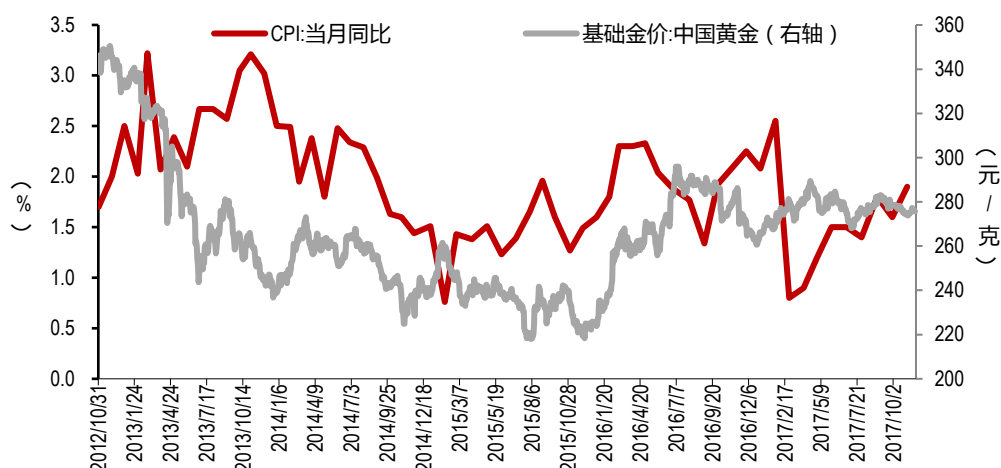
国内需求的减弱。我们对2018年GDP各季度的经济预测值是6.7%、6.6%、6.7%和6.8%，全年经济6.7%低于今年的预期值6.8%，经济增速略微下降，主要源于国内需求减弱。正如我们前文的分析和测算，房地产投资下行，可能回落至4.5%左右，基建投资也会下行。在我国经济没有完全实现转型升级之前，全球经济复苏导致顺周期分析问题的框架也没有完全建立起来之前，地产、基建两大投资仍然是判断需求侧的核心变量，两者的下行会拉动需求侧的下行，商品价格明显向上的可能性不大。

7.4 黄金：对抗通胀和黑天鹅事件具有一定机会

黄金是最不怕风险的，但凡出现政治波动、恐怖袭击、美国特朗普上台、英国脱欧等黑天鹅事件，黄金都是上涨的。此外，我们对2018年的通胀预测是温和上涨，在通胀上行时期，黄金可以起到一定的保值增值作用。

黄金的避险属性还可以在在一定程度上起到对冲黑天鹅事件的作用。2018年存在爆发一系列政治经济金融领域风险的可能性，如果出现都可能促进黄金价格上涨。政治方面，朝鲜问题迟迟未得到解决，长痛不如短痛，存在局势不可控以至于战争的风险，ISIS问题一直困扰着美欧等国，也有发展局部战争的可能，特别是美国明年会迎来中期选举，民主党跃跃欲试，特朗普集团更可能转嫁国内矛盾至国外，从而发动局部战争。经济方面，英国脱欧问题迟迟未解决，意大利明年换届选举，在民粹主义、孤立主义思想逐渐崛起的情况下，分的概率大于合，分的结果是贸易纷争和摩擦的加剧，这不利于全球经济弱复苏。金融方面，今年美国、欧洲、新兴市场国家股市都迎来牛市，美股更是屡创新高，预期较为乐观；在这种情况下，如果美国股市出现超预期的大幅波动，也存在引发小范围金融危机的可能，这种情况下也利好黄金。

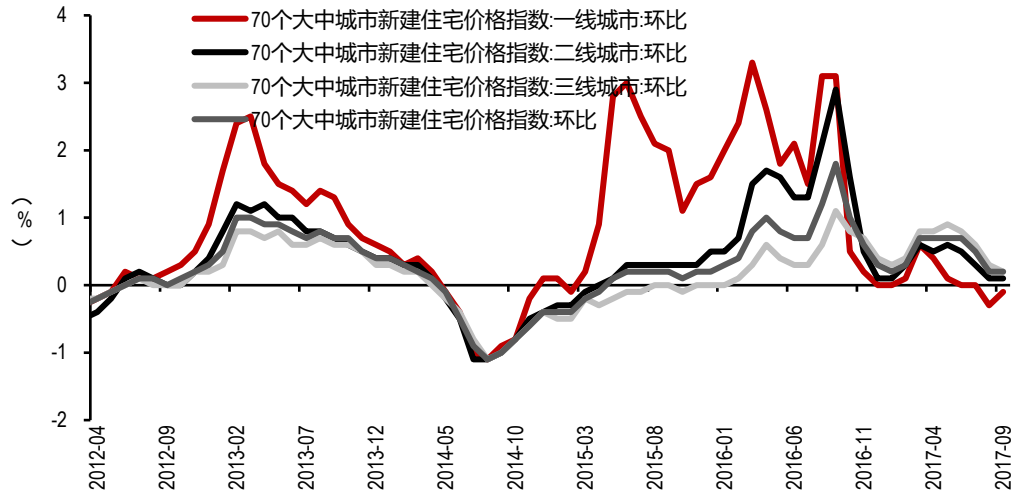
图表135：CPI和黄金现货价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所

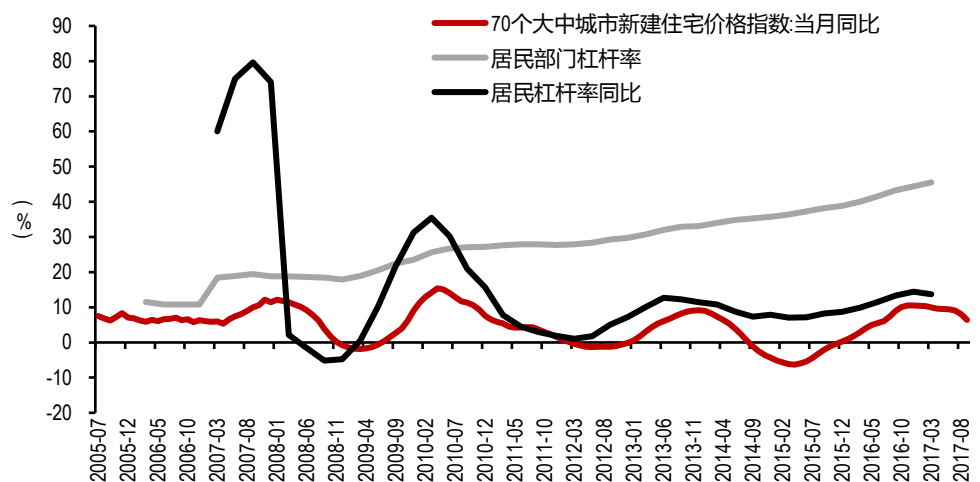
7.5 地产：等待政策变化，因城施策

对于地产，我们的观点就是等待。短期来讲，由于现在限购、限贷、限售的一系列政策，尤其对一线城市而言总体还是压制价格的，包括部分的热点二线城市，所以现在地产价格是一个缓慢下行的区间。什么时候可能迎来向上的机会呢？首先我们要看经济基本面回落的趋势，基本面如果出现回落、货币政策又开始松动，这个时候地产可能就有机会。虽然我们未来中长期来看，中国房地产市场仍然有较大投资机会，但我们预计2018年的地产价格大概率仍将处于下行区间。整体房价的再度上涨，需要等待限购限贷政策的边际放松以及货币政策真正开启宽松。

图表136: 一二三线城市价格环比, %


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

在几次地产周期中,居民部门杠杆率虽然绝对值一直处于上升态势,但同比增速却显著不同。居民部门杠杆率同比增速与地产周期呈现显著一致性,上行周期中居民部门加速加杠杆,下行周期中居民部门杠杆率增速显著下降。两者呈现正相关和正反馈。我们判断,限购限贷限售的三限政策,以及严查消费信贷流入房地产领域的政策,已经让本轮地产周期走向了下行阶段。居民杠杆率增速也会随之下降,资金流入房地产领域受阻,影响房地产价格上行。

图表137: 历史上几次地产周期伴随着居民部门杠杆率的变化


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

因城施策是本轮房地产调控的主要思路,对一线和热点二线城市房地产进行冷却降温是主要调控方向,这其中就包含了对居民需求端按揭贷款的抑制等原因。对这类城市的投资短期收益不明显,但长期因为这类城市所具有的就业、教育等公共资源,房产具有较高的价值,现在的价格是稳中趋缓,但长期投资无风险。对于三四线城市,有些库存去化情况较好的城市存在短期投资机会,例如,棚户区货币化改造推进力度较大的三四线城市具有较大投资机会。但三四线房地产从中长期来看,存在一定的风险。

八、对国内和海外最大的潜在风险提示

8.1 通胀过快上行的风险，是我国当前金融稳定的最大威胁

在本文第二章中，我们提出“温和通胀是宝藏”，对实体经济而言，温和通胀有利于涨价向下游行业传导、有利于工业企业经营环境和盈利能力的持续改善。对资本市场而言，温和通胀反映了经济的乐观预期，在我国历史上CPI温和上行期，股市表现往往较好，也蕴含着诸多行业投资机会。但如果通胀快速上行、突破+3%的货币政策目标线，就可能带来较大风险，成为系统性金融稳定的较大威胁。

我们在这部分中，将提示假如猪价、菜价、油价等重要变量超预期的情景下，对国内通胀的可能影响。如果油价、菜价、猪价当中的一个或多个变量出现意外，明年的CPI中枢都有可能达到+3%，这就成为了“通胀猛如虎”的风险情况。我们这部分的分析，不作为对明年趋势的中性判断，仅作为从宏观角度出发的风险提示。

8.1.1 极寒天气、疫病等，是可能使得明年春节前后猪价和菜价超预期上涨的风险因素

我们在上文判断明年猪肉价格环比大幅上涨的动能不足，结合基数因素考虑，未来猪价同比跌幅大概率温和收窄，同比到明年年中可能由负转正。但需要提醒的是，历史上也存在由于生猪疫病爆发，引起猪肉供给减少、猪价上涨的情况，而且疫病爆发时点为冬季的不在少数。如果爆发生猪疫情，现在本来就处于低位的生猪存栏将受到更大的冲击，再结合环保限产对生猪养殖业的负面影响，猪肉供给肯定会受到冲击，猪价可能超预期上行。这是关于明年猪肉价格的风险因素。

图表138：2005年至今，重大生猪疫病及影响总结

生猪疫病爆发时段	疫病名称	严重程度及具体影响	生猪疫病爆发时段内： 猪肉CPI同比均值
2011.11 - 2012.3	猪流行性腹泻	导致2012年6-8月生猪上市量减少	+20%
2011年2/3/4/7月	口蹄疫	造成了2011年10-12月养殖户的恐慌性出栏，2011年价格经历了年初13.67元、公斤上涨到9月的19元、公斤后，开始持续性下跌。	+39.1%（2011年2-7月均值）
2011年2/3月	猪流行性腹泻	导致2011年6-9月生猪供应量锐减，助推了当年的猪价上涨	
2010年2月-11月	口蹄疫、猪瘟、蓝耳病	10年发生的口蹄疫是历年次数最多的，影响2011年上市生猪数量。	+2.1%
2009年9-11月	猪瘟、猪丹毒、猪肺疫、蓝耳病	疫病规模仅次于06和07年，2009年9-11月份生猪供应量减少。08年金融危机后猪肉消费减少猪价下跌，正是次波疫病阻止了猪价的继续下跌。	-9.43%
2006.6 - 2007.8	猪瘟、猪丹毒、猪肺疫、蓝耳病	蓝耳病06年6月南方开始，9月蔓延至北方，11月难防复发，发病仔猪数千万头，死亡率50%以上，严重影响当期供应及后期仔猪补栏，是造成2006年6-11月猪价上涨37.8%的主因。	+22.4%

资料来源：农业部，华泰证券研究所

此外，今年年初鲜菜价格同比跌幅较大，2016年初的极寒天气导致当时菜价快速上涨、基数较高是重要原因。我们中性预测明年2-4月菜价同比可能由负转正，这是建立在菜价走势符合季节性因素的基础上。如果2017年末-2018年初冬季再度出现类似2016年初的极寒天气，再加上春节错位，明年2-4月菜价的同比涨幅可能较大。2018年2-3月的食品CPI环比尤其值得关注，根据我们的测算，如果明年2-3月份的食品价格——猪肉或鲜菜中有一项出现了超预期上涨，那么在明年年中（6-8月），CPI当月同比增速可能升破+3%，对应明年全年CPI均值也可能从中性预测的+2.5%上移到+2.7%左右，这是值得提醒的风险因素。

8.1.2 如果油价超预期上涨，明年全年CPI中枢可能突破+3%

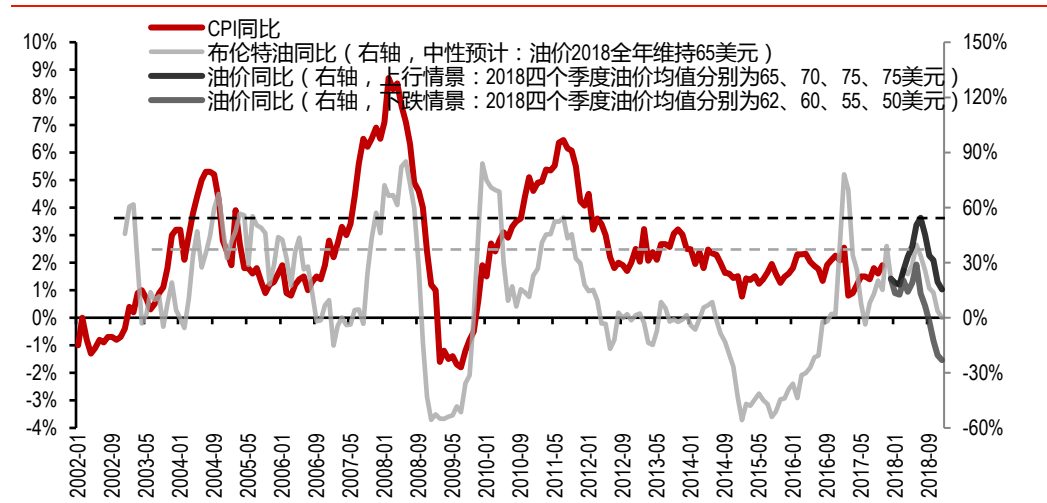
油价是明年通胀重要的影响变量,2017年11月上旬,Brent 油价最高达到过65美元附近。我们上文分析,2018年,即使存在全球需求复苏、地缘政治因素拉动等正向影响逻辑,但受制于页岩油生产、美元可能出现阶段性反弹、新能源替代等因素,油价持续快速上行的可能性较低,中性预测2018年全年油价维持在65美元的中枢水平。但国际油价仍然存在一些潜在的上行风险因素,除上文已经提到的沙特政治风险、中东地区局部战争风险等不可控因素可能推动油价上行以外,从大国博弈的视角来看,高油价也是对美国有利而对中国不利的。

此前,从2014年三季度开始、一直到2016年初,国际油价整体从110美元左右跌到30美元以下。当时美国页岩油生产成本仍然较高、高于中东等主要产油国,在超低油价环境下页岩油产业处于亏损状态,当时美国页岩油钻井开工数持续下降。但美国并非资源出口依赖型国家,经济并未受到很明显的冲击,反而趁着低油价大量积累了原油储备。相反,类似俄罗斯这样严重依赖资源(原油)出口的国家,2015-16年间的低油价对其经济产生了较大负面影响。在这几年当中,美国页岩油产业技术继续迎来技术进步,生产成本进一步下降,而油价从2016年一季度以来迎来反弹,2016年中~2017年三季度的大部分时间处于50-55美元区间,在这个价格点位上,页岩油生产已经可以实现盈利。

在特朗普当选新任美国总统后,他的对外、尤其是对中国这样持续崛起中的大国的整体态度,是竞争大于合作。由于我国原油供给在相当程度上依赖进口(2016年进口依存度为66%),且货币政策相当忌惮高油价可能引发的输入型通胀,从大国博弈视角来看,高油价是对美国有利、而对中国较为不利的。美国拥有全球最大的原油期货交易市场,大国博弈和金融投机因素有推动油价进一步上行的风险。

各类国际基准油价之间存在一定的价差,但其走势高度一致,因此我们选取最具代表性的Brent 油价,测算其在各类情景下的同比涨幅,对于其对我国通胀的可能影响做弹性测试。我们对油价超预期上行的风险做了情景测算,如果明年油价继续快速上行、四个季度均值依次为65/70/75/75美元、到2018年末超预期上行到75美元左右,则2018年油价同比涨幅的高点将基本持平2011年,约为+55%。我们也测算了假设明年油价下行的情景,如果明年油价逐渐回落、四个季度均值依次为62/60/55/50美元、到2018年末回落到50美元左右的话,则2018年油价同比涨幅高点仅有+30%,明年四季度同比将转负。无论是看多油价、看空油价还是中性看平油价的情景,明年油价的同比走势都是先上行、后回落,年中是同比涨幅高点。

图表139: 对明年油价继续上行或出现回落,对应同比涨幅的情景测算

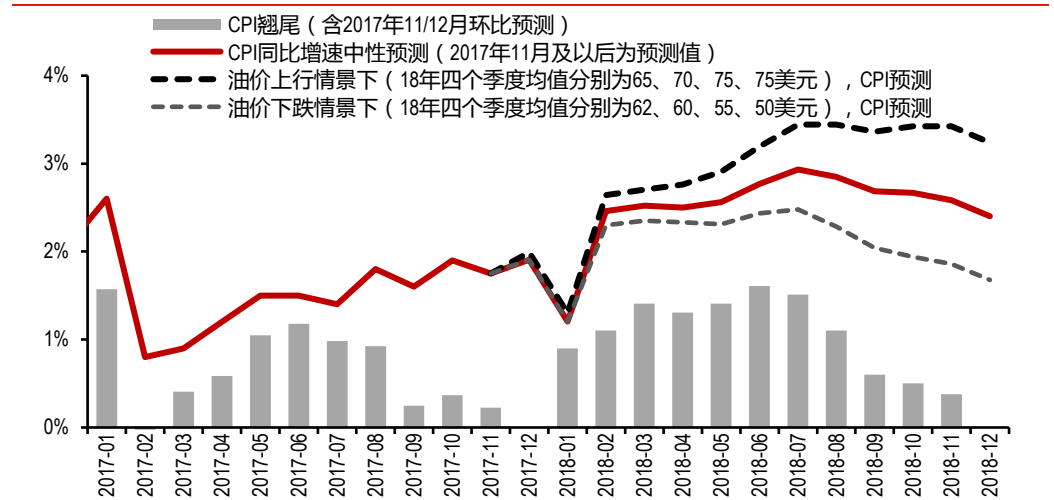


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们测算了油价持续上行、推升 CPI 的通胀风险情形。由于猪周期的波动有所削弱（2011年当时通胀高企，是由于油价和猪肉价格的上涨形成共振），即便在继续看多油价到 75 美元的情形下，明年 CPI 仍不大可能出现 2011 年的超高通胀（2011 全年 CPI 均值+5.5%），但考虑油价上行对非食品 CPI 端的传导，全年通胀中枢可能显著上行到+3%、明年下半年 CPI 当月同比可能连续维持+3.4%左右。由我们的测算结果可见，一旦油价超预期上行，整体 CPI 将承受较大上行压力，突破我国央行货币政策+3%的目标线。

我们同样测算了油价持续回落、明年年底回落到 50 美元左右的情景，这种情形下 2018 年通胀中枢可能仍将相对今年上行、全年 CPI 均值+2.1%，高点在+2.5%左右。

图表140： 油价波动对 CPI 影响的弹性测试



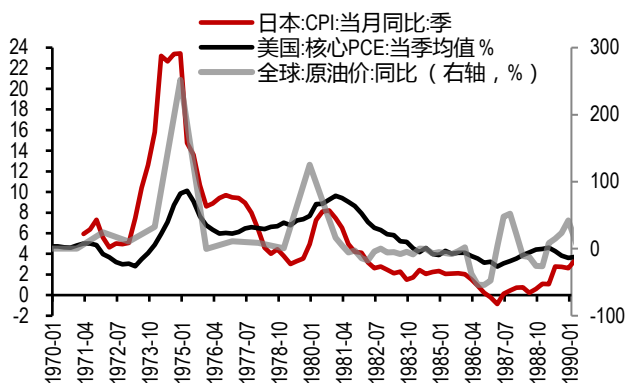
资料来源：Wind，华泰证券研究所

8.1.3 海外石油危机的经验：油价大幅上涨，可能触发通胀快速上行

海外历史经验也显示，油价的大幅上行，可能使得通胀预期自我实现、通胀中枢显著上移。最典型的例子就是上世纪 70 年代的石油危机。1973 年，由于第四次中东战争的影响，阿拉伯国家一致减产并对支持以色列的西方国家禁运，导致了第一次石油危机，从 1973~1975 年，当时原油价格从每桶不到 3 美元涨到超过 13 美元，持续三年的石油危机对发达国家的经济造成了严重的冲击；1978 年底，世界第二大石油出口国伊朗的政局发生剧烈变化，伊朗亲美的温和派国王巴列维下台。伊朗石油产量剧减，出口受到负面影响。从而引起了第二轮石油价格上涨，引发第二次石油危机。此时又爆发了两伊战争，进一步影响了原油产量，使得全球原油市场上供求失衡。油价从 1978 年的 13 美元/桶猛涨至 1980 年的 37 美元。

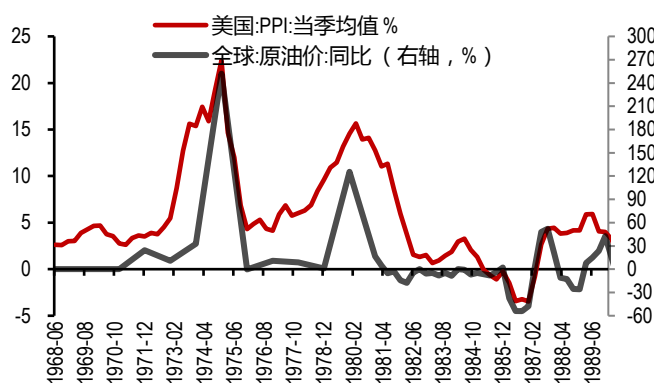
在两次石油危机期间，主要发达国家（石油进口国）以美国和日本为例，其通胀和 PPI 增速持续上升，尽管美国关注的核心 PCE（消费物价指标）剔除了油价，但油价作为最重要、最受关注的能源价格之一，其价格的快速上涨带动了各行各业“未来仍将涨价”的预期，进而推动了整体实际价格持续攀升，核心 PCE 增速略微滞后于 CPI，也呈现上涨。失业率则又稍微滞后于核心 PCE 出现上升，也就是说，在两次石油危机期间，美国面临着经济停滞、失业率走高与通胀高企并存的滞胀局面。

图表141：两次石油危机使得美国和日本通胀快速上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

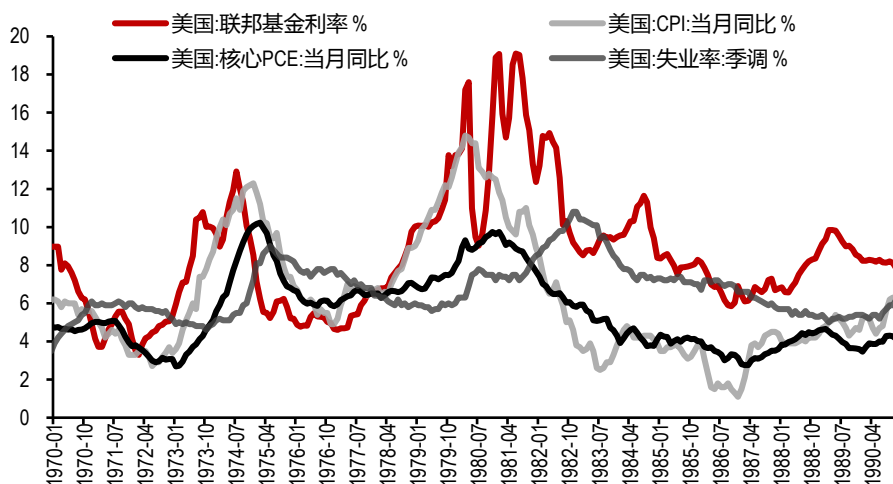
图表142：美国PPI在石油危机期间受油价上涨拉动上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在两次石油危机期间，为了抑制通胀预期，美联储均选择了加息操作，在通胀刚显露出快速上行苗头时就上调了联邦基金利率。尤其是在里根当选美国总统的前后，受石油价格急升影响，美国通胀水平快速提升，1979年3月美国CPI同比增速冲破+10%，1980年3月达到高点+14.8%，超过第一次石油危机时期，成为二战后美国面临的最严重通胀。1979-1981年期间，时任美联储主席沃尔克两次把美国联邦基金利率上提到接近20%，不惜以快速加息、冲击实体经济为代价，压制住了严重的通胀局面。快速加息的“后遗症”就是失业率上升和经济减速，在美联储加息后，1975年和1980年美国均出现季度GDP同比增速转负的情况。

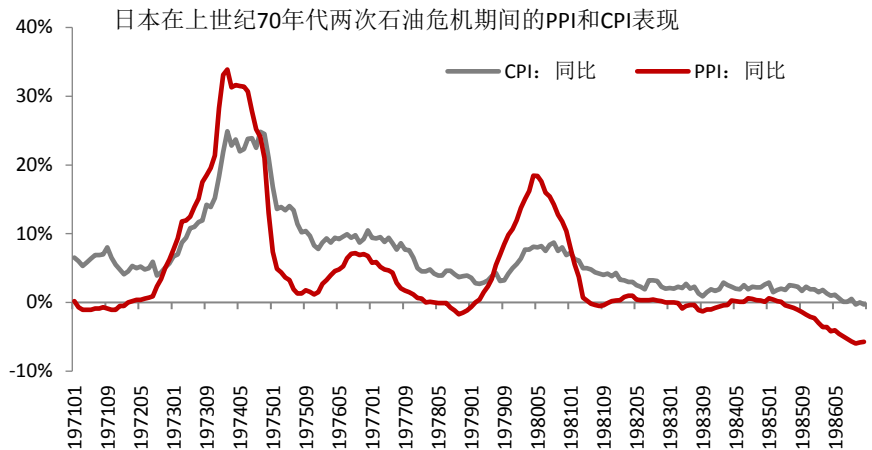
图表143：石油危机使得美国经济陷入滞胀局面，美联储被动加息应对通胀



资料来源：Wind，华泰证券研究所

日本于上世纪70年代末启动了对钢铁行业的去产能，而启动去产能的时点，恰好与两次石油危机有一定的重叠。在日本当时去产能过程中，钢铁行业产量和产能变化对PPI上升有一定贡献，但不是最主要的原因（1979-1980年间，日本PPI整体同比年均增长5.5个百分点，而日本钢铁行业PPI同比年均增速仅为+2.1%），实际上，第二次石油危机导致油价上升，才是日本PPI迅速上行的主要驱动因素。

油价上行带动当年日本PPI上行，也向CPI产生了一定的传导，CPI的波动滞后约4-5个月。从峰值看，PPI同比从1978年10月的-1.7%升至1980年5月的18.4%，上涨19个月，涨幅为20个百分点；CPI同比从1979年3月的2.7%升至1980年9月的8.7%，上涨18个月，涨幅为6个百分点。在1978年以来钢铁成为萧条行业、启动去产能之后，PPI和CPI确实出现了明显上升的趋势，但综合而言，日本70年代末的通胀实际上是外部冲击、经济转型和行业变化三者合力的结果。

图表144：日本在石油危机期间：PPI对CPI的传导较为明显，滞后约4-5个月

资料来源：Wind，华泰证券研究所

8.1.4 如果明年“轻微类滞胀”演变为“类滞胀”，货币政策会怎样？

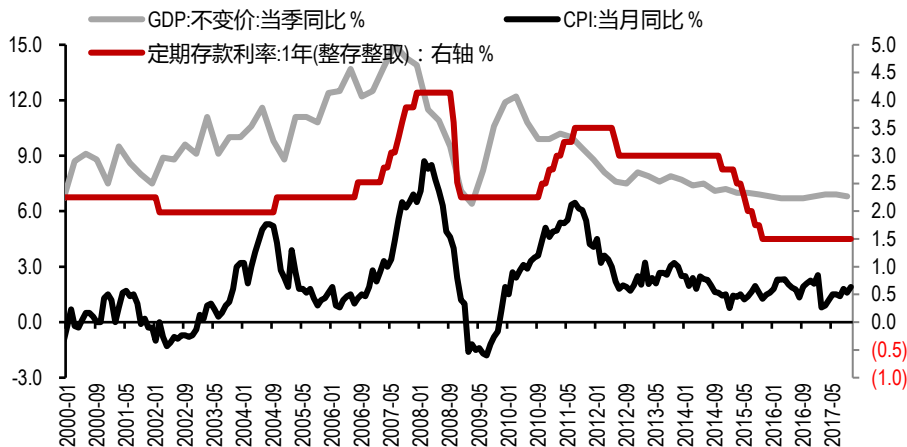
我们从今年年初开始坚持判断 2017 年中国宏观经济环境的特征为“轻微类滞胀”，即通胀存在上行压力、经济存在下行压力，但通胀的上行压力和经济的下行压力都非常轻微（参见《轻微类滞胀下的改革与政策选择》-20170122）。目前来看，我国 GDP 同比增速在前两季度均维持+6.9%之后，三季度小幅回落到+6.8%，且高频经济数据如工业增加值、消费、投资等均呈现小幅回调压力，我们预计四季度经济增速将继续回落到+6.7%；通胀从 2 月以来重新温和反弹，尽管市场始终存在 PPI 可能向 CPI 传导、拉升通胀的担忧，但 CPI 同比增速到 10 月份仅回升到+1.9%，温和通胀并未转化为快速上行压力，我们对通胀和经济的判断都较为准确。

从前几轮通胀上行周期当中我国央行的货币政策操作来看，当通胀过快上行、而经济增长动能仍然较强的情况下，央行都选择了收紧货币，把控通胀放在更突出的位置上，同时注重对公众通胀预期的管理。如果通胀快速上行的同时，经济面临外部冲击风险和下行压力（08 年、11 年），则实行整体稳健、适度宽松的货币政策，及时释放确保经济增长和稳定市场信心的信号。

如果明年猪价、菜价、油价三项价格因素当中有一项或多项超预期上涨，引发通胀快速上升风险，是否会导致货币政策收紧？我们的判断是并不一定收紧，还需观察货币政策多个目标之间的权衡。如果通胀上行的同时经济也上行，即 GDP 增速超过+7%并且趋势性向上、同时通胀高于+3%，央行很可能提高官定基准利率，可能意味着债券市场走入长熊。需要注意的是，在这种情况下，由于实体经济较强，金融去杠杆也可能加速，对股市也很可能是利空。

如果明年的经济状况从我们今年判断的轻微类滞胀进一步演变为类滞胀，即明年经济增速继续下行并跌破+6.5%、通胀持续上行突破+3%，在这种情形下，我们预判国家很有可能提高对通货膨胀的容忍度，比如把通胀+3%的目标值提高至+4%，政策优先为经济托底。我们预计明年二季度 GDP 增速是年内低点，同时通胀压力可能在明年 6-8 月体现的较为明显，市场对经济“类滞胀”的预期，可能在明年年中时点体现的尤为突出。

图表145： 在2007年和2010-11年，我国均采取了加息操作以应对上行过快的通胀



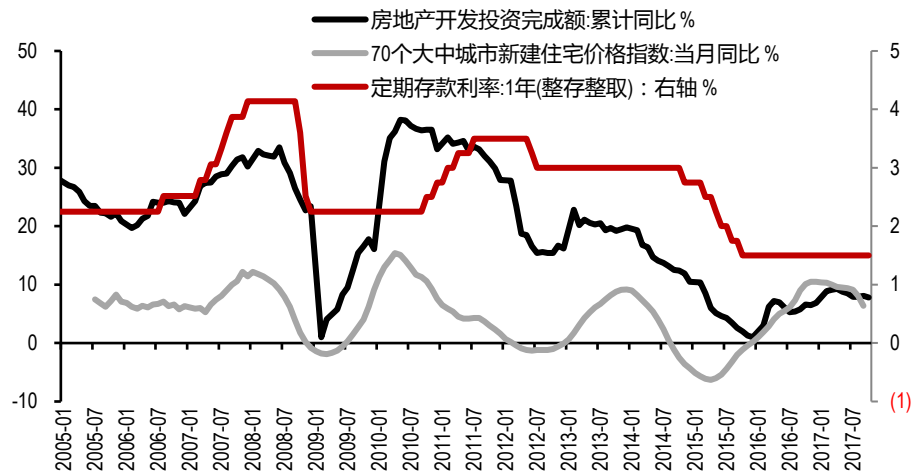
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表146： 对此前三轮通胀周期期间，我国央行货币政策操作的回顾

年份	当年经济和通胀	当年货币政策操作 (整理自当年央行货币政策执行报告)	政策取向: 整理自货币政策执行报告
2004	全年 GDP 增速 9.5%; CPI 上涨+3.9%。	一季度货币政策适度从紧, 后三个季度维持中性。针对投资需求过旺、通货膨胀压力加大等问题, 2003年9月、2004年4月分别提高准备金率1个、0.5个百分点。2004年10月, 一年期存、贷款利率上调0.27个百分点。	继续执行稳健的货币政策, 既要支持经济平稳发展, 又要注意防止通货膨胀和防范系统性金融风险。
2006	GDP 同比增长 10.7%, CPI 上涨 1.5%。	继续实施稳健的货币政策, 分三次上调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点; 8 月份上调一年期存款基准利率 0.27 个百分点……总体看, 国民经济将继续保持平稳较快发展势头。但也要看到, 整体通货膨胀压力有所加大。	将继续执行稳健的货币政策。
2007	GDP 同比增长 11.4%, CPI 上涨 4.8%。	针对银行体系流动性偏多、货币信贷扩张压力较大、价格涨幅上升的形势, 货币政策逐步从稳健转为从紧。年内共十次上调准备金率共 5.5 个百分点, 六次上调金融机构人民币存贷款基准利率。随着国际经济不确定性增大和国内宏观调控政策效应逐步显现, 经济增长可能高位趋稳并适度放缓。	将把防止经济增长由偏快转向过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通胀作为宏观调控的首要任务, 实行从紧的货币政策……加强对公众通胀预期的引导。
2008	GDP 同比增长 9%; CPI 同比上涨 5.9%。	年初为防止经济由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通胀, 执行从紧的货币政策, 上半年五次提高存款准备金率共计 3 个百分点……年中, 美国次贷危机蔓延加深, 国家宏观调控进行了重大调整, 按照既要保持经济平稳较快发展、又要控制物价上涨的要求, 将全年新增贷款预期目标提高至 4 万亿元以上……进入 9 月份以后, 国际金融危机对中国经济的冲击明显加大, 实行适度宽松的货币政策, 及时释放确保经济增长和稳定市场信心的信号, 五次下调存贷款基准利率, 四次下调存款准备金率。	在国际金融危机对我国经济冲击明显加剧的大背景下, 外需明显收缩, 经济增长下行的压力明显加大。但总体上看, 国民经济有望继续保持平稳较快增长。
2010	GDP 同比增长 10.3%, CPI 同比上涨 3.3%。	分别于 1 月、2 月、5 月、11 月 (两次) 和 12 月, 共 6 次累计上调准备金率 3 个百分点。前三季度利率政策保持稳定。四季度为稳定通胀预期, 于 10 月、12 月两次上调存贷款基准利率, 累计上调 0.5 个百分点。	实施稳健的货币政策……更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系, 把稳定价格总水平放在更加突出的位置。
2011	GDP 同比增长 9.2%, CPI 同比上涨 5.4%。	实施稳健货币政策。前三季度面对通胀压力不断加大的形势, 保持物价总水平基本稳定是宏观调控的首要任务, 先后 6 次上调存款准备金率共 3 个百分点, 3 次上调存贷款基准利率共 0.75 个百分点……10 月份以后, 针对欧洲主权债务危机继续蔓延、国内经济增速放缓、价格涨幅逐步回落等形势变化, 适时适度预调微调, 下调存款准备金率 0.5 个百分点。	经济下行压力和物价上涨压力并存。将处理好稳增长、调结构和管理通胀预期的关系, 继续实施稳健的货币政策, 保持政策的连续性和稳定性。

资料来源: 央行货币政策执行报告, 华泰证券研究所

在历史上两轮为应对通胀和经济过热的加息周期后, 我国地产投资和房价指数同比均出现了显著的下滑。对中国当下而言, 货币政策尚不具备连续加息应对通胀快速上升的能力, 因为当前国内房地产价格处在历史高位, 连续加息可能会对地产市场形成过大的冲击, 使得房地产价格大幅下跌、可能引发我国金融市场大幅波动。因此, 通胀快速上行风险是中国当前金融稳定问题的最大威胁。

图表147： 连续加息对我国房地产的潜在冲击过大


资料来源：Wind，华泰证券研究所

8.2 海外风险提示：美股大幅波动风险和地缘局势紧张

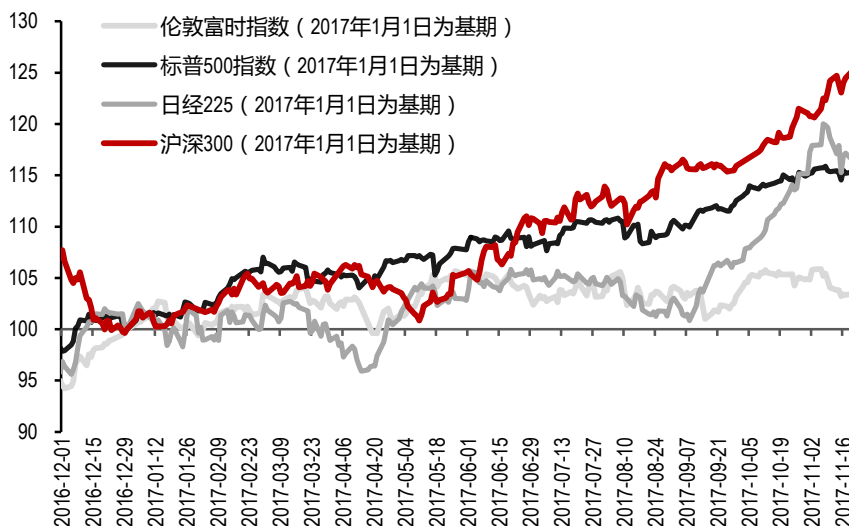
8.2.1 海外发生市场大幅波动与金融危机的概率比想象的要大

今年以来，随着全球经济基本面弱复苏逐步确认，资本市场普遍存在乐观情绪。截至11月16日，美国标准普尔500指数、伦敦金融时报100指数、法兰克福DAX指数、巴黎CAC40指数和东京日经225指数分别较年初上涨约18%、9.3%、23.8%、17%和20.7%，虽然中间不乏负面事件扰动，均不改慢牛行情。

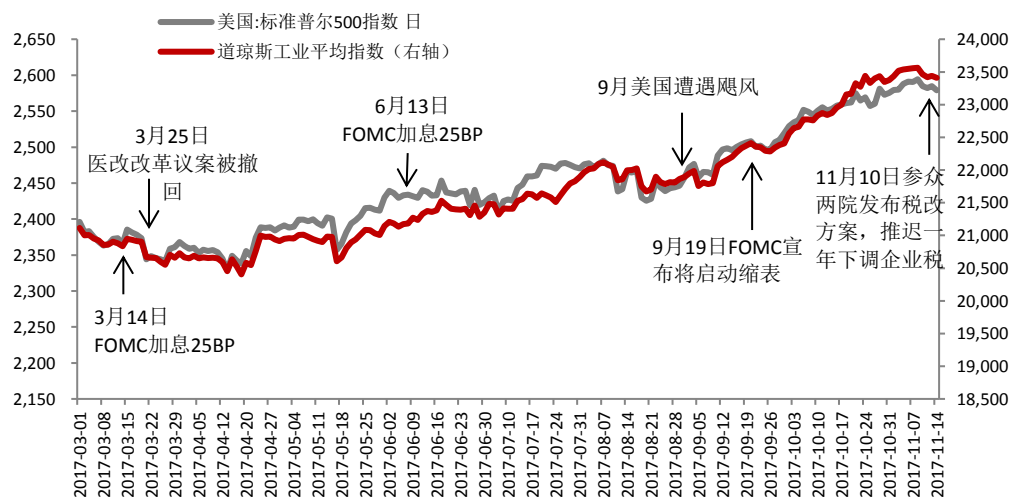
美股存在提前透支预期的风险，一旦货币政策收紧超出预期，全球股市或将出现回调共振，海外发生市场大幅波动与金融危机的概率比想象中要大。2017年，美国股市已经呈现出将几乎所有的中性政策都理解为正面，负面政策都理解为中性的情况。比如，特朗普主张推出的基建投资计划以及税改、医改计划持续受阻，美联储今年连续在3月及6月的议息会议上加息，9月宣布10月起启动缩表进程，股市对这些负面信息都没有出现长期的调整，美股市场捆绑宏观经济、货币政策和金融稳定的特征明显。目前美股仍然在延续上涨，虽然经济复苏的趋势是确定的，但可能存在提前透支预期的风险。明年，如果货币政策全球一致性收紧的话，可能证券市场会产生一次回调性共振，从而间接影响我国证券市场。

市场对美联储将放松金融监管的预期在强化，或将酝酿更大的金融风险。市场普遍预期下一任美联储主席鲍威尔会延续耶伦的风格，当前缓步加息、渐进缩表的货币政策也将得到延续。值得注意的是，鲍威尔被提名为新任美联储主席的重要原因之一是在放松金融监管方面与特朗普更一致。美国放松金融监管的出发点是要刺激国内经济，实现“美国优先”，但是却有可能导致全球金融系统的不稳定。在全球储蓄过剩、低利率、缺少投资机会的大环境下，美国放松监管必然会吸引更多投资，竞争效应极有可能导致欧洲以及其他国家纷纷效仿，给全球性的金融危机带来隐患。

美国的风险点还在于2018年的国会中期选举，一旦民主党获胜，那么特朗普遭到弹劾的概率将大大提高。如果这种情况发生，美国的政策连续性将再受冲击，资本市场的逻辑将面临又一次大洗牌。

图表148: 全球经济和金融市场普遍存在乐观情绪, 今年全球股市均走出慢牛形势

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 注: 各国股指均换算为2017年1月1日为基期、基期值=100的指数

图表149: 美国股市绑定宏观经济、货币政策和金融稳定的特征明显

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

8.2.2 地缘政治风险与恐怖袭击的潜在威胁

地缘政治风险仍未消除, 朝鲜半岛局势仍然紧张。朝鲜半岛局势是事件地缘政治中的一个很确定因素, 美国总统特朗普在访问亚洲期间向日韩大肆兜售武器, 并且发出“对朝鲜的战略忍耐时代已经结束”的言论, 继而美军三个航母战斗群在朝鲜半岛附近与日韩开展联合军事演习, 给朝鲜施压。从美国政治形势分析, 特朗普连任可能性正在降低到冰点, 如果考虑转嫁国内矛盾, 美国也存在发动局部战争的动机。虽然这一概率不高, 但是需要作为风险可能性高度关注。一旦爆发冲突, 特别是朝鲜半岛冲突, 对我国资本市场的冲击不容小觑。

中东局势仍是明年全球经济的一大风险点。近期沙特伊朗关系持续紧张, 沙特反腐等行为也超出市场预期, 一旦地缘政治冲突爆发, 油价将大幅冲高, 为全球经济增加不确定性。

欧洲分裂局势一波未平一波又起，明年仍需持续关注是否出现新增风险点。英国脱欧谈判推进缓慢，西班牙加泰罗尼亚独立运动刚刚平息，近日意大利伦巴第和威尼托两个大区就是否应扩大自治权举行公投，这两个地区都是由具有分裂倾向的北方联盟党主政。而就在 11 月初的西西里岛地方选举中，意大利前总理贝卢斯科尼领导的中右翼党派联盟获胜，这场选举被视为明年 5 月全国议会选举的“风向标”，因此这位劣迹斑斑和频出荒诞言行的前总理大有复出之势，或将成为明年意大利甚至欧洲局势的一只黑天鹅。另外，近日德国组阁谈判破裂，也增加了德国政局的不确定性。

恐怖袭击事件仍是明年资本市场潜在威胁。今年的恐怖袭击事件几乎席卷全球，其中既有个人行为，也有 ISIS 等恐怖组织策划的结果。ISIS 虽然军事受挫，但从报复角度看，恐怖袭击事件数量有可能较今年增多，不但给全球的经济蒙上阴影，更有可能将局部地区的政治风险放大到全球，成为爆发大规模冲突的导火索。

风险提示：通胀快速上行超预期，对实体经济的负面影响超预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com