



# “三大攻坚”开启“新时代”

——十九大之后暨2018年经济形势与政策展望

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

兴业研究 副总裁

## 2018年的关注点

- 2020新目标，不是GDP增速，而要全脱贫
- 重质新时代，没有新周期，只有“L”型
- 政策新思路，预调微调退，保持定力上

## 目 录

### 新时代“三大攻坚”

三大攻坚与三驾马车

三大攻坚与通货膨胀

新时代的新政策逻辑

### “十九大”的新思想：由量到质

#### ■ 主要矛盾发生转变

——人民日益增长的**物质文化生活**需要和**落后的社会生产**之间的矛盾

——人民日益增长的**美好**生活需要和**不平衡不充分发展**之间的矛盾

■ 判断依据：“我国稳定解决了十几亿人的温饱问题，**总体上实现小康**，不久将**全面建成小康社会**，人民美好生活需要日益广泛，不仅对物质文化生活提出了**更高要求**，而且在**民主、法治、公平、正义、安全、环境**等方面的要求日益增长。同时，**我国社会生产力水平总体上显著提高**，**社会生产能力**在很多方面进入**世界前列**，**更加突出的问题是发展不平衡不充分**，这已经成为满足人民日益增长的**美好生活需要的主要制约因素**。”

### “十九大”的新思想：由量到质

- 我国经济已由高速增长阶段转向**高质量发展阶段**，……。必须**坚持质量第一、效益优先**，以**供给侧结构性改革**为主线，推动**经济发展质量变革、效率变革、动力变革**，提高全要素生产率，……。
- （一）**深化供给侧结构性改革**。建设现代化经济体系，必须把发展经济的着力点放在实体经济上，**把提高供给体系质量作为主攻方向**，显著增强我国经济质量优势。
- 打破了1982年党的十二大到2012年党的十八大以来的传统，首次没有明确提及翻番目标。

明确提出今后三年的“三大攻坚战”

- **从现在到二〇二〇年**，是全面建成小康社会决胜期。……，特别是要打好**防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治**三大攻坚战。

## 目 录

---

新时代“三大攻坚”

---

三大攻坚与三驾马车

---

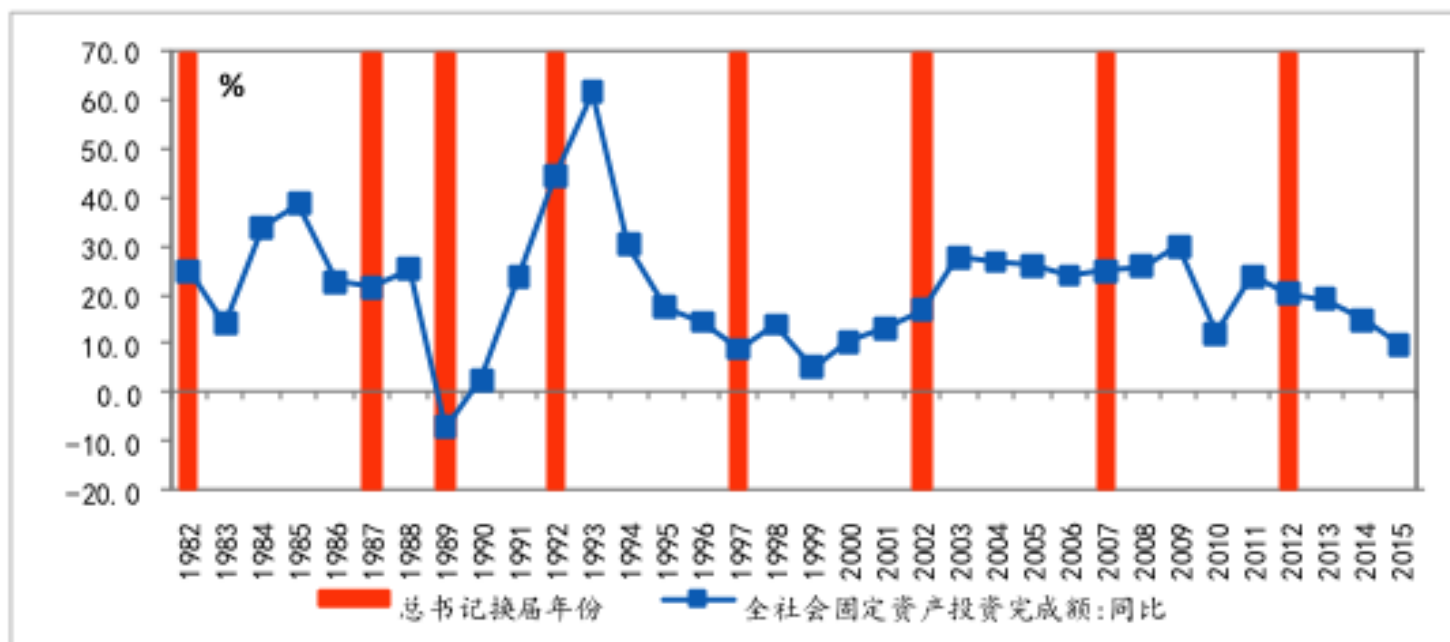
三大攻坚与通货膨胀

---

新时代的新政策逻辑

## 投资：历史回顾

### 党代会年份历史回顾





## 投资：基础设施

### 基础设施投资

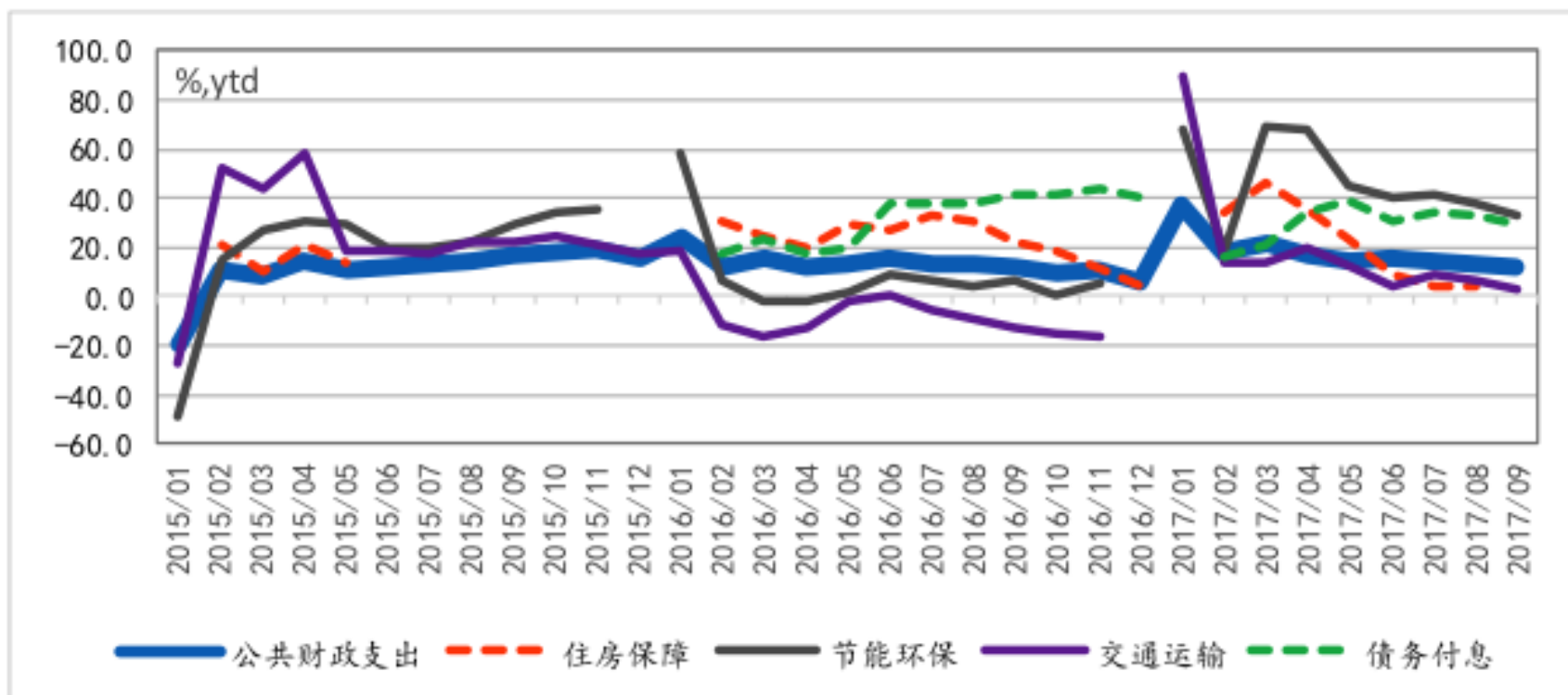
- 权威人士（2016年5月9日）：我国经济潜力足、韧性强、回旋余地大，**即使不刺激，速度也跌不到哪里去。“稳”的基础仍然主要依靠“老办法”，即投资拉动，部分地区财政收支平衡压力较大，经济风险发生概率上升。**
- 包头地铁被中央叫停（2017年11月）：“2016年9月1日，国家发改委正式下发《关于印发包头市城市轨道交通第一期建设规划（2016-2022年）的通知》，……今年8月初，内蒙古自治区70周年大庆。中央代表团参加70周年大庆，领导人**转达中央意见**，包头地铁建设所需资金达300多亿元，投资额较大，**与包头市财政**  
**收入不匹配**，**建议把地铁工程停下来，节省资金用于支持企业发展。**

## 投资：基础设施

- **财政部规范PPP：**对不具备条件、未规范开展“两个论证”（财政承受能力、物有所值）的项目，特别是那些**不属于公共产品**供给体系、自己的**资本金不到位**、**资本金穿透以后都不是自有资金**、未来项目运行没有很好的绩效、**过度依赖政府付费**的项目，我们有考虑把它剔除。”（2017年11月1日）
- **国资委规范PPP：**《关于加强中央企业PPP业务财务风险管控的通知》（征求意见稿）：以建筑施工为主业的中央企业，累计对PPP项目的净投资原则上**不得超过集团净资产的40%**；其他中央企业不得超过20%。资产负债率高于90%、近2年连续亏损或资金实力薄弱的子企业原则上不得单独投资PPP业务。（2017年1

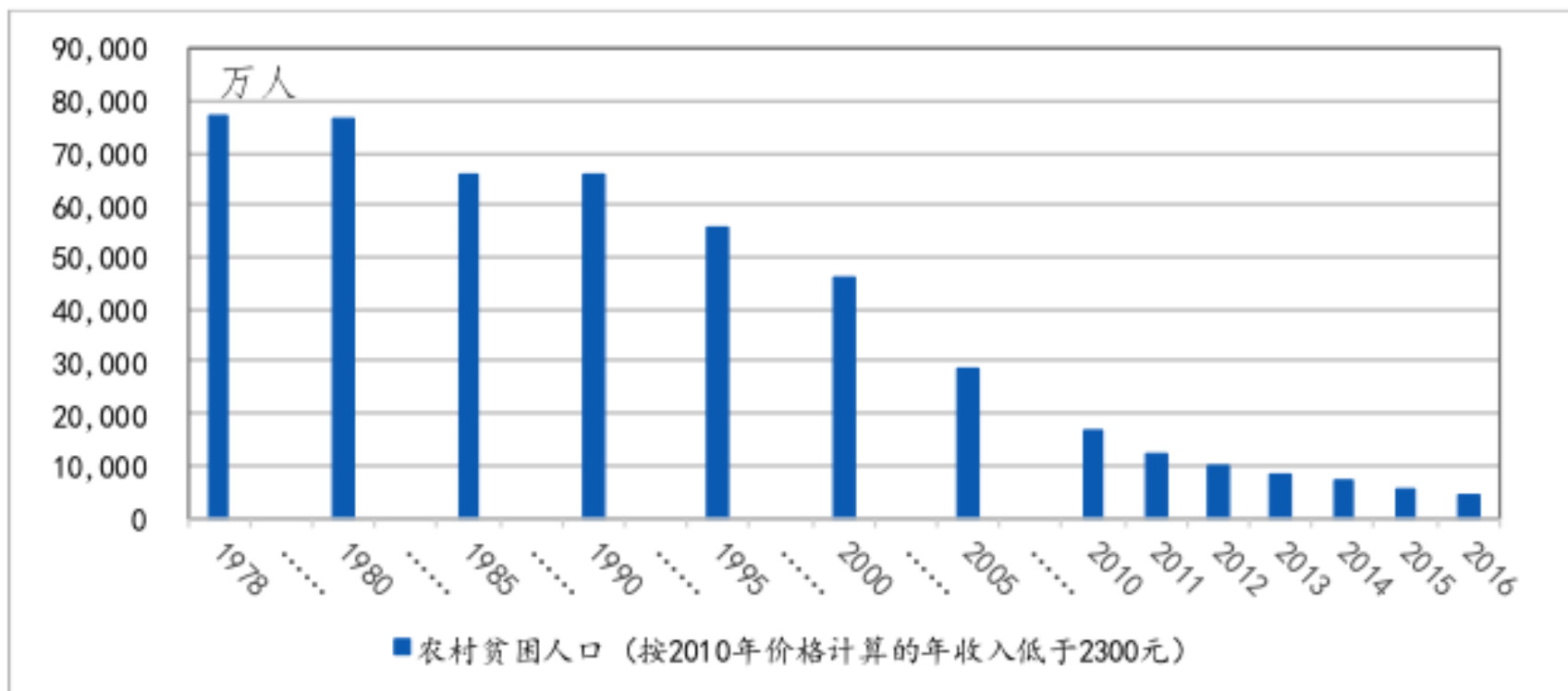
## 投资：基础设施

财政资金：防污治污重要大大提高



## 投资：基础设施

### 财政资金：更多投向精准扶贫



目前的我国的贫困人口认定标准：按2010年价格计算，年收入低于2300元。根据《中国统计年鉴》和政府工作报告整理，截至2016年底剩余农村贫困人口约4335万人。

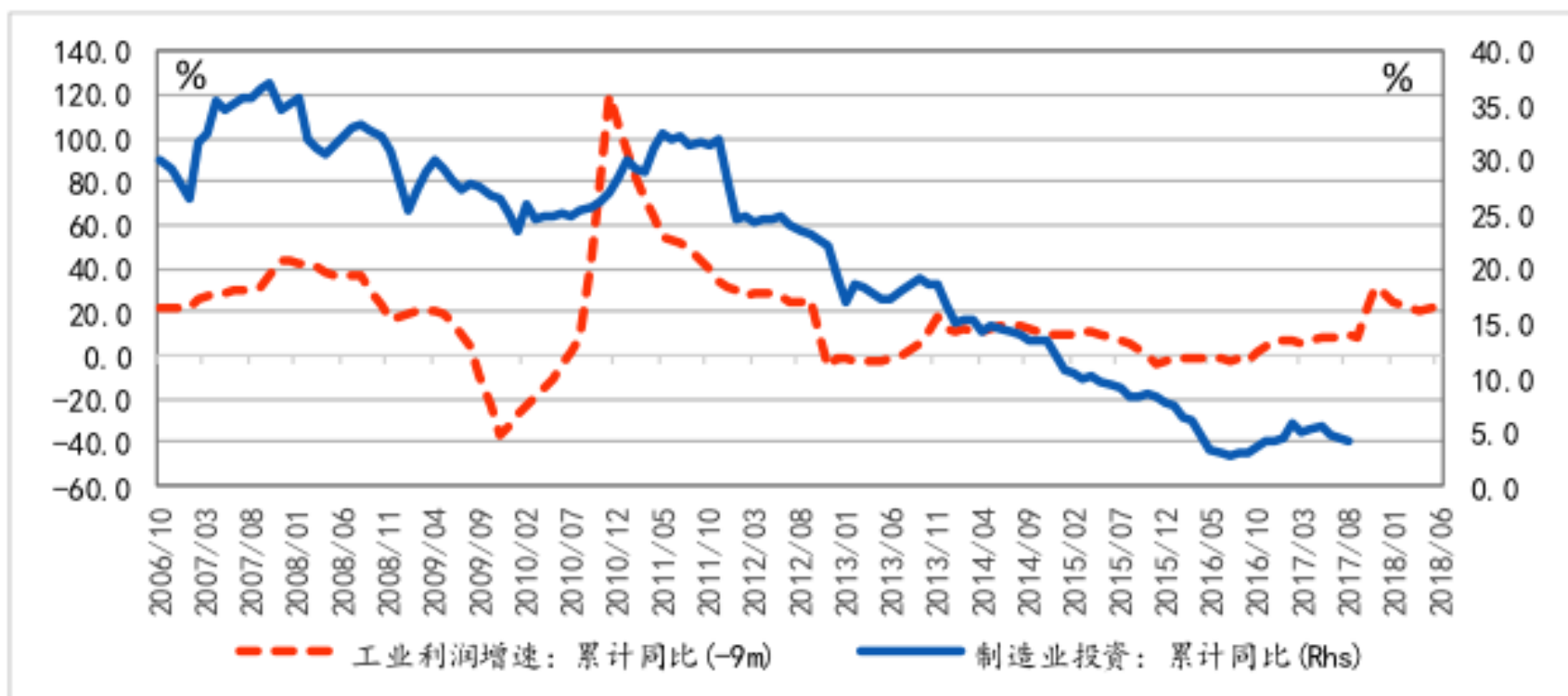
## 投资：制造业投资

国企去杠杆：国务院常务会议（8月23日）

- 一要**建立严格的分行业负债率警戒线管控制度**。……，并**严格把关主业投资、严控非主业投资、禁止安排推高负债率的投资项目**。二要建立多渠道降低企业债务的机制。对效益增长较快的企业要督促其在确保正常生产经营前提下**利用部分利润降低债务**。……。研究出台钢铁煤炭行业化解过剩产能国有资产处置有关财务处理办法，探索建立国有资本补充机制，妥善解决企业改革发展、转型升级所需资本。三要积极稳妥推进市场化法治化债转股，督促已签订的框架协议抓紧落实。……四要强化问责，**对负债率持续攀升的企业要约谈提醒，对造成重大损失或不良影响的严肃追责**。与地方合作的项目要严防增加地方政府隐性债务。

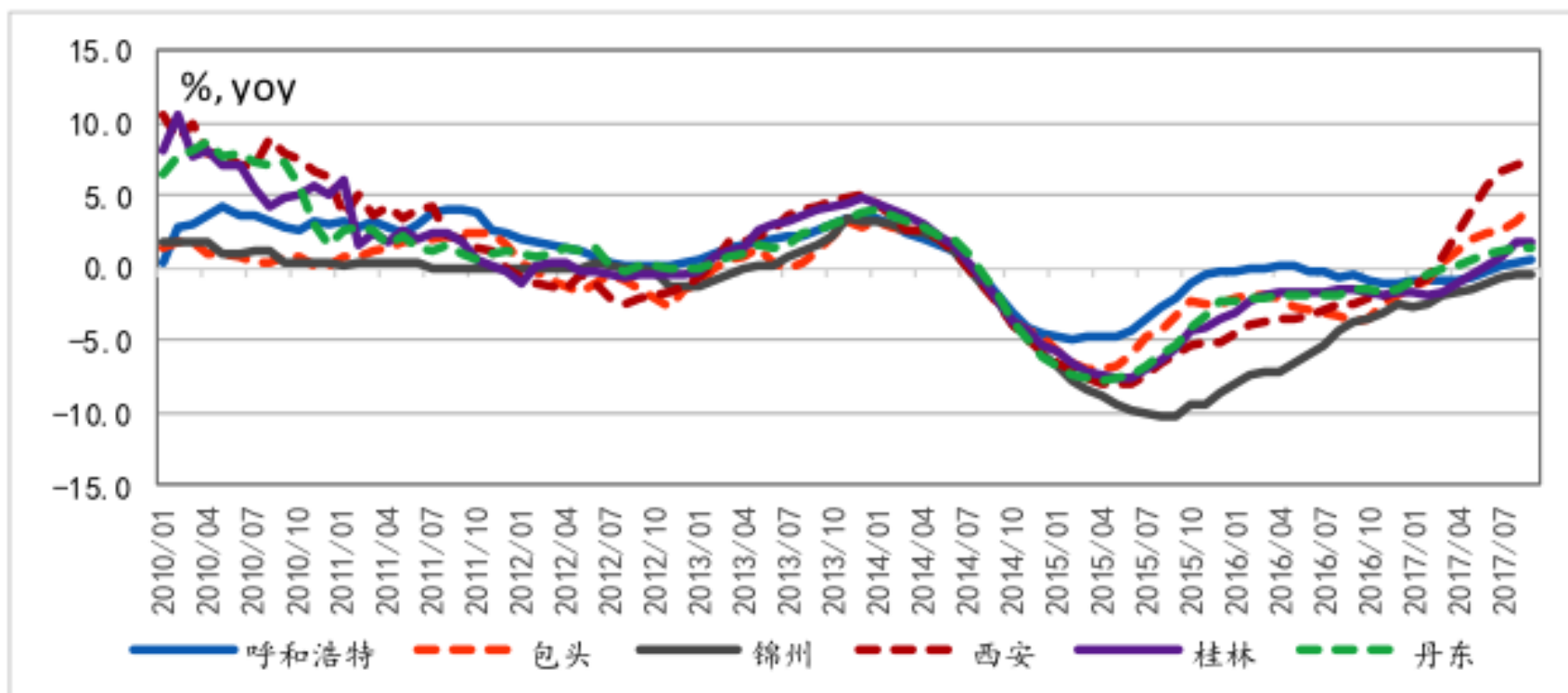
## 投资：制造业投资

### 工业企业利润与制造业投资



## 投资：房地产

棚改货币化：“去库存”任务圆满完成



## 投资：房地产

### 房地产投资

- 十九大：“坚持房子**是用来住的、不是用来炒的**定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。”
- 限制出售
- 租赁房建设
  - 房地产企业
  - 集体经济组织
  - 其他企业
- 房产税政策



## 投资：房地产

### 2018年房地产投资：棚改或调减，租赁或增加

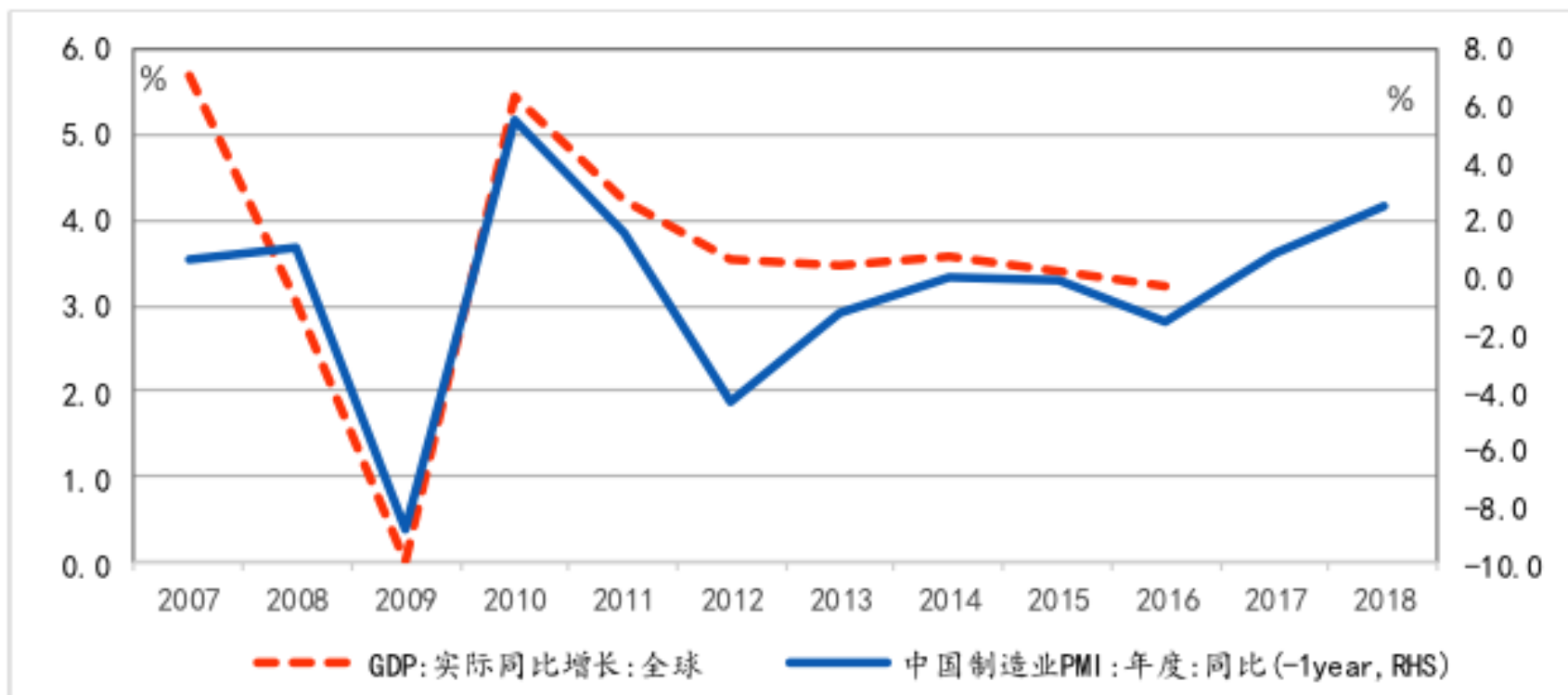
单位 公顷	2017年住宅用地 供应计划		2017-2019年年均住宅用地 供应计划			最新计划发 布时间
	总计	商品房	总计	商品房	租赁房	
广州	565	389	640	475	165	2017.8.14
沈阳	413.6	368.9	440.5			2017.9.21
武汉	1253	1227	953			2017.7.5
合肥	700	493	733			2016.11.1
成都		587	916.6	665.2	133.4	2017.6.20
郑州	957	843		800		2016.11.4
南京	880	530	1030			2017.5.13
北京	1200		1200	490	260	2017.4.20
杭州	512		538			2017.6.29
深圳	218	168	163	124		2017.7.11
厦门	186	99		125		2017.6.29
佛山	302		299			2016.12.30
肇庆	305		300.6			2017.7.3
上海			1100	400	340	2017.7.6
合计 (可比口径)	6348.6		6297			

### 租赁房投资建设

- **假设：**2018年租赁试点城市租赁用地供给约占2017年住宅用地供给的20%（广州26%，成都15%，北京22%，上海31%，取四城平均）；对应租赁用地供给，完成租赁房建设指标。
- **测算：**2018年试点城市（除佛山、肇庆）大约完成租赁房建设投资3600亿元，约占2017年全国房地产投资完成额的3%。
- **结果：**不考虑挤出效应的情况下，租赁房建设大约能拉动房地产投资3%的增长。

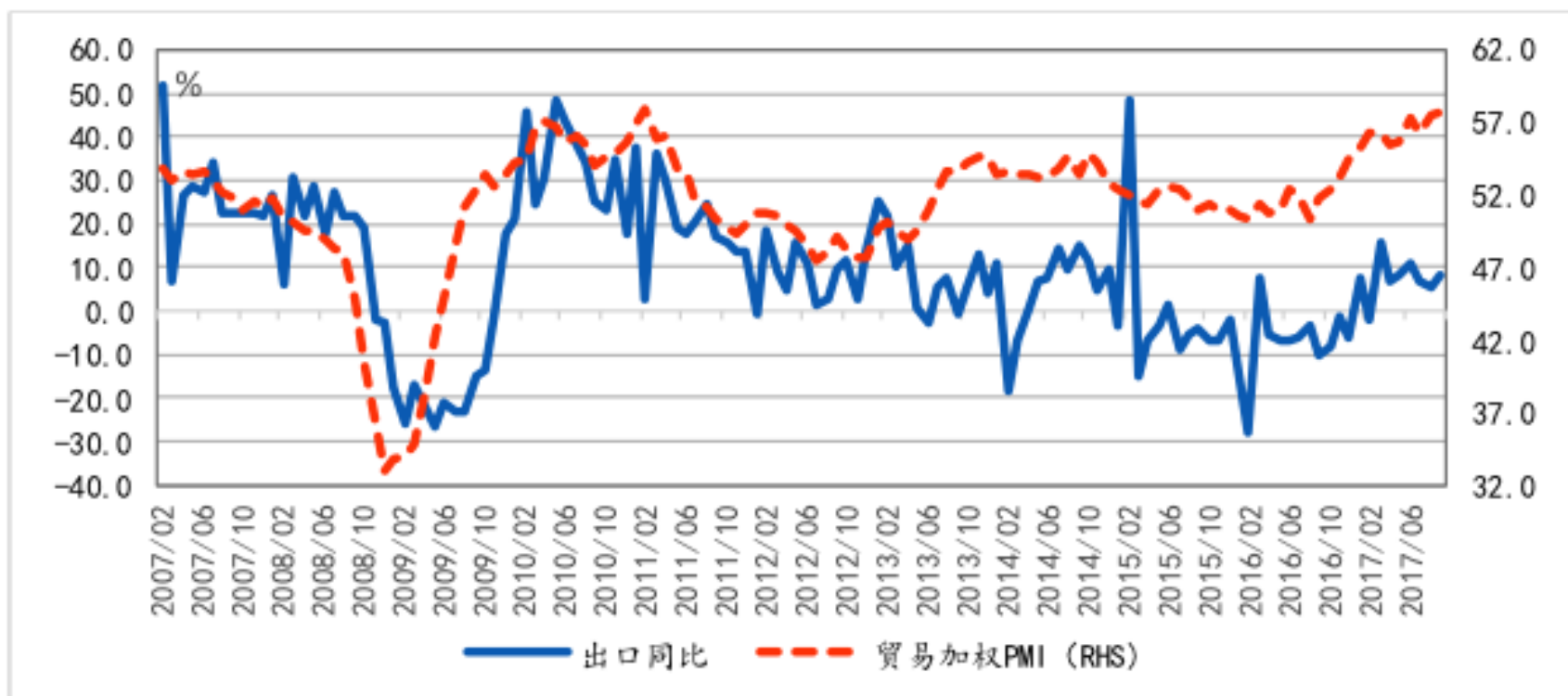
# 出口

## 海外经济景气度仍较高



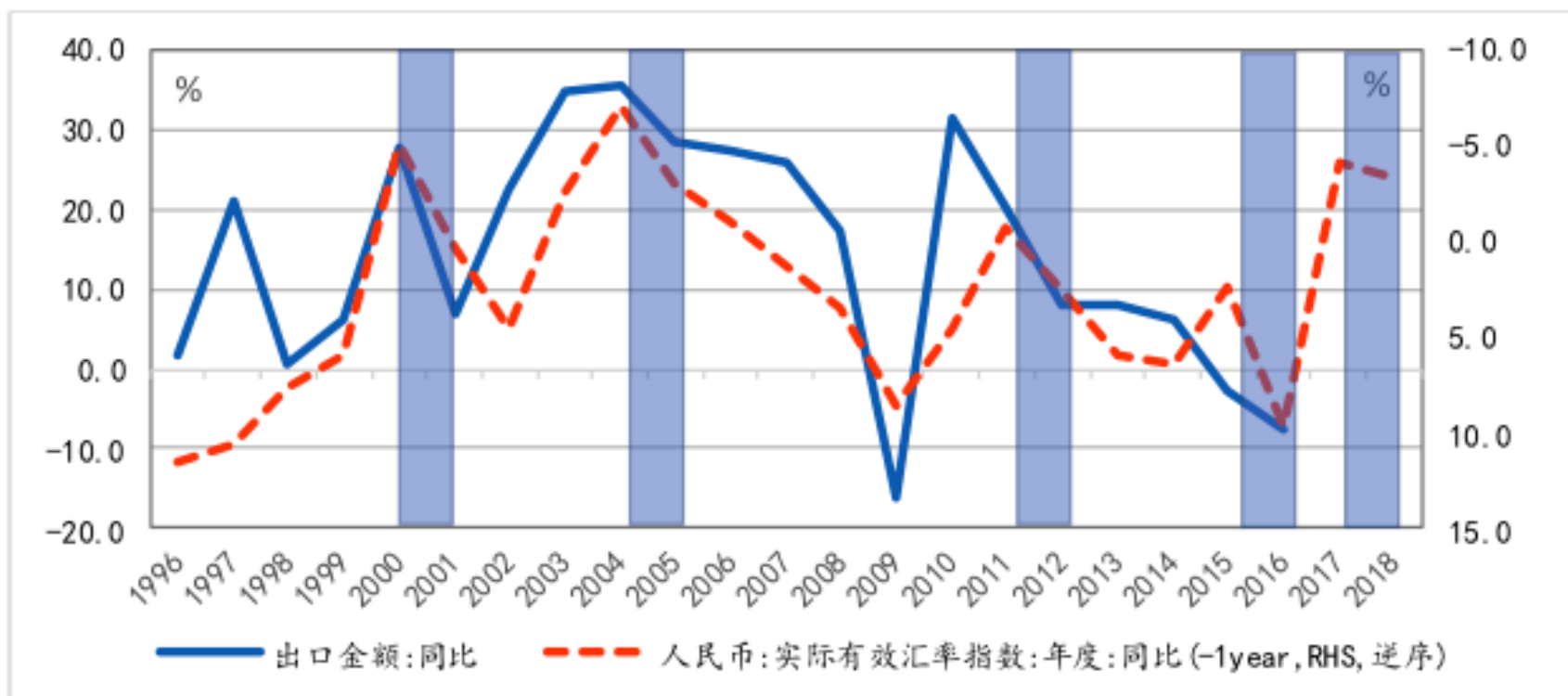
## 出口

但，贸易加权PMI已达历史高位……

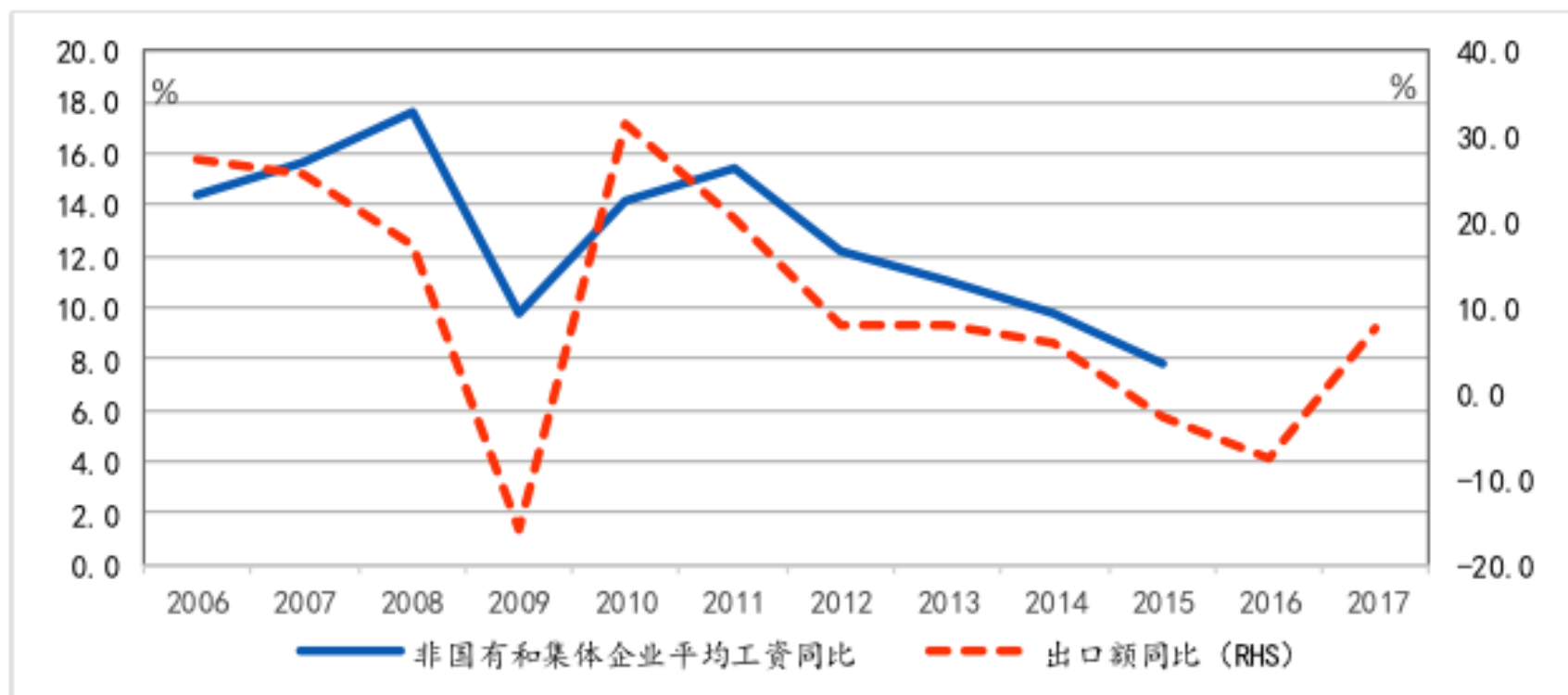


# 出口

但，人民币有效汇率不再贬值……

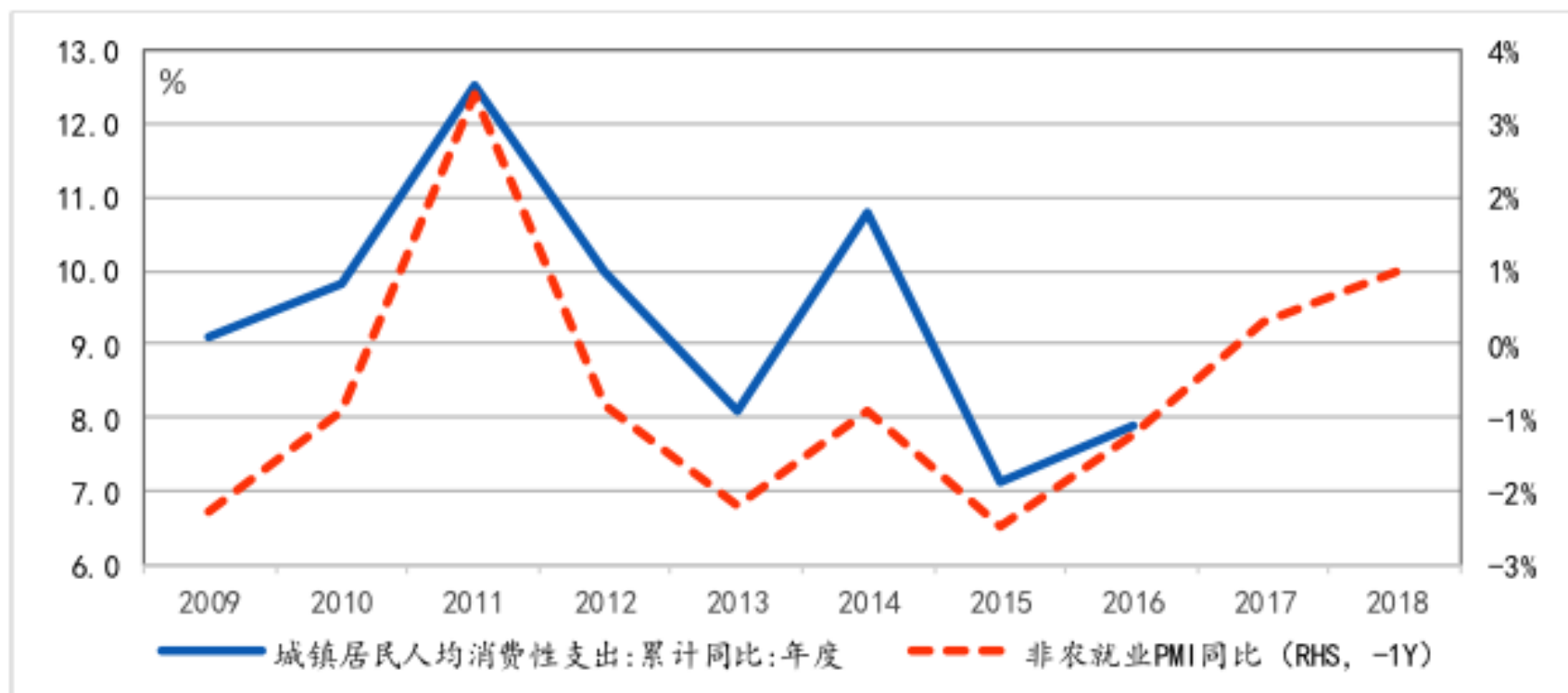


## 出口改善：提升就业和工资

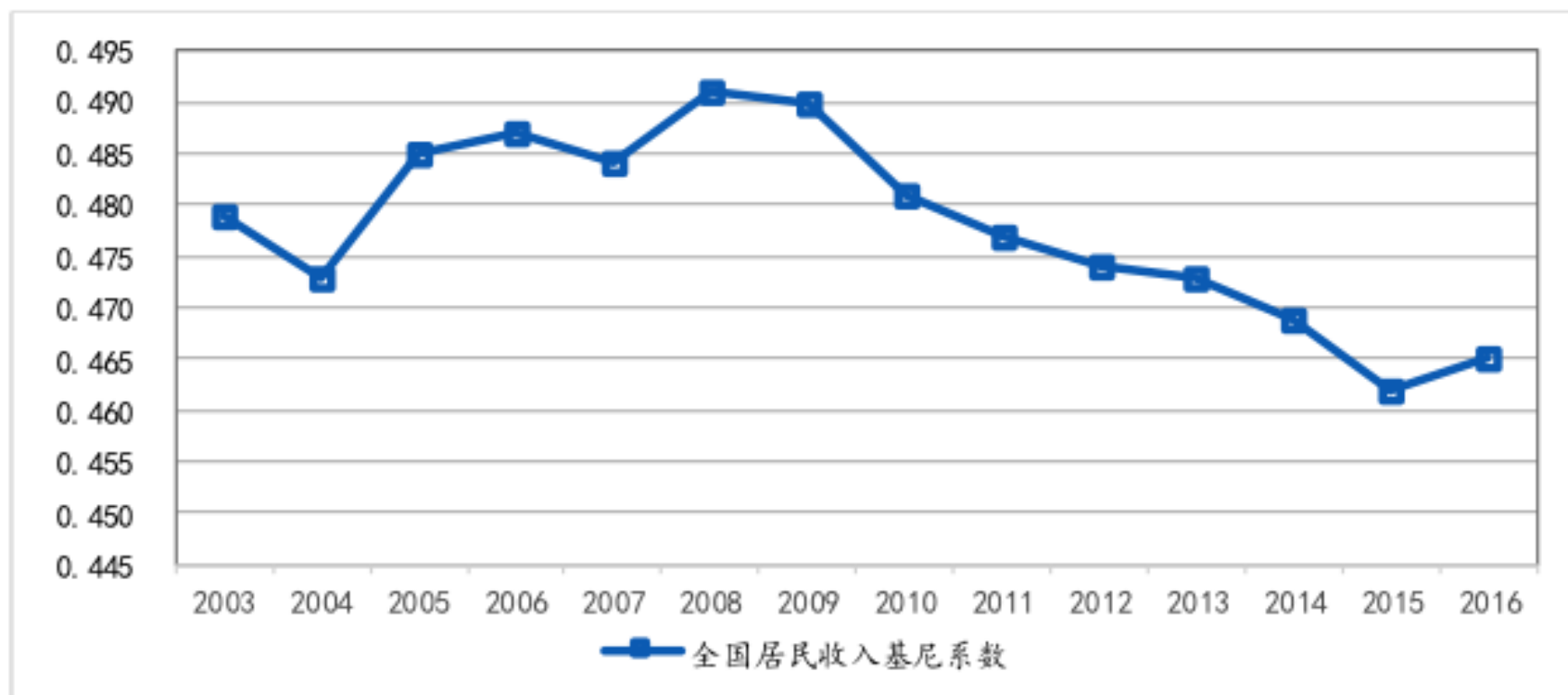


注：2017年出口额增速按取2017年前8个月出口增速。

## 就业改善：利好明年消费



## 精准扶贫：有利于提高消费倾向





## 目 录

---

新时代“三大攻坚”

---

三大攻坚与三驾马车

---

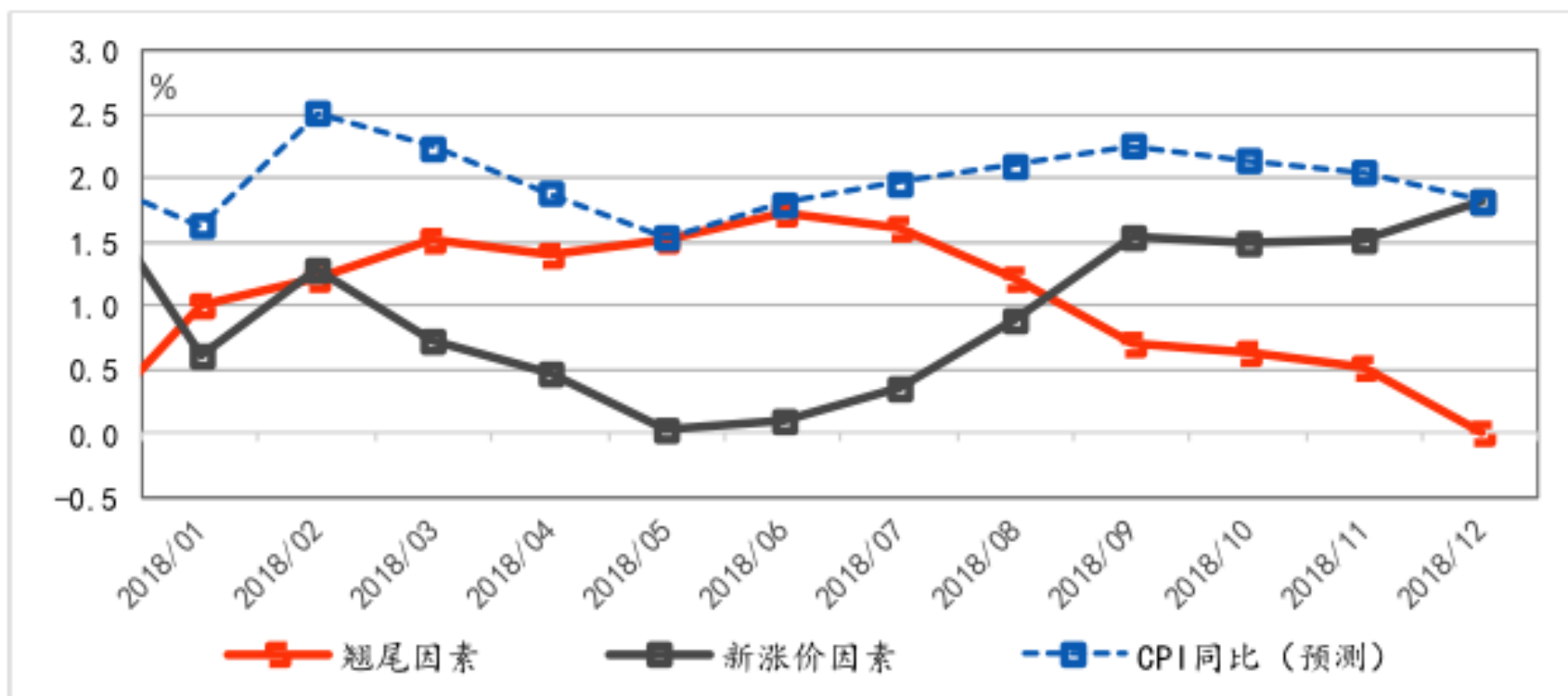
**三大攻坚与通货膨胀**

---

新时代的新政策逻辑

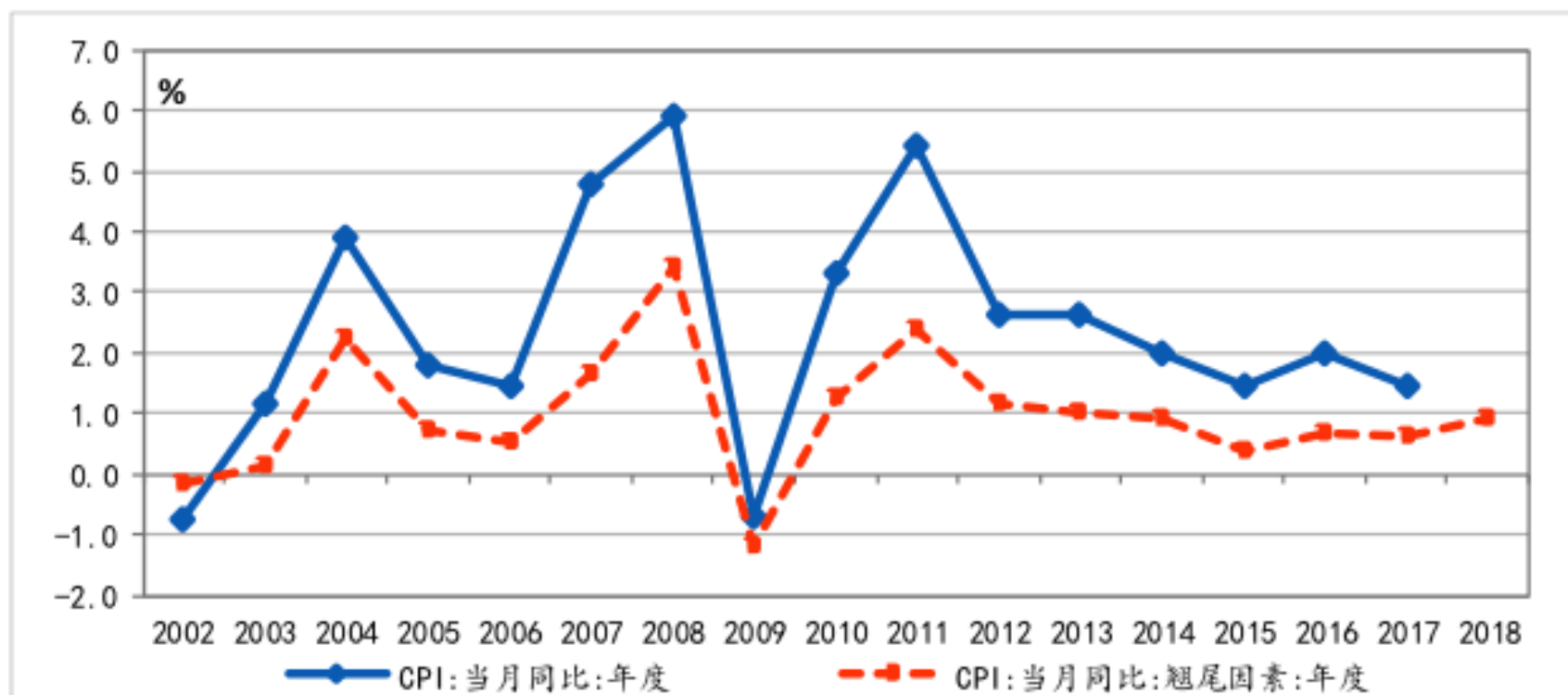
## 物价：CPI

### CPI同比



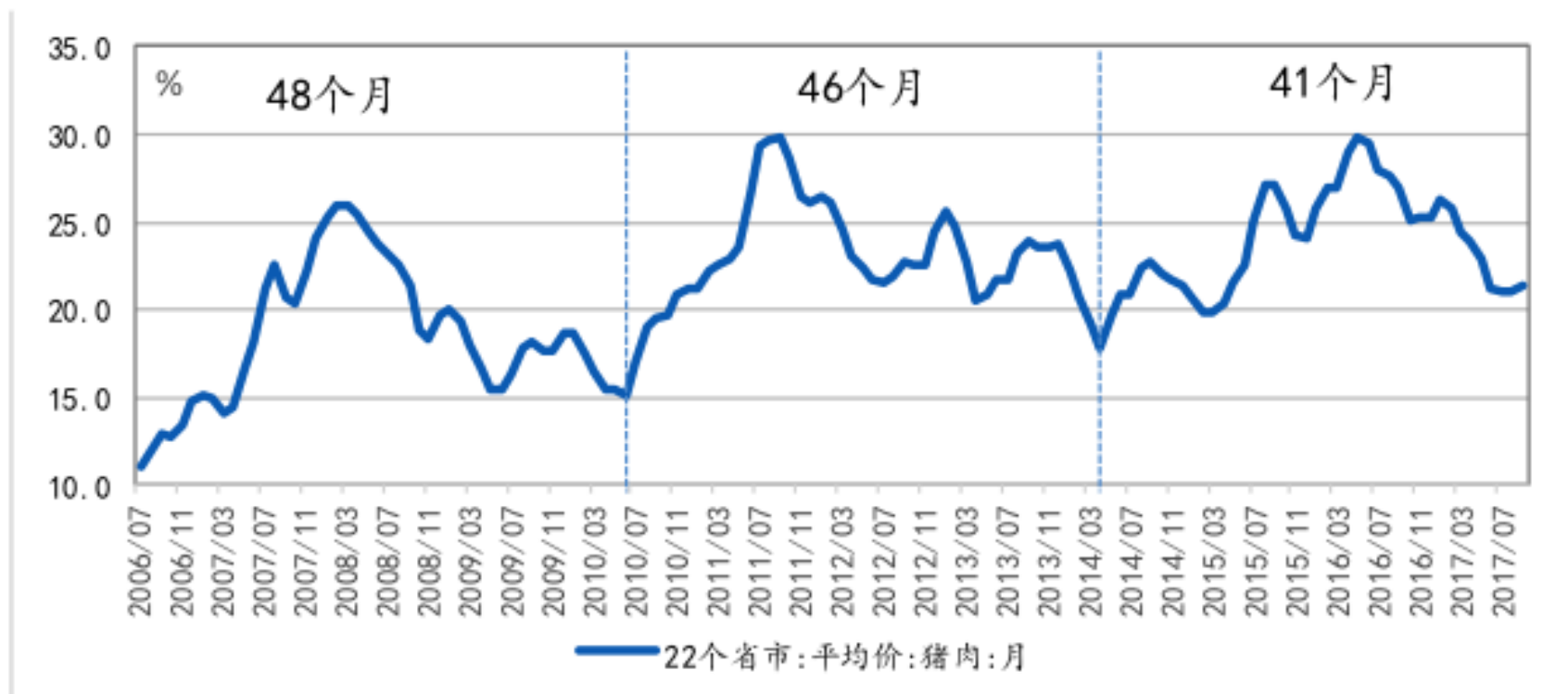
## 物价：CPI

### CPI：翘尾



## 物价：CPI

### CPI新涨价：猪周期



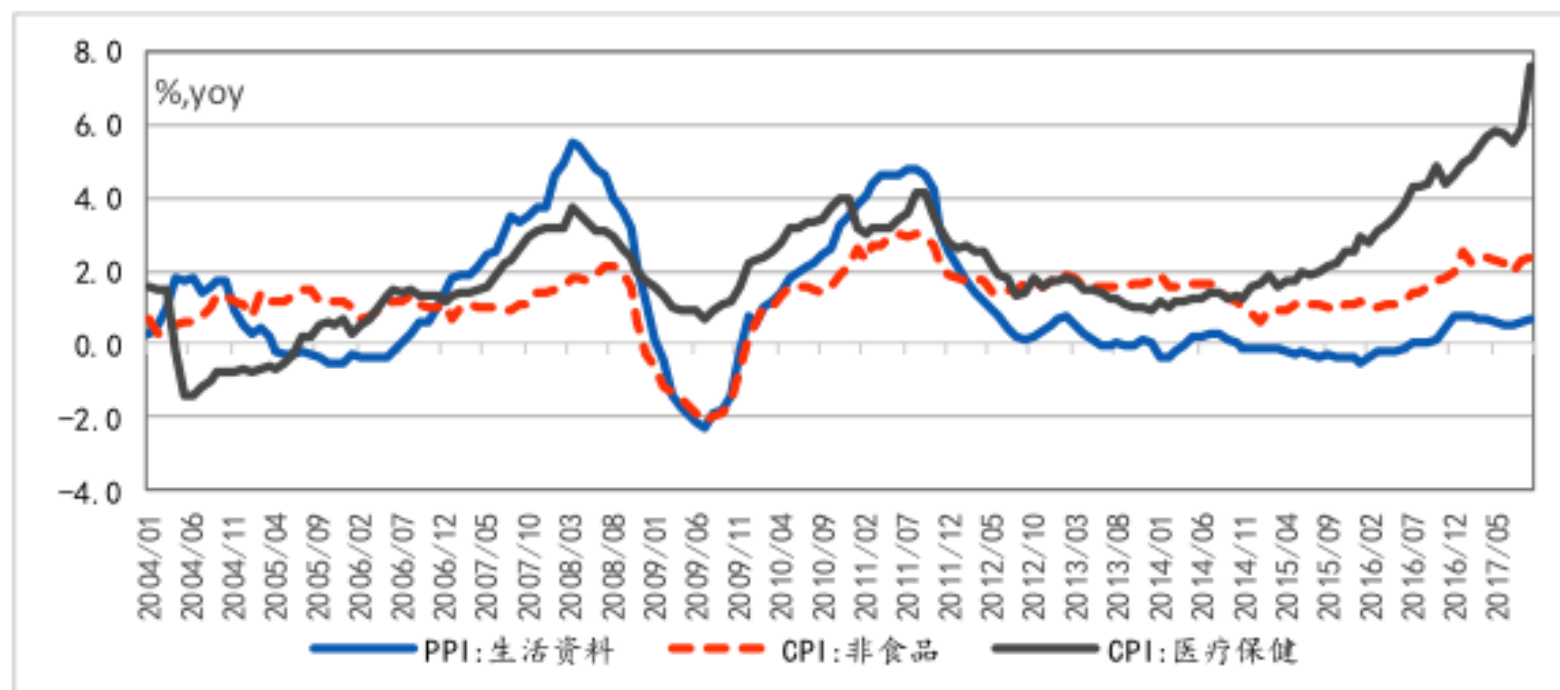
# 物价：CPI

## CPI新涨价：猪周期



## 物价：CPI

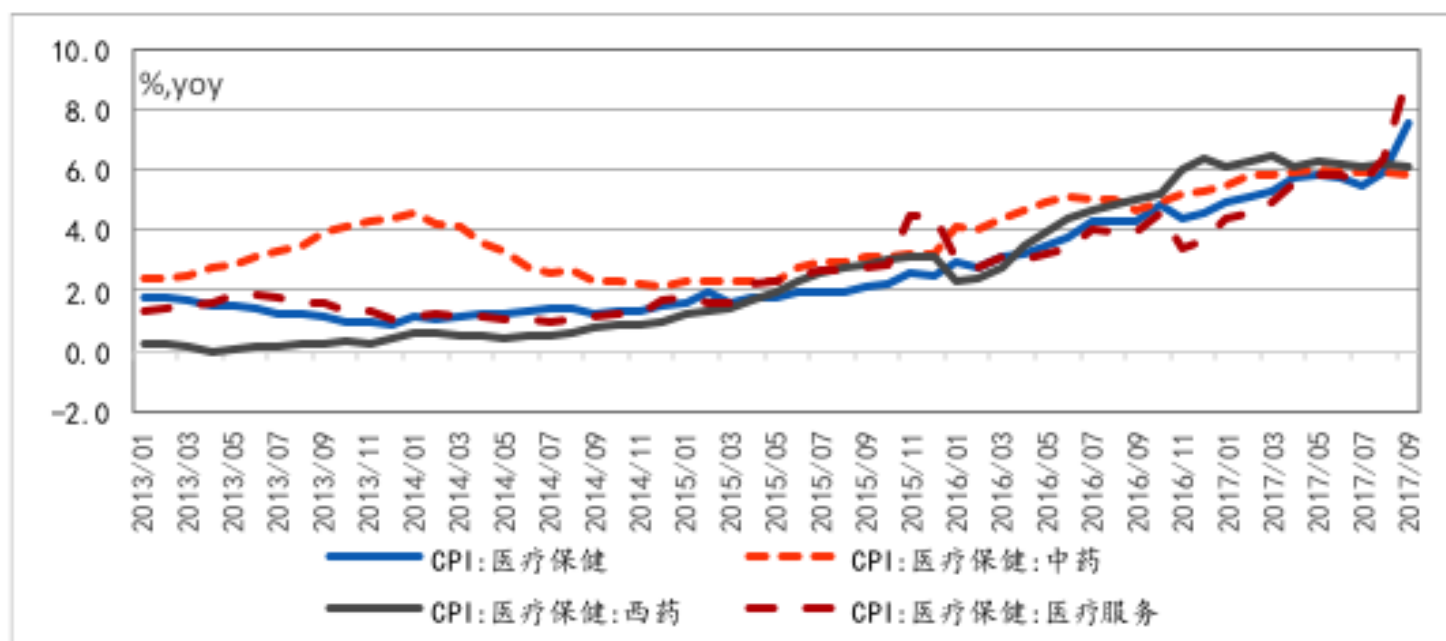
CPI新涨价：“医疗保健”为20年来的高位（1997年以来）



## 物价：CPI

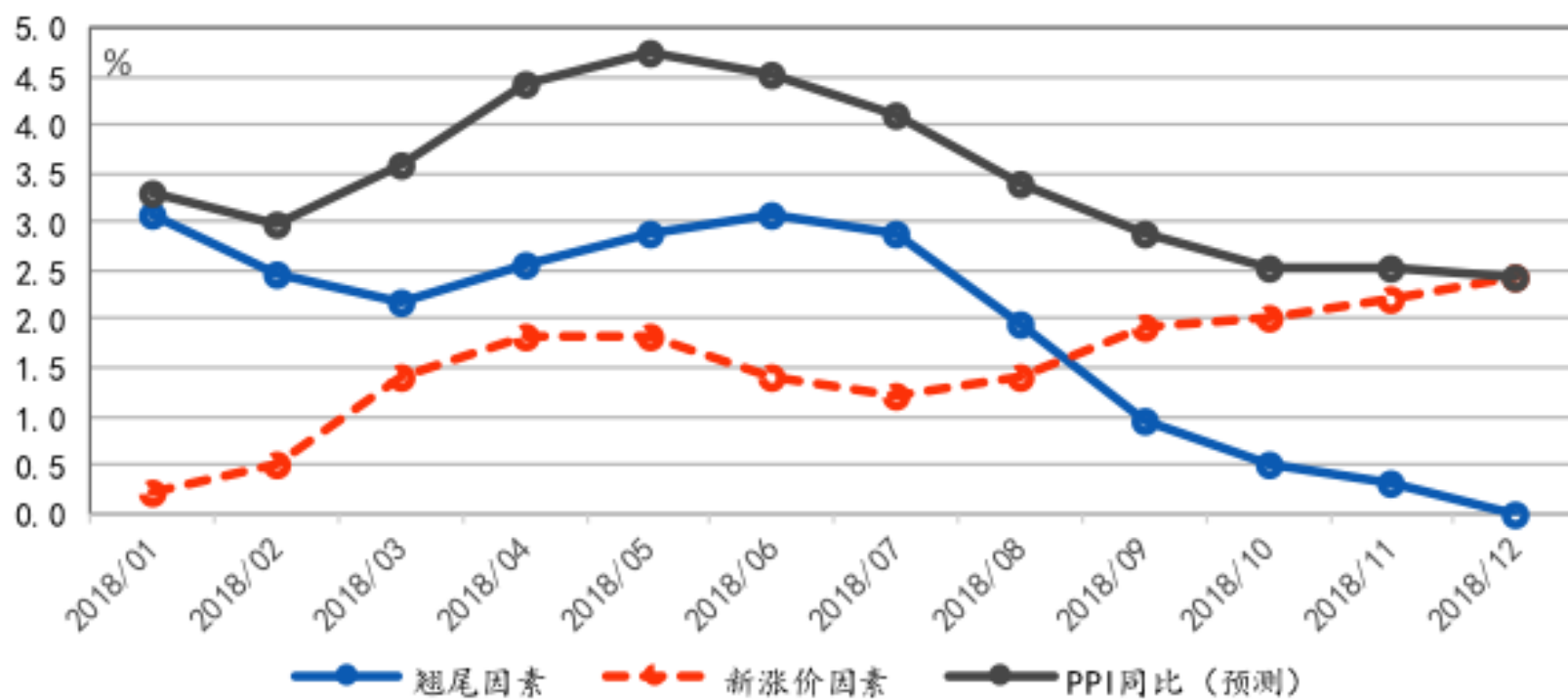
CPI新涨价：“医药分开”诊疗费大幅上升

2010年16城，2014年17城，2015年66城，2016年100城，2017年9月30日  
前全部县级市6800家医院



## 物价：PPI

### PPI同比





## 物价：PPI

- 至于煤炭市场价格监管，孟玮表示，近期发改委印发通知，部署各地做好迎峰度冬期间煤炭市场价格监管工作。各地尤其是煤炭主产区、主要煤炭港口所在地，正在组织力量开展**煤炭市场价格巡查**。
- 下一步，发改委将对重点地区检查工作进行督查，并对重点地区和重点企业进行直接检查。**一旦发现哄抬价格、价格垄断等违法行为，将依法严肃查处。**
- 发改委下一步准备从四个方面推进相关的工作：一是加强日常监测，及时发现和协调解决产运需衔接中出现的突出问题。二是**增加有效供给，在增减挂钩、减量置换的前提下，进一步加快优质产能的释放。**……

## 目 录

---

新时代“三大攻坚”

---

三大攻坚与三驾马车

---

三大攻坚与通货膨胀

---

新时代的新政策逻辑

## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### 从“预调微调”到“保持定力”

- 2012年5月23日，国务院常务会议：“……**要根据形势变化加大预调微调**力度，提高政策的针对性、灵活性和前瞻性……。”
- 2014年5月30日，国务院常务会议：“在当前经济平稳运行、但下行压力仍较大的情况下，要坚持稳健的货币政策，……**适时适度预调微调**，……。”
- 2015年2月13日，**中央政治局会议**：“要稳定和改善宏观经济调控政策，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持区间调控，更加注重**预调微调**和定向调控。”

## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### 从“预调微调”到“保持定力”

- 2015年3月18日，国务院常务会议：“跟踪分析经济运行新情况，做好政策储备和应对预案，加大定向调控力度，**及时预调微调**，保持经济平稳增长。”
- 2015年7月30日，**中央政治局会议**：“中共中央政治局会议分析研究当前经济形势，强调既要**保持战略定力**，**持之以恒推动经济结构战略性调整**。”
- 2015年12月14日，**中央政治局会议**，既不再有“**预调微调**”，也暂时还没有写入“**保持定力**”。

## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### 从“预调微调”到“保持定力”

- 2016年3月18日，国务院常务会议：“……**要密切跟踪分析**国际国内经济形势，**及时发现苗头性、倾向性问题**，**用好财政、货币政策等工具**，**加强预调微调**，**做好政策储备**，有效防范各类风险，妥善应对各种复杂局面。”
- 2016年4月3日，**中央政治局会议**：“会议认为，面对错综复杂的国际环境和我国发展新阶段新任务，要加强学习，改进思想方法，……，保持**战略定力**，**多做标本兼治工作**，注意把握好工作的度，推动经济持续健康发展。”

## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### 从“预调微调”到“保持定力”

- 权威人士（2016年5月9日）：我国经济潜力足、韧性强、回旋余地大，**即使不刺激，速度也跌不到哪里去。“稳”的基础仍然主要依靠“老办法”，即投资拉动，部分地区财政收支平衡压力较大，经济风险发生概率上升。**

## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

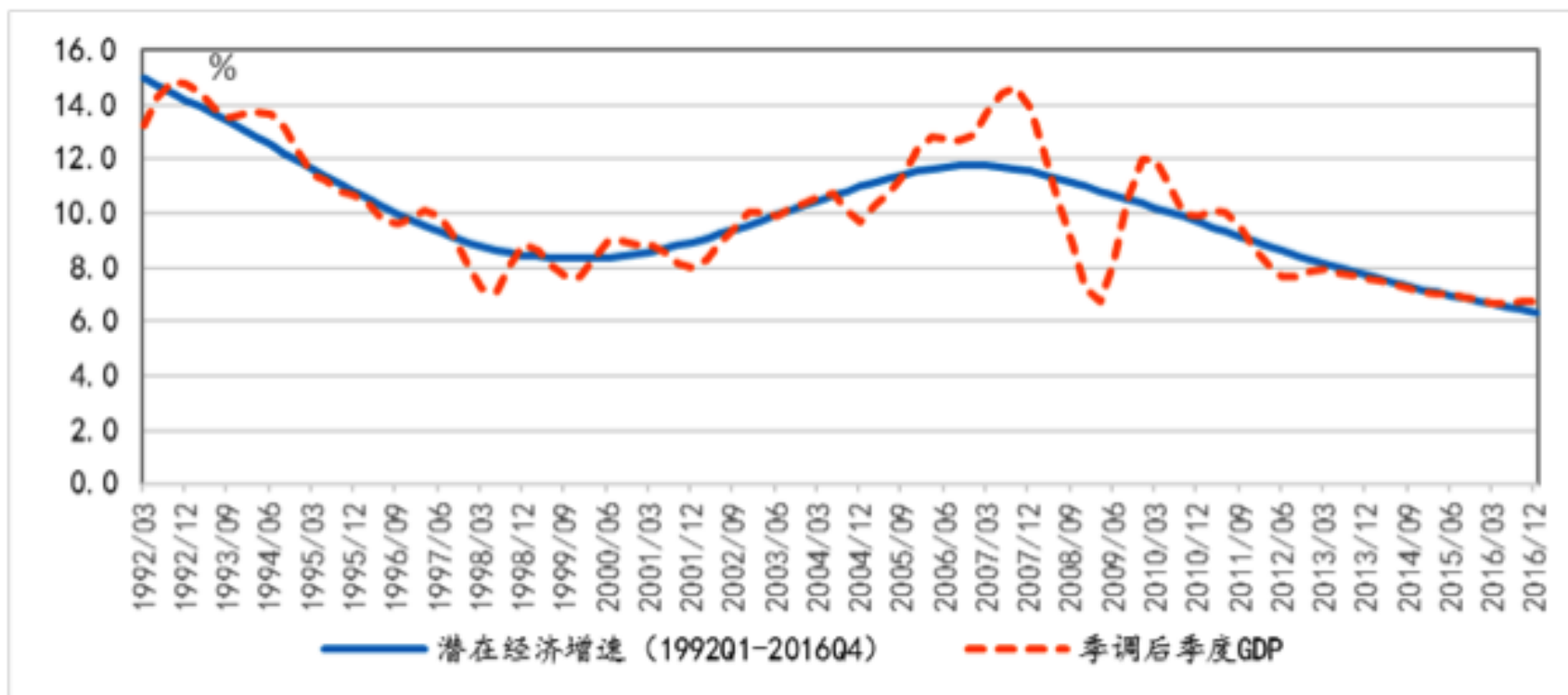
### 从“预调微调”到“保持定力”

- 2016年10月28日，**中央政治局**：“会议指出，前三季度，我国经济运行总体平稳，……。特别是各地区各部门推进供给侧结构性改革的主动性增强，……。同时，经济走势继续分化，地区、产业、企业之间增长情况差异较大，经济运行中的矛盾和问题仍然较多。我们要正视矛盾和问题，保持**战略定力，按经济规律办事**，扎扎实实做好各项工作。”
- 2017年4月15日，**中央政治局**：“会议指出，在充分肯定成绩的同时也要看到，当前经济向好有周期性等因素，**经济结构调整任重道远**，面临不少挑战，**必须坚持用新常态的大逻辑研判经济形势，坚定不移推进经济结构战略性调整。**”



## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### GDP潜在增速

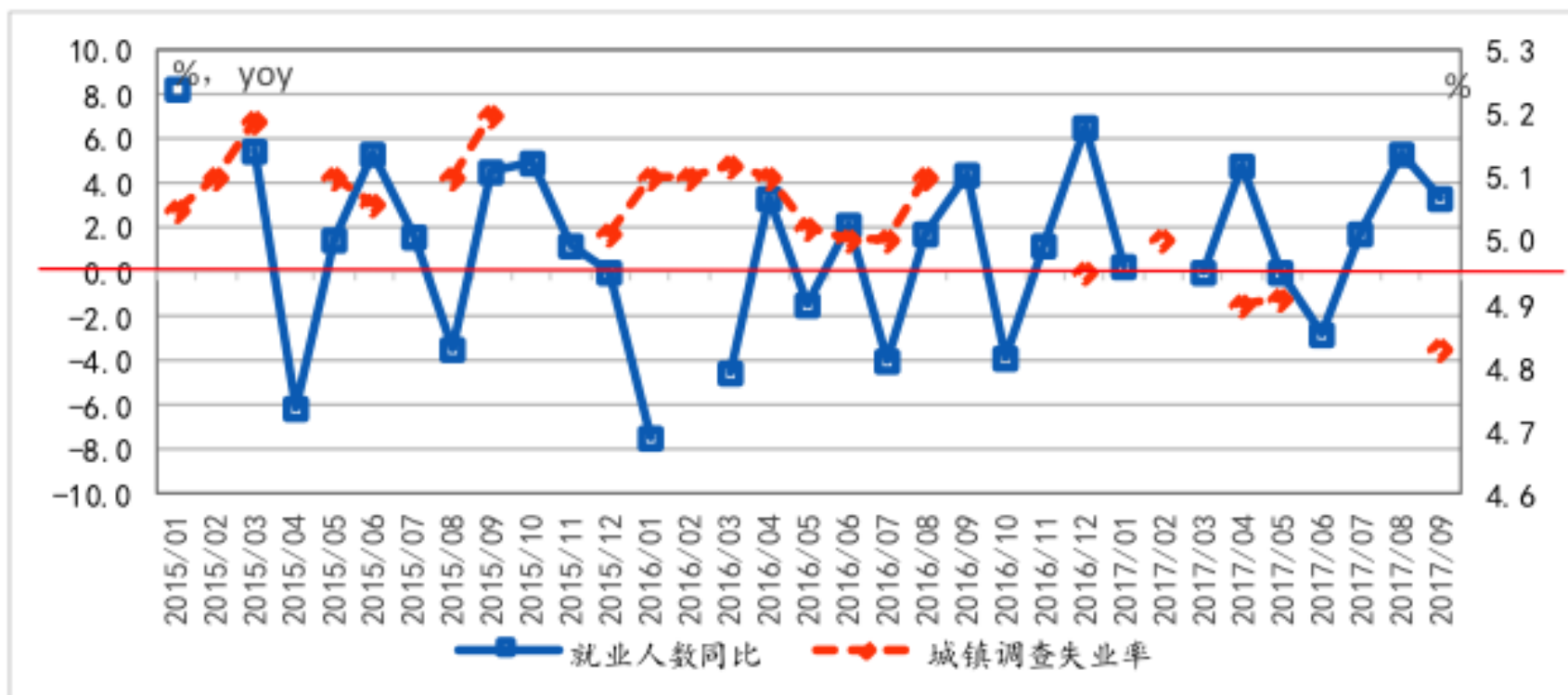






## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

城镇调查失业率：4月份以来持续下降



## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### ■ 传统的市场逻辑：

—从基本面到市场

—政策顺滑贴合基本面

### ■ 现在的市场逻辑：

—从基本面到**政策面**

—从**政策面**到市场

—**政策面对基本面变化有更强的定力**

## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### 全国金融工作会议

- 金融工作会议：“要推动**经济去杠杆**，**坚定执行稳健的**货币政策，处理好稳增长、调结构、**控总量**的关系。”“……促进融资便利化、**降低实体经济成本**、提高资源配置效率、**保障风险可控**。”
- 周小川解读十九大精神：要着力加强和改进金融调控，坚持以供给侧结构性改革为主线，以解决**融资难融资贵**问题为抓手，加强货币政策与其他相关政策协调配合，在稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险等方面形成调控合力。
- 周小川（11月4日）：“**高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源**，在**实体部门体现为过度负债**，在**金融领域体现为信用过快扩张**。”

## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### 新时代央行的“货币锚”

**Flow.** Ultimately, private sector deleveraging will require credit to grow more slowly than

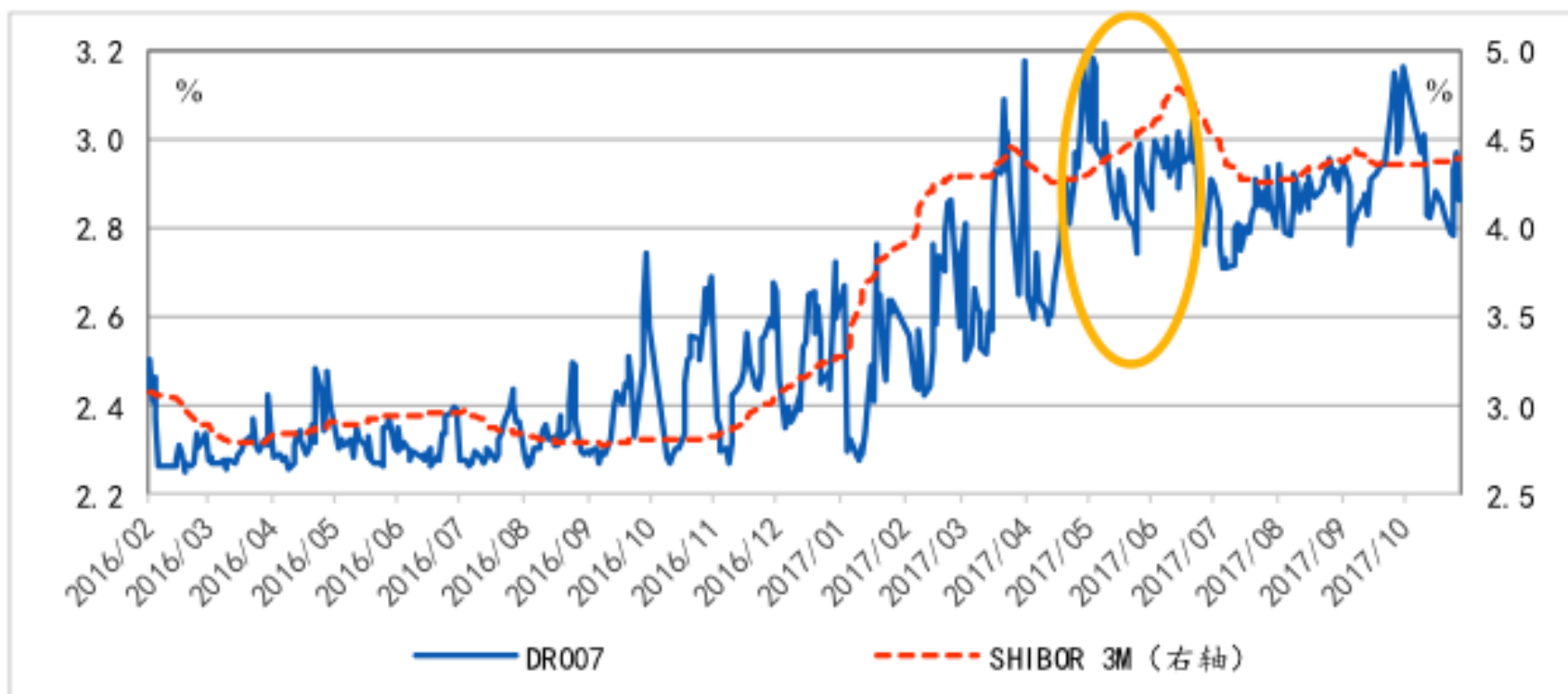
GDP. To achieve this, the overarching priority remains focusing more on the quality and sustainability of growth and less on quantitative targets. To reduce the drag on growth from slowing credit expansion, new credit needs to become more efficient. On the credit demand side, this includes imposing hard budget constraints on SOEs and macro-prudential measures to contain mortgages and broader risks to the real estate sector. On the credit supply side, micro- and macro-prudential regulations should be tightened further, by requiring additional buffers for the financial system and continuing recent efforts to eliminate regulatory arbitrage.

1/ Data for 2010 are missing and based on average of 2009 and 2011. Estimates are average between two definitions of zombies (State Council and Fukurama and Nakamura (2001)).

**34. The authorities disagreed that the stock of bad assets was underestimated.** They argued that weak firms were already facing significantly harder budget constraints due to pressure on financial institutions to reduce financing to overcapacity and real estate sectors. More broadly, while the authorities underscored that deleveraging remained a top priority, they considered a more gradual pace of deleveraging than that recommended by staff as desirable and sustainable. They pointed out that lending to firms was already slowing and would stabilize as a share of GDP over the medium term.

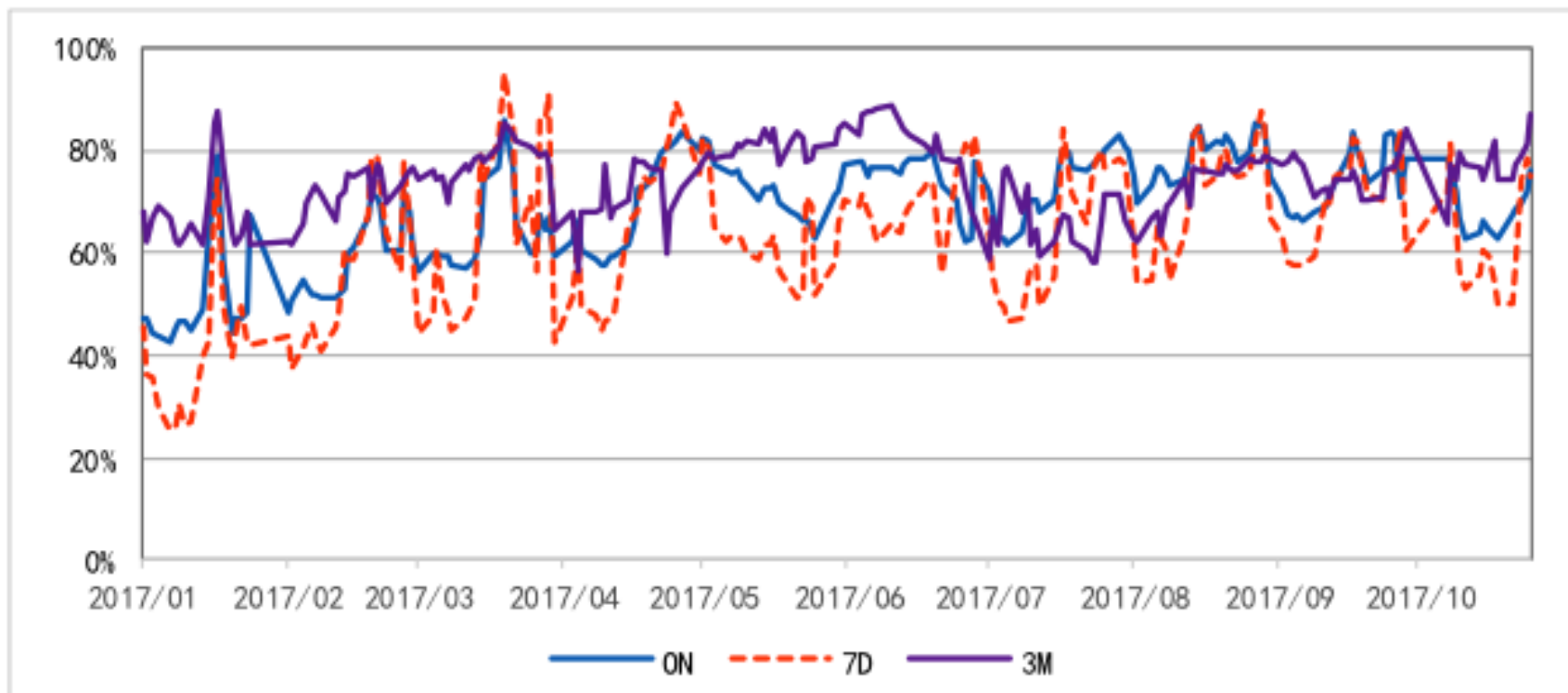
## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### 货币市场利率



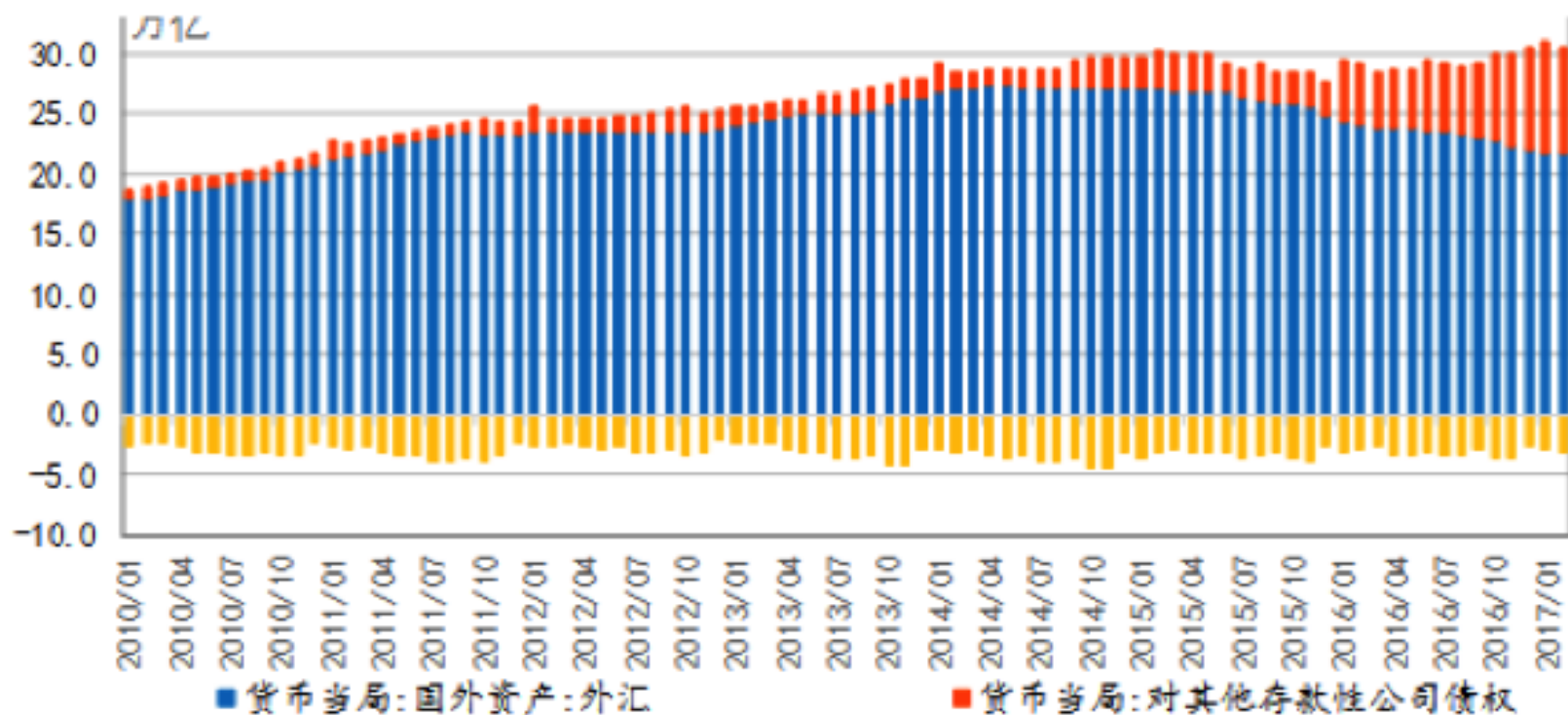
## 新时代的新逻辑：从“预调微调”到“保持定力”

### R利率分位数



## 政策：准备金率

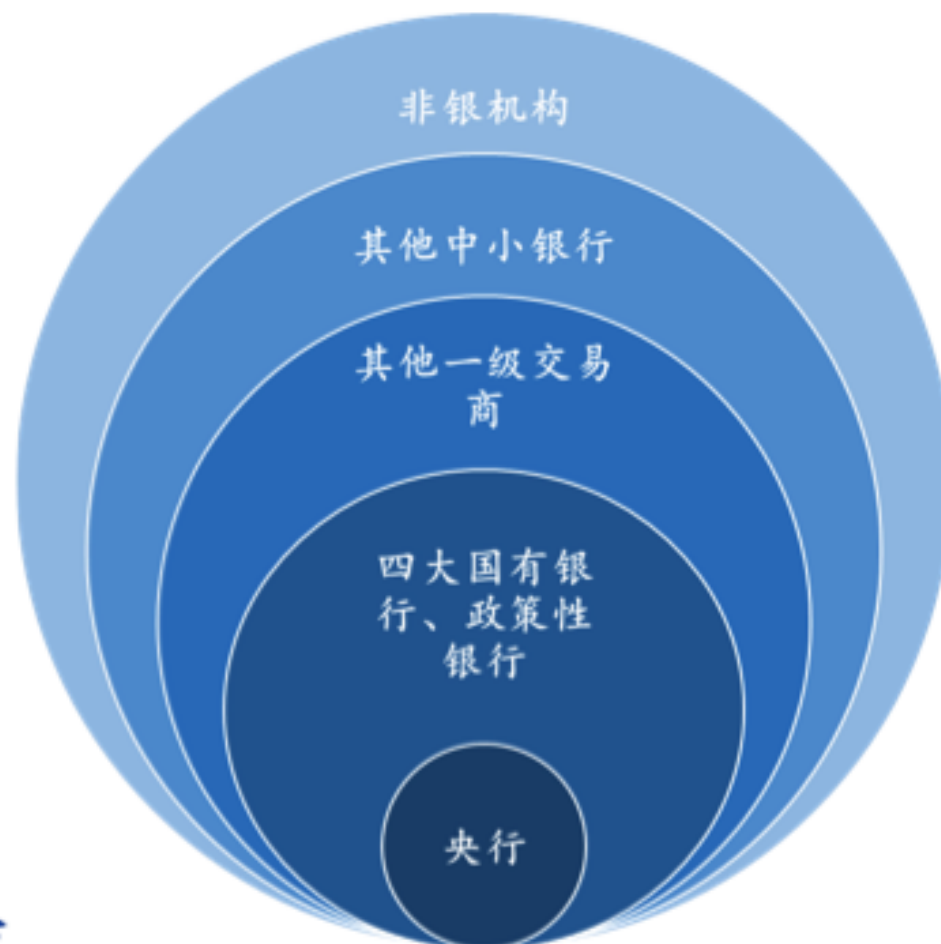
### 基础货币的结构





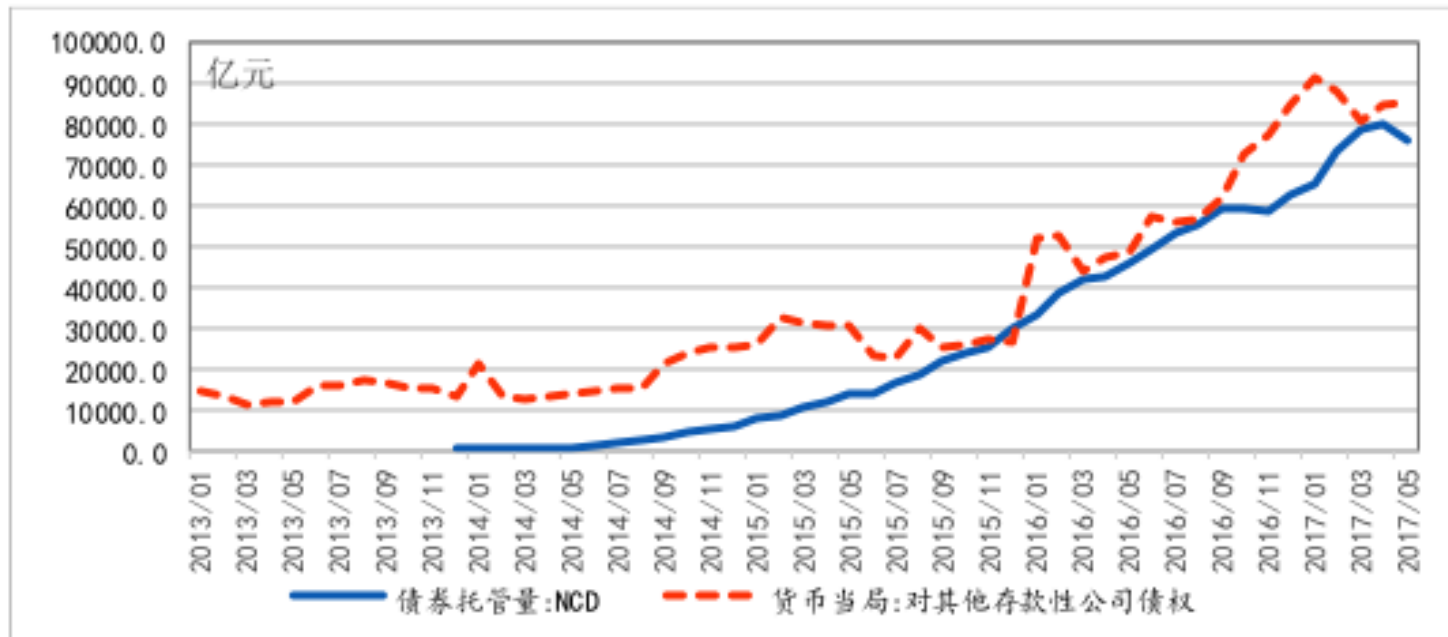
## 政策：准备金率

### 公开市场下的流动性分润



## 政策：准备金率

央行对其他金融机构的负债与同业负债是一个硬币的两面



## 政策：汇率

- 习近平7月17日下午主持召开中央财经领导小组第十六次会议，研究改善投资和市场环境、扩大对外开放问题。会议分别听取了国家发展改革委关于对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单管理模式、商务部关于推动贸易平衡和中美双边投资有关问题、**人民银行关于完善人民币汇率形成机制和扩大金融业对外开放**的汇报。领导小组成员进行了讨论。

## 政策：汇率

### 美国财政部汇率报告（2017年10月17日）

intervention to resist appreciation of the renminbi (RMB) for a decade, China's recent intervention in foreign exchange markets, tightened capital controls, and increased discretion over setting the daily fixing rate of the RMB have likely prevented a disorderly currency depreciation that would have had negative consequences for the United States, China, and the global economy.

relationship between the United States and China. Treasury places significant importance on China adhering to its G-20 commitments to refrain from engaging in competitive devaluation and to not target China's exchange rate for competitive purposes. Treasury also places high importance on greater transparency of China's exchange rate and reserve management operations and goals.

## 总结

- **新时代与三大攻坚战：**十九大“一个新矛盾、三大攻坚战”的框架，清晰勾勒了未来三年政策和经济的基本走向。
- **三大攻坚战下的2018：**从三驾马车来看，出口预计将继续受益于全球经济的良好景气，但人民币汇率持稳、国内环保成本的上升，也会制约出口能力的充分释放，明年出口增速会略低于今年。投资增速也将有所放缓，房地产平稳减速、基础设施建设投资更为明显放缓，制造业投资震荡中略有加快。消费增速有所提高。对于物价来说，CPI同比回升而PPI同比放缓，“去杠杆”需要一定物价上涨，但货币“控总量”通胀总体会是温和的。

## 总结

- **从“预调微调”到“保持定力”**：十九大对经济增速容忍空间更大，要求控制负债风险和提高效率，因而，**财政政策**会减少对投资的支出，而将更多资金用于精准扶贫、污染防治等。**货币政策**会更加重视防范系统性风险，由此，货币政策会继续坚持“控总量”、去杠杆；在压低同业负债占比的过程中，降准可能是必要的；人民币对汇率波动可能增加，但不会有明显的方向性。
- **新逻辑**：对于市场，要充分意识到政策从“预调微调”向“保持定力”转变所带来的预期差。同时，宏观数据与微观数据之间的不一致，也会持续存在。

## 重要声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”, CIB Research)提供。本报告中所提供的信息,均根据国际和行业通行准则,并以合法渠道获得,但不保证报告所述信息的准确性及完整性,报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断,我司有权随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考,一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出,对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果,我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的,应视为分析师的个人观点,并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场,但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证,相关风险务请报告阅读者独立做出评估,我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议,不能作为任何投资研究决策的依据,我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体,我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述,均应从严格经济学意义上理解,并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见,报告阅读者也不应该从这些角度加以解读,我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任,并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登,否则,均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发,需注明出处为“兴业经济研究咨询股份有限公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。



兴业研究微信公众号



兴业研究APP

