

定期报告

方兴未艾

2017年11月19日

2018年宏观经济展望

主要预测

%	17E	18E
GDP	6.8	6.7
CPI	1.6	2.3
PPI	5.2	3.0
社会消费品零售	10.4	10.5
工业增加值	6.5	6.3
出口	6.8	6.5
进口	14.1	5.5
固定资产投资	7.2	7.3
M2	9.3	10.1
人民币贷款余额	13.2	11.9
1年期存款利率	1.50	1.50
1年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.65	6.70

最新数据 (10月)

工业	6.2
城镇投资	7.3
零售额	10.0
CPI	1.9
PPI	6.9

资料来源: CEIC、招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn
S1090513080004

刘亚欣

86-755-83584672
liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

周岳

86-21-68407423
zhouyue5@cmschina.com.cn
S1090515040002

林澍 (研究助理)

86-755-83734406
linshu@cmschina.com.cn

- 2018年,我国经济社会和生态领域将会以精准扶贫、污染防治以及防范化解重大风险为三大抓手,抓重点、补短板、强弱项,结构性供给侧改革的重心由做减法向做加法转移。这些宏观经济政策的变化将推动中国经济在投资、消费、盈利、增长模式等多方面呈现出有别于以往的新特征。
- 新特征体现在如下几个方面:研发支出有条件地记入GDP核算,可以提升投资对经济的带动能力,而且在创新驱动下带动能力将日益增强;精准扶贫通过脱贫人口消费支出增长和贫困地区基础设施建设,缩小收入差距、夯实中国经济长期稳定增长的短板;新时代的政策环境正在形成有利于实体企业的分配格局,行业集中度、研发投入以及国际化对企业盈利增长的影响程度提升,有助于企业利润摆脱对价格因素的单一依赖。
- 热点城市相对稳定投资需求意味着2018年全国房地产投资增速不会出现大幅下滑。消费、出口需求将维持稳定增长的态势,这意味着与消费升级以及国外市场需求匹配的行业生产依然保持稳定,而两高一剩行业生产继续受到环保压力的抑制,工业生产将维持结构分化的局面。预计2018年GDP实际增长6.7%,四个季度同比增速分别为6.6%,6.7%,6.8%和6.7%。
- 2018年CPI非食品价格易上难下,猪肉价格对食品价格的负贡献减少,而且2017年农林牧渔业投资大幅下滑对2018年食品价格可能也存在不利影响,预计2018年我国CPI增速将达到2.3%,四个季度增速分别为2.5%,2.4%,2.4%和2.0%。受高基数、国内上游价格涨幅回落等多方面因素的影响,2018年PPI增速将回落至3.0%左右。
- 2018年人民币汇率将在(6.45,6.95)的区间内波动,主要受三方面因素的影响:首先,逆周期因子加大人民币汇率的双向波动;其次,国内外汇市场供求更趋平衡;第三,2018年美元走强使得人民币汇率的外部贬值压力会有所上升。
- 新时代的投资在十九大报告所规划的蓝图中按图索骥。一方面,创新是建立现代化经济体系的战略支撑,这意味着高技术产业将面临难得的历史发展机遇。另一方面,人均收入提升和精准扶贫对消费需求的帮助将体现在高收入人群的消费升级以及脱贫人口对生活必需品有效需求回升两个维度。并且,出口改善也将带来三个方面的投资机会,而海外资金的投资风格也开始影响A股。综上,我们认为符合以上四个因素的行业包括食品饮料、高端装备制造、现代服务、电子、计算机以及通信等行业。

正文目录

一、 走向新时代的中国经济	4
(一) 第一个百年目标下需关注的三条主线	4
(二) 投资新动能: 研发支出有条件地计入 GDP	6
(三) 人均收入提高与精准扶贫将进一步提振消费需求	9
(四) 新的政策环境有利于实体企业发展	13
(五) 企业盈利模式的新变化	15
二、 2018 年宏观经济形势展望	18
(一) 出口对制造业仍然有重要意义	18
(二) 出口竞争力与制造业升级	19
(三) 环保压力下的中国需求外溢有助国际贸易稳定增长	21
(四) 2017 年房地产投资有点“虚高”	23
(五) 2018 年房地产投资增速回落幅度可控	25
(六) 结构优化, 企业盈利可持续性上升	29
(七) 2018 年将呈现实体经济稳定、企业盈利改善的新局面	30
三、 全球视角研判 2018 年中国通胀走势	32
(一) 结构性通胀在全球的蔓延	32
(二) 2018 年 CPI 中枢温和抬升, PPI 明显回落	38
四、 金融监管强化对商业银行负债端的约束	45
(一) 金融去杠杆对银行资产负债表影响的回顾、反思与展望	45
(二) 2018 年明年有哪些监管政策可能落地	48
(三) 简析 2018 年债券配置需求	49
五、 中国继续实施积极财政政策和稳健货币政策	51
六、 2018 年人民币汇率维持区间波动	53
(一) 决定短期人民币汇率走势的三因素模型	53
(二) 预判人民币汇率 2018 年在(6.45, 6.95)的区间内波动	54
(三) 可能存在的 uncertainty	60
七、 2018 年海外经济展望	61
(一) 美国: 明确的政策、不确定的影响	61
(二) 谨慎中复苏的欧元区, 政治风险抬高不确定性	65
(三) 日本: 落后的增长、通胀和货币政策	68
(四) 2018 年美元指数预测	69
(五) 2018 年海外市场可能存在的预期差及其对国内市场的影响	69
八、 关注海外资金流入对国内资本市场的影响	71
(一) 国际资本流入已扩散至亚洲各国	71
(二) 我国债券市场开放政策效应正不断发酵	73
(三) 海外资本的投资风格开始影响 A 股市场	75

九、 新时代找寻新的投资机会.....	78
(一) 在十九大报告中按图索骥.....	78
(二) 出口改善带来的三个投资方向.....	80
十、 2018 年主要经济数据预测.....	82

一、走向新时代的中国经济

在我们看来，贯彻实施新发展理念，将是未来相当一个时期宏观经济政策的基调，以创新和改革为战略支撑，政策目标将更加强调质量与效益，更加重视发展实体经济，着力解决发展中的不平衡不充分之处，逐步建立和完善现代化经济体系。具体到 2018 年，我们认为经济社会和生态领域将会以精准扶贫、污染防治以及防范化解重大风险为三大抓手，抓重点、补短板、强弱项，结构性供给侧改革的重心由做减法向做加法转移。这些宏观经济政策的变化将推动中国经济在投资、消费、盈利、增长模式等多方面呈现出有别于以往的新特征。

（一）第一个百年目标下需关注的三条主线

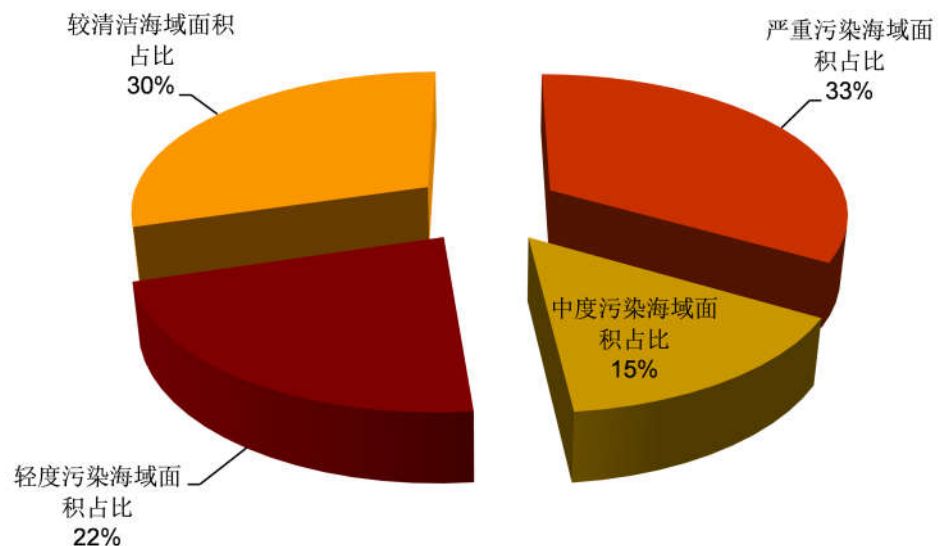
十九大报告指出，中国特色社会主义进入了新时代。进入新时代的中国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。人民群众对美好生活的向往，除了对物质文化生活提出更高的要求，在民主、法治、公平、正义、安全、环境等方面的需求也日益增长。

并且，尽管我国经济体量位列全球第二把交椅、中国在国际分工体系中牢固地占据在全球工厂的，但我国经济增长的质量和效益有待提高，这体现在创新能力不足、实体经济发展水平仍有提升空间、生态环境保护欠账较多以及民生问题等多个方面。

宏观经济政策若延续过去几年的去产能、去库存等做减法的取向，既不能满足人民群众美好生活的需要，也无法解决发展过程中依然较为突出的不平衡不充分之处，因为去产能不能提高高质量的产品供给，去库存也能根治发展的不平衡不充分。

所以新时代的宏观经济政策重心将从做减法向做加法转移，只有做加法才能补短板、强弱项。实际上，我们有不少领域需要加强，那么与资本市场、与经济发展息息相关的哪些领域呢？我们认为以下是未来资本市场需要重点关注的三条主线：

图 1：生态环境等公共服务供给严重不足



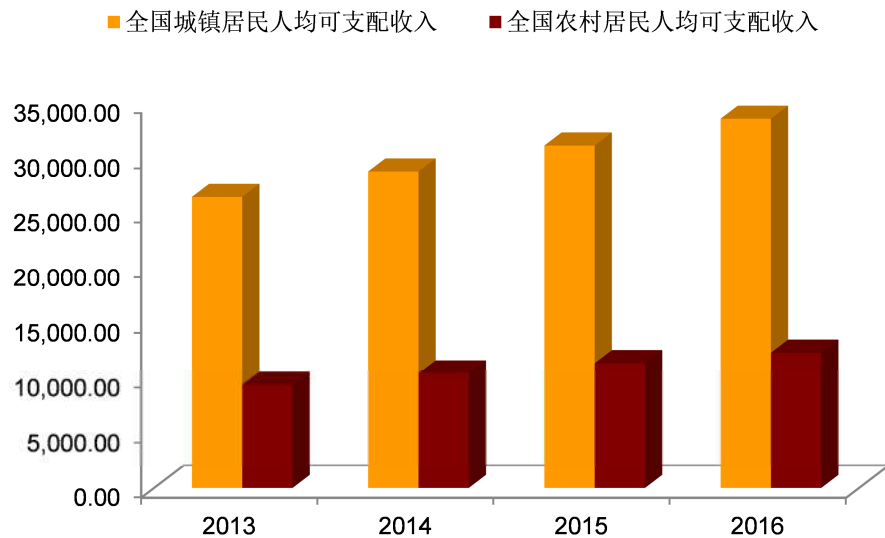
资料来源：Wind，招商证券

其一，提升供给能力。如何满足人民美好生活的需要，归根结底还是要看我们能够提供

什么样的供给。这里的供给不单单指的是产品供给，还包括服务供给。新时代产品需求的重点已经不再是煤炭、钢铁、有色等重化工业产品，而是绿色食品、休闲娱乐商品、医疗保健产品等等，而在这方面我国的供给体系还有明显的欠缺，供给还不能跟上需求升级的步伐。服务供给更是我国长期以来的短板，公共服务与消费服务均在供给数量和质量不足的短板。这源于以往我国投资驱动的经济发展模式，资源分配向重化工业倾斜导致服务产品供给能力长期偏低。然而你，随着人均收入的逐步提高，服务消费才是居民消费新的增长点。因此，没有供给能力切实的提升，就无法解决新时代社会主要矛盾。

其二，提高人民收入水平，缩小收入差距。城乡二元化是我国发展不平衡的主要特征之一。城乡二元化的核心差距在于城乡居民收入的差距。在决胜全面建成小康社会的关键阶段，有效缩小居民收入差距是必不可少的环节。对于城镇居民而言，退休工资逐年提高、棚改、旧改都是缩小收入差距的政策手段。而对于农村居民而言，乡村振兴战略以及精准扶贫是提高农村居民收入水平的关键。尤其是精准扶贫，当前中国与平均收入水平差距最大的群体就是目前尚待脱贫的 4000 余万农村贫困人口。贫困人口的脱贫既为消费需求带来新的增长点，也能推动相关基础设施的投入，从消费和投资两端提升中国经济增长质量。

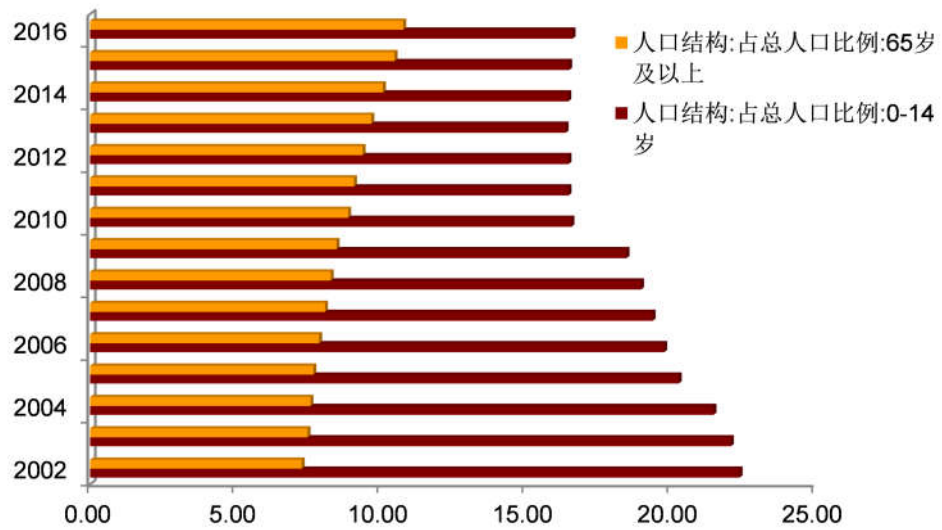
图 2：城乡居民收入差距明显



资料来源：Wind，招商证券

其三，大力提高创新能力。当前中国经济已经不具备通过堆砌资本和劳动要素来推动经济发展的条件。人口红利已经消失，老龄化程度逐年提高。宏观负债率偏高也限制了资本要素的投入规模。然而，我们还有人力资源红利。每年 700 万人左右的高校毕业生意味着我们还能提供大量的人力资本投入，这为我们提高创新能力，推动我国经济从投资驱动向创新驱动提供了条件。如果用经济发展理论来描述这条主线，那么就是当资本 K 和劳动 L 的投入已经趋于回落之时，我们还能依靠全要素生产率 A 来推动我国总产出维持稳定增长。

图 3: 人口结构日益老龄化



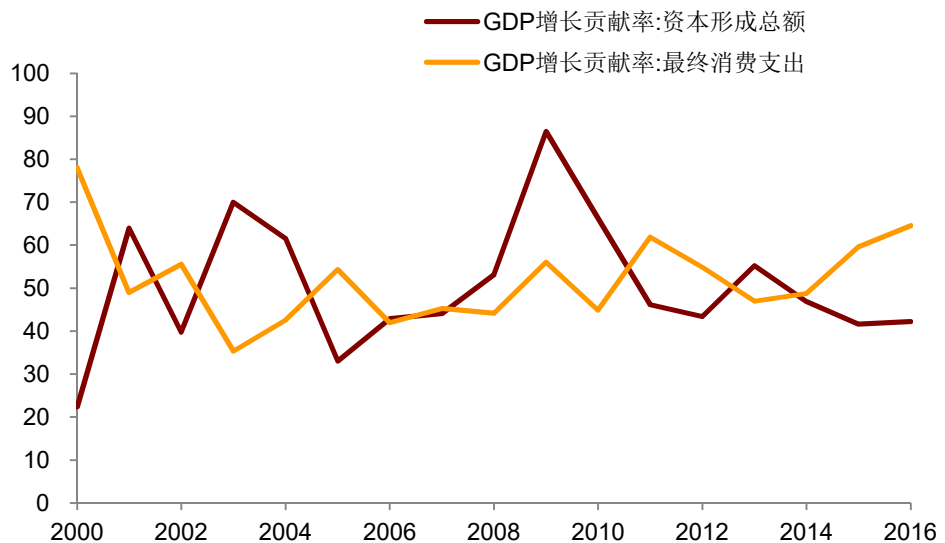
资料来源: Wind, 招商证券

这三条主线又对应三个方面, 改革供给体系离不开研发支出, 收入水平的提高和收入差距的缩小能够进一步提振消费需求, 这既体现在高端商品与服务消费, 也体现在必需品的消费, 大力提高创新能力意味着未来高技术产业的生产、投资以及盈利前景更好。这样一种变化为我们指明了未来资本市场投资的重要方向。

(二) 投资新动能: 研发支出有条件地计入 GDP

近年来, 投资对经济的带动能力明显下降。2017 年前三季度投资对 GDP 增速的贡献率仅为 32.8%, 而 5 年前投资的贡献率是 50.5%。即使 2017 年基建和房地产投资均好于预期, 也未能改善投资对 GDP 增速贡献率回落的趋势。2016 年前三季度投资的贡献率还有 36.8%。

图 4: 近年来投资对 GDP 增长的贡献逐步下降



资料来源: Wind, 招商证券

投资贡献率趋势性的下滑是国民经济结构转型的必然结果, 也是人均收入提高的正常现

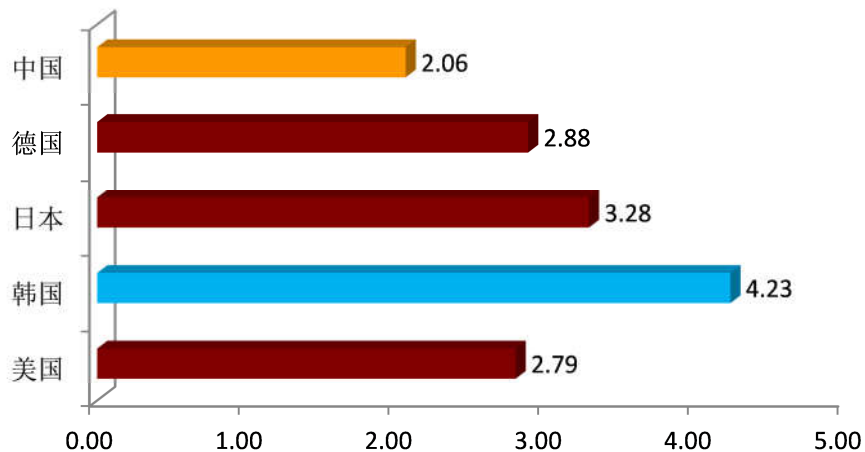
象。不过，我国原有 GDP 核算体系将研发支出作为中间投入不计入 GDP 加快了投资贡献率下滑的速度，也使得投资未能体现研发支出对经济的影响。

2016 年起国家统计局对研发支出的 GDP 核算方法进行了改革，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，而以固定资本形成计入国内生产总值，并据此修订了历年 GDP 数据。根据统计局的计算结果，2015 年以及 2016 年 1 季度 GDP 同比增速均比修订前提升了 0.04 个百分点。这表明投资对 GDP 增速的拉动能力在原有基础出现了小幅提升。

十九大报告明确指出，创新是新时代的战略支撑。无论是发展高端制造，发展现代服务业，还是提升我国在全球价值链中的地位，这些目标都离不开研发投入的持续增长。过去 20 年来我国研发支出年均增速高达 20.8%，但由于基数过低，2015 年我国研发支出占 GDP 的比重仅为 2.06%，2016 年达到 2.11%，但同期美国和德国研发支出 GDP 占比均接近 3%，日本达到 3.3%，韩国更是高达 4.2%。由此可见，我国相对于发达经济体而言，在研发支出方面还有较远的距离。

图 5：我国研发投入强度距离 OECD 国家还有差距

各国 2015 年研发投入占比



资料来源：Wind，招商证券

根据十三五规划，2020 年我国研发投入强度要达到 2.5%，即研发投入 GDP 占比为 2.5%。2016 年我国名义 GDP 为 74.4 万亿人民币，2014-2016 年我国名义 GDP 平均增速仅为 7.7%，若按此名义增速预测的 2020 年名义 GDP 规模将达到 102 万亿人民币左右。换言之，2020 年我国研发支出至少为 25582 亿，这比 2016 年大致增长了 10000 亿，而 2012 年我国研发支出才首次突破 10000 亿大关。因此，2018-2020 年间我国研发支出的扩张规模将大于以往任何一个时代。

表 1: 研发支出计入 GDP 前后对比

时间	GDP (亿元)			GDP 增长速度 (%)		
	修订后	修订前	变化	修订后	修订前	变化
1980	4588	4552	36	7.8	7.9	-0.02
1981	4936	4898	38	5.1	5.1	-0.02
1982	5373	5333	40	9	9	-0.01
1983	6021	5976	45	10.8	10.8	0
1984	7279	7226	52	15.2	15.2	-0.04
1985	9099	9040	59	13.4	13.5	-0.08
1986	10376	10309	67	8.9	8.9	0
1987	12175	12102	72	11.7	11.7	-0.06
1988	15180	15101	79	11.2	11.3	-0.08
1989	17180	17090	89	4.2	4.2	0
1990	18873	18774	99	3.9	3.9	0
1991	22006	21896	110	9.3	9.3	-0.02
1992	27195	27068	126	14.2	14.3	-0.04
1993	35673	35524	149	13.9	13.9	-0.05
1994	48637	48460	178	13	13.1	-0.06
1995	61340	61130	210	11	11	-0.03
1996	71814	71572	241	9.9	9.9	0
1997	79715	79429	286	9.2	9.2	0.01
1998	85196	84884	312	7.8	7.8	0
1999	90564	90188	377	7.7	7.6	0.04
2000	100280	99776	504	8.5	8.4	0.06
2001	110863	110270	593	8.3	8.3	0.03
2002	121717	121002	715	9.1	9.1	0.05
2003	137422	136565	857	10	10	0.02
2004	161840	160714	1126	10.1	10.1	0.04
2005	187319	185896	1423	11.4	11.3	0.05
2006	219438	217657	1782	12.7	12.7	0.03
2007	270232	268019	2213	14.2	14.2	0.03
2008	319516	316752	2764	9.7	9.6	0.03
2009	349081	345629	3452	9.4	9.2	0.16
2010	413030	408903	4127	10.6	10.6	0.01
2011	489301	484124	5177	9.5	9.5	0.05
2012	540367	534123	6244	7.9	7.7	0.11
2013	595244	588019	7226	7.8	7.7	0.07
2014	643974	635910	8064	7.3	7.3	0.04
2015	685506	676708	8798	6.9	6.9	0.04

资料来源: 国家统计局网站, 招商证券

再者, 我国经济增长模式已经从要素投入模式向创新驱动模式转变, 研发支出能够为所有者带来经济利益的比重将越来越大。1996 年符合 GDP 核算要求的研发支出占比为 59.6%, 2015 年达到 62.1%, 平均每年增长 0.1%。近 5 年能够记入 GDP 的研发支出占比平均每年可以提升 0.8%。因此, 我们可以观察近年来研发支出对 GDP 增速的拉动能力明显提升。1980-2012 年研发支出是否记入 GDP 对这段时期的经济增速几乎是零影响, 而 2013 年-2015 年记入研发支出的 GDP 增速平均每年提升 0.05 个百分点。

图 6: 未来 3 年我国研发投入将明显提高



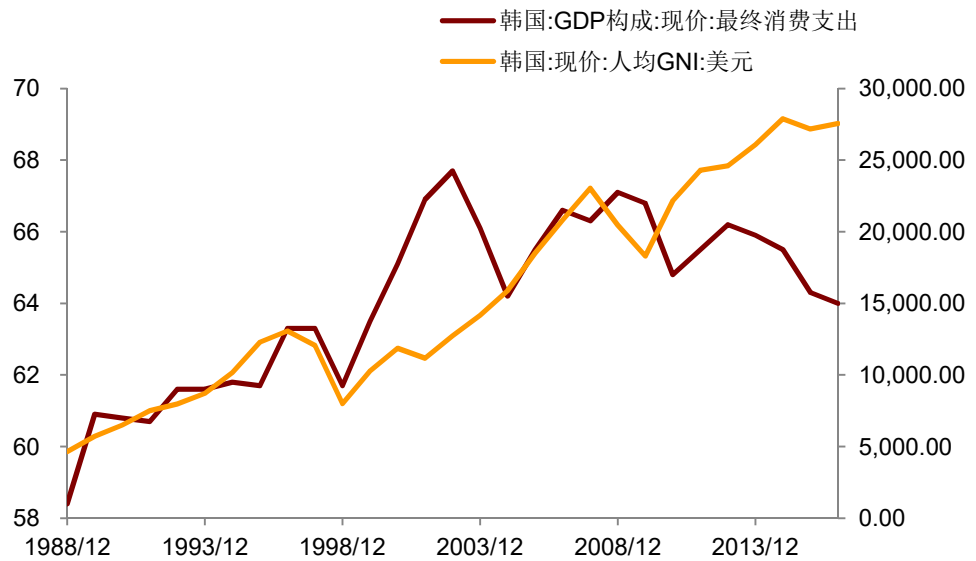
资料来源: Wind, 招商证券

因此, 如果我们用近期有关研发支出的数据来简单趋势外推的话, 2020 年研发支出对 GDP 增速的贡献将达到 0.11 个百分点, 较 2015 年提高 0.07 个百分点。可见, 研发支出有条件地计入 GDP 后, 投资对 GDP 增速的贡献率在创新战略的驱动下将止跌回稳甚至小幅回升。而自 2015 年以来, 我国经济弹性明显下降, 过去两年的时间内季度间 GDP 的波动幅度往往仅有 0.1 个百分点。从这个角度看, 到了 2020 年研发支出对 GDP 增速的影响已经难以忽略不计了。

(三) 人均收入提高与精准扶贫将进一步提振消费需求

人均收入水平的提高将导致居民消费需求量与质的提升。以韩国为例, 1988 年韩国人均 GNI 突破 4000 美元, 达到高收入国家水平。当时韩国 GDP 的构成中, 最终消费支出的占比为 58.4%。1995 年韩国人均 GNI 突破 12000 美元, 成为高收入国家。当年最终消费支出占韩国 GDP 的比重达到 61.7%。尽管其后韩国遭遇了亚洲金融风暴和 2008 全球金融危机的冲击, 但最终消费支出占比始终维持在 65% 左右。我们可以看到在韩国跨越中等收入陷阱的过程中, 消费在国民经济中的地位有了明显的提高, 向经济腾飞之前的水平回归。换句话说, 投资占比超越消费只是长周期内的特定现象。后发国家经济腾飞之前消费占比高是投资占比低的无奈反映, 超越中等收入陷阱后消费占比再度提升则是国民收入水平跃升的结果。

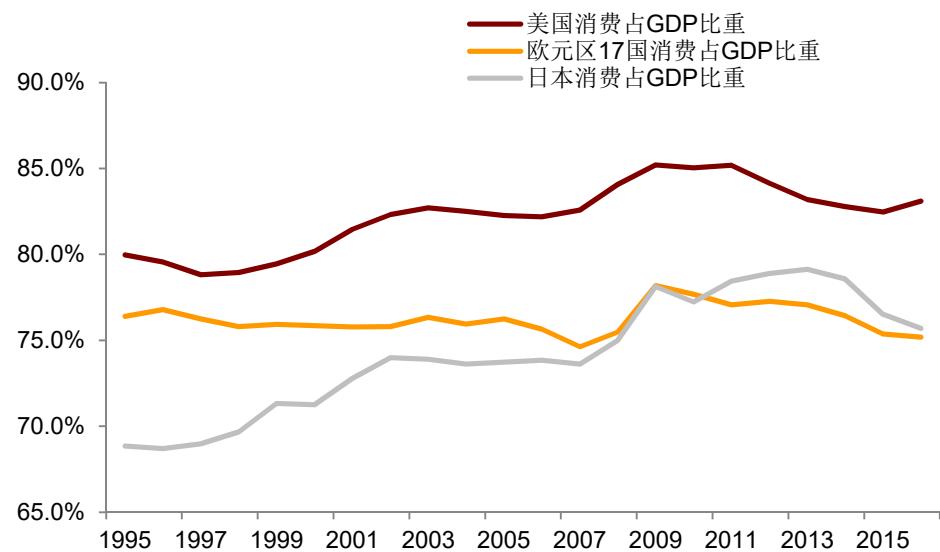
图 7：韩国经济跨越中等收入陷阱时期消费占比重新提升



资料来源：Wind，招商证券

而对于那些早已经成为高收入国家而言，消费在国民经济中的地位比后发国家更为重要。2016年，美国 GDP 中消费支出的占比为 83%，欧元区和日本的占比分别为 75%和 76%。

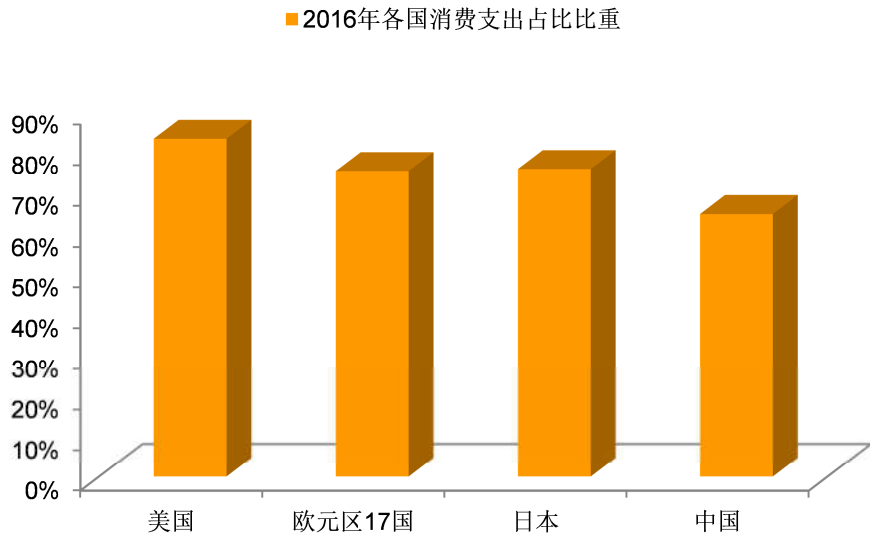
图 8：发达经济体消费占比更高



资料来源：Wind，招商证券

我国正处于从高中等收入国家向高收入国家跃进的过程中。从上述国家的经验看，未来我国消费支出占比肯定将进一步上升，这意味着我国的消费需求将进一步扩张。2016年我国最终消费支出在 GDP 的占比为 54%，还不及韩国达到低中等收入国家时的水平。不过，从趋势看上，消费支出的占比可能正在加速提升。2010年最终消费占比仅为 49%，2012-2013 年上升至 50%，2014-2016 年由 51%升至 54%。并且，2015 年起消费支出在 GDP 增量中的占比加速提升。2014-2017 年最终消费支出对 GDP 增速的贡献率由 51.2%上升至 64.6%，这是过去三年消费支出占 GDP 比重加速提升的关键。

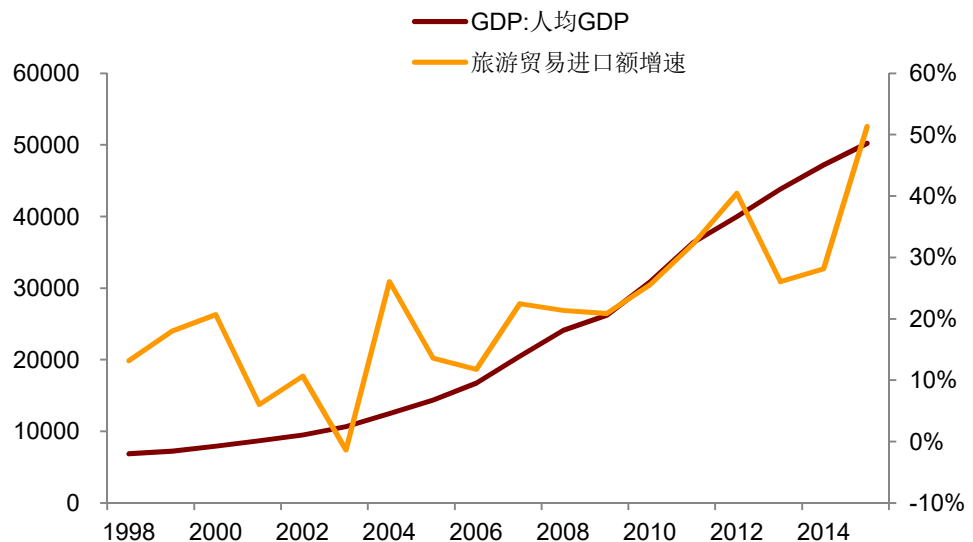
图 9：中国消费比重还有较大提升空间



资料来源：Wind，招商证券

另一方面，消费重要性的提高在社会消费品零售总额反映得并不明显。2014 年至今社消走势仅是触底企稳，并没有加速回升的迹象。这种情况的发生主要是由于社消指标统计口径所导致的。一方面，社消主要统计了商品消费，服务消费仅包含了部分餐饮服务，其他服务并未统计在内。而我们也知道，近年来随着人均收入的提高，居民服务消费处于高速增长过程中，例如旅游、教育、医疗、生活服务等等。另一方面，社消统计的一部分商品在 GDP 核算中属于固定资本形成范畴，例如用于房屋修缮和装修的建筑装饰材料等。因此，我们不能从社消这一指标来否定我国消费支出近年来的加速扩张趋势。

图 10：出国游增速随人均 GDP 提高而上升

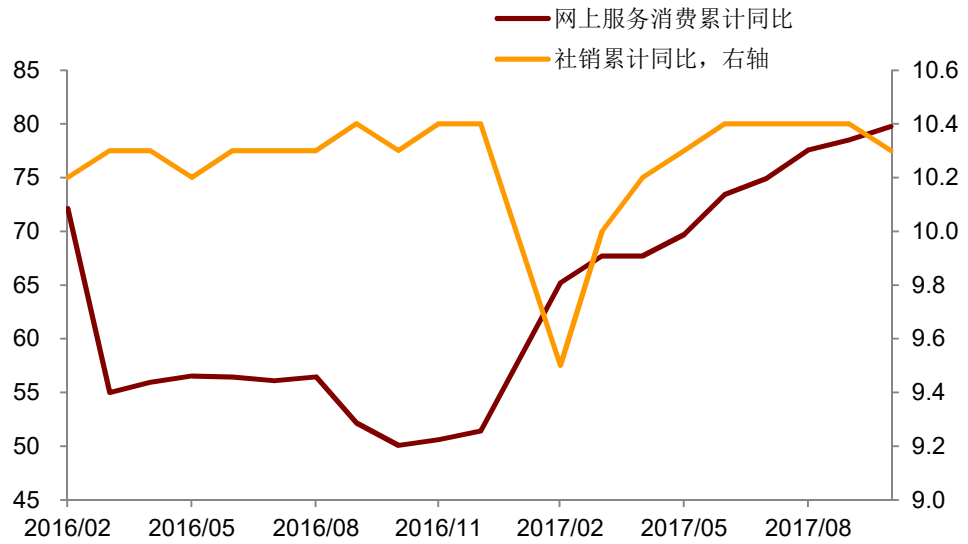


资料来源：Wind，招商证券

服务消费统计是我国当前统计体系中的弱项。不过我们可以从网上服务消费的视角来观察我国整体服务消费的发展趋势。国家统计局于 2015 年 2 月起开始公布网上商品和消费零售额以及实物商品网上零售额两项指标的累计值。据此我们可以计算出网上服务消费数据。2016 年前两月网上服务消费零售额仅为 760 亿元，2016 年前三季度达到 11961 亿元，两年不到的时间网上服务消费扩大了 14 倍左右，其在社消中的占比由 1.6% 上升

至 4.5%。从增速上看，2017 年前三季度网上服务消费累计增长 78.5%，远高于同期社消和网购整体增速。再者，2017 年起统计局开始公布信息传输、软件和信息技术服务业 GDP 数据，三季度增速高达 29%，明显超于其他行业的 GDP 增速。管中窥豹可见一斑，网上服务消费数据以及信息服务业 GDP 数据都显示过去几年我国消费支出高速增长的主要贡献来源在于服务消费，这也符合人均收入提高后消费升级的经济规律。

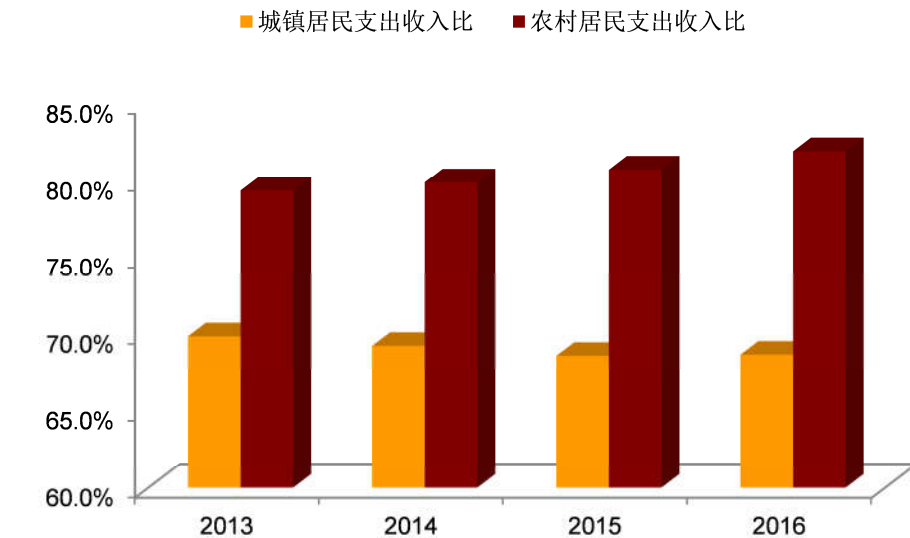
图 11: 网上服务消费增速大幅超过社销增速



资料来源: Wind, 招商证券

对于消费需求刺激效应，我们还需要重视的是收入差距缩小的影响。19 大报告再次提出要实现共同富裕，习近平总书记在十九届一中全会后会见记者时也强调实现全面建成小康社会目标人民群众一个也不能少。2015 年以来国家精准扶贫的力度越来越大，随着脱贫人数的增加，我们城市与农村间的收入差距将进一步缩小。如果说服务消费高速增长主要体现于城镇居民消费的话，那么精准扶贫下边际消费倾向极高的脱贫农村居民消费支出也会出现大幅提升。

图 12: 城镇居民支出收入比较农村居民低 10 个百分点左右

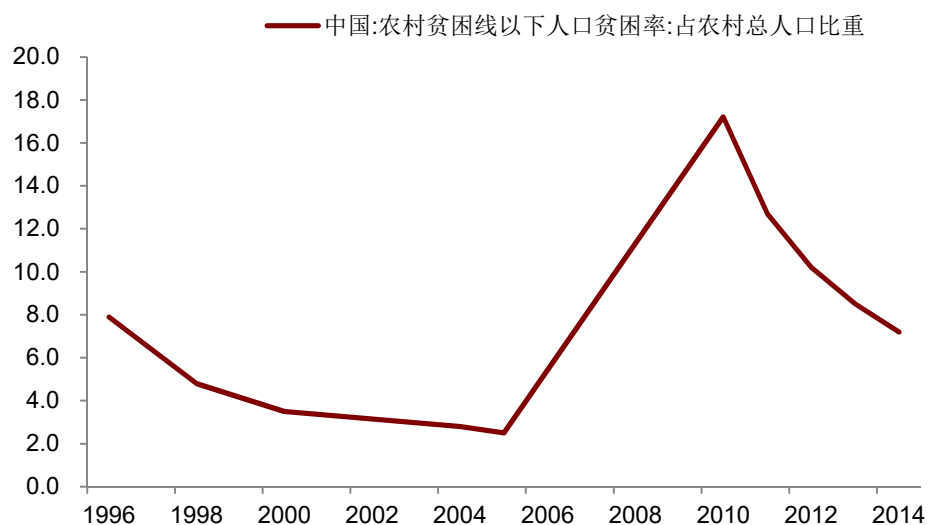


资料来源: Wind, 招商证券

我们现行国家贫困线标准制定于 2011 年，以 2010 年不变价 2300 元作为国家贫困线标

准。按此标准，2011 年我国贫困人口达到 1.22 亿人。经过多年努力，2016 年我国贫困人口降至 4335 万人，这表明 2017-2020 年间平均每年还需减贫超过 1000 万人。还需要注意的是贫困线标准的现价每年都是在增长的，2015 年现价贫困线标准已升至 2800 元，2016 年为 3000 元。这意味着脱贫后的农村居民收入要持续满足未来的现价贫困线标准，否则就会出现返贫的情况。而根据国家扶贫办的数据 2016 年全国建档立卡农村困难居民因病致贫、返贫的贫困户占到贫困户总数的 42.6%。所以，因病致贫、返贫这个问题解决不好的话，就有将近一半的贫困人口不能如期脱贫，即使脱了贫也难以巩固、难以稳定，很可能又回到贫困人口的行列。换言之，到 2020 年名义上的每年平均脱贫人数为 1000 万人，考虑到接近 50% 的返贫率，实际每年需要脱贫的人数应该在 1500 万人左右。

图 13: 2011 年我国大幅提高国家贫困线标准



资料来源: Wind, 招商证券

根据我们的测算 2015 年和 2016 年脱贫人口通过消费渠道对当年 GDP 增速的贡献分别为 0.04 和 0.05 个百分点。随着精准扶贫的深入，更加赤贫的农村居民脱贫后的消费支出贡献大于此前脱贫人口的可能性较高。并且，脱贫人数越多，防止脱贫在返贫的投入也会增加，这就意味着未来三年精准扶贫对消费支出乃至对 GDP 增长的贡献率也将会进一步提高。

换言之，在研发支出计入 GDP 和精准脱贫政策的支持下，未来三年我国 GDP 增速保持稳定增长的基础更加夯实，加之全球经济回升的共振迹象更加明显，出口再度拖累经济的可能性明显降低。即便经济政策已经淡化了 GDP 增速目标，但我国经济增长也难以发生大幅恶化的不利局面。

（四）新的政策环境有利于实体企业发展

在十九大报告中，我们认为有六项政策对未来实业企业的发展影响最为深远，如表 1。总体而言，当前的政策环境正在形成有利于实业企业的分配格局。具体而言，未来宏观政策对实业企业的利润增长可能有四个方面的影响：

（1）利润增长的持续性：当前政策高度重视实体经济发展与民生问题（特别是脱贫），由于“就业是最大的民生”，通过发展实体经济带动就业显得至关重要，这将有利于实业

企业盈利的持续性。而实体经济发展的动力主要来源于质量提升、融合现代科技、借力金融资源、依靠企业家精神与人力资本四个方面。

表 2: 十九大报告中有关实体经济发展的相关政策解读

政策方向	解读
1、社会主要矛盾已转变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。发展不平衡不充分的突出问题主要体现在实体经济和民生领域:	<p>(1) 实体经济:“发展质量和效益还不高,创新能力不够强,实体经济水平有待提高,生态环境保护任重道远。”</p> <p>(2) 民生领域:“还有不少短板,脱贫攻坚任务艰巨,城乡区域发展和收入分配差距依然较大,群众在就业、教育、医疗、居住、养老等方面面临不少难题。”</p> <p>(3) “就业是最大的民生”:通过实体经济发展带动就业至关重要。</p>
2、建设现代化经济体系,需要以实体经济为着力点,建设“实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系”。也就是说未来实体经济发展有四个方面的动力:	<p>(1) 主攻质量提升:“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。”</p> <p>(2) 融合现代科技:“加快发展先进制造业,推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合,在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链、人力资本服务等领域培育新增长点、形成新动能。”</p> <p>(3) 借力金融工具:“增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展。”</p> <p>(4) 依靠人力资源:“激发和保护企业家精神,鼓励更多社会主体投身创新创业。建设知识型、技能型、创新型劳动者大军,弘扬劳模精神和工匠精神,营造劳动光荣的社会风尚和精益求精的敬业风气。”</p>
3、从现在到二〇二〇年,是全面建成小康社会决胜期……特别是要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。	<p>(1) 防范化解重大风险:一是宏观层面上的高杠杆和流动性风险。二是微观层面的信用风险。三是跨市场跨业态跨区域的影子银行和非法套利风险(周小川,2017)。</p> <p>(2) 精准脱贫:标准是《中国农村扶贫开发纲要(2011—2020年)》所提出的,到2020年要“稳定实现脱贫对象不愁吃、不愁穿,保障其义务教育、基本医疗和住房”。</p> <p>(3) 污染防治:“设立国有自然资源资产管理和自然生态监管机构,完善生态环境管理制度,统一行使全民所有自然资源资产所有者职责,统一行使所有国土空间用途管制和生态保护修复职责,统一行使监管城乡各类污染排放和行政执法职责。”</p>
4、供给侧结构性改革的重点将从“三去一降一补”过度到“提高供给体系质量”的长期目标。	<p>(1) “三去一降一补”主要用于缓解阵痛,目的是“优化存量资源配置,扩大优质增量供给,实现供需动态平衡”,目前已取得阶段性进展(略)。</p> <p>(2) 随着条件成熟,供给侧结构性改革需要转向“提高供给体系质量”的长期目标,推动“质量变革、效率变革、动力变革,提高TFP”。</p>
5、推动混改、全面实施市场准入负面清单制度,防止垄断。	<p>(1) 混改:国有资本做强做优做大,有效防止国有资产流失。深化国有企业改革,发展混合所有制经济,培育具有全球竞争力的世界一流企业。</p> <p>(2) 全面实施市场准入负面清单制度,清理废除妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法,支持民营企业发展,激发各类市场主体活力。”</p> <p>(3) 反垄断:深化商事制度改革,打破行政性垄断,防止市场垄断,加快要素价格市场化改革,放宽服务业准入限制,完善市场监管体制。</p>
6、形成全面开放新格局,以“一带一路”建设为重点,坚持引进来和走出去并重。	<p>(1) 贸易强国建设:拓展对外贸易,培育贸易新业态新模式。</p> <p>(2) 放宽市场准入:全面实行准入前国民待遇加负面清单管理制度等。</p> <p>(3) 区域开放布局:西部开放、赋予自贸区更大自主权,探索自贸港。</p> <p>(4) 创新对外投资,形成面向全球的贸易、投融资、生产、服务网络。</p>

资料来源:《十九大报告》,周小川《守住不发生系统性金融风险的底线》,招商证券

(2) 利润增长的均衡性: 去产能与去库存的强度在边际上不会再增加。同时叠加深化国企改革、全面实施市场准入负面清单制度、防止垄断等方面的政策, 预计企业利润增长点将逐渐从上游回归下游, 从国企回归民企。

(3) 利润增长的行业特征: 首先, 生态环境受到高度重视, 三高行业将继续面临监管强化。其次, 提高供给体系质量成为实体经济发展的主攻方向, 这要求高端制造业、现代服务业、基础设施网络的进一步发展。第三, 以“一带一路”为重点同时强化引进来与走出去, 既有助于出口导向行业的发展, 也有助于纠正国内的供给结构扭曲。

(4) 企业风险的化解: 继续推进“三去一降一补”, 缓解阵痛。去产能政策进展顺利, 未来将持续推进并防止僵尸企业死灰复燃; 去库存政策在形成一次房地产周期后迎来调控, 未来重点将转向房地产稳定发展长效机制建设; 去杠杆取得初步成效, 但任重道远, 继续推进依赖于“金融服务实体经济”的关系定位以及国企改革的深化。

(五) 企业盈利模式的新变化

近年来工业企业整体利润增速实现了“上台阶”式的恢复——从 2015 年全年下降 2.3% 到 2016 年恢复增长 8.5%, 再到 2017 前三季度进一步加速至 22.8%。其中采矿业与原材料制造业都经历了增速由负转正的大幅反弹过程; 装备制造业增速现已恢复至 2015 年工业整体利润负增长之前的水平, 与整体走势接近但弹性略小; 消费品制造业在 2014 至 2016 年呈现逆周期特征, 2017 年前三季度才跟随整体趋于改善 (表 2)。

表 3: 工业企业利润增速的分行业表现

工业企业利润累计同比 (%)	2014 全年	2015 全年	2016 全年	2017 前三季度
工业整体	3.3%	-2.3%	8.5%	22.8%
1-采矿业	-23.0%	-58.2%	-27.5%	473.8%
2-制造业整体	6.5%	2.8%	12.3%	19.6%
2-1-原材料制造	-0.4%	-3.3%	30.2%	35.3%
2-2-消费品制造	4.7%	7.0%	5.0%	9.2%
2-3-装备制造	11.2%	4.8%	8.0%	11.9%
3-电热气水行业	17.1%	13.5%	-14.3%	-18.3%

资料来源: Wind, 招商证券 (注: 除工业整体、制造业整体, 其他行业根据累计值计算, 未调整价格)

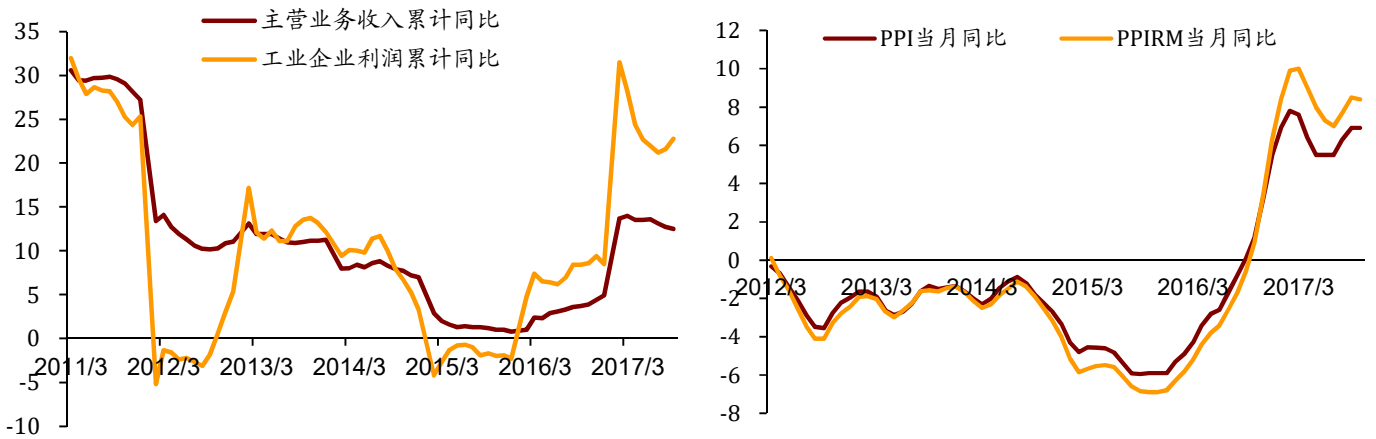
(1) “过剩产能出清——行业集中度提高——产品价格上升——企业盈利修复”, 这是采矿业与原材料加工业盈利修复的主要逻辑, 也对带动工业整体做出了重要贡献。

观察“规模以上工业企业分行业单位数”指标, 从 2013 年至 2016 年, 只有煤炭采选、黑色金属采选、有色金属采选、造纸与纸制品、黑色金属冶炼加工、有色金属冶炼加工、石油炼焦与核燃料加工 7 个行业的企业单位数出现下降。其驱动力一方面是效益下降背景下的市场自动出清, 另一方面则是供给侧结构性改革的作用。随着集中度的提升, 这些行业都实现了大幅度的利润增长 (表 2)。

(2) 总需求得益于结构的优化因而更具韧性

总需求的韧性有三项表现: 一是前三季度工业企业主营业务收入增速创下 2012 年以来同期最高。二是工业品出厂价 (PPI) 与购进价 (PPIRM) 仍然保持较高增速, 反应出市场供需偏紧。三是 2016Q1 之后 PMI 指标出现跃升, 并持续处于景气区间。

图 14: 工业企业的盈利修复与总需求的韧性



资料来源: WIND, 招商证券

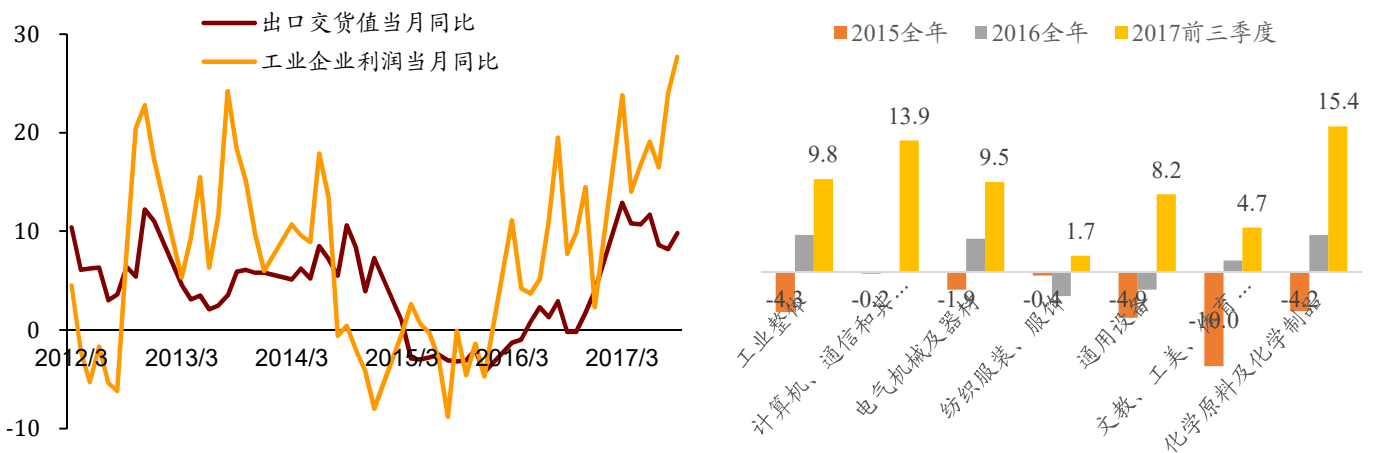
(3) 总需求从投资拉动转向消费支撑与净出口提供边际增量, 对应着消费品制造业利润增速的稳定与装备制造业盈利的恢复。

总需求的韧性来源于结构演变。一方面, 近年消费增速较为稳定, 弥补了固定资产投资增速的大幅下滑, 其 GDP 贡献率已从 2014 年的 50% 左右上升至 65%。与之相对应, 消费品加工业企业利润增速也一直较为稳定, 特别是在工业利润整体降速的 2015 年。

另一方面, 2016 年下半年以来净出口提供了总需求复苏的边际增量——2017 前三季度净出口对 GDP 同比增速的拉动从 -0.5 由负转正为 0.2 个百分点。相对应地, 作为中国出口的主力行业, 装备制造业的利润增速也在 2017 年明显回升。

外需回升的推动力, 也可以从工业企业的出口交货值指标得到印证。2016 年以来工业整体出口交货值累计增速已从 2015 年的 -4.3%、2016 年的 3.9% 提升至 2017 年前三季度的 9.8%, 其中又以装备制造业表现最为突出。

图 15: 2016 年以来工业企业 (尤其是装备制造业) 出口交货值增速显著回升, 具有明显的外需推动特征

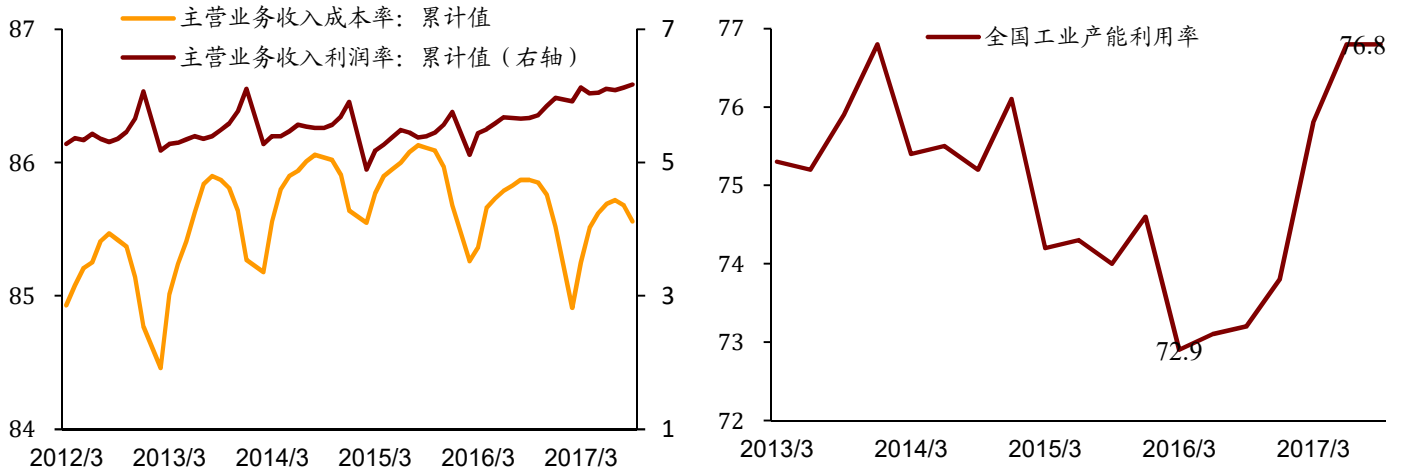


资料来源: WIND, 招商证券

(4) 在分配格局开始有利于实体企业, 而企业自身经历优胜劣汰提质增效之后, 出现了成本率的下降、利润率的提升、周转率的加快。

2016 年以来工业企业成本率与利润率都在向好发展, 二者均为 2014 年以来同期最优。另外, 产能利用率提升, 资本周转速度加快, 也有助于利润的加速实现。

图 16: 成本率的下降、利润率的提高、产能利用率的上升



资料来源: WIND, 招商证券

二、2018 年宏观经济形势展望

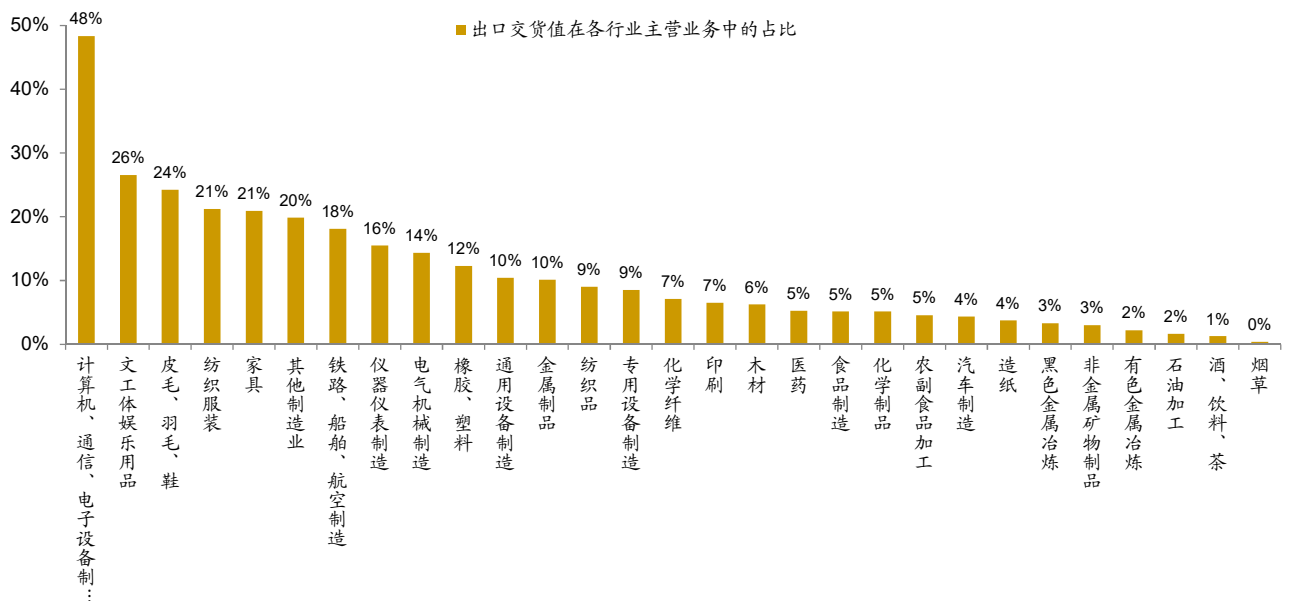
消费对 GDP 贡献提升的背景下，国内经济将更具有韧性。尽管短期内投资需求有较大的下行压力，融资环境也存在恶化的风险，但我们对 2018 年宏观经济形势依然保有信心，GDP 增速不会大幅回落，政策更加关注的经济增长质量和效益也将进一步改善。供给侧改革与新发展理念对宏观经济的积极效应将更加明显。

（一）出口对制造业仍然有重要意义

（1）2017 年，出口交货值占制造业 GDP 比重持续在 50% 以上（截至 2017Q3 为 54%），出口对于制造业对应的工业生产和需求仍然影响显著；净出口对于 2017 年经济增长的边际贡献显著：相较 2016 年的负向拉动-0.4，净出口对 2017 年的拉动为 0.2-0.3%，是边际正向变化最为显著的需求项，是经济增长超预期的主要动力。

（2）以出口交货值在各行业主营业务中的占比来看，计算机、通信、电子设备制造业出口占比高达 48%，劳动密集型产品（文工体娱乐用品<例如玩具等>、皮毛鞋、纺织服装、家具）的出口占比均在 20% 以上，出口在各行业的占比既表明出口对各行业的影响不同，也突显了中国在全球范围内的比较优势之所在。

图 17：出口在各行业主营业务中的占比一览



资料来源：WIND，招商证券

（3）出口持续改善可能为未来制造业投资改善积蓄动力。虽然当前出口改善并没有带来制造业投资的大幅度上升，但这是由于出口对投资的带动是间接的，当出口需求接近或超越现有的产能，才能够带来显著的产能扩张和制造业投资。2014-2016 年出口的低迷意味着制造业产能还是满足当前出口需求，但这一情况随着出口较为持续的复苏将会改变，出口对投资的带动也将更强，仍应主要关注出口占比较高的行业。计算机、通信、电子设备制造、铁路船舶航空制造、仪器仪表制造在过去的投资与出口增速较为一致，2017 年的投资也出现回升；家具制造业虽然 2017 年的投资回升，但从过去来看和出口的相关性不高；其他劳动密集型制造业投资也维持低迷。

图 18: 仪器仪表制造业出口与投资

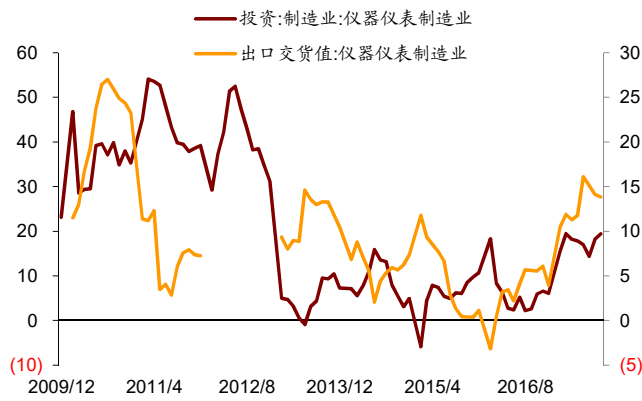
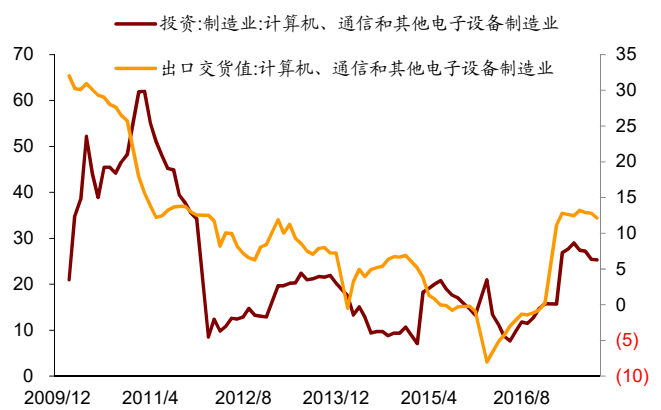


图 19: 计算机、通信、电子设备制造业出口与投资



资料来源: WIND, 招商证券

图 20: 铁路船舶航空制造出口与投资

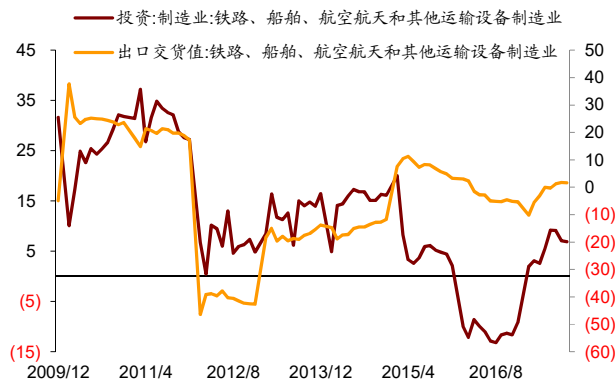
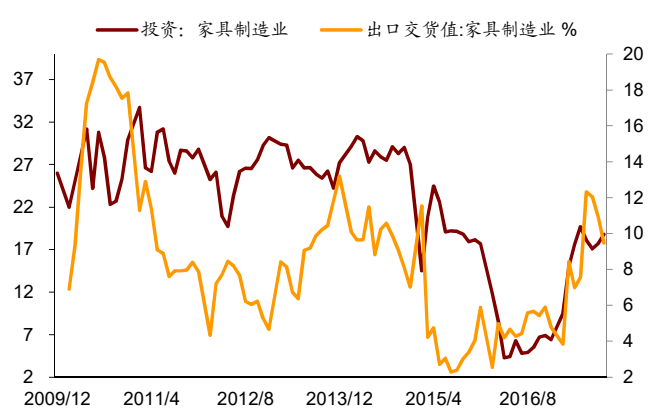


图 21: 家具制造业出口与投资



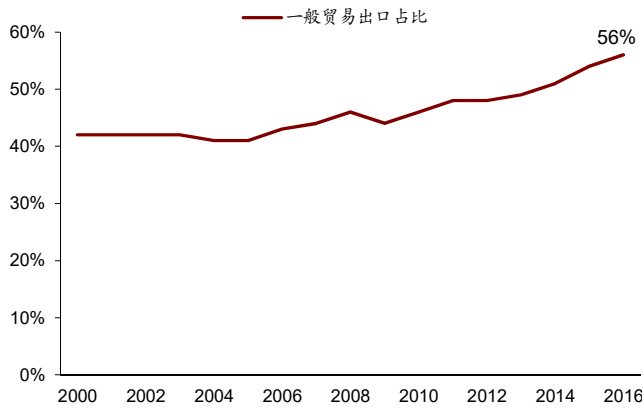
资料来源: WIND, 招商证券

(二) 出口竞争力与制造业升级

在《疾风知劲草——2017 年下半年中国经济展望》中我们已经强调，中国出口竞争力仍然强劲。生产成本、贸易成本、生产效率和实际汇率是出口竞争力的四个决定因素，对中国出口竞争力的担忧与土地、人力等生产成本和人民币升值带来的实际汇率上升关系密切，但是贸易成本和生产效率方面的积极变化往往被忽略：健全的基建等有助于降低运输、物流成本，研发、创新带来的技术进步和产业升级代表着生产效率的提升。

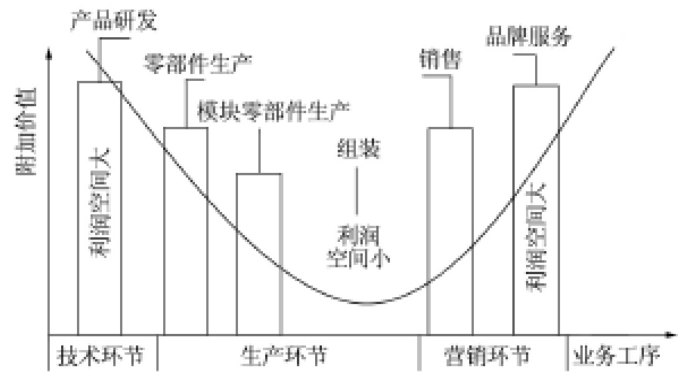
加入全球贸易链条初期，中国凭借丰富的劳动力资源在全球价值链中参与分工，中国的制造业在这几年迅速发展，但从全球分工视角的微笑曲线看，包括中国在内的发展中国家承担了附加值较低、利润空间狭窄的组装等部分，而附加值较高、利润空间大的部分，如新产品开发、零部件生产、品牌和服务等技术环节和营销环节则被发达国家占据。中国出口升级的方向是向微笑曲线两端移动，获取更高的附加值。从贸易方式看，金融危机后，我国的一般贸易出口比重由危机前的 44% 攀升至 56%，体现了附加值低的组装部分被更多的生产和整体销售所取代的贸易升级大方向。

图 22: 金融危机后我国一般贸易出口比重上升



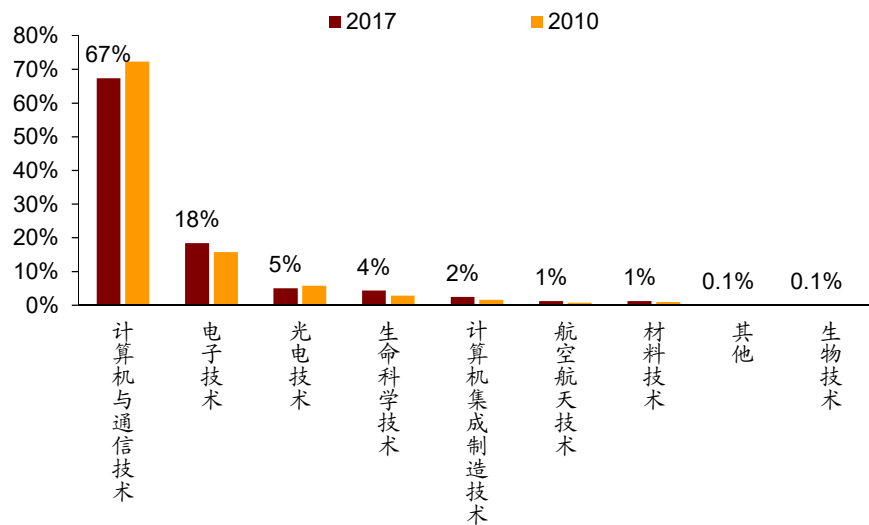
资料来源: WIND, 招商证券

图 23: 中国出口升级的方向是向微笑曲线两端移动



从结构看，高新技术产品出口结构优化，电子技术、生命科技类产品的占比上升相对显著。对比 2010 年和 2016 年的产品出口结构，发现总体结构的变化相对较小，高新技术产品出口的占比基本稳定在 28-30% 水平，其中电子技术、生命科技类产品的占比上升显著，计算机与通信技术这一历来比重最大的类别则有所下降，这一部分涉及较多的加工贸易出口，也是过去我国高新技术产品出口被认为附加值较低的原因。

图 24: 对比 2017 年（至 9 月）与 2010 年的高新技术产品出口结构



资料来源: WIND, 招商证券

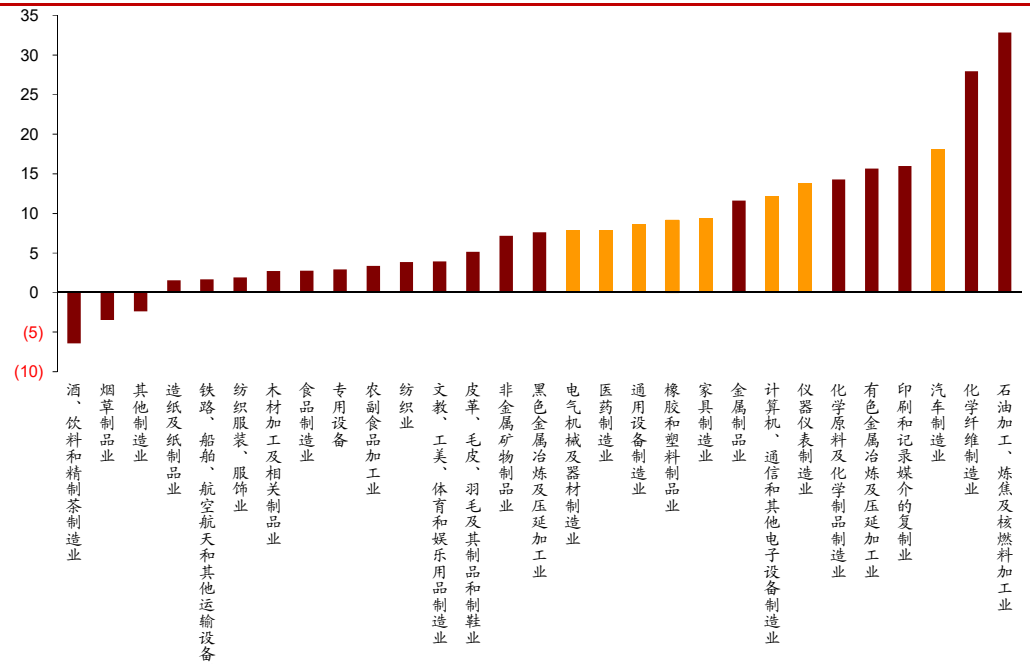
此外，张斌、王雅琦、邹静娴（2016）对于制造业升级的研究得出以下结论：

第一，出口附加值率总体呈上升趋势，出口附加值率上升主要来自加工贸易内部出口附加值率的提升以及加工贸易占总出口比例的下降，出口附加值率上升主要来自行业内效应，指更多的国外进口中间品被国内生产中间品替代，意味着中国制造业企业把研发和技术进步的力量主要放在了更进口中间品替代，而不是出口新的产品。

第二，后危机时代与前危机时代相比较，出口附加值率上升最快的行业是橡胶制品、专用设备制造、塑料制品、电器机械及器械制造、交通运输设备制造。¹上述的行业也正是在 2017 年的贸易复苏中增速最快的行业（排除受原材料价格影响很大的类别），即这些体现出升级的行业也正是在出口改善中增长弹性更大的行业。

¹ 《从贸易数据透视中国制造业升级》张斌、王雅琦、邹静娴

图 25: 出口在各行业主营业务中的占比一览



资料来源: WIND, 招商证券

根据德勤收集全球逾500名制造业高管的反馈所发布的《2016全球制造业竞争力指数》来看,继2010年和2013年之后,2016年中国第三次被列为最具竞争力的制造业国家,中国的优势主要来自于五方面:高研发支出、低成本与政府支持的先进的电子制造业、中产阶级扩大形成强大的国内产品消费需求、强大的原材料供应基地、具竞争力的物质基础设施。

由下图可见,至少在制造业企业高层的眼中,中国当前所处的位置是,和美日德相比,成本竞争力非常强,但软实力明显不足;和其他新兴市场比,软实力较强;人才、创新、法律等制度性因素、基础设施的改善才是中国制造与发达国家抗衡的根本。

图 26: 全球首席执行官调查: 重点国家在关键竞争力驱动因素方面的表现

部分国家制造业竞争力驱动因素	美国	德国	日本	韩国	中国	印度
人才	89.5	97.4	88.7	64.9	55.5	51.5
创新政策和基础设施	98.7	93.9	87.8	65.4	47.1	32.8
成本竞争力	39.3	37.2	38.1	59.5	96.3	83.5
能源政策	68.9	66.0	62.3	50.1	40.3	25.7
物质基础设施	90.8	100.0	89.9	69.2	55.7	10.0
法律监管环境	88.3	89.3	78.9	57.2	24.7	18.8

竞争力最强 (最左侧) | 竞争力最弱 (最右侧)

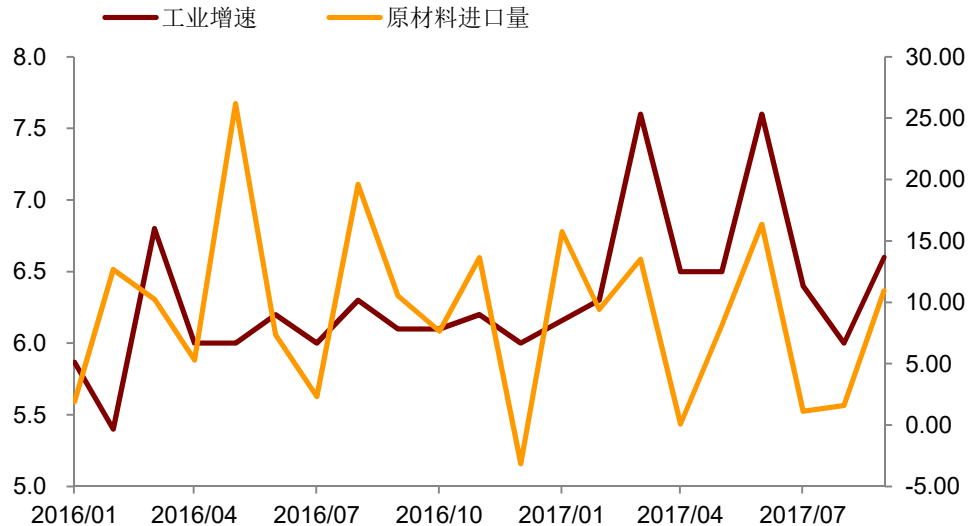
资料来源: 德勤有限公司和美国竞争力委员会-《2016 全球制造业竞争力指数》

(三) 环保压力下的中国需求外溢有助国际贸易稳定增长

2017 年以来环保压力对国内工业生产造成了明显的影响。采矿业增加值同比负增长速度不断扩大,工业原材料生产也受到抑制。钢材、农药、水泥、化纤、塑料等产品今年

以来产量的平均增速均低于去年同期,而有色产品产量的平均增速在这两年均不到 2%。工业原材料产品短缺导致 PPI 同比增速持续处于高位,回落速度明显慢于预期。

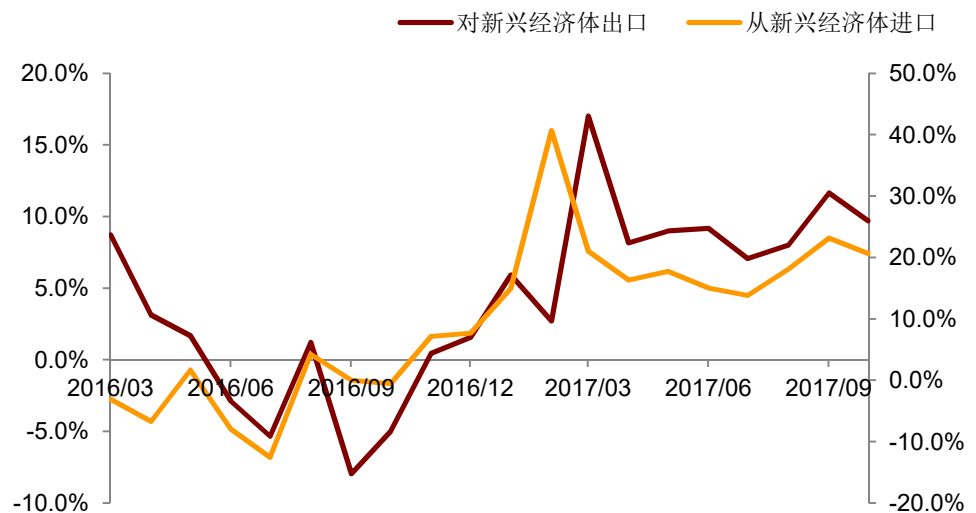
图 27: 2017 年前三季度原材料进口量季末效应也较为明显



资料来源: Wind, 招商证券

但是涨价并不能解决原材料供给不足的问题。因此,我们观察到今年以来原材料进口量与工业增加值出现了明显的季末效应,即工业增速在季末明显高于平均水平,而原材料进口量也呈现这种特征。2017 年工业增加值在季末的平均增速为 7.3%,非季末的平均增速为仅为 6.0%,原材料进口量在季末的平均增速为 13.6%,非季末为 6.0%。可见,国内原材料供给不足,那只能从海外补充,以弥补国内缺口。

图 28: 我国与新兴经济体贸易形势相互反馈



资料来源: Wind, 招商证券

而我们又知道,工业原材料出口对于商品出口国经济形势意义非常重大。对于这些国家而言,出口增加将带来经济改善进而增加进口需求。所以,有关中国工业生产与原材料进口量的故事还能继续演绎。故事的下个情节显然就是在季末中国对商品国的出口也会呈现明显的季末效应。今年季末我国对新兴经济体的出口平均增速为 12.6%,非季末平均增速为 6.8%。并且,从出口商品类型来看,季末我国出口增速较好主要体现在机电

和高新技术产品出口增速上,对于国内紧缺的钢材等产品出口在季末反而出现较大规模的出口下降。更一步地,新兴经济体占我国出口的比重达到 60%,中国原材料进口增加引致的对新兴经济体制成品增加对于我国自身出口也具有重要的意义。

以我国与东盟贸易为例,随着区域经济一体化的发展,中国与东亚经济体的联系日益紧密,2016 年韩国、日本对日本、东盟都是中国的主要进口国,大陆对韩国和中国台湾的逆差也不断扩大,贸易逆差主要来源于机电类制造业的中间品;同时,中国的巨大需求也为东盟国家的矿物性染料、油脂、橡胶、木材等找到了市场。

图 29: 中国大量从亚洲国家/地区进口 (数据为 2016 年)



资料来源: OEC, 招商证券

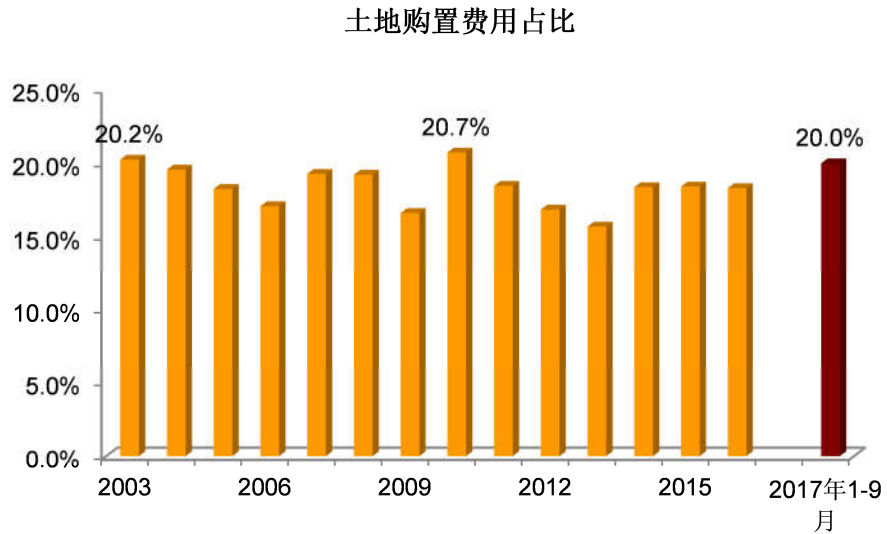
以下两个途径共同体现为中国进口需求通过供应链刺激了亚洲区域内贸易: 第一, 将全球价值链简化为资源国—生产国—终端需求, 全球需求的上升通过中国进口中间产品的形式传导至亚洲其他新兴市场; 第二, 中国自身的进口需求上升亦对亚洲其他国家产生了积极影响

综上, 未来国际贸易的稳定增长来源除了我们之前所提示的发达国家私人部门加杠杆之外, 环保压力下的中国需求外溢引起了一系列连锁反应也有助于全球贸易增速的回升。

(四) 2017 年房地产投资有点“虚高”

房地产投资完成额主要由 4 部分组成, 建筑工程、安装工程、设备工器具购置以及以土地购置费用为主的其他费用, 2016 年四者占比分别为 65.1%, 9.3%, 1.4% 以及 24.2%。今年地产名义投资增速超预期很大程度上是由于土地购置费用高企所致。前三季度土地购置费用同比增长 20.1%, 远远超过建安工程以及设备工器具购置增速。

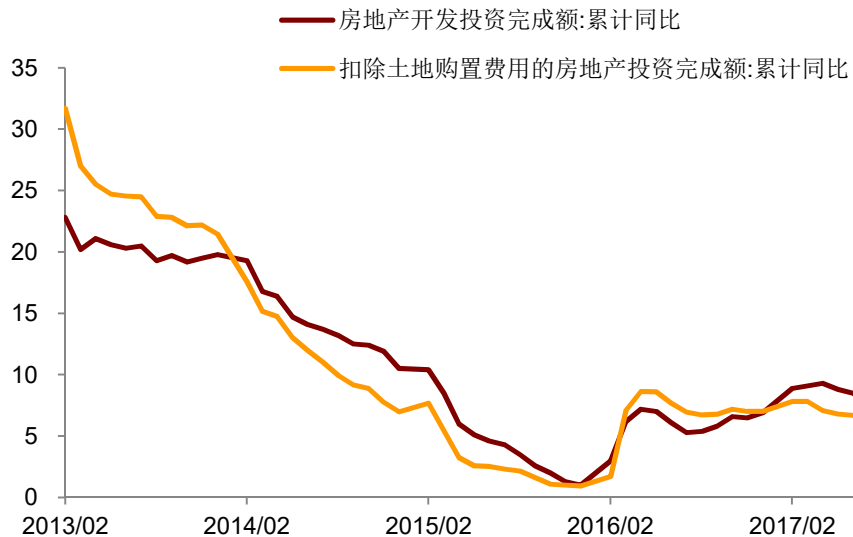
图 30: 2017 年土地购置费用快速增长



资料来源: Wind, 招商证券

地产投资年内高点出现在 4 月, 当月地产投资同比增长 9.3%, 土地购置费用同比增长 21.1%, 也是年内高点。三季度地产投资止跌回稳也是土地购置费用增速反弹有明显关系, 7 月土地购置费用同比增长 16.1%, 是年内低点, 9 月反弹至 20.1%, 是年内次高点。从占比看, 今年前三季度土地购置费用占房地产投资的比重达到 20%, 这是 2010 年以来的最高水平。如果剔除土地购置费用, 前三季度房地产投资增速仅为 5.5%。

图 31: 2017 年房地产投资对 GDP 的贡献可能小于预期



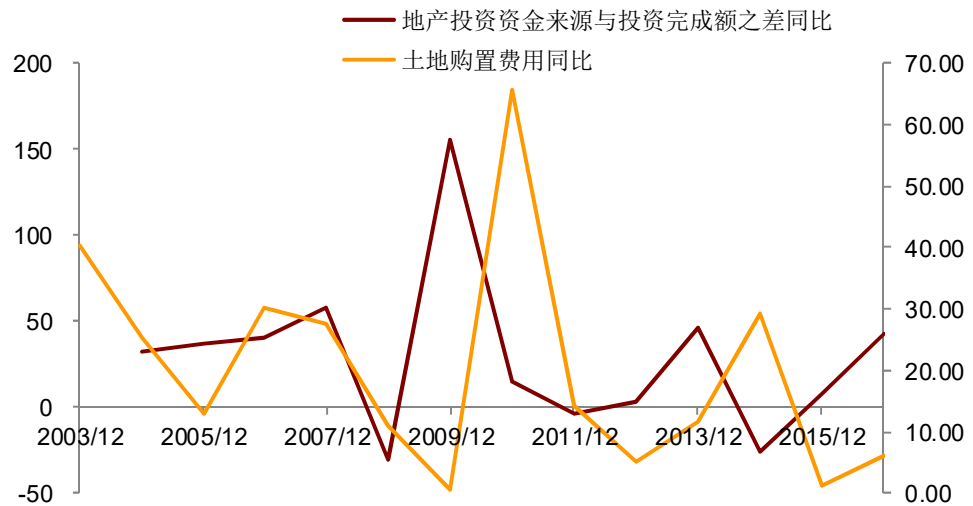
资料来源: Wind, 招商证券

之所以说 2017 年地产投资增速有点“虚高”也在于此。房地产开发投资完成额中, 土地购置费用并不记入 GDP 之中, 因为土地购置与生产无关, 没有创造新的产品。这或许可以解释为何今年上半年地产投资增速好于预期, 但投资对 GDP 的贡献反而继续下降。但是, 对于我们预测 2018 年的房地产投资增速而言, 土地购置费用依然需要考虑在内。

地产商的拿地意愿可能主要受资金方面的影响。房地产商资金情况可以用房地产开发资金来源总额与房地产开发投资完成额之差来衡量。一般而言, 投资资金来源总额会高于

投资完成额，2007 年至今二者之差的均值约为 25000 亿元。从历史数据看，当期地产投资资金来源与完成额之差的同比增速是下一期土地购置费用的领先指标。2016 年前者同比增长 42.5%，转年土地购置费用大幅增长。

图 32: 地产投资资金来源与投资完成之差是土地购置费用的领先指标



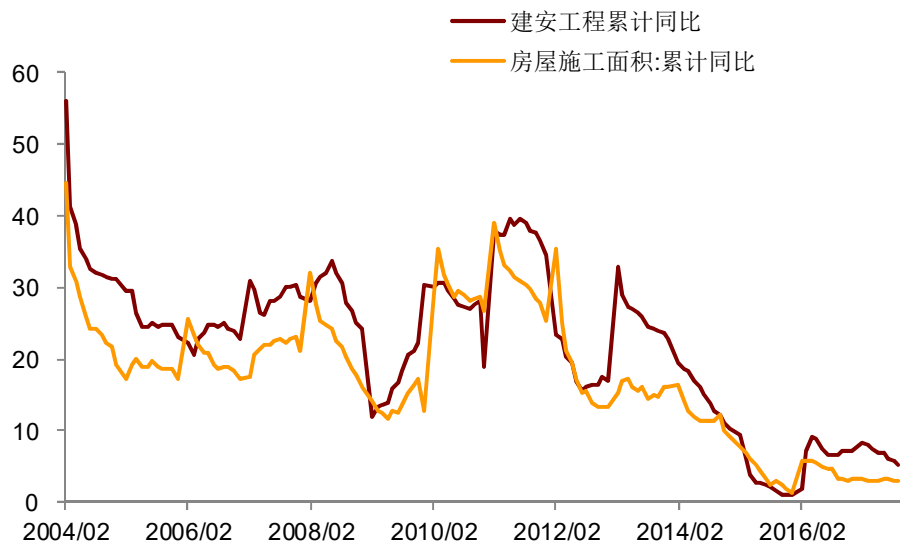
资料来源: Wind, 招商证券

如果按照今年前三季度的数据简单趋势外推，那么 2017 年地产投资资金来源与完成额之差同比增速将跌至个位数，较 2016 年大幅下降。这意味着 2018 年土地购置费用对地产投资增速的扰动将明显下降。

(五) 2018 年房地产投资增速回落幅度可控

建安工程进度可能将主导明年房地产投资形势。而建安工程进度与房屋施工面积增速相关性较高。2016 年 3 季度以来，房屋施工面积增速持续在 3% 附近波动，房屋施工形势相当稳定。

图 33: 建安工程进度与房屋施工面积有较为明显的相关关系

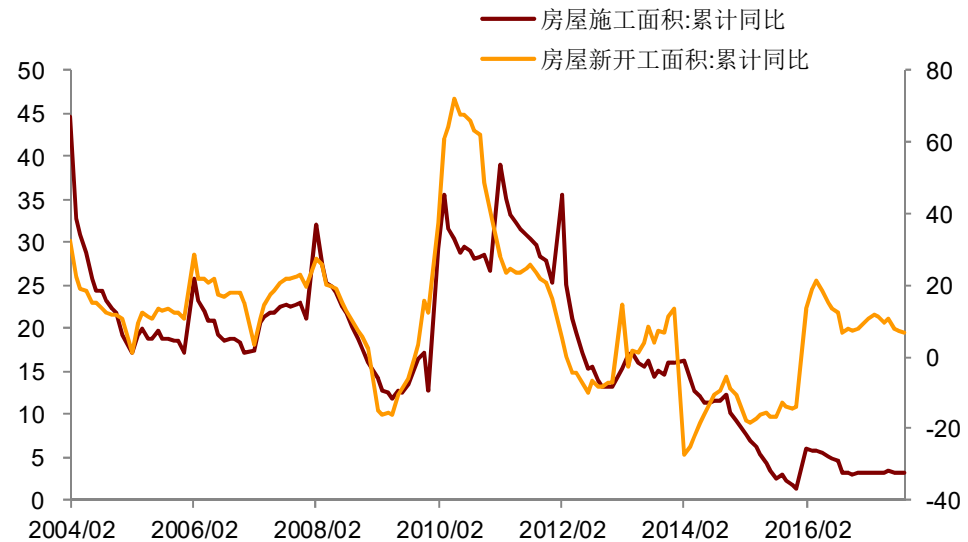


资料来源: Wind, 招商证券

而从过去的情况看，施工面积增速与新开工面积增速走势还是较为一致。2015 年之前，新开工面积与施工面积走势较为一致，这也符合房地产项目建设的实际情况。然而，2015

年新开工面积企稳后，房屋施工面积增速持续下滑，2016 年至今新开工面积增速明显高于 2014-2015 年的同期水平，而施工面积增速却明显低于 2014-2015 年的同期水平。为什么这一轮地产周期二者出现了明显背离？

图 34：房屋施工面积和新开工面积增速出现明显背离



资料来源：Wind，招商证券

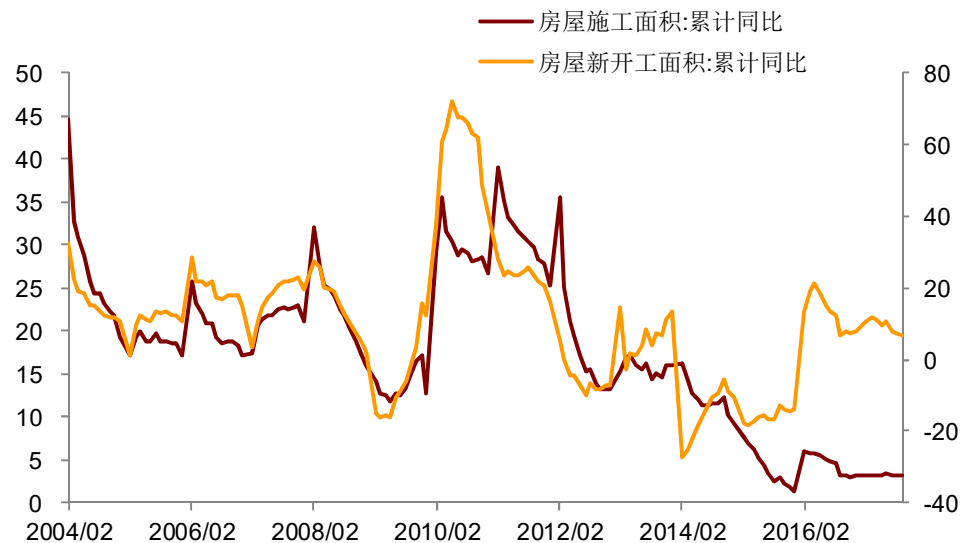
第一，施工面积与新开工面积差距越来越大。2016 年，全国房屋新开工面积为 16.7 万平方米，而施工面积为 75.9 万平方米，后者是前者的 4.55 倍。而在 2012 年以前，施工面积仅为新开工面积的 2.5 倍左右。换句话说，近年来施工面积存量太大，每年新开工面积的波动对施工面积的影响程度正在逐渐下降。

第二，房地产开发商主动调整施工进度。今年以来地产销量下降趋势愈加明显，而地产调控并未放松，未来房地产市场形势可能并不乐观，再加上新盘限价政策使得地产商推盘意愿下降，这些因素综合作用的结果就是开发商拖延工期，既放缓施工进度，也放缓项目竣工速度。因此，今年不但施工面积增速持续低迷，竣工面积增速也出现大幅下滑。

第三，环保压力可能对施工面积增速也有一定影响。目前环保压力较大，一旦空气质量超标，户外施工项目一律要求停工，尤其是华北地区。当然，这仅是施工面积增速偏低的次要原因，主要原因还是前两者。

我们预计 2018 年施工面积增速可能也难以有明显起色，将继续维持较低水平。但另一方面，新开工面积转入施工面积速度放缓，某种程度上也使得地产投资韧性上升。毕竟目前新开工面积已经扭转了 2014-2015 年负增长局面，这还是会地产投资有一定的正面促进作用。

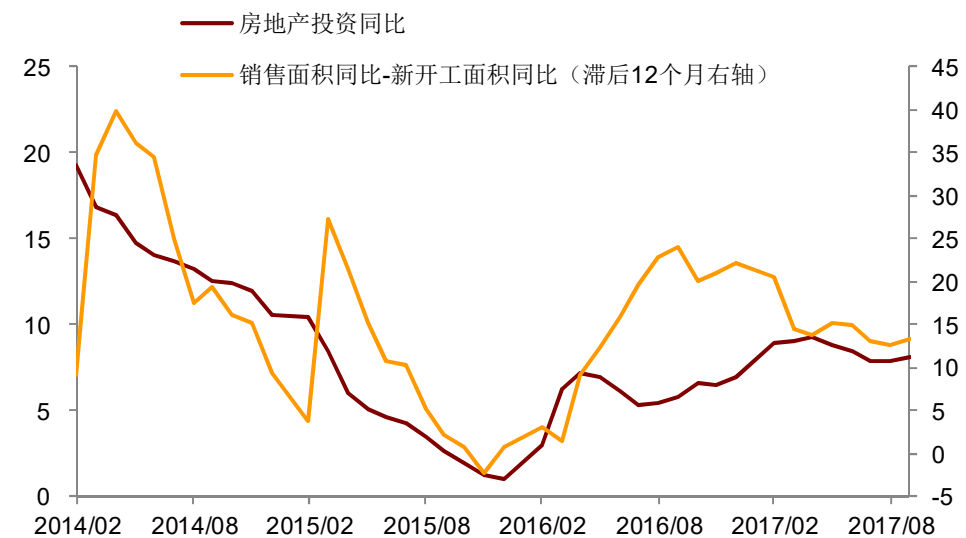
图 35: 建安工程进度与房屋施工面积有较为明显的相关关系



资料来源: Wind, 招商证券

在这种情况下, 房地产市场供需关系可能依然较为紧张。如果用销售面积增速代表市场需求, 新开工面积增速代表市场供给, 那么前者与后者之差可以作为房地产销售市场的供给缺口。差越大表明市场需求大于供给, 这会刺激房地产企业增加投资。从 2014 年以来的情况看, 销售面积同比与新开工面积同比之差大致领先房地产投资同比 12 个月左右。

图 36: 供需缺口决定地产投资需求可能难以大幅萎缩

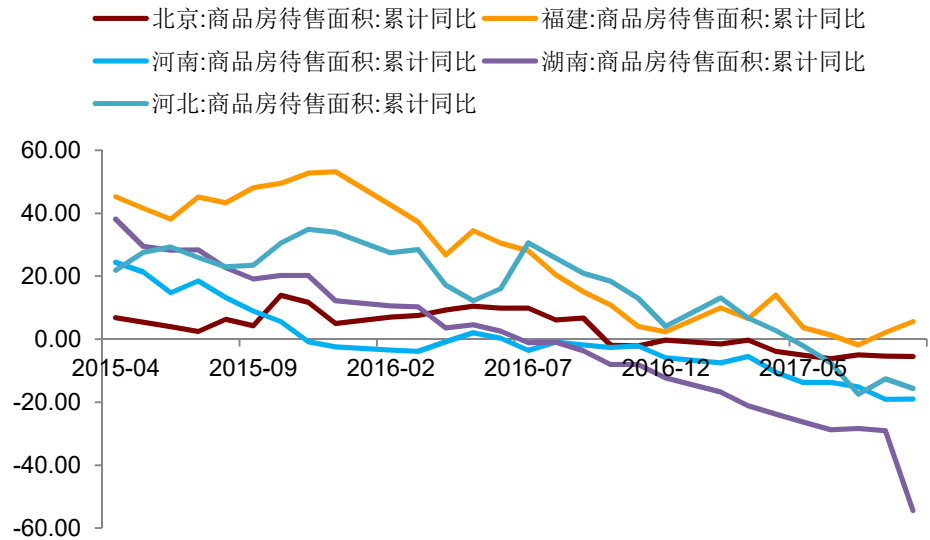


资料来源: Wind, 招商证券

尽管在 2015 年房地产市场供给缺口大幅上升, 但房地产投资增长却相对缓慢, 这导致目前为止, 房地产市场供需关系依然是需求大于供给。尽管当前地产销售面积增速持续下滑, 但新开工面积增速更低, 对房地产市场供求关系并未发生明显恶化。

2017 年以来房屋竣工面积同比增速持续下滑, 前三季度已跌至 1%, 这是 2016 年以来的最低水平。从各地的商品房待售情况看, 北京同比下降 5.5%, 济南同比下降 29.1%, 长沙所在的湖南省同比下降 54.4%, 郑州所在的河南省同比下降 19%, 厦门和福州所在的福建省同比增长 5.6%, 也远低于 2016 年同期水平。

图 37: 部分省市商品房待售面积增速

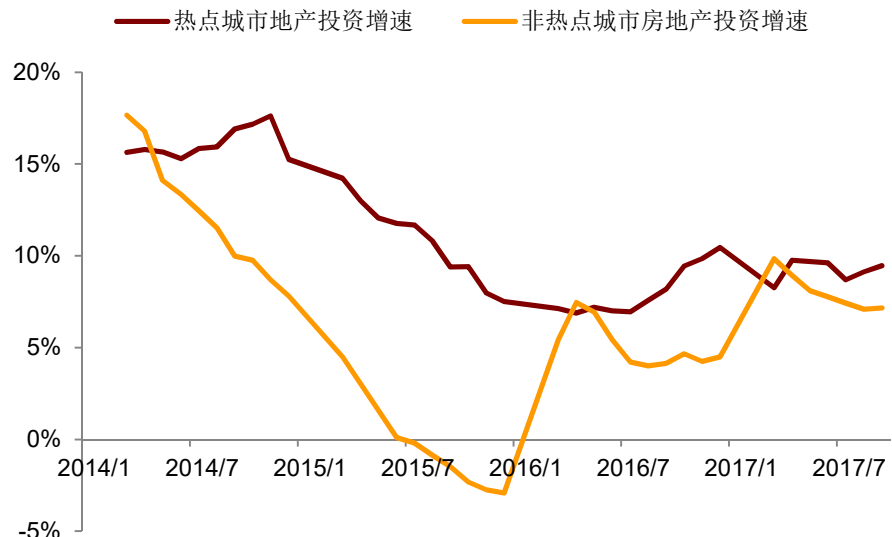


资料来源: Wind, 招商证券

上述点名的 5 个城市正是本轮地产限购的首批城市。换言之，热点城市需求状况好于非热点城市，供给状态差于非热点城市。热点城市地产投资增长可能依然会保持平稳，因此我们依然可以通过预测热点城市 2018 年地产投资增速来推测明年全国房地产投资形势。

这里所指的热点城市包括 2016 年 10 月首批限购城市（不含东莞）以及重庆和西安。数据显示，2016 年上述 21 个热点城市房地产投资增长 10.5%，2017 年前三季度同比增长 9.5%。从城市分布看，非热点城市可能是 2017 年房地产投资超预期的主要因素。2016 年非热点城市房地产投资增长 4.5%，2017 年前三季度同比增长 7.2%。

图 38: 热点城市房地产投资近两年保持稳定



资料来源: Wind, 招商证券

然而，非热点城市房地产投资今年以来整体呈现回落趋势。由于基数的原因，明年上半年这些城市的地产投资增速可能会进一步回落。并且，从房屋新开工面积来看，三线和一线城市是负增长，只有二线城市为正增长。这表明，2018 年的房地产投资非热点城市的下行压力大于热点城市。再者，热点城市过去两年来的地产投资增速较为稳定。2017 年前三季度热点城市地产投资增速其实比去年同期高 0.1 个百分点，趋势上仍以小幅波

动为主，目前并未显示出明显下行的态势。

若假设 2017 年房地产投资增速回落至 6% 附近，目前热点城市占全国房地产投资的比例约为 41.5%，这意味着年内热点城市地产投资将回落至 8% 左右，非热点城市投资增速回落是 5% 左右。若 2018 年非热点城市地产投资零增长，在此中性条件下我们预计 2018 年地产投资增速约为 3.4%。若非热点城市地产投资跌至 2015 年的负增长状态，2017 年全国地产投资增速最终回落至市场 2017 年年初预计的 3% 左右，在此悲观条件下，2018 年全国地产投资增速约为 0.8%。

综上，我们预计 2018 年房地产投资跌至负增长的可能性不高。虽然增速较 2017 年有一定程度的下滑，但由于投资对整体经济的贡献率不断下降，因而对 2018 年 GDP 增速的拖累可能较小。

（六）结构优化，企业盈利可持续性上升

有三方面的领先指标可以预测规模以上工业企业利润的整体增速，分别是房地产周期（价格与销售面积）、工业品的产量与价格（PPI 与重点工业品产量）、景气观测指标（PMI 与克强指数等）。整体而言，当前诸多短期指标都指向工业企业利润增速的回落，但也有指标反映出结构优化可能带来工业企业盈利的可持续性。

（1）景气观测指标

PMI 指标与克强指数以及克强指数中的工业用电量增速与铁路货运量增速，都对工业企业利润增速解释力较强，但当前三项指标都指向工业企业利润增速的短期回落。

（2）房地产周期

房地产与工业之间是产业链下游与上游的关系，数据显示房地产周期确实对工业企业利润增速有较好的解释力。当前房地产销售与价格都指向工业企业利润增速在 10 月后趋于向下一—2017Q1 住宅销售面积增速开始加速下行，其影响一般会滞后 3 个季度出现，9 月新建住宅价格开始加速下行，9 月住宅销售面积当月增速甚至突破 0 为负值。

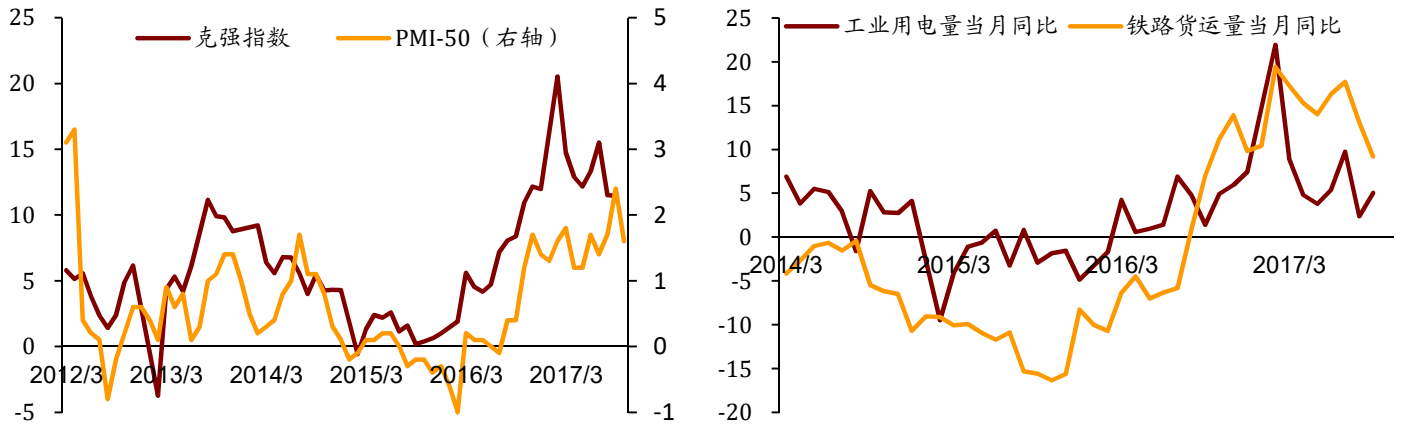
（3）工业品的产量与价格

2016 年以来 PPI 涨幅从低谷的 -5.9% 快速升至 2017 年以来的 6.5% 左右，与工业盈利恢复同期，不过涨价只能解释一部分工业企业的盈利修复。原因一是上游的价格反弹过程中，购进价格指数（PPIRM）上升其实是快于出厂价格指数（PPI）的。另一方面，PPI 的反弹幅度要小于工业企业利润增速从 -2.3% 至 22.8% 的反弹幅度。

在工业品产量的层面，2016 年以来粗钢产量增速由负转正并波动上行，反映了工业生产的恢复。其产量增长产生于房地产周期上行、基建投资提速、汽车与工程机械销售提速等需求侧的拉动；而产量波动则产生于供给侧的去产能和环保限产。

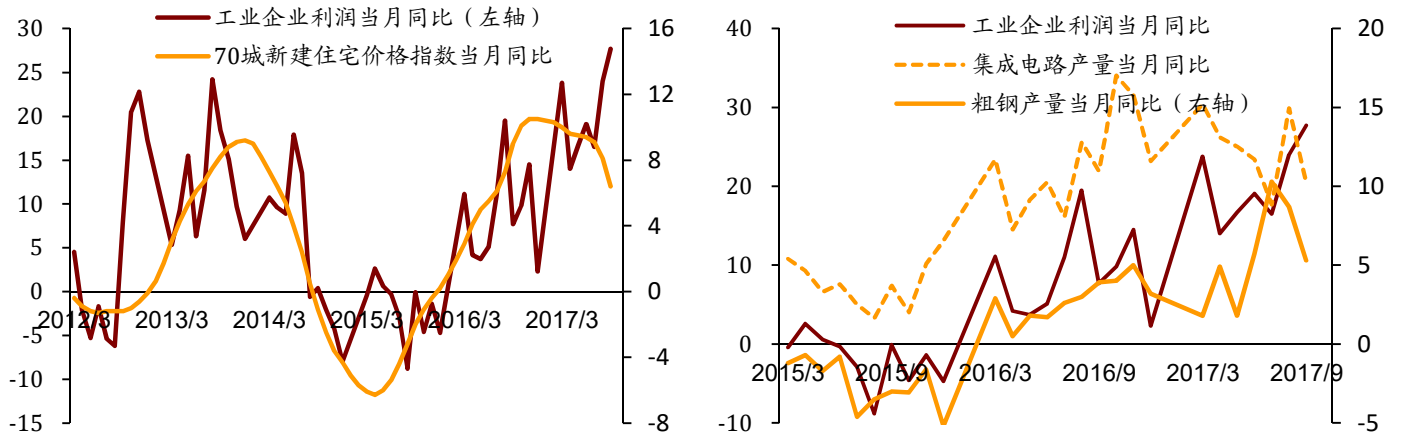
另外，与粗钢产量增长趋势中的大幅波动相比，2015Q3 以来集成电路的产量增长加速并基本实现高位稳定，反映出工业生产的恢复与工业结构的优化，预示工业企业利润增长具有可持续且更均衡的特征。

图 39: 工业企业利润增速与 PMI、克强指数 (及其中的工业用电量、铁路货运量增速) 的关系



资料来源: WIND, 招商证券

图 40: 工业企业利润增速与房地产周期、工业品产量增速的关系



资料来源: WIND, 招商证券

(七) 2018 年将呈现实体经济稳定、企业盈利改善的新局面

经济结构优化、企业提质增效, 可以实现可持续的、更均衡的工业企业利润增长, 这反过来又具有改善就业、增加居民收入、从而促进消费, 消减杠杆、促进研发支出、从而助力投资的作用。良性循环之中, 将逐渐形成宏观经济稳定、企业盈利向上的长期格局。

(1) 助力企业去杠杆, 缓解债务积压对投资增长的抑制。

BIS 信贷统计显示, 2017Q1 中国企业杠杆率环比下降 1 个百分点至 165.3%, 杠杆率连续 3 个季度不增表明企业去杠杆取得初步成效, 但绝对水平仍居高位则表明去杠杆进程依然任重道远。规模以上工业企业资产负债率自 2012 年以来一直处于下降趋势, 但国有企业明显偏高且没有明显下降, 这是未来去杠杆的重点所在。

(2) 促进研发支出、固定资产投资与人力资本投资。

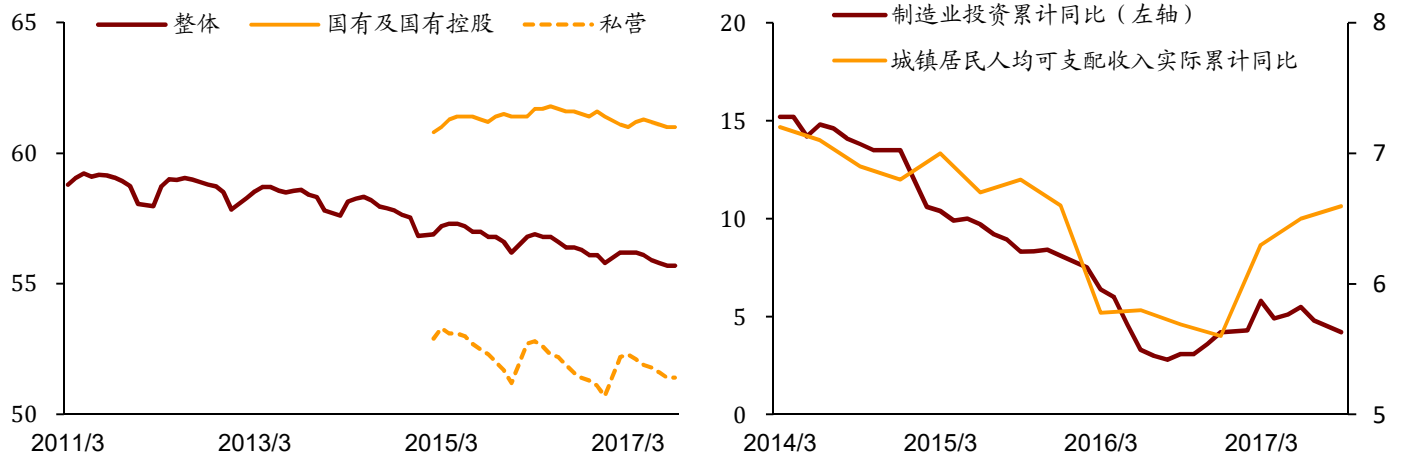
利润预期是企业增加投资的根本驱动力, 包括研发开支 (已计入固定资本形成总额)、固定资产投资、人力资本投资等。正是在工业企业利润增速上台阶的同时, 制造业投资增速开始企稳。而 2017 年 6 月以来再次回落, 则表明企业对未来利润增长可持续性悲观。我们认为, 当前的投资复苏是局部性的, 初期集中于国有企业与上中游行业; 之

后行业覆盖面有所扩大，但距离全面产能扩张还面临诸多约束。

(3) 企业利润增速稳定增长有助于提升居民收入，进而促进社会消费。

同样，也是在工业企业利润增速上台阶的同时出现了居民收入增长提速。截至 2017Q3，城镇居民人均可支配收入的实际累计同比增速已从 2016Q3 的低谷 5.6% 升至 6.6%，这将进一步带动社会消费增速稳中有升。

图 41：工业企业利润持续增长具有增加居民收入、消减杠杆、促进固定资产投资的作用。



资料来源：WIND，招商证券

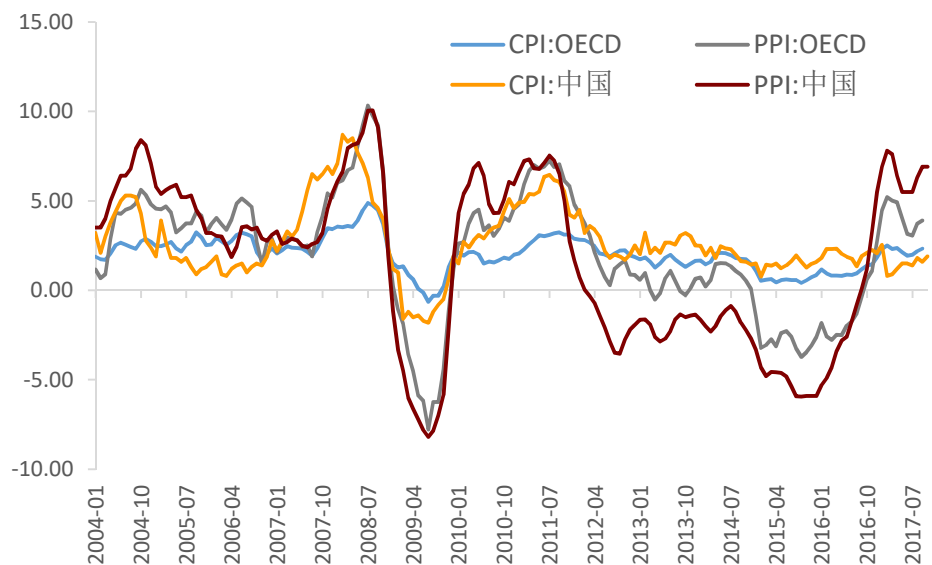
三、全球视角研判 2018 年中国通胀走势

(一) 结构性通胀在全球的蔓延

无论对我国还是全球情况而言，以往 CPI 与 PPI 的走势基本一致，但自 2008 年全球金融危机之后，全球范围内均出现了明显的“结构性”通胀现象，CPI 与 PPI 的走势出现明显分化，且 PPI 的波动幅度显著高于 CPI，特别是在 PPI 高企的时期中，CPI 似乎并未作出明显的反应，投资者通常会将此形容为：“PPI 向 CPI 的‘传导’受阻”。

回顾危机至今的情况，全球大体上出现了两轮 PPI 走高而 CPI 保持平稳的情况：第一轮出现在 2009-2011 年间（2009/8-2011/7）；第二轮出现在 2016 年至今（2016/1 至今）。可以看到，我国当前所出现的这种“结构性”通胀现象并非孤例。

图 42：危机之后全球出现“结构性”通胀

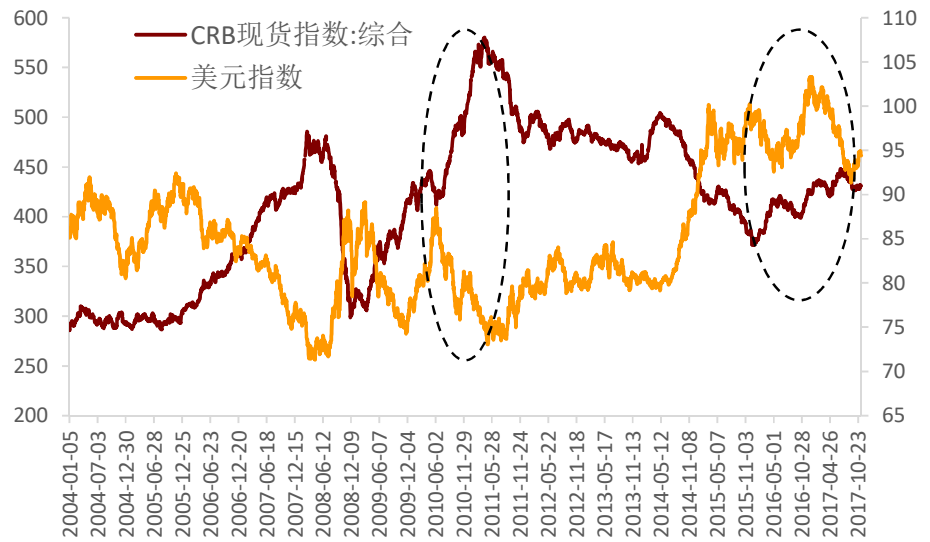


资料来源：Wind，招商证券

事实上，对于“PPI 向 CPI 传导”这个论述逻辑，本身就是存在争议的。从理论上的角度来看，PPI 与 CPI 所体现出的同涨同跌规律，不仅仅是因传导使然，也可能是受共同因素推动所致，而且 PPI 向 CPI 的传导效应很可能也不是单向的。抛开这一争议，我们应当如何理解危机之后所出现的“结构性”通胀现象？为何两次 PPI 快速走高之下均未（或暂未）引发 CPI 的显著抬升？特别的，应当如何看待目前这一轮 PPI 与 CPI 的分化？对以上问题的解答，无疑是我们进一步研判未来通胀变动趋势的关键。

第一，危机后 PPI 两轮上行受不同因素推动。危机之后大宗商品价格的两轮强势上涨推动了 PPI 走高，除了美元指数均在相应时间段内阶段性趋弱之外，第一轮与第二轮 PPI 走高各自受到了不同因素所推动，而由于此间全球经济均未出现强劲复苏导致 CPI 未能同时出现显著上行。

图 43: 大宗商品价格与美元指数

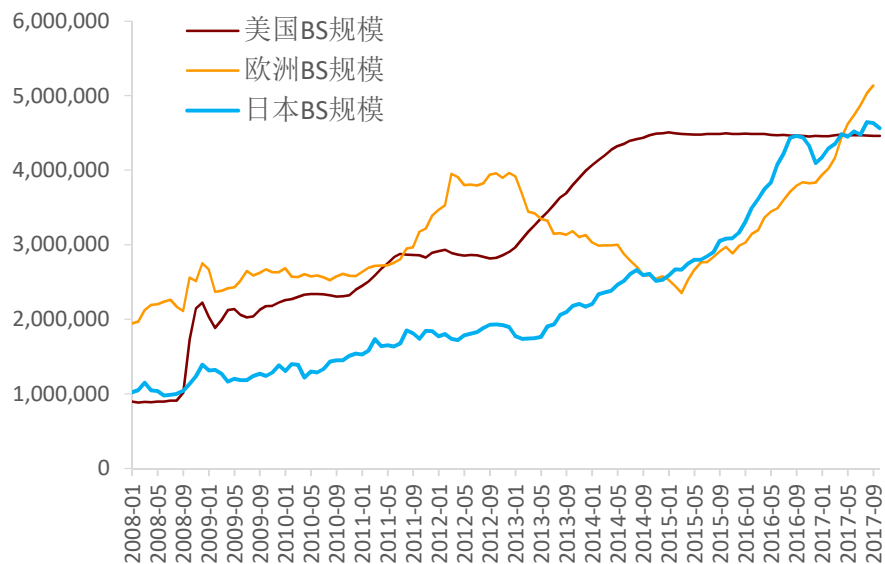


资料来源: Wind, 招商证券

第一轮 PPI 上行 (2009/8-2011/7) 主要受到全球流动性宽松以及中国“四万亿”刺激政策外溢效应的推动。

2008 年全球金融危机之后, 以美日欧为首的全球各国央行开启货币宽松模式, 全球流动性的快速扩张, 叠加此间在房市股市债市严重受到金融危机冲击的背景下, 大量资金由以上市场腾挪流入大宗商品市场, 导致大宗商品价格出现快速攀升。

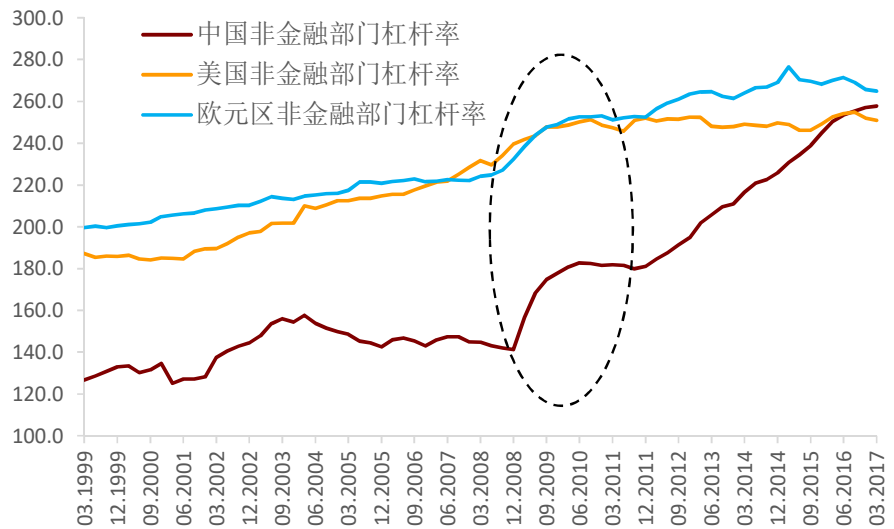
图 44: 危机之后美日欧央行大幅扩表



资料来源: Wind, 招商证券

与此同时, 为应对金融危机的冲击, 我国于 2008 年推出“四万亿”经济刺激政策, 大规模的中国基建投资需求在一定程度上也支撑了诸如铜、铁矿石等商品价格走高。

图 45: 中国“接力”美欧加杠杆



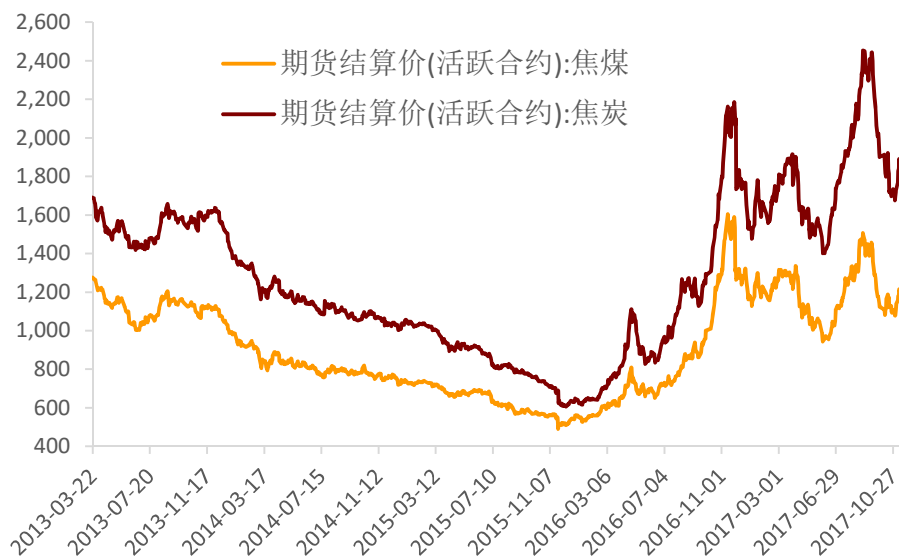
资料来源: BIS, 招商证券

自然的, 由于危机后各国所释放的天量流动性并未全部流入实体经济并显著刺激总需求, 从而导致全球范围内 CPI 同比普遍仅出现微幅抬升, 此后也长期保持低迷状态。

第二轮 PPI 走高 (2016/1 至今) 则主要受到中国供给侧改革政策、全球经济开始出现弱复苏以及产油国限产协议的影响。

市场中的主流观点将我国本轮 PPI 同比跌幅快速收窄转正并持续走高, 归结于我国的供给侧改革以及后续环保约束等国内政策因素的影响, 这一观点存在一定道理, 因为国内供给侧改革确实直接导致上游煤炭等产能过剩行业收缩供给, 国内供需平衡打破从而出现上游资源品价格上涨, 环保政策则对中游造纸等重污染行业形成供给约束, 同样导致相应价格攀升。

图 46: 煤炭价格受供给侧改革政策的显著影响

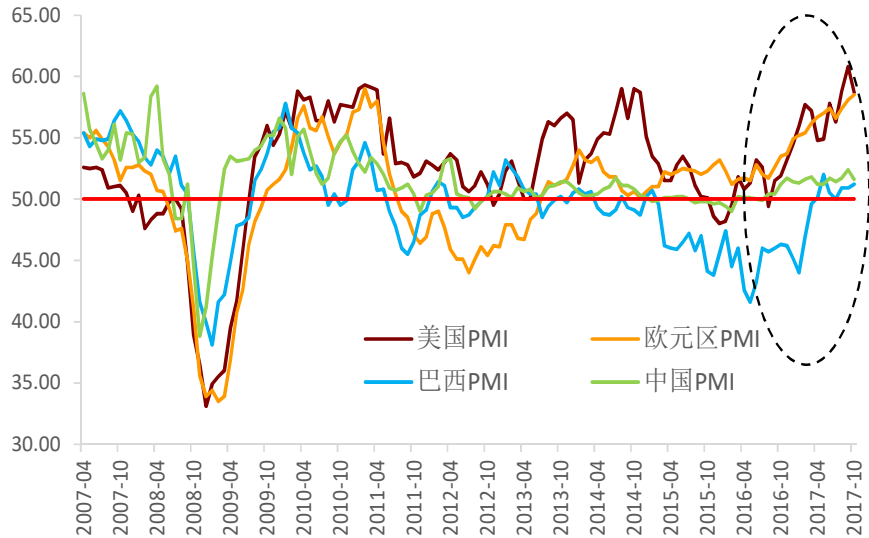


资料来源: Wind, 招商证券

但无论是供给侧改革还是环保政策, 改变的主要是我国国内部分产品的供需形势, 而这又如何解释全球范围内出现的大宗商品涨价呢? 特别的, 又如何解释铜等国际定价商品

的大幅涨价？事实上我们忽视了近两年以来全球经济所出现的积极信号，危机之后发达经济体持续实施低利率政策的累积效应，叠加大宗商品价格与巴西等资源型新兴经济体之间的正反馈效应，最终带来全球范围内的缓慢经济复苏。全球经济的这一复苏势头，支撑着大宗商品价格近两年来重新走强。

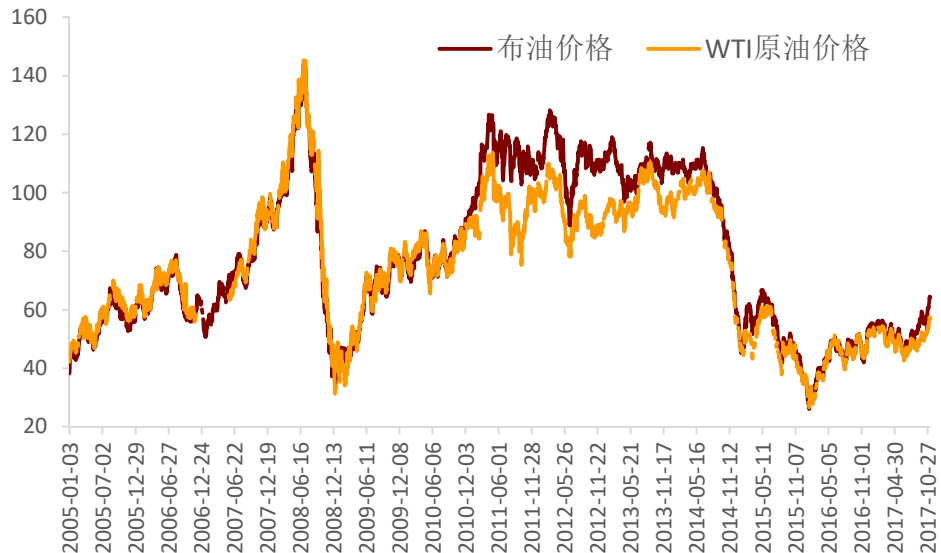
图 47: 全球经济同步出现趋势性复苏



资料来源：Wind，招商证券

除此之外，2016 年以来产油国限产协议的签署与落地情况屡超市场预期，促使原油价格自低点反弹，支撑了大宗商品价格的整体走高。

图 48: 国际原油价格走势



资料来源：Wind，招商证券

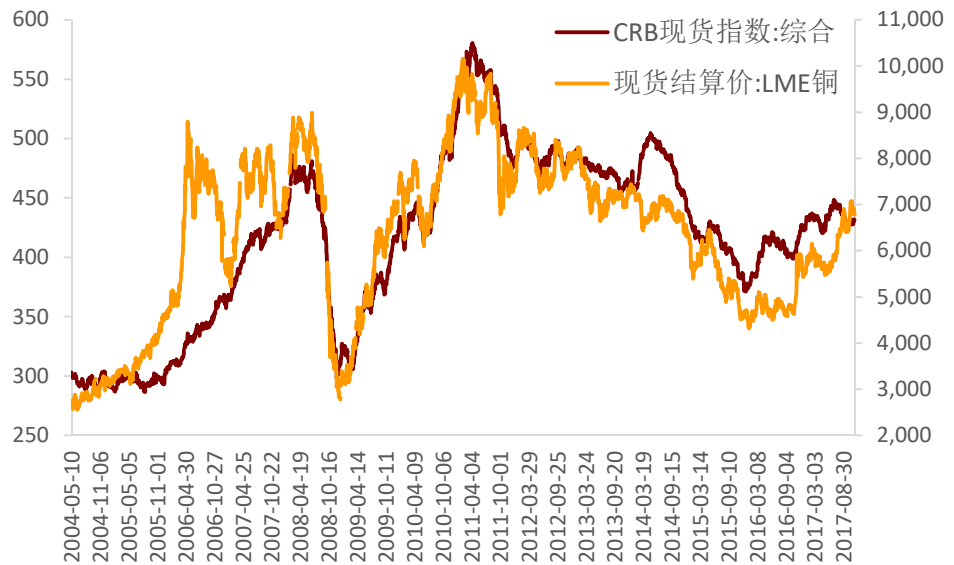
第二，2018 年“结构性”通胀将逐步缓和。在以上分析之中，我们至少能得出两个重要结论：

一是危机之后的两轮大宗商品涨价（即 PPI 快速上升）背后的逻辑存在明显差异，相应推动因素能否维持自然也将影响涨价的持续性。

那么本轮大宗商品涨价能否持续？无论从我国国内供给侧改革与环保政策仍将持续推

进、还是从全球经济弱复苏短期内难以逆转的角度来看，明年整体大宗商品价格大概率仍将维持“易上难下”的状态，但大宗商品价格上涨可能出现结构性变化。部分商品的涨价趋势将趋缓导致整体斜率出现下降（如美国页岩油供给对冲原油限产协议的影响导致油价在目前水平维持震荡，而我国国内上游行业去产能取得一定成效之后相关政策对煤炭等产品价格的影响也将逐步减弱，叠加全球央行货币政策转趋保守的趋势），但全球经济的缓慢复苏仍有望促使铜等其它商品继续支撑整体大宗商品价格上行，预计PPI同比中枢在2018年将因高基数出现下降，但仍难以转负。

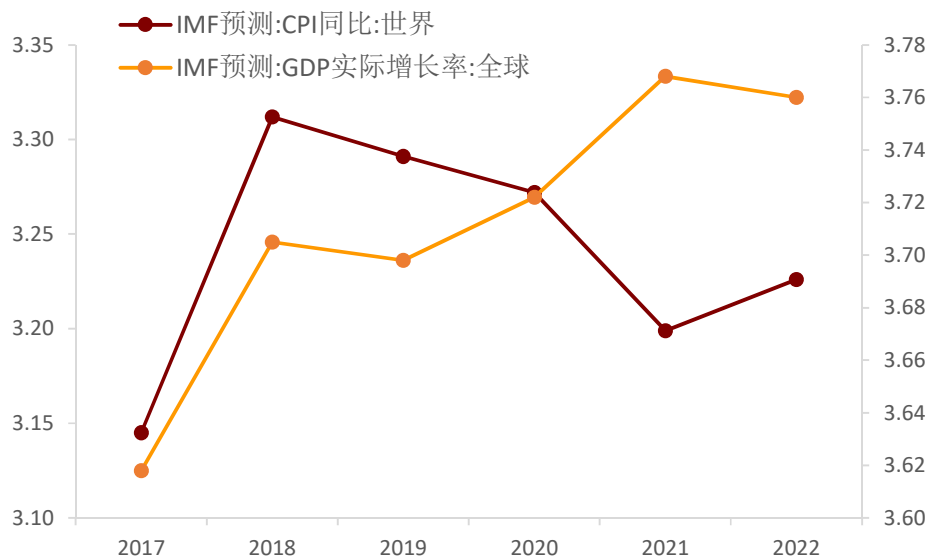
图 49: 全球经济复苏支撑铜价上涨



资料来源: Wind, 招商证券

而相比上一轮PPI大幅上行，由于本轮PPI上涨受到了全球经济缓慢复苏的驱动，明年全球CPI通胀中枢大概率将出现温和抬升。PPI同比涨幅的回落以及CPI同比的抬升，将明显缓和当前全球范围内的“结构性”通胀现象。

图 50: IMF对全球经济持乐观展望



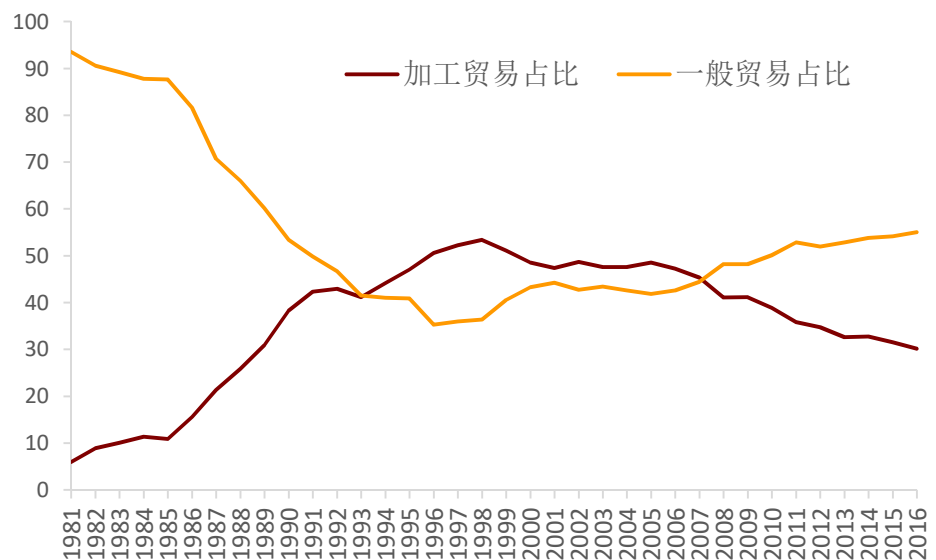
资料来源: Wind, 招商证券

3、我国通胀同样可能具备一定外溢效应。通过对比危机后在全球出现的两轮PPI上升背后的逻辑，我们可以得出第二个重要的揭露：中国因素在其中均产生了显著影响，

即中国国内政策具备一定的全球性外溢效应，而目前主流观点依然认为中国政策的外溢效应十分有限。如危机之后中国所实施的“四万亿”刺激政策，显著缓解了美欧等发达经济体私人部门剧烈去杠杆对全球经济增长所带来的负面冲击，并不可简单忽视中国因素的作用。如果进一步推论到通胀方面，我们同样认为我国国内通胀对全球通胀可能也存在一定的反馈作用，这也与 BIS 等国际机构的已有研究存在明显不同²。从 2016 年的情况来看，全球通胀水平的抬升自然有来自需求等因素的支撑，而我国通胀的对外传导可能也起到了一定的作用。

对于我国通胀进行国际传导的渠道，我们认为至少可通过贸易渠道对全球的通胀水平产生一定反馈作用。我国对外贸易主要模式为一般贸易与加工贸易，且目前一般贸易的比重已重新超越加工贸易。在改革开放之后，我国对外贸易中加工贸易的比重持续走高，但自 1997 年东南亚金融危机之后开始下降，而一般贸易在进出口金额中所占的比重则在 1997 年之后重新上行并超越加工贸易。

图 51: 我国对外贸易以一般贸易为主

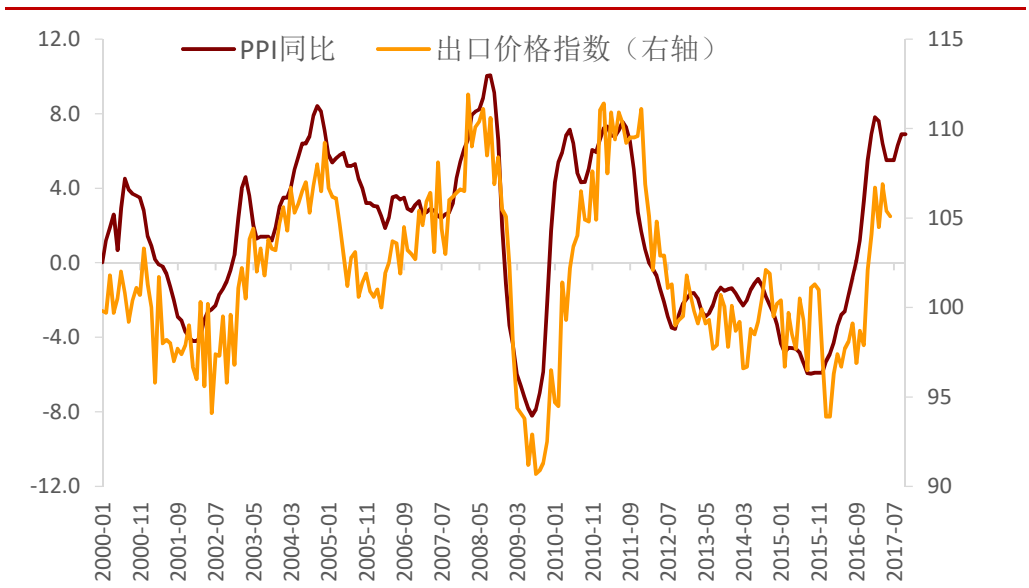


资料来源：Wind，招商证券

对于一般贸易，国内 PPI 的上涨领先于出口价格 1-3 个月。

² 如《全球化与通胀：本国通胀国际影响因素的新跨国证据》，BIS 工作论文，2017 年 5 月。

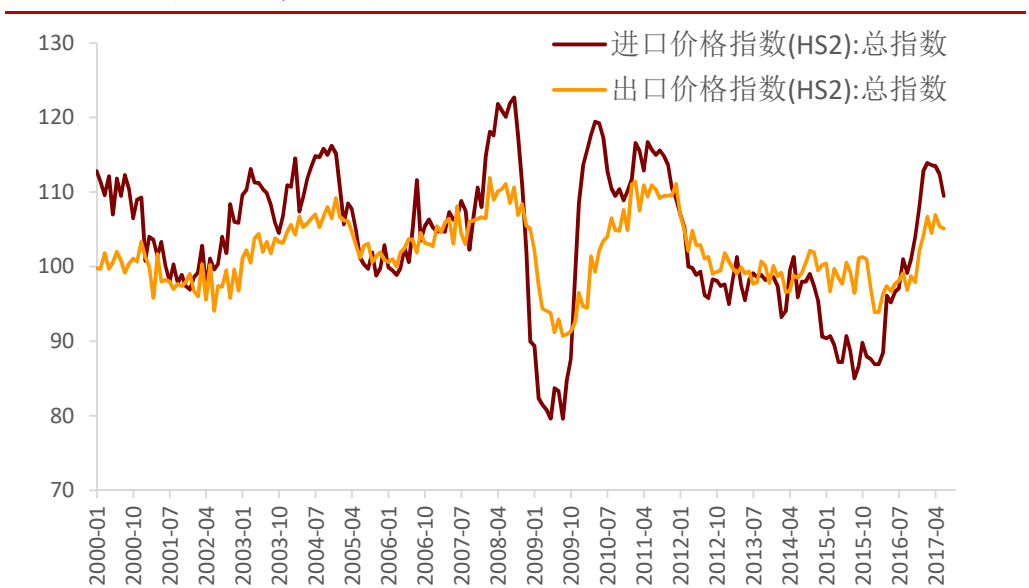
图 52: PPI 通常领先于出口价格



资料来源: Wind, 招商证券

而对于加工贸易, 进口价格大约领先于出口价格 3 个月, 存在较明显的成本转嫁现象。

图 53: 进口价格领先于出口价格



资料来源: Wind, 招商证券

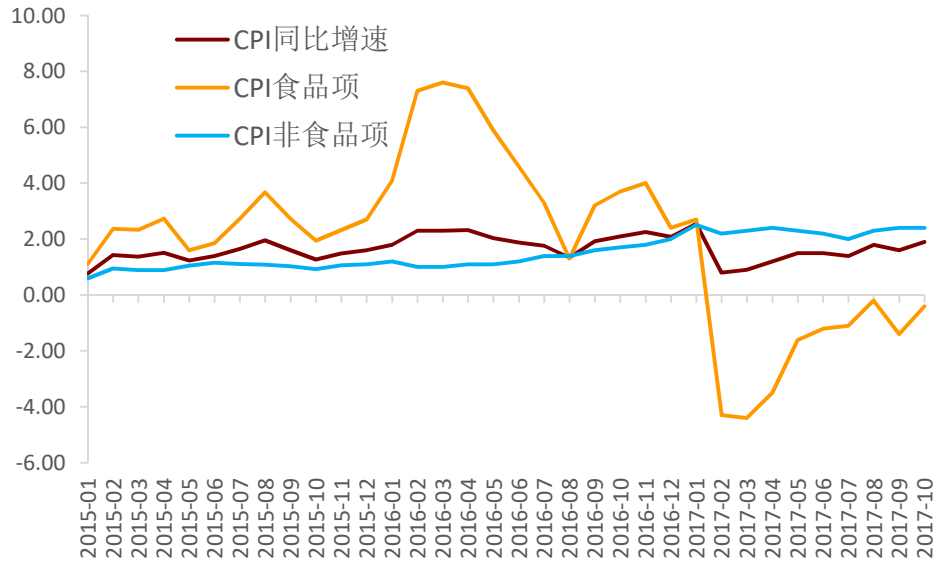
我国通胀对全球通胀所具备的反馈效应, 意味着全球通胀与我国通胀之间的传导将形成一个完整的反馈闭环, 这也使得全球通胀与我国通胀之间可能将因此形成共振。

(二) 2018 年 CPI 中枢温和抬升, PPI 明显回落

无论从 CPI 与 PPI 的细项出发分析, 还是从全球产出缺口以及我国央行货币政策态度等宏观角度考虑, 2018 年我国 CPI 同比中枢将相较 2017 年出现抬升, 预计明年全年中枢水平在 2.3%; PPI 同比中枢相较 2017 年则将出现明显回落, 预计明年全年中枢水平在 3.0%。从目前情况来看, 预计明年通胀因素仍难以成为我国货币政策关注的主要矛盾, 但 CPI 同比中枢的抬升无疑将导致 2018 年债券市场仍难以出现趋势性投资机会。

第一，2018年CPI同比温和上升。2017年以来我国CPI呈现出主要由非食品项拉动的显著特征，原油等大宗商品价格对我国CPI的走势起到明显的决定性作用。与前面分析的结论相一致，我们认为全球大宗商品价格在2018年将处于“易上难下”的状态之中，但受基数已明显抬高等因素的影响导致非食品价格涨幅将较2017年出现回落。

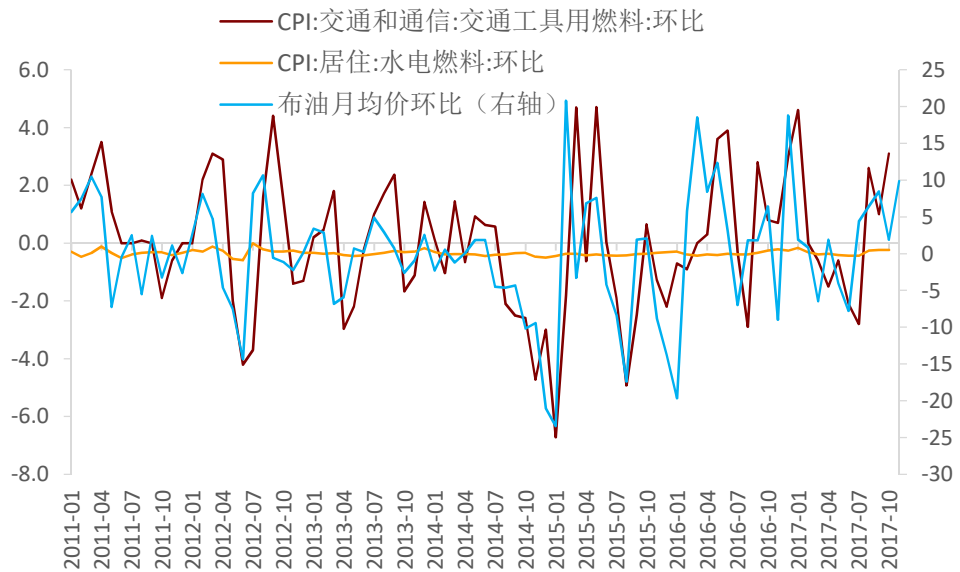
图 54: 我国 CPI 呈现出“非食品通胀”的特征



资料来源: Wind, 招商证券

从非食品项中最为关键的原油价格来看，沙特反腐行动以及美国飓风等短期冲击的影响将逐步消散，国际原油价格的走势最终仍将回到限产协议实施与页岩油增产这一核心博弈之中。与此同时，未来随着美联储加息的推进以及特朗普改革政策的部分落地，美元指数在明年可能出现反弹走高，也将制约原油价格的上行空间。

图 55: 国际油价主要通过两项直接影响 CPI 走势

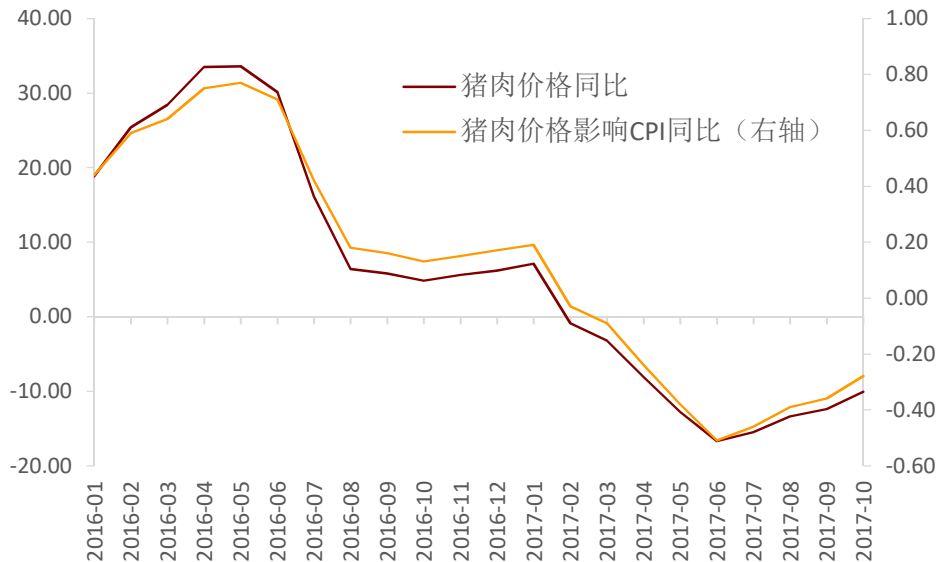


资料来源: Wind, 招商证券

假设2018年原油价格维持在目前60美元/每桶的中枢进行震荡波动，2018年原油单项预计将抬升CPI同比约0.1个百分点，如果2018年原油价格中枢进一步上行至70美元/每桶附近，则CPI同比将受原油驱动大约0.26个百分点。从目前的情况来看，2018年国际油价中枢维持在60美元附近的可能性更大。

食品项有望在 2018 年继续减少对 CPI 整体的拖累。今年以来食品项持续对 CPI 同比贡献负增长，在今年年中猪价企稳并出现阶段性反弹的支撑下跌幅正逐步收窄。展望 2018 年的情况，猪价走势仍是影响食品项的关键因素，对 CPI 同比的拖累有望继续改善。

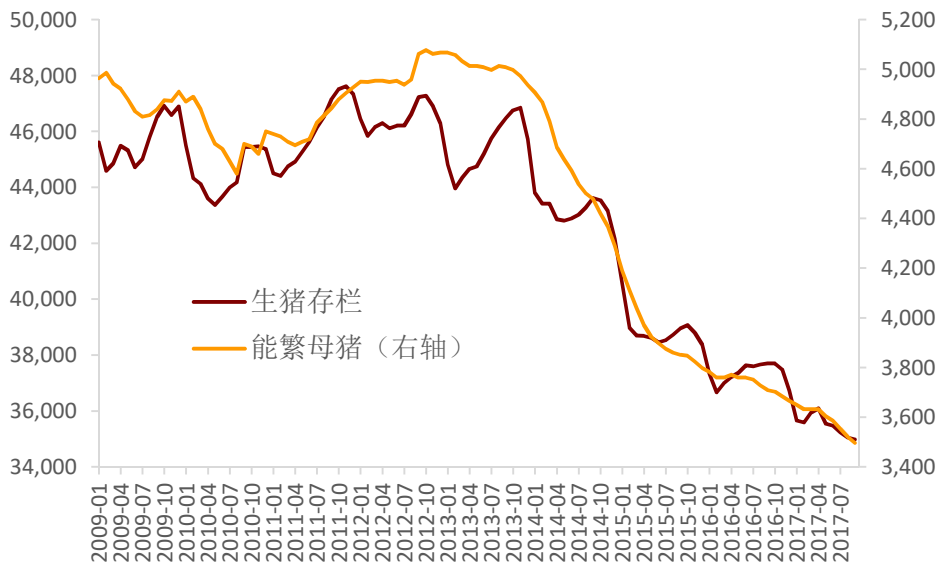
图 56: 猪肉价格年中之后出现阶段性反弹



资料来源: Wind, 招商证券

近年来猪肉价格主要受到环保政策落地情况的影响。此前对于猪价预期的悲观态度导致大量散养户抛栏并永久退出市场,由此出现了在母猪存栏量持续下行情况下猪肉价格长期保持低迷的现象。

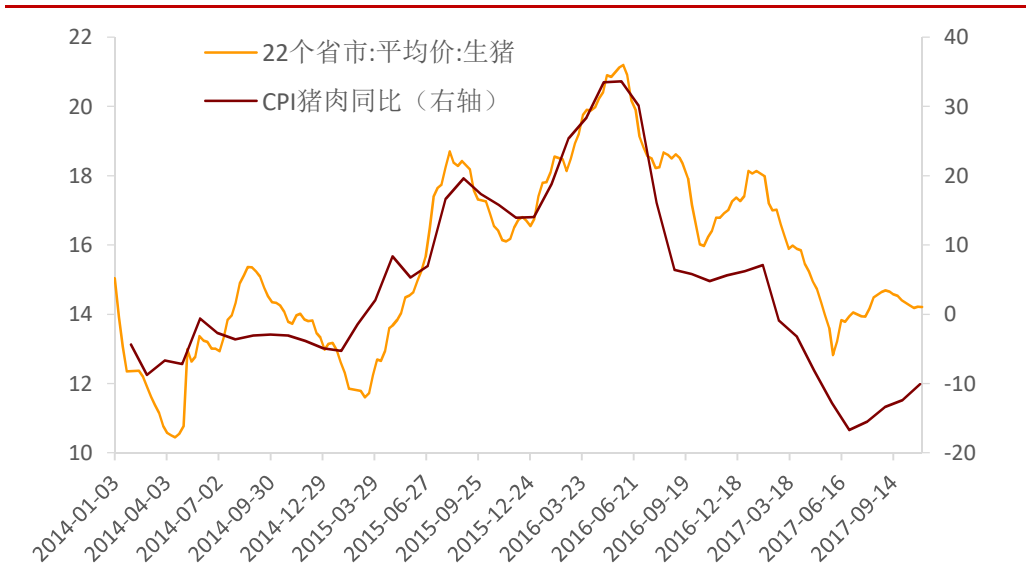
图 57: 存栏量持续下行



资料来源: Wind, 招商证券

而随着环保政策的不断落地,对猪肉供应的负面影响逐步显现,猪肉价格也出现了阶段性反弹,叠加年底猪肉消费旺季的到来,今年年底至明年年初猪肉价格仍可能继续延续阶段性反弹的态势,我们预计 2018 年猪肉价格全年均值将高于今年,对 CPI 同比的拖累将继续减弱,但环保约束所导致的规模化养殖替代导致猪肉价格仍难以出现明显反转(除非环保政策的推进情况再度如 2016 年般明显超出市场预期)。

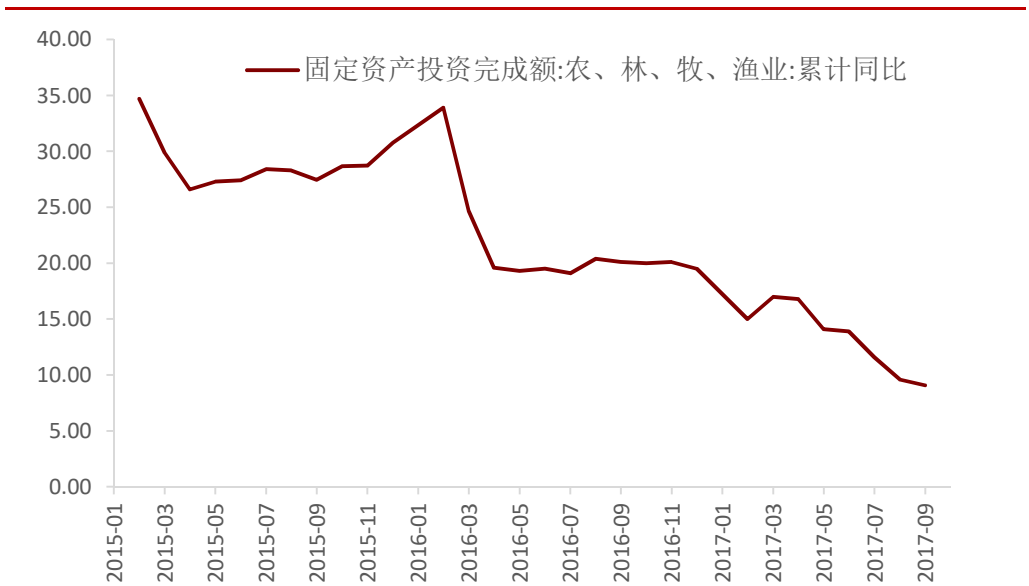
图 58: 猪肉价格在今年年中出现阶段性反弹



资料来源: Wind, 招商证券

而今年以来农林牧渔行业固定资产投资增速下行, 未来可能对相应的食品供给造成负面影响, 对明年的 CPI 同比增速上行也存在潜在的推动效果。

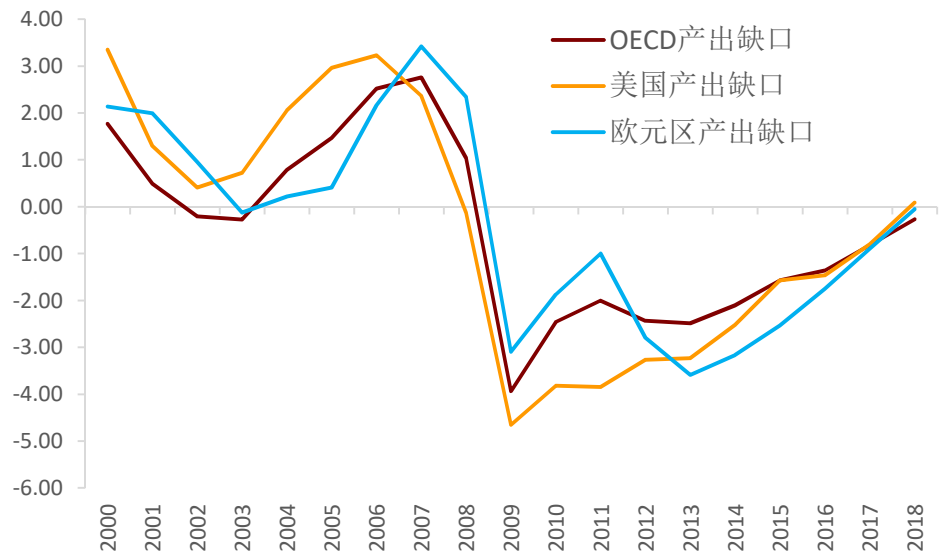
图 59: 投资增速下降未来可能对供给造成负面影响



资料来源: Wind, 招商证券

除此之外, 全球产出缺口趋于闭合, 但国内货币政策仍将维持稳健中性以及全球范围内的货币政策保守化趋势, 均指向我国明年 CPI 中枢大概率将仅出现温和抬升。

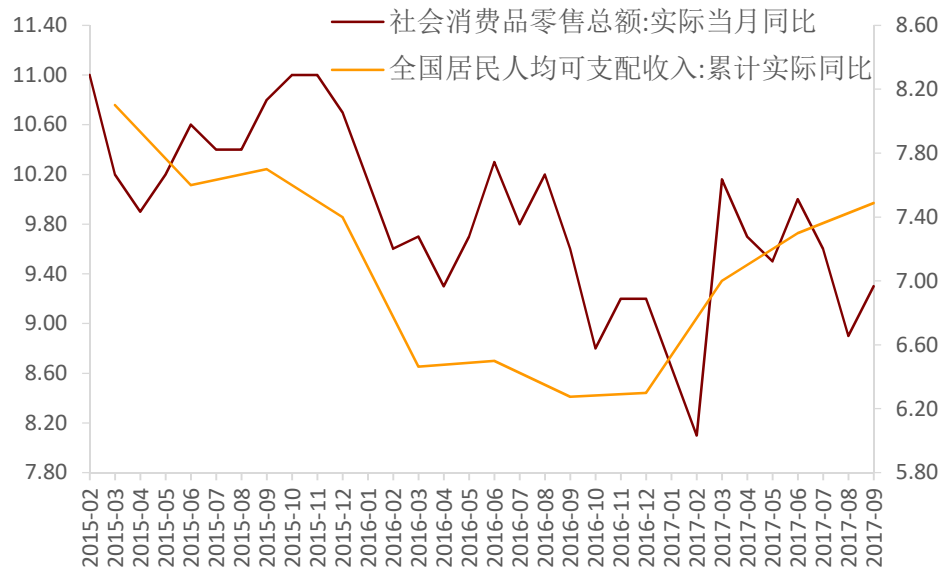
图 60: 发达经济体产出缺口趋于闭合



资料来源: Wind, 招商证券

需要再次强调的是,今年以来我们持续看好消费对于我国经济增长的重要支撑作用。我国居民收入水平的持续提高,将支撑居民的消费需求,最终也将使得 CPI 同比中枢抬升获得需求端的有力保障。

图 61: 收入提高刺激消费



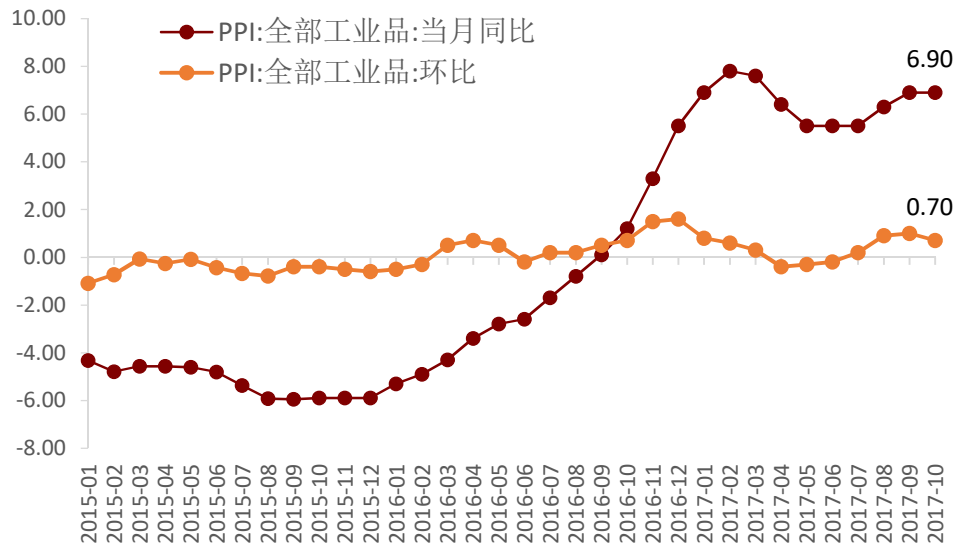
资料来源: Wind, 招商证券

基于以上分析,我们预计 2018 年各季度 CPI 同比增速如下: 2.5%、2.4%、2.4%、2.0%, 2018 年全年均值为 2.3% 高于 2017 年。其中, 明年 2 月份由于受到春节错位的影响将成为全年高点, 预计高点将达到 2.9%-3.0%。由于明年全年的 CPI 水平依旧不高, 难以对货币政策形成掣肘, 未来需要继续关注环保以及供给侧改革政策的推进情况。在 CPI 中枢有所抬升的背景之下, 债券市场预计难以出现趋势性投资机会, 仅在部分月份通胀数据出现明显预期差时 (例如, 明年 2 月份时 CPI 同比显著不达预期), 可能存在短期交易性行情。

第二, 2018 年 PPI 同比增速将出现明显回落。今年以来 PPI 的表现持续超出市场一致预期, 在二季度末连续走平之后在三季度反弹走高, 而此前市场普遍认为本轮大宗商

品涨价的动力仅仅来源于供给侧改革以及环保约束所导致的供给端收缩，并未对我国经济的“韧性”以及全球经济逐渐出现同步复苏进行充分预期，这一认知上的偏差也正是 PPI 同比数据接连超预期的缘由。在我们此前的报告中，我们不断强调了来自收入提升所带来的消费支撑，以及全球经济复苏、外需持续改善所带来的出口需求提振，而这一经济的“韧性”以及全球缓慢复苏的势头将继续延伸到明年。

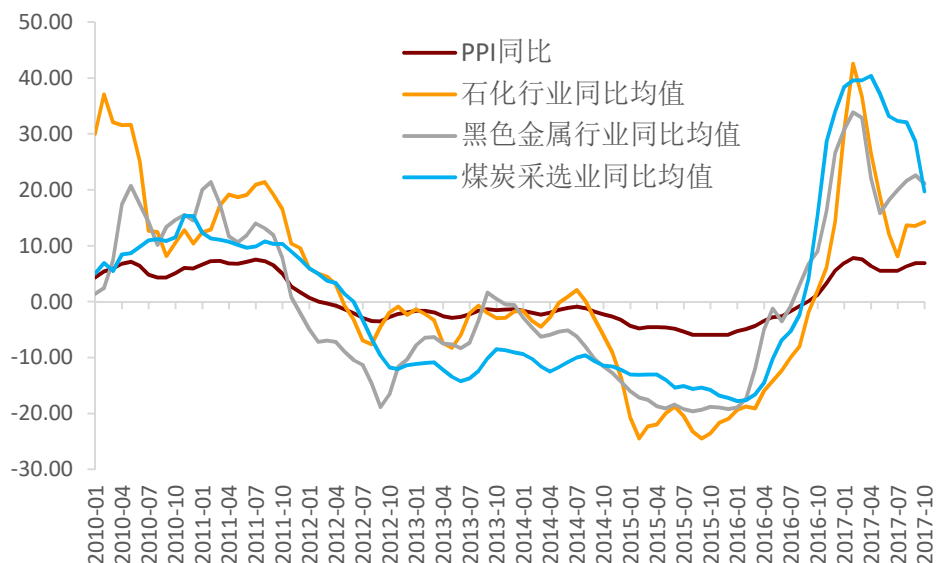
图 62: PPI 年内屡超市场预期



资料来源: Wind, 招商证券

从 PPI 同比的细项数据来看，今年年初以来 PPI 同比的攀升主要受到石化、黑色金属以及煤炭采选业的推动，目前除仍较明显的翘尾因素以及石化³、黑色金属⁴行业的再度反弹走高之外，最受供给侧改革影响的煤炭采选业价格涨幅已持续减弱，有色金属以及中游造纸等行业接替煤炭采选业在近几月来成为 PPI 超预期的主要推动力。

图 63: 今年年初以来 PPI 的三大推动行业



资料来源: Wind, 招商证券

³ 主要包括石油和天然气开采业，石油加工、炼焦及核燃料加工业，化学原料及化学制品制造业。

⁴ 主要包括黑色金属矿采选业，黑色金属冶炼及压延加工业。

这一变化趋势也正符合我们对于明年 PPI 走势(或这说大宗商品价格变动趋势)的判断,整体而言大宗商品价格仍将出现上涨,但涨幅将不及 2017 年,且涨价的品种可能出现结构性变化,此前受到国内供给侧改革政策影响的品种的价格涨幅将趋缓。

基于以上分析,我们预计 2018 年各季度 PPI 同比增速如下:3.4%、3.5%、3.1%、2.0%,2018 年全年均值为 3.0% 相较 2017 年显著下降,当前的“结构性”通胀现象显著缓解。此外,预计 PPI 单月同比数据难以出现负值,PPI 不出现断崖式下跌的意义无疑是重大的,将对我国的企业盈利持续改善以及银行业消化不良提供良好的宏观环境。

四、金融监管强化对商业银行负债端的约束

负债端的制约是 2016 年末至今导致债市波动的重要原因之一，我们一直坚持从商业银行资产负债表来观察和分析这个因素的变化及影响。

（一）金融去杠杆对银行资产负债表影响的回顾、反思与展望

过去五年中小型银行存款占比降低、同业负债(含存单)依赖度上升、向央行借款增加。这种负债端的结构变化决定了资金成本的上升和流动性的转弱。同业负债稳定性较差，对金融系统的依赖度较高，这导致负债端对商业银行的制约上升。在这个过程中，资金“脱实向虚”，与同业、资管、表外活动高度关联的银行股权及其他投资科目高速扩张。

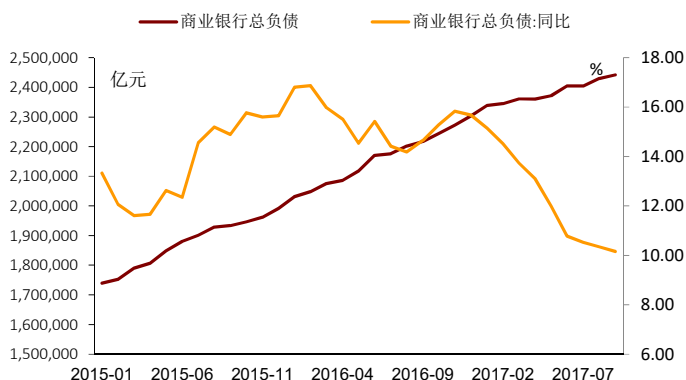
2016 年末和 2017 年上半年的“去杠杆”和强监管政策推动商业银行资产负债表的结构变化，我们在 2017 年下半年宏观经济展望《疾风知劲草》中对此有五个判断。在 2017 年末回顾这些当时的判断，有助于厘清下一个阶段的思路。

回顾 2017 年商业银行资产和负债端的变化大部分与我们当时推断一致，有部分与预期不同，如同业存单。此外，还有些变化值得思考。

2017 年商业银行的总负债，规模增长、增速下滑。受表外理财纳入 MPA 监管的影响，一季度从 15.7%快速下滑至 13.7%。接着，银监会从严落实已有政策的强监管环境，推动该同比增速二季度降至 10.8%。随着一行三会加强监管协调，从“去杠杆”转向“稳杠杆”，三季度同比增速下滑速度放缓，至 10.2%。

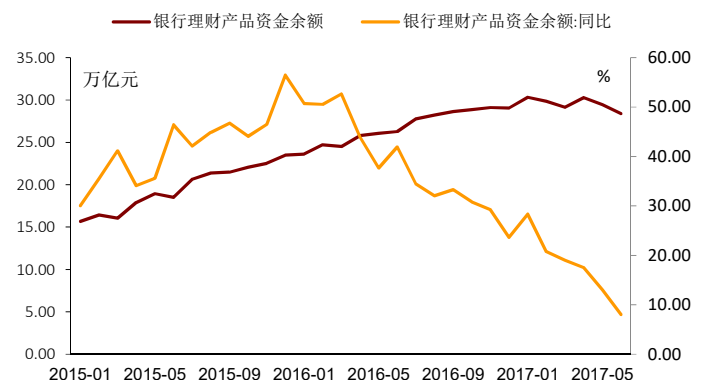
银行理财规模下滑，特别是同业理财萎缩。二季度末理财产品余额 28.4 万亿元，比年初减少 0.67 万亿元。金融同业类理财规模萎缩是主要原因。2017 年以来银行理财规模累计减少 2.2 万亿元，基本上已经消化了 2016 年下半年虚增的同业理财规模 1.97 万亿元。

图 64：商业银行资产负债表规模增长、增速下滑



资料来源：WIND，招商证券

图 65：银行理财总规模下降



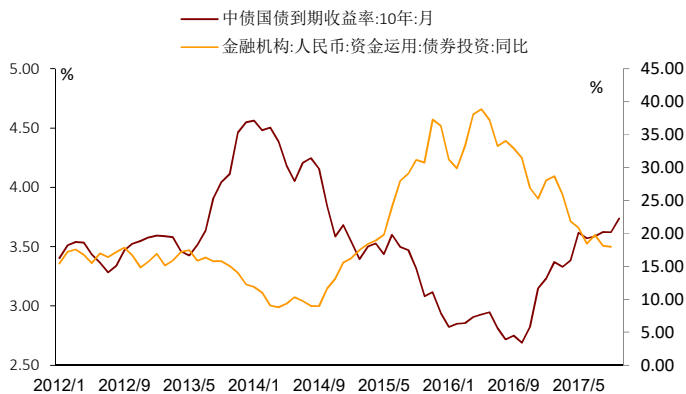
资料来源：WIND，招商证券

表内同业投资和债券投资增速确实出现放缓。从今年 9 月的信贷收支表来看，债券投资同比增速从年初的 28% 下降至 18%，股权及其他投资同比增速从年初 64% 降至 6.4%。银监会的新闻稿中指出特定目的载体投资增速显著下降，这部分投资资金是空转现象较为突出，嵌套层级较多、加杠杆较明显的领域。经过治理，今年以来特定目的载体投资规模仅增长 8000 多亿元，同比少增 4 万多亿元，增速较去年同期大幅下降 36.7 个百分点。

表外理财中投资非标资产和信用债的占比下降。2017年上半年相比2016年末，在非标债权类资产中，与企业债券、公司债券、资产支持证券等占理财资产余额的占比分别从17.5%和35.1%，降至16.1%和34.8%。

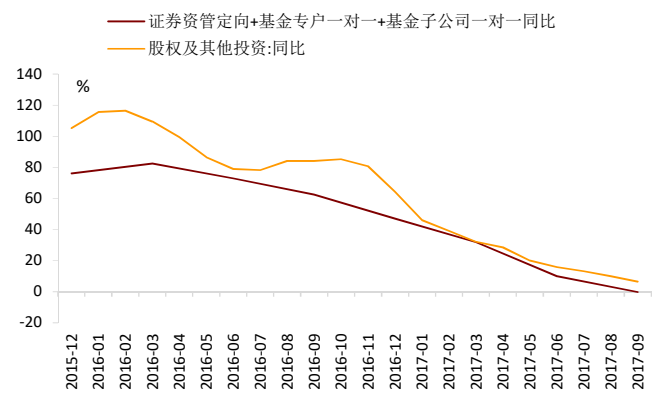
通道业务规模增速放缓。传统的通道三兄弟，主要面向银行的基金子公司及基金专户的一对一产品、券商资管的定向资管计划规模从一季度末28.3亿元收缩至25.5亿元，通道业务规模增速持续下滑。

图 66: 银行债券投资同比增速与 10 年期国债收益率



资料来源: WIND, 招商证券

图 67: 通道业务规模萎缩、增速持续下滑

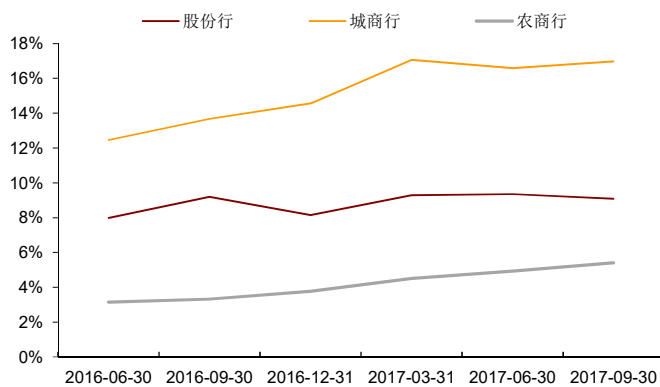


资料来源: WIND, 招商证券

由于 M2 包含金融空转虚增的部分，这是我们当时预判银行总资产增速下滑的幅度大于 M2 且 M2 下行将至 9.0%-9.5% 区间的主要原因。截至今年前三季度，商业银行总资产同比增速从年初 15.2% 降至 10.2%，M2 从年初 11.3% 降至 9.2%

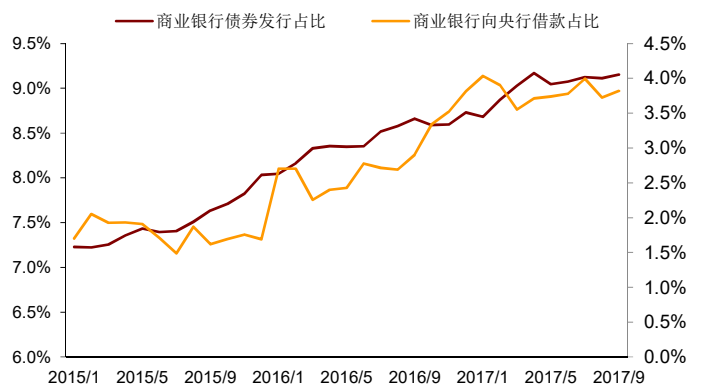
与我们预期不同的是监管转折发生时点提前，市场情绪从今年 6 月中旬即开始改善。金融市场剧烈波动，为防止处置风险，监管转折点出现在 5 月末。需要注意的是，截至三季度银行负债端对同业存单的依赖仍未实质性改善，同业存单收益率止跌反升。一方面，受到实体经济预期、流动性预期、海外因素、供需变化等多因素影响，SHIBOR 利率上行。另一方面，商业银行负债端来源于同业存单的资金占比持续上升，年初为 8.7%，三季度末同业存单在总负债的占比上升至 9.2%。这一点与从上市银行资产负债表中，应付债券占总负债的比例持续上升一致，城商行和股份制银行占比最高，最为依赖同业存单融资。不过，与二季度相比，三季度股份制银行占比有所下滑，农商行和城商行的占比还在上升。

图 68: 银行负债端对同业存单的依赖度仍未实质性改善



资料来源: WIND, 招商证券

图 69: 负债端的补充来源仍不稳定



资料来源: WIND, 招商证券

展望 2018 年，商业银行负债端的约束难以放松，而且明年一季度新的考核要求还将加

大约束力度。三季度末同业存单在总负债的占比重新上升至 9.2%。2018 年一季度末同业存单将纳入 MPA 同业负债考核，从目前来看，股份制银行和城商行的考核压力依然较大，特别是城商行三季度同业存单占比止跌回升，这意味着四季度和明年一季度此类银行负债端将面临更大的 MPA 考核压力。

受负债端的约束，商业银行只能重新划分存款存量或者继续放缓资产负债表扩张速度。预计在央行流动性供给紧平衡、银行同业融资规模下滑的背景下，明年商业银行资产负债表的增速将低于 M2 的增速。从信贷收支表的资金主要运用方来看，如果 2018 年推出大资管监管政策，股权及其他投资同比增速将会继续下降，但降幅会趋缓；央行继续支持资金流向实体经济，企业贷款的增速相对平稳，但居民贷款同比增速会显著下降；2018 年 10 年期国债收益率有望从当前 4.0% 向 3.7% 中枢回归，预计债券投资增速有望回升。

表 4: 按照广义信贷各分项不同速度收缩的情景假设下对 M2 的预测

	股权及其他投资	债券投资	信贷	商业银行总资产	M2
2016/12/31	64.4%	25.3%	13.5%	15.7%	11.3%
2017/4/30	28.5%	21.9%	12.9%	13.1%	10.5%
2017/9/30	6.4%	18.0%	13.1%	10.2%	9.2%
2017/12/31(E)	0%	19.0%	12.3%	8.5%	9.5%
乐观情况	-6.0%	20.0%	12.2%	9.0%	10.6%
2018/12(E) 中性情况	-8.0%	19.0%	12.2%	8.6%	10.1%
悲观情况	-10.0%	18.0%	12.0%	8.2%	9.5%

资料来源：招商证券

2017 年 M2 增速回落主要源于两方面因素：非金融部门中的企业存款增速持续下滑和住户存款增速小幅走弱；增速向上的动力是机关团体存款增速上行。而金融部门同比增速，5 月前连续回落，此后稳步回升。

2018 年 M2 同比增速向上的动力来自，金融部门存款同比增速的上行，非金融部门中企业存款增速止跌趋稳，与机关团体存款增速的稳定。而拖累 M2 同比增速的因素则是居民存款的增长乏力。对这些因素的展开分析请见《为什么我们看 M2 的触底反弹》

我们认为 M2 增速继续下跌的空间有限，未来有望触底反弹，回升幅度相对温和，继续维持低位运行。预计 2018 年 M2 同比增速前低后高，下半年有望反弹至 10% 以上。在不同情形下 2018 年年末 M2 将在 9.5% 至 10.6% 区间。

表 5: 按照不同部门增速情景假设下对 M2 的预测

	金融部门	非金融部门	M2
2016 年 12 月	0.7%	12.6%	11.3%
2017 年 09 月	9.4%	9.1%	9.2%
2017/12/31(E)	10.5%	9.4%	9.5%
乐观情形	12.0%	10.5%	10.6%
2018 /12(E) 中性情形	11.0%	10.0%	10.1%
悲观情形	10.0%	9.5%	9.5%

资料来源：招商证券

在中性情况下，预计 2017 年社会融资当年新增规模为 18.1 万亿元，2018 年为 20.4 万亿元。社会融资规模和 M2 的同比增速差距有望收窄。

表 6: 不同情景假设下对社会融资规模的预测

	贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票投资	社会融资规模 (同比, 万亿)
2016/12/31	13.4%	19.8%	15.8%	-33.4%	22.5%	27.6%	12.8%
2017/4/30	13.1%	17.9%	26.9%	-13.8%	10.3%	25.3%	12.8%
2017/9/30	13.5%	10.8%	35.9%	14.8%	5.2%	17.1%	13.0%
2017/12/31(E)	12.3%	7.0%	38.0%	18.0%	2.0%	15.0%	11.7%, 18.1
乐观情况	12.2%	2.0%	35.0%	18.0%	11.0%	17.0%	12.6%, 21.6
2018/12(E)	12.0%	0%	32.1%	15.2%	10.0%	16.0%	11.8%, 20.4
中性情况							
悲观情况	11.8%	-5.0%	31.0%	13.0%	8.0%	14.0%	10.9%, 18.8

资料来源: 招商证券

(二) 2018 年明年有哪些监管政策可能落地

十九大前后, 一行三会就金融监管频频发声, 未来金融监管趋严成为必然趋势。从近期监管层表述来看, 未来金融监管的走向为完善宏观审慎政策, 搭建双支柱框架; 加强监管协调, 在金稳会统领下一行三会协作配合; 查漏补缺, 补齐监管短板; 拆解同业, 穿透资管, 整治金融体系内空转套利。

结合此前未正式发布的以及纲领性的政策文件, 我们认为未来监管可能在大资管业务监管上有所作为, 其中可能有单独的理财新规落地。

首先, 理财监管新规可能正式发布。2014 年及 2016 年 7 月, 两版《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》下发, 但暂时仍未有正式文件发布。今年对理财的监管加码, 一季度理财纳入 MPA 考核, 5 月 15 日理财登记中心下发《关于进一步规范银行理财产品穿透登记工作的通知》, 要求对银行理财的各类资产管理计划和委外信息进行逐层登记、动态跟踪和完整披露。同时考虑到银监会主席郭树清以及央行行长周小川近期表态中均对理财有提及, 因此正式的监管文件在未来有可能出台。

2016 年 7 月的《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》中对理财的主要规定在于: 回归理财本质, 控制银行为理财承担的风险, 要求商行不得无条件向客户承诺高于本行同期储蓄存款利率的保证收益率或最低收益率, 不得用自有资金购买本行发行的理财产品, 不得为非标和权益类资产提供任何直接或间接、显性隐性担保; 限制理财可投资范围, 特别是非标投资, 将理财分为基础类和综合类, 基础类不能投资于非标、权益类资产, 要求非标余额任何时点不得超过理财产品余额的 35%, 只能对接信托计划, 而不能对接其他理财、基金资管计划、券商资管计划、期货资管计划和保险资管计划等; 限制理财杠杆与期限错配, 每只理财杠杆不得超过 140%, 投资于非标和上市公司股权或收益权到期日不得晚于理财产品到期日; 限制银行腾挪资产, 要求商业银行理财产品不得直接或间接投资于本行信贷资产及其受(收)益权; 禁止资金池, 强制第三方托管, 并对风险准备金计提和投资资产集中度作出要求, 意见稿要求商行理财业务与其他业务相分离, 确保每只理财产品单独管理、单独建账和单独核算。

总体而言, 征求意见稿中对理财的监管思路在于让表外理财回归于资管的本质, 卸下银行理财隐形兑付所积累的风险。不过绝大部分理财业务的规定已经在 2017 年的一系列监管文件中得到严格落实, 预计落地对市场的影响有限。

其次, 大资管监管的操作化细则可能进一步落实。2017 年 2 月, 人民银行会同中央编办、法制办、银监会、证监会、保监会和外汇局起草的《关于规范金融机构资产管理业

务的指导意见（内审稿）》由媒体流出，预示一行三会对大资管行业的统一监管可能即将到来。其后，《2017年二季度货币政策执行报告》和《2017中国金融稳定报告》均开辟专栏或专题提纲挈领地探讨资管业务监管，体现出监管层对于资管监管的重视。两篇报告的表述大体相同，在风险识别方面都认为资管业务的风险在于：资金池操作存在流动性风险隐患、产品多层嵌套导致风险传递、影子银行面临监管不足、刚性兑付使风险仍停留在金融体系、以及部分非金融机构无序开展资产管理业务。监管思路均在于：分类统一标准规制，逐步消除套利空间；引导资产管理业务回归本源，有序打破刚性兑付；加强流动性风险管控，控制杠杆水平；消除多层嵌套，抑制通道业务；加强“非标”业务管理，防范影子银行风险；建立综合统计制度，为穿透式监管提供根本基础。

2月流出的《意见（内审稿）》在政策思路上与两篇报告一致，但是相对而言操作性更强，核心内容包括：**限制可投资范围**，包括限制投资非标资产，禁止投资非标准化商行信贷和非金融机构发行的资管产品，分私募公募适用不同投资范围；**建立资本约束机制，统一风险准备金**，要求非预期收益型产品按管理费用10%计提风险准备金，直到余额达到产品余额的1%；**统一同类产品杠杆要求**，公募不超过140%，私募不超过200%，结构化产品根据所投资资产的风险程度设定杠杆；**防止多层嵌套**，除FOF和MOM外资管产品不得投资其他资管产品；**穿透统计资管产品**，央行统筹统计工作，拟定统计制度，逐只产品统计信息；**监管层分工协同**，央行负责宏观审慎管理，会同银监、证监、保监、外汇局制定标准，银监等实施市场准入和日常监管；以及**取缔表内资管、禁止资金池、要求独立托管、限制投资集中度**等。

表 7: 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（内审稿）》及其主要影响

监管规则	影响
监管层分工协同，央行负责宏观审慎管理，会同银监、证监、保监、外汇局制定标准，银监等实施市场准入和日常监管。	在监管格局方面，以往分业监管中政策不一致所带来的制度套利机会将被削减。
建立资本约束机制，统一风险准备金，确保资本与其开展资管业务所承担的实际风险相匹配。	这个细节还有待进一步落地。
禁止资金池、防止多层嵌套、统一杠杆、限制可投资范围，规定被委托机构不得再投资其他资管产品。	缩短同业链条长度，减少资金在金融体系内空转，同时也降低穿透监管的难度，严格执行的前提下对对通道业务的负面影响将会持续。
对投资非标资产限额管理、禁止期限错配，控制并逐步缩减规模。	非标资产会继续受到影响。
单只资管产品投资单只证券不超过产品净资产的10%，全部产品投资单只证券不超过该证券市值的10%。	与理财新规和流动性新规类似，相对而言，评级较低的信用债受到的不利影响更大。

资料来源：招商证券

不过，《意见（内审稿）》部分条例表述依然是方向性的，比如对资本约束只提及“应当建立资本约束机制，确保资本与其开展资产管理业务所承担的实际风险相匹配”而未明确各类机构资本约束是否统一。未来与资管业务监管有关的具体操作性细则还可能继续落地。

（三）简析 2018 年债券配置需求

在分析债券需求时，有一种逻辑是探讨贷款和债券的相对配置价值。一方面，由于 10

年期国债收益率已经处于历史高位，因而债券的配置价值上升。另一方面，利率抬升的滞后效应将抑制房地产贷款需求，贷款与债券配置的天平将进一步向债券倾斜。

2017年商业银行配置债券的需求下降。债券同比增速从16年末25.3%降至9月末18%。但从商业银行负债端来看，总规模同比增速从15.2%将至9.4%。换句话说，“负债荒”是债券投资增速快速下行的主要原因。其次，与负债端一起收缩的是，与同业、资管、表外活动高度关联的银行股权及其他投资同比增速持续下行，从16年末的64%下降至17年10月5.3%。

根据上面的分析，受制于负债端的约束，预计2018年商业银行资产负债表继续下降，银行资金运用端规模增速下滑，那么即便贷款的增速明年下滑，受限于资金来源端增速的放缓，商业银行配置债券的需求增幅也会受限。不过，随着国债收益率的快速上升，配置债券的吸引力增加。我们看2018年10年期国债的中枢有望向3.7%回归，预计债券投资增速有望小幅回升。

此外，海外资金是债券市场的新增力量。根据我们此前的研究，未来年均1000至1200亿美元的国际资本流入债券市场，特别是利率债市场，这将有助于利率债需求的回暖。具体详见第八章。

表 8: 估算中国未来 8 年的流动情况 (6 年流入+2 年流出)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
参考历史三轮情况 (亿美元)								
基于相对值	495	610	828	1001	1105	1294	-163	-520
参考最近一轮情况 (亿美元)								
基于相对值	726	991	805	1091	785	822	-5	-29

注：1，未来数年中国 GDP 以 6% 的增速估算；

2，在上述估算中，在保证相应均值不变的情况下，将相应比重在相应区间内进行合理分配。

资料来源：CEIC，招商证券

五、中国继续实施积极财政政策和稳健货币政策

2018年预计我国将继续实行积极的财政政策，主要支出方向为民生保障和扶贫、农业、教育、环保等重点领域。

为应对亚洲金融危机和美国次贷危机，我国分别于1998年和2008年实施了两轮积极财政政策。第一轮积极财政政策（1998年—2004年），主要通过大规模增发国债扩大财政支出，辅以减少税来促进出口和吸引外资，从而达到拉动经济增长的目的。再次期间我国实施了稳健的货币政策予以协调配合。

2008年起的第二轮积极财政政策则以大力度减税、大规模政府投资为主要特点，以大量债券发行和地方政府融资平台贷款作为融资手段，力图通过直接或间接的财政扩张来抑制经济衰退。包括两个阶段：（1）2008年底至2010年，期间我国实施了积极的财政政策和适度宽松的货币政策，成功使经济运行实现了“V型”反弹；（2）2011年至今，货币政策由适度宽松转为稳健，积极财政政策从总量扩张转向结构性调整，通过大规模的结构性的减税措施促进我国经济结构调整和产业升级。

表 9：我国两轮积极财政政策情况回顾

年份	第一轮积极财政政策 (1998年—2004年)	年份	第二轮积极财政政策 (2008年底—2016年)
1998年	启动积极财政政策，以发行国债为核心；与积极财政政策配合，货币政策稳健。松（积极）+松（稳健）	2008年底—2009年	重启积极财政政策，启动规模高达4万亿元的财政扩张政策，大规模增发国债，实施结构性减税降费；货币政策适度宽松，大规模增加货币供应、扩大贷款规模。松（积极）+松（适度宽松）
1999年	进一步加大“积极”的力度，在增发国债的同时，全面提高出口退税率；继续实施稳健的货币政策。松（积极）+松（稳健）	2010年	继续实施积极财政政策，进一步扩大财政赤字规模，落实结构性减税政策；货币政策方面，6次上调存款类金融机构人民币存款准备金率。松（积极）+松（适度宽松）
2000年	保持积极财政政策的力度，对政策力度和使用方向进行了局部调整；继续实施稳健的货币政策。松（积极）+松（稳健）	2011年	积极（略有收紧）的财政政策和稳健的货币政策。财政支出增速放缓，赤字规模收缩，完善结构性减税政策；货币政策由适度宽松转为稳健，适时适度进行预调微调。偏松（积极）+趋紧（稳健）
2001年	保持积极财政政策的稳定性，继续发行建设国债，加大转移支付力度；货币政策，九次下调境内外币存款利率。松（积极）+松（稳健）	2012年	财政政策继续收紧，货币政策稳中有进。财政赤字规模进一步减小，继续完善结构性减税政策，减轻企业和居民负担；货币政策继续稳健，两次下调存款准备金率和两次下调存贷款基准利率。偏松（积极）+趋紧（稳健）
2002年	保持积极财政政策的连贯性，继续发行长期建设国债，降低部分税种的税率；货币政策仍以稳健为主题。松（积极）+松（稳健）	2013年	经过2011、2012年略有紧缩的财政政策微调，2013年增加赤字规模，保持必要的支持力度，大规模发行国债达2.02万亿元，继续实施稳健的货币政策。偏松（积极）+趋紧（稳健）
2003年	财政政策微调，积极调整和优化国债资金的使用方向和结构；继续执行稳健的货币政策。偏松（积极淡出）+趋紧（稳健）	2014年	继续采取积极的财政政策，开始从总量性向结构性的政策转变，全年发行国债高达2.17万亿元，结构性减税以及支出结构的调整和优化力度加大；货币政策继续稳健，两次实施定向降准。偏松（积极）+趋紧（稳健）
2004年	以“积极”之名、行“稳健”之实，进行以“降低扩张力度，调整支出投向”为主题的结构性微调；继续执行稳健的货币政策，加强货币信贷总量调控。偏松（积极淡出）+趋紧（稳健）	2015年	积极财政政策的针对性和有效性不断增强，继续保持支出力度和加大减税降费强度，大力推广PPP模式，强化财政资金政策的导向作用；货币政策依然稳健，五次下调人民币存贷款基准利率，五次调整了存款准备金率。偏松（积极）+趋紧（稳健）
		2016年	积极财政政策一方面着力供给侧结构性改革，另一方面促进适度扩大总需求，力求提高发展的质量和效益，增强持续增长动力。货币政策依然稳健。偏松（积极）+趋紧（稳健）
		2017年	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。偏松（积极）+趋紧（稳健）

资料来源：招商证券

根据对两轮积极财政政策的回顾，我们可以发现“双松”：松（积极）+松（稳健/适度宽松）、“偏松和趋紧”：偏松（积极）+趋紧（稳健）是我国常用的财政政策与货币政策的组合模式，而“双紧”（紧财政+紧货币）一般出现在经济过热和通胀压力增强的情况下。

央行发布的《2017年第二季度中国货币政策执行报告》指出“下一阶段，将继续实施稳健中性的货币政策，为供给侧结构性改革营造中性适度的货币金融环境”。十九大新闻发言人在新闻发布会上表示“中国坚持稳中求进工作总基调，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求”。**预计2018年货币政策维持稳健中性，流动性中性适度。在银行“负债荒”的格局下，央行通过各种货币政策工具组合对流动性的影响力持续增强。**

因此，我们认为2018年中国将依然会延续积极财政政策和稳健货币政策的组合模式，继续执行减税降费、适度扩大支出规模和调整优化支出结构的“组合拳”模式，支出结构的调整方向将重点关注于国家大力提倡的节能环保、棚户区改造、社会保障以及精准扶贫等领域。收入方面，2017年财政收入快速增长的主要是由企业盈利改善、进口增速较高、地产销售较好等因素，2018年可能会受到高基数和地产调控等因素，财政收入增速会低于2017年。

从积极财政空间看，2017年1-10月全国一般公共预算收入和全国政府性基金预算收入同比增长分别为9.2%和31.6%，远远高于年初制定预算时的5%和3.6%。而1-10月全国政府性基金预算支出40,218亿元，累计执行进度仅为72.50%，低于2016年同期进度3个百分点左右。预计2017年底会有部分结余结转至一般公共预算和中央预算稳定调节基金，为明年的积极财政提供空间。

积极的财政政策以及财政支出向民生保障和扶贫、农业、教育、环保等方面倾斜，尤其是考虑到未来扶贫的任务，需要大量的交通运输、公用事业、环境保护等基础设施。因此，2018年的基建投资仍值得期待。**但是需要关注地方政府债务严监管和规范PPP融资在短期内可能对基建带来的负面效应。**

六、2018 年人民币汇率维持区间波动

(一) 决定短期人民币汇率走势的三因素模型

近年来，人民币汇率中间价的决定因素逐步演进到三因素模型。

表 10: 三因素对人民币升值的贡献

	8.18-9.8	9.4-9.8
收盘价日均升值贡献	124	200
篮子货币日均升值贡献	2	3
逆周期因子的日均升值贡献	17	-9

资料来源：招商证券估算

一是，2015 年 811 汇改后，人民币汇率决定中**市场供求**的决定作用开始提升。市场供求以每日的收盘价为代表，外汇供大于求，收盘价走升（数值走低，比如从 6.57 升到 6.50）；外汇供小于求，收盘价走贬。二是，2016 年初正式引入外汇交易中心（CFETS）人民币指数后，人民币汇率走势同时**参考篮子波动**。因为美元指数也是代表美元汇率兑一篮子货币汇率的走势。因此，可以简化认为美元指数下降，人民币兑美元汇率走升；美元指数上升，人民币兑美元汇率走贬。三是，2015 年 5 月外汇市场自律机制秘书处宣布引入“**逆周期因子**”。央行宣称，“引入逆周期因子的中间价报价模型适当加大了参考篮子的权重”，不同于市场上认为逆周期因子仅单向推动人民币升值的观点，我们认为逆周期因子可能在美元走强时同样带动人民币汇率走弱，因而加大汇率的双向波动。

图 70: 人民币汇率走势



资料来源：Wind，招商证券

整体来说，收盘价代表的市场供求情况和篮子货币汇率的走势两个因素对于人民币汇率的走势影响最为显著。

（二）预判人民币汇率 2018 年在 (6.45, 6.95) 的区间内波动

预判 2018 年人民币汇率的走势，仍沿用“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”这个三因素模型：

1、逆周期因子加大人民币汇率的双向波动

三因素中，最容易解释和判断的是逆周期因子因素，我们认为该因素主要目的是**加大汇率的双向波动，不改变汇率走势的方向**。“引入逆周期因子的中间价报价模型适当加大了参考篮子的权重”，逆周期因子在美元走强时同样带动人民币汇率走弱，因而加大汇率的双向波动。事实上，在刚刚过去的 2017 年 9 月 4 日至 8 日国内外汇市场出现“恐慌性”结汇，人民币汇率出现快速上升的阶段，逆周期因子对人民币汇率的贡献为-9 个基点，而 2017 年 5 月中旬至 8 月中旬的贡献则为+87 个基点，其调节作用是双向而非单边推升人民币汇率。

逆周期因子的引入在理论上使得**人民币汇率更加贴近篮子货币**的变动，实现 CFETS 人民币汇率指数的稳定。对比 CFETS 人民币汇率指数在逆周期因子加入前后的波动情况可见，引入后人民币汇率指数的波动下降，稳定性上升。

表 11：CFETS 人民币汇率指数波动情况

	标准差
2016.1.1-2017.5.10	2.15
2017.5.11-2017.10.18	0.70

资料来源：招商证券估算

逆周期因子的背后，其实要进一步讨论的是**央行对人民币汇率的态度**。我总结几个要点：一是，不试图逆转市场的大趋势；二是，当市场出现恐慌和市场失灵的时候，通过干预等多种方式来稳定市场情绪，恢复市场运行。三是，当前的条件下，央行倾向于“阻贬不阻升”，即在汇率有较大贬值压力的情况下，出手稳定市场；在汇率有升值压力的情况下，比较放任汇率的回升，“让事实来说话”，以有效分化市场贬值预期。

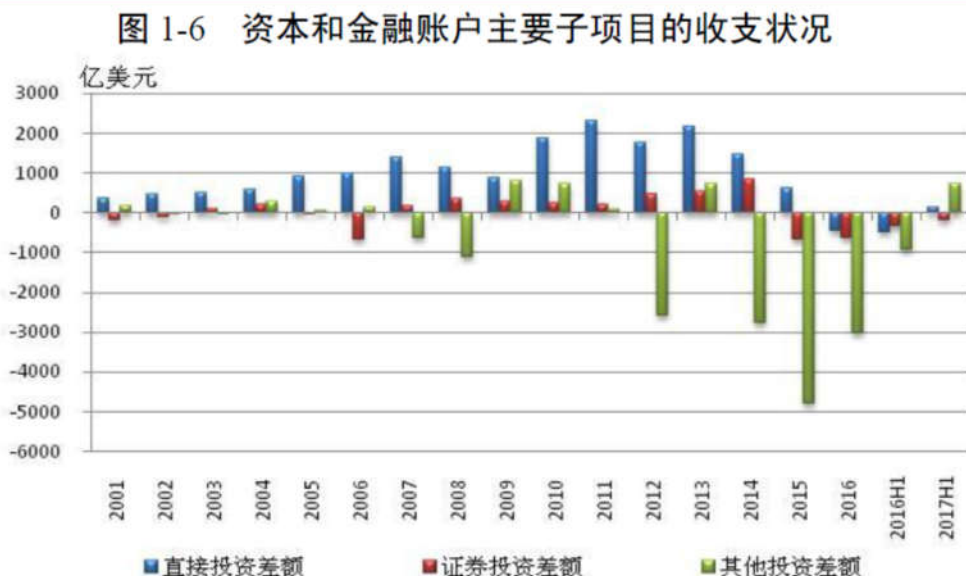
再次强调一点，**央行干预外汇市场与否是央行外汇占款能否持续变化的关键**。根据以上判断，未来的一年，央行需要投放外汇阻止人民币明显贬值的可能性仍然存在，外汇占款在部分月份会出现千亿规模负增长；但央行重新为防止人民币汇率大幅升值而买入外汇投放人民币的可能性小，**外汇占款不会出现持续显著的正增长**。

2、外汇市场供求更趋平衡

从外汇需求端来看，一是因为，从 2016 年中以来，偿还非居民外债的进程已结束，偿还负债的需求趋稳。比如，2015 年和 2016 年外汇主要需求来自与偿还负债有关的“其他投资”，分别为逆差 4791 亿美元和 3035 亿美元，2017 年上半年已转为顺差 732 亿美

元。

图 71: 资本和金融账户



资料来源: Wind, 招商证券

表 12: 换个角度看 2015 年国际收支平衡状况 (单位: 亿美元)

资金来源合计	7356	资金运用合计	7359
经常项目	3306		
直接投资	621	证券投资	-665
		衍生品投资	-21
储备资产	3429	其他投资	-4791
		净误差与遗漏	-1882

资料来源: Wind, 招商证券

表 13: 换个角度看 2016 年国际收支平衡状况 (单位: 亿美元)

资金来源合计	6401	资金运用合计	6397
经常项目	1964	直接投资	-466
		证券投资	-622
		衍生品投资	-47
储备资产	4437	其他投资	-3035
		净误差与遗漏	-2227

资料来源: Wind, 招商证券

表 14: 换个角度看 2017 年国际收支平衡状况 (单位: 亿美元)

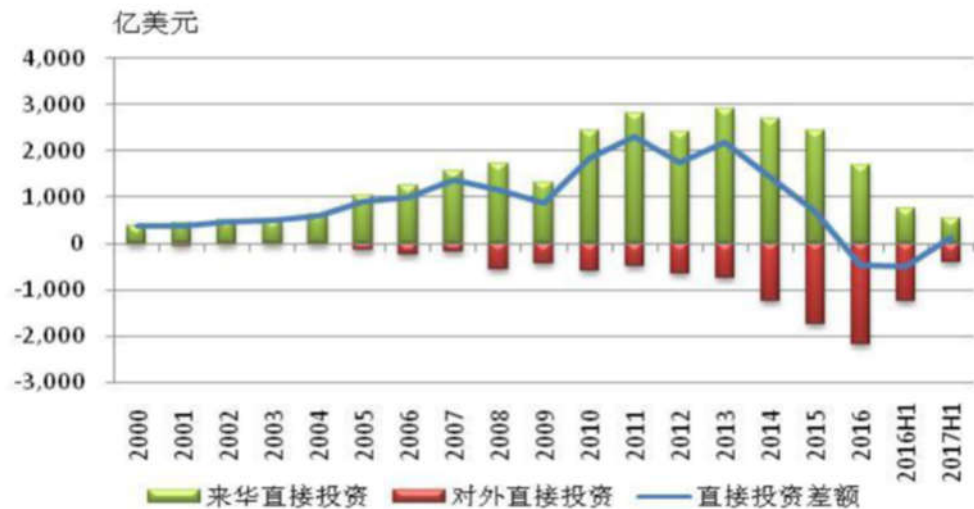
资金来源合计	1567	资金运用合计	1566
经常项目	693		
直接投资	139	证券投资	-195
衍生品投资	3	净误差与遗漏	-1081
其他投资	732		
		储备资产	-290

资料来源: Wind, 招商证券

二是因为, 2016 年 11 月底央行等四部委加强对外投资管理的措施有效阻止少数大企业的无序对外投资和购汇行为。2017 年上半年, 直接投资由上年的逆差 466 亿美元, 转为顺差 139 亿美元。

图 72: 直接投资情况

图 2-9 直接投资基本情况



资料来源: 国家外汇管理局, Wind, 招商证券

三是因为, 家庭和企业的汇率预期趋于稳定, 持有外汇资产的需求减弱。首先, 2017 年上半年售汇率同比明显下降, 企业外汇融资需求逐步回暖。前三季度, 衡量企业购汇动机的售汇率, 也就是客户从银行买汇与客户涉外外汇支出之比为 66%, 较 2016 年同期下降 8 个百分点。其次, 从企业境内外汇存款看, 一季度余额上升近 400 亿美元, 二季度上升 90 亿美元, 三季度下降 253 亿美元。从个人境内外汇存款看, 一季度余额略增 3 亿美元, 二、三季度均减少 20 亿美元, 说明境内主体持汇意愿下降, 对外支付时使用自有外汇增多。

图 73: 旅行项目情况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，招商证券

从外汇市场的供应端来看，阶段性出现外汇供应超过需求的可能性上升，带动人民币汇率更强双向波动。

一是，考虑 2017 年经常项目顺差预计在 1500 亿美元左右，带来比较稳定的外汇供应。

二是，证券市场开放也将带来比较稳定的国际配置资金流入改变证券投资项逆差的局面。从 A 股纳入 MSCI 指数的角度来看，短期内将为我国带来 200 亿美元左右的资本流入，长期来看总规模可能达到 4000 亿美元。从国债市场境外占比达到日本 10% 的角度出发，未来 5 年内境外投资者增持人民币债券的规模有望达到年均 1000 亿美元（约合月均 600 亿元人民币）。

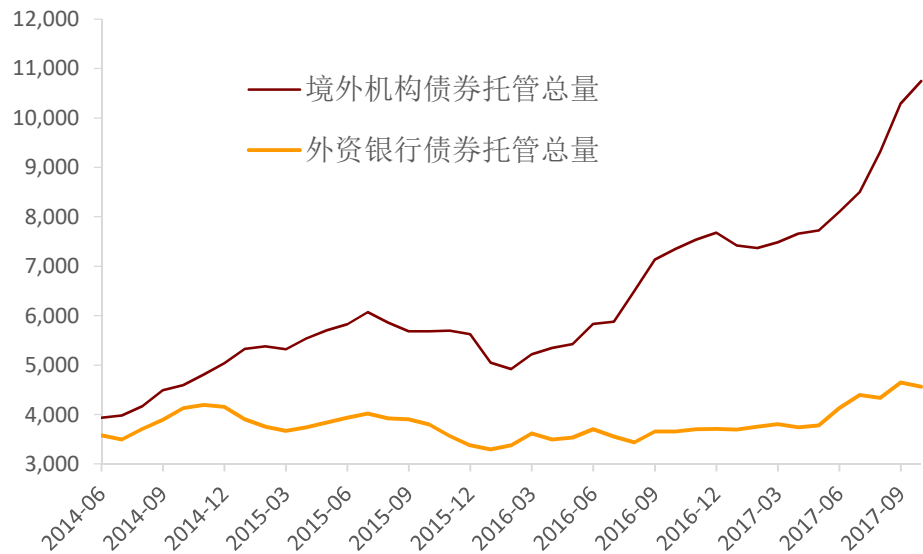
图 74: 外资使用沪港通深港通的情况



资料来源：Wind，招商证券

7 月债券通开通以来，境外投资者的增持速度显著加快，8 月创下 826 亿元的增持规模之后，9 月份再度创下 961 亿元的历史新高。

图 75: 境外机构持有人民币债券



资料来源: 中债登, 上清所, 招商证券

三是, 未来中国的国际资本流入有望稳步走出目前的低谷。预计导致包括中国在内的全球国际资本流动活跃度处于低位的一系列结构性因素仍然在发挥巨大作用, 比如欧洲商业银行资产负债表的修复, 中国等部分新兴经济体的高杠杆率和资产价格泡沫问题等等。此外, 一些周期性因素似乎也还在对中国的国际资本流动产生负面影响, 比如美联储加息进程的快慢, 缩表操作可能的节奏及产生的溢出效应, 欧央行何时开启退出量化宽松操作等。但同时也可以看到, 经过次贷危机后的调整, 全球系统性风险呈下降趋势, 发达国家货币政策收缩的速度预计将以较慢的速度推行, 新兴经济体的经济增长动能正在逐步恢复, 中国国内投资者对于 811 汇改的理解和人民币汇率双向波动的认识在加深。整体预判, 未来中国的国际资本流动有望稳步走出目前的低谷。

图 76: 国际资本流动情况

Global cross-border capital flows have declined 65 percent since the 2007 peak

Global cross-border capital flows¹
\$ trillion



¹ Gross capital inflows, including foreign direct investment (FDI), debt securities, equity, and lending and other investment.

SOURCE: International Monetary Fund (IMF) Balance of Payments; McKinsey Global Institute analysis

资料来源: IMF, 招商证券

综合外汇市场供求两个方面来看, 未来一年, 外汇市场供求接近平衡的可能性在上升, 供求推动而非央行干预的人民币汇率双向波动更加明显。

3、篮子货币汇率的走势主要看美元和欧元的相对走势。

欧美经济和货币政策的同方向、美国税改等财政政策将低于最初的预期决定了美元指数无法再现曾经“气势如虹”的单边升值，也难以达到 103 的前期高点。预计 2018 年美元指数整体将在 (90, 100) 的区间内震荡。

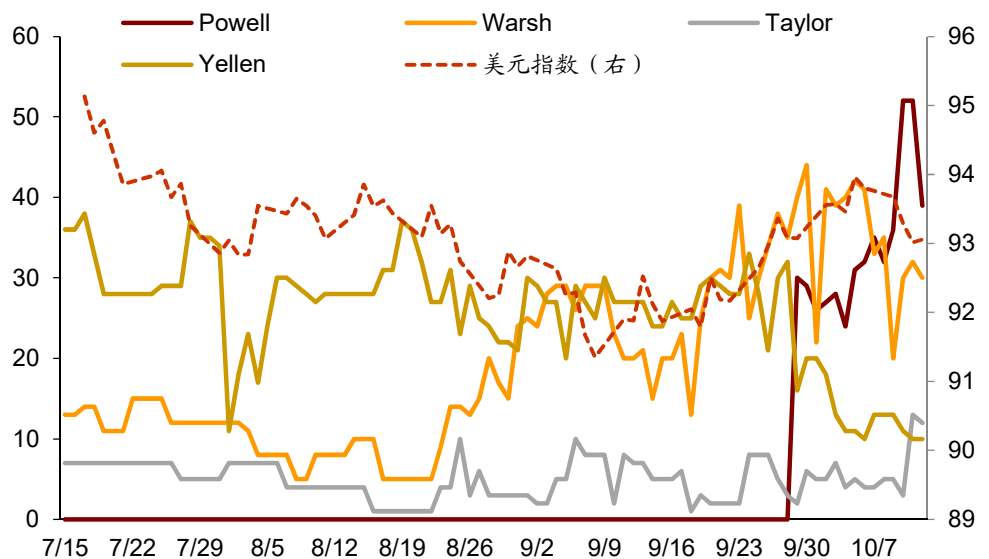
图 77: 2017 年以来美德利差有所收窄，美元指数走弱



资料来源: Wind, 招商证券

2018 年上半年，一方面，随着经济改善和通胀回升，对货币政策和通胀的预期将在得到修复，而欧央行将退出宽松并维持政策稳定；另一方面，美国的税改和基建在今年四季度和明年初大概率会有实质性的进展，而明年上半年意大利的大选和西班牙部分地区的独立公投将给欧元区带来较大的不确定性，因此预计美元指数将走强，高点在 100 左右。

图 78: 美联储主席的预期人选影响美元指数的强弱



资料来源: Predictit, 招商证券

2018 年下半年，欧央行有可能在三季度进一步讨论货币政策正常化，下半年政治环境的改善也将有助于改善欧洲财政预期，因此预计美元指数将走弱、欧元将走强。

预计 2018 年美元处于 (90, 100) 的条件下, 预计未来人民币汇率很可能在(6.45, 6.95) 的区间内波动。

(三) 可能存在的确定性

- 1、**下任央行行长的人选及其人民币汇率政策。**2017 年 10 月 9 日, 央行现任周小川行长以《财经》专访的方式再次强调: “人民币汇率改革的方向仍旧是: 以市场供求为基础, 参考一篮子货币, 实行有管理的浮动汇率机制”(但是, 央行网站并未转发此专访)。毫无疑问, 央行行长周小川对于当前人民币汇率的政策有非常明显的影响, 关注下任央行行长人选及其政策态度。但基于中央金融工作会议“稳”的定调和十九大报告的有关内容(深化利率和汇率市场化改革), 判断三因素决定的汇率形成机制至少在 2018 年应该不会出现激进的改革。
- 2、**美元指数代表的篮子货币汇率。**风险事件推动美元指数显著走强, 比如到 110, 人民币兑美元汇率有可能突破 7.0 的整数关口。

七、2018 年海外经济展望

（一）美国：明确的政策、不确定的影响

当前美国已处于经济复苏的后半程，接近充分就业和潜在增长水平，这意味着美国经济增长将相对平稳。从结构上看，私人消费一直是美国经济增长的重要动力，私人投资在 2017 年也发挥了更大的作用，但进一步改善的空间有限；政府消费与投资可能是较 2017 年边际改善的领域。

第一，2018 年美国货币政策将延续温和收紧的基调。

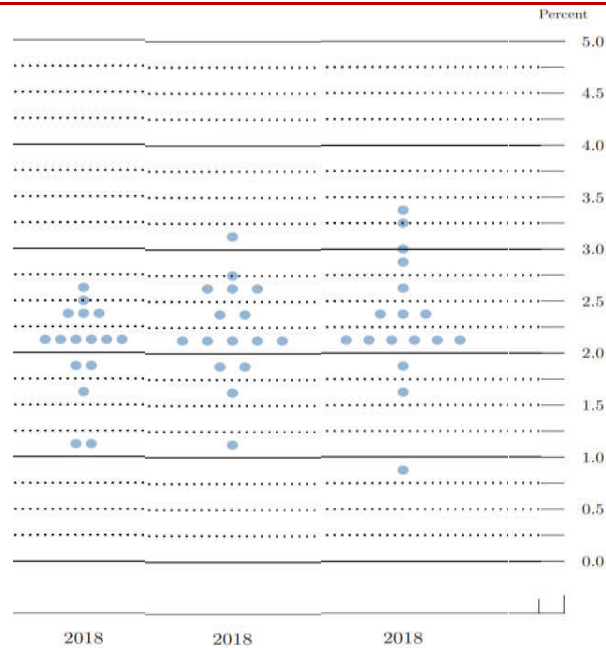
2017 年美联储加息和缩表的两个正常化方向已基本确立，如基本面没有剧烈变化，美联储将大概率延续温和收紧的货币政策基调。不过，在基本面平稳和劳动力市场超预期改善的背景下，核心通胀决定了市场对货币政策的预期。

（1）基于 2018 年对核心通胀的预测，预计上半年加息预期将加强。

- 临时性拖累因素将消退。教育通讯、医疗保健是 2017 年下降较为显著的分项，也是影响美国核心通胀的主要临时性因素，通讯的影响将在 2018 年 2 月后结束，医疗通胀可能维持低位但环比不会再显著下降，以上变化支持核心通胀至少在明年一季度末回升；
- 虽然存在新增就业偏向于低端服务业的结构因素、菲利普斯曲线更加平坦化的特征，但历史表明，菲利普斯曲线可能存在非线性特征，在低于 4.0% 的低失业率区间下，核心通胀有可能加速上升。如果当前劳动力市场改善的情况延续，未来美国失业率很有可能落入 3.4%-4.0% 的低区间，届时美国通胀的上行风险可能会明显提高；
- 核心 PCE 与滞后 3 个月的贸易加权美元指数变化相关度最高，美联储认为汇率变化将对此后一年的核心通胀产生影响。今年 4 月以来，贸易加权美元指数同比持续下降，这一因素的变化将更有利于 2018 年上半年美国核心通胀水平的上升；
- 全球化和技术进步、低通胀预期对低通胀水平的自我实现机制等长期因素固然存在，但对于判断短期通胀变化的意义较小。

美国经济进入平稳阶段，加息仍将循序渐进随着复苏进入后半程，预计通胀的上升速度较前期加快，相应加息速度也比初期更快。2017 年三个季度的点阵图预测中，美联储 FOMC 官员对于 2018 年加息次数的预期一直集中于 3 次（加息至 2.0-2.25%），而从联邦基金利率期货隐含的信息看，市场对于 2018 年上半年的预期集中于 0-1 次加息，9 月前加息的预期集中于 0-2 次，预计随着经济改善和核心通胀回升，加息预期将在 2018 年上半年得到修复。

图 79: 2017 年一、二、三季度美联储对 2018 年的点阵图预测



资料来源: 美联储, 招商证券

(2) 缩表抬升美债收益率中枢水平。

9 月 20 日的 FOMC 议息会上, 美联储决定维持联邦基金利率在 1%-1.25% 不变, 并于 10 月起开始渐进式缩表, 每月最多减少 60 亿美元的美国国债和 40 亿美元的抵押贷款证券 (合计 100 亿美元/月) 的到期再投资, 逐季扩大缩表规模。我们认为, 美联储政策影响存在边际递减的现象, 这或是由于货币政策变化引起的资产再平衡由从宽松向收紧转变进入到收紧力度由弱至强的过程。但中期来看, QE 曾经有效压低长端利率, 缩表未来可能通过影响供求而带来美债收益率中枢水平抬升, 短期波动仍以各阶段的基本面以及加息的影响为主。

图 80: QE 曾经有效压低长端利率

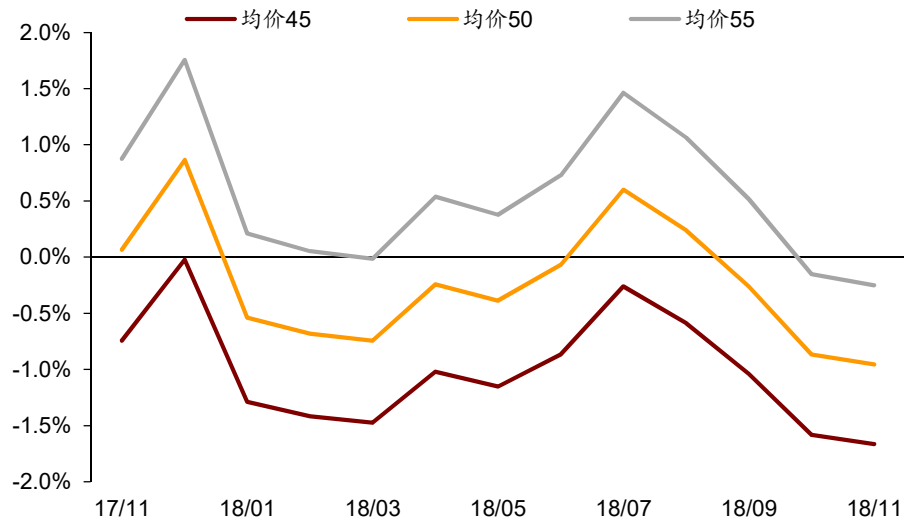


资料来源: Wind, 招商证券

(3) 2018 年美国整体通胀很可能先升后降。

2018 年美国整体通胀很可能先升后降。从历史看，美国 PCE 和 CPI 的短期变化主要反映了能源分项的同比变化。CPI 能源分项的同比变化与 BRENT 原油和 WTI 原油现货价格同比变化高度相关且滞后于 1 个月。基于今年的油价走势，假设 2018 年油价平稳的情况下，整体通胀将在上半年出现上升，7 月之后出现回落。

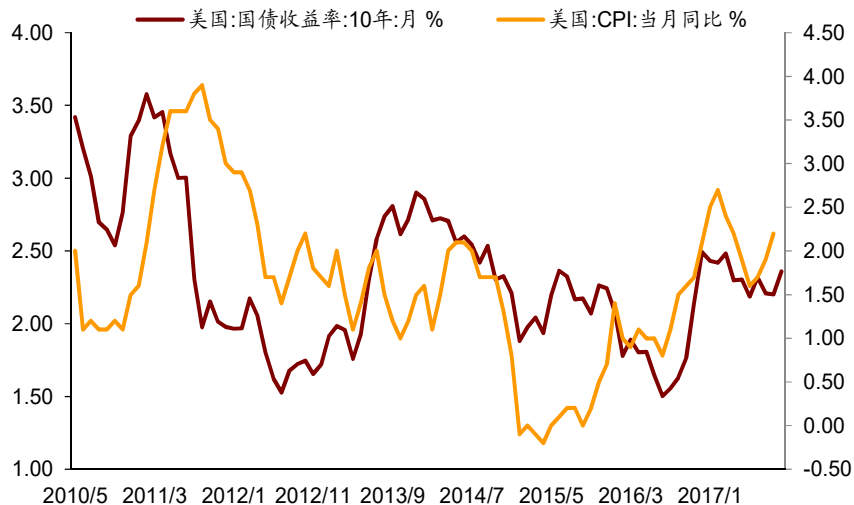
图 81: 2018 年不同原油价格对 CPI 影响的情景假设



资料来源：美国劳工部，BLS，招商证券

从过去看，美债收益率走势与整体 CPI 更为一致，因此 2018 年上半年需警惕发达国家利率上行的风险。综合考虑通胀、货币政策、供求三个因素，由于美联储于 2017 年 10 月开启缩表并逐季加码带来的利率债供求变化，我们预计 2018 年美国 10 年期国债收益率的中枢水平将较 2017 年有所抬升，而且财政政策预期的修复、欧元区货币政策的边际偏紧等以上因素也支持美国市场利率的上行。但是我们预计国际油价仍然区间震荡，整体通胀水平不会大幅上升。综上，2018 年美国十年期国债收益率的波动中枢可能为 2.5%，全年走势前高后低。

图 82: 10 年期美债收益率与 CPI 变化更为一致



资料来源：WIND，招商证券

第二，特朗普税改落地在即，基建计划或有惊喜。

美国当地时间 2017 年 11 月 2 日，众议院共和党人公布了长达 429 页名为“减税与就

业法案” (Tax Cuts and Jobs Act) 的税法改革方案, 这份方案将于修改后被正式提交, 成为最终的众议院提案。

表 15: 特朗普税改税改文件对比

现行税收制度	4月27日 税改纲要	9月27日 税改新框架	11月2日 税法改革方案	变动 (11月改革 方案与9月新 框架相比)	
企业 所得 税	15%-35%八级累进税 (15%、25%、34%、 39%、34%、35%、38%、 25%)	税率统一降至 15%	税率统一降至 20% (独资 企业、合伙企业、股份制 小企业等“过度法人企业” 以所有者名义缴纳个税, 税率由 39.6%降为不超过 25%)	税率一次性下调至 20%; 非公司体制的小企 业营业收入的税率降低 至不超过 25%	基本一致
	折旧规则复杂	---	允许企业在未来 5 年将可 折旧资产的成本费用化	允许企业在未来 5 年将 可折旧资产的成本费用 化 (资产在 2017 年 9 月 27 日后取得并使用)	基本一致
	---	---	可能对 C 类公司设置利息 支出抵扣上限	设置利息支出抵扣上限	更加明确
海外 利润	全球税制, 海外利润汇 回美国按 35% 税率征税	属地制征税, 海外利 润汇回美国按 10% 税率征税	属地制征税, 母公司占股 10% 以上的公司按照全球 范围内的最低税率征税, 利润汇回国外不再交税	属地制征税, 海外利润以 现金及等价物的形式留 存, 税率 12%; 以非流 动性投资的形式留存, 税 率 5%	对海外利润 根据留存形 式收税
个人 所得 税	10%-39.6%七级累进税 (10%、15%、25%、 28%、33%、35%、 39.6%)	七档税率简化为三档 (10%、25%、35%)	七档税率简化为三档 (12%、25%、35%)	七档税率简化为四档 (12%、25%、35%、 39.6%)	针对富人保 持 39.6% 的 税率
	个人免征额 6,350 美元, 家庭报税减免额 12,700 美元	个人免征额 12,700 美元, 家庭报税减免 额 25,400 美元	个人免征额 12,000 美元, 家庭报税减免额 24,000 美元	个人免征额 12,000 美 元, 家庭报税减免额 24,000 美元	基本一致
	计算个人所得税和替代 性最低限额税 (AMT), 按较高者纳税	取消 AMT	取消 AMT	取消 AMT	基本一致
遗 产 税	18%-50%超额累进税率	废除遗产税	废除遗产税	逐步取消 (至 2024 年)	
	个人免征额 545 万美元	---	---	个人免征额 1,120 万美 元, 家庭免征额 2,240 万美元	延期至 2024 年废除
房 产 出 售 利 得	过去 5 年在房屋中住满 2 年, 出售房产利得可作 税前扣除	---	---	过去 8 年在房屋中住满 5 年, 出售房产利得可作税 前扣除	更加完善
房 贷 利 息 抵 扣	房贷利息支出抵扣上限 100 万美元	房贷利息支出抵扣上 限 100 万美元	---	房贷利息支出抵扣上限 50 万美元	更加完善
家 庭 税 收 优 惠	每年每个 17 岁以下的子 女享有 1,000 美元税收 补贴	为需要抚养子女和照 顾其他被抚养人的家 庭提供额外税务减免	子女税收抵免在 1,000 美 元基础上“大幅提高”, 非子女被抚养人也将获得 500 美元的不可退还补贴	子女税收抵免增至 1,600 美元, 另给每个父 母或非儿童被监护人提 供 300 美元的税收优惠	税收优惠扩 大, 确定抵免 增至 1,600 美 元
其 他	---	撤销 3.8% 的奥巴马 医改税	保留原先美国富人受益的 抵押贷款利息和慈善抵扣 政策	取消了不少联邦税列举 扣除项目; 废除现行州和 地方所得税以及消费税 可减抵税额的政策, 仅保 留州及地方房地产税在 联邦税的扣减, 上限 1 万美元	---

资料来源: White House, 招商证券

2017年4月27日，特朗普政府发布了就任总统后首份税改计划的核心纲要，积极财政预期显现；9月27日，特朗普于印第安纳波利斯发表税改演讲，并公布了税改新框架——《改革我们破碎税制的联合框架》，积极财政预期升温。11月的税改新框架更加全面、细化，依然秉承着特朗普税改的**四大基本原则：简化税制、降低税率、创造公平市场条件、鼓励美国企业海外利润汇回国内**。

2017年前三季度以来，特朗普新政推行并不顺利，医改等议程皆被延后，税改成为目前备受关注的工作重点。回顾税改流程从特朗普在9月28日公布最新税改计划框架开始，陆续历经参众两院对预算案的最终决议、赋税委员会和预算委员会协调公布税改初稿、交由众议院和参议院进行投票等多个阶段，10月26日，2018财年预算解决方案终于顺利通过，未来十年1.5万亿美元的可新增赤字为特朗普的税改立法提供了有力支持。并且，**预算案触发的预算调整规则（Budget Reconciliation）使得税改法案在参议院只需得票过半即可推动**，而不需要常规的60票，鉴于共和党目前在100个参议院席位中占有52席，**这对于特朗普税改的推进是个极大的利好**。目前，众议院共和党公布了税法改革方案，参议院版税改议案也计划在11月公布。

税改推进在即，11月是重要时间窗口。此前3个月的债务上限计划将在12月8日到期，如果12月8日之前不能解决联邦开支和债务上限问题，美国政府将面临停摆，届时税改议程必将延后。并且，考虑到感恩节、圣诞节等节日因素，11月底之后对于税改法案讨论和敲定的时间极为有限，因此11月将是税改推进至关重要的时间窗口。**我们认为很可能会在2017年四季度或2018年一季度有实质性进展或落地**

除了医改、税改之外，基建投资是特朗普上任以来主推的另一改革大计。在去年11月竞选期间，特朗普首提“**10年投资1万亿美元**”的基建投资计划，要让美国的基础设施“强过任何国家”。在今年1月的就职演说中，特朗普再提基建投资计划，承诺新建公路、机场和隧道等。今年3月1日，特朗普在首次向国会全体发表重要的政策演讲中表示“**将大举投资基建**”，并**正式要求国会批准1万亿美元的基建投资**。今年6月特朗普开启“**基建周**”（6月5日—11日），其希望以**10年内拨出2,000亿美元联邦资金来撬动至少8,000亿美元的州、市政府资金及民间资本**，从而对美国老旧的桥梁、公路、内河航道和机场等公共设施进行改造更新，并宣布拟将航空交通管制系统私有化。虽然目前计划细节仍未明朗，但假设特朗普的基建计划得以实施，或将对美国基建投资增长带来可观的增量。

从基建计划落地的障碍看，除了目前缺乏一些重要的细节问题外，**白宫于今年5月公布的2018财年预算草案中对于相关基建项目的削减额度甚至超出了白宫计划增加的2,000亿美元联邦资金**，此外，**私营资金主导基金项目可能会导致最紧迫的基建项目让位于最能盈利的基建项目也是被质疑的焦点**。

我们认为，加强基础设施建设符合美国当前的经济现状，也符合美国民众的诉求，这或许会成为推动国会通过基建计划的民意基础。**我们预计在年底以及2018年国会中期选举之前，特朗普会持续推进基建投资计划**，其中在解决公私合作融资模式弊端，增加联邦资金的出资比例方面可能会有所妥协。

（二）谨慎中复苏的欧元区，政治风险抬高不确定性

第一，2018年欧元区进入货币政策平稳期。

欧央行10月议息会议推出“**鸽派削减QE**”，一如市场预期。欧央行将从2018年1月起将月度QE规模从600亿欧元降至300亿欧元并持续九个月。

在各种场合，欧央行德拉吉肯定了全球和欧元区的经济复苏，但同时对于宽松政策的退出保持了谨慎的态度。究其原因，德拉吉认为欧元区经济复苏的四大动力。（1）宽松的货币政策推升内需并推动去杠杆进程；（2）就业增长是私人消费的基础，这也得益于前期劳动力市场改革和家庭财富的增加；（3）投资复苏持续受益于有利的融资条件和企业盈利能力的提高；（4）基础广泛的全球复苏将支持欧元区出口。由此可见，低利率、弱欧元是欧洲复苏的重要背景因素，在缺乏结构性改革的情况下，这些因素的逆转存在破坏经济复苏的风险。目前低利率仍然支持欧元区经济，不过欧元走强将拖累欧元区 2018 年上半年通胀水平。

欧央行货币政策的核心指标是通胀，但目前欧元区核心通胀回升的幅度和持续性有待观察，而且存在一些负面因素。预计 2018 年欧元区将进入货币政策平稳期，年中后才会出现进一步削减宽松的预期。而对政策利率的调整将在 QE 充分调整之后，因此预计 2018 年欧央行不会调整基准利率水平。总体而言，欧央行将鸽派退出宽松，可能于 2018 年三季度进一步讨论货币政策正常化。

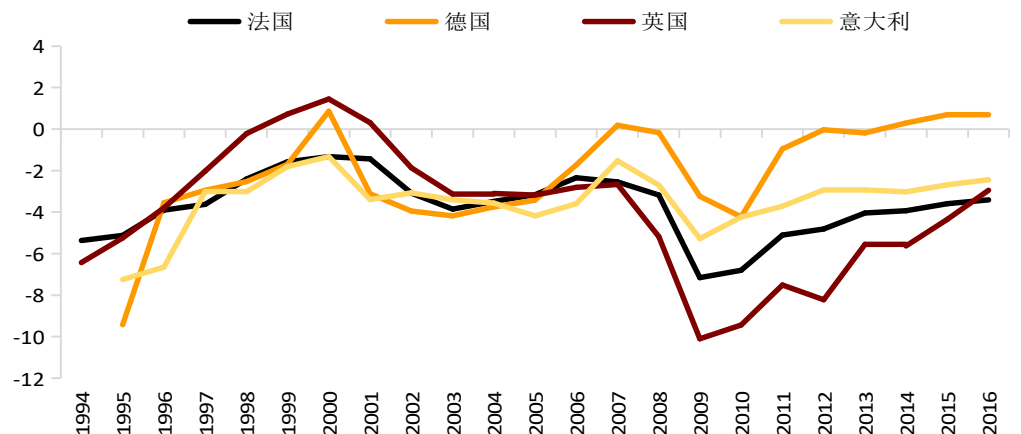
第二，欧元区财政或仅是看起来很美。

（1）赤字率或将制约法国积极财政空间

根据 1993 年生效的《马斯特里赫特条约》（简称《马约》）和 1997 年生效的《稳定与增长公约》（简称《公约》），欧盟成员国财政赤字占 GDP 的比重（即赤字率）不得超过 3%。

作为欧盟第三大经济体的法国直到 2016 年的赤字率仍高于 3%，因此收到欧盟关于赤字率超限的警告。法国政府承诺 2017 年把公共赤字降到 10 年来的首次占国民生产总值 3% 以下。但根据审计院 6 月底的审计报告，由于欠缺“强而有力的重振措施”，2017 年法国的公共赤字失控，应占国民生产总值的 3.2%，因此在 2017 年的国家预算中还欠缺 40 亿至 50 亿欧元。

图 83：一般政府财政盈余占 GDP 比重（%）



资料来源：OECD，招商证券

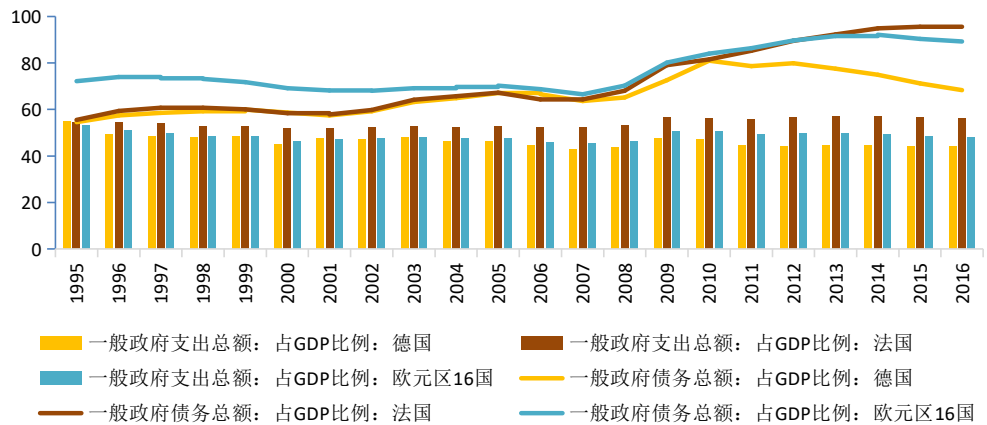
9月27日，马克龙政府推出了2018年财政预算，计划减少税收，包括工薪税、企业税、居住税和巨富税。另外，军队（增加18亿欧元）、司法界（增加3亿欧元）、教育部（增加13亿欧元）等部门将增加预算。这表明，马克龙政府希望通过减税增支来维持经济发展，但其又不得不将工作重心放在如何降低赤字率上。积极财政政策是马克龙的施政方向，但积极财政空间必然会受到3%赤字率的约束，2018年减税、增支的幅度可能

会低于预算案预期。

(2) 默克尔政府继续推行可持续的财政政策

德国作为同属欧元区的经济大国，不存在解决 3%赤字率约束的难题。2006 年默克尔上台之后，面对施罗德政府扩张性的财政政策造成赤字率连续超 3%的情况，默克尔政府进行了大幅的税改，使当年德国的财政赤字率迅速降至 1.60%，达到欧盟的要求。2007 年，德国政府继续实行紧缩性财政政策，实现了两德统一以来的首次财政盈余。2008 至 2009 年，默克尔政府一改紧缩的风格，扩大财政支出，分别于 2008 年 11 月 13 日和 2009 年 3 月 2 日分别推出了《保经济增长促就业的一揽子措施》和《德国经济增长与稳定促进法》共计 1200 亿欧元的两套经济振兴计划。虽然扩张性的财政政策使得德国财政赤字率于 2009 再次突破欧盟 3%的限制，达到 3.03%，但对经济的刺激效果非常显著。2010 年，德国经济复苏，GDP 的增长率由负转正，增速达 4.08%，CPI 同比上涨 1.10%，失业率降至 6.97%。2011 年，在经济明显复苏之后，德国立刻结束了短暂的扩张性财政政策，从经济刺激计划中退出，将赤字率恢复至 3%以下，并于 2014 年起实现了财政盈余。

图 84：一般政府支出总额占 GDP 比重、一般政府债务总额占 GDP 比重 (%)



资料来源：WIND，招商证券

在默克尔政府可持续的财政政策下，2016 年德国 GDP 增速 1.86%，创五年新高；财政盈余高达 237 亿欧元，为两德统一以来最高水平；2017 年 8 月的失业率为 5.7%，维持在历史低位，德国经济一片大好。从目前德国的经济发展状况来看，已执政 12 年并且即将进入第四个任期的默克尔将不改稳健的财政政策，考虑到退出宽松货币政策已经成为共识，财政政策将成为默克尔政府刺激经济的重要工具，从财政健康情况看，当前德国实施积极财政的空间要大于法国。

从整个欧元区角度而言，法国总统马克龙上任后提出了欧元区改革方案，提出“欧元区财政联盟”、“设立欧元区财长”的重要主张。在欧洲一体化年度会议上，德国总理默克尔表示若框架合适，可以考虑设立欧元区财长及欧元区预算事宜。若德法可以在欧盟及欧元区改革方面达成重大一致，将有利于推动欧元区经济发展及财政金融政策的协调。但我们认为，在英国脱欧事件及脱欧谈判进程的不确定性较高的背景下，欧盟 27 国及欧元区财政改革事宜依然并非易事随着马克龙政府的上任和默克尔政府的连任，预计会在欧元区改革方案上陆续推进，但面临着挑战与未知的难度。

第三，大选和“独立公投”增加意大利和西班牙不确定性。

9 月 23 日，意大利政府提高了对 2017-2018 年经济增长的预期，并表示将减少预算赤

字。根据意大利财政部预测，2017年意大利的国内生产总值将增长1.5%，而4月的预估为左右1.1%。财政部的经济和金融文件（DEF）显示，2018年和2019年意大利的国内生产总值将增长1.5%，高于此前预测的1.0%。

意大利最迟将在2018年5月举行大选，在意大利的四大政党中，仅民主党公开支持意大利的欧元区地位，北方联盟希望离开欧元区，民粹和疑欧政党五星运动想要在修改意大利宪法之后举行脱离欧元区的公投，明年上半年，临近大选的意大利或将面临政治不稳定时期。

意大利总理真蒂洛尼（Paolo Gentiloni）在大选前将2018年的预算赤字预期从1.2%提高到1.6%，赤字将低于2017年2.1%的目标，新的2018年目标仍需经欧盟委员会的同意，但是由于担心民粹派党派五星运动党的兴起，欧盟可能不会对真蒂洛尼政府有太高的要求。意大利2016年一般政府债务总额占GDP比例，达到132.60%历史最高值，使得意大利政府违反欧盟发展和稳定公约及政府公债法规条款的风险程度很高，意大利政府的债务风险值得关注。

而西班牙目前国内存在严重政治分歧，加泰罗尼亚自治区10月举行“独立公投”，巴斯克地区此前也表达了想从西班牙独立的愿望，西班牙首相拉霍伊向分裂势力发出严厉警告，严峻的政治危机使得西班牙财政风险复杂化。

（三）日本：落后的增长、通胀和货币政策

2017年以来，日本的经济复苏明显落后于欧美，经济改善的主要因素是来自中国、美国等国进口需求的拉动，日本国内仍然存在薪酬增长缓慢、投资需求低迷等问题。日本核心通胀虽有所回升，但2017年最高水平0.7%仍然较2%的目标相去甚远且日本长期缺乏实现通胀目标的经验（2014年的通胀上升主要是由于消费税上调）。此外，安倍晋三成功连任，对经济和资本市场是积极信号，“安倍经济学”有望延续，或支持“弱日元”和宽松货币政策。

图 85：日债收益率在维持于【0-0.1%】区间的基础上跟随美债波动



资料来源：WIND，招商证券

综上，预计日央行维持宽松，但增强货币政策灵活性。日央行自2016年9月修改货币政策框架并宣布将10年期国债收益率在0附近、弱化QE规模的要求后，便没有进一步调整货币政策。但从政策的操作看，日央行兼顾了维持低长端利率和增强货币政策灵活性：日债收益率在维持于【0-0.1%】区间的基础上跟随美债波动。基于低迷的通胀水

平和落后的经济复苏，预计日本将延续当前的货币政策。

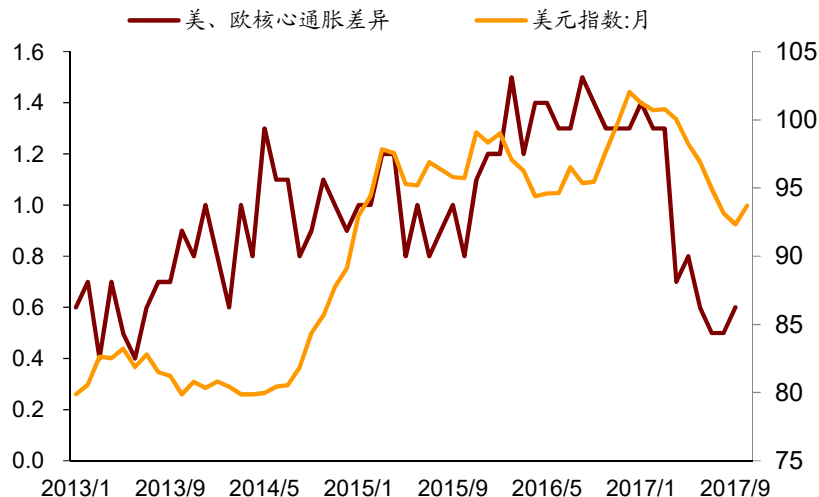
（四）2018 年美元指数预测

欧美经济和货币政策的同方向、美国税改等财政政策将低于最初的预期决定了美元指数无法再现曾经“气势如虹”的单边升值，也难以达到 103 的前期高点。预计美元指数整体呈现 90-100 区间震荡。

预计 2018 年上半年美元指数将走强。主要原因如下：一方面随着经济改善和通胀回升，对货币政策和通胀的预期将得到修复，而欧央行将鸽派退出宽松并维持政策稳定，另一方面，美国的税改和基建在今年四季度和明年初大概率会有实质性的进展，而且明年上半年意大利的大选和西班牙部分地区的独立公投将给欧元区带来较大的不确定性。

下半年，一方面由于欧央行有可能在三季度进一步讨论货币政策正常化，下半年政治环境有所改善也将有助于欧洲财政预期的改善，因此预计美元指数将走弱、欧元走强。

图 86: 美欧核心通胀的差异与美元指数走势更为一致



资料来源: WIND, 招商证券

（五）2018 年海外市场可能存在的预期差及其对国内市场的影响

我们预计 2018 年市场可能存在的预期差可能包括七个方面：1、美联储成员调整可能意味着更加鹰派的美联储；2、市场对美联储 2018 年加息预期有待上修；3、缩表抬升美债收益率中枢水平的作用被低估；4、欧洲货币政策正常化可能不是一帆风顺的，可能导致欧元区比想象中宽松；5、对美国基建计划的预期较低，推进可能超预期；6、美国税改仍然面临着一些挑战，时间和正面影响上可能会低于预期；7、法国可能没有那么大积极财政空间。

这些预期差对国内市场影响几何？

1、短期直接影响有限，12 月中国央行可能不会跟随美联储调整政策利率。中国经济基本面良好、金融去杠杆卓有成效，中美利差已经在 154bp 的历史高位，美国税改有可能推后。

2、2018 年全球央行货币政策继续转趋保守，市场对国内货币政策的担忧仍会对债市带来扰动。（1）2018 年中国经济大概率前低后高，如果伴随房地产价格或者销量触底回

升。下半年央行政策利率可能会跟随调整。(2) 人民币汇率更有弹性, 可以消化部分美联储加息对国内的影响, 未来中美利差存在压缩的空间。(3) 不过, 基于针对美国的预期差, 美债收益率有上行的风险, 可能对国内造成扰动。(4) 欧洲风险则更有助于宽松的外部环境。

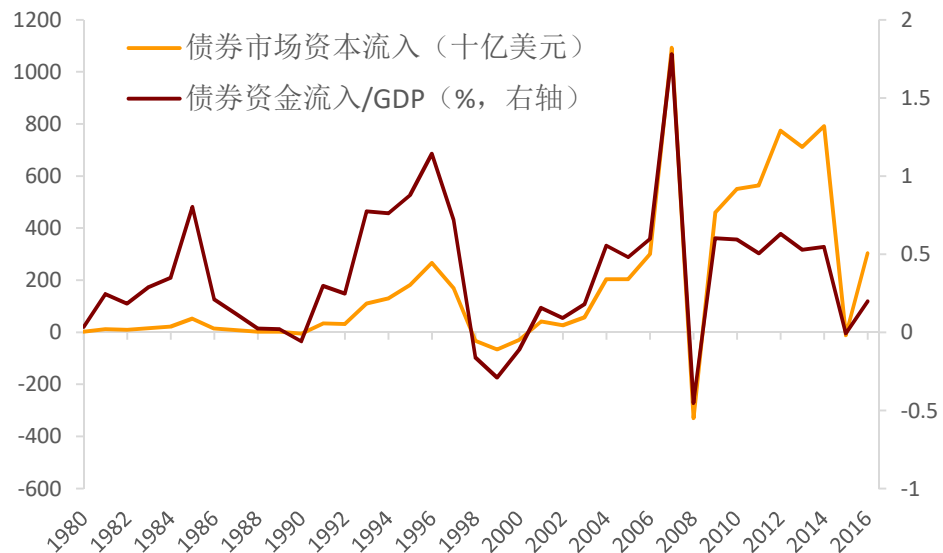
八、关注海外资金流入对国内资本市场的影响

（一）国际资本流入已扩散至亚洲各国

我们在《从国际经验看中国债券市场未来的国际资本流入形势》报告中明确提出，2016年可能成为我国（以及亚洲新兴经济体国家债券市场）新一轮国际资本流入的起点，毫无疑问现在这一判断已经被逐步验证。在报告撰写的当时，2016年3月份之前的7个月之内，境外机构实际上大幅减持了1287亿元人民币债券，气候开始才重回增持并基本延续至今。

我们当时判断开启新一轮周期流入的逻辑有二：一方面受益于美元指数走强对新兴经济体国际资本流动形势的负面影响有所减弱；另一方面则受益于我国债券市场开放相关的制度性因素，如2016年3号文进一步对外开放了我国银行间债券市场、人民币纳入SDR货币篮子等。

图 87：亚洲新兴经济体债券市场国际资本流动的周期性

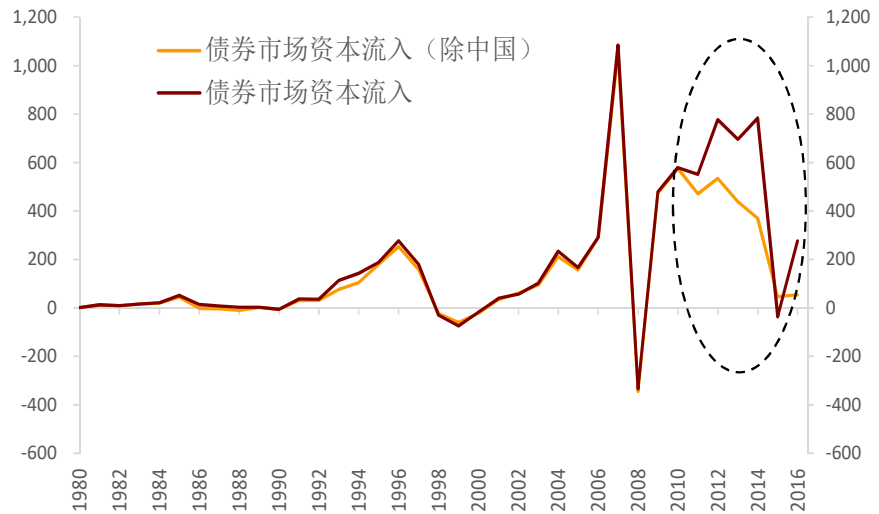


资料来源：CEIC，招商证券

我们认为，未来我国（以及亚洲新兴经济体）债券市场仍将继续吸引国际资本积极参与，其中既有周期性的因素也有结构性的因素，特别的，境外投资者增持人民币债券的核心驱动力依旧来自于我国债券市场开放的政策效应。

回顾 2016 年的情况，我国进一步推进债券市场开放政策对境外投资者形成的强烈吸引力，使得中国几乎已一己之力奠定了新一轮国际资本流入周期开启的基础。如果将中国因素从亚洲新兴经济体整体中分离出来，我们很容易发现，2016 年亚洲新兴经济体整体国际资本流动形势的逆转，事实上主要贡献还是来自于中国。在剔除中国因素之后，其它亚洲新兴经济体的国际资本流入规模仅相较 2015 年有小幅抬升。

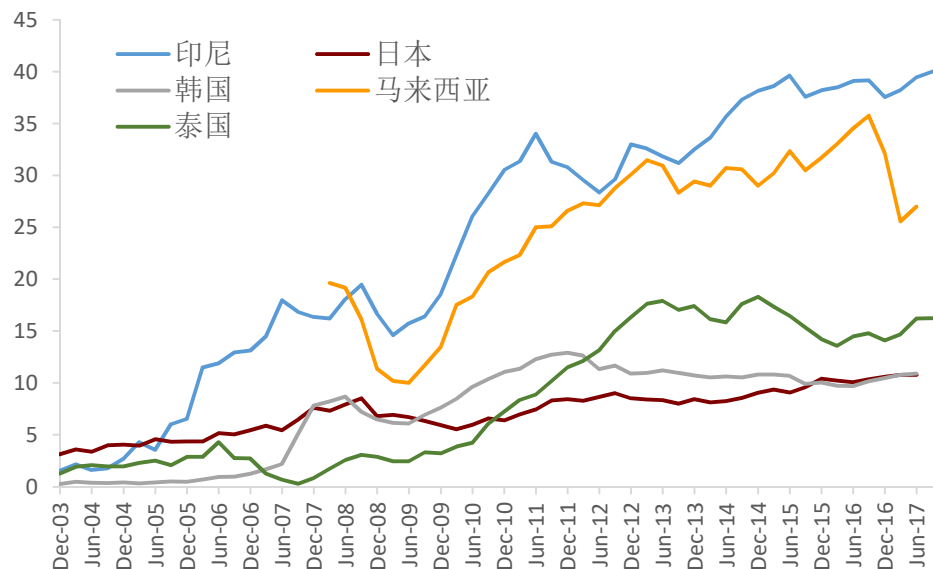
图 88: 中国因素成为关键影响



资料来源: Wind, 招商证券

但 2017 年以来情况也发生了积极变化, 中国之外的亚洲新兴经济体债券市场也开始迎来明显的国际资本流入, 起源于中国的这一轮周期性趋势已形成扩散效应。从印尼等国家的国债市场境外占比水平来看, 2017 年以来都出现了不同程度的抬升, 截至今年二季度, 平均涨幅超过 1 个百分点, 印尼国债市场的境外占比水平更是创下历史新高水平接近 40%。

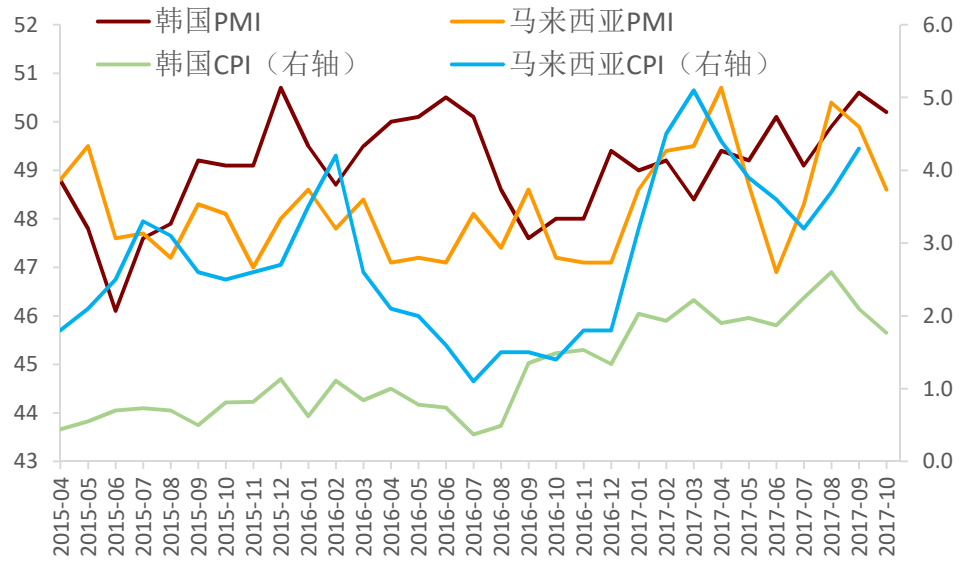
图 89: 亚洲多国债券市场同样迎来国际资本流入



资料来源: ADB, 招商证券

国际资本的大幅流入, 汇率因素无疑在此间起到了重要作用, 而亚洲各国汇率的企稳乃至走强, 一方面受到今年以来美元持续弱勢的支撑; 另一方面, 则是亚洲新兴经济体经济基本面整体出现一定程度的改善。

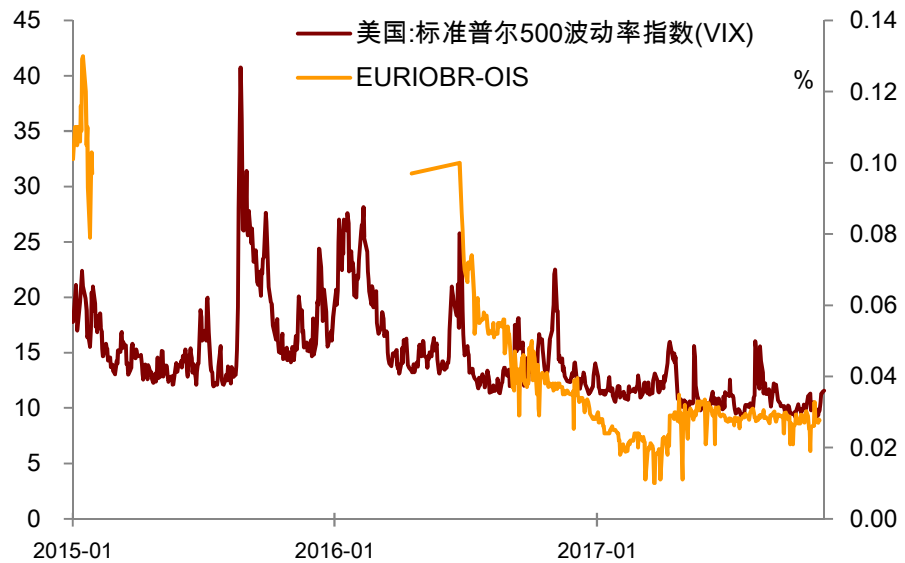
图 90: 韩国、马来西亚通胀抬升, PMI 趋于上行



资料来源: Wind, 招商证券

与此同时, 美欧等发达经济体的经济复苏, 虽然可能带来全球流动性的边际收缩, 但在一定程度上提高了国际投资者的风险偏好, 有利于国际资金增持风险资产。

图 91: 避险情绪趋势性下降至低位



资料来源: Bloomberg, 招商证券

(二) 我国债券市场开放政策效应正不断发酵

具体到我国的情况, 今年我国债券市场的国际资本流入延续了去年以来的良好态势, 在 5 月份中间价模型中加入逆周期因子、7 月份开通“北向通”等等相关政策的催化之下, 境外机构对人民币债券的增持幅度不断加强、相关政策效应不断发酵, 2017 年 1-10 月份境外投资者累计增持人民币债券规模已达到 3059 亿元 (月均 306 亿元), 总持有规模达到历史新高 11057 亿元, 突破万亿大关。

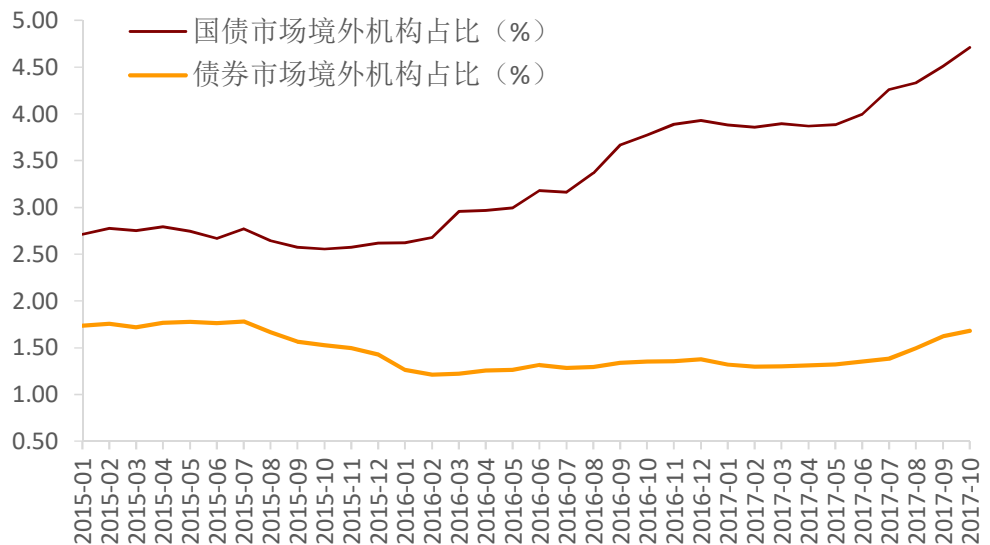
图 92: 境外机构增持人民币债券规模



资料来源: 中债登, 上清所, 招商证券

境外机构在我国债券市场中的占比也有所提高, 特别是在国债市场中的占比已创下历史新高 4.71%, 但这一水平即便相较日本 10% 的国际较低水平仍有很大的提升空间。

图 93: 债券市场境外占比不断提升



资料来源: 中债登, 上清所, 招商证券

未来我国债券市场开放政策仍将得到继续推进。周小川行长在《守住不发生系统性金融风险的底线》一文中明确指出:“主动防控系统性金融风险要靠加快金融改革开放”, 债券市场开放政策无疑是其中的重要一环, 且已被抬升至防控金融风险的高度进行强调。而就在数日前的 11 月 9 日, 央行发布《境外商业类机构投资者进入中国银行间债券市场业务流程》, 对境外机构进入银行间债券市场的有关业务规则进行了明确, 以进一步鼓励境外机构参与我国银行间债券市场。该业务细则的要点如下:

- a) 交易品种方面: 央行规定“各类境外机构投资者现阶段均可在银行间债券市场开展现券交易, 并可基于套期保值需求开展债券借贷、债券远期、远期利率协议及利率互换等交易”, 但对于回购交易则仅限于“境外人民币业务清算行和参加行”;

- b) 资金自由汇出方面：资金汇出时的币种结构应当保持与会如实的本外币比例基本一致（累计汇出资金的比重比例上下波动不超过10%，首次汇出不受限制）；
- c) 投资额度方面：明确指出境外机构投资者可自主决定投资规模，没有投资额度限制。而此前在《债券通暂行办法》中“没有投资额度限制”这一表述最终被删去；
- d) 税收政策方面：央行首次对于境外机构投资人民币债券的税收安排进行明确，具体规定如下表。

表 16: 境外机构投资银行间债券市场的税收安排

	利息收入	转让价差
国债、地方政府债	免所得税 营改增期间免增值税	暂不征收所得税 营改增期间免增值税
其它券种	企业所得税 10% 增值税 6%	暂不征收企业所得税 营改增期间免增值税

资料来源：人民银行，招商证券整理

随着我国债券市场开放政策的继续推进,境外投资者将持续为我国债券市场带来增量资金。而人民币债券的吸引力何在？一在利率、二在汇率。

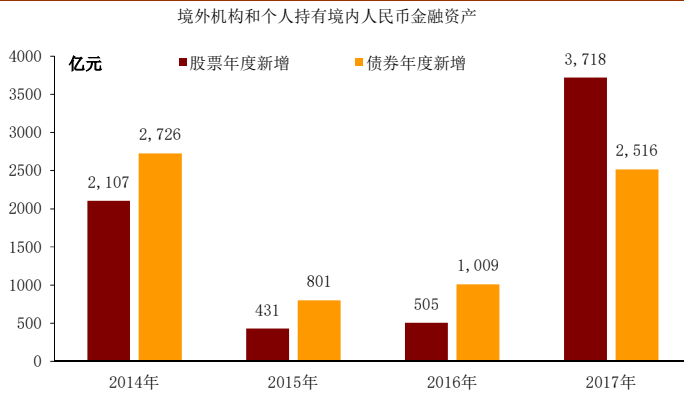
利率方面，目前中美利差已处于历史高位（最新数据为 150bp），且相较其它 SDR 货币篮子经济体的国债收益率，人民币债券的收益率优势也十分明显

（三）海外资本的投资风格开始影响 A 股市场

境外资金持有 A 股的规模正在快速增长。2017 年流入的规模从年初的 6491 亿元增长至 2017 年 9 月的 1.02 万亿元,增幅为 3718 亿元。其中沪市和深市陆股通规模为 1668 亿元，占比达到 49%。

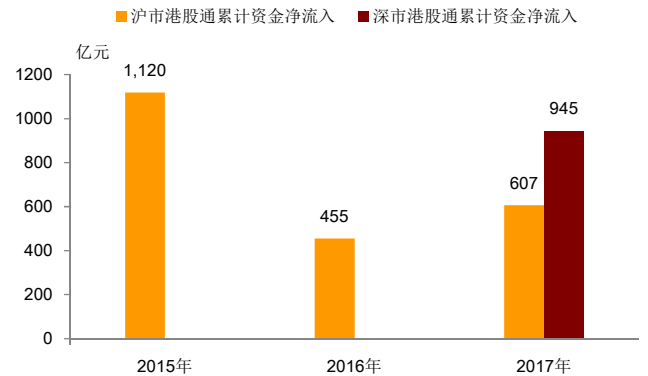
展望 2018 年，明年 6 月 A 股将纳入 MSCI 将进一步推动境外资金增持 A 股规模。据我们测算，初步按 5%比例纳入，A 股资金流入规模约为 230 亿美元，约合 1500 亿人民币。未来如果逐步 100%纳入，资金流入规模将累计达到 3970 万亿美元，约合 2.6 万亿人民币。具体请参见《加入 MSCI 是 A 股的救兵吗？——评 A 股纳入 MSCI 指数的潜在影响》。

图 94: 境外机构和个人持有人民币金融资产情况



资料来源: wind, 招商证券

图 95: 沪市、深市资金净流入



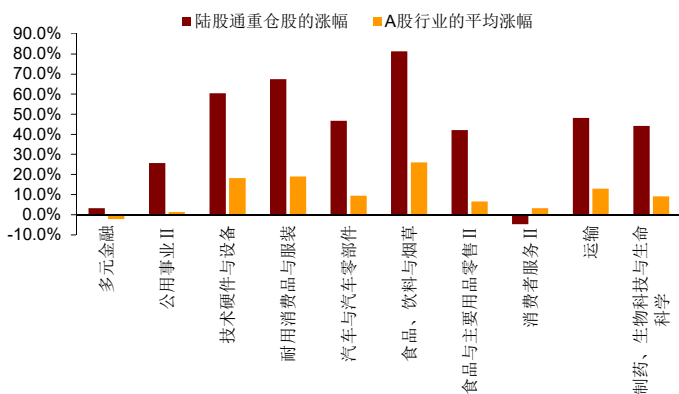
资料来源: 中国银行业理财市场年度报告, 招商证券

陆股通持有股票的集中度很高。沪股通有 742 只股票, 深股通有 992 只股票, 然而截至 10 月末陆股通持仓占比超过 5% 的仅有 25 只个股, 持仓占比超过 2% 的仅有 70 只个股, 持仓占比超过 1% 的有 145 只个股。在陆股通的每日前十大活跃个股中, 截至 10 月末的 195 个交易日中, 贵州茅台、海康威视、美的集团、中国平安每日都出现在榜单中, 五粮液、格力电器、恒瑞医药、洋河股份、京东方 A 超过一半时间均出现在榜单中。

海外资金偏好行业龙头, 这些股票今年的涨幅远超行业均值。我们选出 10 月末陆股通持股占流通 A 股的比例超过 5% 的重仓股, 今年的涨幅远超过 A 股的行业平均值。

低估值是高市值之外最重要的决定因素。从今年初至 10 月末, 在上榜的 23 个行业里, 累计净买入行业排名第一的企业 14 家在行业市值排名第一。其次, 偏好低估值, 云南白药、洋河股份、大秦铁路和中国石化是平均市盈率为行业中偏低的非龙头企业中。

图 96: 陆股通重仓股的涨幅远超 A 股行业平均涨幅



资料来源: wind, 招商证券

图 97: 陆股通偏好市值高、估值低

证券简称	行业	累计净买入行业排名	市值行业排名	平均市盈率行业排名
海康威视	技术硬件与设备	1	1	17
美的集团	耐用消费品与服装	1	1	5
中国平安	保险 II	1	1	4
方正证券	多元金融	1	8	5
云南白药	制药、生物科技与生命科学	1	2	8
长江电力	公用事业 II	1	1	2
洋河股份	食品、饮料与烟草	1	4	11
平安银行	银行	1	10	4
上汽集团	汽车与汽车零部件	1	1	8
中国国旅	消费者服务 II	1	1	1
万科A	房地产 II	1	1	6
宝钢股份	材料 II	1	1	20
三一重工	资本货物	1	7	3
大秦铁路	运输	1	2	8
中国联通	电信服务 II	1	1	1
分众传媒	媒体 II	1	1	6
瑞康医药	食品与主要用品零售 II	1	3	3
科大讯飞	软件与服务	1	1	2
苏宁云商	零售业	1	1	1
中国石化	能源 II	1	2	4
木林森	半导体与半导体生产设备	1	3	1
爱尔眼科	医疗保健设备与服务	1	1	1
三聚环保	商业和专业服务	1	1	2

资料来源: WIND, 招商证券

对于同时在国内和香港上市的公司, A 股溢价率对累计净买入有较大影响。A 股溢价率越低, 投资价值越高, 北向资金流入越大, 反之倾向于流出。我们从上榜的 194 支股票中, 选取排名靠前和靠后以及属于银行、多元金融和保险行业的股票, 发现 A 股平均溢价率越低, 累计净买入排名总体越靠前。

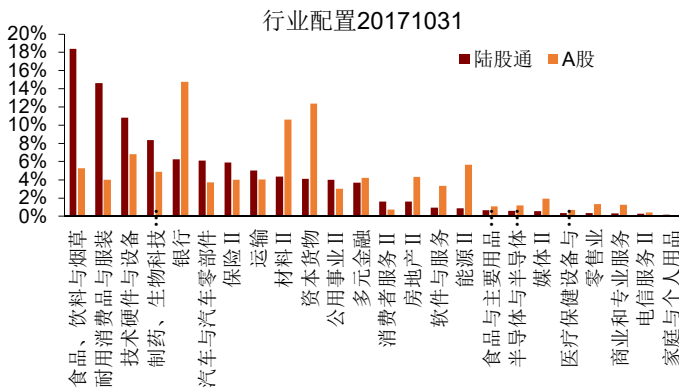
图 98: 陆股通偏好 A 股平均溢价率较低的股票

证券简称	累计净买入(亿)	排名	A股平均溢价率(%)	行业
中国平安	80.22	4	2.00	保险 II
招商银行	18.92	14	8.61	银行
中信证券	10.31	18	17.32	多元金融
万科A	10.15	19	17.06	房地产 II
比亚迪	7.11	28	20.77	汽车与汽车零部件
农业银行	5.77	30	12.31	银行
广发证券	4.08	40	22.19	多元金融
华泰证券	2.74	44	36.73	多元金融
复星医药	0.15	124	15.29	制药、生物科技与生命科学
交通银行	-0.24	146	21.11	银行
中国银行	-0.63	160	13.13	银行
国泰君安	-0.79	166	40.12	多元金融
海通证券	-0.90	169	31.89	多元金融
工商银行	-1.55	178	12.40	银行
民生银行	-2.41	183	21.00	银行
中国人寿	-3.04	186	29.57	保险 II
建设银行	-3.49	187	13.36	银行
中国太保	-3.75	188	15.85	保险 II
新华保险	-4.88	189	38.36	保险 II

资料来源: CEIC, 招商证券

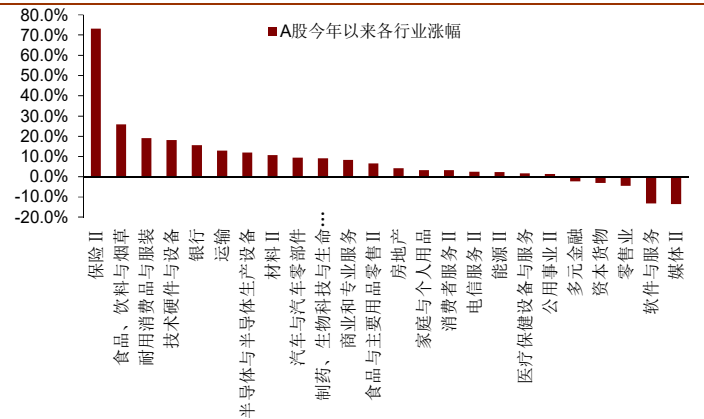
目前海外资金配置偏好与国内资金有所不同。数据显示, 2017 年海外资金相对国内资金重配的行业涨幅排名均靠前。当前海外资金持仓较高的集中在食品、饮料与烟草, 耐用消费品与服装、制药和生物科技, 银行等行业。这些行业的特点一方面估值偏低、现金流好、增长稳健。另一方面, A 股白酒、医药等行业相对香港市场有一定稀缺性。

图 99: 10 月末 A 股和陆股通各行业配置比较



资料来源: wind, 招商证券

图 100: 截至 10 月 31 日, A 股各行业的涨幅



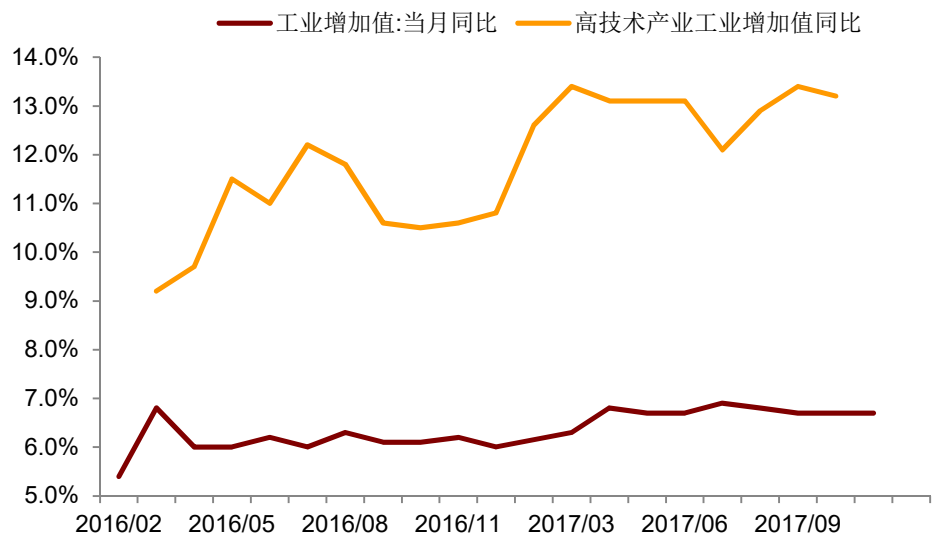
资料来源: WIND, 招商证券

九、新时代找寻新的投资机会

（一）在十九大报告中按图索骥

十九大报告中对中国社会主要矛盾判断的变化蕴含了广泛的投资机会。这些机会有的已经在最近两年有所体现。一方面，创新是建立现代化经济体系的战略支撑，这意味着高技术产业将面临难得的历史发展机遇。高技术产业 2016 年以来无论在工业增加值还是在固定资产投资的表现都远远好于全行业水平。2017 年前三季度，高技术产业工业增加值同比增长 13.4%，较去年同期提升 2.9 个百分点，高技术产业固定资产投资同比增长 18.4%，较去年同期提升 6.7 个百分点。

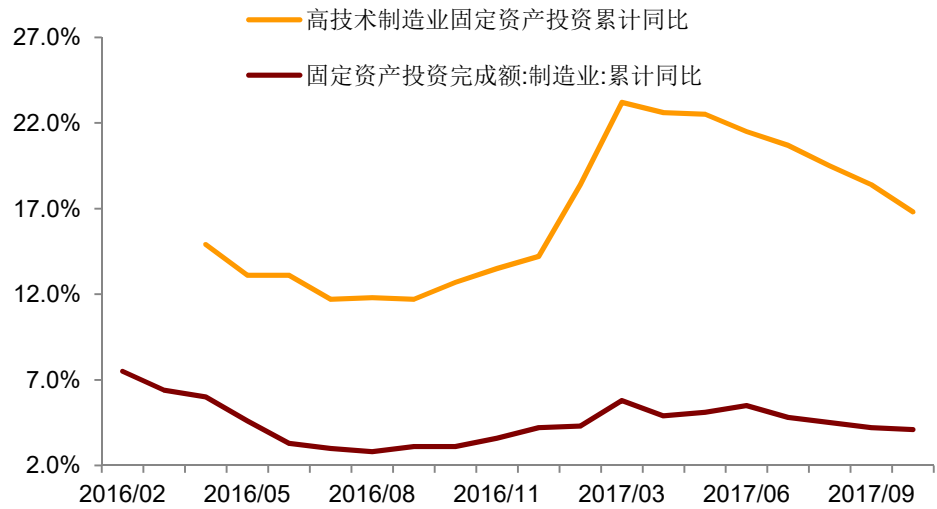
图 101: 高技术产业工业增速大幅高于同期整体工业增速



资料来源：国家统计局，Wind，招商证券

那么，制造业中的高技术产业包含哪些行业呢？根据统计局 2013 年的行业分类标准，高技术产业是指国民经济行业中 R&D 投入强度（即 R&D 经费支出占主营业务收入的比重）相对较高的制造业行业，包括：医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造等 6 大类。对应到 A 股至少包含了医疗、电子、计算机以及通信等板块。

图 102: 高技术制造业投资增速也明显高于同期整体制造业投资

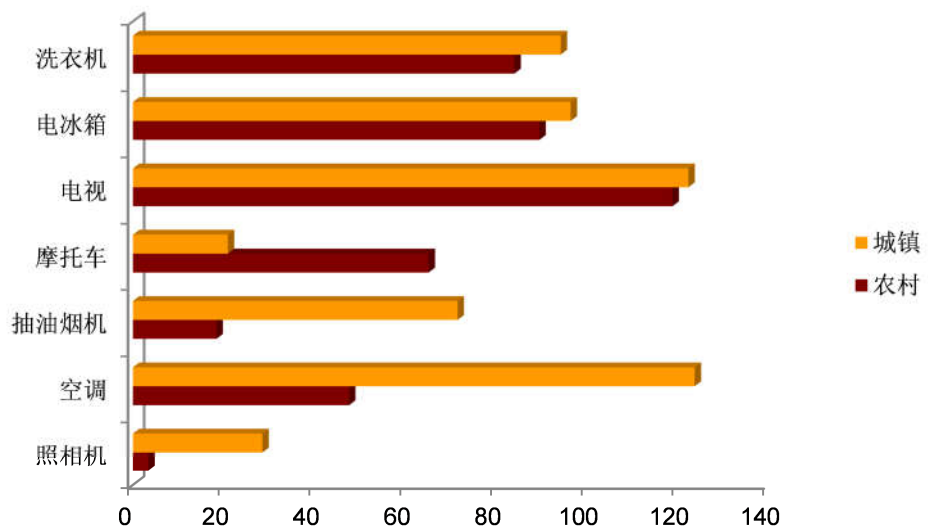


资料来源: 国家统计局, Wind, 招商证券

另一方面, 新时代除了需要满足更高的物质文化需求, 人民群众对服务需求也会呈现爆发似增长, 这在前文有关网上服务消费的分析中已经有了明确的数据支撑。那么服务需求方面蕴藏了哪些投资机会呢? 很显然, 能够与创新联系起来的高技术服务业机会更多。

高技术服务业主要是采用高技术手段为社会提供服务活动的集合, 包括信息服务、电子商务服务、检验检测服务、专业技术服务业中的高技术服务、研发设计服务、科技成果转化服务、知识产权及相关法律服务、环境监测及治理服务和其他高技术服务等 9 大类。从这些行业分类中包含了 5G、互联网等当前 A 股市场的热门主题, 同时环境监测及治理服务也是未来 5 年补短板中的三大攻坚战之一。

图 103: 每百户城乡居民耐用品保有量有明显差别

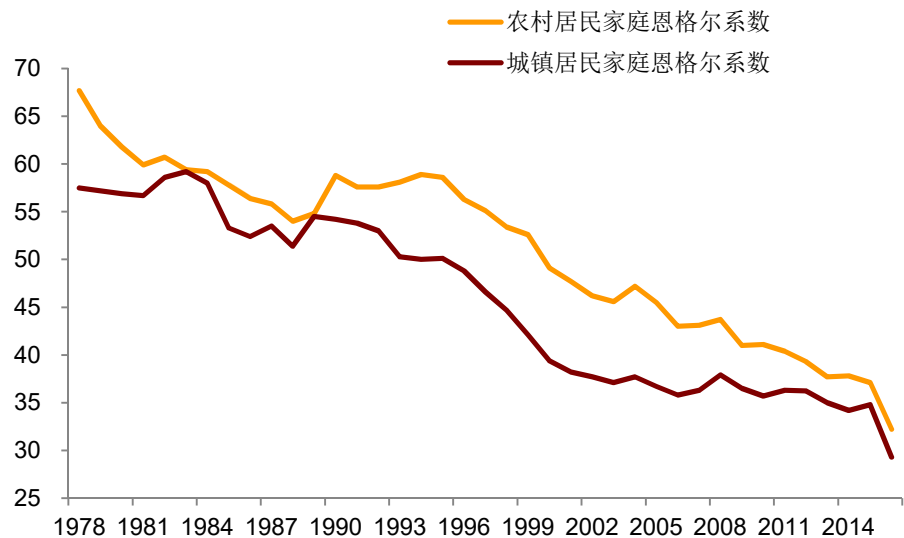


资料来源: 国家统计局, Wind, 招商证券

总之, 发展高端制造业是建立现代化经济体的必然要求, 这些行业表现其实在过去几年中已经呈现了快速发展的态势。对应 A 股市场板块包括以人工智能、5G 技术、互联网为代表的电子、通信等 TMT 板块, 高端装备制造业的高铁设备、半导体、芯片的精密制造领域也同样值得关注。

上述高技术制造业和服务业可能更多地与人均收入从中等收入向高收入发展中的高端消费升级相关，但我们也不能忘掉贫困人口脱贫后对生活必需品消费需求的增加。换言之，新时代与消费相关的投资机会，既集中于高端产品和服务消费升级，也存在于一些基本的商品和服务消费。从耐用品拥有量上看，城镇居民在空调、抽油烟机以及照相机的拥有量明显高于农村居民，而洗衣机、电冰箱以及电视的拥有量差距较小。而农村人均食品消费量则高于城镇居民，尤其是粮食消费量差异最为明显。

图 104：刚刚摆脱贫困状态农村居民恩格尔系数应该明显高于整体水平



资料来源：国家统计局，Wind，招商证券

恩格尔曲线显示，尽管城镇和农村居民随着收入提高，粮食消费量持续回落，但城乡之间的收入差距决定了农村居民的恩格尔高于城镇居民。消费升级拉动高端商品和现代服务业需求的同时，我们不应忽视农村居民消费结构相较于城镇居民的滞后性，尤其是2015-2020年间刚刚摆脱贫困状态的脱贫群众对食品、衣着等生活必需品需求的明显改善。因此，我们认为消费需求改善对市场的影响是关注两端——一端是高收入人群的消费升级，另一端是脱贫人口对生活必需品有效需求的回升。所以除了现代服务、休闲娱乐等新兴消费板块值得关注外，消费白马依然有上升空间。

（二）出口改善带来的三个投资方向

（1）全球贸易复苏之下，航运、港口、集运明显受益。港口吞吐量、集装箱运价与出口增速高度相关，出口回暖带动港口、集运行业盈利改善，油价及其他大宗商品贸易量价回升提振干散货船（大宗商品相关）、油船（原油相关）和相应运价，有助于航运和船舶板块复苏。

图 105: 港口吞吐量受贸易复苏带动显著

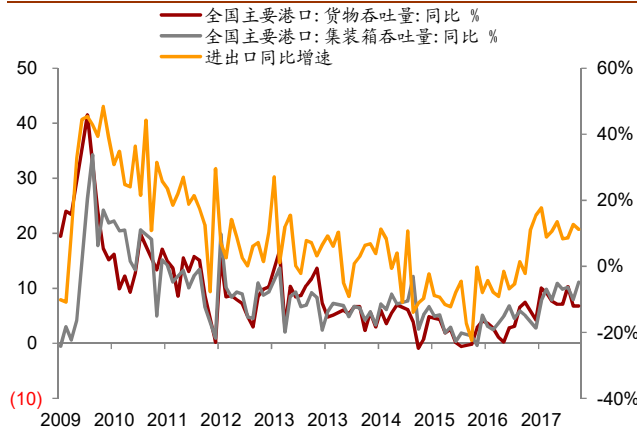
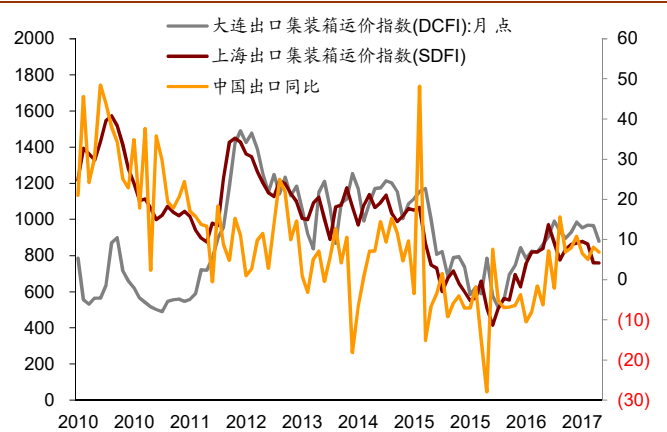


图 106: 集装箱运价随贸易触底回升



资料来源: WIND, 招商证券

(2) 出口改善叠加制造业升级, 机电类高端制造业出口有更大增长弹性: 在出口复苏的大背景下, 我们发现汽车制造、仪器仪表制造、计算机、通信、电子设备制造业的改善最为显著, 相对其他传统行业, 这些高端制造业出口大增不仅是外需改善的体现, 也反映了随着比较优势扩大在全球份额的提升, 制造业投资

图 107: 我国出口中的机电类产品构成 (数据为 2016 年)

电脑	电话	Office办公机械配件	机电保护装置	摄影器材	空调	空气泵	印刷电路板
		2.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
电子变压器	9.6%	广播配件	电动机	电动机	电动机	电动机	冰箱
16%	集成电路	2.7%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.90%
广播设备	6.3%	绝缘电线	工业打印机	离心机	离心机	离心机	离心机
	视频显示	2.4%	0.85%	0.65%	0.58%	0.57%	0.54%
13%	半导体器件	电加热器	电控板	吸尘器	吸尘器	吸尘器	吸尘器
		2.1%	0.79%	0.74%	0.66%	0.64%	0.64%
		话筒和耳机	吸尘器	吸尘器	吸尘器	吸尘器	吸尘器
		1.7%	0.72%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%
		阀门	变频器	变频器	变频器	变频器	变频器
		1.5%	0.71%	0.66%	0.66%	0.66%	0.66%

资料来源: OEC, 招商证券

(3) 出口订单对家用电器、家具制造业的带动突显。今年家具制造业和通用设备制造业 (冰箱、空调)。受全球贸易逐步回暖的带动较大, 预计地产销售回落对装修需求有滞后负面影响, 届时出口部分的带动作用将成为确定性更高的部分。

十、2018 年主要经济数据预测

我们对于 2018 年全球经济增长保持乐观的态度，预计发达国家相对平稳，新兴市场将继续展现出更强的活力，预计 2018 年全球 GDP 增速略高于 2017 年。同时，随着全球性的经济复苏，与自由贸易相悖的逆周期调控政策将放缓，亚洲区域内的供应链将延续更为活跃的状态，预计贸易弹性有所上升。贸易价格方面整体存在较大不确定性，不过，基于目前的状况，供给侧改革对于国内价格的抬升作用可能已体现得较为充分，预计价格因素对 2018 年出口的贡献度小于 2017 年。

进口方面，我们预期全年经济增长前低后高，仍然维持着较强的韧性，整体需求仍然相对稳定，预计进口需求也不会出现明显回落。

综上所述，预计 2018 年全年出口增速为 6.5%，分季度水平分别为 6.3%、6.0%、6.1%、7.4%；进口同比增速分别为，分季度水平分别为 4.4%、4.1%、5.6%、7.6%，贸易顺差较 2017 年略有扩大。

2018 年工业生产可能将延续结构分化的趋势，即两高一剩行业表现低迷，中下游制造业在国内消费需求、海外需求以及一带一路等因素的影响下表现相对稳定。PPI 同比增速放缓也有助于降低中下游企业的成本压力。工业增加值同比增速与 GDP 同比增速均波动较小、韧性较强。在上游行业受制于环保压力，中下游行业出口需求不再高速反弹的背景下，我们预计 2018 年工业增加值实际增长 6.3%，较 2017 年小幅回落，四个季度走势前低后高。是否延续 2017 年的季末效应是 2018 年工业增加值走势的最大不确定性。

2018 年固定资产投资增速将继续回落。一则房地产投资增速继续回落。二则，企业盈利虽然大幅改善，但制造业投资仍难以大幅回升，主要原因在上游行业在去产能、去杠杆压力下，利润可能主要用于偿还负债而非用于设备投资。不过在创新驱动下，我们认为下游行业的投资需求可能会带动整体制造业投资止跌回稳。而基建投资在精准扶贫、棚改等民生方面仍将表现较好，2018 年基建投资将维持稳定。鉴此，我们预计 2018 年固定资产投资增速为 7.2% 左右，可能与 2017 年投资增速大致持平。

我们预计 2018 年社会消费品零售总额增速在精准扶贫、消费需求稳定增长的背景下，将在 2017 年基础上小幅回升，预计增速为 10.5% 左右。

综上，我们认为 2018 年 GDP 实际增速为 6.7%，走势前低后高，四个季度分别为 6.6%、6.7%、6.8%、6.7%。尽管新时代不再追求经济增长速度，但随着中国经济增长质量和效益的提高，2018 年中国 GDP 增速依然存在向上超预期的可能性。

下表是我们对 2018 年主要宏观数据的预测：

表 17: 中国主要宏观数据及预测 (单位: 同比增长%)

指标	2017E	2018E	1Q	2Q	3Q	4Q
GDP	6.8	6.7	6.6	6.7	6.8	6.7
CPI	1.6	2.3	2.5	2.4	2.4	2.0
PPI	5.2	3.0	3.4	3.5	3.1	2.0
社会消费品零售	10.4	10.5	10.2	10.6	10.7	10.5
工业增加值	6.5	6.3	6.1	6.3	6.5	6.3
出口	6.8	6.5	6.3	6.0	6.1	7.4
进口	14.1	5.5	4.4	4.1	5.6	7.6
固定资产投资	7.2	7.3	6.7	7.2	7.4	7.3
M2	9.3	10.1	9.2	10.2	10.4	10.1
人民币贷款余额	13.2	11.9	11.9	12.0	11.3	11.9
1年期存款利率(%)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款利率(%)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
人民币汇率(¥/\$)	6.65	6.70	6.89	6.80	6.85	6.95

数据来源: Wind, 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），主要从事宏观经济研究。

闫玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。2011年加入招商证券研发中心宏观组担任高级分析师。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

林澍：中山大学金融学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

周岳：中国人民大学经济学硕士，CFA，现任招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。