

走向“新平衡”

2017 年 11 月 21 日

- ❖ **全球经济复苏方兴未艾。**此轮全球经济复苏不仅依靠消费，也得益于私人投资的扩张，这使得此轮复苏的可延续性更有基础。在不发生重大地缘政治风险的前提下，预计 2018 年全球经济仍将保持同步且温和的复苏，尤其是美国和欧元区经济将稳步增长。随着越来越多国家产出缺口接近闭合，通胀压力将逐步显现，从而迫使更多的央行货币政策边际上趋于收紧。当然，如若美联储鹰派加息，或其他央行超预期的货币紧缩，也会给金融市场和全球经济带来一定的不确定性，尤其是在全球股市普遍估值偏高的当前。
- ❖ **中国经济暖意渐浓。**积极因素多于不利因素：（1）“朱格拉周期”拉动采矿业和制造业等周期性行业投资回升，在过剩产能得到一定出清的情形下，工业新产能周期的释放可期，对 2018 年的工业生产和投资形成支撑；（2）2017 年居民收入增速有反弹，对 2018 年消费增长有较强的支撑作用；（3）全球经济复苏有望促使出口保持平稳增长；（4）基建仍有能力保持中高速增长。预计 2018 年 GDP 增长 6.8% 左右，与今年基本持平；CPI 中枢将趋势性抬升至 2.5% 左右，大宗商品涨势减弱，PPI 小幅回落，企业盈利继续改善。
- ❖ **宏观政策与改革。**2018 年流动性环境与 2017 年相当，基于经济仍然处于“筑底回升”阶段、通胀的回升仍然“温和”，以及房地产和债券市场泡沫风险已经有所遏制等因素，货币政策超预期收紧的可能性不大。随着通胀水平逐渐回升，利率中枢将上行，但并不意味着货币政策进入“加息周期”。随着周期性行业回暖，财政刺激力度将会逐渐减弱，减税可能成为积极财政政策的主要内容之一，“防风险、去地方政府杠杆”将会被放在重要的位置。十九大后，改革将乘势而上，国企混改的全面深入推进将是 2018 年国企改革的重要主线，力度将超过以往，同时涉及的行业和领域也可能有所扩大。金融监管总体看会在现有基础上更加趋严。雄安新区和粤港澳大湾区战略进入落地落实之年。
- ❖ **政策“新周期”和走向“新平衡”。**十九大后，有望开启一轮政策“新周期”，如，适时调整“遏制新增产能，淘汰落后产能”政策，有效释放先进产能，促进周期行业资本开支回暖；贯彻实施质量发展纲要行动计划和“中国制造 2025”等，加速推动消费升级和产业结构；以“一带一路”为纽带，实施新一轮更高水平的对外开放，培育国际竞争新优势；加快建设创新型国家，推动全要素生产率和经济质量提升；完善产权制度，激活民间投资等。由此，目前正在发生实质性改变的中国经济结构，逐渐走向“新平衡”。

中信证券研究部宏观经济数据预测 (%)

	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F		
GDP	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.8		
CPI	2.6	2.0	1.4	2.1	1.6	2.5		
PPI	-1.9	-1.9	-5.2	-1.7	6.0	3.8		
全社会固定资产投资	19.6	15.7	10.0	7.9	7.3	8.0		
社会消费品零售	13.1	12.0	10.7	10.3	10.4	11.0		
出口	7.8	6.0	-2.9	-7.0	7.0	6.0		
进口	7.2	0.5	-14.3	-6.0	16.0	10.0		
利率 (1 年期存款)	3.00	2.75	1.50	1.50	1.5	1.5		
汇率 (RMB/USD)	6.05	6.20	6.49	6.95	6.70	6.6		
	2017	2017	2017	2017	2018	2018	2018	2018
	1Q	2Q	3Q	4Q (F)	1Q (F)	2Q (F)	3Q (F)	4Q (F)
GDP	6.9	6.9	6.8	6.7	6.7	6.8	6.8	6.9
CPI	1.4	1.4	1.6	2.1	2.5	2.6	2.6	2.3

资料预测：国家统计局，中信证券研究部预测



中信证券研究部

诸建芳

电话：010-60838756

邮件：zhujf@citics.com

执业证书编号：S1010510120003

王宇鹏

电话：010-60836709

邮件：wangyupeng@citics.com

执业证书编号：S1010517010001

陶川

电话：010-60838155

邮件：taochuan@citics.com

执业证书编号：S1010517040002

崔嵘

电话：021-20262106

邮件：cuirong@citics.com

执业证书编号：S1010517040001

联系人：刘博阳

电话：010-60836743

邮件：liuboyang@citics.com

相关研究

- 2017 年中国宏观经济展望：经济见底，一步之遥 (2016-11-22)
- 2017 年下半年宏观经济展望：新格局，新增长 (2017-5-23)
- 宏观经济专题：慎言长期债市牛市，下半年利率下行空间有限 (2017-7-11)
- 宏观经济专题：全球债市迎来调整，中国债市慎言回暖 (2017-7-11)
- 海外宏观经济专题：如何研判全球债市联动性与差异性？... (2017-7-18)
- 宏观经济专题：周期股“梅开二度”说明了什么，意味着什么？.. (2017-7-28)
- 海外宏观经济专题：这次与 2013 年缩减 QE 时有何不同？..... (2017-8-8)
- 宏观经济专题—油价走势的远景与远观：从油价和非能源大宗商品价格背离谈起 (2017-9-16)
- 2017 年四季度海外宏观经济和大类资产配置展望 (2017-9-29)

目录

引言	1
全球经济复苏方兴未艾	2
美国经济：竿头日进	3
欧元区经济：风光渐好	4
日本经济：仍在好转	5
新兴市场：温和复苏	5
全球通胀：缓慢上行	6
货币政策：渐次进入紧缩周期	8
中国经济暖意渐浓	10
消费：再拾升势	11
投资：资本开支回暖	14
出口：复苏延续	17
物价：通胀渐起	19
盈利：“好日子”仍未结束	21
产业结构：存量升级和增量出新	22
宏观政策与改革	25
货币政策：利率中枢抬升	25
财政政策：力度边际减弱	26
改革：乘势而上	27
区域发展：雄安新区和粤港澳大湾区战略落实之年	31
走向“新平衡”	33
全球金融危机下的经济失衡	33
“三去一降一补”和失衡的初步改善	35
政策“新周期”和走向“新平衡”	37

插图目录

图 1: 主要发达经济体固定资产投资迎来扩张.....	2
图 2: 主要发达经济体企业正扩大设备投资.....	2
图 3: 美国失业率与私营部门薪资增长.....	3
图 4: 美国实际薪资与劳动生产率比例.....	3
图 5: 美国政府减税往往带来企业投资的扩张.....	4
图 6: 美国财政赤字将在 2018 年开始扩大.....	4
图 7: 危机后欧元区 GDP 增长的分项拉动.....	4
图 8: 危机后美国经济增长的分项拉动.....	4
图 9: 欧元区与美国失业率.....	5
图 10: 2017 年以来欧元升值明显.....	5
图 11: 主要分项对日本 GDP 增长的拉动.....	5
图 12: 日本出口有望进一步回升.....	5
图 13: 主要新兴市场国家的大宗商品出口状况.....	6
图 14: 2016 年大宗商品出口国经济增长加速.....	6
图 15: 历史上油价的每一轮贴水均伴随着 OECD 原油商业库存的下降.....	7
图 16: 2017 年美国核心通胀回升意外放缓.....	8
图 17: 美国 CPI 中的无线通信服务项.....	8
图 18: 2007 年以来各国/地区居民部门债务/GDP 比率.....	8
图 19: 发达国家央行货币正常化分布.....	9
图 20: 欧美日央行资产负债表对比.....	9
图 21: 发达国家基准利率走势.....	9
图 22: 亚洲部分国家基准利率走势.....	9
图 23: 2018 年中国 GDP 增速预测.....	11
图 24: 消费增速滞后居民收入增速 1 年.....	11
图 25: 人口结构之各年龄段人口占总人口比例.....	12
图 26: 房地产销售增速与消费增速的负相关关系.....	12
图 27: CPI 与核心 CPI.....	12
图 28: 不同类别消费品零售额占限额以上企业商品零售总额比重.....	13
图 29: 不同类别消费品零售额占限额以上企业商品零售总额比重.....	13
图 30: 不同类别消费品零售额占限额以上企业商品零售总额比重.....	13
图 31: 商品房销售面积、土地购置面积与房地产开发投资额累计同比增速.....	15
图 32: 25-35 岁人口增速.....	15
图 33: 北京市购房人口年龄分布.....	16
图 34: 基建投资与 GDP 增速.....	16
图 35: 全球贸易名义与实际增长.....	17
图 36: 新兴市场与发达国家实际进口增长.....	17
图 37: 中国主导了全球基本金属的消费量.....	18
图 38: 新兴市场与发达国家实际进口增长.....	18

图 39: 中国进出口贸易的产品结构 (2016 年)	18
图 40: 人民币篮子汇率变化对中国出口增长具有一定的领先性	19
图 41: 今年以来大类分项对 CPI 的拉动程度, 食品波动明显较大	19
图 42: 预计 2018 年 CPI 总体呈现前高后低趋势, 2 月份可能触及 3% 的高点	20
图 43: 失业率降低有助于服务业价格的上涨	20
图 44: 采掘工业在 PPI 中波动最大	21
图 45: 石油天然气分项在采掘工业波动最大	21
图 46: 上游盈利改善幅度仍最大, 下游基本平缓	22
图 47: 2017 年供给侧改革组盈利仍处扩张区间	22
图 48: 无供给侧改革组利润改善极有限	22
图 49: 非金融行业上市公司 R&D 支出规模增长	23
图 50: R&D 占 GDP 比重, 中国明显上升	23
图 51: 2017 年新能源汽车销量	23
图 52: 中国豪华品牌销量及同比	24
图 53: 2016 年乘用车与豪华车销量增速	24
图 54: 我国虚拟现实产业市场规模增长明显	24
图 55: GDP 增速与定期存款利率	26
图 56: 基建投资和 GDP 增速	27
图 57: 赤字率和 GDP 增速	27
图 58: 我国区域经济发展战略阶段划分	31
图 59: 南华指数	33
图 60: CRB 指数	33
图 61: PPI 涨幅	33
图 62: 固定资产投资与 GDP 增速	34
图 63: 采矿业、制造业、服务业与 GDP 名义增速	34
图 64: 2017 年上半年高新技术产品进口增长率	35
图 65: 一、二和三四线城市房价	35
图 66: 上证综合指数	35

表格目录

表 1: IMF 对全球经济复苏前景保持乐观	2
表 2: IMF 预计全球通胀缓慢上行	6
表 3: 亚洲部分国家通胀与央行目标对比	10
表 4: 不同类别消费品与收入的相关系数	14
表 5: 主要省份国改进展	28
表 6: 我国区域经济发展格局演进	31
表 7: 2011-2017 年主要工业品价格先后经历的跌幅和涨幅	34
附表: 关于化解产能过剩的政策	41

引言

2017 年全球经济是略超预期的，这种超预期不仅反映在经济增速上，主要国际组织多次上调经济预测值，而且也体现在发达经济体与新兴经济体的同步复苏方面。而中国经济的运行态势，也印证了去年底年度报告中我们提出的“经济见底，一步之遥”的观点¹，我们预计，2017 年中国经济增长有望超过年初政府确定的 6.5% 左右的预期目标，消费和资本开支回暖，经济内在动能积聚，企业盈利改善，经济质量提升，这表明，本轮中国经济下行周期已基本结束。

展望 2018 年，市场普遍关注，全球经济复苏势头能否保持，全球贸易增长能否恢复至危机前与经济增长相应的水平，目前仍然偏低的通胀水平会否显著回升，全球主要央行货币政策回归正常化的步伐会否因此加快？十九大后，“新时代”会否迎来一轮政策“新周期”，中国经济回暖的可持续性，物价水平是再次通缩还是通胀再起，宏观政策是继续放松还是边际收紧？

我们的基本看法是：

全球经济复苏方兴未艾。此轮全球经济复苏不仅依靠消费，也得益于私人投资的扩张，这使得此轮复苏的可延续性更有基础，在不发生重大地缘政治风险的前提下，预计 2018 年全球经济仍将保持同步且温和的复苏，尤其是美国和欧元区经济将稳步增长。随着越来越多国家产出缺口接近闭合，通胀压力将逐步显现，从而迫使更多的央行货币政策边际上趋于收紧。当然，货币政策的渐近收紧也给金融市场和全球经济带来了一定的不确定性，尤其是在全球股市普遍估值偏高的当前，一旦美联储的鹰派加息，或者其他央行超预期的货币紧缩，都有可能通过股市下跌传导至全球金融市场，进而对实体经济产生冲击。另外，特朗普税改推进、2018 年共和党选举，以及中东和朝鲜的地缘政治风险，也是 2018 年全球经济复苏进程中的不确定事件。

中国经济暖意渐浓。积极因素多于不利因素：（1）“朱格拉周期”拉动采矿业和制造业等周期性行业投资回升，在过剩产能得到一定出清的情形下，工业行业新产能周期的释放可以预期，这会对 2018 年的工业生产和投资形成支撑。（2）2017 年居民收入增速有反弹，对 2018 年消费增长有较强的支撑作用，在中国，房地产销售和居民消费具有负相关关系，房地产销售增速回落通常会使消费（尤其是可选消费）增速反弹，通胀回升通常也会促进消费增长。（3）全球经济复苏促使出口保持平稳增长，仍然是比较确定的事情。（4）基建仍有能力保持中高速增长。从财政收入来看，由于通缩环境改善，企业盈利修复，财政收入增速重新回归 10% 左右的增长；从准财政政策来看，目前 PPP 项目库储备项目有 15-16 万亿。预计 2018 年 GDP 增长 6.8% 左右，与今年基本持平；CPI 中枢将趋势性抬升至 2.5% 左右，大宗商品涨势减弱，PPI 小幅回落，企业盈利继续改善。产业转型升级有所加快，新兴行业成批涌现。

宏观政策与改革。2018 年流动性环境与 2017 年相当，基于经济仍然处于“筑底回升”阶段、通胀的回升仍然“温和”，以及房地产和债券市场泡沫风险已经有所遏制等因素，货币政策超预期收紧的可能性不大。随着通胀水平逐渐回升，利率中枢将上行，但并不意味着货币政策进入“加息周期”。财政政策基调仍然保持积极，但伴随着周期性行业回暖，财政刺激力度将会逐渐减弱，减税可能成为积极财政政策的主要内容之一，“防风险、去地方政府杠杆”将会放在重要的位置。在十九大精神指引下，改革将乘势而上，国企混改的全面深入推进将是 2018 年国企改革的重要主线，力度将超过以往，同时涉及的行业和领域也可能

¹参见中信证券研究部年度宏观报告：《2017 年中国宏观经济展望——经济见底，一步之遥》，2016 年 11 月 22 日。

有所扩大。金融监管总体看会在现有基础上更加趋严，同时监管对象会进一步扩大范围力争全覆盖。区域发展方面，雄安新区和粤港澳大湾区战略进入落地落实之年。

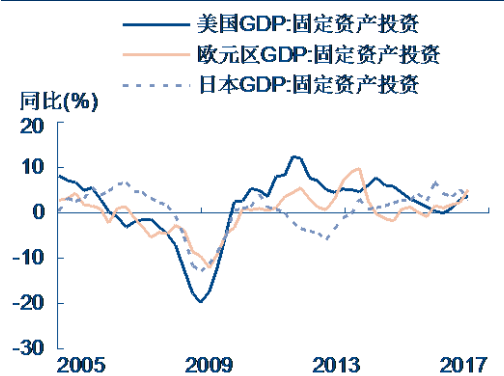
政策“新周期”和走向“新平衡”。十九大后，有望开启一轮政策“新周期”，如，适时调整“遏制新增产能，淘汰落后产能”政策，有效释放先进产能，促进周期行业资本开支回暖；贯彻实施质量发展纲要行动计划和“中国制造 2025”等，加速推动消费升级和产业结构；以“一带一路”为纽带，实施新一轮更高层次的对外开放，培育国际竞争新优势；加快建设创新型国家，推动全要素生产率和经济质量提升；完善产权制度，激活民间投资等。由此，目前正在发生实质性改变的中国经济结构，逐渐走向“新平衡”。

全球经济复苏方兴未艾

2017 年全球经济的复苏不仅全面，而且超出年初市场的预期。我们在此前的半年度报告中曾指出，此轮全球经济复苏的可持续性不仅依靠消费，也有赖于私人投资的扩张。回头来看，2017 年迄今主要发达经济体私人投资的确迎来了一轮普遍的扩张（图 1），尤其是企业设备投资增长（图 2），这也使得市场对于此轮全球经济的复苏的延续更具信心。IMF 最新一期的《世界经济展望》也将私人投资回暖视为当前全球经济复苏的主要驱动，并据此上调了 2018 年的全球经济增速预测（表 1）；而诸如世界银行以及 OECD 等官方机构也持续上调了其对于 2018 年全球经济增长的预估。

我们对全球经济复苏的前景依然保持乐观，即在不爆发大的地缘政治风险的条件下，2018 年全球经济仍将保持同步且温和的复苏，尤其是美国和欧元区经济将稳步增长。在此过程中，随着越来越多国家产出缺口接近闭合，通胀的压力将逐步显现，从而迫使更多的央行的货币政策在边际上趋于收紧。

图 1：主要发达经济体固定资产投资迎来扩张



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 2：主要发达经济体企业正扩大设备投资



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

表 1：IMF 对全球经济复苏前景保持乐观

GDP 增长 (%)	2016	2017f	2018f	2018f			
				2017.1	2017.4	2017.7	2017.10
全球	3.2	3.6	3.7	3.6	3.6	3.6	3.7
发达经济体	1.7	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0
美国	1.5	2.2	2.3	2.5	2.5	2.1	2.3
欧元区	1.8	2.1	1.9	1.6	1.6	1.7	1.9
日本	1.0	1.5	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
英国	1.8	1.7	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
新兴市场与发展中经济体	4.3	4.6	4.9	4.8	4.8	4.8	4.9
中国	6.7	6.8	6.5	6.0	6.2	6.4	6.5

GDP 增长 (%)	2016	2017f	2018f	2018f			
				2017.1	2017.4	2017.7	2017.10
印度	7.1	6.7	7.4	7.7	7.7	7.7	7.4
俄罗斯	-0.2	1.8	1.6	1.2	1.4	1.4	1.6
巴西	-3.6	0.7	1.5	1.5	1.7	1.3	1.5
南非	0.3	0.7	1.1	1.6	1.6	1.2	1.1
东盟五国	4.9	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2

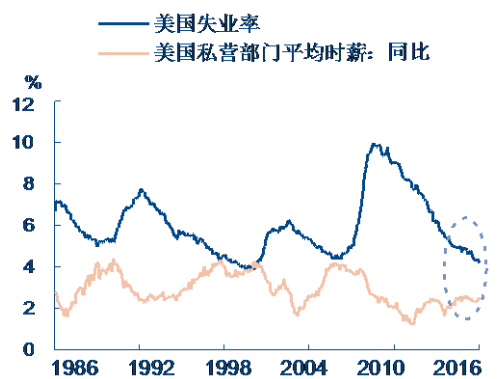
资料来源：IMF

美国经济：竿头日进

自 2009 年 6 月经济见底以来，美国经济复苏有望在 2018 年步入第 10 个年头，这一复苏从时间长度来看已经超越了 20 世纪 60 年代的复苏（92 个月），从而仅次于 20 世纪 90 年代的新经济复苏（120 个月），成为二战后第二长周期的经济复苏。

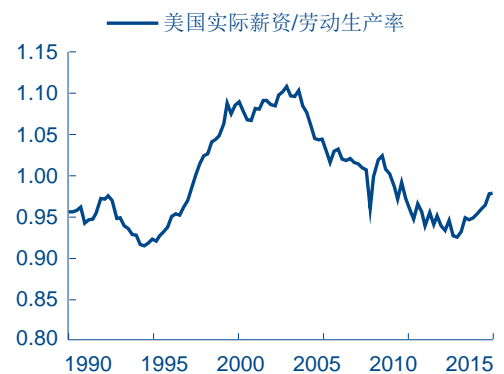
如此长周期的复苏也引发了市场关于复苏接近尾声乃至衰退的担忧。在我们看来，虽然此轮美国经济复苏很可能进入中后期，但其动能并未有明显的衰减迹象。以劳动力市场为例，虽然失业率已降至历史上的低位，但工资增长相对于以往的复苏时期明显缓慢，这就表明仍存在一定的劳动力闲置有待消化。在此情形下，2018 年美国就业仍有望延续较为强劲的增长，而高于预期的新增就业也将继续对消费的扩张形成支撑。

图 3：美国失业率与私营部门薪资增长



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 4：美国实际薪资与劳动生产率比例



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

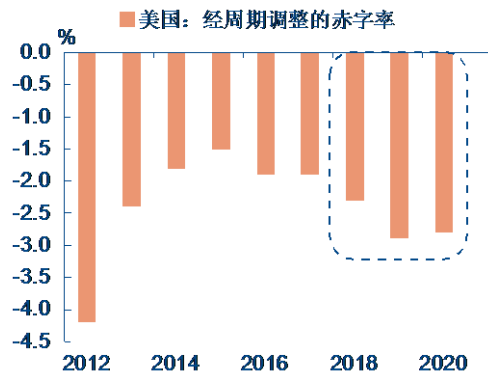
在消费稳步扩张的同时，私人投资则有望进一步回暖，如图 4 所示，美国的实际薪资的增长自 2015 年以来正逐步赶上劳动生产率增长。可见对美国企业而言，以增加劳动力来替代资本的生产方式已不再像过去那么有利可图，因此随着当前盈利的不断改善，美国企业有动力用资本替代劳动来扩大生产。同样值得关注的是，特朗普的减税政策很可能在 2018 年一季度落地，这也将对企业扩大资本开支形成利好，此前无论是里根还是小布什政府的大规模减税，其实施后均带来美国企业投资的新一轮扩张（图 5）。

图 5：美国政府减税往往带来企业投资的扩张



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 6：美国财政赤字将在 2018 年开始扩大



资料来源：Bloomberg，IMF 预测，中信证券研究部

另外，政府支出的扩大也有望对 2018 年美国经济增长形成额外的动力。根据 IMF 的最近估计，美国政府经周期调整的赤字率将较 2017 年扩大 0.4 个百分点，这与此前共和党总统就任第二年的预算赤字加码的经验是一致的。

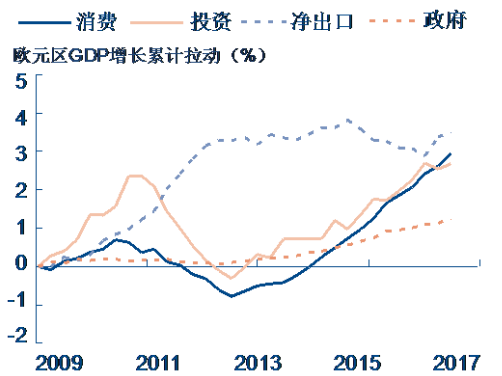
综上，我们认为在消费和投资的双重驱动下，叠加政府支出扩大的利好，2018 年美国经济复苏态势依然向好，全年有望实现 2.5% 以上的实际 GDP 增长，从而继续成为全球经济复苏的主动力量。

欧元区经济：风光渐好

危机后与美国经济不同，危机后欧元区经济由于欧央行的错误加息和银行业危机，在 2013 年遭遇了所谓的“二次衰退”，因此危机后欧元区经济在扩张周期上比美国晚了近四年，这也是为什么当前欧元区经济复苏风光渐好。

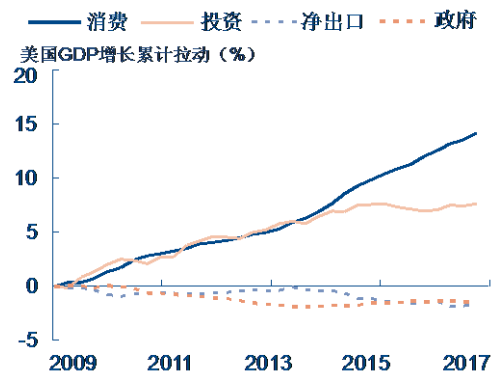
在经历了 2016-2017 连续两年超预期的经济增长之后，我们认为 2018 年欧元区经济仍将保持着稳步复苏的态势。如图 7-图 8 所示，与美国经济不同，危机后欧元区经济的复苏一度依靠的是净出口，而消费和投资对于经济增长的拉动直到 2015 年之后才开始显现，可见内需在这段时间内处于被抑制的状态。而随着这种被抑制的内需的逐步释放，欧元区经济复苏动能将持续得以巩固。

图 7：危机后欧元区 GDP 增长的分项拉动



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 8：危机后美国经济增长的分项拉动

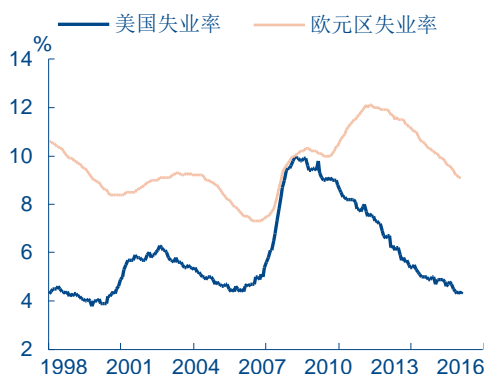


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

欧元区劳动力市场的表现也表明经济改善仍有比美国更多的空间，如图 9 所示，尽管 2013 年以来欧元区失业率持续下降，但显然并不如美国那样触及历史低点，可见当前欧元区存在着比美国更多的劳动力闲置。因此，随着这部分劳动力闲置资源被进一步消化，由此带来的新增就业将继续巩固欧元区经济的复苏。

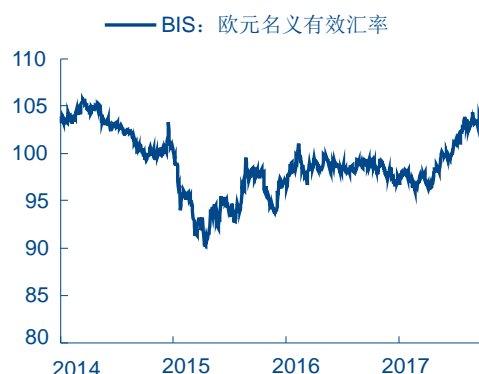
唯一值得担忧的是欧元的升值，2017 年以来由于欧元对美元汇率的大幅升值，欧元名义有效汇率升值了 5%（图 10），如果这一升值势头在 2018 年延续，则很可能对欧元区整体的出口形成冲击，从而拉低经济增长。然而，考虑到未来欧央行货币政策趋紧的力度很可能弱于美联储，我们预计欧元进一步升值的空间有限。

图 9：欧元区与美国失业率



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 10：2017 年以来欧元升值明显



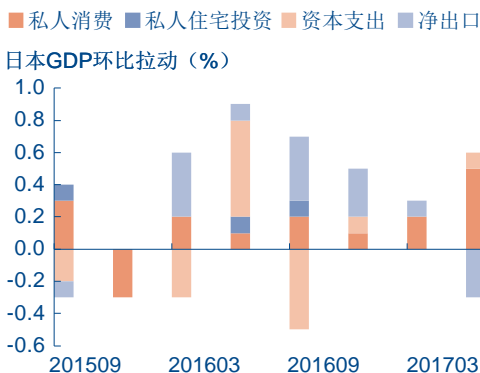
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

综上，尽管净出口对经济增长的贡献有可能减弱，但受益于内需的持续扩张，2018 年欧元区仍有望实现 2% 左右的实际 GDP 增长，从而与美国一同成为全球经济增长的重要引擎。

日本经济：仍在好转

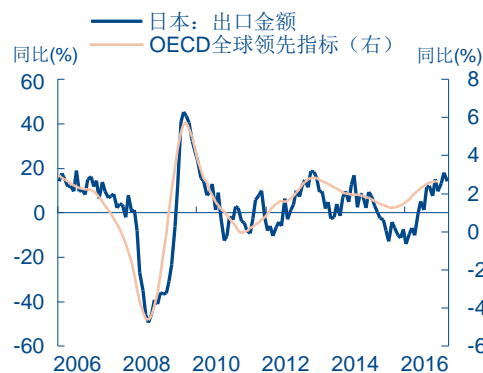
2017 年在全球经济同步复苏的背景下，日本经济的复苏有所加速。如图 11 所示，2017 年私人消费成为日本 GDP 增长的引擎，这与以往依靠净出口的拉动模式有着显著的不同。可见安倍经济学的结构性改革已经收到了一定的成效。展望 2018 年，我们认为日本经济的复苏很可能超出当前市场的预期，一是出口有望进一步回升，这一方面源于全球经济的复苏（图 12），另一方面也受益于日本央行的收益率曲线控制机制；这在其他发达经济体债券长端收益率上升的背景下，将催生日元的贬值。二是安倍在提前大选的大获全胜有利于其继续推进安倍经济学，尤其是财政刺激的进一步加码。有鉴于此，我们预计 2018 年日本经济有望实现 1% 以上的经济增速，高于 IMF 最新 0.7% 的预测。

图 11：主要分项对日本 GDP 增长的拉动



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 12：日本出口有望进一步回升



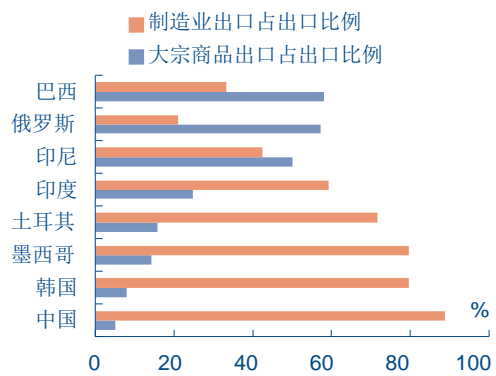
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

新兴市场：温和复苏

2016 年以来虽然新兴市场也出现了全面的经济复苏，但复苏力度上并不及发达经济体。对于主要新兴市场国家而言，可以将其划分为大宗商品出口国和制造业出口国这两种类型。

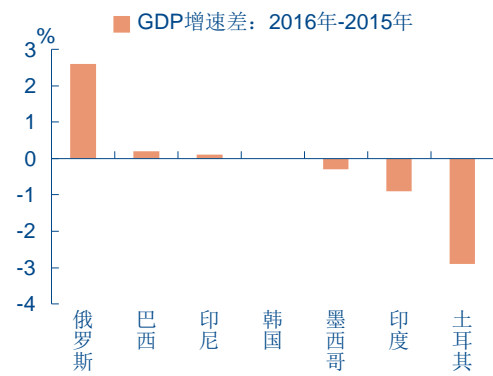
如图 13 所示，在全球前 8 大新兴市场国家中，巴西、俄罗斯、印尼属于典型的大宗商品出口国，其出口中的大宗商品份额均超过了 50%；而中国、韩国、墨西哥、土耳其、印度出口中的制造业产品的份额均超过了 50%，可以被视为制造业出口国。

图 13：主要新兴市场国家的大宗商品出口状况



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 14：2016 年大宗商品出口国经济增长加速



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

之所以进行这样的划分，主要是在于危机后中国主导了全球大宗商品需求，因此大宗商品出口国的经济增长高度依赖于中国经济，相比之下，制造业出口国出口需求则更取决于全球经济，其经济增长对中国经济的依赖性要低于大宗商品出口国。如图 14 所示，2016 年得益于中国经济的企稳，全球大宗商品价格见底反弹，大宗商品出口国的经济增长也比制造业出口国出现了更为明显的改善。

展望 2018 年，考虑到发达经济体复苏的向好，以及中国经济增长可能在边际上放缓，我们预计在新兴市场内部，制造业出口国经济增长的改善要好于大宗商品出口国。而新兴市场整体将呈现出温和复苏的状态。

全球通胀：缓慢上行

对于 2018 年的全球通胀，我们的基准判断是保持缓慢上行的态势，这与 IMF 最新的预测基本一致（表 2）。但也存在一些风险因素，使得未来通胀上行的力度可能超出市场预期。

表 2：IMF 预计全球通胀缓慢上行

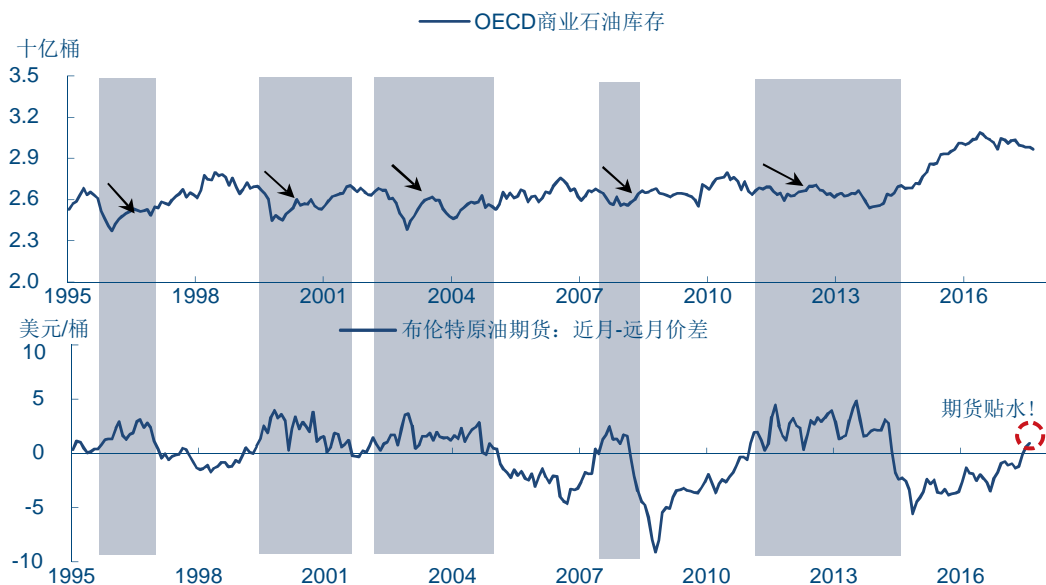
CPI 同比 (%)	2016	2017f	2018f	2018f	
				2017.4	2017.10
全球	2.8	3.1	3.3	3.4	3.3
发达经济体	0.8	1.7	1.7	1.9	1.7
美国	1.3	2.1	2.1	2.4	2.1
欧元区	0.2	1.5	1.4	1.5	1.4
日本	-0.1	0.4	0.5	0.6	0.5
英国	0.7	2.6	2.6	2.6	2.6
新兴市场与发展中经济体	4.3	4.2	4.4	4.4	4.4
中国	2.0	1.8	2.4	2.3	2.4
印度	4.5	3.8	4.9	5.1	4.9
俄罗斯	7.0	4.2	3.9	4.2	3.9
巴西	8.7	3.7	4.0	4.3	4.0
南非	6.3	5.4	5.3	5.5	5.3
东盟五国	2.4	3.3	3.1	3.7	3.1

资料来源：IMF

首先，2018 年国际油价有望进一步上涨。国际油价在 2017 年上半年的表现乏善可陈，尤其是在其他大宗商品价格普涨的背景下。然而自三季度以来，全球石油消费的走旺、产油国联合减产的严格执行，以及美国页岩油增产的不及预期，使得国际油价重拾涨势，布伦特

油价更是创下两年来的新高。从当前来看，上述利好因素并未消失，尤其是产油国的联合减产有望至少延续至 2018 年 6 月，从而将加快全球原油市场供需平衡的恢复。值得关注的是，当前原油市场出现了久违的期货贴水（backwardation）现象²，鉴于历史上每当期货贴水持续出现，OECD 国家的石油商业库存均有明显的下降（图 15），2018 年 OECD 国家的原油商业库存有望迎来一轮显著下降，从而支撑国际油价上行至 60-65 美元/桶的区间，并加剧全球通胀的上行。

图 15：历史上油价的每一轮贴水均伴随着 OECD 原油商业库存的下降

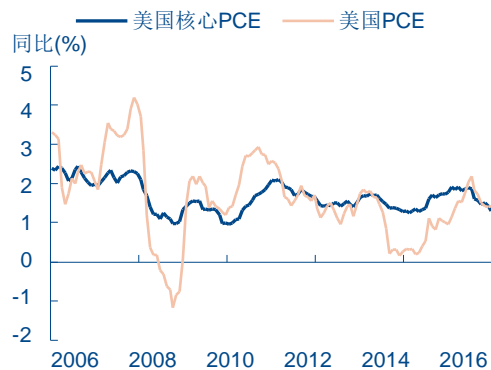


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

其次，2018 年美国核心通胀存在加速回升的可能性。2017 年二季度以来美国核心通胀持续走弱（图 16），这令美联储和市场都感到疑惑。但这种放缓的确存在一定的临时性因素，比如移动电话公司一次性下调了通信服务的价格（图 17），这种环比上的大幅下降势必在全年对核心通胀的同比形成拖累。而随着这一基数效应在 2018 年的消失，核心通胀有望恢复此前的上涨趋势。更为值得关注的是，随着失业率已明显降至官方估计的自然失业率以下，薪资通胀加速回升的态势已经显现，从而加大核心通胀的回升压力。有鉴于此，我们预计 2018 年美国核心通胀的回升很可能超出美联储和市场当前的预期，从而加剧全球整体通胀的上行。

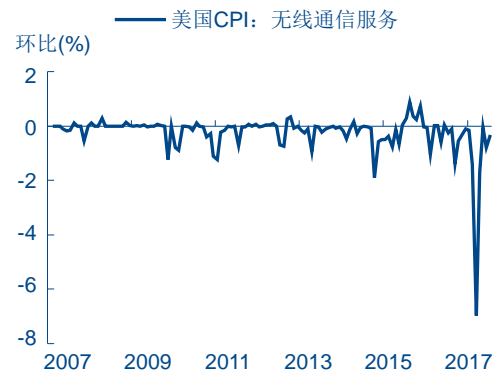
²所谓期货贴水是指原油期货的近月合约价格高于远月。在此情形下，原油厂商囤积库存反而不如当前变卖库存划算，因此将加大去库存力度。

图 16：2017 年美国核心通胀回升意外放缓



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 17：美国 CPI 中的无线通信服务项



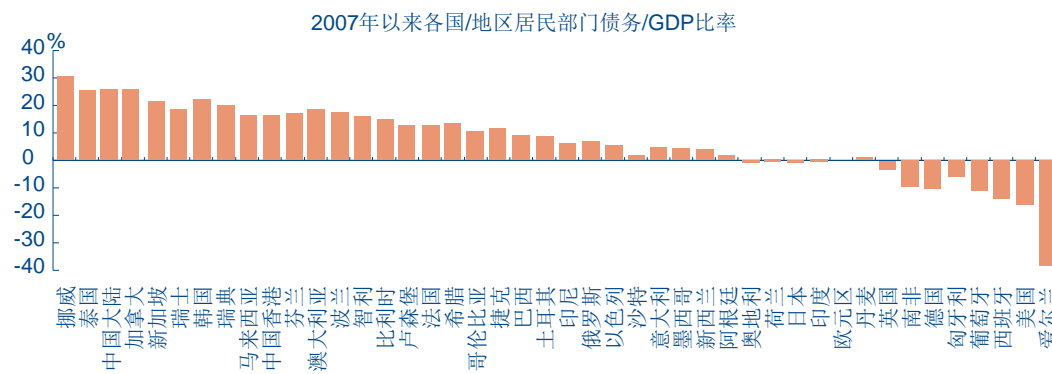
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

货币政策：渐次进入紧缩周期

客观上，无论是发达国家还是新兴市场，货币政策再宽松的道路已经走到了尽头。2008 年以来持续量化宽松的刺激下，美欧国家居民部门成功实现去杠杆，杠杆率相对于 2007 年的水平回落了 10%-20%，甚至 40%不等；相反，新兴市场的货币宽松通过刺激房地产和消费信贷使得原本较低的居民部门杠杆率有明显提升，防止经济滑坡的同时也带来了金融系统风险。

基于就业和通胀的改善，2016 年发达国家央行货币政策转向正常化的趋势出现，这一趋势随着 2017 年 H1 欧日经济超预期得以强化。2017 年虽然部分新兴国家采取了降息以刺激内需，但大多数新兴市场国家维持了 2016 年底以来的利率水平，并没有进一步降息，其货币政策立场也逐步转向中性。我们认为，2018 年各国央行货币政策由宽松回归正常化的趋势仍会延续，即发达国家退出宽松的趋势稳步推进，新兴市场货币政策更多将保持中性，考虑到通胀依然温和，其也不太可能立即转向紧缩。尽管市场对 2018 年全球通胀预期有所抬升，但全球央行宽松退潮的过程依然会是循序渐进的。2008 年以来居民净资产的增长很大程度上是受益于低利率、高房价和股市的财富效应，而其收入增长相对缓慢，在通胀不出现大幅飙升的情形下，各国央行不会贸然加速货币政策的退出进程。

图 18：2007 年以来各国/地区居民部门债务/GDP 比率

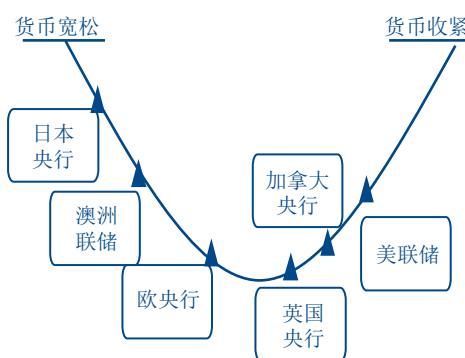


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

发达国家稳步退出货币宽松。2017 年 10 月美联储启动资产负债表缩减，并很可能在 12 月启动年内第三次加息、10 月欧央行宣布次年启动 QE 缩减、加拿大央行也紧跟美联储步伐年内二次加息、11 月初英国央行也宣布十年来首次加息，发达国家央行正在有条不紊的转向货币正常化。2018 年 H1 欧日央行货币政策收紧节奏可能低于预期，但这并不代表货币政策正常化大趋势的逆转。

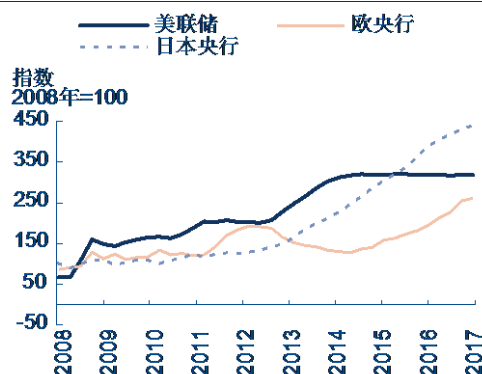
从通胀数据来看，2017 年以来欧元区核心通胀高于预期（同比 1.3%左右），但是分项显示，旅游相关服务类价格是贡献核心通胀上涨的主因，其未来很可能难以持续如此大幅的正面贡献。相反，美国核心通胀 7 月之前持续低于预期，主要源于移动电话成本的下降和处方药价格的下跌等暂时性因素的影响，随着暂时性因素消退，未来薪资上涨支撑核心通胀走高。因此短期市场有可能高估了欧央行退出宽松的迫切性，同时低估了美国核心通胀的上行节奏。这一预期的修正在 9 月份欧美央行货币会议前后已经出现。在此之前市场对美联储加息预期不断下调，而对欧央行正常化预期不断上调；之后上述市场预期出现明显调整。欧元区经济复苏有其内部需求改善的推动，通胀的回升虽然缓慢但向上趋势不变。我们预计美联储 2018 年加息三次；欧央行 2018 年初启动缩减 QE 后，加息最早可能在 2019 年启动。预计 2018 年 H2 随着欧央行何时启动加息预期的出现，欧美货币政策的缺口将再度收窄。

图 19：发达国家央行货币正常化分布



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 20：欧美日央行资产负债表对比

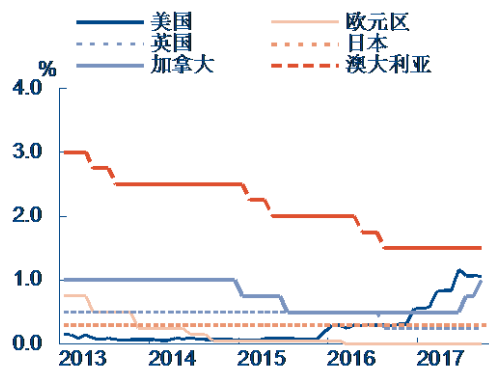


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

新兴国家货币政策转向中性。2017 年新兴国家经济、通胀和外部环境的改善使得其货币政策再次放松的空间不大，但也不会立即收紧，其货币政策更多将转为中性立场。2017 年亚洲主要国家中除了印度和印尼降息外，韩国、泰国、马来西亚、菲律宾等国央行基准利率基本维持在 2016 年中期的水平；部分资源国采取了降息以刺激内需。

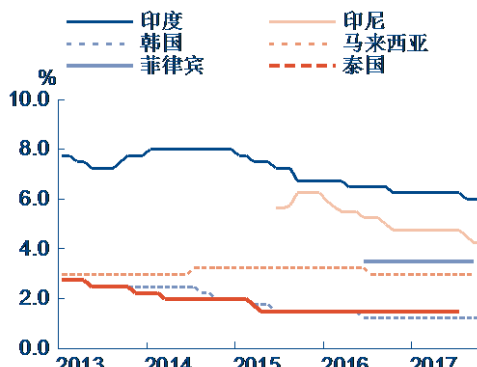
2017 年美元走弱、经济复苏带来资本流入，整体金融系统流动性较此前显著改善，加之多数新兴经济体通胀回升压力，新兴国家央行再次加码宽松的必要性下降，甚至部分国家采取加强金融监管的方式来收紧金融系统过剩流动性。此外，新兴货币汇率稳定或略升值，使得新兴国家不再急于跟随美联储加息（以避免资本外流）。数据显示，亚洲部分国家 CPI 同比基本接近央行通胀目标，其更多由于技术和供给暂时性因素的影响，未来通胀在目前的水平可能小幅放缓，核心通胀运行平稳。展望未来，除了印度和印尼还有 1-2 次降息宽松空间外，亚洲主要国家政策利率水平基本接近底部，但通胀温和也令各国央行不急于转向紧缩。

图 21：发达国家基准利率走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 22：亚洲部分国家基准利率走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

表 3：亚洲部分国家通胀与央行目标对比

	CPI		核心 CPI		通胀目标
	年至今	最新同比	年至今	最新同比	
韩国	2.1	2.1	1.5	1.4	2.0(+/-0.5)
泰国	0.6	0.9	0.5	0.5	2.5(+/-1.5)
印度	2.9	3.3	4.5	4.5	4.0(+/-2.0)
印尼	3.9	3.7	3.2	3.0	4.0(+/-1.0)
菲律宾	3.1	3.4	2.9	3.3	3.0(+/-1.0)
马来西亚	4.0	4.3	2.5	2.4	3.5(+/-0.5)

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

货币政策的渐近收紧也给金融市场和全球经济带来了一定的不确定性，尤其是在全球股市普遍估值偏高的当前，一旦美联储鹰派加息，或者其他央行超预期的货币紧缩，都很有可能通过股市的下跌传导至全球金融市场，进而对实体经济产生冲击。另外，特朗普税改推进、2018 年美国国会中期选举、以及中东和朝鲜的地缘政治风险也都是 2018 年全球经济复苏进程中的不确定事件。

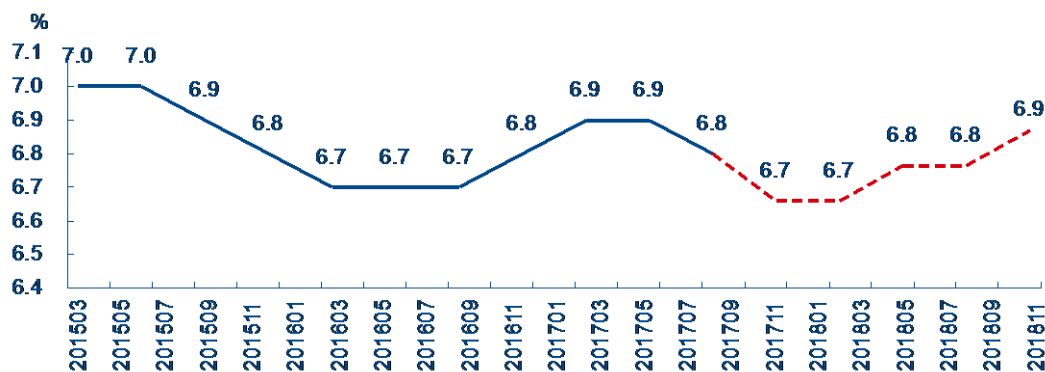
中国经济暖意渐浓

2018 年中国经济仍有能力保持较快增长，预计 2018 年 GDP 增长 6.8% 左右，与今年基本持平。2018 年，积极因素多于不利因素。积极因素有：（1）“朱格拉周期”反弹拉动采矿业和制造业等周期性行业投资反弹。由于工业行业产能出清，一再上涨的工业品价格也说明目前的供给扩张滞后于需求扩张，因此，2018 年的“去产能”政策大概率会进一步弱化，预期宏观和行业政策会进一步由“遏制”转为“鼓励”各行各业扩张和释放产能。这会对 2018 年的工业生产和投资形成很强的支撑。产能周期的释放和“朱格拉”周期的反弹还是 2018 年的主要逻辑。（2）2018 年消费增速将有回暖。2017 年的居民收入增速有反弹，消费增速滞后居民收入增速 1 年，2017 年居民收入增速的反弹对于 2018 年的消费增速有很强的支撑作用；房地产销售和居民消费有很强的负相关关系，当房地产销售增速回落的时候，消费增速通常会有反弹；预计 2018 年 CPI 迎来较大幅度反弹，通胀回升会促进消费增长。

（3）出口仍然保持平稳。2018 年全球经济复苏仍然是大概率事件。随着全球经济的复苏，出口保持平稳增长仍然是比较确定的事情。（4）基建仍然有能力保持中高速增长。从财政收入来看，由于通缩环境的改善，企业盈利的修复，财政收入增速重新回归 10% 左右的增长；从准财政政策来看，目前 PPP 项目库储备项目有 15-16 万亿。2018 年基建仍然有能力保持较快速增长。不利因素有：（1）房地产周期下行，汽车消费增速回落会给经济带来下行的压力；（2）《50 号文》、《87 号文》限制地方政府融资来源，对基建投资形成压力。

季度同比增速有望逐步抬升。根据我们的测算，预计 2018 年 1-4 季度 GDP 季度同比增速分别为 6.7%、6.8%、6.8% 和 6.9%，1-4 季度环比增速分别为 1.4%、1.9%、1.7% 和 1.7%。

图 23：2018 年中国 GDP 增速预测



资料来源：Wind，中信证券研究部预测（2017 年四季度开始为预测数）

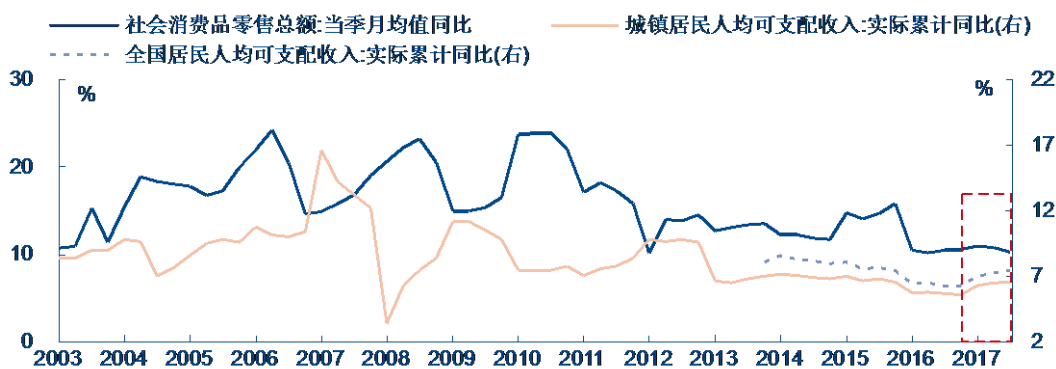
消费：再拾升势

2018 年消费增速将会回升

预计 2018 年社会消费品零售总额增速在 11.0% 左右。短期内对消费造成负面影响的因素有两个：一方面，商品房成交面积增速持续下滑将逐渐传导到家具家电、建筑装饰材料等相关消费品的零售，这将成为短期影响社会消费品零售总额增速的核心变量；另一方面，由于车辆购置税优惠政策即将退出，汽车销售增速将会有所回落。

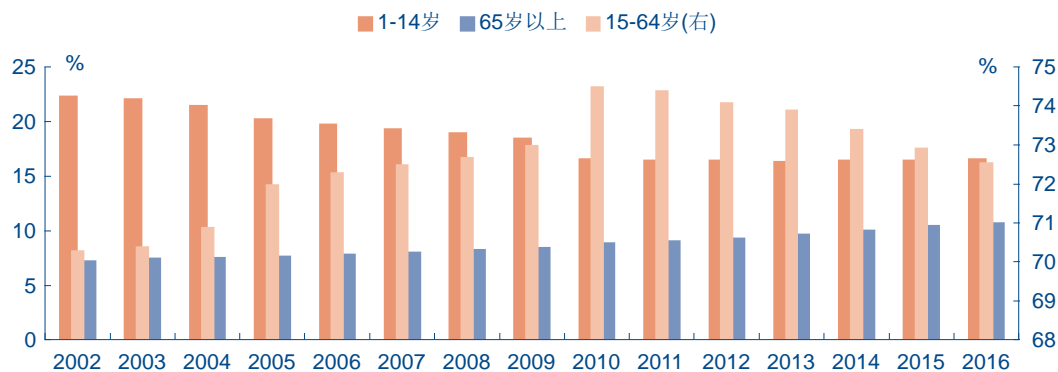
对未来消费有利的因素有三个：第一，消费支出主要由居民可支配收入水平与消费倾向两大因素影响。居民收入方面，消费增速大约滞后居民人均可支配收入 1 年。2017 年居民收入增速的反弹对于 2018 年的消费增速有很强的支撑作用。第二，房地产销售增速与消费增速在一定程度上此消彼长，尤其是可选消费品，随着房地产进入下行周期、居民的投机性购房行为的削弱，房地产销售增速自 2016 年 4 月开始回落，利好可选消费品。第三，未来 CPI 料将迎来趋势性反弹，会促进消费增长。总体来讲，有利因素多于不利因素，2018 年消费增速将会回升。

图 24：消费增速滞后居民收入增速 1 年



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 25：人口结构之各年龄段人口占总人口比例



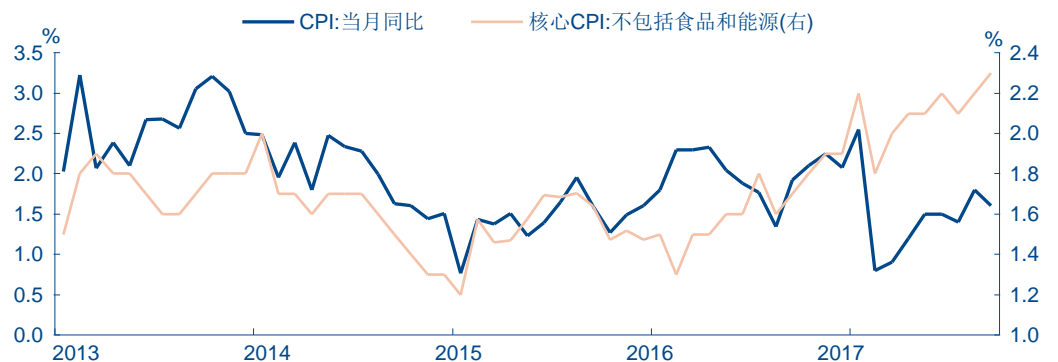
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：房地产销售增速与消费增速的负相关关系



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：CPI 与核心 CPI



资料来源：Wind，中信证券研究部

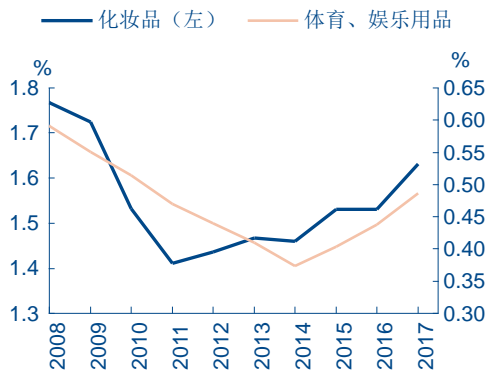
生存性消费占比逐渐下降，发展性消费占比逐渐提高

消费从结构上分为两种，一是为维持劳动力的生产和再生产而发生的生存性消费，如粮油食品、服装、日用品等，二是为追求更高生活质量和未来发展机会而发生的发展性消费，如住房、汽车、化妆品、金银珠宝、家电、教育、医疗、娱乐等。

粮油食品和服装类的占比分别从 21 世纪初的 11-13%、8-9% 降至近年来的 8-10%、6-7%；家具和建筑装潢材料类的占比分别从 21 世纪初的 0.7-0.8%、0.6-0.9% 升至近年来的 1.0-1.9%、1.0-2.5%；汽车类的占比变化最为明显，从 2000 年的 6.9% 升至 2017 年的 27.3%；

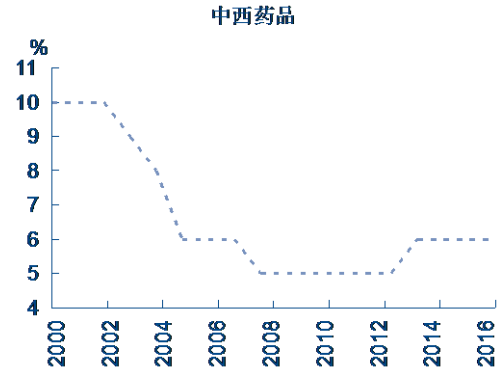
化妆品零售额占比从 2011 年起趋势性增加，体育、娱乐用品零售额占比从 2014 年起连年递增，中西药品零售额占比在 2014 年开始有所回升。综合来看，我国居民消费结构中生存性消费占比小幅降低，而发展性消费类别总体表现向好，其中住房、汽车消费占比大幅提升，化妆品、体育娱乐和药品消费占比近年来回升，并趋势性走高。

图 28：不同类别消费品零售额占限额以上企业商品零售总额比重



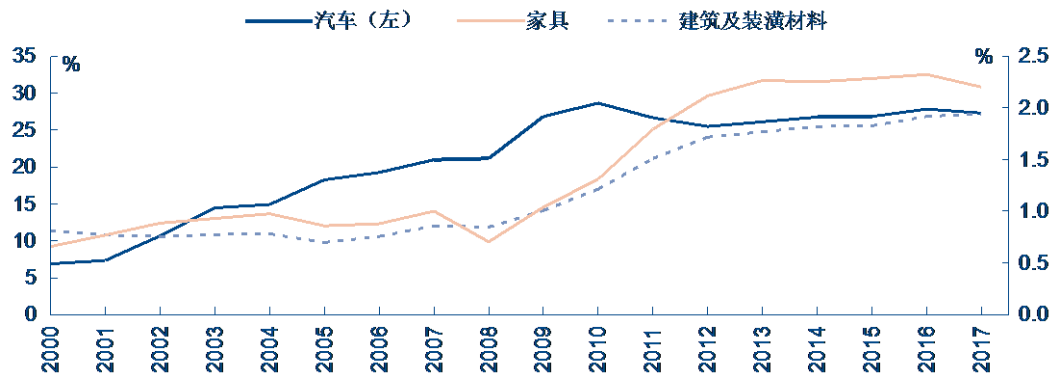
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：不同类别消费品零售额占限额以上企业商品零售总额比重



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：不同类别消费品零售额占限额以上企业商品零售总额比重



资料来源：Wind，中信证券研究部

家电、消费电子、电商、新零售、母婴、娱乐体育等消费品行业景气度较高

智能化、品牌化、健康化的家电行业新一轮更新换代，以满足居民对美好生活的需求；苹果手机等消费电子虽然依赖海外，但是国内市场不断进行技术研发，前景广阔；中产阶级和 80/90 后等主力消费群体依赖网络购物，消费升级带来的更新换代需求将推动网络电商新一轮利润增长；作为当前各大互联网企业热烈讨论并看好的“新零售”这一商品贸易零售新业态，将引领消费模式升级，成为未来消费增长的新动力。80 后进入二孩生育周期与 90 后开始进入一孩生育周期，二者共同作用下，叠加 80/90 后作为新中产阶层均为主力消费群体的因素，与母婴相关的消费将持续增加；2014 年以来体育娱乐消费品消费增速趋势性走高，预计该行业景气度持续并向好。此外，从出国购物热潮已从名牌奢侈品逐渐波及日用品看，主力消费群体和消费观念的改变将促使中高端消费品产业升级。

可选消费将是 2018 年消费的亮点

居民人均收入水平增速对消费增速有正向影响（整体上滞后 1 年），相关性较强（相关系数为 0.65），且对必选消费品影响最小，对可选消费品影响最大。其中，相关性最强的是可选消费中的金银珠宝(0.64)、化妆品(0.51)，其次是家电和音响器材(0.51)和汽车(0.43)，再次是房地产相关消费品(家具 0.37、建筑装潢材料 0.34)，最弱的是必选消费品(饮料 0.25、

粮油食品 0.24)。房地产销售与可选消费也有比较强的负相关关系，当房地产销售回落时，一定程度上会刺激可选消费的需求。因此，在 2017 年居民收入增速回升和 2018 年房地产销售回落的背景下，可选消费将会成为 2018 年消费的亮点。

表 4：不同类别消费品与收入的相关系数

消费品	所属类别	收入影响滞后时间	相关系数测算
金银珠宝类	可选消费品	1Y	0.64
化妆品类	可选消费品	3Q	0.51
家用电器和音像器材类	房地产相关	1Y	0.51
服装鞋帽针纺织品类	可选消费品	1Y	0.51
石油及制品类	可选消费品	1Y	0.49
烟酒类	可选消费品	1Y	0.45
汽车类	汽车相关	2Q	0.43
日用品类	可选消费品	1Q	0.38
其他类	其他	1Y	0.38
家具类	房地产相关	1Y	0.37
建筑及装潢材料类	房地产相关	同步	0.34
文化办公用品类	可选消费品	1Q	0.28
书报杂志类	可选消费品	同步	0.27
中西药品类	可选消费品	1Q	0.26
饮料类	必选消费品	1Q	0.25
粮油食品	必选消费品	1Y	0.24
体育、娱乐用品类	可选消费品	3Q	0.22
通讯器材类	可选消费品	1Y	-0.16

资料来源：Wind，中信证券研究部测算

投资：资本开支回暖

采矿业、制造业投资增速将触底反弹

“朱格拉”周期反弹才刚刚开始，周期性行业资本开支将全面回暖。2011-2015 年工业品价格持续下跌，2012-2016 年 PPI 处于严重的通缩区间。在工业品通缩的背景下，周期性行业资本开支开始连续的收缩，采矿业、制造业等周期性行业固定资产投资增速连续回落。由于产能收缩也导致工业品“供大于求”的供需格局在 2016 年开始扭转为“供不应求”，自此工业品价格开始大幅反弹。但是 2016 年以来，在工业品价格大幅反弹的背景下，周期性行业资本开支改善微弱，采矿业固定资产投资持续负增长，制造业投资增速持续处于低位。资本开支扩张滞后的局面也导致工业品价格持续暴涨。工业品的供需格局目前是供给弱于需求的局面。

供给扩张滞后，但是全球需求回暖是确定性趋势。欧洲、日本在 QE 的推动下开始回暖复苏，新兴市场国家在国际大宗商品价格反弹的背景下也进入经济复苏周期，全球经济回暖将拉动工业品的需求不断复苏。IMF 在最新的《世界经济展望》中也不断提高全球经济预测数据。全球经济回暖得到大家的共识。

如果周期性行业资本开支持续处于低位，那么工业品的价格将不断反弹，盈利将持续改善。在价格上涨和盈利改善的共同推动下，采矿业、制造业等周期性资本开支终将回暖。

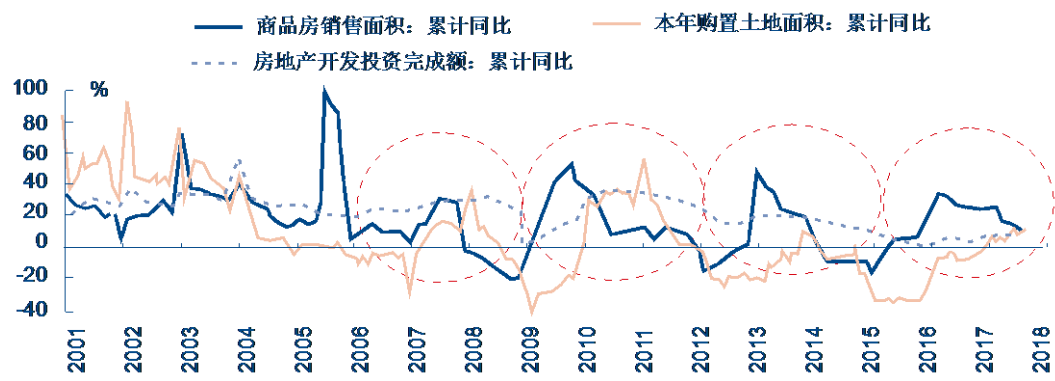
在工业品价格上涨的压力下，预计 2018 年中国“去产能”政策将会迎来调整，“遏制新增产能、淘汰落后产能”的政策基调将会逐步过渡到“鼓励适度扩张产能”，政策的调整也会促进周期性行业资本开支的回暖。

预计 2018 年采矿业、制造业投资增速都将迎来反弹，成为 2018 年固定资产投资最强有力的支柱。

房地产投资将小幅回落，负面影响有限

从短周期来看，中国房地产自 2006 年之后具有一个 3 年左右的周期现象，分三个阶段。第一阶段：房地产销售回升，房地产价格回升，房地产投资回升；第二阶段：由于房地产市场过热，各个城市出台限购政策，市场处于观望状态中；第三阶段：房地产销售回落，房地产价格回落，房地产投资回落。“317 新政”以来，中国房地产市场正处于第三阶段，房地产价格、销售和投资都处于回落通道中。

图 31：商品房销售面积、土地购置面积与房地产开发投资额累计同比增速



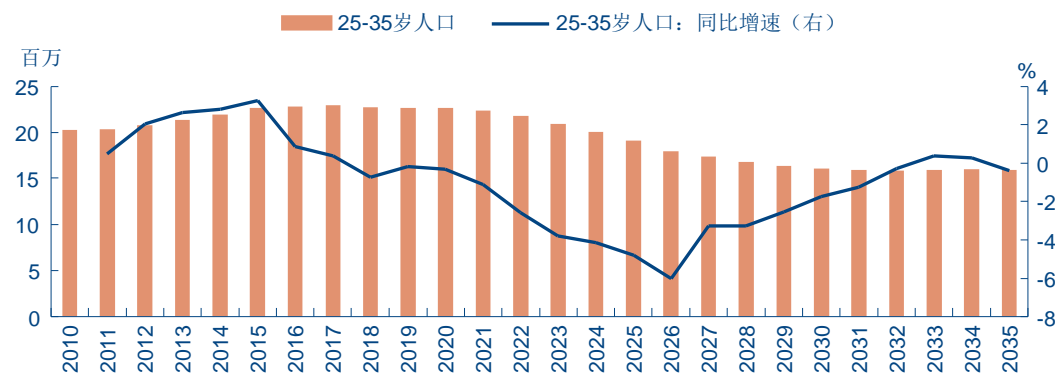
资料来源：Wind，中信证券研究部

从长周期来看，一方面，未来 3-5 年中国购房适龄人口仍然处于峰值；另一方面，中国城镇化率每年仍然以 1.3-1.5 个百分点的速度在提高。这是影响中国房地产市场刚性需求的主要因素，因此未来 3-5 年中国房地产市场的刚性需求仍然保持稳定增长，房地产销售和 investment 仍然有望保持一定的增长。

从限购政策来看，此轮的限购政策主要针对“一二线”热点城市，而“一二线”城市在全国房地产销售和投资的占比不及 20%，而且限购政策主要针对投机和投资性需求，因此限购政策不会导致全国的房地产销售和 investment 陷入硬着陆状态，因此，我们认为限购政策对于刚性需求的影响整体有限。

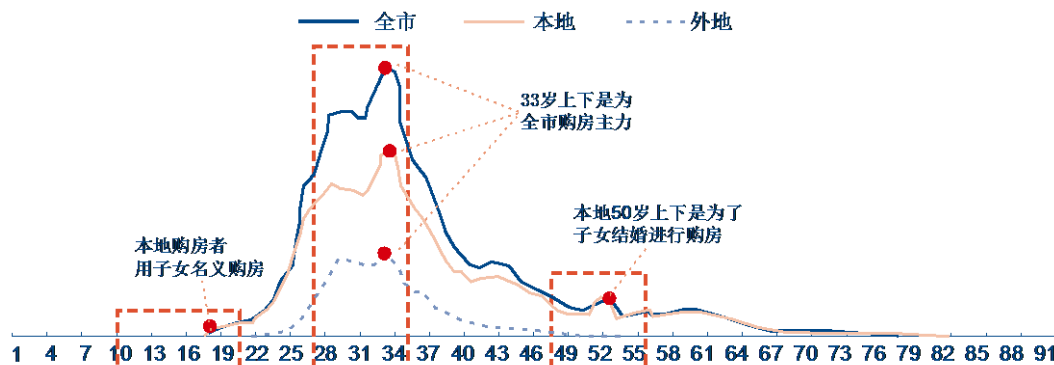
从目前房地产销售和 investment 的增长水平来看，并不是一个特别高的水平，因此，未来回落的幅度也会相对有限。2018 年房地产 investment 并不悲观，预计房地产开发 investment 可以保持 2-3% 的增长，回落的幅度在 4-5 个百分点，周期性行业资本开支的回暖将会对房地产 investment 的下行形成对冲。

图 32：25-35 岁人口增速



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 33：北京市购房人口年龄分布



资料来源：链家研究院，中信证券研究部

基建投资仍然强劲，但边际力度减弱

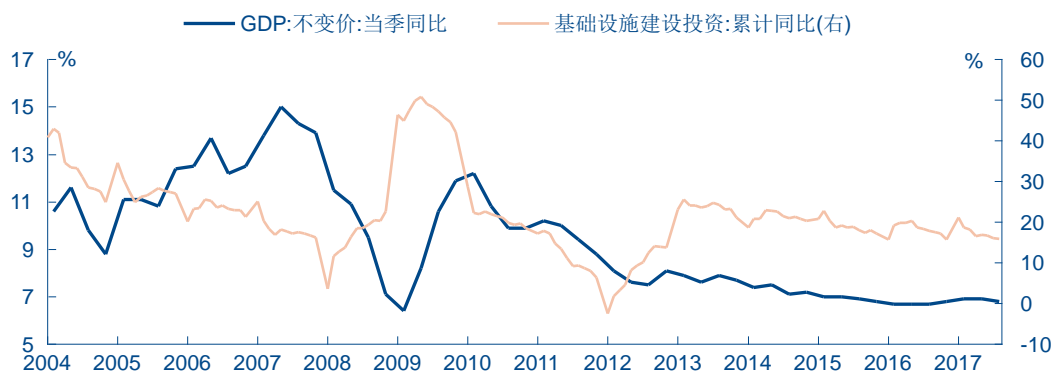
从历史数据来看，基建投资通常发挥逆周期调节作用。当经济周期向下时，政府通常会通过积极的财政政策提高基建投资增速；当经济周期向上时，政府通常会降低基建投资增速。因此，未来基建投资增速如何走向主要取决于中国经济周期所处的阶段。

“稳增长”压力较 2014-2016 年有所减轻，但是 2018 年“稳增长”的约束条件仍然存在。一方面，由于未来半年内朱格拉周期仍然处于反弹阶段，中国经济底部有支撑，因此后半年中国经济“稳增长”的压力并不大；另一方面，房地产和汽车周期向下会给经济带来一定下行压力，而且保“6.5%”的底部增速仍然是硬约束，“稳增长”的要求仍然存在。

不仅“稳增长”的需求仍然存在，而且财政也有能力让基建继续保持中高速增长。2016 年以来由于通缩环境的改善，企业盈利也持续改善，因此财政收入重新回归 10%左右的中高速增长，预计 2018 年财政收入仍然将保持中高速增长。因此，从资金来源的角度，财政收入完全有能力保证基建的融资来源。目前 PPP 项目库储备项目规模达到 18 万亿左右，PPP 可以成为财政政策强有力的补充。

因此，我们认为 2018 年基建仍然会保持中高速增长，预计增速在 15-16%左右，但是随着周期性行业资本开支持续的回暖，基建投资存在边际上力度减弱的趋势。

图 34：基建投资与 GDP 增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

预计 2018 年固定资产投资增速在 8%左右

综上所述，预计 2018 年制造业投资增速在 6-7%，房地产开发投资增速在 4-5%，基建投资增速在 15%左右，采矿业投资将回升至 0%左右；全年固定资产投资增速在 8.0%左右。

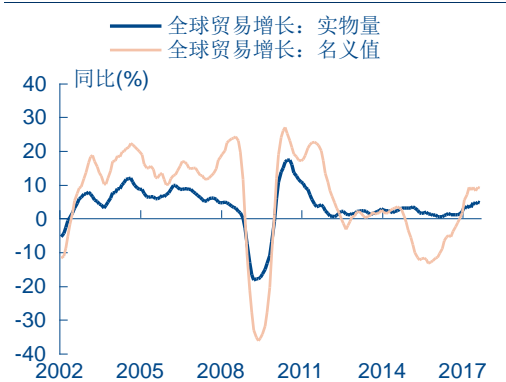
出口：复苏延续

在全球经济同比复苏的背景下，2017 年全球贸易的复苏也呈现出加速的态势，主要呈现出如下两个特点：

一是贸易的增长呈现出量价齐升的状态，但在贸易品价格回升的同时，实物量层面的贸易增长的回升相对缓慢（图 35）。

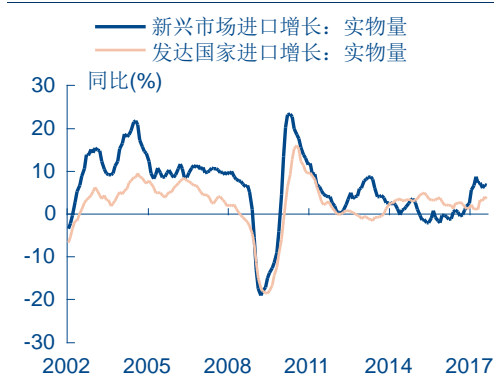
二是从经济体来看，全球贸易需求的扩张更多受新兴市场的带动（图 36），发达国家贸易需求的回升相对缓慢；并且当前新兴市场进口的增长已经出现了放缓的态势。

图 35：全球贸易名义与实际增长



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 36：新兴市场与发达国家实际进口增长



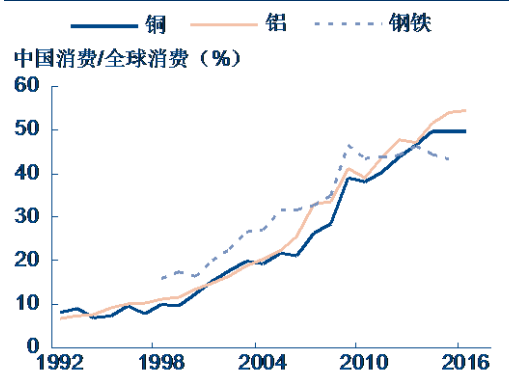
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

展望 2018 年，我们认为全球经济复苏的向好依然对全球贸易的复苏形成支撑，但全球贸易的增长在边际上可能呈现出放缓的态势。

首先，2016 年以来全球贸易品价格的回升主要体现为大宗商品价格大幅反弹，其背后是中国进口需求的回升。然而进入 2018 年，随着中国经济结构性调整和金融去杠杆的推进，其对全球大宗商品的需求（尤其是基本金属）将有所回落（图 37），全球贸易品价格的回升也将因此而放缓。

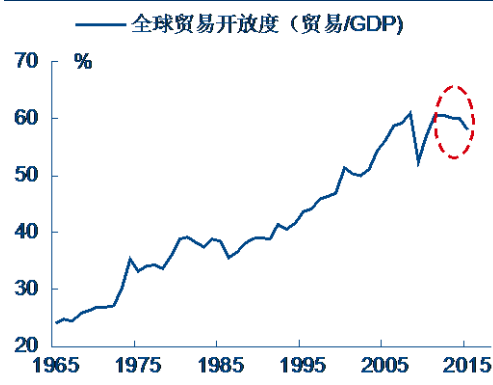
其次，随着中国进口需求的回落，新兴市场的进口实物量回升的放缓很可能在 2018 年延续。考虑到危机后新兴市场在全球贸易需求扩张中的主导地位，即便发达经济体的进口需求进一步回升，在边际上对全球贸易增长的贡献也相对有限。

图 37：中国主导了全球基本金属的消费量



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 38：新兴市场与发达国家实际进口增长

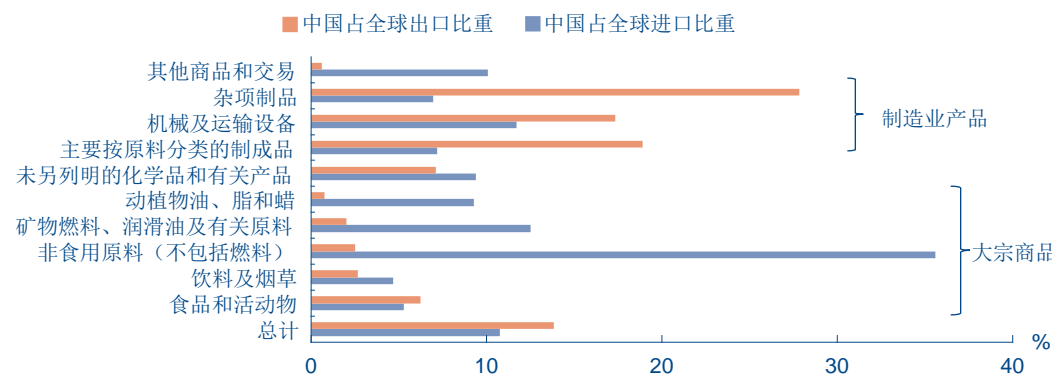


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

另外，贸易保护主义仍将是全球贸易复苏的潜在威胁，在经历了 20 多年的蓬勃发展后，全球贸易自由化的进程在当前出现了停滞的现象（图 38）。虽然特朗普上台以后并没有立即实施全面贸易保护主义政策，但北美自由贸易协定谈判的重启，以及对美国发起的知识产权贸易调查，都表明贸易保护主义思潮仍然在暗流涌动。2018 年随着美国国会中期选举的到来，共和党为保住两院的多数席位很可能在贸易政策再度采取强硬立场，加上英国脱欧谈判道阻且长，这些都将加大全球贸易复苏中的政策不确定性。

2018 年中国贸易复苏的前景也与全球贸易相类似，如图 39 所示，从进出口贸易商品的结构来看，当前中国的进口更多地集中于大宗商品，而出口则集中于制造业产品。2018 年在发达经济体复苏前景向好的情形下，中国的制造业出口仍有望保持稳步回升的态势；但其大宗商品进口需求边际上的收缩，将拖累其整体进口的增长。有鉴于此，我们预计 2018 年全年中国出口的表现要好于进口，贸易顺差也有望较 2017 年进一步改善。

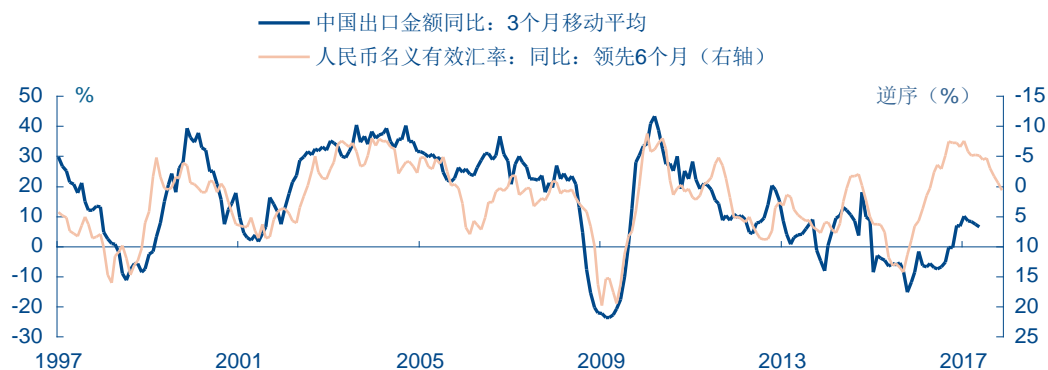
图 39：中国进出口贸易的产品结构（2016 年）



资料来源：UN Comtrade，中信证券研究部

最后，关于人民币汇率升值对于中国出口贸易的影响，我们认为不必过度担忧。虽然 2017 年人民币兑美元汇率一度大幅升值，但人民币篮子汇率仅小幅升值。如图 40 所示，人民币篮子汇率同比对中国出口金额同比具有一定的领先性，因此，我们认为除非未来人民币篮子汇率大幅升值，否则 2018 年人民币汇率对中国出口贸易的影响有限。预计 2018 年中国全年出口同比增长 6.0%，进口同比增长 10.0%。

图 40：人民币篮子汇率变化对中国出口增长具有一定的领先性



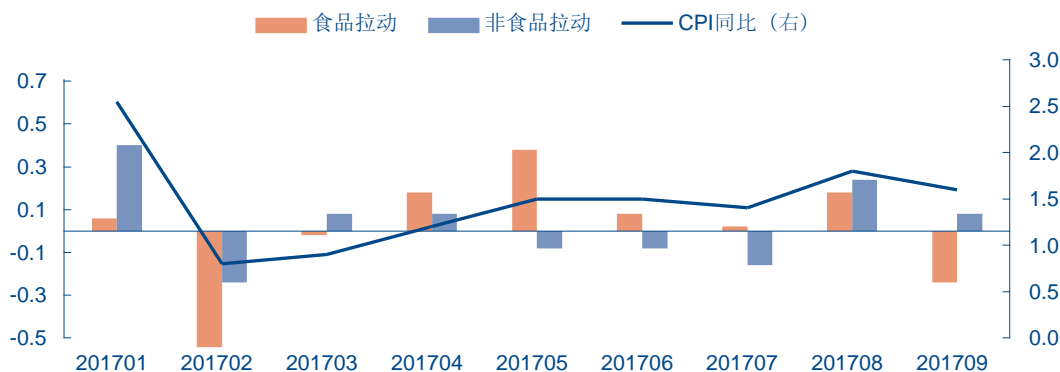
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

物价：通胀渐起

CPI 从波澜不惊到明显跳升

2017 年通胀走势波澜不惊。2016 年底市场高通胀预期较强，但我们坚定认为今年通胀中枢不会超过 2%，事实上前三季度的 CPI 均值只有 1.5%，虽然预计四季度均值会有所上涨，但全年走势依然温和。从结构看，食品价格通缩是导致通胀温和的主要因素，而非食品则单边上涨。虽然非食品在 CPI 中占比约 80%，但波动性却大多是由食品贡献。今年猪价震荡下行是造成食品超预期下跌的主因，三季度小幅反弹，仍对通胀造成拖累。非食品方面，医药体制改革推升医疗服务价格，同时前三季度国内成品油连续上调使得交通运输价格走高。

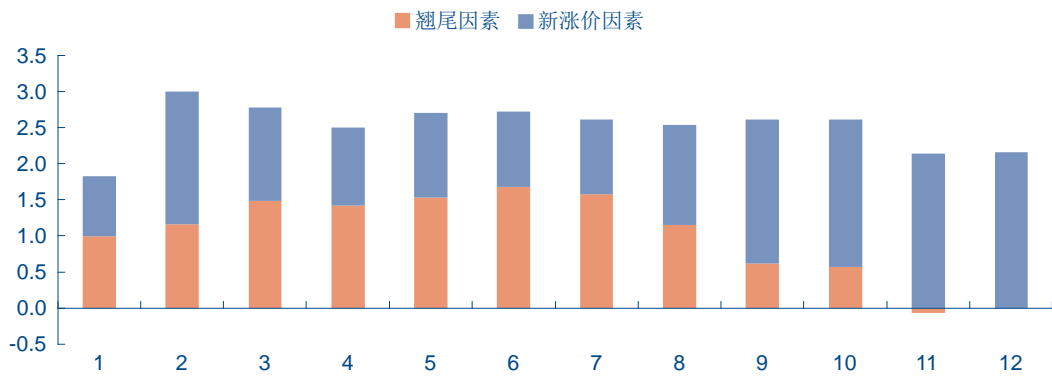
图 41：今年以来大类分项对 CPI 的拉动程度，食品波动明显较大



资料来源：Wind，中信证券研究部

2018 年通胀渐起。根据我们的预测，通胀将“告别”相对温和的状态，均值将上涨到 2.5% 左右，其中 2 月份由于连续两年春节错位可能达到 3%，总体呈现前高后低的走势，上半年均值在 2.6% 左右，下半年在 2.4% 左右。经济尚未明显过热、M2 一路走低，通胀中枢相比去年“跳涨”显得不合逻辑，因此需要从通胀的结构性组成角度去理解。

图 42: 预计 2018 年 CPI 总体呈现前高后低趋势, 2 月份可能触及 3% 的高点

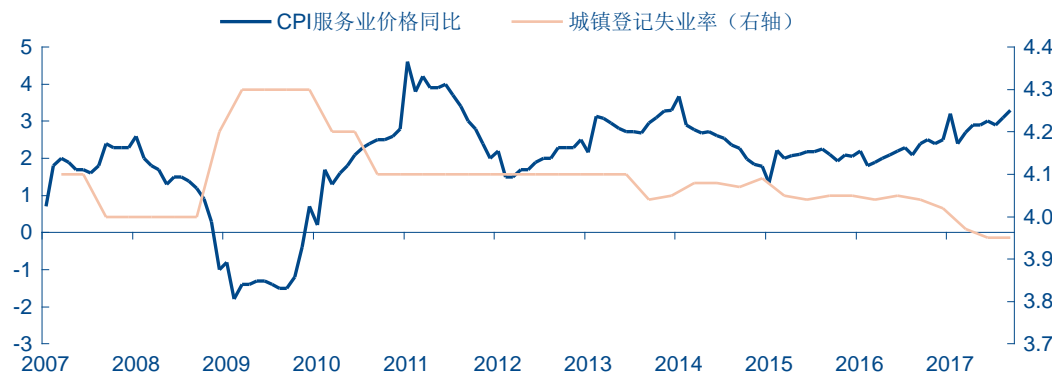


资料来源: 中信证券研究部预测

用猪周期和基数探明食品价格变化。前文谈及, 食品价格的波动远大于非食品, 使得对 CPI 的影响也较为显著。2017 年食品价格经历通缩, 猪肉价格的波动是主要因素。对于未来猪肉价格走势, 市场分歧较大, 我们认为, 明年上半年猪价将继续呈现震荡下行, 但幅度有限, 下半年猪周期可能会迎来拐点。具体来说, 2016 年高猪价导致养殖户大幅补栏, 使得今年供给偏多。同时今年猪价下行并未至上一轮周期的最低点, 且中途有所反弹, 养猪利润仍在盈亏平衡线之上, 补栏情绪依然高涨, 明年上半年供给偏多的局面大概率将延续, 在需求波动较弱的情况下, 猪价可能继续下行。前期北方环保督查致使猪场拆迁, 母猪提前宰杀将使得明年下半年的生猪供应压力增大, 价格可能小幅上行。对 CPI 来讲, 虽然猪价下行对食品价格仍是拖累, 但下行幅度有限, 且由于去年的低基数, 明年食品价格可能告别通缩, 波动幅度也会有所减弱。

明年非食品或继续小幅走高。今年前三季度 PPI 同比仍处在较高位置, 并没有像此前预期的明显下行, 与此同时 CPI 中非食品价格也是一路走高。虽然终端行业并未普遍提价, 但并不意味着受制于原材料价格上涨带来的成本压力使得企业提价意愿减弱, 实际上市场竞争激烈使得企业提价并不容易实现。我们认为, 如果从另一个角度看待这种传导, 明年非食品价格仍然会小幅平稳上升。具体来说, 由于本轮 PPI 回升的逻辑在于供给收缩, 整个工业企业的利润水平回升较为明显, 制造业的 31 个细分行业中有 18 个增速达到两位数。我们认为, 在供给接近出清的背景下, 企业资产负债表的改善带来的直接影响是资本开支的增加, 进一步而言是用工需求和工资的上涨, 意味着人工成本上升。如果将 CPI 中非食品分项拆为服务业和非食品商品, 则 9 月服务业价格同比增速达到 3.3%, 为年内最高值, 一定程度上可以证明上述因素, 同时也会影响到对非食品商品的需求, 间接促成价格上涨。对于明年, 我们认为这种现象依旧存在, 非食品价格可能会继续小幅平稳走高。

图 43: 失业率降低有助于服务业价格的上涨



资料来源: Wind, 中信证券研究部

新平衡渐至，工业品价格趋稳

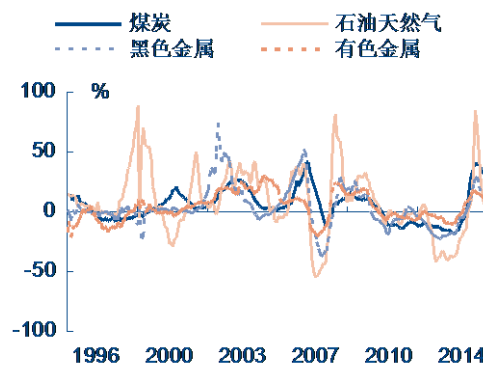
今年前三季度 PPI 均值为 6.5%，虽然 2016 年基数渐高，但 2017 年工业品价格跌幅并未达市场预期，南华工业品指数显示，最高点为 9 月份的 2189 点，最低点为 6 月份的 1734 点，波动幅度较大。在去产能持续推进的背景下，上半年经济数据靓丽，基建和房地产投资均好于预期，工业品需求提振，价格上涨，3 季度叠加“2+26”环保督查，虽然需求稳中回落，但供给收缩的幅度仍大于需求回落，工业品价格依旧坚挺。我们预计年内 PPI 回落幅度有所加快，一方面在于去年同期同比上升幅度较大；另一方面在于进入冬季后，环保限制压力增大，河北钢厂限产提前，终端需求平稳趋弱态势未改。

图 44：采掘工业在 PPI 中波动最大



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 45：石油天然气分项在采掘工业波动最大



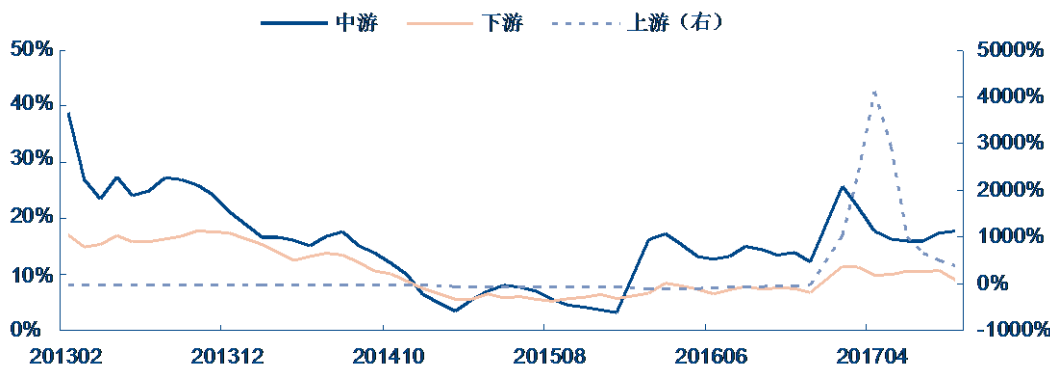
资料来源：Wind，中信证券研究部

油价中枢和政策取向是决定 2018 年 PPI 的关键。从分项波动来看，生产资料的走势很大程度上决定 PPI，而其中采掘工业波动最大。如果再将采掘工业细分，可以看到原油波动大于黑色和有色金属。因此 2018 年石油价格走势将对 PPI 产生重要影响。上文已经谈及，美国页岩油增长不及预期、全球经济继续回暖致使石油消费走旺、产油国联合减产严格执行等利好并未消失，同时减产有望延长至明年年中，我们预计油价中枢将从今年 52 美元左右上涨到 60-65 美元，这将给 PPI 带来一定的上行压力。而黑色、有色和煤炭价格，则更应通过明年政策走向和终端需求变化予以判断。产能去化力度可能趋于弱化，原材料价格涨势接近顶端，企业资本开支的扩张意愿增强意味着供给出清或接近尾声。需求端将与今年并无明显变化，维持稳中趋弱态势。因此除去季节性波动，黑色、有色和煤炭价格将对 PPI 下行产生合力，但效果有限。根据上述判断，预计 2018 年 PPI 中枢将较今年的 6% 左右下滑至 3.8% 左右，其中 2 季度或因基数因素，最高值达 5% 左右。

盈利：“好日子”仍未结束

今年前三季度，由于工业品价格持续相对高位，同比增速回落不及预期，工业企业利润依旧保持两位数高速增长，仅从年初的 31.5% 回落至 22.8%。从行业大类来看，上游行业的资产负债表修复依然最明显，但受制于有色金属价格在下半年有所回落和 2016 年高基数的影响，利润增长有所下滑。上半年周期股行情爆发仍说明市场对于行业利润改善的乐观态度，但值得注意的是，上游资源品行业大多是国有重资产企业，前几年的持续亏损加上历史包袱较重导致本轮盈利改善可能治标不治本，更多还是需要市场化产能出清和国企改革来完成结构重组。对于中游行业来讲，一方面受制于上游资源品价格上涨带来的成本压力；但另一方面企业资本开支的增加以及下游需求平稳，综合来看，今年利润增长中枢高于 2016 年，但增长幅度无明显变化。下游行业盈利整体并无变化，一是由于需求平稳加上成本上涨压力难以转嫁，二是由于下游行业较多，盈利逻辑并不完全相同。

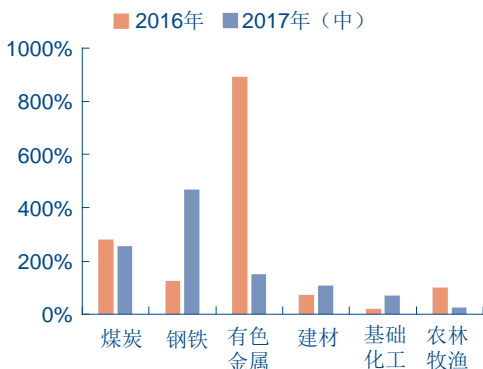
图 46：上游盈利改善幅度仍最大，下游基本平缓



资料来源：Wind，中信证券研究部

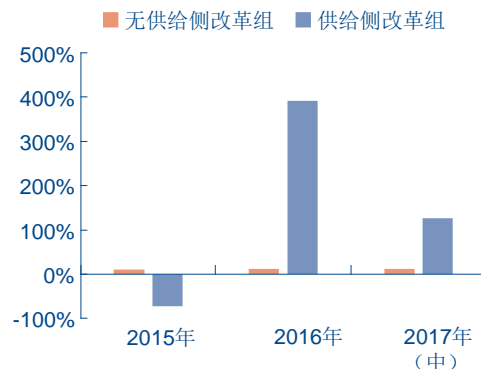
如果将行业再细分，价格变动导致的盈利变化体现的更加明显。去产能政策和下半年的环保督查导致的供不应求价格上涨的主因，煤炭、钢铁、有色金属、建材、基础化工和农林牧渔是受到上述因素影响最显著的行业，2016 年盈利改善幅度较大，2017 年钢铁、建材和化工涨幅继续扩大，而煤炭和有色小幅回落。农林牧渔的下滑原因是由于去库存是农业供给侧改革的重点。相比于不受供给侧改革影响的行业来说，整体盈利改善幅度十分微弱。对于 2018 年，我们认为以下三点因素将使得工业企业利润增速回落但幅度有限：一是产能接近出清，产业政策的调整和供需的再平衡使得工业品价格会有所回落；二是资本开支有望进一步增加，意味着盈利将受到支撑；三是消费结构升级使得相关终端行业的转型升级加快，将直接导致盈利有所好转。考虑到基数因素，预计 2018 年工业企业利润总额增速的中枢在 10-15% 左右。

图 47：2017 年供给侧改革组盈利仍处扩张区间



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 48：无供给侧改革组利润改善极有限



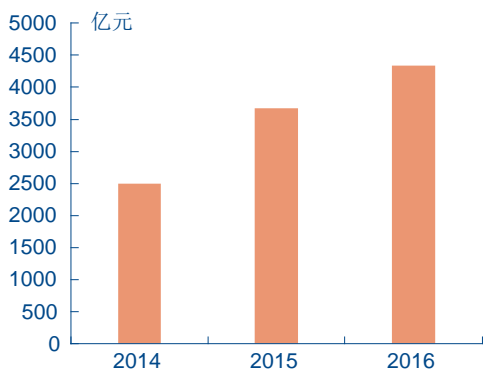
资料来源：Wind，中信证券研究部

产业结构：存量升级和增量出新

当前我国宏观经济发展正从高速增长转变为高质量增长，长期积累的结构性失衡现象尚未根本消除，实体经济中低端和无效供给过剩与高端和有效供给不足并存，因此，消除低效、无效供给、增加有效供给，是供给侧结构性改革的一项主要任务。十九大报告中提出，加快建设制造强国，加快发展先进制造业，支持传统产业优化升级。我们认为，产业升级和出新的原因一方面在于随着新工业革命的深化，工业化和信息化正逐渐融合，实体经济本身叠加了更多的信息经济、数字经济的内涵。信息化、服务化、绿色化、高端化、个性化成为企业发展趋势；另一方面，随着我国居民可支配收入的不断提高，物质需求已经无法被相对低端的产出所满足。未来传统行业的结构升级和新兴行业的大量崛起将给中国经济增长带来新的活力，有利于改变传统工业推动经济增长的模式，提振企业效益，助力消费升级以成功跨越中等收入陷阱。

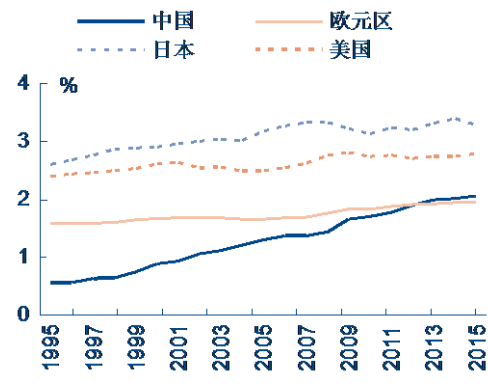
从目前中观产业布局来看，我国以制造业为主的细分行业的确出现了“存量产品升级，增量亮点涌现”的结构性变化，同时这种变化也逐渐呈现加速之势。我们认为，用企业研发支出规模能较为直观的体现出行业升级的现象。非金融上市公司数据显示，2014-2016 年，研发支出规模一直处在增长阶段，另外，从 90 年代中后期后，我国研发支出占 GDP 的比例的上升速度比美、欧、日均高，且目前已经超过了欧元区的水平。

图 49: 非金融行业上市公司 R&D 支出规模增长



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 50: R&D 占 GDP 比重, 中国明显上升

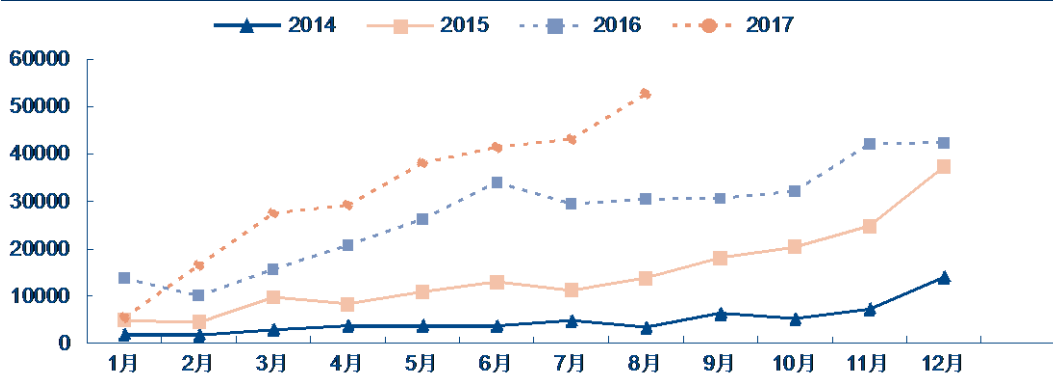


资料来源: OECD, 中信证券研究部

传统行业推陈出新

作为传统下游制造业的典型代表，由于其产业链中涉及的中上游行业范围较广，因此汽车制造的发展水平往往代表一国的综合制造能力。从传统意义上来看，我国汽车制造行业相对落后，燃油车的整车制造技术瓶颈一直存在。面对节能减排和环境污染压力，同时全球汽车制造的发展趋势，我国开始通过相关政策引导推动新能源汽车及相关产业链的发展。作为全球第一大新能源汽车市场，2016 年我国新能源汽车的产量销量依旧呈现出快速增长态势，相关政策引导和环境设置配套相对完善，行业的发展逐步由政策支持向市场需求推动变化。同时，今年国家发布《节能与新能源汽车技术路线图》，明确了未来该行业的发展技术路线，因此我们认为，在传统行业的转型升级中，我国汽车制造已经走在了前列，对产业链上游也会形成利好，成为经济结构转型的重要支撑。

图 51: 2017 年新能源汽车销量

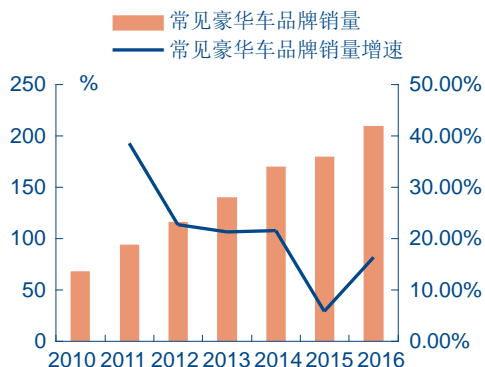


资料来源: 乘联会, 中信证券研究部

借力消费升级，高端车市场开始崛起。随着我国居民人均可支配收入的增长以及汽车普及率提升，国内消费升级开始延伸到汽车领域。居民换购逐渐转向高端车市场。因此从制造业角度来看，由于我国市场潜力巨大，高端品牌国产化的进程开始加速。虽然目前豪华车市场多是国际品牌垄断，但国产化带来的是国内车厂技术和零部件的升级。当前我国高端汽车

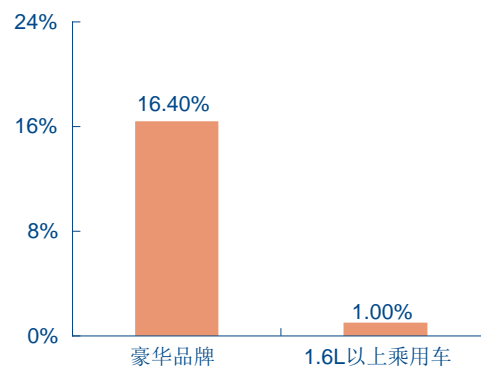
销售占全球 23% 的份额，预计未来将向全部汽车占全球比重（30%）靠拢，相关高端零件产业的发展空间仍较大，传统制造行业可能迎来质的改变。

图 52：中国豪华品牌销量及同比



资料来源：中汽协，公司公告等，中信证券研究部

图 53：2016 年乘用车与豪华车销量增速



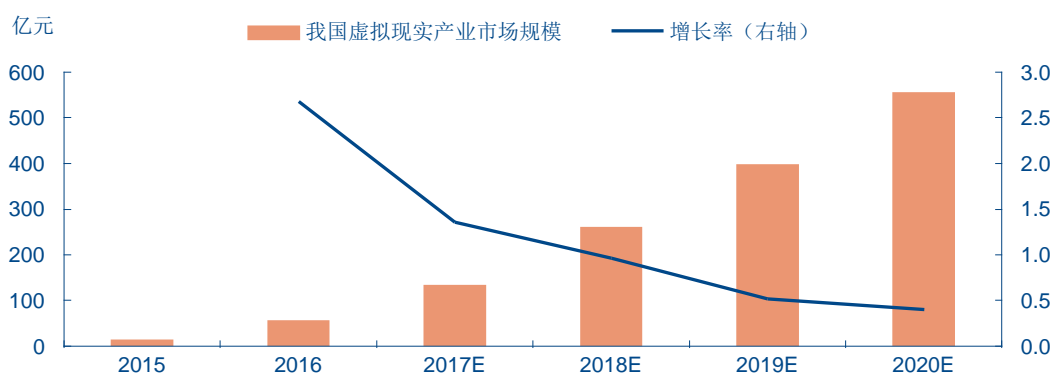
资料来源：中汽协等，中信证券研究部

新兴行业批量涌现

从全球角度来看，目前信息产业技术创新进入新一轮加速期，云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能等快速发展。我国此前提出制造强国、网络强国等一系列国家战略，发展新兴战略产业已经上升为一项重要目标。根据统计局发布最新数据来看，2017 年前三季度，规模以上工业战略性新兴产业增加值同比增长 11.3%，规模以上工业高技术产业增加值同比增长 13.4%，分别高于整个规模以上工业 4.6 和 6.7 个百分点，比上半年分别提高 0.5 和 0.3 个百分点。

2016 年我国虚拟现实（VR）产业规模快速增长，消费级 VR 产品成为拉动市场规模增长的主力。GFK 数据显示³，去年 VR 设备总销量达到 400 万台，市场规模突破 60 亿元，比 2015 年增长 290%。我们认为未来在政策引导和市场需求的双重驱动下，除了消费领域，制造、交通、医疗、教育、文化传播、旅游等行业级虚拟现实应用将加速铺开，市场产能进一步释放，产业迎来快速上升期。

图 54：我国虚拟现实产业市场规模增长明显



资料来源：《中国制造 2025 蓝皮书（2017）》（国家制造强国建设战略咨询委组织全体委员编著），中信证券研究部

人工智能是新兴行业的另一个代表。对于我国来说，2016 年是人工智能发展的元年，相关企业数量显著增加。根据相关数据，我国人工智能企业数量约 700 家，融资规模约为

³援引自《中国制造 2025 蓝皮书（2017）》（国家制造强国建设战略咨询委组织全体委员编著）中国工信出版集团

26 亿美元，位居全球第二。我们认为，未来人工智能将在交通、机器人、医疗等领域率先突破，助力改善民生健康和提升生产效率，相关智能产业将成为新的经济增长点。

宏观政策与改革

货币政策：利率中枢抬升

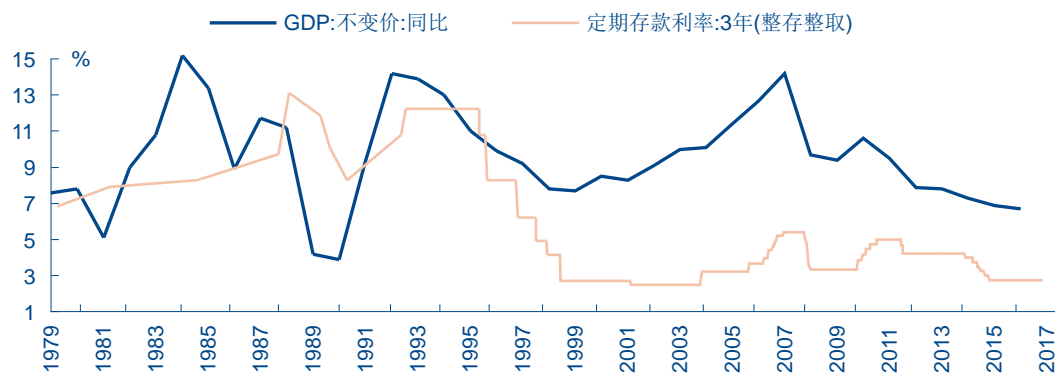
货币政策基调：2018 年货币政策基调预计仍为“稳健货币政策”。中国货币政策有五大目标：经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡和金融稳定。从经济增长来看，预计 2018 年经济增长仍然平稳，不存在大的“稳增长”压力；从物价来看，CPI 通胀回升是比较确定的趋势，全社会通胀中枢水平有望继续抬升；从就业来看，中高速的经济增长仍然可以提供充足的就业机会；从国际收支来看，出口回暖和国际资本回流正在创造资本的净流入，国际收支情况逐渐好转；从金融稳定来看，由于过去几年连续的货币宽松客观上带来了资产泡沫风险和高杠杆问题，“防风险”和“去杠杆”仍然是货币政策目标中排序比较靠前的目标。因此，预计 2018 年货币政策不会比 2017 年宽松，但是由于经济复苏的前景需要进一步观测，流动性进一步大幅收紧的可能性也不大。基于此，我们预计 2018 年中国货币政策的基调仍然为“稳健货币政策”。

流动性环境：2018 年流动性与 2017 年相当，超预期收紧的可能性不是很大。2018 年中国经济仍然处于“筑底回升”阶段，经济增速超预期回升的可能性不大，通胀的回升仍然“温和”，房地产和债券市场泡沫问题也逐渐得到了化解，因此，货币政策超预期收紧的可能性不大。我们预计 2018 年货币政策仍然会提供适度的流动性，整体货币流动性环境与 2017 年相差不多。尤其对于股票市场，流动性环境仍然非常友善。

利率水平：利率中枢水平将会小幅抬高，但并不意味着进入“加息周期”。由于周期性行业产能的出清，全社会通胀水平未来将逐渐回升，将会推高利率中枢水平，但是并不意味着货币政策进入“加息周期”。与不断抬高的通胀水平相适应，资金利率和国债收益率水平也会抬升，但是目前中国经济回暖的信号仍然需要进一步验证，而且通胀也在政策目标容忍的范围之内。虽然美国、英国等发达国家启动了加息周期，但是中国进入加息周期仍然需要等待经济进一步的回暖和通胀的进一步上升。

国际流动性环境：国际金融环境更为友善，人民币汇率有望保持平稳。2018 年全球各个国家有望迎来同步的复苏，因此各个国家经济周期和货币政策之间的差异性会缩小，国际资本流动的方向将会更加均衡，中国将迎来更加友善的国际金融环境。美联储超预期提高加息次数的可能性不大，因此对于中国货币政策的压力并不是很大。预计 2018 年人民币汇率将会更加平稳，不论是兑美元汇率，还是一篮子汇率指数大幅升值或者贬值的可能性都不大，汇率的稳定有望保持出口持续的增长。

图 55: GDP 增速与定期存款利率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

信贷与 M2: 实体经济融资需求进一步好转。在今年货币政策边际趋紧助力金融去杠杆的环境下, 实体经济的融资环境依旧没有受到太大影响。截至 10 月, 年内新增信贷额较去年增长 1 万亿, 社融余额增速 13%, 为年内较高水平, 这说明今年实体经济的资金流动性比较宽裕, 企业资金需求也出现好转。我们认为, 明年新增信贷总额将较去年有小幅下滑, 社融增速或进一步走高。从信贷结构来看, 按揭和企业贷款依然会成为支撑信贷的主要成分。虽然房地产在紧缩政策的驱使下进入下行周期, 但明年销售可能依然会维持正增速, 按揭将不会出现明显下降, 这也跟银行主动投放意愿较强有关。另外, 今年前十个月, 新增按揭贷款占总体信贷比重为 38.7%, 去年同期为 43.3%, 预计明年按揭比重将有进一步下降, 可能为 35% 左右。企业贷款是今年新增贷款中的亮点, 随着中上游盈利的持续好转, 能够看出企业资本开支的回升使得资金需求提振, 我们认为这也是明年企业贷款继续好转的主要逻辑。另外, 对地方政府债务风险监管的加强使得未来银行对待基建项目的风险偏好可能会下降, 这方面的投入可能会小幅回落。总的来说, **明年总体新增信贷规模可能为 12.5-13 万亿**, 金融服务实体经济将体现得更加明显。社融方面, 今年社融增速变化的重点, 一是表外业务的增长趋势, 二是信用债融资的波动。我们认为, 随着金融监管的实质性措施落地, 银行表外贷款出现明显下滑。利率易上难下将成为未来一段时间的趋势, 企业面临发债成本逐步上升的局面。但企业资本开支的增加, 资金需求回暖会使得明年信用债市场的供给可能增加, 债券净融资规模会相对上升, 对社融形成支撑。我们认为, **明年社融增速可能会进一步上升, 达到 13.5% 左右, 实体经济的流动性环境依然较为宽裕。**广义货币供给方面, 今年上半年金融监管进程加速, 银行表外业务派生货币的功能逐渐转弱, 同时银行面临负债荒的局面加剧, 直接造成 M2 连续下降。我们认为, 明年这种趋势难以扭转, 广义货币供给仍然处于低位, 同比增速可能为 9.5% 左右。

财政政策: 力度边际减弱

2018 年财政政策基调预计仍将维持积极取向。2017 年 GDP 保持 6.8% 左右的增长, 基建投资发挥了很大的作用。2018 年虽然周期性行业生产和投资会回暖, 但是经济增长并非高枕无忧, 经济仍然处在“筑底回暖”的起步阶段。基于财政政策“逆周期”调节的逻辑, 当经济内生增长动能尚未完全回暖之前, 为了保证宏观经济的平稳增长, 财政政策仍然应该起到托底宏观经济的作用。我们认为 2018 年处于经济内生增长动能逐步修复的过度阶段, 财政政策仍然应该保持“积极”。当经济内生增长动能完全修复时, 才是财政政策回归“稳健”之时。

从实施能力来看, 2018 年基建仍然有能力维持 15-18% 左右的高速增长。通缩的结束、企业盈利的修复重新带来了财政收入的高速增长, 从资金来源的角度来看, 财政资金完全有能力保证基建投资的高速增长。2018 年财政收入仍然有望保持 8% 左右的增长。目前 PPP 项目库储备项目规模达到 18 万亿左右, 充足的项目储备资源和日益成熟的项目实施经验完全可以使 PPP 在资金来源不足时起到弥补财政预算的作用。目前我国很多地区人均公共基础设施建设水平在国际上仍然比较落后, 基建投资有很大的空间。因此, 不论是从资金来源、

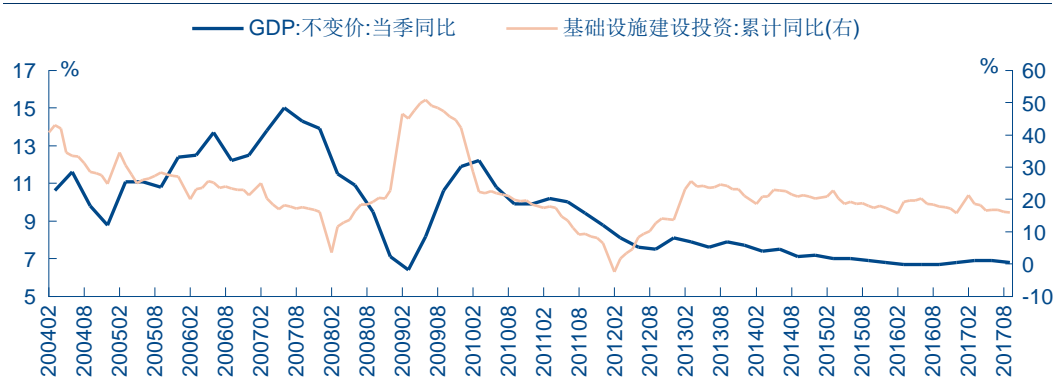
准财政政策，还是基建未来建设空间来看，2018 年基建投资仍然有望保持 15-18% 左右的高速增长。基建投资在 2018 年绝不会是拖累经济的黑天鹅。

但是，伴随着周期性行业回暖，财政支持力度将会逐渐减弱。采矿业、制造业等周期性行业生产和投资的逐渐回暖将带来经济内生增长动能的逐步修复。当经济内生增长动能逐步回暖时，财政政策的支持力度将会逐渐减弱，预计未来财政政策将会呈现三大变化：一是基建投资的增速将会逐渐回落；二是赤字率将会逐渐下降；三是准财政政策的支持力度也将逐渐减弱。经济内生增长动能逐步替代财政政策成为经济平稳增长的主要驱动力量。

而且，“防风险、去地方政府杠杆”将会放在重要的位置。《50 号文》、《87 号文》的发布，成为中央重新审视地方政府债务问题的重要信号。当稳增长的压力不再突出时，化解风险、去地方政府债务杠杆将逐渐成为财政政策的重要目标之一。预计 2018 年将会有一系列降低地方政府债务率的政策出台。

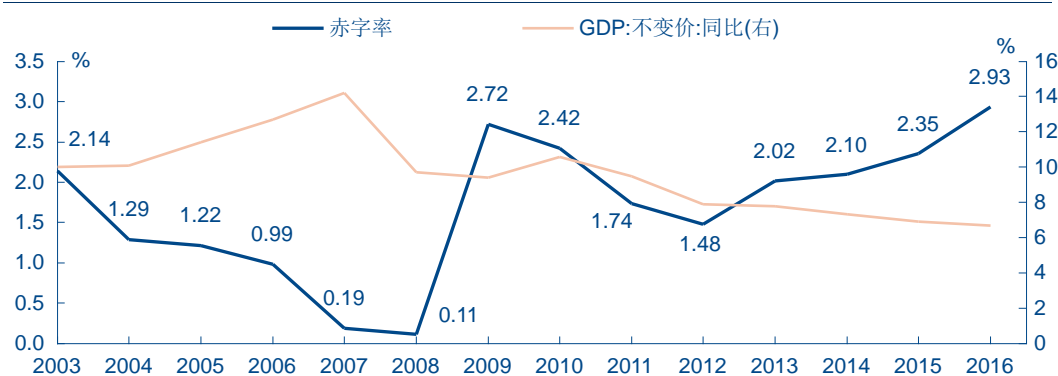
减税可能成为 2018 年积极财政政策的主要内容之一。在财政收入大幅回暖的背景下，减税料将会替代“提高赤字率”成为未来积极财政政策的主要目标。未来减税可能在以下几个方向：一是小微企业，继续扶持小微企业的发展；二是“三农”领域，扶持三农的发展；三是专门针对周期性行业的扩大资本开支的减税政策，可以鼓励周期性行业进口资本开支的扩张；四是一些高科技企业，鼓励高科技企业进行科技创新。

图 56：基建投资和 GDP 增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 57：赤字率和 GDP 增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

改革：乘势而上

十九大报告指出，当前我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方优化经济结构、转换增长动力的攻关期。我们曾经提及，劳动力供给已进入负增长区间，

同时资本效率也由于资本规模的扩大导致边际产出下降，因此提高全要素生产率将是我国未来经济发展的永恒主题，也是提高效率和质量的必经之路，而改革将是提高全要素生产率的最佳解决方案。

十八届三中全会提出“全面深化改革”，改革至今，我们可以看到改革已经在许多领域坚实有力地持续推进，并取得重大进展。我们认为，在十九大精神指引下，国企改革、财税体制改革和金融监管体制改革将涌现出新变化和新内容，这些领域也将是对 2018 年资本市场最有影响的重点领域。

国企改革：混改任主角

混改的全面深入推进将是 2018 年国改的重要主线。国企改革作为供给侧结构性改革的一项重要任务，是国有企业提质增效、增强市场竞争力、去杠杆、化解产能过剩和破局民间投资萎靡的关键机会。十九大报告关于国企改革部分的首句就重点提及发展混合所有制经济。事实上，从本轮国企改革三大任务的推进程度上来看，兼并重组和投资运营公司作为阻力相对较小的领域，进展相对顺利，但由于涉及国有资产流失、民企产权保护和公司治理等问题⁴，混改的进度显得相对缓慢和不及预期。随着 2016 年以来国改“1+N”顶层体系的完成，以及去年 12 月份中央经济工作会议明确提出加快国企等基础性制度改革，可以看出混改已被确立为国改进入“深水区”后的核心任务。

以点到面、从中央到地方，混改将全面铺开。今年 11 月，发改委已批复第三批混改试点名单。此前两批央企试点企业涉及行业包括电力、石油、天然气、铁路、民航、电信和军工，第三批的行业范围有所扩大而且也涉及地方国企，由此我们认为混改以点到面的改革轮廓将在明年进一步深化，进度可能会超过预期。速度加快的原因一方面在于政治激励，国企负责人和地方官员的政绩考核与此挂钩；另一方面在于经济激励，以混改内容之一的员工持股为例，能够给企业经营管理者 and 骨干员工带来经济利益。

表 5：主要省份国改进展

省份	混改进展
北京市	1、截至 2017 年中，北京市属混合所有制企业已经占到企业总数的近 70%，市属一级企业已经全部建立了现代企业制度。 2、北京市国资委表示：北京的员工持股试点只会在竞争类国企中开展，目前已敲定新能源、生活性服务业、文化创意等领域的 6 家市属国企作为试点。北京将在竞争类国企中的一级企业进行混改，在公共服务类国企中引进市场化竞争机制，提高这类国企的服务能力，特殊功能类国企则要提高投融资水平，如主业是投资轨道交通的京投公司，未来的改革方向就是将“PPP+股权+债券”这种投融资模式引入公司。
天津市	1、5 月 2 日，天津市国资委印发《天津市开展国有控股混合所有制企业员工持股试点的实施意见》员工持股比例应结合企业规模、行业特点、企业发展阶段等因素确定。员工持股总量原则上不高于公司总股本的 30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的 1%。企业可采取适当方式预留部分股权，用于新引进人才。国有控股上市公司员工持股比例按证券监管有关规定确定。实施员工持股后，应保证国有股东为最大股东，且其持股比例不得低于公司总股本的 34%。 2、2017 年 6 月，天津国资委推出了 40 多家市属集团的 194 个混改项目，其中一级企业 17 个，涉及工业制造、商贸物流、投资服务、建筑施工、公共服务、金融、文化等多个行业和领域。提出的引资方式灵活，可合资新设、增资扩股、产权转让，也可几种方式组合。 3、为了助推国企混改天津正在做大有资本投资运营平台，主要承接集团混改后的国有股权；做强资产处置平台，主要承接国企混改或上市过程中剥离的不良资产和同业竞争资产。
山西省	2017 年 6 月，山西省公布国企改革“1+3”文件，其中《关于深化国企国资改革的指导意见》对推进全省国企改革作出部署，三个配套文件分别部署省国企混合所有制改革、分离办社会职能、激发企业家活力三项改革。文件还指出，以煤炭、电力为主业的国有企业，要加强与下游企业的股权合作，形成产业协同。支持国有企业接受中央企业兼并重组。鼓励国有企业整体上市。山西省国资委指出，2017 年将在省属企业中选择 5-10 户上市类、科技类、后勤类企业进行员工持股试点；选择 1-2 户企业在集团层面推进混合所有制改革。
黑龙江省	哈尔滨市政府公布了哈尔滨市国资委出资企业首批 60 户混改企业名单，哈药集团及其控股的上市公司哈药股份、哈尔滨工投集团及其旗下的上市公司哈空调(600202)均榜上有名。

⁴详情请参见中信证券研究部专题研究组 2017 年 1 月 26 日发布的研究报告《国企混合所有制改革专题报告（二）--新一轮“改革锦标赛”打响》

省份	混改进展
吉林省	吉林省国资委要求，加快推进重点国企改革，继续推动森工集团、吉煤集团、昊融集团实施综合改革，支持酒精集团整合重组省内和域外酒精企业，继续推进吉粮集团引资重组，推进吉林信托、都邦保险等地方金融企业改制重组。
辽宁省	7 家辽宁省属核心国有企业在沈阳产权交易所向全社会征集战略投资者，全面推进混改。首批推出的交投集团、水资源集团、能源集团、辽渔集团、抚矿集团、沈煤集团和铁法能源集团涉及总资产共计 4010 亿元。除了交投集团转让 19.1% 股权外，另外 6 家企业均转让 20% 的股权。
江苏省	1、江苏明确了第一批国有控股混合所有制企业员工持股试点名单，紫金财产保险股份有限公司、江苏冲浪软件科技有限公司等 10 家企业入选，并将在 2018 年年底前完成试点工作。 2、江苏省员工持股试点政策重点支持主业处于充分竞争行业和领域的商业类企业、高新技术企业、科技服务型企业；优先考虑国有控股上市公司、新三板挂牌公司。试点企业将按照“员工持股总量原则上不高于公司总股本的 30%，单一员工持股比例原则上不高于公司总股本的 1%”的国家意见开展工作，最大程度调动员工持股的积极性。
上海市	上海市政府今年 1 月明确指出，上海国企改革目标中的“三个一批”的目标实现，主要采取三个方式：一是 2017 年上海将加快推进企业集团整体上市或核心业务资产上市，推进产融结合；二是 2017 年上海将开展职业经理人薪酬制度改革试点，完善法人治理结构等；三是加大混合所有制改革，鼓励非公有资本参与国有企业混合所有制改制。（上海的国企改革目标是：上海国企改革完成“三个一批”，就是要转型创新一批、整合重组一批、清理退出一批。）
浙江省	浙江省国资委公布第一批国有控股混合所有制企业员工持股试点名单，其中浙江勿忘农种业股份有限公司、浙江中医药大学中药饮片有限公司、浙江省交通规划设计研究院、杭州热电集团有限公司、浙江海正药业股份有限公司 5 家企业入选。
江西省	江西省国资委打造了省建工集团、中国瑞林、江盐集团、旅游集团和招标咨询集团等一批“混改样本”。上半年，省旅游集团、省招标咨询集团顺利完成混合所有制改革。江西国际公司混改工作取得实质进展，江铜集团混改引进战投工作取得实质性进展。员工持股试点稳步推进，江铜国贸等第一批 3 家试点企业已经全面启动，目前已基本确定第二批 4 家试点企业，省铁投集团所属兴铁资本等部分企业前期工作已经开展。
河南省	2017 年河南拟启动省管企业二、三级公司层面的混合所有制改革 61 家，完成 40 户。意在通过混合所有制改革，推动省管企业建立现代企业制度，优化国有资本布局，不断增强省属国有企业的经济影响力、市场竞争力和发展引领力。
湖北省	湖北省国资委的数据显示，省出资企业二三级企业股权多元化的改制面接近 60%，员工持股企业达到 41 家，这一数据较去年混改面的 46%，提升近 14%。其中武汉国资各层级企业混改面超过 65%。目前，联投集团陆续引进一批行业领军的大型民企，组建合资公司；中南设计集团 7 家子公司全面实施股份制改造，植入员工持股；高投公司开展股权投资项目员工“跟进投资”试点；三环集团选取 6 家基础较好的子公司重点培育上市。
广东省	2017 年 5 月，广东省国有混合所有制企业首批员工持股试点企业名单正式公示。经企业申报并通过公开评选后，广州市建筑科学研究院有限公司、广州珠江艾茉森数码乐器股份有限公司、华联期货有限公司等三家企业，成为广东省国有混合所有制企业首批员工持股试点企业。
海南省	海南省将推进海垦控股集团、海钢集团、金林集团等国企创造条件、培育新的后备上市公司资源，争取“十三五”期间实现上市；积极谋划海南橡胶、海南高速、海南矿业等上市公司在资本市场直接融资。今年海南省将改革重组一批骨干企业，积极组建五大集团，包括信息产业集团、水务集团、旅游集团、粮食企业集团等，最终实现整体上市。
四川省	四川省国资委表示，2017 年将坚持把混改作为深化国企改革的重要突破口。推进资产证券化，重点围绕旅游、商业、能源等产业板块抓好上市培育，积极推进川化股份恢复上市、能投股份在香港 H 股上挂牌上市。加快推进改组或组建一批国有资本投资运营公司，比如交投集团、华西集团、铁投集团等。
云南省	云南省国资委表示，将推进第三批国有企业招商招股项目，全面完成白药混改工作，研究推进贵金属集团等企业混改工作，稳妥推进 5—10 户企业员工持股试点。支持重点企业将优质资产注入现有上市公司，实现整体上市或主营业务上市。
陕西省	5 月 15 日陕西煤业化工新型能源有限公司与陕西亿杰控股集团旗下子公司——清洁能源有限公司增资扩股暨混合所有制改革协议正式签订，成为陕西全省唯一一家同时实施混改和员工持股改革试点单位。此次混改后，新型能源公司注册资本将由原来的 3 亿元扩大到 4 亿元。其中，陕煤集团拥有新型能源公司 75% 股权，成为新型能源公司第一大股东；亿杰洁能公司注资 7000 万元，成为新型能源公司第二大股东；新型能源公司员工将根据最终批准方案出资持股，最终形成国企、民企合作、职工持股的混合所有制经济。
宁夏省	宁夏国资委制定出台宁夏混合所有制改革实施意见和员工持股实施细则。借鉴指导宁夏德坤实业集团公司等企业开展混改试点经验，支持二级及以下企业全面实施混合所有制改革，进一步搞活企业机制，激发企业内生活力。

资料来源：各省市发改委网站，中信证券研究部

多头并进，混改企业将以市场需求为导向。对于今年市场较为关注的国企混改落地标的，中国联通引入互联网战略投资者，作为引入非公资本的一种新型模式，可以将此视为未来国改的新方向之一。考虑到目前国资证券化的比例仍不高，上一轮改革中很多国有资产并未实现集团整体上市，因此 IPO 上市或资产注入（包括借壳）也是明年国改的一大亮点。另外，混改中 PPP 模式有助于通过特许经营等扩大公共品供给和盘活政府存量资产，对基础设施建设领域起到关键作用，国企入资民企也将利好新兴产业，有利于调整国有资本布局和提高

国资经营效率。总的来看，我们认为混改应该是一个企业的市场化行为，在政策引导下，应按照“宜改就改、宜控就控、宜参就参”的总体原则。

国企兼并重组是结构性、战略性改革的重要步骤。自 2015 年国改顶层方案设计出台后，国企兼并重组迎来高峰期，以南北车合并为代表，国企的兼并是减少产能、做大国企最方便快捷方式。对于产业链上下游整合、过剩产能化解、减少无序竞争及同质化经营起到质的变化。十九大报告提出，要加快国有经济布局优化以促进国有资产保值增值，实际上就是在指国企兼并重组的目标。我们认为，2018 年将会涌现更多的重组机会，一方面在于国企效率提高质量增强，另一方面，也会给资本市场主题性机会带来热度。

金融体制改革：监管的落地之年

全国金融工作会议明确提出，“金融要回归本源，服务于社会经济发展，同时要防范系统性金融风险”。十九大报告再次强调，深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。因此，我们认为，**金融监管体制改革将加速落地**，金融监管会在现有基础上更加趋严，监管对象会进一步扩大范围力争全覆盖。以下三项监管措施可能会出台：一是今年银监会对商业银行自查结果的处理办法将于明年集中出台，对资管通道、委外、理财等业务有更加明确的规定和限制；二是对影子银行、互联网金融等金融形式在监管覆盖上将做到更加全面，其中有利于实体经济发展和合理降低融资成本的金融创新将被切实保护；三是市场将看到金稳会在监管框架中的实际体现，而“三会”的角色更多是政策制定的“建议者”和监管落实的“执行者”。

财税体制改革：进入“深水区”

房地产税立法进程可能有所加快，个税改革细则有望出台。十九大报告中提出，深化税收制度改革。我们认为从税制角度来看，相比于间接税，直接税的改革力度在本轮财税体制改革中明显较慢，特别是个人所得税和房地产税，是其中的看点和难点。今年 3 月，全国人大新闻发布会中表示，会加快房地产税立法并适时推进改革，并列入五年立法规划。十九大后财政部部长也表示将按照工商业房地产和个人住房的评估值进行定价，同时适当降低建设、交易环节税费负担，加快建立完善的市场化房地产税制度。因此我们认为，一是市场此前对于房地产推行难点的担忧有所减轻；二是明年加入立法阶段的速度可能有所加快，市场预期也会逐渐加强。房地产税的建立是房地产长效机制的重要组成部分，虽然短期内征收的困难仍然存在，但长期来看，对于落实中央提出的“房子是用来住的，不是用来炒的”是有所帮助的。另外，个人所得税的改革已经有初步指导方案，预计明年出台具体措施的可能性较大。我们认为个人所得税的改革将有助于化解目前贫富差距有所加大的情况，激发中低收入阶层的消费需求，进一步加强消费带动经济增长的作用。总的来看，税收体制改革在以全面铺开营改增为代表的间接税改革顺利推进的基础上，预计明年的改革重心将放在直接税上，真正做到税种和税制上的结构性调整。

事权与支出责任划分仍在路上，明年有望取得阶段性进展。作为新一轮财税体制改革三大任务中推进速度最慢、改革难度最大的中央与地方财政事权与支出责任划分领域，随着中央对地方政府债务的规范性监督力度进一步加强，整体支出依赖地方程度将进一步加大地方债务的风险，因此加快事权和支出责任的划分十分必要，促使财政支持经济发展的效率得到进一步提升。根据去年 8 月国务院制定的改革时间表推算，预计明年将会继续在教育、医疗卫生、环境保护、交通运输等基本公共服务领域制定相关计划，同时推进省以下级别相关领域的改革进度。

总的来看，我们认为明年的财税体制改革一方面在十八届三中全会既定的改革精神指导下继续全面深入推进，另一方面也会根据中国经济发展新背景下进行适度调整，但改革的根本仍然在于建立符合中国经济发展的现代财政制度，增强地方和中央财政的执行效率。更好的发挥财政对投资的带动作用，促进民间投资发展，合理创新地方政府融资模式，加强 PPP 在基建领域的进一步运用。

区域发展：雄安新区和粤港澳大湾区战略落实之年

中国区域经济发展历程：由“均衡”到“非均衡”，再到“均衡”

1949 年新中国成立以来，中国的区域经济发展战略经历了从均衡发展到非均衡发展再到均衡发展的三个主要阶段。改革开放以前中国以“平均主义”为核心均衡发展区域经济。1978 年改革开放后，中国转为以效率优先为指导的局部优先发展战略，区域经济发展战略向东部倾斜，让沿海地区加快发展以带动中西部地区，此战略对中国经济增长贡献重大、对整体经济发展效果显著，但同时拉大了东部与中西部之间经济发展水平的差距。1991 年，中央政府开始关注中西部等落后贫穷地区，在“八五”期间，对区域经济发展战略做出重大调整，标志着区域协调发展战略的启动。1999-2004 年期间，中央陆续提出西部大开发战略、东北等老工业基地振兴战略和中部地区崛起战略，自此区域协调发展战略全面实施。

2010 年“十二五”规划中正式提出了“西部开发、东北振兴、中部崛起和东部率先”的区域发展总体战略，“四大板块”格局形成。2014 年中央工作会议中又确立“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带”三大战略，后在 2015 年“十三五”规划中与“四大板块”相结合，成为“4+3”区域发展战略体系。2017 年 10 月的“十九大”报告中，在着重强调此前的战略以外，还提到了雄安新区、资源型地区、边疆地区和陆海统筹等方面的发展。

图 58：我国区域经济发展战略阶段划分



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 6：我国区域经济发展格局演进

重点时间节点	区域政策
1978 改革开放初期：“二”格局	沿海、内地；邓小平：沿海率先发展
1991 “八五”规划	重大调整：江泽民主席开始关注中西部、少数民族地区、贫困地区
1999 党的十五届四中全会	正式提出“国家要实行西部大开发战略”，标志中国区域协调发展战略开始进入正式的实施阶段
2002 党的十六大报告	中央首次明确提出振兴东北等老工业基地战略
2004 政府工作报告	温家宝总理：首次明确提出要促进中部地区崛起
2006 “十一五”规划：“三”格局	中部、东部、西部
2010 “十二五”规划：“四”大板块	胡锦涛主席：区域发展总体战略“西部开发、东北振兴、中部崛起、东部率先”
2014 中央工作会议：“三”大战略	习近平主席：一带一路、京津冀协同发展、长江经济带
2015 “十三五”规划：“4+3”布局	“四大板块”与“三大战略”相结合
2017 “十九大”报告：区域协调发展战略	此前基础上，雄安新区、资源型地区、边疆地区、海洋强国等也上升至国家战略

资料来源：中信证券研究部整理

区域协调发展战略的政策展望：基于“十九大”报告

基于区域发展总体战略“四大板块”的区域协调发展新机制。在延续“四大板块”区域发展总体战略的基础上，大力推进各方面举措。第一，加大力度支持革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区加快发展。一方面，落后地区拖累了全国经济发展水平，且从民生角度看，当前政府对贫穷、落后地区给予了首要关注。另一方面，由于人口红利消失、资本投资边际效益递减等原因，我国经济缺乏增长动能，而落后地区劳动力成本低廉、生态环境优质等后发优势有助于为我国经济提供新的增长动能。预计未来将对不平衡发展的落后地区给予政策支持，通过公共投资和转移支付等经济政策提高教育、医疗、养老等公共服务质量，改善软环境是经济发展的基础。

第二，强化举措推进西部大开发。以前西部大开发主要集中于基础设施建设、固定资产投资和资源能源开发方面，尤其是交通建设，而现在已逐步向优势产业发展方向突破，如首个国家级大数据综合实验区在贵州成立、西北五省的工业基地和新兴产业示范园区成立、“一带一路”建设推动西部企业海外业务拓展。未来发展新兴产业和海外业务仍将是西部地区发展的优势方向。

第三，深化改革加快东北等老工业基地振兴。近年来，由于产业结构升级转型、互联网等新技术变革对传统行业的冲击，以及消费结构升级和产能过剩局面对工业产品的冲击，东北地区经济增长面临困局，区域政策效果也不够显著。加快东北振兴，需要出台政策加强东北软环境建设，留住人才，增强企业在东北的投资意愿，此外还要鼓励东北企业创新、创业，发展新兴产业，促进产业结构升级转型。

第四，创新引领率先实现东部地区优化发展。东部地区经济增速放缓，依赖东部地区经济发展的中国经济也同样增速放缓，“十九大”报告旨在强调以创新驱动实现技术进步，为东部地区经济提供新的增长引擎，通过依靠创新驱动塑造区域竞争新格局。

区域协调发展的其他战略主题。第一，以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局，加快农业转移人口市民化。未来区域发展将更加重视“区域合作”与“区域协同”，而城市群将成为区域竞争与合作的主要载体和重要抓手，如 2015 年国务院三部委在联合发布的关于“一带一路”的远景和行动中，提出要打造粤港澳大湾区，粤港澳城市群的融合发展，对粤港澳发展、区域协调发展具有重要意义。

第二，京津冀协同发展与雄安新区。京津冀协同发展的制约因素主要是北京对其首都属性过于依赖、河北经济发展水平相对落后导致其在合作中处于被动地位、三地区优势各异但分工不明确。为促进京津冀协同发展，首先要疏解北京的首都功能才有利于合作的展开。其次，要尽快进行分工规划，如北京发展高端服务业、天津发展高端制造业、河北发展农业和中低端制造业、服务业。2017 年 4 月雄安新区设立，标志中国国家级新区的发展进入了一个新的阶段。目前中国一共设立了 19 个国家级新区，随着国家级新区数量的不断增多，当前首要问题是国家级新区与周边区域的关系如何定位，未来政策将在促进二者在竞争的同时加强协调与合作、实现共享经济等方面做出努力。

第三，以共抓大保护、不搞大开发为导向推动长江经济带发展。超大城市与中小城镇两极分化现象严重，沿江南北、东西互联互通的交通基础设施有待进一步优化提升。长江生态环境保护在一些方面已初见成效，比如水质的改善，但未来要治理好、改善好、修复好的任务依旧很重，预计未来在长江沿线重化工企业的环保治理力度会加大，针对长江经济带的环保行业景气度持续向好。

走向“新平衡”

全球金融危机下的经济失衡

2011-2015 年，由于全球金融危机的重大冲击，加之国内经济长期积累的结构问题，中国经济失衡现象异常突出。其表现是：（1）在物价方面，工业品价格持续暴跌，中国经济处于严重的通缩状态；（2）在增长方面，经济内生增长动能显著不足，制造业和民间投资增速持续低迷；（3）在经济结构方面，传统行业的产能过剩与中高端产品的结构性短缺并存；（4）在金融领域，资产价格泡沫化趋势严重，尤其在房地产市场，金融风险不断蓄积，高杠杆率问题突出。

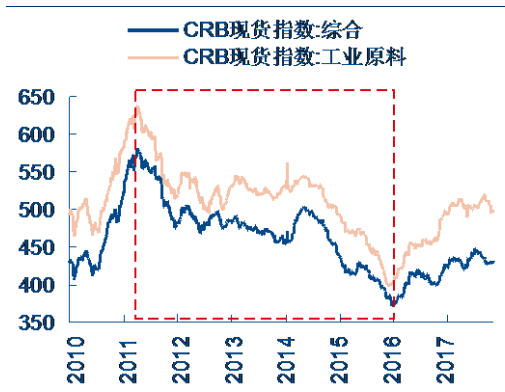
物价：工业品价格持续通缩，价格暴跌。2011-2015 年，工业品的价格持续大幅下跌，大部分品种的价格跌幅在 50% 以上，如天然橡胶跌幅高达 77.5%、铁矿石跌幅高达 70.0%。2012-2016 年，PPI 陷入持续的、深度的通缩。在此期间，PPI 平均每年下跌 2.4%。在通缩的背景下，工业企业生产和投资意愿都非常低迷，工业企业不愿意生产，持续去库存，更不愿意增加资本开支。

图 59：南华指数



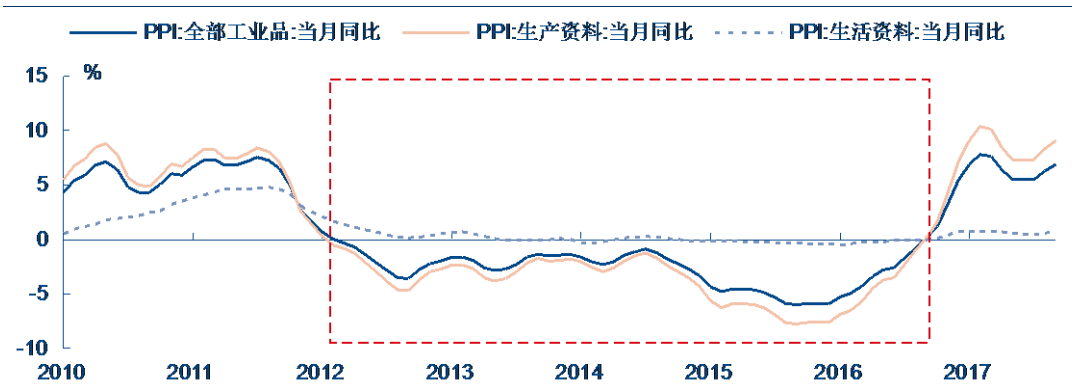
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 60：CRB 指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 61：PPI 涨幅



资料来源：Wind，中信证券研究部

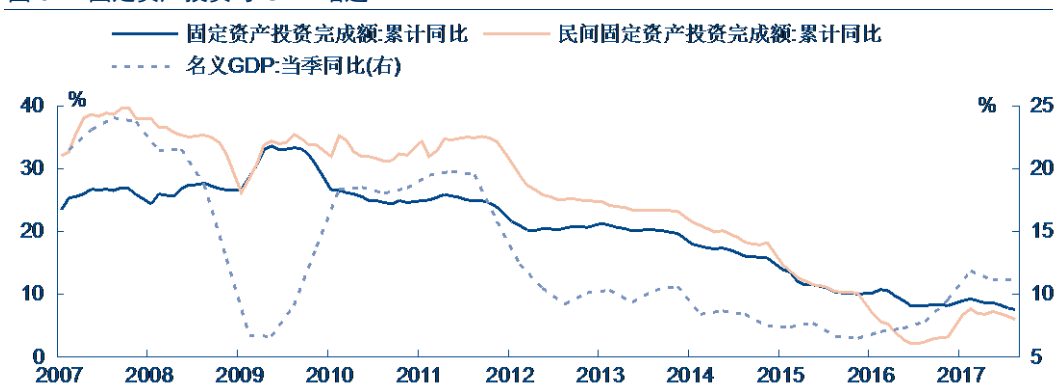
表 7：2011-2017 年主要工业品价格先后经历的跌幅和涨幅

商品类别	期货收盘价 (活跃合约)	2011 年最高点到 2015 年最低点	价格跌幅	2015 年最低点到最新日期	价格涨幅
有色金属	阴极铜		-56.1%		51.1%
	铝		-47.6%		69.1%
	锌		-55.0%		113.3%
	铅		-37.8%		75.4%
黑色金属	螺纹钢		-68.7%		121.8%
	铁矿石		-70.0%		58.8%
非金属建材	PVC		-48.6%		48.9%
化工	LLDPE		-43.9%		32.3%
	天然橡胶		-77.5%		41.1%
南华指数	综合		-51.9%		65.5%
	工业品		-60.3%		80.8%
CRB 现货指数	综合		-36.0%		15.6%
	工业原料		-37.7%		28.6%

资料来源：Wind，中信证券研究部

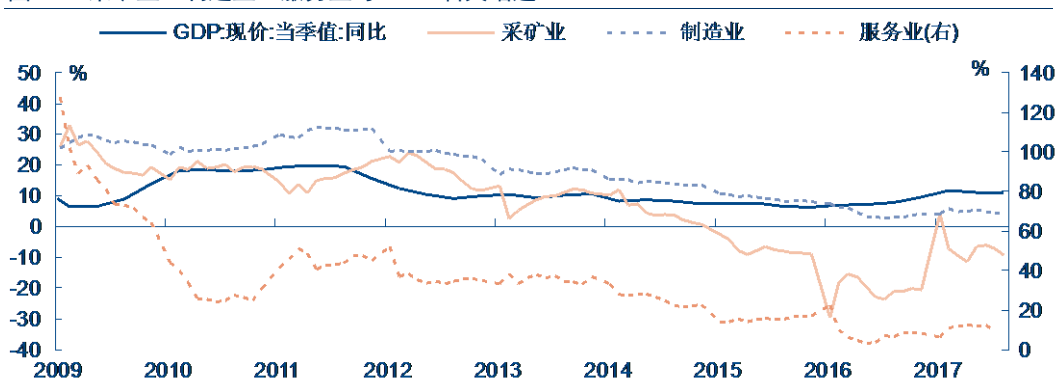
增长：投资增速持续回落，经济内生增长动能不足。伴随工业品价格跌宕起伏的是投资持续的低迷。2011-2015 年，由于工业品价格持续的下跌，通缩带来的利润下降和亏损导致企业投资意愿不高，采矿业、制造业、服务业和民间投资增速持续回落。在低迷的生产和投资气氛下，经济内生增长动能严重不足，中国经济增速持续回落。

图 62：固定资产投资与 GDP 增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 63：采矿业、制造业、服务业与 GDP 名义增速

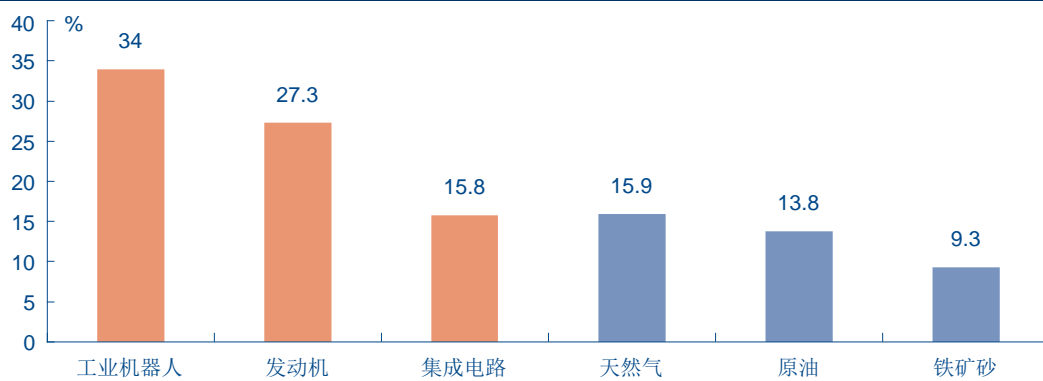


资料来源：Wind，中信证券研究部

经济结构：产能过剩与结构性短缺并存。与传统工业品产能严重过剩形成鲜明对比的是，中高端优质消费品和高新技术产品处于严重的结构性短缺状态。在消费品领域，近年我国国

民到国际市场抢购家用电器和日用品（尤其是高端电饭煲、智能马桶、空气净化器等）的现象频频发生。收入水平上升带来购买力和消费品高质量需求的增加，而且近年来消费者的消费观念逐渐向健康、环保、便捷等方向转变，随之而来的是消费需求的升级。在工业品领域，一些重要设备和关键零部件仍严重依赖进口。近年的海关总署新闻发布会提到，部分重要设备和关键零部件等高新技术产品进口较快速增长，如 2017 年上半年的进口数据中，集成电路增长 15.8%、发动机增长 27.3%、工业机器人增长 34%，与传统能源型产品的进口增速（如上半年原油、铁矿砂、天然气进口量分别增长 13.8%、9.3%和 15.9%）相比较较大。

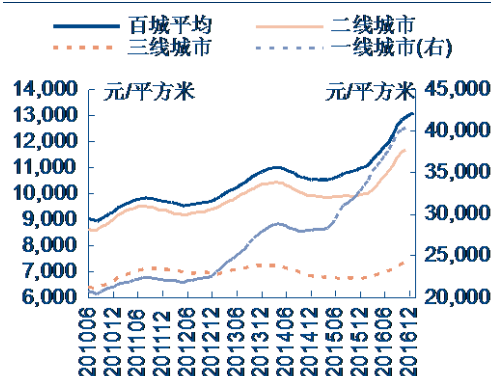
图 64：2017 年上半年高新技术产品进口增长率



资料来源：Wind，中信证券研究部

金融领域：泡沫化倾向严重，风险积聚。在经济下行、总需求不足的背景下，资金脱实向虚，资产价格泡沫化趋势严重，2015-2017 年中国房价两度暴涨；2015 年股市再度出现大牛市并爆发“股灾”。泡沫化的资产价格带来了潜在的金融风险和不稳定因素。

图 65：一、二和三四线城市房价



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 66：上证综合指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

“三去一降一补”和失衡的初步改善

2015 年 12 月 18 日至 21 日，中央经济工作会议在京举行。会议提出，2016 年经济社会发展主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。这次会议拉开了危机后“严重失衡状态”的大治理序幕。

“三去一降一补”宏观政策率先推动产能过剩行业加速出清

“三去一降一补”加速推动了周期性行业的出清过程。以 2015 年年底的中央经济工作会议为里程碑，迎来了危机后“严重失衡状态”的大治理阶段。2015 年 12 月，中央经济工作会议，部署 2016 年中国经济“三去一降一补”五大任务，指出要严格控制增量，防止新的产能过剩。2016 年初，国务院出台的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》要

求，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿吨至 1.5 亿吨。2016 年 2 月 6 日，国务院发布了《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，指出从 2016 年开始用 3 至 5 年的时间，退出煤炭产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。一系列宏观政策在不断地加速推动周期性行业走向出清。

同时，市场的力量也在推动周期性行业出清。2011-2015 年，在“供大于求”的供需格局下，工业品价格开始了连续 5 年的下跌，伴随着工业品价格的持续下跌，传统周期行业开始逐步出清过程。

2011-2015 年全球周期行业出现了三个明显的特征：（1）一些中小企业破产倒闭，或退出行业，或被大型企业并购重组，行业集中度大幅提高；（2）行业资本开支连续收缩，表现在宏观层面的就是固定资产投资数据持续回落；（3）库存周期持续回落，库存降到了比较低的水平。

经过 5 年左右的产能收缩后，2016 年全球工业品“供大于求”的供需格局开始反转成“供不应求”，工业品的价格行情在 2016 年开始反转，工业品价格结束 5 年持续的下跌后开始暴涨，很多品种的涨幅更是高达 100% 以上。工业品价格从持续下跌到暴涨的行情扭转意味着产能过剩问题得到了治理，周期性行业开始迈入“出清阶段”。

周期行业出清意味着资本开支低迷或接近尾声

2016 年以来，在市场和宏观政策的双重作用下，由于产能过剩的问题逐步化解，工业品价格开始反弹，周期性行业接近出清，但是资本开支却仍然低迷。企业资本开支持续的低迷反而意味着未来新一轮的资本开支扩张周期就在眼前。持续上涨的工业品价格说明目前总供给扩张的速度滞后于总需求。在全球经济回暖的大趋势下，需求的回暖确定性高，如果资本开支持续低迷，那么将会发生供给的“短缺”，价格将会更加迅速上涨，盈利将会进一步改善。在这种背景下，企业的资本开支重新回暖将是未来比较确定的趋势。所以，在需求端和供给端两方面共同作用下，未来“朱格拉”周期将迎来反弹。

如果资本开支可以回暖，那么未来的中国经济内生增长动能不足的问题也可以迎刃而解。一方面，资本开支回暖意味着投资数据好转，对于投资增速有提振作用；另一方面，补库存和企业生产意愿也会提升，对于工业生产也有比较大的提振作用。

与此同时，一系列政策指向“消费升级”和“产业结构转型”

目前中国消费品和工业品结构性短缺的原因主要有两方面。首先，在过去的几年中，中国居民收入迅速增长。2010-2011 年，中国人均 GDP 只有 5000 美元/人左右，2016 年达到 8000 美元/人以上。伴随着居民收入水平的提高，居民的消费需求不断升级，对于一些高品质、高科技含量的中高端消费品的需求日益增加，而对于一些必需品、低端消费品的需求日趋下降。其次，与消费结构升级相适应的是，产业结构转型的迫切性也在增加。一些传统行业迎来增长拐点，一些新兴产业破茧而出、蒸蒸日上。在传统行业转型、新兴产业创新研发的过程中，企业对高新技术产品需求迫切。

对此，一系列政策出台以推进消费升级和产业结构转型。针对产业结构转型，2015 年 5 月 19 日，国务院印发《中国制造 2025》战略，中国制造业的转型升级迎来黄金机遇。针对消费升级，2016 年国务院颁布了《贯彻实施质量发展纲要 2016 年行动计划》，以空气净化器、电饭煲、智能马桶盖、智能手机、玩具、儿童及婴幼儿服装、厨具、家具等消费者普遍关注的消费品为重点，开展改善消费品供给专项行动、组织实施消费品质量提升工程，增品种、提品质、创品牌。同时，政府还出台一系列政策鼓励创新创业以优化产业结构，如 2016 年 9 月国务院颁布《国家创新驱动发展战略纲要》等。在政策的推动下，中国的消费升级和产业结构转型正在加速进行，结构性短缺问题正在逐步化解，一批优质的高科技创新企业脱颖而出。

随着宏观经济基本面出现变化，“去杠杆”和“防风险”成为宏观政策重要目标

防范和化解系统性风险是未来几年宏观政策的重要方面。在 2011-2016 年通缩日趋严重，产能过剩问题突出的背景下，经济增速持续回落。为了逆周期调节宏观经济，货币政策和财政政策都采取了“积极”的政策基调。2011-2016 年期间，央行总共进行了 8 次降准和 8 次降息，宽松的货币政策环境客观上也带来了资产泡沫风险上升。随着传统行业产能的出清和通缩环境的改善，“稳增长”的压力逐渐减轻，“防风险”和“去杠杆”的目标逐渐成为宏观政策的重要目标之一。

政策“新周期”和走向“新平衡”

经济增长、充分就业、稳定物价和国际收支平衡是宏观经济政策的四大主要目标。经济增长内生动能不足、物价跌宕起伏、过剩与结构性短缺并存、资产价格泡沫严重显然不是一个“均衡”的状态，中国经济走向“新平衡”。未来中国经济发展方向体现在以下几个方面：

政策调整和市场力量共同推动周期性行业资本开支回暖

“去产能”政策面临调整，将成为未来周期行业资本开支回暖重要推动力量；“供需关系”扭转的市场力量将会推动产能和资本开支扩张。每个阶段资本开支低迷的原因不太相同。2011-2015 年，资本开支的低迷是因为过剩的产能和工业品价格严重的通缩。由于产能利用率偏低，减少资本开支是这个阶段企业的主要选择。2016-2017 年，工业品价格持续上涨，工业企业利润持续改善，但是资本开支数据一直低迷。我们认为导致资本开支仍然低迷的核心逻辑有三个：一是宏观和行业政策仍然以“去产能”为主要基调，目前的宏观和行业政策环境不允许企业进行大规模的资本扩张；二是企业对于价格和盈利的回暖持续性仍然没有抱太大的期望，之前 5 年左右的产能过剩使得他们对于选择扩张资本开支仍然非常谨慎；三是扩张产能暂时还不是那么迫切，企业短期还可以通过增加劳动力，延长工时等措施来弥补产能的不足。

第一，针对第一个原因，“去产能”政策面临调整，将成为未来周期行业资本开支回暖重要推动力量。自 2005 年至今，很多行业一直坚持“遏制新增产能，淘汰落后产能”的政策主基调。当供需关系扭转，价格持续上涨时，宏观和行业政策仍然坚持过去的政策基调。由于大型的项目增加产能或者新建产能都需要国家发改委等相关部门的审批，因此，虽然企业资本扩张的意愿已经开始回暖，但是存在政策上的限制。这就是今天为什么工业品价格仍然能够持续上涨的核心逻辑之一。目前宏观和行业政策到了需要调整的时候。如果仍然坚持“遏制新增产能，淘汰落后产能”的政策基调，那么很多行业将出现供给短缺，价格暴涨的局面。宏观和行业政策将有可能实现从“去产能”到“适度鼓励扩张产能”的转变，这将会推动周期性行业率先开始扩张产能，采矿业、制造业等投资增速将会回暖。

第二，针对第二和第三个微观主体原因，“供需关系”扭转的市场力量将会推动产能和资本开支扩张。持续上涨的价格和持续低迷、甚至负增长的资本开支数据标志着周期性行业已经“出清”，目前扩张滞后的资本开支已经使“供大于求”的供需格局扭转成“供不应求”。在这种背景下，工业品价格将持续上涨，工业企业利润也将持续改善，工业企业扩张产能和资本开支的意愿将会逐渐提高。针对第二个原因，如果价格和盈利持续改善，那么企业将打消顾虑；针对第三个原因，随着需求持续的扩张，增加劳动力和延长工时已经不能弥补产能的缺口。之后，一方面，企业扩张产能的意愿将会提高；另一方面，针对日益扩大的产出缺口，企业不得不扩张产能和进行资本开支的增加。

综合政策和市场的两股力量，资本开支扩张将是未来比较确定的趋势。如果资本开支可以回暖，那么未来的中国经济内生增长动能不足的问题也可以迎刃而解。一方面，资本开支回暖意味着投资数据好转，对于投资增速有提振作用；另一方面，补库存和企业生产意愿也会提升，对于工业生产也有比较大的提振作用。

消费升级和产业结构转型有望加速

一揽子化解“社会主义新时代主要矛盾”的政策有可能推出。消费升级和产业结构转型带来的“结构性短缺”就是目前我国社会主义新时代主要矛盾的主要特点之一。十九大报告指出，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。前文提到，居民收入水平的提高是消费升级和产业结构升级的主要驱动因素之一，未来人均收入水平增加的趋势将会更加显著。预计 2020 年左右中国人均 GDP 将达到 1 万美元/人，而且还以每年 8-10% 的速度在增长。国际经验表明，当人均 GDP 进入 1 万美元/人后，消费升级和产业结构转型将迎来关键时期。所以，伴随居民收入水平的提高，消费升级和产业结构转型的趋势将会更加显著。如何推动消费升级和产业结构转型，已经有一些纲领性的文件。如《中国制造 2025》和《贯彻实施质量发展纲要 2016 年行动计划》。可以预计的是，在十九大之后，一系列围绕消费升级和产业结构转型的宏观和行业政策可能会陆续加速推出。在宏观政策方面，可能会采取“定向降准”、“定向减税”等政策；在行业政策方面，可能会采取人才、税收、土地等一系列鼓励政策。在宏观和行业政策的推动下，消费升级和产业结构转型有望加速。

“十九大”后将开启新一轮的改革周期，改革红利有望逐渐释放

“十九大”后有望迎来新一轮的改革周期，国企、财税、金融等等很多领域的改革有望进入深化阶段。预计“十九大”后的改革围绕以下几个方面展开：（1）深化供给侧结构性改革，推动提高全要素生产率。我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，要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，不断增强我国经济创新力和竞争力。深化供给侧结构性改革，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。具体措施有：第一，加快建设制造强国，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。第二，支持传统产业优化升级，加快发展现代服务业，瞄准国际标准提高水平。促进我国产业迈向全球价值链中高端，培育若干世界级先进制造业集群。第三，加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道、电网、信息、物流等基础设施网络建设。第四，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。

（2）加快建设创新型国家。创新是引领发展的第一动力，是建设现代化经济体系的战略支撑。具体措施有：第一，要瞄准世界科技前沿，强化基础研究，实现前瞻性基础研究、引领性原创成果重大突破。加强应用基础研究，拓展实施国家重大科技项目，突出关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新，为建设科技强国、质量强国、航天强国、网络强国、交通强国、数字中国、智慧社会提供有力支撑。第二，加强国家创新体系建设，强化战略科技力量。深化科技体制改革，建立以企业为主体、市场为导向、产学研深度融合的技术创新体系，加强对中小企业创新的支持，促进科技成果转化。第三，倡导创新文化。强化知识产权创造、保护、运用。培养造就一大批具有国际水平的战略科技人才、科技领军人才、青年科技人才和高水平创新团队。

（3）围绕完善产权制度为重点进行经济体制改革，目的激活民间投资。十九大报告首先提出“经济体制改革必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点，实现产权有效激励、要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰。”完善产权制度有助于提高私营经济活力，有助于激活民间投资，这对当前比较低迷的民间投资有很强的鼓励作用。

（4）以“一带一路”为重点，中国对外开放迎来新格局。十九大报告指出：要以“一带一路”建设为重点，坚持引进来和走出去并重，遵循共商共建共享原则，加强创新能力开放合作，形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局。未来对外商贸易和投资政策将进一步便

利化。全面实行准入前国民待遇加负面清单管理制度，大幅度放宽市场准入，扩大服务业对外开放，保护外商投资合法权益。凡是在我国境内注册的企业，都要一视同仁、平等对待。同时也对中国未来的开放布局也进行了部署。优化区域开放布局，加大西部开放力度。赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港。创新对外投资方式，促进国际产能合作，形成面向全球的贸易、投融资、生产、服务网络，加快培育国际经济合作和竞争新优势。

跌宕起伏的工业品价格有望逐渐平稳，经济增长内生动能逐渐修复

在政策和市场力量的共同推动下，低迷的资本开支有望逐渐修复，供求关系有望逐渐平衡，暴涨暴跌的工业品价格有望扭转为温和的上涨，稳定的价格信号有助于工业生产和投资的修复。随着企业资本开支意愿的回升，制造业和民间投资有望逐渐回暖，企业工业生产和库存意愿也会逐渐回暖，整个经济进入“价格改善-资本开支扩张-需求回暖-经济回升”的良性循环过程中。

宏观政策进入“收缩”周期，“防风险”和“去杠杆”为重要目标

随着经济增长动能的修复，“稳增长”压力将会逐渐减轻，化解“去杠杆”和“防风险”将会成为宏观政策的主要目标，货币政策不可能再有大的放松，财政政策也将约束地方政府加杠杆行为，中国宏观政策将和欧美等发达国家一样进入“收缩”周期。

中国走向“新平衡”将对未来 2-3 年的宏观经济产生以下几点影响：

第一，周期性行业将持续回暖，成长性行业将加速

周期性行业的产能和资本开支将逐渐回暖。预计未来 2-3 年的工业生产和资本开支将逐渐回暖。在宏观政策和市场力量的共同推动下，周期性行业的生产意愿有望逐步提升，资本开支将会逐渐回暖。这将带来两方面的影响：一是从供给端来看，工业生产和库存仍然保持扩张，供给端仍然以较快速度扩张；二是从需求端来看，采矿业、制造业和一些周期性的服务业投资增速将会逐渐回暖。

成长性行业受益于消费升级和产业结构转型的加快。在相关宏观和行业政策的推动下，消费升级和产业结构转型将加快进程。与消费升级和产业结构转型相关的一些成长性行业将受益于这一进程的加快。

第二，2018 年中国经济增长仍然强劲

2018 年“三驾马车”在消费和出口的带动下，民间和制造业投资将走出谷底，总需求保持稳定增长仍然可期。预计 2018 年中国 GDP 增速还可以保持 6.8% 左右的增长。

2018 年中国经济的负面因素有：（1）房地产周期下行，汽车消费增速回落会给经济带来下行的压力。（2）《50 号文》、《87 号文》限制地方政府融资来源，对基建投资形成压力。

2018 年中国经济的积极因素有：（1）“朱格拉周期”反弹拉动采矿业和制造业投资反弹。由于工业行业产能出清，一再上涨的工业品价格也说明目前的供给扩张滞后于需求扩张，因此，2018 年的“去产能”政策大概率会进一步弱化，宏观和行业政策会进一步由“遏制”转为“鼓励”各行各业扩张和释放产能。这会对 2018 年的工业生产和投资形成很强的支撑。产能周期的释放和“朱格拉”周期的反弹还是 2018 年的主要逻辑。（2）2018 年消费增速或将有反弹。一是，2017 年的居民收入增速有反弹，消费增速滞后居民收入增速 1 年，2017 年居民收入增速的反弹对于 2018 年的消费增速有很强的支撑作用；二是，房地产销售和居民消费有很强的负相关关系，当房地产销售增速回落的时候，消费增速通常会有反弹；三，预计 2018 年 CPI 迎来反弹，会促进消费增长。（3）出口仍然保持平稳。2018 年全球经济

复苏仍然是大概率事件。随着全球经济的复苏，出口保持平稳增长仍然是比较确定的事情。

(4) 基建仍然有能力保持中高速增长。从财政收入来看，由于通缩环境的改善，企业盈利的修复，财政收入增速重新回归 10% 左右的增长；从准财政政策来看，目前 PPP 项目库储备项目有 18 万亿。2018 年基建仍然有能力保持较快速增长。

综合以上因素，积极的因素多于消极的因素，我们认为 2018 年中国经济仍然平稳，仍然有望保持 6.8% 左右的增长。

第三，工业品价格将继续上涨，但是上涨幅度有所缓和，预计消费品通胀将上升至 2.5% 左右

预计 2018 年 PPI 涨幅在 3.8% 左右。目前全球需求在回升，但是中国工业行业的投资仍然比较低迷，这意味着目前工业行业供给的扩张滞后于需求的扩张，这将导致未来的工业品价格仍然上涨，但是由于 2017 年基数较高，因此，2018 年 PPI 涨幅会低于 2017 年，但是仍有望保持 3.8% 左右的涨幅。

预计 2018 年 CPI 涨幅在 2.5% 左右。两方面因素将推动 CPI 涨幅回升：一是食品价格涨幅将回归正常，2017 年食品价格为下跌，这在中国经济史上比较少见；二是工业品行业的出清将推动核心 CPI 和 CPI 非食品保持高位。这两方面因素将推动 CPI 涨幅从 2017 年的 1.6% 回升至 2.5% 左右。

第四，宏观政策将进入“收缩”周期

货币政策：中性稳健，利率中枢逐渐抬高。2018 年，“稳增长”压力仍然不大，“去杠杆”和“防风险”仍然是货币政策的核心目标之一。2018 年货币政策预计仍然维持“中性稳健”、“不松不紧”，超预期宽松的可能性比较小，超预期收紧的可能性也比较小。

财政政策：仍然积极，但力度减弱。“防风险”和“稳增长”并重是 2018 年财政政策的目标。财政政策基调预计仍然为“积极财政政策”，但是同时要兼顾防止地方政府债务风险进一步集聚，因此财政政策积极的程度可能有所减弱。

对资本市场的含义：

股票市场：宏观经济环境利好股市

从经济基本面来讲，2018 年经济增长仍然强劲，CPI 通胀温和回升，盈利仍然保持扩张；从流动性来讲，货币政策仍然保持稳健中性，超预期收紧流动性的可能性不大，流动性仍然对股市非常友善；从风险偏好来讲，“十九大”后有望开启新一轮的改革周期，全球经济回暖的外围环境也有利于提升风险偏好；从国际金融市场来讲，全球有望迎来同步的经济回暖周期，不存在一边倒的国际资本流动性环境，美联储加息也被充分预期。2018 年中国宏观经济环境仍然利好权益市场。

债券市场：利空债市，利率中枢水平将不断提高

通胀回升是 2018 年债市的核心逻辑。预计 CPI 涨幅将由 2017 年的 1.7% 会升至 2.5% 左右，通胀的回升将会推升利率中枢水平。由于 2018 年经济增长仍然强劲，货币政策仍然以“防风险”、“去杠杆”为首要的政策目标，因此利率债不存在趋势性的投资机会。

大宗商品：结束跌宕起伏，但价格仍然处于上升通道

从需求端来看，全球经济处于复苏的周期中，需求回升利好大宗商品；从供给端来看，目前工业品的供给并没有出现过度扩张，因此供需均衡关系仍然需求偏强，因此大宗商品价格仍然处于上升通道。但是由于全球的资本开支逐渐回暖，因此工业品价格暴涨的局面接近尾声，工业品的供给有望逐渐修复。

汇率：各国经济周期更加均衡，人民币和美元汇率有望平稳

2018 年发达国家和新兴市场国家经济周期有望同步回暖，各个国家之间经济周期的差异和货币政策的差异会缩小，因此，各个国家货币汇率将更加稳定。人民币兑美元汇率、美元指数都有望保持平稳。国际资本流动结束单边倒的流动方向，国际金融环境更加稳定。

附表：关于化解产能过剩的政策

时间	颁布单位或名称	政策内容
2005 年 07 月 27 日	发改委就 05 年上半年经济运行举行新闻发布会	钢铁、水泥、电解铝等行业过度扩张的势头得到有效遏制，但产能过快扩张的后果继续显现，要密切关注出现的新情况、新问题，加快推进结构调整，切实转变增长方式。
2005 年 09 月 7 日	温家宝主持国务院常务会议	讨论并原则通过《铝工业发展专项规划》、《铝工业产业发展政策》，合理确定发展规模，规范投资行为，使铝工业发展与我国资源、能源和市场需求相适应。严格新上电解铝项目，限制现有企业盲目扩大产能。
2006 年 01 月 17 日	国务院常务会议	讨论通过《钢铁产业发展政策》钢铁产业的技术水平和物耗与国际先进水平相比还有差距，今后发展重点是技术升级和结构调整。新增生产能力要和淘汰落后生产能力相结合，原则上不再大幅度扩大钢铁生产能力。
2006 年 01 月 25 日	国家发改委“2005 年工交经济运行特点及 2006 年展望”新闻发布会	目前，钢铁、电解铝、铁合金、焦炭、电石、汽车、铜冶炼行业产能过剩问题突出，水泥、电力、煤炭、纺织行业也潜在着产能过剩的问题。由于严重供大于求，一些行业产品价格大幅回落，有的已经跌破成本；企业效益大幅下滑，亏损企业增加。
2010 年 4 月 6 日	国务院关于《进一步加强淘汰落后产能工作》的通知	落实淘汰落后产能重点工作分工，加快转变经济发展方式，促进产业结构调整和优化升级，推进节能减排。
2013 年 3 月 6 日	发改委主任在十二届全国人大一次会议的新闻会	对于当前存在的产能过剩，中央提出了解决问题的明确方向，就是要尊重规律、分业施策、多管齐下、标本兼治，按照这样的要求来化解产能过剩的问题。
2013 年 7 月 1 日	工信部《铝行业规范条件》	化解电解铝产能过剩矛盾，规范现有铝企业生产经营秩序，引导废铝再生利用行业有序发展，提升资源综合利用率和节能环保水平，推动铝行业结构调整和产业升级。
2013 年 10 月 18 日	国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	指出坚决遏制产能盲目扩张，清理整顿建成违规产能，淘汰和退出落后产能。
2013 年 12 日	中央经济工作会议	大力调整产业结构。要着力抓好化解产能过剩和实施创新驱动发展。坚定不移化解产能过剩，不折不扣执行好中央化解产能过剩的决策部署。
2014 年 3 月 8 日	全国政协召开主题为“积极化解产能过剩”的提案办理协商会	在已审查完的提案里，有 47 个是和产能过剩有关。中国工业产业产能过剩情况比较严重，有 22 个产能相对过剩，产业产能过剩率达 80% 以上，尤其是钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃等。截至 2012 年底，这几个产业的产能利用率严重低于国际通用水平。
2015 年 11 月 10 日	习近平主持召开中央财经领导小组第十一次会议	首次提出“供给侧结构性改革”，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率。
2015 年 12 月	中央经济工作会议	部署 2016 年中国经济“三去一降一补”五大任务，指出要严格控制增量，防止新的产能过剩。
2016 年 1 月 20 日	国务院召开专题会	专题会称化解过剩产能率先从钢铁、煤炭行业入手，未来两到三年内，煤炭和钢铁两行业将通过行政手段大范围去产能。
2016 年 1 月 22 日	国务院常务会议	一是以更加严格的安全、环保、质量、能耗等标准，依法依规推动落后产能限期退出。二是严控新增产能。严格督查落实国家 2013 年有关停止备案新增产能钢铁项目的决定。
2016 年 2 月 4 日	国务院出台《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	国务院出台的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》

时间	颁布单位或名称	政策内容
2016 年 2 月 6 日	国务院发布了《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	指出从 2016 年开始用 3 至 5 年的时间,退出煤炭产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。
2016 年 5 月 16 日	中央财经领导小组会议	主攻方向是减少无效供给,扩大有效供给,提高供给结构对需求结构的适应性,当前重点是推进“三去一降一补”五大任务。
2016 年 5 月 18 日	国务院发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院的目标是到 2020 年前十大水泥生产商的市场份额达到至少 60%。
2016 年 7 月 27 日	国务院常务会议	确保完成今年化解过剩粗钢产能 4500 万吨左右、煤炭产能 2.5 亿吨以上的硬目标。要改造和提升传统产能,提高环保、质量、安全等标准和工艺水平,对仍在使用落后设备和工艺的企业不批新增用地,不办理生产、排污等许可。
2016 年 12 月	中央经济工作会议	深入推进“三去一降一补”。去产能方面,要继续推动钢铁、煤炭行业化解过剩产能。处置“僵尸企业”。去库存方面,要坚持分类调控,因城因地施策,重点解决三四线城市房地产库存过多问题。
2016 年 12 月 26 日	国家发展改革委等五部委印发《关于坚决遏制钢铁煤炭违规新增产能打击“地条钢”规范建设生产经营秩序的通知》	对近期开展钢铁煤炭违规新增产能等工作提出明确要求。
2017 年 1 月 4 日	发改委和工信部《关于运用价格手段促进钢铁行业供给侧结构性改革有关事项的通知》	决定运用价格手段促进钢铁行业供给侧结构性改革,化解过剩产能。
2017 年 2 月 28 日	中央财经领导小组会议	深入推进去产能,要抓住处置“僵尸企业”这个“牛鼻子”。坚定不移处置“僵尸企业”。
2017 年 3 月 9 日	工信部发布《十六部门关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	以钢铁、煤炭、水泥、电解铝、平板玻璃等行业为重点,促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能(以上即为落后产能),依法依规关停退出。
2017 年 4 月 1 日	发改委印发《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》	本次专项行动清理整顿的范围是 1494 号文清理整顿(即 2013 年 5 月)之后新建设的违法违规项目以及未落实 1494 号文处理意见的项目。清理整顿专项行动要在 6 个月内完成。
2017 年 4 月 12 日	四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案的通知》	在 6 个月内全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作。
2017 年 5 月 10 日	国务院常务会议	对列入年度去产能任务的煤矿要在 11 月底全部退出。淘汰、停建、缓建煤电项目的任务要尽快明确时限、责任到人。支持钢城煤城打造“双创”平台,加快培育新动能,强化就业困难职工托底帮扶。
2017 年 5 月 17 日	国务院常务会议	部署以试点示范推进《中国制造 2025》深入实施,促进制造业转型升级。
2017 年 7 月 26 日	发改委印发《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	指出“十三五”期间,全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦,淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上。到 2020 年,全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。
2017 年 7 月 27 日	水泥行业去产能领导小组组织起草《水泥行业去产能 2020 行动计划实施方案》	去熟料产能,遏制新增产能、淘汰落后产能、停止生产 32.5 强度等级水泥必须齐头并进。
2017 年 10 月 18 日	“十九大”报告	“供给侧改革”仍然是目前主要的宏观经济政策主线,推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革,不断增强我国经济创新力和竞争力。

资料来源: 中信证券研究部整理

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。