

2018 年全球宏观经济展望——
周期迎新催人进 改革辞旧正当时
本期摘要：

2017 年乃全球经济及政策的转折之年。从我们关注的三大经济体来看，面对经济增速下行周期，中国选择了主动去杠杆，今年经济显现出的内生韧性说明去杠杆过程已经接近尾声，经济正在新常态中夯实底部；经济的稳健表现令美国平稳行驶于加息的轨道之上；欧洲经济复苏迹象更加明显，令欧洲央行有底气逐步退出量化宽松的舞台。

三大经济体业已站在各自的新周期门前。中国希望完成经济结构的华丽转身；美国希望能够在当前的加杠杆周期中呆得更长久，而欧元区则希望彻底摆脱经济全面复苏之路上的桎梏。这些诉求令“改”成为 2018 年的关键词：中国之改在于改变经济的驱动力；美国之改在于改善财税状况；欧元区之改在于改革欧盟的治理结构。这些看似截然不同的政策导向，却以各自的方式，令全球经济的重点从过去几年的供给侧向着需求侧转变，引领全球经济状况较 2017 年进一步改善。但是我们仍然需要保持谨慎乐观，因为经济下行的风险因子仍未完全消除。

国家/地区	经济展望	政策展望	风险因子
中国：经济逐渐企稳，或迎来紧缩契机	经济韧性凸显，增长或可期。 消费对经济贡献率稳步上升，投资对经济拖累有限，2018 年 GDP 同比增速或将抬升至 6.8-7% 的区间，经济进入良性循环可期。	关注货币政策拐点和减税降费。 中国初步具备了进入紧缩货币政策的条件，但受到高社会杠杆和经济企稳基础尚且脆弱的限制。此外，政府是否会进一步减税降费同样值得关注。	1、房地产下行超预期，打破经济企稳局面 2、受外围市场紧缩氛围影响，过快进入紧缩货币政策，引发流动性冲击乃至金融危机
美国：为保经济稳健增长，博弈在多层展开	美国经济整体维持上升趋势，下半年增速有可能略微放缓。 就业市场稳健，但就业对经济的边际影响正在减弱；就业带动消费上行，通胀将在明年抬头。	财政政策方面， 减少负债和赤字成为首要任务 ；货币政策方面，大概率会在美联储换届变更中延续，即 2018 年 可能加息 3 次 ，但也需要关注新任理事会成员变动带来的变化。	为保经济稳定增长，博弈将在多层展开：以税改为代表的积极财政政策会与政府的高额债务互相牵制；货币政策与财政政策博弈带来的利率和汇率的变动也值得关注；另外美联储可能会在明年放松金融监管，加速市场泡沫的形成。
欧元区：政治风险暂缓令经济加速，仍需面临区域发展不平衡之挑战	欧洲经济正在以十年来最快的速度增长 ，就业市场好转，内外需拉动贸易增长，制造业扩张速度全球领先。	经济复苏将推升通胀的预期，不过过程相对缓慢，欧洲央行可能要等到明年四季度才会开始考虑是否转向加息。	明年欧洲将经历德国、法国领导的欧盟改革以及意大利大选。德国不稳定的执政联盟、法国国内对改革的阻力以及意大利危机四伏的银行业债务给“欧洲振兴”带来挑战。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

宏观策略：

 研究员
 尹丹
 0755-23991697
 yindan@citicfs.com
 从业资格号 F0276368
 投资咨询号 Z0011352

联系人：

 研究员
 蔡劭立
 0755-82537903
 caishaoli@citicfs.com
 从业资格号 F3010006
 投资咨询号 Z0012616

 姜婧
 021-60812990
 jiangjing@citicfs.com

目 录

一、综述：基于信贷周期对主要经济体的展望	5
二、中国：经济逐渐企稳，或迎来紧缩契机.....	6
2.1 经济展望：内生韧性凸显，经济增长可期	6
2.1.1 有质亦有量，消费对经济贡献率稳步增长	7
2.1.2 此消彼涨，固定资产投资整体持稳	9
2.1.3 中国制造与中国创造并举，进出口继续转型	13
2.1.4 非食品价格向食品价格传导，带动通胀回升	14
2.2 政策展望：关注货币政策拐点和财政减税降费	15
2.2.1 关注货币政策收紧的契机	15
2.2.2 全球环境令减税降费的概率上升	17
2.3 重点关注	19
2.3.1 “婴儿潮”的契机	20
2.3.2 供给侧改革持续推进	21
三、美国：为保经济稳健增长，博弈在多层面上展开	22
3.1 经济展望：经济大概率持稳，但紧缩对经济的冷却效应初现阴云	22
3.1.1 就业市场继续增长，但人口结构压力显著	23
3.1.2 消费者信心大涨，推动通胀重拾升势	24
3.1.3 房地产市场短期有支撑，但税改对中长期存负面影响	25
3.1.4 制造业在需求上升和政策扶持的环境中稳健扩张	26
3.2 政策展望：调整负债结构成财政首要任务，加息脚步不会停止	27
3.2.1 调整负债结构成财政首要任务，海外非直接支出将继续缩减	27
3.2.2 货币政策在美联储换届中延续，预计 2018 年或将加息三次	28
3.3 重点关注：经济风险从海外向国内转移，美国将展开多层面上博弈	29
3.3.1 经济改革与高额债务的博弈	29
3.3.2 财政政策与货币政策的博弈	32
3.3.3 市场泡沫与放松监管的博弈	35
3.3.4 其他不确定因素	35
四、欧洲：政治风险暂缓令经济加速，仍需面临区域发展不平衡之挑战	36
4.1 经济展望：欧洲迎来十年来最快增长	36
4.1.1 失业率下行开启复苏之门，就业市场失衡或为可持续发展埋隐患	36
4.1.2 贸易有望进一步增长，但需警惕全球壁垒递增带来的阻碍	37
4.1.3 制造业维持扩张，成本上升将推动 2018 年通胀上行	38
4.2 政策展望：欧元区通胀尚需时日，首提加息至少要等到四季度	38
4.3 重点关注：脆弱的意大利以及德法领导的改革	39
4.3.1 脆弱的意大利：高筑的债台和 2018 年大选	39
4.3.2 德法领导的改革前路仍然布满荆棘	41

图表目录

图 1：全球主要经济体当前在信贷周期中所处的位置	5
图 2：美国消费结构的变化	7
图 3：美国耐用品消费保持稳定	7
图 4：中国城镇和农村人均收入变化	8

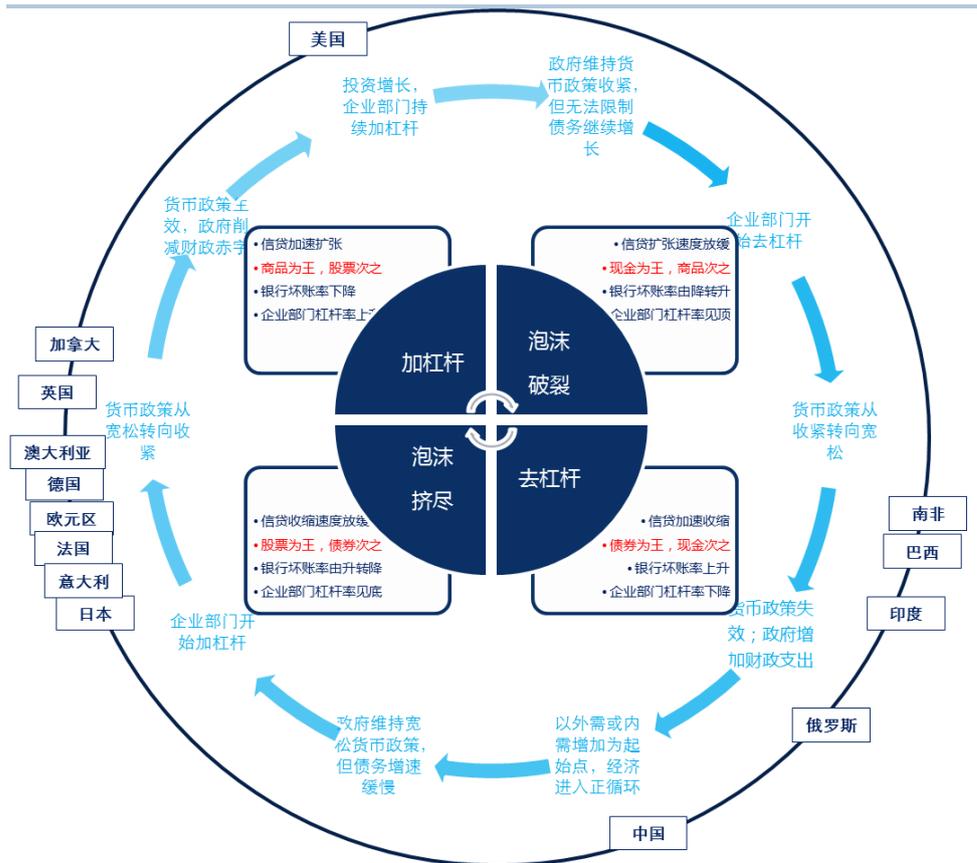
图 5: 各国人均 GDP	8
图 6: 近四年 (2013-2016) 中国消费支出结构变化	8
图 7: 中国消费群体的演变	8
图 8: 城乡消费增速的变化	9
图 9: 政府民生支出及对 GDP 的占比	9
图 10: 各线城市的地产销售面积	9
图 11: 2017 年三季度房贷利率有走高的迹象	9
图 12: 棚户区改造面积占比	11
图 13: 政府保障性安居工程对冲部分地产下行压力	11
图 14: 9 大基建企业新签合同金额及其增速	12
图 15: PPP 项目投资增速	12
图 16: 以工业企业产成品库存划分的库存周期	13
图 17: 以固定资产投资中设备工器具购置划分的设备投资周期	13
图 18: 中国进出口双走弱, 贸易差额稳定	14
图 19: 中国出口转型仍有较大空间	14
图 20: 中国对一带一路国家与欧美日出口占比	14
图 21: 中国对 G3 和 EM 国家出口当月同比	14
图 22: 2018 年 CPI 的食品和非食品分享分化有望收窄	15
图 23: 中国经济数据蛛网图	16
图 24: 中国央行资产负债表有所收缩	16
图 25: 中国通过公开市场作用引导利率上行	16
图 26: 各国私营部门负债/GDP 占比	17
图 27: 全社会债券的各月发行和到期量	17
图 28: 2016 年各国政府财政收入/GDP	17
图 29: 企业部门负税占 GDP 比值	18
图 30: 企业部门负税占总负税比值	18
图 31: 我国当前的税务结构	18
图 32: 政府赤字率目标和实际值	19
图 33: 政府财政收支增速及差额	19
图 34: 2016 年各国政府财政支出/GDP	19
图 35: 2016 年中国人口出生率创 14 年新高	20
图 36: 2015 年中国的人口结构图	20
图 37: 美国人口出生率变化	21
图 38: 美国“婴儿潮”人口各年龄段的消费重心	21
图 39: 美国非农就业数据稳健上升	24
图 40: 平均时薪在 2017 年保持正增长	24
图 41: 美国失业率下降的速度正在放缓	24
图 42: 美国中老年人口占总人口比例上升	24
图 43: 2017 年前三季度, 对个人消费支出拉动效应	25
图 44: 消费者信心指数十三年来首次超过 100	25
图 45: 零售销售与 CPI	25
图 46: 美国新屋销售持续回暖	26
图 47: 2017 年美国成屋销售放缓	26
图 48: 2017 年美国住房自有率从低位回升	26

图 49:2017 年美国房屋价格上升	26
图 50:制造业 PMI 保持在 50 以上扩张区间	27
图 51:美联储货币政策最新点阵图暗示明年加息步伐还将继续	28
图 52:美国的博弈在多层次展开	29
图 53:2018 年财政预算支出分类占比	32
图 54:2018 年财政预算收入分类占比	32
图 55:2018-2017 预算支出分类占比变动对比	32
图 56:2018-2017 预算收入分类占比变动对比	32
图 57:2004-2006 美国 10 年期和 2 年期国债收益率利差	33
图 58:2016 至今美国 10 年期和 2 年期国债收益率利差	33
图 59:2004-2006 原油价格对利率敏感度	34
图 60:2016 至今原油价格对利率敏感度	34
图 61:欧洲各国当前失业率统计	37
图 62:2017 年 1-8 月欧盟货物贸易顺差 55 亿欧元	38
图 63:欧盟贸易产品结构	38
图 64:全球制造业 PMI 稳健增长	38
图 65:欧元区制造业 PMI 强劲扩张	38
图 66:欧元区核心 CPI 维持 1%低迷状态	39
图 67:英国通胀早已超过 2%目标水平	39
图 68:欧洲各国债务占 GDP 比例	40
图 69:意大利不良贷款率仍处高位	40
图 70:欧猪五国 (PIIGS) 与德国国债利差	40
图 71:法国失业率高于欧盟平均水平	42
图 72:劳动法改革中各自为阵	42
表 1: 2018 年中国经济展望及逻辑	6
表 2: 地产政策周期梳理	10
表 3: 供给侧改革和环保限产政策梳理	21
表 4: 2018 年美国展望	23
表 5: 美国 2018 财年总预算	27
表 6: 未来加息窗口及缩表时点预测	28
表 7: 税改计划各版本详解	30
表 8: 特朗普医改更有利于健康年轻、富裕人士	31
表 9: 1981 年至 2006 年美联储 5 次加息时间和利率	33
表 10:特朗普政府的金融监管改革法案提案	35
表 11:影响美国经济的其他不确定性因素	36
表 12:应对意大利银行不良贷款	40
表 13:2018 年欧洲重要事件	43

一、综述：基于信贷周期对主要经济体的展望

信贷周期，是指社会整体在内生和外生的机制、因素的合力下所形成的信贷收缩和信贷扩张的循环往复的现象。将整个信贷周期分为“加杠杆-泡沫破裂-去杠杆-泡沫挤出”四个阶段，分别可对应经济周期理论中“复苏-繁荣-衰退-萧条”四个经济阶段。在四个阶段中，公共部门和私营部门的表现也呈现出周期性的特征。基于各经济体在信贷周期中所处的位置，我们就可以对该经济体未来的运行形势以及可能出台的相应政策加以预判。

图1：全球主要经济体当前在信贷周期中所处的位置



资料来源：中信期货研究部

从我们关注的三大经济体来看：

(1) 中国经济逐渐企稳，或迎来紧缩契机。展望 2018 年中国经济，消费对经济贡献率稳步上升，投资对经济拖累效应相比过去几年而言有所减弱，内外需的缓慢好转令贸易环境有所改善，预计 GDP 同比增速将企稳在 6.8%-7% 区间，非食品向食品价格的传导使得通胀缓慢走高，经济逐渐进入增长的良性循环可期。尽管杠杆率问题令经济企稳的基础尚显脆弱，但在内生韧性增强、通胀缓慢回升、外部市场稳定且不爆发系统性风险的前提下，中国在 2018 年可能迎来开启紧缩货币政策的契机。对财政政策而言，随着全球主要国家隐隐有展开“财税战”之势，考虑到中国税收处于全球较高水平，有一定的调整空间，因此我们亦需要关注中国政府是否开启新一轮的减税降费改革。

(2) 美国为保持稳健增长，博弈将在多层面展开。展望 2018 年美国，就业市场稳健，但就业对经济的边际影响正在减弱；就业带动消费上行，需求拉动型通胀将在明年抬头；减少负债和赤字成为美国财政政策首要任务，货币政策大概率会在

美联储换届变更中延续，即 2018 年可能加息 3 次。不过，为使经济增长具有可持续性，博弈也将在多层面展开：以税改为代表的积极财政政策会与当下政府的高额债务互相牵制；紧缩的货币政策在明年会通过前期对流动性的影响开始对经济施加冷却效应，这与税改等政策刺激美国经济的初衷似乎背道而驰，进而带来利率和汇率不同以往的变化；此外，美联储新任掌门人可能会在明年推动放松金融市场监管，可能会通过金融部门加杠杆的行为而加速市场泡沫的形成，将美国从加杠杆期推向泡沫破裂期的边缘，而这同样是美国正全力阻止的趋势。

(3) 政治风险暂缓令欧元区经济全面加速，仍需面临区域发展不均衡之挑战。 欧洲经济正在以十年来最快的速度增长，就业市场好转，内外需拉动贸易增长，制造业扩张速度全球领先。经济复苏将推升通胀的预期，不过过程相对缓慢，导致欧洲央行可能要等到明年四季度才会开始考虑加息。明年欧洲将经历德国、法国领导的欧盟改革以及意大利大选。德国不稳定的执政联盟、法国国内对改革的阻力以及意大利危机四伏的银行业债务给“欧洲振兴”带来挑战。

综上所述，**中美欧三大经济体已站在各自的新周期门前。** 中国希望完成经济结构的华丽转身；美国希望能够在当前的加杠杆周期中呆得更长久，而欧元区则希望彻底摆脱经济全面复苏之路上的桎梏。**尽管经济诉求不同，但 2018 年全球势必“改”字当头：** 中国之改在于改变经济的驱动力；美国之改在于改善财税状况；欧元区之改在于改革欧盟的治理结构。**这些看似截然不同的政策导向，却以各自的方式，令全球经济增长的重心从过去几年的供给侧向着需求侧转移，而这将引领全球经济状况在 2018 年较前一年出现改善。** 但是我们仍然需要保持谨慎乐观，因为经济下行的风险因子仍未完全消除。

二、中国：经济逐渐企稳，或迎来紧缩契机

2.1 经济展望：内生韧性凸显，经济增长可期

展望 2018 年全年，消费对我国经济贡献率稳步上升，投资对经济拖累效应相比过去几年而言有所减弱，预计 GDP 同比增速将企稳在 6.8%-7% 区间，非食品向食品价格的传导使得通胀缓慢走高，经济逐渐进入增长的良性循环可期。 消费端的地产销售受政府调控政策影响承压。汽车消费维持，政府新能源汽车鼓励政策抵消购置税减免对乘用车销售的利空，同时受政府环保政策影响，商用车升级换代阶段延续。受消费升级转型和居民收入的增加，整体消费将继续起到维持经济稳定的重要作用。投资方面，基建投资相对平淡，政府的保障性住房投资对冲部分商品房下行的压力，而制造业投资的再度扩张可期。贸易方面，受内外需的缓慢好转，预计进出口均有所小幅改善，主要变量还是看人民币汇率的走向。

表1: 2018 年中国经济展望及逻辑

经济分项		2018 年展望	逻辑
消费	房地产	商品房销售继续承压(-)	政府地产调控短期政策（限购、限贷、限售）开始起效，同时长效机制(棚户区改造、支持租赁市场发展等)向更多地区扩展并深化
	汽车	购置税优惠取消，乘用车销售承压，而新能源汽车存在政策优惠，商用车亦延续增势 (+)	新的新能源汽车鼓励政策将抵消购置税优惠取消对乘用车形成的销量下降压力；受政府环保政策影响，商用车延续升级换代阶段

	其它	消费对经济增长贡献率继续回升(+)	居民收入持续增长，城镇居民消费升级以及农村居民消费快速增长共同支撑消费增速继续上升
固定资产投资	基建	基建投资表现平淡(+/-)	政府加强地方债务及 PPP 项目监管，限制基建增长，同时经济呈现企稳迹象，基建对冲的需求下降
	房地产	房地产投资稳定(+/-)	开发商拿地回升预示后期棚改和租赁房将部分对冲商品房投资下行的压力
	制造业	制造业设备投资周期延续 (+)	内外需好转及持续去库存令企业盈利改善，企业扩大投资的意愿上升，但供给侧改革仍将制约企业全面扩产
贸易	进口	进口改善 (+)	内需改善带动进口回升
	出口	出口改善 (+)	主要出口国（欧美日）的经济好转令外需环境改善
经济增速		6.8%-7%	消费对经济贡献率稳步上升，投资对经济拖累有限

资料来源：中信期货研究部

2.1.1 有质亦有量，消费对经济贡献率稳步增长

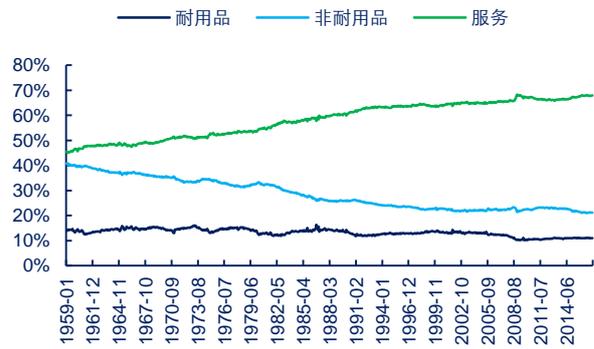
从中长期来看，我国消费结构转型延续，服务消费呈现规律性上升趋势，这将成为我国经济驱动力转型的重要方向。2018 年消费的升级转型以及人均收入的继续增长将带动消费。

收入增长带动消费。中国的人均 GDP 从 80 年代初只有 300 美元增长到现在超过 8000 美元，相当于美国和日本在 70 年代中期和末期的水平。国际经验表明，人均 GDP 达到 1 万美元左右时，居民人均收入进入相对富裕阶段。以美国为例，美国在 20 世纪 50 年代达到这一水平，消费结构出现拐点，20 世纪 70 年代起，美国个人消费中服务消费超过商品消费，食品、服装等非耐用消费品的支出比重下降，与住行相关的汽车、家电等耐用消费品所占比重逐渐上升，而当人均收入水平进一步提高时，耐用消费品比重增长有限，甚至出现下降，与医疗保健、娱乐等相关的服务支出比重上升空间较大。

图2: 美国消费结构的变化 单位：%

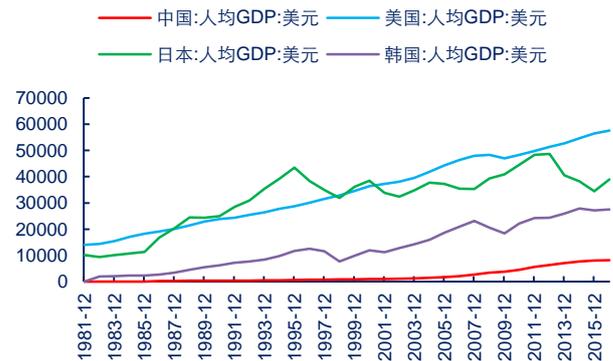


图3: 美国耐用品消费保持稳定 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图4: 中国城镇和农村人均收入变化 单位: %

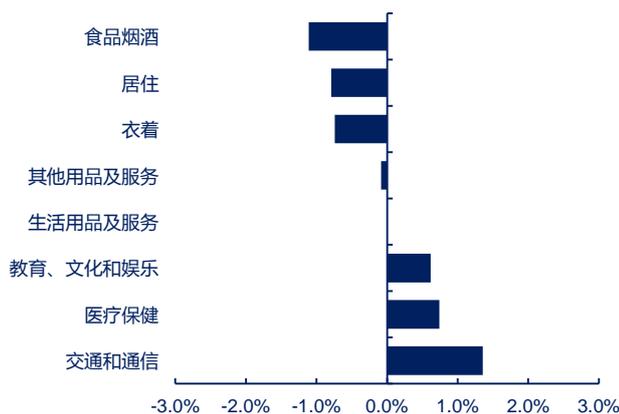
图5: 各国人均GDP 单位: 美元


资料来源: Wind 中信期货研究部

消费升级转型带动消费增长: 当前中国的消费支出, 消费人群、消费方式乃至消费地域的结构均在发生深刻的变化, 消费升级转型带动消费增长。

消费支出结构转型: 非耐用品和服务占比上升。 1995 年至 2015 年, 城乡家庭人均食品类、衣着类消费占比从 54.14%、10.37% 下降至 30.53%、7.45%, 与之对应的是服务性消费支出逐年提高, 其中城乡家庭人均交通和信息类、文教娱乐服务类、医疗保健类消费支出分别从 3.94%、8.62%、3.17% 上升至 13.3%、10.98%、7.36%。

消费群体结构转型: 80、90 后逐渐进入社会。 从国际经验来看: 美国的 50 后、60 后群体的成长历程带动了美国跨世纪的产业变革。从逻辑上看, 不同的成长环境、教育水平和群体阶段对应不同的消费文化。对照中国, 80、90 后群体正处于中国 2 经济飞速增长的阶段, 相对充裕的物质文化条件和较高的群体教育水平决定了该群体有着较大的消费潜力, 与 60、70 后相比, 在消费方面存在“质”的飞跃。

图6: 近四年 (2013-2016) 中国消费支出结构变化 单位: %

图7: 中国消费群体的演变 (内圈到外圈依次为2005、2010、2015年) 单位: %


资料来源: Wind 中信期货研究部

消费地域结构转型: 三四线城市和农村消费的崛起。 2016 年农村消费和三四线城市消费的崛起尤为明显。农村消费的加速主要得益于政府政策的扶持, 政府对消费有补贴作用的转移支付、尤其是针对农村居民的补贴大幅增长。由于农村居民的边际消费倾向更高, 其收入增长将有助于提升整体消费“量”的增速。此外, 受益于

消费渠道的下沉，消费文化的转型升级，相对于一二线城市，生活成本（房价、物价）相对较低的三四线城市居民，具有更大的消费增长空间。

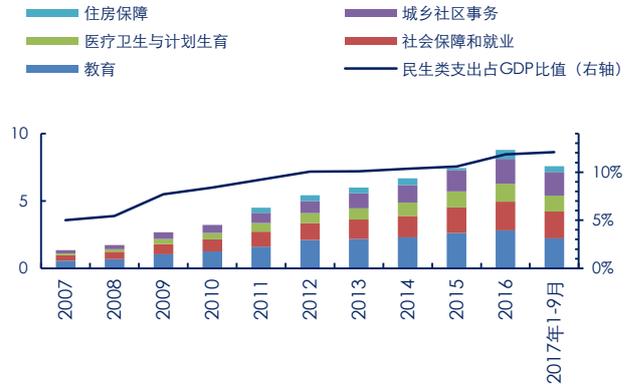
图8: 城乡消费增速的变化

单位: %



图9: 政府民生支出及对GDP的占比

单位: 万亿&%



资料来源: Wind 中信期货研究部

2.1.2 此消彼涨，固定投资整体持稳

(1) 商品房销售承压无碍地产投资稳定

我们认为2018年在政府调控政策的影响下，商品房销售将继续承压，房价维持稳定。与此同时，棚户区改造和租赁地产的投资对冲部分地产投资下行的压力，令房地产投资整体保持稳定。

政府的调控政策使得商品房销售承压。截至2017年11月，全国共有46个城市加入到限售队伍行列，在“限购+限售+限价+限贷+利率上调”的组合拳威力下，商品房销售承压。此外，政府持续强调防控房地产市场泡沫，10月12至13日，周小川行长在二十国集团(G20)财长和央行行长会议上提到，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，并不断综合施策，补短板、去杠杆、警惕并防控影子银行、房地产市场泡沫等风险。

图10: 各线城市的地产销售面积

单位: %

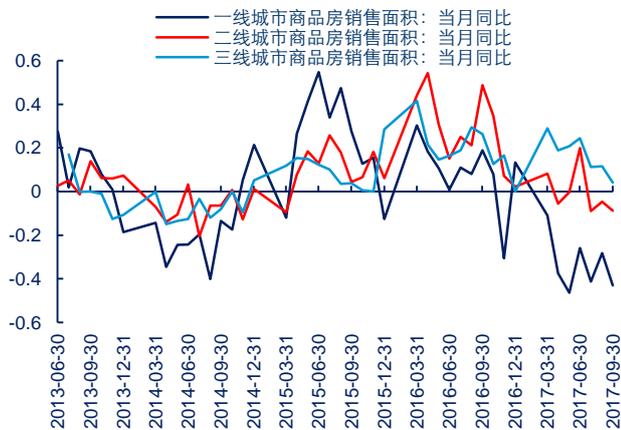


图11: 2017年三季度房贷利率有走高的迹象

单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

从政策周期看，2018年地产调控将延续。从历史上看，我国房地产调控史，最早可回溯到1992年公积金制度全面建立。第一轮的地产业紧缩政策为期5年，起于海

南地产泡沫，1993 年 6 月政府全面控制银行资金进入房地产业。止于 1998 年政府为应对亚洲金融危机推进实行住房分配货币化。第二轮地产紧缩为期 4 年，起于 2004 年 9 月，银监会规定建筑商不得开发商垫资，止于 2008 年政府应对次贷危机降息，期间 2007 年美国爆发次贷危机。第三轮的地产紧缩政策为期 5 年，起于 2009 年 12 月“国四条”，国务院常务会议提出的四条遏制房价过快上涨的政策。止于 2014 年，“930 新政”央行对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升。可见三轮地产调控政策和我们此前所提到的，1993 年-2002 年，2003 年-2012 年，2013 年到 2022 年的三轮政治周期有所重合。综上所述，结合下文对于货币政策即将迎来紧缩契机的判断，在不发生系统性金融危机冲击下，预计 2018 年我国的地产紧缩政策将延续，使得商品房销售及上游投资继续承压。

表2: 地产政策周期梳理

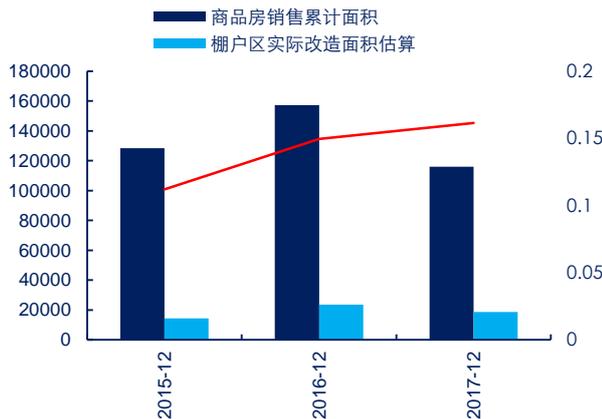
	时间	事件、标志
第一轮地产宽松	1992 年 7 月	国务院下发《国务院关于深化城镇化住房制度改革的决定》，实现房屋商品化
第一轮地产紧缩 (5 年)	1993 年 6 月 23 日	时任国务院副总理的朱镕基发表讲话，宣布终止房地产公司上市、全面控制银行资金进入房地产业。
	1998 年 7 月	国务院发布《关于进一步深化住房制度改革加快住房建设的通知》宣布全国城镇从 1998 年下半年开始停止住房实物分配，全面实行住房分配货币化
第二轮地产宽松		银监会颁布《商业银行房地产贷款风险管理指南》规定建筑商不得为开发商垫资建楼，开发商开发项目自有资金不低于项目总投资的 35%，购房者月供房款不得超过收入的 50%。
第二轮地产紧缩 (4 年)	2004 年 9 月 2 日	
第三轮地产宽松	2008 年 9 月 15 日	应对金融危机，央行宣布“双率齐降”，下调一年期贷款利率 0.27 个百分点，同时通过降低首付比例支持楼市
	2009 年 12 月 14 日	“国四条” 国务院常务会议提出的四条遏制房价过快上涨的政策
第三轮地产紧缩 (5 年)		
第四轮地产宽松	2014 年 9 月 30 日	“930 新政” 央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升
	2016 年 9 月底至 10 月初	22 个城市先后出台限购、限贷等楼市调控政策
第四轮地产紧缩 (?)		

资料来源：中信期货研究部根据公开信息整理

本轮调控中，保障性住房支撑地产投资。依据传统经验，我国地产销售端的变化传导到地产投资，大概需要 6 个月的时间。本轮地产销售到投资的传导出现明显的弱化和时滞，主要是受到棚改货币化等保障性住房工程的扰动。2017 年计划的 600 万套棚改房，其中约 60% 可能通过棚改货币化的方式计入地产销售（政府货币补偿拆迁户来买房），2016 年这一比例为 48.5%，2015 年为 29.9%（相应地，2015 和 2016 年棚改执行套数略高于 600 万，分别为 601 万和 606 万）。因此，尽管这三

年的棚改套数都在 600 万套附近，但棚改货币化安置比例的提高，使得棚改数量较大的三四线城市地产销售维持较高位，冲抵了一、二线热点城市限购带来的地产销售下行。

根据住建部发布的数据，今年 1-7 月棚改完成 78%，假设今年货币化安置比例为 50%，每套房平均 80 平米，1-7 月货币化安置带来的销售面积为 2.25 亿平米，较去年同期的棚改货币化安置增加 0.03 亿平米，占到今年 1-7 月住宅销售面积累计值的 16%，可见棚户区改造对固定资产投资的支撑作用在上升。

图12:棚户区改造面积占比 单位: 万平方米&%

图13:政府保障性安居工程对冲部分地产下行压力 单位: %


资料来源: Wind 中信期货研究部

(2) 基建投资稳定

2017 年受政府加强地方政府债务监管以及 PPP 监管影响，基建投资增速下行成为拖累投资的因素之一。我们认为 2018 年基建投资将稳定，原因有三：第一，PPP 项目投资额和落地率回升；第二，九大基建企业新签合同金额增速仍较高；第三，随着“十九大”闭幕及地方政府领导换届完成，未来数年基建投资冲动难减。

2017 年 5 月 3 日，财政部、发改委、司法部、人民银行、银监会、证监会六部委联合发布了财预〔2017〕50 号《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(以下简称“50 号文”)。此次文件，将地方政府债务管理上升到了维护总体国家安全的高度。具体措施上，对融资平台公司、PPP 模式等做了进一步规范，严格剥离融资平台的政府性融资职能，不得借道 PPP 模式变相举债。地方政府举债融资严监管以及 PPP 项目的监管使得基建投资在 2017 年成为拖累投资增速的因素之一。

但从近期的一些领先指标来看，三季度 PPP 项目投资额和落地率继续回升，同时国内九大基建企业新签合同金额增速仍维持高位，显示未来基建投资下行压力有限。另外，从政治周期的角度来讲，随着“十九大”闭幕及地方政府领导换届完成，未来数年基建投资冲动难减。因此，我们认为 2018 年基建投资将维持稳定。

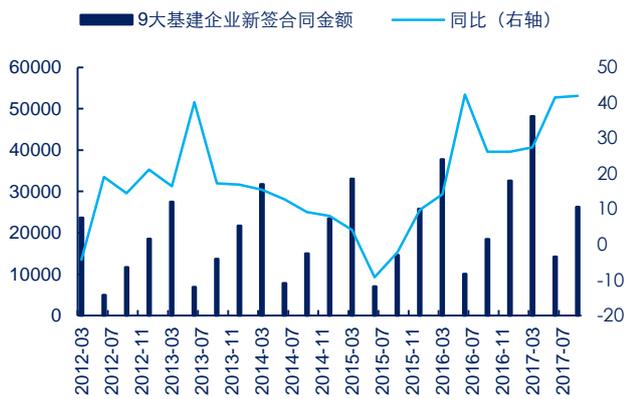
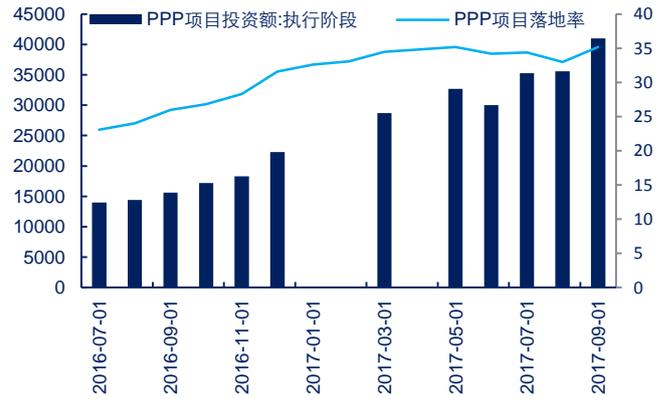
图14:9大基建企业¹新签合同金额及其增速 单位: 亿元&%


图15:PPP项目投资增速 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

(3) 制造业投资有望加速

在经历较长时间的产能调整，尤其是政府环保和供给侧改革淘汰部分落后产能之后，2017年下半年制造业投资意愿明显改善，官方制造业PMI一度创下6年新高。2018年随着全球经济的企稳回暖，以及制造业去库存的结束，在需求端好转的配合下，制造业有机会迎来新一轮的投资加速。

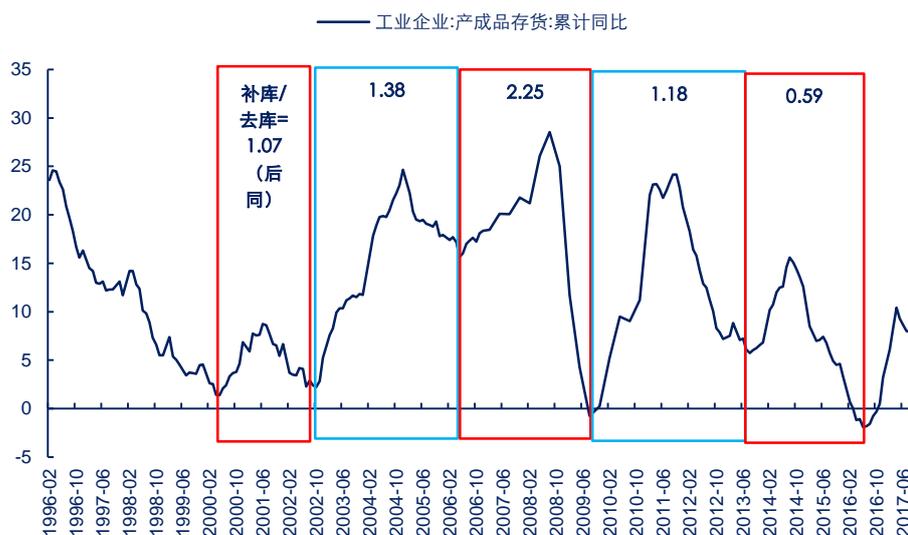
从库存周期的角度来看，本轮去库存周期将在2018年3月结束。根据库存理论，以工业增加值、产成品存货作为划分库存周期的标准，一个完整的库存周期长度在30月至50月左右。我们尝试估算本轮去库存周期的终点：1、假设受宏观经济和政策政策的影响，工业企业去库存和补库存时长的比值在一定区间内；2、简单地用工业企业产成品库存的波峰和波谷来划分补库存和去库存周期；3、使用补库存/去库存而不是去库存/补库存，是因为以2008年8月次贷危机的库存波谷作为拐点，划分中国经济的繁荣和衰退阶段。

从数据来看：1、经济繁荣伴随“补库存/去库存”比值的增长，经济衰退下看到“补库存/去库存”比值的快速回落；2、预计本轮比值将处于1至1.18之间，前者对比2000年5月至2002年10月的库存周期，当时正处于中国经济企稳回升的前期；后者对比2009年8月至2013年8月，经济在政府四万亿计划的刺激下，刚刚脱离次贷危机的影响。综上所述，以2017年5月为波峰，乐观预期下（比值1.38），预计估计本轮去库存阶段将于2017年11月结束；中性预期下（比值1），本轮去库存将于2018年2月结束（概率较高）；悲观预期下（比值0.59），本轮补库存将于2019年7月结束。

¹ 9大基建企业包括中国铁建、中国中铁、中国中冶、中国化学、中国交建、葛洲坝、中国电建、上海建工、中国建筑

图16: 以工业企业产成品库存划分的库存周期

单位: %

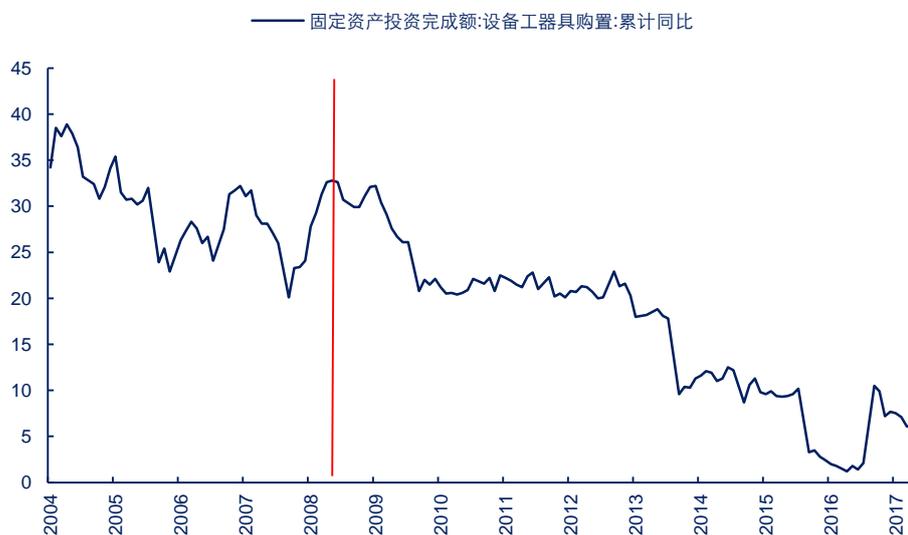


资料来源: Wind 中信期货研究部

从设备投资的角度来看, 本轮设备投资周期自 2016 年以来以及启动。投资周期是指从资金投入至全部收回所经历的时间。由于固定资产形成的技术经济特点, 项目投资的规模一般都较大、技术也较复杂, 也就决定了建设的周期较长。一般而言, 一轮投资周期一般至少为 5-10 年, 从 2008 年次贷危机结束至今已有 8 年, 从 2016 年 11 月以来的设备投资增速来讲, 本轮设备投资周期已经启动。结合 2016 年下半年以来经济复苏和供给侧改革推动制造业盈利明显回升来看, 预计 2018 年制造业投资增速有望继续增长。

图17: 以固定资产投资中设备工器具购置划分的设备投资周期

单位: %



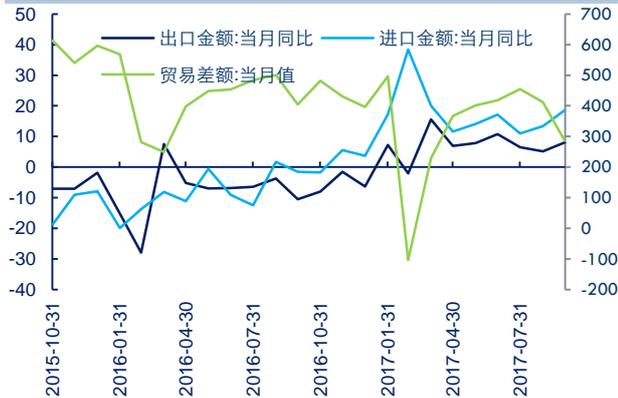
资料来源: Wind 中信期货研究部

2.1.3 中国制造与中国创造并举, 进出口继续转型

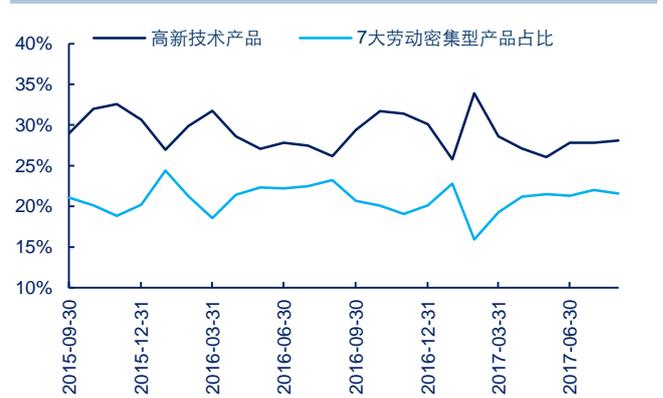
从趋势而言, 2017 年中国贸易并没有太大的亮点, 尽管在 2 月一度出现贸易逆差, 但主要是受季节性因素影响。值得注意的是, 人民币自今年 5 月走出了一波明显的

升值趋势，对出口不利，然而外围主要经济体的经济持续改善则有利于出口，双方力量博弈之后，最终贸易顺差仅小幅回落。

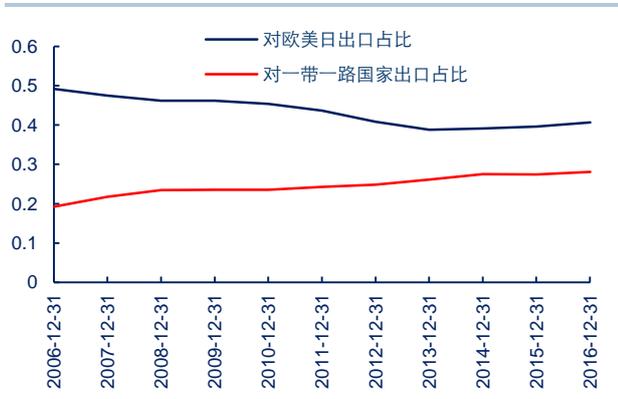
一般而言，随着币值波动而发生较大贸易波动的往往是纺织、服装、玩具等 7 大劳动密集型行业，高新技术行业因其替代品缺乏的特点往往波动较小。我国近两年高新技术和七大劳动密集型产品出口占比并未发生太大改善，从“质”的角度而言，未来我国出口从劳动密集型向技术密集型改善仍有空间。

图18:中国进出口双走弱，贸易差额稳定 单位：%/亿美元


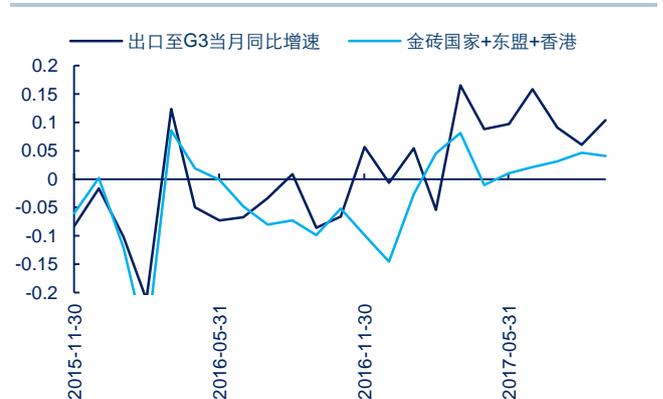
资料来源：Wind 中信期货研究部

图19:中国出口转型仍有较大空间 单位：%


2018 年中国面向新兴市场的贸易亦存在进一步提升的可能性，尤其是“一带一路”国家。近 10 年来无论是出口还是进口，中国对“一带一路”国家的占比上升有限。随着“一带一路”经贸合作的深化，2018 年中国对“一带一路”国家的进出口贸易在规模上亦有较大提升空间。

图20:中国对一带一路国家与欧美日出口占比 单位：%


资料来源：Wind 中信期货研究部

图21:中国对G3和EM国家出口当月同比 单位：%


2.1.4 非食品价格向食品价格传导，带动通胀回升

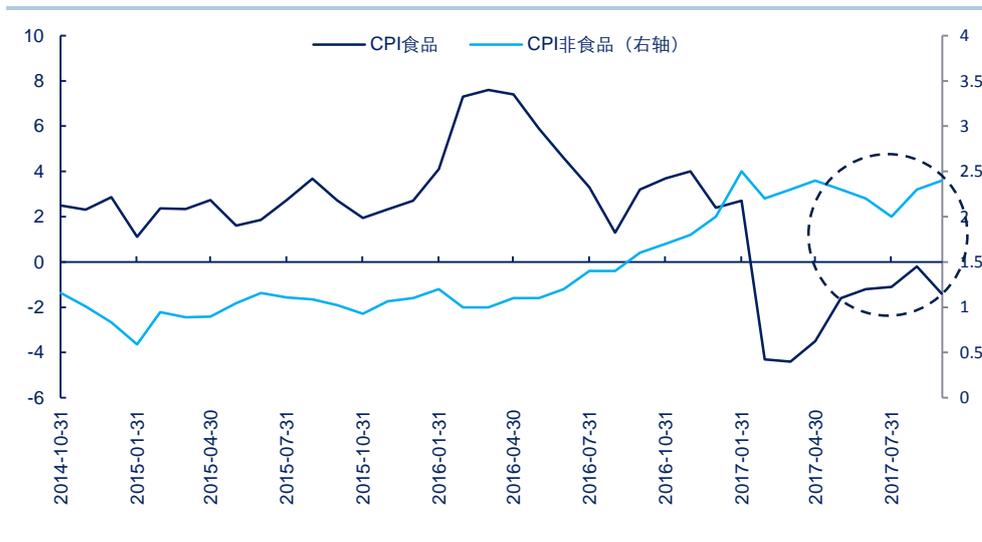
2017 年以来，通胀领域 CPI 和 PPI 维持分化的状态，甚至 CPI 中食品和非食品分项也出现分化。2017 年前三季度，食品 CPI 月平均下降 1.7 个百分点，拖累整体 CPI 下降 0.5 个百分点左右。而与此同时，2016 年下半年以来核心 CPI 则明显上升，与经济企稳的趋势相符。

未来通胀走势存在两大影响因素：1、随着时间进入冬季，两节消费和天气因素将刺激鲜菜鲜果等食品价格季节性回升。2、非食品价格通过化肥、饲料、水电煤气

等成本逐渐向食品价格传导。带动 2018 年通胀的缓慢走高。**预计上述因素将从短中长三个周期，共同带动 2018 年 CPI 增速缓慢回升。**

图22: 2018年CPI的食品和非食品分享分化有望收窄

单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

2.2 政策展望：关注货币政策拐点和财政减税降费

中国 2018 年可能迎来开启紧缩货币政策的契机。对政府而言，开启紧缩货币政策最理想的条件是内部经济复苏，通胀缓慢回升，外部市场稳定，不爆发系统性的金融危机或政治危机等。目前来讲，中国经济呈现企稳迹象，通胀稳定的情况下，已经初步具备了进入紧缩货币政策的条件。当前进入紧缩货币政策的主要限制在于：1、较高的社会杠杆率和债务到期；2、紧缩可能会打破经济企稳的脆弱基础。

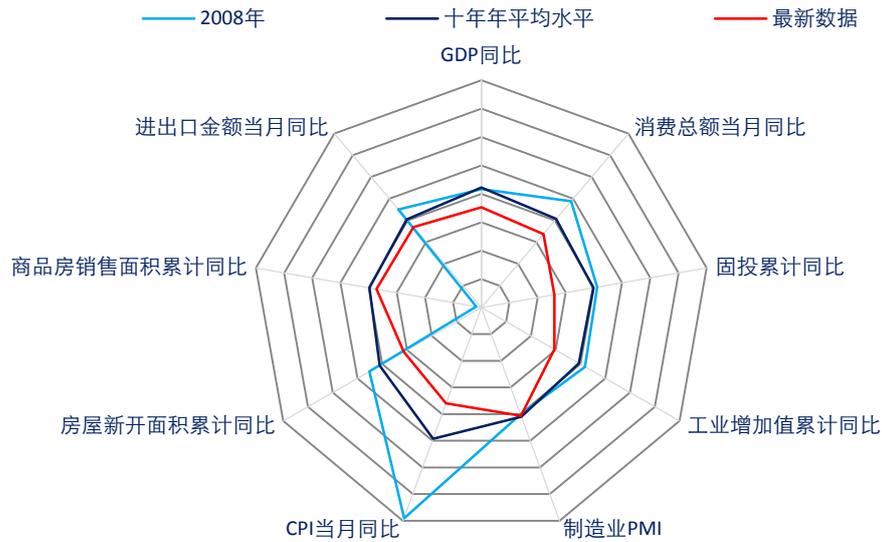
对财政政策而言，随着全球主要国家隐隐有展开“财税战”之势，考虑到中国税收处于全球较高水平，有一定的调整空间，因此我们亦需要关注中国政府是否开启新一轮的减税降费改革。

2.2.1 关注货币政策收紧的契机

中国初步具备进入紧缩货币政策的条件。对政府而言，开启紧缩货币政策最理想的条件是内部经济复苏，通胀缓慢回升，外部市场稳定，不爆发系统性的金融危机或政治危机等。

从中国经济的蛛网图可以看出，中国经济已经呈现企稳的迹象，逐步接近近十年的平均水平。最新的 GDP 同比增速，CPI，社会零售销售当月同比，固定资产投资累计同比，工业增加值累计同比，进出口金额当月同比的增速分别为 6.8%，1.6%，10.3%，7.5%，6.7%，12.7%，相对应的近十年的增速分别为 10%，2.93%，15.53%，24.72%，13.55%，15.35%。总体而言，受消费升级转型的支撑下，中国经济呈现企稳的迹象，政府通过环保和供给侧改革推进工业产能调整升级，通胀预计会在非食品价格向食品价格的传导下缓慢走高。**因此，尽管经济企稳基础仍需夯实，通胀仍维持稳定，但我们认为中国经济初步具备了进入紧缩货币政策的条件。**

图23: 中国经济数据蛛网图



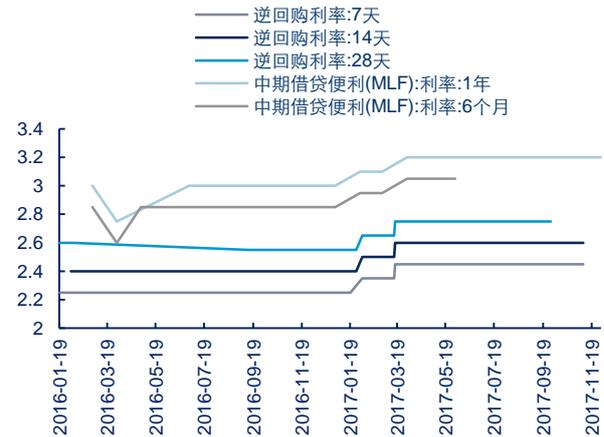
资料来源: Wind 中信期货研究部

从央行的措辞和行为来看，央行已经从此前的宽松转变为“削峰填谷”的真正中性立场。一方面是在央行发布的2017年二季度货币政策报告中措辞较前期更为鹰派：报告继续强调“实施好稳健中性的货币政策”的同时，新增了新增“削峰填谷”的描述，表示拟于2018年一季度评估时起，将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核。另一方面，央行在2017年一季度开始通过上调逆回购利率和定向货币工具利率，来引导市场利率走势，对市场进行初步的试探。

图24: 中国央行资产负债表有所收缩 单位: 亿美元



图25: 中国通过公开市场作用引导利率上行 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

但央行进入紧缩货币政策的道路并非一片坦途，高社会杠杆率和经济企稳基础相对脆弱对其存在制约。无论是从全社会杠杆率（全社会负债/GDP）还是从私人部门杠杆率（私人部门负债/GDP）来看，中国当前的社会负债水平超过发展中国家并向发达国家靠近。经历为期两年的政府宽松货币政策周期，国内以房价为代表的资产价格水涨船高，通胀缓慢上升，仍然处在相对高位的社会杠杆率和债务到期量，是限制我国进入紧缩货币政策周期的重要因素。

图26:各国私营部门负债/GDP占比 单位: %

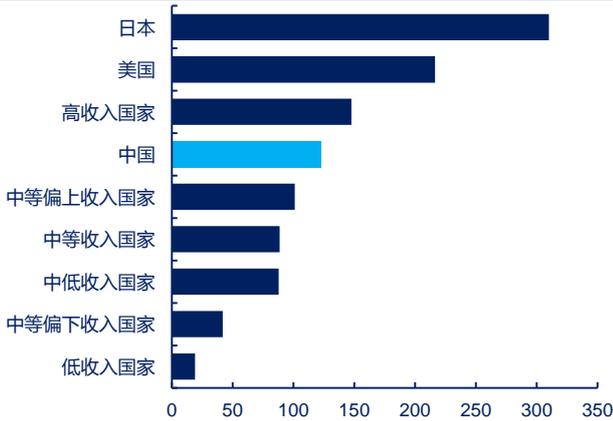
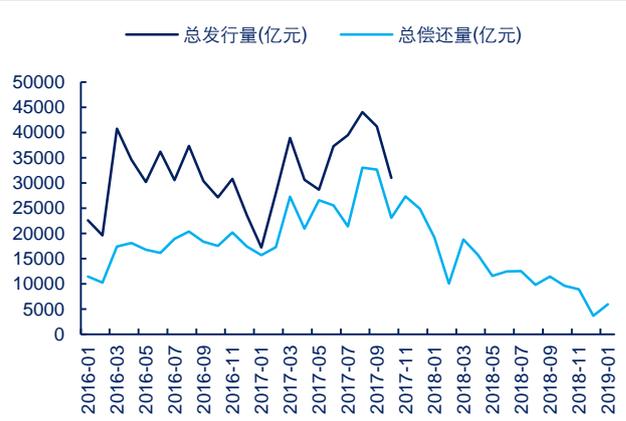


图27:全社会债券的每月发行和到期量 单位: 亿元



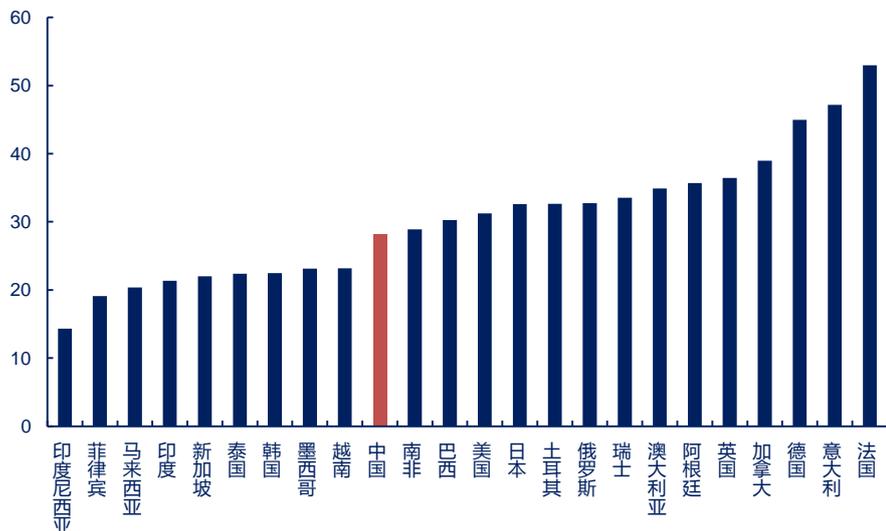
资料来源: Wind 世界银行 中信期货研究部

2.2.2 全球环境令减税降费的概率上升

全球经济的扁平化使得各国经济政策,尤其是税收政策呈现趋同化趋势,各国税收竞争形势越来越激烈。在特朗普减税计划持续推进以后,世界各国紧密跟随减税步伐。因此2018年我们需要关注中国政府在减税和降费方面可能出现的政策。

从宏观的角度来看,中国税收收入占比明显偏高。根据国际货币基金组织公布的数据显示,2016年中国一般政府收入占GDP的比重高达28%,不仅远高于印度(21%)、墨西哥(23%)、印尼(14.3%)等新兴经济体的水平,甚至与日本(32.6%)、瑞士(33.5%)、美国(31.2%)等发达国家的水平相当。所以中国当前的宏观税负水平和发展阶段并不相符,与发达国家的高福利政策相比,中国税负水平明显偏高。

图28:2016年各国政府财政收入/GDP 单位: %



资料来源: 中信期货研究部 国际货币基金组织

从微观角度来看,中国企业税负压力在全球前列。根据世界银行和普华永道的测算,中国企业税负在商业利润中的占比高达68%,在全球190多个经济体中排名第12位。这一比例不仅远高于美国(44%)、英国(31%)、新加坡(19%)等发达国家,还高于印度(61%)、墨西哥(52%)、俄罗斯(47%)、印尼(31%)等新兴经济体。从结构来看,中国的企业所得税在营业利润中占比仅10.8%,而与劳务相

关的税负占利润比重高达 48.8%。

中国企业部门承担的税负要更重。我们将个人所得税、房产税、车辆购置税、契税等个人缴税部分从税负中剔除，来估算企业部门承担的总税负情况。2016 年，企业部门承担的税负占 GDP 的比重达到 19%，占总税负的 88%左右，而且中国绝大部分非税政府收入是由企业部门承担的。

图29:企业部门负税占GDP比值 单位：%

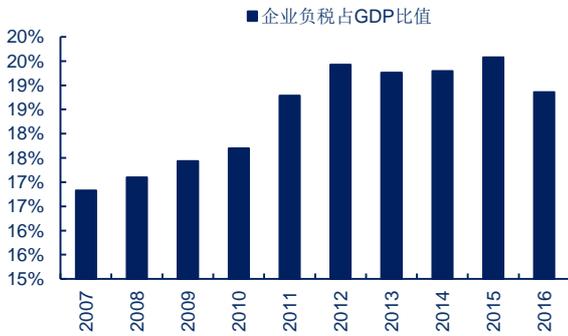
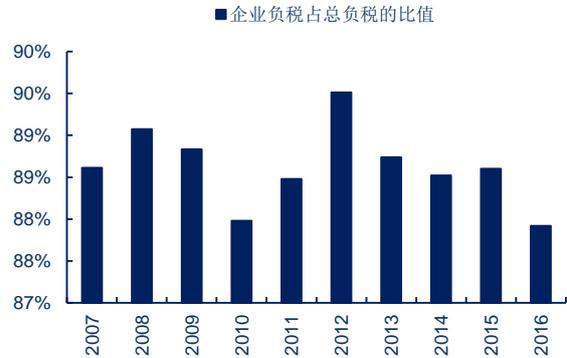


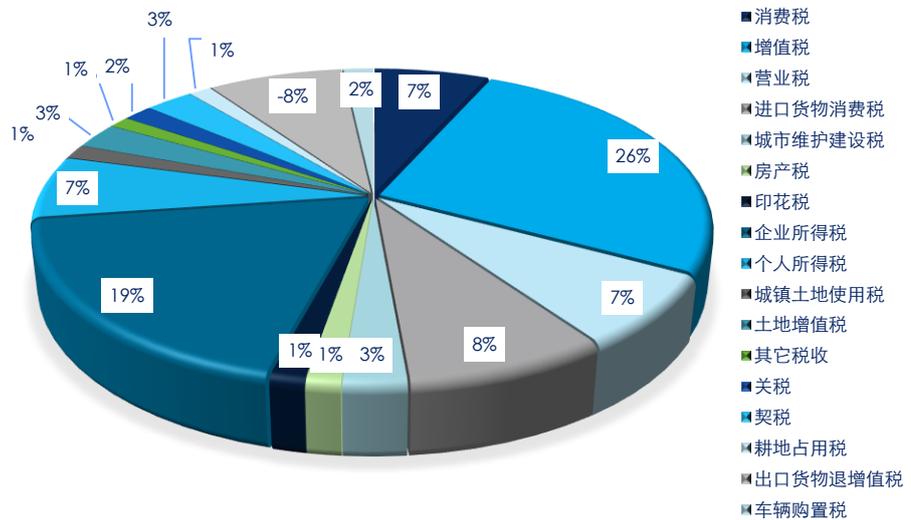
图30:企业部门负税占总负税比值 单位：%



资料来源：Wind 世界银行 中信期货研究部

从税种构成的角度，可以印证企业承担税负比重较高的观点。当前我国共有包括增值税、消费税、企业所得税、个人所得税、车辆购置税、车船使用税，烟叶税等 18 个税种。2016 年增值税的收入占总税收的 26%，其次的企业所得税占比 19%，两者共同构成了近一半的税收。不难发现，前四大税种都是由企业缴纳，此外由企业承担的税种还包括：城市维护建设税，土地增值税、资源税、城镇土地使用税、耕地占用税等等，企业缴纳部分占税收收入之比高达 88%。而个人直接缴纳的占比不大，个人所得税、车辆购置税、房产税合计比重仅 12%。

图31:我国当前的税务结构 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

应对全球减税大潮，未来降费和改变税收结构是一大趋势。在企业减税的方面，最重要一项措施是“营改增”。2016 年 5 月起，“营改增”的全面推行简化了税种、消除了重复征税。当前我国企业缴纳的税收比重较高，而居民承担部分较低。增值税虽然取代营业税后消除了重复征税，但占比仍大，与其他国家相比，简化分档和降低税率也仍有空间。而企业所得税虽然税率居中，但由于个人缴付的所得税比重偏低，因而企业所得税的比重也不低。但降低增值税、企业所得税会减少财政收入，

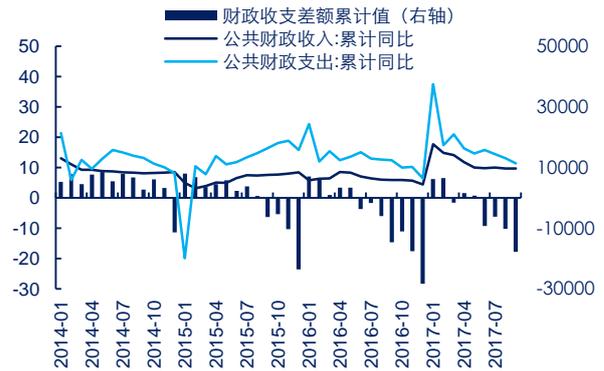
增加房产税、遗产税等对富人的征税，或可填补这一财政缺口。

考虑到财政收入增速下滑的现实和政府的财政预算目标，我国的企业减税仍将面临一定的约束。2012年以来我国的财政赤字目标不断走高，2016年从此前的2.3%大幅提高至3%，并且2017年也延续了这一比例。同时，在“营改增”政策性减收以及经济下行的共同影响下，财政收入增速下滑严重，2016年全年公共预算收入和税收收入同比分别从2015年的8.4%和4.8%下滑到4.5%和4.3%。因此增长趋缓的财政收入留给减税的空间并不大，在支出规模适度扩大的同时，继续实施减税降费，实际上也是在考验政府提高财政资金运行效率、压缩不必要开支和简政放权的能力。

图32:政府赤字率目标和实际值 单位: %

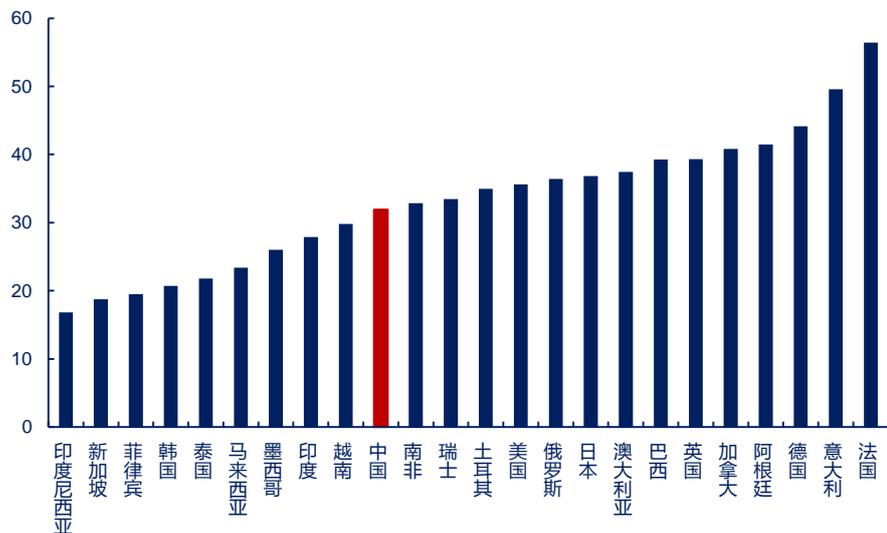


图33:政府财政收支增速及差额 单位: %&亿元



资料来源: Wind 世界银行 中信期货研究部

图34:2016年各国政府财政支出/GDP 单位: %



资料来源: 中信期货研究部 国际货币基金组织

2.3 重点关注

从长期布局与短期决策相结合的角度出发，我们认为，2018年重点关注两方面的变动，一是关注在政府政策的引导下，中国能否引来新一轮的婴儿潮；二是作为供给侧改革的重要手段，能否出台更多配套政策(包括但不限于环保政策)。此外，还需关注2017年底我国政治和经济工作会议对于明年的定调，这有助于验证在前期

的我们的各类报告中对新一轮政治周期的预判。

2.3.1 “婴儿潮”的契机

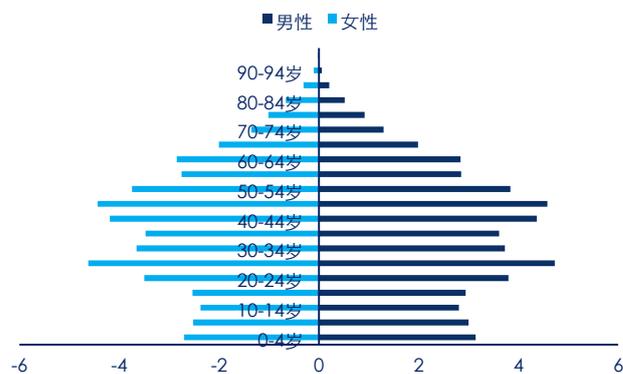
2015年10月，中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议公报指出：坚持计划生育基本国策，积极开展应对人口老龄化行动，实施全面二孩政策。二胎政策的全面放开宣告政策从此前的计划生育政策逐渐向鼓励生育转变，以应对中国人口结构的日渐老龄化。随着政策的出台，可以明显看到2016年中国人口出生率录得12.95%，随着二胎政策以及更多鼓励生育政策的出台和落实，未来中国可能将迎来一波婴儿潮。

截至2015年，我国人口的结构基本呈现出两头小、中间大的“橄榄型”结构，其中60-64岁，45-49岁和25-29岁年龄段，三波“婴儿潮”呈现明显凸起。尽管随着政府二胎政策的逐步放开，中国低龄的人口结构有所好转，但仍未扭转中国人口老龄化的趋势：当前，60岁以上人口占16.14%，65岁以上人口占10.46%，已经超过世界老龄化标准的10%和7%。

图35:2016年中国人口出生率创14年新高 单位：%



图36:2015年中国的人口结构图 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

为什么我们如此关注人口结构的变化？因为人口结构是影响经济增长潜力以及经济结构的重要因素。

从美国的经验来看，美国在二战结束后的1946-1964年之间迎来婴儿潮，这一轮婴儿潮对美国后来半个多世纪的经济结构产生了深远影响，驱动美国迎来跨世纪的产业变革：在他们0-20岁的成长期，整个美国的玩具、卡通和流行音乐产业发展迅猛；在其21-30岁之间的适婚年龄，房地产业、汽车业相应增长；而在其步入31-40岁之间，又带动了电脑、互联网的发展，并创造了历史上最大的股市涨幅，同时房屋、国际航空、个人计算机、电脑网络和运动休闲工具等方面的需求大幅度爆发。40岁之后，婴儿潮一代进入黄金时期，购房需求逐渐增加。而2000年以后，婴儿潮人口逐渐步入退休期，退休后他们大量抛售股票、基金等高风险资产，变卖城市中的房产搬到乡间居住，而相应地，美国经济在这一时段开始频频遇到诸如金融危机、次贷危机的麻烦。

从美国经验可以看出，让人口结构保持相对年轻和稳定是经济保持活力的关键。人口老龄化趋势对于未来社会的医疗和社会保障成本、劳动力供给乃至农业的发展和社会储蓄结构均会带来不利的影响，若任由其发展，不加以适当引导，对经济的发展弊大于利。从我国政府鼓励单独二胎到鼓励全面二胎的趋势来看，预计未来更多鼓励人口结构改善的政策将陆续到来，或将带来新一轮的中国式“婴儿潮”，帮助中国经济恢复潜力、实现真正意义上的可持续发展。诚然，人口结构的改变并非

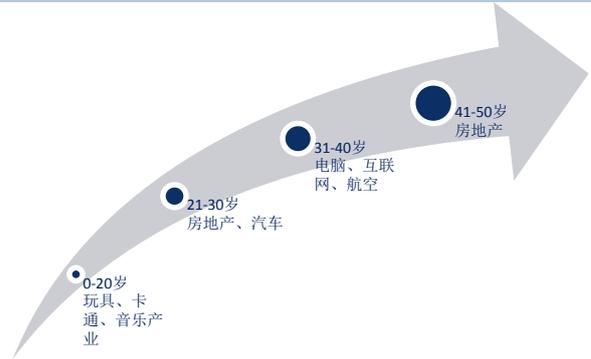
一蹴而就，这一趋势需要更长时间的观察。

图37:美国人口出生率变化

单位: %



图38:美国“婴儿潮”人口各年龄段的消费重心



资料来源: Wind 中信期货研究部

2.3.2 供给侧改革持续推进

2017 年对大宗商品而言，供给侧改革及其配套政策环保限产是重要的影响因素，随着政府不断的贯彻落实政策，部分商品的供需格局有所改善。20 世纪 90 年至今，我国共有四次较为严重的产能过剩。总体而言，我国去产能政策体系逐渐改善，去产能效果一次比一次显著，不可否认的是，行政手段始终发挥着关键作用，因此，2018 年供给侧改革能否延续，不能仅仅依靠企业的自发意愿，仍在于政府政策是否继续跟进。

进入采暖季以后，我们发现，环保限产除了影响供给侧之外，对需求侧也存在压制。“26+2”城市不仅对高污染的工业企业实施限产，部分城市对建筑施工土石方和工地拆迁也要求停止作业：8 月底，天津首先印发实施《天津市 2017~2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，**今年 10 月至 2018 年 3 月期间，全市建成区内停止各类建设工程土石方作业、房屋拆迁（拆除）施工、水泥搅拌及浇筑等作业，停止道路工程、水利工程等土石方作业**；9 月 16 日，北京市住建委发布“最严停工令”《2017-2018 年秋冬季建设系统施工现场扬尘治理攻坚行动方案》，**要求从今年 11 月 15 日到 2018 年 3 月 15 日的采暖季期间，北京市内全部六区及十个郊区等范围内停止道路工程、水利工程等土石方作业，房屋拆迁施工也要停工**。此类政策直接令基建相关的原材料需求直线下降，同时对固定资产投资的增速也产生拖累效应。

表3: 供给侧改革和环保限产政策梳理

时间	会议、文件	主要内容
2016-04	环保部《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》	加大环境监督力度，积极促进淘汰落后产能和化解过剩产能。要突出抓好 钢铁、煤炭行业 环境保护综合整治。加快清理整顿违法违规建设项目，推进取缔“十小”等严重污染企业，严格监督劣质煤炭的生产使用。
2016 年	国务院	三年内对 煤炭、钢铁 新上项目不得核准、备案 煤炭 将 330 天下井工作日缩减到 276 天，3-5 年时间，再退出产能 5 亿吨，减量重组 5 亿吨 钢铁 5 年时间再压缩粗钢产能 1-1.5 亿吨

2017-02	环保部、发改委执行《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	对北京、天津, 以及山东、山西、河南和河北的 26 个城市 (2+26 城), 10 月底前完成违法“小散乱污”企业取缔工作, 全面推进冬季清洁取暖, 完成小燃煤锅炉“清零”工作, “2+26”城实现煤炭消费总量负增长, 工业企业采暖季错峰生产
2017-07	山东《山东省 2017 年煤炭消费减量替代工作行动方案》、《2017 年环境保护突出问题综合整治攻坚方案》	魏桥创业集团违规建成 电解铝 项目 5 个, 违规产能 268 万吨, 信达集团违规产能 53 万吨, 于 7 月底前关停 2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日, 全省所有 水泥 生产线全部进行错峰生产。达标排放的 氧化铝、电解铝、炭素 等行业分别限产 30%以上、30%左右、50%以上 (按生产线计), 达不到相应排放标准或限制要求的实施停产
2017-08	广东《广东省大气污染防治强化措施及分工方案》	2017 年 9 月底前制订“小散乱污”专项整治方案, 2017 年底前完成全省 10 万千瓦及以上现役 煤电机组 超低排放改造等
2017-08	第四批中央环保督查全面启动	8 个督察组于 8 月 7 日至 15 日陆续实施督察组进驻, 对吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆开展督查工作, 实施对全国各省督查全覆盖
2017-08~2017-10	天津、北京发布“停工令”	天津: 今年 10 月至 2018 年 3 月期间, 全市建成区内停止各类建设工程土石方作业、房屋拆迁 (拆除) 施工、水泥搅拌及浇筑等作业, 停止道路工程、水利工程等土石方作业。 北京: 从今年 11 月 15 日到 2018 年 3 月 15 日的采暖季期间, 北京市内全部六区及十个郊区等范围内停止道路工程、水利工程等土石方作业, 房屋拆迁施工也要停工。

资料来源: 中信期货研究部根据公开资料整理

如前所述, 鉴于当前我国经济已经在诸多方面显现出韧性, 因此对于基建增速的依赖性已经不像过去今年那么高。换言之, 我国经济已经可以承受固定资产投资增速的适度下行。同时我们也清醒地认识到, 我国的去杠杆任务尚未结束, 因此, 供给侧改革在明年必将延续, 黑色板块依然是政策重点: 包括 2016 年国务院所提到的焦炭 3-5 年时间再退出产能 5 亿吨, 减量重组 5 亿吨, 钢铁 5 年时间再压缩粗钢产能 1-1.5 亿吨。同时, 供给侧改革向有色、农产品行业的扩展空间较大: 例如对氧化铝、电解铝等品种进行排放标准限制, 取消玉米的临时收储。

但是, 供给侧改革对于大宗商品价格的边际效应正在减弱。随着供需格局的不断改善, 商品价格波动在 2018 年将更趋于理性, 资金面影响的程度持续降低, 而各品种自身的库存水平和供需缺口等基本因素的重要性将显著上升, 品种间的分化也将因此扩大。

三、美国: 为保经济稳健增长, 博弈在多层面展开

3.1 经济展望: 经济大概率持稳, 但紧缩对经济的冷却效应初现阴云

回首 2017 年, 美国经济有条不紊地增长: 失业率降至历史低位, 内外需良好共同刺激制造业创 2008 年金融危机以来最好表现; 受经济增长信心提振, 美国股市多次刷新历史高点。为防止经济过热, 美联储稳步推进紧缩的货币政策: 一方面今年

加息的节奏相比去年更快，以期抑制信贷快速扩张，另一方面 10 月启动缩表、希望能够减少基础货币投放量，以推进资产负债表结构正常化。

展望 2018 年美国宏观经济，就业市场稳健，但就业对经济的边际影响正在减弱；就业带动消费上行，需求拉动型通胀将在明年抬头；减少负债和赤字成为美国财政政策首要任务，货币政策大概率会在美联储换届变更中延续，即 2018 年可能加息 3 次。不过，为使经济增长具有可持续性，博弈也将在多层面展开：以税改为代表的积极财政政策会与当下政府的高额债务互相牵制；紧缩的货币政策在明年会通过前期对流动性的影响开始对经济施加冷却效应，这与税改等政策刺激美国经济的初衷似乎背道而驰，进而带来利率和汇率不同以往的变化；此外，美联储新任掌门人可能会在明年推动放松金融市场监管，可能会通过金融部门加杠杆的行为而加速市场泡沫的形成，将美国从加杠杆期推向泡沫破裂期的边缘，而这同样是美国正全力阻止的趋势。

表4: 2018 年美国宏观经济展望

经济分项	2017 年情况	2018 年预测
消费	上半年平稳，下半年消费者信心大增 总体表现： (+) +	消费继续呈现上升势头，但下半年增速放缓 总体表现： + (+)
就业	失业率持续下滑至 2001 年以来低点，薪资温和增长 总体表现： ++	就业市场维持稳健，但失业率继续下行的空间不大，预计下半年就业市场对经济的边际促进效用将减弱 潜在利好：特朗普推行基建、制造业、移民政策创造更多就业岗位； 总体表现： + (+)
制造业	稳健扩张 总体表现： (+) +	需求的稳健及税率方面的利好将大概率促使上升趋势延续 总体表现： ++
房地产	持续回暖 总体表现： ++	消费和就业走强有利于房地产复苏，但税改政策会对购房积极性造成打击，这一影响预计会在下半年开始体现 总体表现： + (+)
通胀	上半年核心通胀下滑，下半年维持在低位，年末可能会抬头 总体表现： - (+)	上半年就业和消费提升通胀，下半年可能会受加息和经济增速放缓影响 总体表现： + (+)
GDP	稳健增长 总体表现： ++	继续稳健，下半年加息对经济的“刹车”效应开始显现，增速或将略为放缓 总体表现： + (+)

资料来源：中信期货研究部

3.1.1 就业市场继续增长，但人口结构压力显著

2017 年美国就业市场表现稳健，二季度开始失业率就低于 2008 年金融危机之前一年的 4.5% 的平均值，在 9 月继续降至 4.2%，创 2001 年以来的最低值。就业收入也出现明显增长，三季度非农私营企业平均时薪增长 0.28 美元，平均时薪增速创 2007 年下半年以来最好表现。

图39:美国非农就业数据稳健上升 单位:千人



图40:平均时薪在2017年保持正增长 单位:美元



资料来源: Wind 中信期货研究部

但从失业率的边际变化率来看, 失业率下滑的速度已经越来越慢。也就是说**尽管失业率仍在下跌, 但未来继续下跌的难度已经越来越大**。由于“ $\text{失业率} = \text{失业人口} / \text{参与劳动的人口}$ ”, 2010年之后, 一方面美国就业市场迅速恢复, 分子“**失业人口**”在企业扩张的情况下有所增多; 另一方面劳动力参与率却在持续下滑, 分母“**参与劳动的人口**”正在减少。**人口结构的变化是这一现象的根本原因**。婴儿潮²一代正逐渐进入退休高峰期, 而近20年美国新生儿人口增长的速度却降低。2017年美国**经济稳健增长, 劳动力参与率(截至9月底)较2016年底增长了0.4%**, **如果2018年美国**经济维持繁荣状态, 劳动参与率将进一步上升****。但与**失业率减速放缓类似, 在本国人口老龄化而且限制外国移民的情况下, 预计2018年劳动力参与对经济拉动的边际效应有限**。

图41:美国失业率下降的速度正在放缓 单位: %

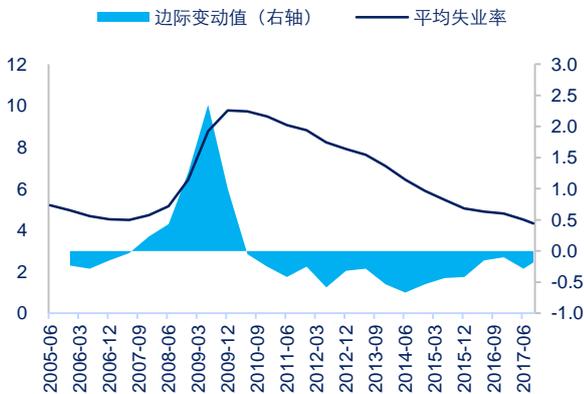
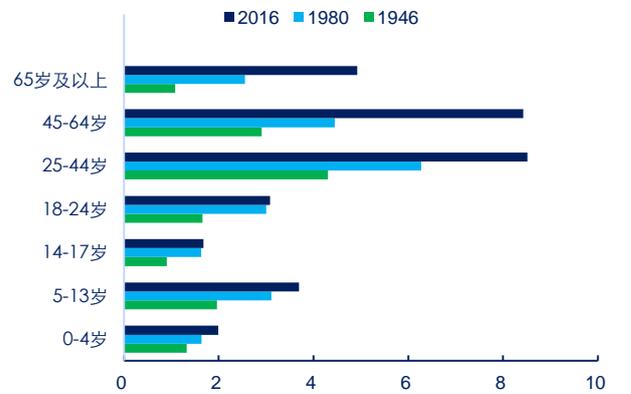


图42:美国中老年人人口占总人口比例上升 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

3.1.2 消费者信心大涨, 推动通胀重拾升势

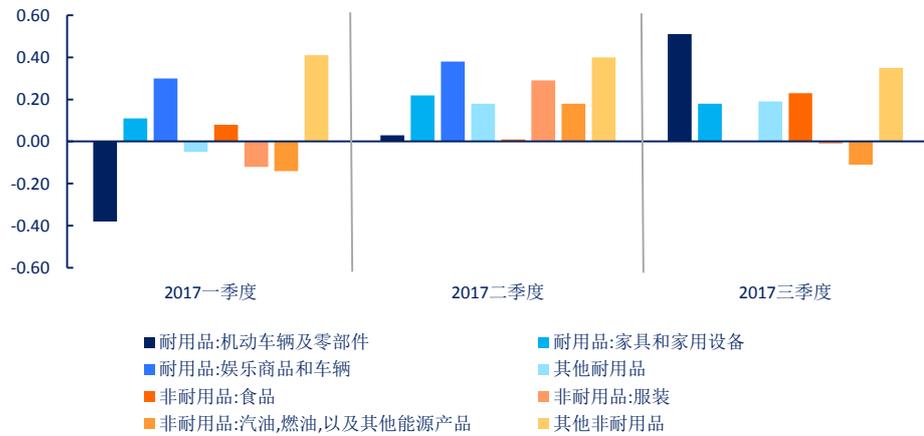
2017年前三季度美国GDP总量14.45万亿, 其中个人消费总量9.98万亿, 占比69.08%, 消费仍然是美国经济的**第一大动力**。商品和服务是对个人消费支出环比拉动率最大的来源, 商品对消费的拉动率在前三个季度分别为0.21%、1.69%、1.34%。耐用品中的**机动车辆及零部件**, 非耐用品中的**服装和食品**在二、三季度对消费的拉动作用显著上升。同时, **消费者信心大幅增强, 10月密歇根大学消费者信心指**

²从1946年至1964年, 这18年间新生儿人口高达7590万人, 这个人群被通称为“**婴儿潮一代**”。

数13年来首次突破100 到达100.70点，甚至超过2007年金融危机之前的高点。就业市场好转叠加消费者信心增强都有助于美国摆脱当前通胀略显乏力的局面。

图43:2017年前三季度，对个人消费支出拉动效应

单位：%



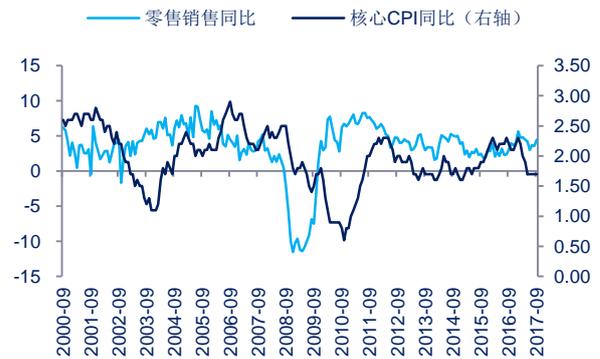
资料来源：Wind 中信期货研究部

图44:消费者信心指数十三年来首次超过100 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图45:零售销售与CPI 单位：%



3.1.3 房地产市场短期有支撑，但税改对中长期存负面影响

美国房地产市场在今年呈现持续回暖之势：一方面，2016年住房自有率下跌的情况在2017年得到改善，9月住房自有率升至63.9%创近11个季度以来新高；另一方面，三季度由于飓风天气影响住房销售显著上升，9月份新建住房销售环比大涨18.89%，成屋销售环比上涨0.75%。房屋价格在2017年全面回升，标准普尔/CS房价指数在8月比2016年同比上涨5.92%，全年同比增速创2014年下半年以来最高。预计2018年伴随着经济持续增长，带动就业和收入增加，以及部分地区的灾后重建需求，对房市的整体需求将进一步得到释放。

值得注意的是，房地产行业作为经济的重要支撑，在此次税改中没有获得直接利好刺激。税改方案把新购住房按揭利息抵扣上限从100万美元下调至50万美元，增加了购买新房的纳税负担，对房地产市场的需求在中长期内构成负面影响。

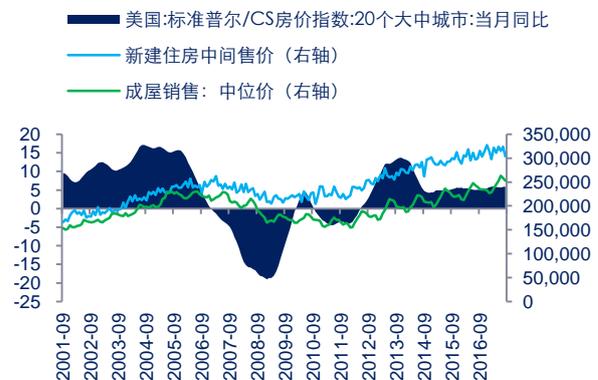
图46:美国新屋销售持续回暖 单位:千套(右轴:月)


资料来源: Wind 中信期货研究部

图47:2017年美国成屋销售放缓 单位: %

图48:2017年美国住房自有率从低位回升 单位: %


资料来源: Wind 中信期货研究部

图49:2017年美国房屋价格上升 单位: %/美元


3.1.4 制造业在需求上升和政策扶持的环境中稳健扩张

美国的制造业在这几年又重新回到政策制定者的视野。一方面美国的内需良好对制造业有支撑,另一方面非美国国家的经济逐步稳定下来又创造了一个逐步回暖的外需环境,令包括美国在内的全球制造业正持续复苏。

从前瞻性经济指标PMI来看,美国9月ISM制造业指数60.8,创近13年来最高水平。10月美国制造业扩张速度从前月的高位回落,但仍保持稳健,在接受美国供应管理协会调查的18个行业中,16个行业活动较前月增长,两个行业活动与前月持平,受访企业普遍认为经营状况良好。**税改也为制造业扩张提供了新的契机**,特朗普计划将企业所得税一次性下调至20%,并鼓励跨国企业在美国投资建厂。**企业投资扩张意愿增强,加上政府政策扶持,预计2018年美国制造业将保持扩张势头。**

另外需要警惕税改方案的海外溢出效应。美国本土的跨国企业被鼓励资金回流美国,更多海外资金会受美国低税率吸引而进入美国投资。美国投资成本降低,引发国际资本流动,会对其它国家产生不利影响,可能也会采取减税政策以应对资本外流。但减税牵一发而动全身,也并非适用于所有国家。

图50:制造业PMI保持在50以上扩张区间



资料来源: Wind 中信期货研究部

3.2 政策展望: 调整负债结构成财政首要任务, 加息脚步不会停止

3.2.1 调整负债结构成财政首要任务, 海外非直接支出将继续缩减

经过多年财政和货币政策扩张, 美国政府债台高筑, 肩负超过 20 万亿美元债务。1960 年以来国会已经 78 次调整债务上限, 包括永久上调, 短时延长, 或者修改债务上限定义——其中 49 次是在共和党执政期间, 29 次是在民主党执政期间。

公共债务占 GDP 比例在 2018 年预算中从 77.4% 下调至 76.7%, 力图在 10 年后降至 60%。降低债务和赤字在 GDP 中占比将会是未来几年持续进行的政策。2027 年前后正好是婴儿潮一代最后一批退休的人群, 在人口结构没有发生突然变化、经济没有变革性突破的背景下, 美国政府将在 10 年后面临退休养老的巨大社保压力。即使不看 10 年后, 未来 1-2 年美国也将迎来偿债高峰, 是经济稳定增长的沉重负担。

为了达成这一减负目标, 2018 年预算削减了 3.6 万亿的支出, 并通过医疗、社保、政府购买和职能、海外援助、非国防自由支出等一系列改革配套完成。美国在今年宣布退出 TPP、退出巴黎气候协定、退出联合国教科文组织就是典型例子, 因为不符合直接显著优先美国利益的要求。

表5: 美国 2018 财年总预算 (部分年份)

单位: 十亿美元和国民生产总值占比

	2016	2017	2018	2019	合计	
					2018-2022	2018-2027
总预算 (十亿美元)						
收入	3,268	3,460	3,654	3,814	20,001	45,751
支出	3,853	4,062	4,094	4,340	22,353	48,901
赤字/盈余 (-)	585	603	440	526	2,351	3,150
公共债务	14,168	14,824	15,353	15,957		
国民生产总值 (GDP)	18,407	19,162	20,014	20,947		
总预算 (国民生产总值占比)						
收入	17.8%	18.1%	18.3%	18.2%	18.1%	18.2%
支出	20.9%	21.2%	20.5%	20.7%	20.3%	19.6%
赤字/盈余 (-)	3.2%	3.1%	2.2%	2.5%	2.1%	1.4%
公共债务	77.0%	77.4%	76.7%	76.2%		

资料来源: 白宫管理和预算办公室 中信期货研究部

3.2.2 货币政策在美联储换届中延续，预计 2018 年或将加息三次

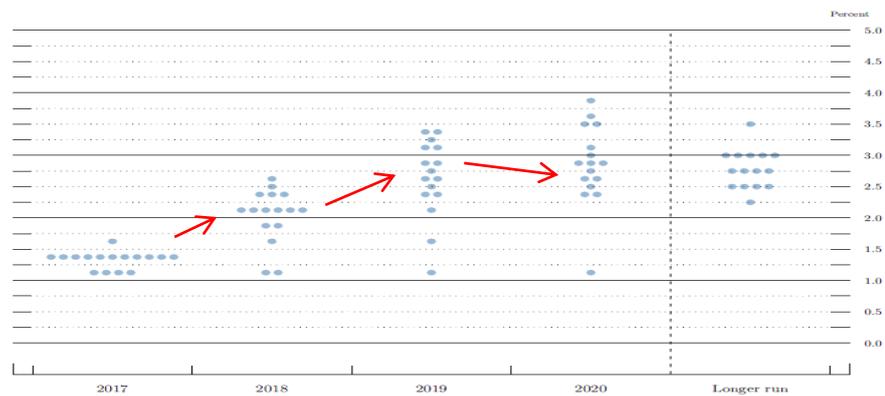
现任美联储理事鲍威尔被正式提名为下一任美联储主席，不出意外的话，他将于 2018 年 2 月开始他的主席生涯。现年 64 岁的鲍威尔在货币政策方面的立场与耶伦最为相近，且性格温和，自担任美联储理事以来，对联邦公开市场委员会的货币政策决定尚未投过反对票，所以**鲍威尔的当选能使美联储当前的货币政策很好地延续。**

按照之前的美联储加息预期点阵图，2017 年还将加息一次，使基准利率区间上行至 1.25%-1.5%；2018 年基准利率将上行至 2.0%-2.25%，按照每次上调 25 个基点，也就是 2018 年还将加息三次，直至 2020 年利率上升至 3%左右。

鲍威尔当选后，美联储 12 月加息的概率已经上升至几乎 100%，因为如果耶伦在其任期内（2018 年 2 月 4 日之前）最后加息一次，将为新任主席减轻立即加息的压力，也有助于美联储政策平稳过度。

图 51:美联储货币政策最新点阵图暗示明年加息步伐还将继续

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：美联储公开会议材料 中信期货研究部

不过，按照我们在下文的分析，美国很有可能会在 2018 年进入加息周期的后半段，随着加息对经济的冷却效果逐步显现，2020 年前后可能会成为经济的拐点。**低失业率对经济的边际促进作用正在减弱，通胀在长期继续上行的动力可能不足，届时，并非经济学出身的鲍威尔会如何应对也是一个悬念**（鲍威尔具有政治学学士、法学博士，将成为第一位没有获得经济学博士的美联储主席）。如果假设美联储的行事风格能够延续，那么在经济出现明显放缓迹象的情况下，明年可能加息两次甚至更少，甚至开始发表鸽派言论以引导市场预期从紧缩转变为中性。

此外，除了美联储主席，其他具有投票权的委员会成员的人事也值得关注。截至 2017 年 11 月为止，现任 7 人理事会成员中，耶伦、费舍尔、杜德利确定了离任时间，使得美联储面临八十年以来最剧烈的管理层动荡，而**人事变动将导致美联储可能会在 2018 年年初出现政策真空期或者说政策犹豫期**。美联储人事变动对 2018 年的政策导向造成的影响，需等到新的具有投票权的成员补上目前的职位空缺之后才能真正确定，我们也将在今后的各类报告中作持续跟进。

表 6: 未来加息窗口及缩表时点预测

议息会议召开时间	会议前可能产生较大影响的风险事件	加息概率
12/13/2017	美联储主席和委员更换，人事变动使得美	如果 12 月份加息，则 1 月加息的概率偏小，因为 1
01/31/2018	联储可能会在年初出现政策真空期或者说	月会议时间紧挨换届时间，不符合加息节奏稳健、缓

日期	政策/事件	论调
03/21/2018	政策犹豫期 税改的经济影响显现；金融监管放松	慢的论调。
05/02/2018		如果上半年经济受政策和监管利好显著促进，则3月和6月都可能加息；如果鲍威尔上任后市场出现不稳定波动，则加息可能延迟至6月。
06/13/2018		
08/01/2018	11月美国政党中期选举	如果通胀预期在2018年三季度并未下滑，则9月加息；如果通胀在下半年停滞，经济保持增长，则可能12月加息；如果通胀停滞，经济放缓，则可能暂停加息
09/26/2018		
11/08/2018		
12/19/2018		

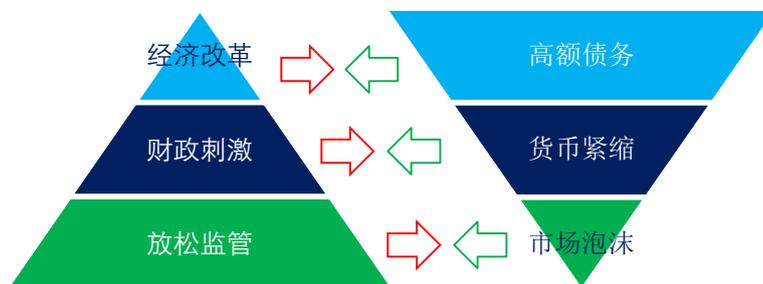
资料来源：中信期货研究部

3.3 重点关注：经济风险从海外向国内转移，美国将展开多层次博弈

2017年全球经济可谓在有惊无险中震荡上行：特朗普新上任时其行事风格并不被市场完全接受，尽管争议不断，但“特朗普效应”带动美股连创新高；欧洲政治风险缓解，尽管右翼势力突起，但最终还是由马克龙和默克尔领导法国和德国；新兴市场国家经济出现分化，但最大发展中国家中国的经济在2017年企稳，前三季度GDP同比增长6.9%，好于预期。

对于美国来说，伴随着“美国优先”、制造业搬回美国、陆续退出一些国际事务等决策将注意力转回美国国内，2018年美国经济的焦点将更多聚集在国内。美国国内经济增长的稳健度和持续性将在多层次展开博弈。

图52:美国的博弈在多层次展开



资料来源：中信期货研究部

3.3.1 经济改革与高额债务的博弈

当前，美国税改方案如期推进，计划11月23日感恩节之前国会通过，这样可以在12月25日圣诞节前交至总统签字正式立法。此次税改方案被命名为《减税与就业法案》，一旦正式落地，将成为特朗普政府的第一项重大立法成就，对于执政即将年满一年的特朗普来说将尤为重要，也会成为明年共和党中期选举的重要支撑。

表7: 税改计划各版本详解

涉及项目	现行税收政策	特朗普计划(4月)	税改框架(9月)	众议院版明细(11月)	参议院版明细(11月)	造成的影响
个人类						
个人所得税	七档: 10%, 15%, 25%, 28%, 33%, 35%, 39.6%	三档: 10%, 25%, 35%	三档: 12%, 25%, 35%	三档: 12%, 25%, 35% (计划针对高收入人群增设第四个税率等级 39.6%)	维持七档	降低全国民众的税负压力
个税免征额	个人: 6350 美元 家庭: 约 12600 美元	约 25200 美元	约 25200 美元	个人: 12000 美元 家庭: 24000 美元	个人: 12000 美元 家庭: 24000 美元 儿童: 1650 美元	主要是降低了中产阶级家庭税负压力
校正性最低税	个人所得另一种计税方式, 若按此法计算所得税费高于个人所得税, 则按此法交税	取消		取消	取消	降低了中产阶级和富人们的税负压力
遗产税	每人 543 万美元免税额, 超出部分根据遗产税率征收。18%-48%不等。	取消		起征点翻倍, 6 年内逐步取消	起征点翻倍, 但不会取消	主要是针对富人减少税负压力
净投资所得税	年所得超过 20 万美元的个人或年所得超过 25 万美元的夫妻需缴纳 3.8%	取消		不变	不变	中产阶级和富人们投资积极性更高了
401(K) 退休储蓄计划	雇主在雇员 401K 退休计划中存入的资金不用缴纳所得税, 但投入资金的上限是雇员年收入的 6%			不变	不变	影响退休人群福利
房屋贷款利率的税收减免	新购住房按揭利息抵扣上限为 100 万美元			抵扣上限降至 50 万美元	抵扣上限不变, 仍为 100 万美元	增加了购买新房的纳税负担, 负面影响房地产行业
企业类						
企业所得税	35%	15%	20%	一次性下调至 20%	一次性下调至 20%, 后年生效	大幅降低企业税负
一次性利润汇回税	美国企业将海外利润汇回国内, 缴纳 35% 的利得税	美国企业将海外利润汇回国内, 一次性缴纳 10% 的利得税		现金及等价物为 12%, 非流动性资产为 5%	现金及等价物为 12%, 非流动性资产为 5%	跨国公司海外存量盈余回流美国
企业海外收入税率	全球税制	属地税制: 美国企业海外利润只需要在利润产生所在国交税, 而无需向美国政府交税				美国成为避税天堂, 全球资金都汇往美国

企业净利息扣除	按照实际发生的利息进行抵扣	限制部分利息的税收抵扣		净利息费用的抵扣额不能超过公司息税前收入的 30%	净利息费用的抵扣额不能超过公司息税前收入的 30%	设置净利息抵扣的上限
---------	---------------	-------------	--	---------------------------	---------------------------	------------

资料来源：中信期货研究部根据公开资料整理

我们对税改对经济可能的推动作用做一个简单的推算：按照 2016 年已有数据和预算办公室对 2017、2018 的预测数据，若税收占 GDP 比例降低 1%，意味着税收降低 1840.7 亿美元，平均每季度约 460 亿美元，其中个人可支配收入增加 295 亿美元，企业税后收入增加约 165 亿美元。因此，**2018 年总需求增加约 1780 亿美元，名义 GDP 增长约 5%，实际 GDP 增长约 3%。**

尽管减税会刺激经济增长，但也有负面的影响：**减税的主要目的是刺激经济活力，创造更多的就业岗位，但如何在财政收入减少的情况下应对高额的债务支出仍然是美国政府需要面对的棘手问题。**美国政府肩负超过 20 万亿美元的债务，公共债务占 GDP 比例为 77%，根据美国尽责联邦预算委员会的估算，企业所得税的降低将直接减少 2.2 万亿美元的财政收入。

税改立法已经接近完成，那么问题又来了，美国下一步改革推进的重点是什么？答案或许是医改和基建。

医改是特朗普上台后开展的第一项改革，但上半年因为反对力量太大，先后三次遭遇投票失败。10 月特朗普签署一项新的行政命令，旨在扩大民众医保选择范围，继续为医改铺路。

“奥巴马医改”推行全民医保，要求强制投保和政府补贴，强调的是全面、平等；“特朗普医改”则是给政府、保险公司和富人减负，更多实行市场化运作，强调的是效率、选择权。两者并无直接的优劣之分，只不过站的角度不同，改革的效果也会不同。根据美国预算办公室（CBO\JCT）发布的一项预测，特朗普医改方案一旦通过，美国财政赤字在 2017-2026 十年将减少 3370 亿美元，包括 3230 亿预算内和 130 亿预算外的节省；但另一方面，2018 年大约 1400 万美国人失去医疗保障，到 2026 年，无医疗保障的人口将由目前的 2800 万人扩大到 5200 万人。

表8: 特朗普医改更有利于健康年轻、富裕人士

政策	奥巴马医改	特朗普医改
强制性	全民投保，否则罚款	取消强制性
政府补贴	是，尤其是帮助一些低收入的人购买保险	否，减少联邦政府对医疗补助的支持，2020 年后，联邦政府将终止覆盖低收入人群的医疗补助扩张计划。
税收	针对富有阶层的 3.8% 的投资税，利用这一税收为《平价医疗法案》提供资金	提议取消投资税，不过在最新税改细则中维持不变；个人收入不超过 21.5 万美元的 30 岁以下人群可获得高达 2000 美元的“可退还税款抵减”
保险公司	要求保险公司覆盖所有州范围，不允许保险公司在参保者患病时提高保费率，提供一系列健康福利，包括生育保险和心理健康等方面	非强制，允许保险公司向 50 至 60 岁的人群收取更高的费用

资料来源：中信期货研究部根据公开资料整理

另外，国会通过的 2018 财年预算中，对 1 万亿美元基建投资予以支持，资金将以联邦基金和非联邦基金的形式筹集，还包括一些原有项目的加速推进，例如早前停滞的原油管道计划（Keystone XL pipeline）。

从启动时间来看，尽管医疗制度改革提出的时间最早，但触及全民根本福利和利益，无论是选择变与不变都举步维艰，预计需要较长时间推进，并非一年的时间可以轻松完成。现在已经进入重新辩论时间，预计还需要数月时间才能重新提交草案，至

少需要等到明年二季度才能见到雏形。

对于较晚提出的基建项目，美国公共基础设施老旧已是不争的事实，所以在项目制定上可能比医改和税改相对容易，推行速度或将后来居上。鉴于基建项目往往历时较长且在实施初期可能经历两党的反复博弈，因此短期影响可能不如市场预期的那样强劲，但长期来看如此大规模的基建投入不仅将明显推进美国国内制造业发展并创造就业，拉动其经济增长，而且会带动全球需求回暖，基建相关的大宗商品的需求将会得以明显提振。但在可行性上，万亿美元支出和紧张的政府预算的矛盾会成为改革的最大阻碍。

图53:2018年财政预算支出分类占比 单位：%

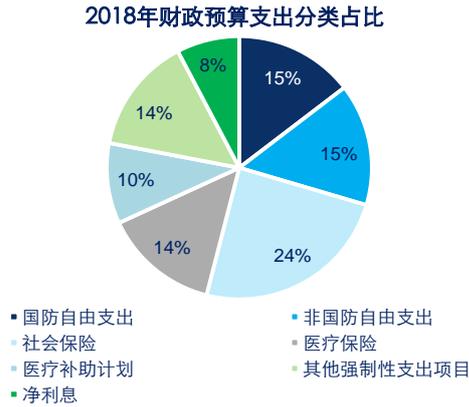
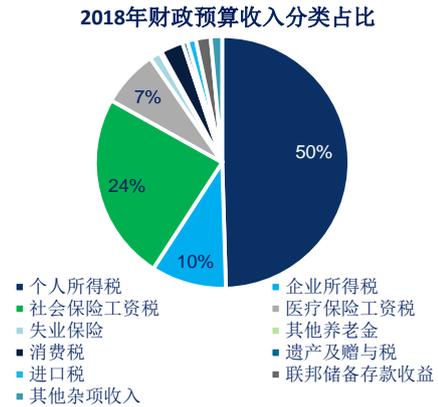


图54:2018年财政预算收入分类占比 单位：%



资料来源：美国 2018 财年预算 中信期货研究部

图55:2018-2017预算支出分类占比变动对比 单位：%

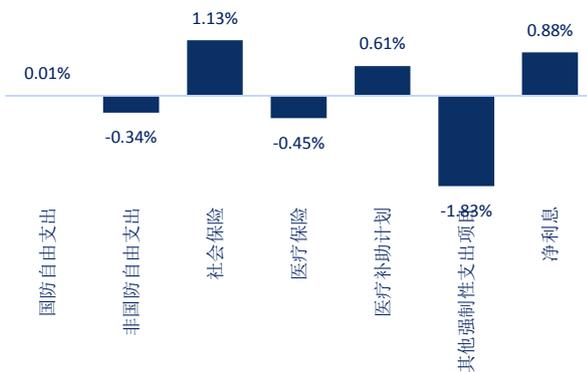
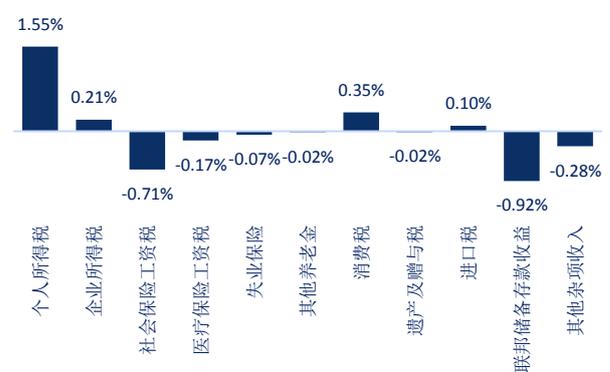


图56:2018-2017预算收入分类占比变动对比 单位：%



资料来源：美国 2018 财年预算 中信期货研究部

3.3.2 财政政策与货币政策的博弈

如前所述，美国政府振臂高呼美国梦的复兴，这需要持续增长的经济作为支持。从财政政策的本意来看，确实也在为经济增长布局，但是美联储加息的步伐已经坚定地迈出并且或将于明年初步显现出其对经济降温的威力。

美国正经历 40 年以来最长的加息周期。上世纪 80 年代以来，美国经历过 5 次完整加息周期，现在正处于第 6 轮周期中。每次加息的时间大概在 1-2 年，2004 年开始的最近一次完整的加息周期持续时间最长，加息幅度也最大。2015 年 12 月开始的本轮加息已经进行了 2 年时间，而且预计 2018 年还将继续进行。

表9: 1981年至2006年美联储5次加息时间和利率

加息周期	持续时间 (月)	初始基准利率	结束基准利率	结束原因
1983.5-1984.8	15	8.5%	11.5%	通胀大幅下跌
1988.3-1989.2	11	6.5%	9.8125%	海湾战争
1994.2-1995.2	12	3.25%	6%	通胀下跌, 亚洲金融危机
1999.6-2000.5	11	4.75%	6.5%	互联网泡沫, 911
2004.6-2006.6	24	1%	5.25%	房地产泡沫, 次贷危机
2015.12 至今	23, 待续	0.25%	——	——

资料来源: 中信期货研究部根据公开资料整理

无论是货币政策还是财政政策, 我们都可以通过利率水平以及汇率水平来加以观测其影响。换言之, 我们可以将利率视为货币政策和财政政策在国内博弈的主战场, 而汇率则涉及国与国之间的较量。

我们曾经在专题报告《中信期货策略专题报告 20170726——资产配置系列专题之二: 把握加息周期拐点, 优化资产配置策略》分析了从1988年到2006年期间, 美联储先后4次加息周期中利率结构的表现。**我们发现每次加息进行到末期时, 国债10年期和2年期收益率的利差都会缩小至零, 也就是说利率曲线变水平。**

期限结构中短端利率能快速反映流动性的变化, 而长端利率更多反映对通胀和经济发展的预期。在加息周期的前期, 短端利率随着流动性趋紧而上升, 而长端利率伴随着通胀预期减弱而下降, 利率曲线逐渐变平缓。在加息周期的后期, 通胀已经得到控制, 经济周期发生改变, 10年期国债收益率已经足够低, 如果继续加息, 则会进一步收紧流动性, 使得短端利率超过长端利率, 形成利率曲线倒挂的结构。流动性紧张, 借贷成本过高, 高杠杆, 是数次金融危机爆发的导火索。

我们还分析了大宗商品对利率的敏感度在加息周期中的表现, 除了利率曲线在加息周期的末期变水平, **还有一个现象每次加息周期中都会出现, 就是大宗商品对利率的敏感度在加息尾期达到顶点**; 换句话说, 最后一次加息前后, 即使利率小幅变动, 也会造成大宗商品的大幅波动。

以目前的利率结构和商品对利率敏感度来看, 还不能看出加息周期结束的拐点信号。但是, 2017年随着美联储加息3次(预计12月还有一次), 利率曲线结构已经出现平缓走势, 商品对利率的敏感度正在上升。2018年美联储将继续加息, 预计我们的观测信号也会更加明显。

图57: 2004-2006年美国10年期和2年期国债收益率利差 单位: %

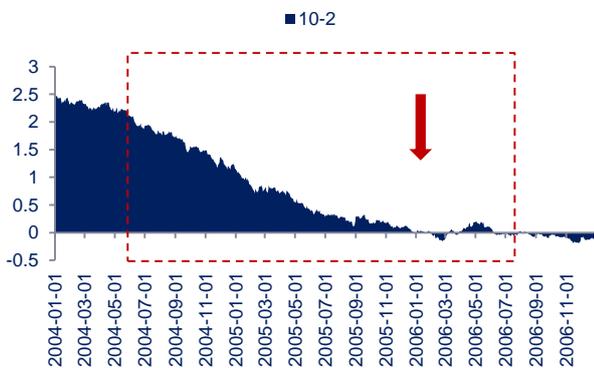
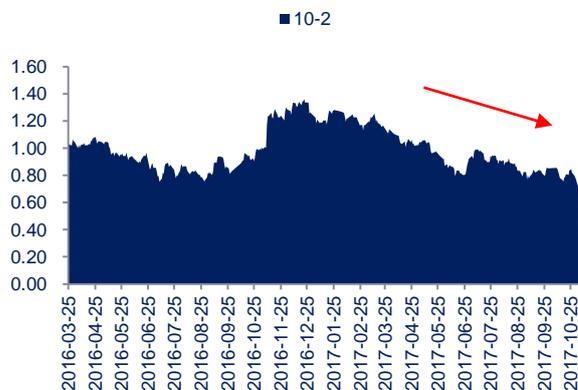


图58: 2016至今美国10年期和2年期国债收益率利差 单位: %

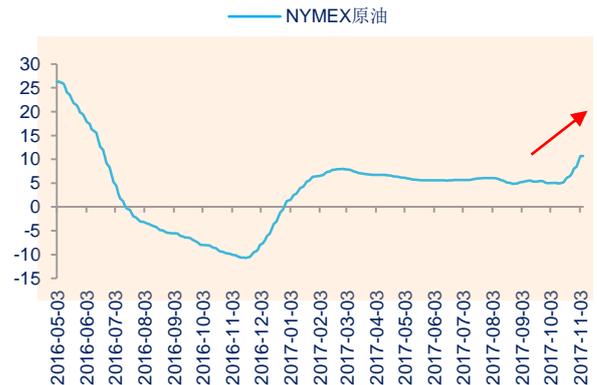


资料来源: Bloomberg 中信期货研究部

图59:2004-2006原油价格对利率敏感度



图60:2016至今原油价格对利率敏感度



资料来源: Bloomberg 中信期货研究部

那么，美元指数在明年又将何去何从呢？

长期来看，从1981年至今，美元指数的平均值是96，没有出现类似10年期国债收益率那样的趋势性下跌情形。

从本轮加息周期开启前直至今日，美元指数已经走过了四个阶段。(a) 2014年下半年，市场已经预期到美联储会加息，所以提前配置美元，出现一波大幅上涨的行情。(b) 到2015年底美联储真正加息时，美元已经充分体现加息预期上涨速度开始放缓。(c) 第二波大幅上涨出现在2016年四季度，美国经济好转提升12月第二次加息的预期，叠加“特朗普行情”，美元指数上涨至2003年以来的新高，而且美国股市也多次刷新历史新高。2016年底第二次加息落地令美联储加息周期得到确认，尽管后来几次确认加息的会议前曾经有拉涨的情形，但是高度都不超过前高，美元指数筑顶后开始震荡向下。(d) 2017年9月开始，美联储10月缩表、12月加息以及税改预期的共同作用下，9月下旬美元指数在91点低位上方触底反弹，截至目前的一个半月时间涨幅超过4%。

回顾2017年，美元呈现前弱后强的情形。之所以在加息脚步加快的情况下反而持续下跌，主要原因有以下几点：

- 2017年上半年美国失业率维持低位，经济稳健复苏，但**通胀连续几个月疲软下滑，而抑制通胀正是美联储加息的最大理由之一**。对于加息后续进展的不确定性也引发了对美元的不确定性。
- **特朗普上任半年，竞选时承诺的医改、税改、基建政策暂无实质性进展，政府的执行力受到公众质疑**。美股已经被推至历史新高，经济如果没有强有力的政策落地支撑，每一次狂欢都为泡沫破裂埋下隐患。
- 欧洲经济正在复苏扩张，英国经济强劲，德国和法国领导的欧元区正在崛起，**美国和美元不再是唯一的最好的选择**。

展望2018年，美联储议息会议上的加息决议还是会类似2017年那样对美元存在短时的脉冲性上涨支撑，然而和2017年不同的是，2018年还需叠加美国一系列诸如税改、医改以及基建等财税措施对经济的刺激效应对美元的支撑效应，**使得美元在2018年大概率会呈现前强后弱的格局：**

- 明年上半年，美国相对疲弱的通胀可能会抬头，相应地，美联储明确表示2018年继续加息，而欧洲央行的态度仍较谨慎(因受到德国政府组阁、意大利大选、加泰罗尼亚公投等风险事件的困扰)，至少明年上半年欧洲央行加息的概率很小。

- 明年上半年特朗普为了争取中期选举的选票，预计会更有动力推行各类政策。例如税改会在 2018 年一季度落地，推升国际市场在美投资热情，令资金流向美元资产。
- 明年下半年，美国市场有可能出现经济过热的迹象，美元经过上半年的上涨到达阶段性的高点，过高的美元不利于以美元标价的出口贸易，会扩大贸易逆差，并增加政府债务压力，再次束缚美国在财政政策方面施展手脚。同时，美联储加息和缩表对经济的抑制效果也会更加明显。这些都将成为美元的主要下行压力。

3.3.3 市场泡沫与放松监管的博弈

耶伦在任期内严格执行 2010 年奥巴马任内通过的《多德-弗兰克法案》，以防范系统性风险为最高宗旨，限制金融机构扩大杠杆，对大型金融机构的自营交易业务做了极为严格的限制。而鲍威尔对金融监管的态度与耶伦不同，在之前的公开演讲中数次提及金融机构需要松绑，**他执掌美联储后金融监管松绑已经是大概率事件。问题在于，鲍威尔会如何实施松绑，是框架上还是局部细节上，松绑的力度和节奏如何，以及美联储是否，或者如何与政府合作？**鲍威尔是律师出身的共和党人，对金融监管方面的工作经验丰富，特朗普在提名时表示“美联储需要一个强有力、可靠和稳定的领导层”。所以，他领导的美联储可能会和政府的关系走得更近一些。对金融监管的主张或许会与特朗普在竞选纲领中提出的金融监管改革有异曲同工之处。

表10: 特朗普政府的金融监管改革法案提案: CHOICE (Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs)

CHOICE Act 主要内容	
新政减负	金融业行政事务减负，降低企业合规成本，释放中小金融机构活力，鼓励美国资本市场发展
结构调整	金融监管机构结构调整，厘清监管部门职责、规范，增加金融监管透明度及公众监督
业务松绑	放开金融机构自营业务投资，取消政府兜底，取消“生前遗嘱”。

资料来源: H.R.10-Financial CHOICE Act of 2017 中信期货研究部

事实上，相比金融监管将如何放松，我们更需要关注金融监管放松带来的一连串后果。当前美国股指持续站上历史新高，已经开始制造泡沫，放松监管可能会大大加速泡沫累积直至泡沫被刺破的进程。届时股市大跌、经济衰退势必接踵而至。不只是美股，今年欧洲、亚洲多国股市都创新高，如果美股出现剧烈动荡，势必会产生负外部效应，令避险情绪迅速感染全球股市。美国何时从加杠杆周期踏入泡沫破裂期，这是站在目前的角度全球市场面临的最大的黑天鹅。

3.3.4 其他不确定因素

美国与其它地区的地缘摩擦会成为短期经济增长的不确定性因素。2017 年美国与朝鲜多次摩擦，抬升全球避险情绪；在中东地区打击 ISIS 的行动也饱受争议；2018 年在国家安全保卫方面大幅增加预算似乎预示着来年此类摩擦或将持续不断。

此外，**社会和人口结构上的变动是美国经济增长的长期风险：**在本国人口老龄化

的同时限制外来移民，社会贫富分化严重，改革会触动部分人的利益并刺激社会不稳定情绪，国内频繁爆发枪支安全事件等等。如果得不到有效化解，一系列不稳定因素将不断积压，直到爆发。

表11:影响美国经济的其他不确定性因素

类别	不确定性因素	作用期限	具体影响
地缘摩擦	美朝关系	短期	短时推升全球避险情绪，影响事件往往持续一周左右
恐怖主义	国外打击 ISIS，国内遭受恐怖袭击	短期	短时推升全球避险情绪，影响事件往往持续一周左右
社会稳定	贫富分化，种族冲突	长期	刺激社会不稳定情绪，国内频繁爆发枪支安全事件等等
人口结构	老龄化，移民政策	长期	劳动参与率降低将长期限制经济增长，移民问题容易激发社会矛盾

资料来源：中信期货研究部

四、欧洲：政治风险暂缓令经济加速，仍需面临区域发展不均衡之挑战

4.1 经济展望：欧洲迎来十年来最快增长

欧洲经济正在以十年来最快的速度增长，就业市场好转，内外需拉动贸易增长，制造业扩张速度全球领先。经济复苏将推升通胀的预期，不过过程相对缓慢，导致欧洲央行可能要等到明年四季度才会开始考虑加息。明年欧洲还要经历意大利大选和德国、法国领导的欧盟改革，同时，德国不稳定的联合执政、意大利危机四起的银行业债务同样给“欧洲振兴”带来挑战。

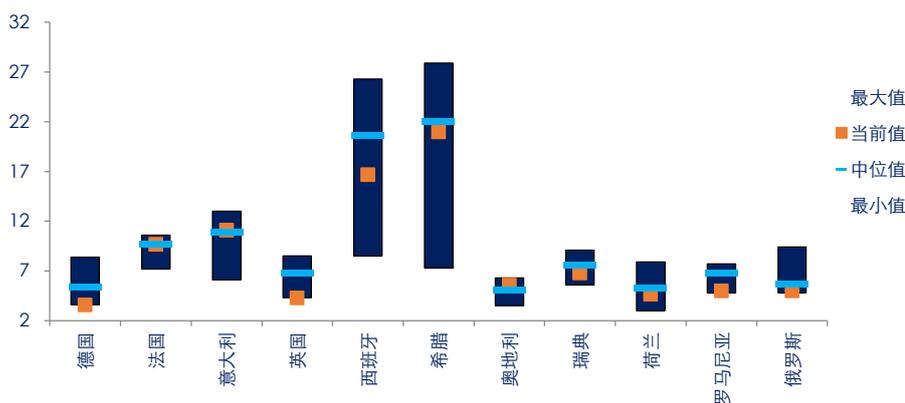
4.1.1 失业率下行开启复苏之门，就业市场失衡或为可持续发展埋隐患

欧洲近三年来就业持续好转，当前欧元区失业率为 8.9%，大幅低于欧债危机时期的 12%，基本恢复至 2008 年金融危机之前平均水平——1997 年至 2007 年欧元区失业率平均值为 8.97%。

欧洲整体就业改善，不过不同地区仍存在明显分化。德国、英国、荷兰失业率已经降至 5% 以下，其中德国当前失业率(3.6%)更是创下 1991 年以来的最低值。与之形成反差的是，希腊、西班牙、意大利失业率分别高居 21%、16.7% 和 11.1%，虽已经较三年前显著改善，但仍大幅高于欧洲其它国家。**欧洲就业市场的分化从侧面反映欧洲经济复苏并不均衡，如果强者和弱者的差距持续拉大，会为复苏的后续动力埋下隐患。**

图61: 欧洲各国当前失业率统计 (2007年至今十年区间)

单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

4.1.2 贸易有望进一步增长, 但需警惕全球壁垒递增带来的阻碍

根据欧盟统计局数据,2017年1-8月份欧盟货物出口额12333亿欧元,进口额12278亿欧元,同比分别增长9.3%和9.4%,货物贸易顺差55亿欧元,同比减少6.8%。从产品结构看,对出口拉动作用最大的是机电设备与车辆、能源类产品和化工产品(合计占欧盟总出口额65%),1-8月份同比分别增长7.4%、38.6%和7.8%,合计拉动欧盟出口额增长6.1个百分点。进口额增幅最大的为能源类产品(增长34.6%)和原材料(增长17.3%),合计拉动欧盟进口额增长5.8个百分点。从贸易对象看,1-8月份欧盟对美国、中国和俄罗斯出口额分别增长4%、19.2%和22.3%,相应进口额分别增长3.4%、7.1%和28.1%。

贸易仍然是拉动欧盟经济的主要动力,内外需求环境正在改善;不过,当前全球贸易环境并不友善,保护主义抬头会阻碍贸易更大幅度的增长。根据欧盟委员会今年6月的《贸易和投资壁垒报告》,欧盟出口汇报的贸易壁垒数量在2016年增长了10%;截至2016年年底,欧盟在全球50个目的地有多达372项贸易壁垒,其中2016年产生的36项会对欧盟270亿欧元的出口贸易造成影响。

在外部,欧盟最大的贸易伙伴国美国开始实行贸易保护主义,欧盟与之多次发生贸易争端:例如美国限制从欧盟进口钢铁,欧盟对谷歌开出24.2亿欧元的天价反垄断罚单,等等。除了美国,欧盟也把俄罗斯、中国、印度列入阻碍其贸易公平增长的首要国家。

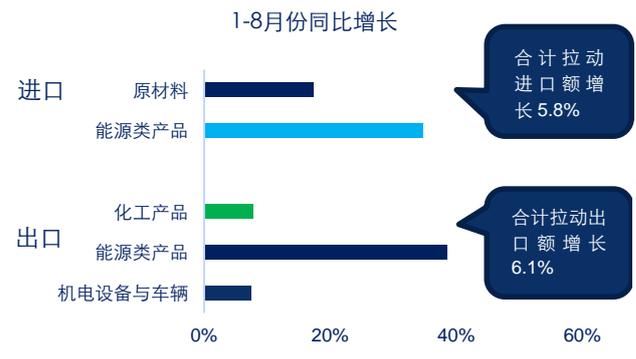
贸易纷争将成为影响全球经济复苏的重大隐患,贸易战一旦开始,就可能蔓延至政治、经济、甚至文化领域,毕竟商品贸易摩擦只是表象,各国在合作和竞争之间相互制衡、争取利益才是本质。合作共赢还是各自为阵,是明年全球贸易的最大悬念。

图62:2017年1-8月欧盟货物贸易顺差55亿欧元 单位:百万欧元



资料来源: Wind 中信期货研究部

图63: 欧盟贸易产品结构 单位: %

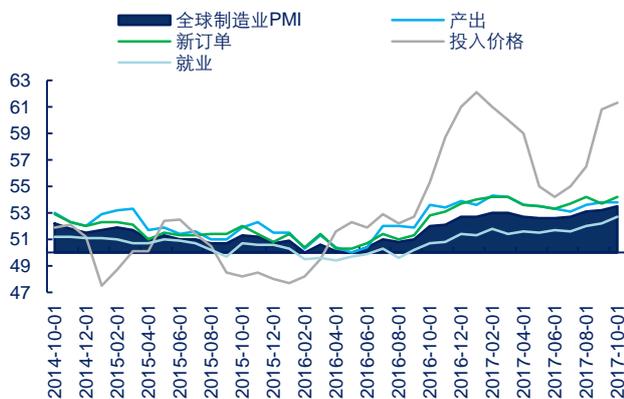


4.1.3 制造业维持扩张，成本上升将推动 2018 年通胀上行

经历了欧债危机的持续萎缩之后，PMI 数据显示欧洲制造业已经连续四年实现扩张，10月制造业 PMI 升至 58.5，创下 80 个月新高。分项指标中，产出、新订单、就业指标在 2017 年实现连续扩张。德国、荷兰和奥地利是增长最为强劲的国家，意大利 (57.8)、西班牙 (55.8) 和希腊 (52.1) 等边缘国的情况也获得了极大改善。

新订单强劲增长给产能带来压力，导致新增工作岗位需求上升、供应链交货时间延长以及提前补库存。当前供应端压力已升至近 6 年最高，生产投入成本增加，这将逐步传到至大宗商品价格。强劲的制造业扩张将给 2018 年欧洲经济增长和通胀上升提供稳定支撑。

图64:全球制造业PMI稳健增长 单位:%



资料来源: Wind 中信期货研究部

图65: 欧元区制造业PMI强劲扩张 单位: %



4.2 政策展望：欧元区通胀尚需时日，首提加息至少要等到四季度

2017 年欧洲货币政策正式出现转折的信号：欧洲央行于四季度宣布将月度购债计划从 600 亿欧元削减至 300 亿欧元，从 2018 年 1 月起开始实施，至少延续 9 个月。此外，英国央行已经开始行动，十年来首次宣布加息，将基准利率提高 25 个基点至 0.5%。

欧洲央行正通过缩减量化宽松规模为加息铺路。从内部来看，欧洲经济复苏的迹象

更加明显，2017 年无论是经济增长还是就业都有显著进步；从外部来看，美国已经在加息的路上越走越远，货币政策偏离过多不利于欧元稳定和复苏的可持续性。但是，通胀始终低迷是欧洲央行紧缩道路上的最大障碍：10 月，欧元区核心 CPI 同比增长 0.9%，前值为 1.1%，2017 年 1-10 月均值为 1.01%，距离 2% 的目标相差甚远。从时间上来看，由于欧元区现在通胀水平距离目标还有距离，按照当前的节奏，假设 2018 年开始可以每个月实现 0.1% 的通胀增长，也要等到 10 月份才能到达 2%，还不考虑中间有月份数据震荡下滑的情形。所以，大概率上如果欧洲经济明年继续温和稳健复苏，欧洲央行至少要等到明年 4 季度才会开始考虑加息，同时也要观察减少国债购买的实际效果；除非放弃 2% 的目标通胀，或者通胀出现大幅急速上行的情况，欧洲央行才会考虑将加息时点提前。

图66:欧元区核心CPI维持1%低迷状态 单位:%

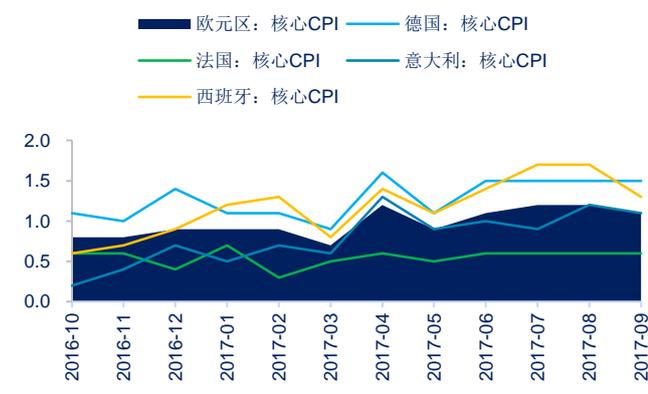
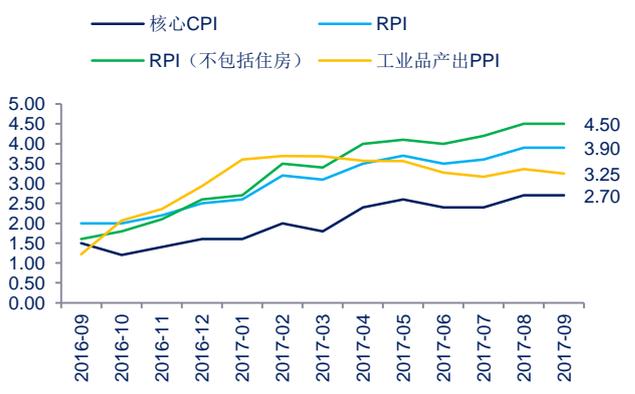


图67: 英国通胀早已超过2%目标水平 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

4.3 重点关注：脆弱的意大利以及德法领导的改革

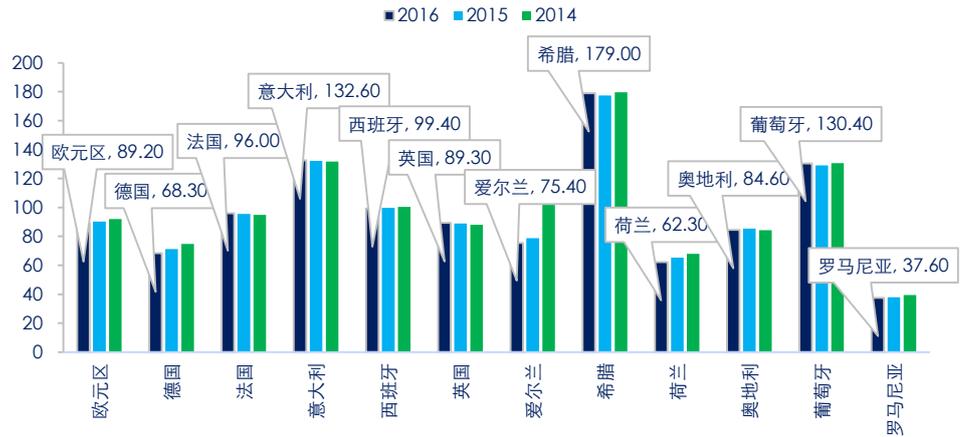
4.3.1 脆弱的意大利：高筑的债台和 2018 年大选

欧洲央行想逐步退出量化宽松，但这并非易事，挡在前路的除了低迷的通胀，还有欧元区国家高额负债，尤其是金融业危机重重的意大利。意大利是欧元区最大的债券发行国之一，2015 年以来，欧洲央行已经从意大利购买了 3000 亿欧元的债券，比同期意大利政府的发债规模高出三倍多。预计 2018 年当欧洲央行将月度购债计划从 600 亿欧元削减至 300 亿欧元，意大利债券市场会首当其冲。

2016 年意大利政府债务总额占 GDP 的比例已经高达 132%，虽然还低于希腊的债务占比，但意大利的经济体量要大得多，在欧洲仅次于德国、法国、英国。2016 年意大利银行不良贷款率为 17.12%，大幅高于欧元区整体银行业不良贷款率的 5.4%。当意大利债券市场因为需求减少而利率上行之时，其债务负担会更加沉重。

图68:欧洲各国债务占GDP比例

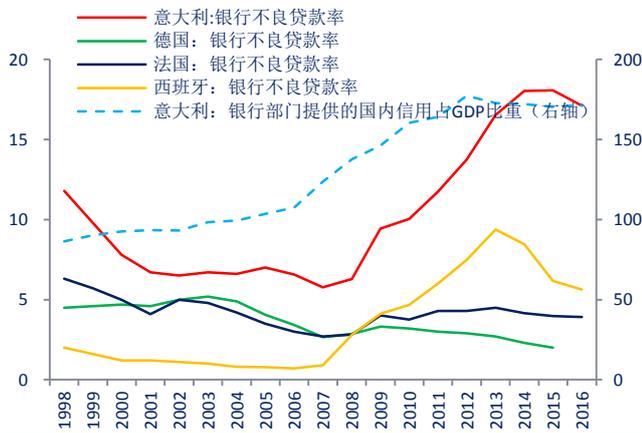
单位: %



资料来源: wind 中信期货研究部

图69:意大利不良贷款率仍处高位

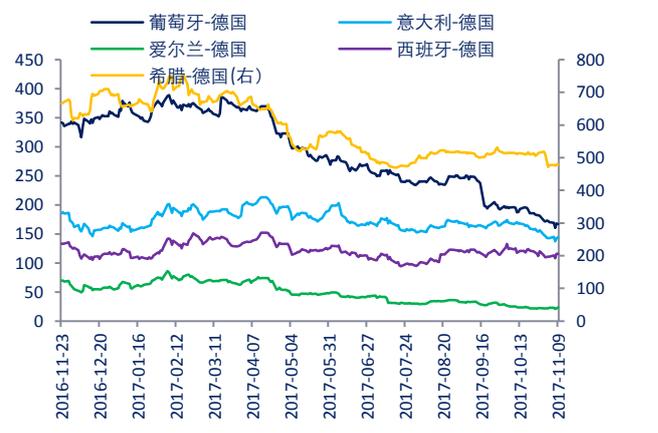
单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图70: 欧猪五国 (PIIGS) 与德国国债利差

单位: %



欧元区银行系统目前有 8650 亿欧元的不良贷款,其中 2490 亿欧元来自意大利的银行。为了应对不良贷款,欧洲央行出台了对于新增不良贷款准备金的最低限度的监管预期,意大利政府则试图通过国家救助,将私有银行国有化,筹集民间资金等形式支援濒临破产的银行业。

表12: 应对意大利银行不良贷款

时间	救助措施
2017/2/17	意大利国会通过了一项法案,将通过发行 200 亿欧元国家债券,拯救西雅那银行和其他陷入困境的银行。
2017/6/25	意大利政府宣布拨款 5 2 亿欧元,救助威尼托银行和维琴察人民银行,旨在维持正常运营,并将立即对这两家深陷危机的银行启动清算程序。
2018 年一季度末	欧洲央行将提出进一步应对措施。早前要求不良贷款水平较高的银行提交相关削减战略及削减目标。

资料来源: 中信期货研究部根据公开资料整理

意大利的另一大不稳定因素来自 2018 年的大选。根据规定,意大利必须在 5 月 20 日之前再度举行选举,以产生新一届政府。民调显示,目前执政党民主党(中左翼)和反对党“前进党”的支持率领先,民粹(极右翼)政党“北方联盟”和“五星运

动党”的得票率小幅落后。**如果极右翼五星运动党（反体制、欧洲怀疑论）在明年的大选中取得胜利，将有意带领意大利离开欧元区，进而威胁欧盟和欧元的稳定。**此外，11月6日，在西西里岛的地方选举中，意大利前总理贝卢斯科尼领导的中右翼党派联盟赢得39.8%的选票，排名第一获胜，令明年大选的局势愈发扑朔迷离。

9月，意大利财政部将2017年和2018年经济增长预期分别上调0.4和0.5个百分点至1.5%。意大利国家统计局数据显示，8月份意大利商业信心指数为107，创下10年来最高值。今年第二季度国内生产总值同比增长1.5%，为2011年以来最高值。**意大利经济呈回暖态势，但仍存在诸多风险，脆弱的金融系统和2018年大选，给复苏道路蒙上阴影。**

4.3.2 德法领导的改革前路仍然布满荆棘

2017年是欧洲的政治大选年，在右翼势力突起的大背景下，法国和德国有惊无险地迎来最年轻总统马克龙和开启第四任总理任期的默克尔，二者均有意在任期内推进欧盟一体化的改革进程。赢得大选胜利只是刚刚开始，德法领导的改革前路仍然布满荆棘。

(1) 从德国到牙买加有多远？

距离默克尔在9月24日大选中胜出已经过去快2个月，德国还在进行首轮组阁谈判。鉴于选票结果，目前市场预测可能性最大的组阁形式是组建“牙买加联盟”，即联盟党、自民党和绿党。（因为这三党的颜色分别是黑、黄、绿，对应牙买加国旗颜色，所以被称为“牙买加联盟”）

问题在于，各党派分歧严重，自民党和绿党的政治主张高度对立，在欧盟、移民、能源、税改等领域各持己见。例如在难民问题上，自民党表现强硬，对难民抱不欢迎态度，绿党则要求给与难民更多融入的权利，另外联盟党认为欧盟各成员国都需担起责任以防止人道主义危机。**就算联合议会成功组建，也很有可能脆弱和不稳定**，因为自民党和绿党（不同于传统大党联盟党和社民党）尚未有过国家层面的合作经验。

不仅是政府组阁困难，**极右翼党派德国选择党成功进入国会，这在二战以来尚属首次**。不只是德国，法国和意大利大选中极右翼党派也高调出现，欧洲极右翼势力崛起不容小觑。

德国政府组阁难度空前，高度不稳定的执政联盟，极右翼民族主义政党跻身联邦议院，都将改变德国的政治基调。

(2) 从远大抱负到实现理想有多远？

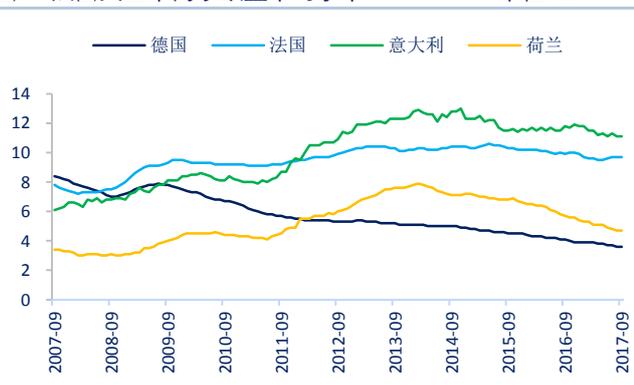
马克龙高举“改革”的大旗进入爱丽舍宫，成为法国历史上最年轻的总统。正式上任后，马克龙制定的国家战略方针包括劳动法改革、教育改革、编列预算改革、加强政治道德规范改革和简化行政改革，其中劳动法改革是首要任务之一。

劳动法改革是法国政府的“顽疾”，现行劳动法对劳动力的过度保护导致工作效率低下、企业用工成本过高、政府负担过重等多重问题。马克龙主导

的改革意在让劳动法在处理劳资关系上更加“灵活”，赋予雇主用工和解雇员工等更多权限，以降低企业成本，盘活就业市场。

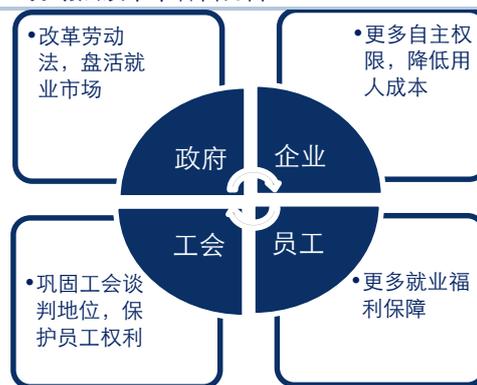
但是**劳动法改革仅受到企业的支持，遭到工会和很多法国民众的大力反对**。5月马克龙当选时民调支持率为66%，到8月中旬仅剩36%。9月法国劳工联盟等工会组织了反对改革法案的全国游行示威行动，10月大约26万法国公务员走上街头抗议。事实上，早在法国前总统弗朗索瓦·密特朗执政时期，就开始酝酿改革，但20多年过去了，改革却依然举步维艰。前总统奥朗德在2016年推动劳动法改革就曾引发社会严重动荡而被迫放弃。面对阻力，马克龙表现出不惧的态度和坚定的信心，于9月底签署《劳动法改革法案》政令，意味着法国政府经过议会授权后，总统用政令方式通过了该项改革法案。**改革意味着权利和义务的再分配，习惯了安逸工作的法国民众担心就业没有保障，工会担心地位下降，非执政党派担心选票减少，企业担心用工成本过高，政府担心经济活力。劳动法改革短期会有阵痛，长期会重新激活法国的就业和经济。当梦想照进现实，马克龙能否切实推进改革，化解短期可能加剧的社会动荡，还有待观察。**

图71: 法国失业率高出欧盟平均水平 单位: %



资料来源: Wind 中信期货研究部

图72: 劳动法改革中各自为阵



(3) 从货币统一到财政统一有多远?

欧盟已经走过60年，欧元已经流通25年，欧洲经济一体化的进程从没有像现在这样遭遇挑战。2008年金融危机和2011年欧债危机加大动摇了欧洲的团结和稳定，2016年英国脱欧就是分裂的开始。

统一财政是欧盟后面战略工作的重中之重。马克龙上台后就倡议设立欧元区财长和共同预算，并得到了默克尔的支持。统一货币却没有统一财政，会让各国在货币政策执行的过程中无法有效协调国内的财政情况，也激发各国相互之间的矛盾。

如何把这一共识变成现实，是眼下欧洲面临的所有挑战中最艰巨的一个。各方力量博弈，复杂而艰难：德国经济最好，如果统一财政就将对经济较弱的国家更多输血；如果德国自保，则欧盟将会坍塌；法国经济开始复苏，但马克龙政治资历和背景尚单薄，仅凭一己之力，恐怕很难推进，跟何况国内改革还举步维艰。

欧盟委员会公布2017年秋季经济展望报告，表示**欧元区经济正在以十年来最快的速度增长，大幅提高了明年的经济预期**，2018年的GDP增速将提

高到 2.1%，2019 年提高到 1.9%。良好的经济复苏态势会给欧盟喘息的机会，有更多的财力和精力组建和协调财政统一的规划。与此同时，2018 年欧洲还将面临意大利大选，英国脱欧谈判将进入关键时间，希腊债务救助将进入尾声，西班牙加泰罗尼亚独立事件还悬而未决，欧洲还要经历数次考验。

表13:2018 年欧洲重要事件

时间	事件
2017 年 12 月 21 日	加泰罗尼亚地方选举
2018 年 3 月	俄罗斯总统选举
2018 年 3 月 4 日	意大利总统马塔雷拉宣布新的选举日期
2018 年 5 月 20 日	意大利大选截止日期
2018 年 8 月 20 日	希腊债务救助结束
2018 年秋或 2019 年春（可能）	苏格兰第二次独立公投
2018 年	法国新喀里多尼亚独立公投

资料来源：中信期货研究部根据公开资料整理

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。中信期货有限公司可提供与本报告所载资料不一致或有不同结论的报告。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2017版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场(二期)北座1301-1305、14层
邮编：518048
电话：400-990-8826
传真：(0755)83241191
网址：<http://www.citicsf.com>