

2018 年宏观经济年报

——整体稳中向好

摘要：先看全球，从 2017 全年数据来看，摩根大通全球综合 PMI 指数一直高于荣枯线 50 以上，IMF 预测 2018 年全球 GDP 实际增长率为 3.71%，日本与美国基本实现充分就业，失业率分别降至 2.7% 和 4.1% 的历史低点，欧元区也因为宽松政策的持续推动令失业率降至 9% 以下。全球经济扩张持续加快，就业市场前景乐观。因此预计 2018 年经济走势将依然保持良好的状态。再看中国，虽然基建拉动作用可能继续减弱，但房地产投资大幅下行可能性不高；另外，出口将随美欧经济复苏而持续复苏，且制造业投资有一定上行空间，加之企业利润带动收入增长、财政民生和社会保障支出进一步提高，支撑消费保持平稳。因此无论是全球大环境，还是回头看国内，总体而言，预计 2018 年宏观经济形势整体稳中向好。

一、 全球经济形势整体向好

从 2017 年全年数据来看，摩根大通全球综合 PMI 指数一直高于荣枯线 50 以上，说明全球经济整体向好。而主要发达国家 PMI 更是呈现稳步向上的趋势，其中又以日本最弱，欧元区、美国以及英国则表现的旗鼓相当。全球制造业的加速扩张，令全球贸易复苏、金融市场活跃。

从全球的 GDP 数据来看，美国 GDP 数据表现最为强劲，因此美

国率先加息且加息速度加快也无可厚非。日本 GDP 则一直在低位，但相对保持稳定；欧元区 GDP 虽然不及美国，但整体保持向上的趋势。IMF 预测，2018 年全球 GDP 实际增长率为 3.71%，将大于 2017 年，说明对 2018 年全球经济走势保持乐观的态度。

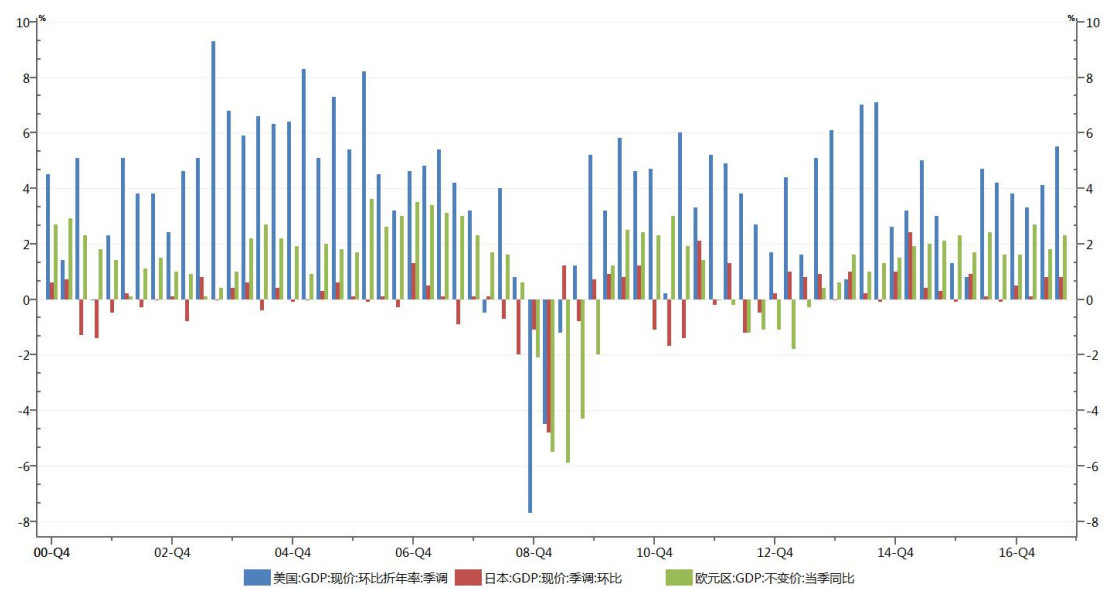


图 1 GDP 数据

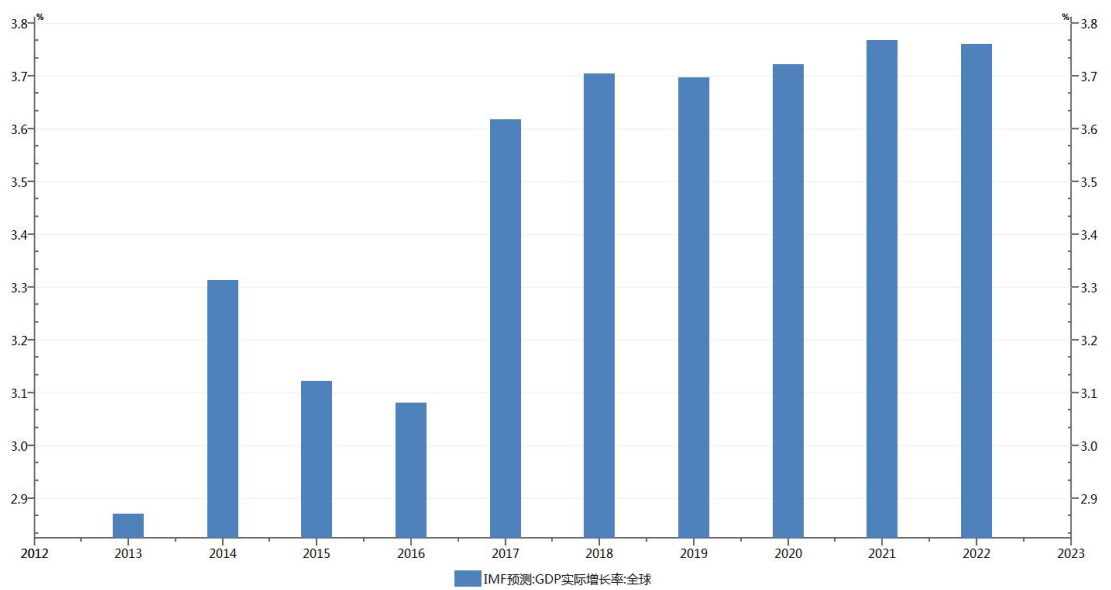


图 2 IMF 预测 GDP 实际增长率

从失业率上看，日本与美国基本实现充分就业，失业率分别降至 2.7%和 4.1%的历史低点，欧元区也因为宽松政策的持续推动令失业率降至 9%以下。全球经济扩张持续加快，就业市场前景乐观，就业持续改善将带动收入与消费者支出进一步扩张，也有望提升通膨预期。失业率不断创出新低也表明经济正在不断好转，从目前失业率走势来看，尚未有起底回升的迹象，因此预计 2018 年经济走势将依然保持良好的状态。

2018 年，美国将依然保持经济增长的良好势头，欧元区与英国或将加快经济增长的速度，而日本或将保持低速发展。从目前国际产业链分工角度考虑，发达国家经济状况的改善将拉动新兴经济体经济需求的增加，最终各经济体将形成共振的可能。美国将成为经济驱动的主要动力，欧美经济的发展，将带动内部购买的需求，从而带动新兴经济体产业链的恢复，有利于带动新兴经济体经济的复苏。

二、美国经济维持复苏势头

美国商务部公布的数据显示 2017 年美国三季度 GDP 年化环比增长上修至 3.3%（初值 3%），创三年新高，三年来首次连续两个季度的经济增幅在 3%以上。消费不足，投资来补。私人消费增长下调至 2.3%（初值 2.4%），固定资产投资增速上调至 2.4%（初值 1.5%）。私人库存投资提速抵消了消费增速和非住宅类固定投资增速下滑对经济的不利影响。数据显示，当季，私人库存投资为 GDP 增长贡献了 0.73 个百分点，高于前一季度的 0.12 个百分点。占美国经济总量近 70%的个人消费开支按年率计算增长 2.4%，低于前一季度的 3.3%，为当

季经济增长贡献了 1.62 个百分点。非住宅类固定资产投资增长 3.9%，低于前一季度的 6.7%，为当季经济增长贡献了 0.49 个百分点。美国前 10 个月个人收入增长稳定在 0.3%-0.4% 左右。消费支出缓慢上升，10 月个人支出增加 0.3%，个人收入与物价指数均表明通胀持续朝向目标水平发展。个人消费支出与个人收入符合当前节日消费季的背景，而稳定的就业市场、持续走高的股价与房价、借贷成本维持低位均为家庭购买力提供了支撑。美国的收入健康增长，个人税后收入增长了 0.6%，是自 2012 年 12 月以来最大的增幅。消费者支出占美国经济活动的 70% 左右。非住宅固定资产投资、出口、住宅固定资产投资、个人消费支出上升是一季度实际 GDP 增长的主要原因。但私人库存投资、州与地方政府支出、联邦政府支出下降。

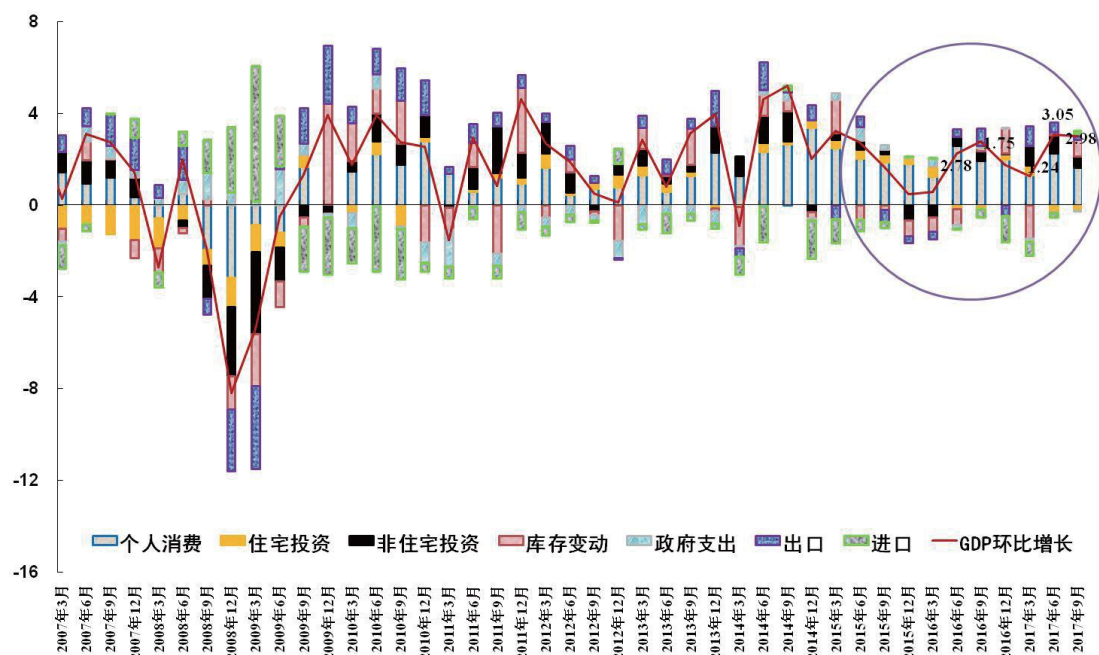


图 3 美国 2007-2017 年经济增长及 GDP 分项组成

美国经济增长就将迈入了第九个年头，虽然自金融危机后，美国经济较此前水平有了大水平恢复，不过许多美国人仍感觉这轮复苏并

不全面。尽管再次向上调整美国 GDP 终值比市场预期的都要好，但是今年年初美国经济比较疲弱，消费者支出的上涨速度依然是 2013 年二季度以来上涨速度最低的。天气等暂时性因素有了一定程度的改善，将会导致四季度 GDP 数有很大程度的好转。美国整体经济 5 年多前就已恢复到金融危机前的水平了，但亚利桑那、康涅狄格、密西西比、内华达和怀俄明这 5 个州的本地生产总值（GDP）迄今都还没达到这个里程碑。有 8 个州的就业水平仍低于衰退前。15 个州的房价还未完全收复失地。这些州各有各的烦恼，它们展示出了在纽约州、加利福尼亚州和佛罗里达州的那些大城市之外，经济增长落后的局面。

就业消费市场持续改善。美国经济复苏势头依旧，就业市场收紧为经济提供了动力。从前任总统奥巴马第一任期开始，美国就业市场就基本维持强劲表现。美国劳工部数据显示，10 月份美国非农部门新增就业人口为 26.1 万，弱于市场预期的 31.3 万。10 月份美国失业率为 4.1%，仍处于历史低位。此外，美国员工时薪较前月无增加，弱于预期的 0.2%和前值 0.5%。分行业来看，服务业尤其是休闲餐饮业就业恢复增长，制造业新增就业上升，而运输、贸易、金融就业增长则有所放缓。虽然最新的数字显示美联储 2%的通胀目标取得进展，但年化通货膨胀率仍然低于目标，一如过去五年大部分时间里的情况。整体物价指数同比上涨 1.6%，9 月份数据上修为 1.7%；核心通胀连续第二个月同比上涨 1.4%。美国 11 月份消费者信心指数为 129.5，环比上升 3.3 个点；消费者现况指数为 153.9，环比上升 1.9 个点；消费者预期指数为 113.3，环比上升 4.3 个点。美国 11 月份的消费

者信心意外达到 17 年新高，表明美国人对经济和劳动力市场正变得越来越有信心。经济健康增长态势将持续到 2018 年前几个月。

美国楼市复苏态势良好。2017 年的美国房地产市场正在好转，这主要体现在九个方面：第一，独栋住房建设活动正在攀升；第二，住房开工上行趋势良好；第三，成屋销售正在消化库存；第四，抵押贷款活动强劲；第五，失业率维持在超低水平；第六，房价指数涨至历史新高；第七，止赎权（法院因贷款者违约拍卖房屋）活动变得稀少；第八，建筑商信心稳固；第九，大部分美国住房市场的价格仍有上涨空间。

美国制造业 PMI 维持扩张趋势。美国 11 月份 ISM 制造业 PMI 为 58.2%，环比下降 0.5 个百分点；新订单指数为 64%，环比上升 0.6 个百分点； 就业指数为 59.7%，环比下降 0.1 个百分点；价格指数为 65.5%，环比下降 3 个百分点。但 2017 年美国官方 PMI 指数 9 月份冲高至 60.8，创 2004 年 5 月以来新高，所以全年美国制造业指数表现强劲，并且连续 21 个月处于 50 上方。美国 10 月 ISM 非制造业指数为 60，好于预期的 58.5 和 9 月前值 59.8，刷新 2005 年 8 月以来最高。这一指数连续 94 个月处于荣枯分水岭 50 上方，代表服务业等非制造业企业继续扩张。9 月前值曾创 2005 年 8 月以来最高和有纪录以来的第三高，明显脱离了 7 月所创 53.9 的 2016 年 8 月以来新低，但 8 月终值 55.3 仍为今年第三低。

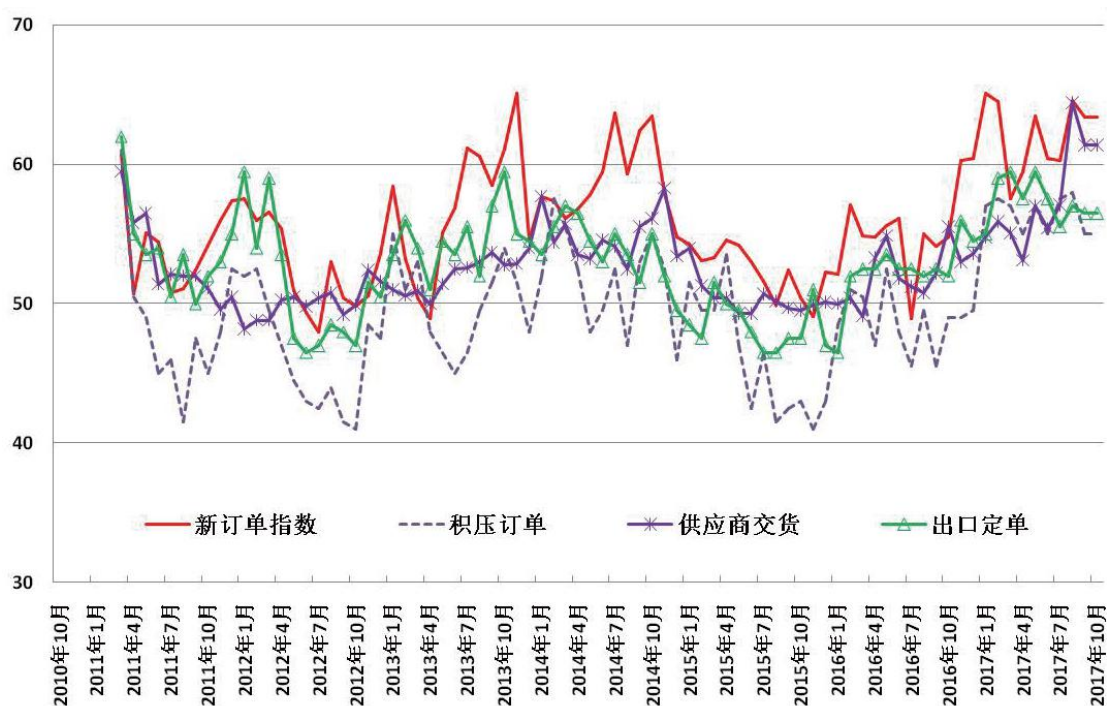


图 4 美国新订单、积压订单、供应商交货和出口定单指数走势

因此，综合美国各方面的情况，我们认为，2018 年美国将呈现增长态势，主要体现在六个方面：第一，美国经济继续保持增长和复苏态势，美国就业、消费、信贷和住房市场均将保持良好势头；第二，美国就业市场的三大指标——ADP 就业增加人数、非农就业增加人数和失业率将继续改善；第三，美国关键物价指标 PCE 和核心 CPI 将达到 FOMC 的预期范围，即 CPI 或 PCE 指数同比增长将上升至 2% 水平，通胀水平仍在较低水平；第四，受非美元货币开始走强，欧元、英镑、日元受国家经济增长而走强，美元指数将在 2017 年维持在 90-100 区间波动；第五，美国制造业受全球经济换档复苏和主要出口目的国经济状况改善影响，制造业 PMI 指数在 52-62 区间震荡；第六，美国市场将进一步吸引全球资金流入，包括进入美国实体经济和资本市场，将有助于美国企业进行研发投入和技术创新。

三、欧洲经济平稳增长

欧元区第三季度 GDP 季环比增长 0.6%，第三季度 GDP 同比增长 2.5%；欧盟和欧元区第二季度 GDP 环比上涨 0.7%，同比分别上涨 2.4% 和 2.3%。欧洲 9 月工业产出环比下降 0.6%，同比增长 3.3%；欧元区经济逐渐复苏，央行可能将逐步退出宽松货币政策。欧元区第一大经济体德国的经济数据尤为抢眼，德国第三季度 GDP 季环比增长 0.8%，高于预期和第二季度的 0.6%，为 2011 年来最佳表现；德国第三季度 GDP 同比增长 2.8%，高于预期 2.3%。全球经济复苏的大背景下，欧洲经济正在加速摆脱“失去的十年”，以快速增长来展现给全球市场。IMF 指出欧洲经济复苏日益可持续、增强及扩大，这种强劲复苏主要得益于欧洲的内需；欧元区内 19 个国家的经济增速差距是近二十年来最低的。欧元区国家正在步入低通胀和经济扩张的“黄金时代”。2017 年 10 月 26 日，欧洲央行公布货币政策决议，将三大利率即再融资利率、隔夜贷款利率和存款隔夜存款利率分别维持在 0%、0.25%、-0.40% 不变，同时将月度购债计划从 600 亿欧元削减至 300 亿欧元，从 2018 年 1 月起延续 9 个月，如有必要将持续更长时间。该决议被视作欧洲央行逐步退出量化宽松，而 QE 的延长同时暗示了欧洲央行将维持目前欧元的较低利率至 2019 年，虽然欧洲央行与美联储之间货币政策存在差距，但欧洲央行也将跟随美联储退出量化和进入加息周期。

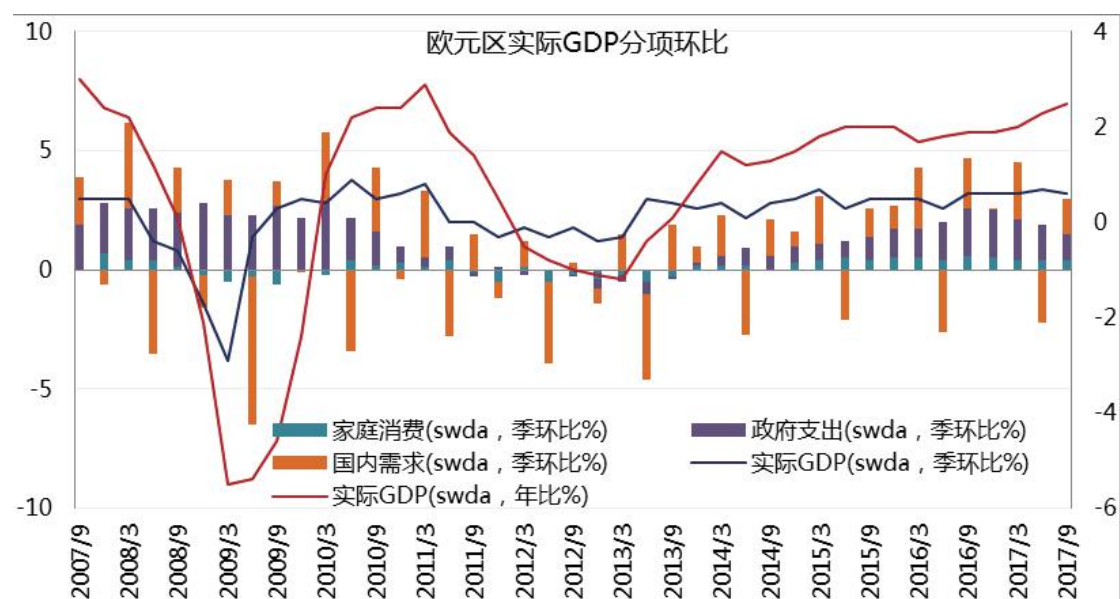


图 5 2007-2017 年欧元区 GDP 环比增长变化

失业率持续走低。欧元区 9 月份经季节性调整后失业率为 8.9%，环比下降 0.1%，同比下降 1%，创 2009 年 1 月以来新低；欧盟 9 月份失业率为 7.5%，与 8 月份相比基本持平，但同比则下降 0.9%，创 2008 年 11 月以来新低。9 月份欧盟约有 1844.6 万失业人口，欧元区约有 1451.3 万；与今年 8 月份相比，欧盟失业人口减少 11.6 万，欧元区则减少 9.6 万；与去年同期相比，两个地区失业人口分别减少 207.6 万和 146.3 万。从各成员国来看，9 月份失业率最低的三个国家分别是捷克失业率为 2.7%、德国失业率为 3.6%和马耳他失业率为 4.1%，失业率最高的两个国家分别是希腊和西班牙。在爱尔兰、意大利和荷兰，失业率也都下降了 0.1%。法国和奥地利分别上升了 0.1%和 0.2%。越来越多的迹象表明，欧元区多年来经济增长和通胀格外疲软的局面可能行将结束。

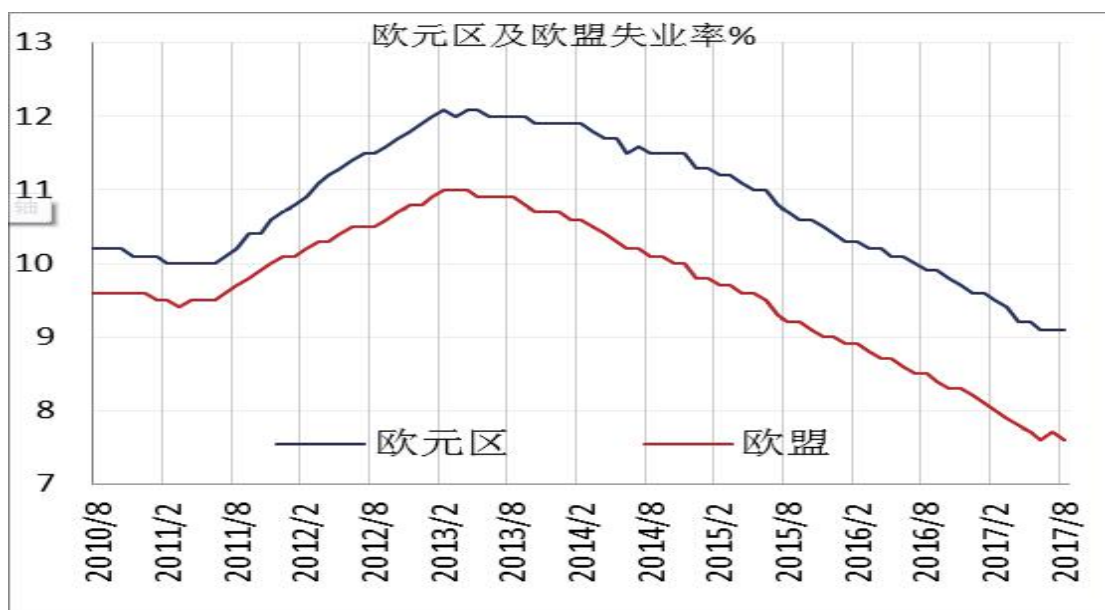


图 6 欧元区和欧盟国家失业率

欧元区核心通胀目标依然遥远。欧元区 10 月消费者信心指数终值为-1.0, 预期值-1.1, 前值-1.2; 欧元区 10 月工业景气指数为 7.9, 高于预期值 7.1 和前值 6.7。欧元区 10 月经济景气指数升幅超预期, 并触及 2000 年互联网泡沫破裂以来的最高水平。具体数据显示, 欧元区 10 月经济景气指数为 114.0, 创 2000 年 10 月以来最高水平, 且高于预期 113.4, 前值从 113.0 修正为 113.1。欧元区 9 月工业生产者价格 (PPI) 按月升幅加快至 0.6%, 高于市场估计的升 0.4%, 前值按月升 0.3%; 9 月 PPI 按年计升幅加快至 2.9%, 高于市场估计的升 2.7%, 前值按年升 2.5%。其中, 其中, 能源价格环比上升 1.5%; 中间品价格环比上升 0.4%; 耐用消费品价格环比上升 0.2%。

工业产出与贸易景气度提升。欧元区 10 月制造业 PMI 意外超预期大涨, 创下六年半新高。其中, 私营部门就业加速增长是 10 月欧洲经济的亮点, 服务业领域额外聘请员工的需求为近 7 个月最高, 而制造业领域就业增速为 1997 年 6 月以来最高。欧元区 10 月份制造业

PMI 初值为 58.6，环比上升 0.5 个点，为 80 个月来最高；综合 PMI 初值为 55.9，环比下降 0.8 个点，为 2 个月来最低；服务业 PMI 初值为 54.9，环比下降 0.9 个点，为 2 个月来最低；制造业产出指数初值为 58.7，环比下降 0.5 个点，为 2 个月来最低。企业投入成本增速为六个月最高，制造业和服务业层面的通胀均出现增长。需求持续改善意味着企业有能力将成本压力传导给客户。最终结果是产出价格通胀连续第三个月加速上升，目前升至 2011 年 6 月以来最高水平。经济学家 Andrew Harker 指出，数据显示欧元区复苏情况乐观，是欧元区经济更为积极的信号。新增就业是此次数据的关键亮点，企业招聘员工的速度为逾十年来最快，反映了工作量的增长和产能压力的增加，制造业部门就业率再度创新高。若能保持当前趋势，预计第四季度欧元区经济增速为 0.6%-0.7%，高于此前预期。

法国和德国经济继续领跑欧洲，好于欧元区的其他国家，法国和德国都是欧元区经济增长的推动力，虽然外部通胀率稍微下降，但仍然稳健。德国 9 月制造业 PMI 初值 60.6，高于预期 59 和前值 59.3。另外，德国 9 月服务业 PMI 初值 55.6，高于预期 53.7 和前值 53.5，创 6 个月新高。德国制造业的表现再一次强于服务业。由于制造业和服务业 PMI 的持续向好，综合 PMI 创下了自 2011 年初以来的最高值。2017 年德国 GDP 同比增长将达到 0.7%-0.8%。在未来数月内，德国就业市场仍将表现良好。法国 9 月服务业 PMI 初值 57.1，为四个月来新高。法国 9 月综合 PMI 初值 57.2，为 76 个月来新高。法国私人部门的复苏在 9 月仍在持续。由于工业产出和新订单方面的持续增长，

法国制造业和综合 PMI 出现近六年半来的高值。更令人振奋的是，私人部门的复苏是全面复苏，制造业和服务业的复苏步伐相近。法国就业也得到了提振。法国就业增幅达到了自 2011 年 5 月以来的最大增长。法国企业主对经济发展的信心将会在未来数月内对法国私人部门的增长起到积极作用。目前，法国失业率约为 9.5%，大约是德国的两倍。但除去德国和法国的贡献，欧元区的商业活动扩张速度依然稳健。

四、日本经济连续七个季度扩张

2017 年日本前三季度经济得益于就业市场和居民收入改善，日本 GDP 第一季度实际增长率环比为 0.5%，同比为 2.2%，远高于预期值 1.7%和前值 1.2%；日本 GDP 第二季度实际增长环比增加 1%，同比增长率为 4%，其中消费和设备投资对经济增长拉动效果显著，第二季度消费增加 0.9%，设备投资增加 2.4%；国际贸易增长带动了日本制造业增加产能。日本实际 GDP 第三季度环比增长为 0.3%，不及预期 0.4%和前值 0.6%，同比增长为 1.4%，不及预期 1.5%和前值 2.5%。所以，2017 年日本经济仍连续 7 个季度保持扩张，是自 2001 年 4 月以来，GDP 保持环比增长时间最长的周期。



图 7 2007-2017 年日本经济增长及分项贡献

三轮量化令日本经济有所改善。日本从 2001 年 3 月就开始实施 QE 计划，直到 2006 年年初结束。此后，日本央行在 2008 年再次缓慢地实施 QE 计划，并在 2010 年年末开始加速。此后，为刺激经济复苏，日本央行不仅设立了 2% 的通胀目标，还于 2013 年 4 月祭出 QQE。2014 年 10 月，日本央行宣布扩大“QQE 刺激”规模，将每年“基础货币”的扩张规模由之前的 60-70 万亿日元增加至 80 万亿日元，而在 2016 年 1 月 29 日日本央行推出了负利率，在 9 月日本央行的刺激政策转向利用收益率曲线来控制，来实施新型“QQE”。日本央行的量化宽松已超过了世界任何国家，在大幅扩张资产负债表后，日本央行基本买下了日本政府的所有债券，通过负利率政策，促使银行贷款和消费者花钱。3 月 16 日，日本央行公布了 3 月利率决议，宣布将政策利率维持在 -0.1% 不变，符合市场预期，维持 10 年期国债收益率在零的水平。日本央行行长黑田东彦指出，日本目前面临的市场风险

主要为美联储收紧货币政策，但美联储加息不会对日本央行的政策造成直接的影响，日本央行不会因为其他国家提高利率而跟着提高日本的利率，即使在今年晚些时候，日本核心 CPI 达到了 1%，也不会自动提高利率，日本将继续关注国际金融对新兴市场国家的影响。黑田还表示，日本距离实现 2% 的通胀目标还有差距，因此目前比较适合继续执行强有力的货币宽松政策。日本央行将通过分析各种数据来管理政策，需要监测各种物价数据，测量物价趋势的下限很重要。日本央行不会根据一组数据来作出政策决定，也不会只因为经济数据的一次变动就调整货币政策。日本央行的实际利率仍然很低，收益率曲线正在发挥作用。日本央行将会继续执行 QQE 和收益率曲线控制政策，直到通胀达到 2% 的目标。4 月 17 日，黑田东彦表示，日本经济正在温和复苏，出口和生产也正在逐步恢复。目前收益率曲线走势符合日本央行的货币政策，但在达到价格目标方面还有很长的路要走，将会密切关注物价走势。由于通胀水平向央行目标迈进的动能还不够，因此还需要继续进行强有力的宽松政策来实现通胀目标。此前日本央行公布利率决议，决定维持利率不变，继续推行宽松的货币政策。3 月日本 M2 增速已达 4.3%，创 2014 年 1 月来新高。虽经济稳健增长，国际经济向好，但央行仍采取稳健措施，在 CPI 未有明显改善前，日本央行仍会借助国内外经济贸易环境通过量化宽松来刺激内需以长期改善日本经济。

日本央行 2018 年将再推 QE。2017 年 10 月 31 日日本央行公布了最新的利率决议。声明显示，该行维持现行的大规模货币政策不变，

即维持对超额准备金-0.1%的利率，将 10 年期国债的收益率保持在 0%左右，维持年 80 万亿日元的资产购买规模，符合市场预期。日本央行上调了 2017 财年 GDP 预期，但微幅下调截至 2018 年 3 月的本财年通胀预期，7 月时日本的通胀预估为 1.1%。未来，2017-2018 财年核心 CPI 预期为 0.8%，而前值为 1.1%。2018-19 财年核心 CPI 预期为 1.4%，前值为 1.5%。综合来看，日本央行下调通胀预期，则意味着会继续保持甚至会扩大宽松政策。在全球其他央行逐步迈向正常化货币政策的背景下，日本央行仍维持宽松立场，且下调通胀预期，这将可能会导致日元兑主要货币走低。日本央行维持当前货币政策框架为“负利率+QQE+收益率曲线控制”的政策路径。随着美联储开始放松其资产负债表，长期的日本国债收益率正面临一些上行压力。特别在经过近期一段低迷之后，这可能会导致日本央行再次加快日本国债的购买步伐，以抑制国债收益率。目前，日本政府每年购买日本国债 80 万亿日元的指导方针很可能会暂时保留。近期，日本首相安倍晋三领导的执政联盟赢得大选后，黑田东彦明年 4 月任满时获得连任的可能性也提高；而且即使不连任，无论接任人选是谁，超宽松货币政策都将持续下去。鉴于美联储、加拿大央行、欧洲央行等相继收紧或者不再扩大宽松措施，他们与日本央行的政策出现的分化亦加大，这也将持续主导日元走势情况，预计 2018 年日本将推出第四轮量化宽松政策来拉动日本经济继续增长。

五、中国经济韧性好于预期

5.1 出口随美欧经济复苏而持续复苏

正如前面部分所提到的，2017 年美欧经济复苏，外需增加，带动中国出口增长，展望 2018 年美欧经济复苏动能强，预计 2018 年中国出口将随着欧美经济复苏而持续复苏。

5.2 投资相对疲软

基建拉动作用可能继续减弱。地方政府和国有企业去杠杆进行时，由于地方政府与国有企业负债率高居不下，地方政府与国有企业整体去杠杆的时点已经到来，地方政府和国有企业去杠杆主要是加强对地方政府债务控制，那么未来基建投资超预期高速增长的模式不可持续。

从近年地方政府审计部门公布的政府性债务数据和当地 GDP 及财政收入比较可以看到，地方债务余额占当地当年财政收入最高的比例达到了将近 6 倍，占 GDP 比重最高达到 83%，全国 30 个省市里面（除去未公布数据的西藏），有 3 个省份债务余额占当年财政收入比重超过 5 倍，从高到低分别是贵州、甘肃、青海，有 6 个省份达到 300%以上，分别是湖南、宁夏、广西、云南、内蒙古和海南，有 11 个省份超过 100%。对于占比最高的贵州省来说，地方政府即使每年把全部财政收入用于偿还债务，不计算利息支出，也至少需要 6 年才能还完，而且这个数据还不包括一些通过其他渠道融资的债务，存在较大程度低估，实际地方负债总额会更多。此外，负债比例较高的大多数是欠发达省份，大规模举债很可能在未来对这些地区的财政造成很大负担，甚至导致区域性金融风险。

货币政策将保持收紧。全球主要经济体的货币政策已经开始了紧缩周期“紧货币”会成为全球的一个主基调，中国大概率也会效仿。

2017 年，在稳健中性货币政策基调下，央行通过维持流动性紧平衡来进行金融去杠杆，预计 2018 年，中国货币政策将继续延续紧平衡。央行维持紧平衡大势难改，自从 5 月 12 日央行第一季度货币政策执行报告公布以来，央行的操作以及取向就出现了微调，从前期的稳健中性略偏紧转向了“不松不紧”的操作，在边际上略有改善，这也使得半年末流动性整体运行比想象中平稳。今年以来央行流动性管理更加灵活，公开市场操作透明度加强，在维持资金面紧平衡的大方向下，相机抉择的政策操作灵活度加强，在维稳银行间流动性的同时，逐步抬升银行负债端利率，最终引导金融机构去杠杆的完成。继续巩固金融去杠杆成效。上半年的去杠杆工作成效显著，5 月末 M2 同比增长 9.6%，首次跌破 10%，创下历史新低，并且 6 月、7 月、8 月、9 月、10 月、11 月后面 M2 增速，是 9.4%、9.2%、8.9%、9.2%、8.8%、9.1%，都没有反弹超过 10%，这说明金融体系内部套利活动已经得到约束，金融去杠杆初见成效。去杠杆已经成为供给侧结构性改革的一个重要目标，一个长远的工程。今年 6 月份流动性略显宽松，在一定程度上是央行“削峰填谷”的调控思路造成的，跨季之后，货币政策不会变得更松，而更可能是维持一个“不紧不松”的格局。不紧是为了为实体经济发展、供给侧结构性改革提供稳定的合理的流动性，以免去杠杆政策误伤实体经济并阻碍改革，而不松则是继续保持一种抑制杠杆乃至去杠杆的货币环境，避免杠杆反弹以及僵尸企业和过剩产能迟迟无法出清。要知道，去杠杆将会是未来长期的任务，如果放松货币政策，会带来预期的改变并鼓励市场加杠杆，导致去杠杆的工作出现反

复，影响供给侧改革的严肃性与紧迫性。因此，多种因素决定了金融去杠杆需要把握力度节奏，化解市场担忧，为经济成功转型创造好的金融环境。

2018 年中国货币政策将兼顾中国经济超预期、金融去杠杆、通胀中枢上移和全球紧缩潮三个方面，货币政策基调大概率会保持偏紧。

(1) 中国 GDP 超预期，没必要实施宽松的货币政策，从 2017 年的经济运行来看，第一季度 GDP 同比增长 6.9%，第二季度 GDP 再增 6.9% 第三季度 GDP 增速 6.8%，前三季度 GDP 都在 6.8 以上，基本高于预期。(2) 金融去杠杆仍会延续。从年末一系列的金融监管政策出台来看，金融去杠杆仍在延续，宽松的货币政策，很可能又回到原来的老路上去，进而导致金融去杠杆前功尽弃。而且，从最近监管层频频下达严监管指令来看，政策趋向也是在收紧的。(3) 通胀中枢上移。油价、环保等因素，带来 CPI 继续上涨，一方面国际油价尚有继续上行的空间，或致使交运价格继续上升；另一方面，企业盈利改善短期内不会停止，当前在环保趋严的自然走势下，供给收缩增加了通胀行的压力，通胀压力存在，需要货币政策趋紧。(4) 全球紧缩带来的人民币压力。美国的货币政策正在收缩，渐进加息和缩表也稳步推进，同时还有加拿大、英国、韩国已经进行了加息，欧洲央行也开始释放退出宽松的信号，现在紧缩已经在全球蔓延，人民币一篮子货币都将面临贬值的压力，这需要央行采取一定的对冲政策。地方政府与国有企业负债率高居不下，地方政府和国有企业去杠杆主要是加强对地方政府债务控制，另外预测 2018 年中国货币政策继续保持稳中趋紧，

这两个方面会导致未来基建投资超预期高速增长的模式不可持续。

5.3 房地产投资大幅下行可能性不高

商品房库存持续下降，存在补库需求。2017 年 1-11 月全国房企土地购置面积 22158 万平，同比增长 16.3%，增速环比提高 3.4 个百分点，其中 11 月单月同比增速为 43.1%，增幅环比扩大 24.8 个百分点，创 14 年四季度以来新高。从待售面积同比来看，17 年以来，同比增速都为负值，11 月份都高达-13.7%。1-10 月土地购置面积增幅持续上涨，土地购置面积大，表明地方政府积极加大土地供应，房企拿地也全面提速，土地市场热度持续，但是房地产待售面积同比增速持续降低，可见去库存政策取得显著成效，开发商库存降至历史低位，在低库存的实际情况下，我们认为企业存在补库需求，企业较高的拿地补货意愿仍将延续。

销售面积销售额下半年有所反弹。2017 年 1-11 月全国商品房销售额 115481 亿元，同比增长 12.7%，增速环比扩大 0.1 个百分点，为今年下半年以来首次反弹，其中 11 月单月销售额同比增速为 13.3%，增幅环比扩大 15 个百分点；1-11 月全国商品房销售面积 146568 万平方米，同比增长 7.9%，增速环比收窄 0.3 个百分点。全国房地产销售同比从低点到收窄，销售反弹主要得益于主流城市的供给改善，以及居民收入增加，并且住房贷款也有所增长，主要体现在小城市，地产库存又比较低，预计 2018 年房地产下行的可能性不高。2017 年 1-11 月全国房企到位资金 139489 亿元，同比增长 7.7%，增幅较上月扩大 0.3 个百分点，

一二线城市租赁住宅建设铺开，三四线城市加大城镇棚户区改造。政策支持租赁。2017年7月，九部委联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求人口净流入的大中城市发展住房租赁业务，并选取广州、深圳等12个城市开展试点，租赁市场迎来政策利好。加大租赁土地供给、利用集体用地建设租赁住房，鼓励房企转型开展住房租赁业务、培育专业化住房租赁企业，允许提取住房公积金支付房租，税收优惠，政府发放租赁补贴。租赁市场需求大。城镇化进程加速，人口不断涌入大城市，租赁房需求逐年增加，城市房价过高，并且贷款限制较多，部分需求满足不了的可以到租赁房市场，大城市晚婚晚育较多，这也加大租赁市场的需求。但是目前我国一线城市租赁房源供给不足，且租赁市场有待进一步规范。共有产权房、租赁房的供给稳定了房价。一二线房价一直处在高位，可以通过发展住房租赁市场、对新市民实施公租房、发展共有产权住房、继续推进限价房等等，从需求层面着手的政策，提高限购限贷的限制，基本遏制住了一二线房价上涨的势头。我们要认为房子是用来住的，实施多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，按照这个制度，一二线城市加大了对共有产权住房、租赁住房 and 限价房的新试点。共有产权房、租赁房主要是从供给层面挤占了很大一部分普通商品房供给。政府稳定房价的决心不变。从限购、限价，到限贷、限售、限商办，“五限”时代在中国部分城市已拉开帷幕的背景下，租赁同权、共享房产和淘宝租房等供给侧政策的出台，彰显政府稳定房价的决心不变。租赁同权将使租房和买房享有同等的权力；共享房

产将使我们可以随时随地住到想住的房子里；淘宝租房将使“住房”信息透明化，让恶意炒房者无缝可钻。政府调控的原则就是保持市场长期稳定，可以预期的是，如果市场再有波动，还会有更多储备政策对外发布。

房地产供给侧改革下的创新政策。央行发布了最新的中国区域金融运行报告。其中房地产被重点提及，而在谈及金融对房地产支持的时候，明确了两条底线：严格限制贷款用于投资和投机性买房。报告强调，2017 年，各地区将认真落实“房子是用来住的，不是用来炒的”这一政策要求，继续强化“因城施策”调控政策，全国房地产市场可能呈现“成交回落、价格平稳略降”的发展态势。报告认为，调控力度差异化，调控范围不再局限于一二线城市，开始向三四线城市延伸，调控手段更加丰富。租赁同权、共享房产和淘宝租房就是供给侧改革下应运而生的创新措施。三四线城市主要是通过城镇棚户区改造支撑三四线楼市。年初以来，三四线楼市成交持续超预期，不可否认，城镇棚户区改造比例提升是背后重要推手。在今年 5 月召开的国务院常务会议上，国家确定了未来 3 年棚改的目标，2018 至 2020 年再改造各类棚户区 1500 万套，未来每年仍需要大规模去库存，从而为三四线楼市平稳提供有效支撑。

随着“稳增长、去库存”政策的推进，房地产库存逐步消化，从目前的 market 情况看，去库存卓有成效，一线城市商品房可售面积处于近七年新低，二线及三线城市也处于近 5 年中相对低的位置，地产库存又比较低，房地产行业补库意愿强烈，未来一二线房地产调控的目

标，通过共有产权房、租赁房的供给稳定了房价，三四线是通过城镇棚户区改造，来刺激三四线房地产市场，预计 2018 年房地产下行的可能性不高。

5.4 制造业投资有一定上行空间

制造业工业增加值回升。制造业工业增加值由 2016 年的 6.3%—7.2%之间波动，上升为 2017 年 6.7%—8.1%之间波动；2017 年中国制造业采购经理人指数都在 51.2%以上，2017 年尽管受到环保限产的影响，各要素增值可能远远超过这个目前的数值。

内外需都有改善。2017 年中国进口金额同比在 10.9%—38.4%之间波动，出口金额同比-2.1%—15.6%之间波动，全球经济温和复苏，是内外需求都表现出很强的韧性的主因。全球经济复苏，外部需求有很强的韧性，出口将慢慢稳定，出口对于制造业对应的工业生产和需求仍然影响显著。出口持续改善可能为未来制造业投资改善积蓄动力。

工业企业利润小幅增长，1-10 月利润总额累计增长 23.3%，前值 22.8%。10 月同比增长 25.1%，前值 27.7%。1-10 月采矿业利润总额累计增长 4.1 倍；制造业利润累计增长 20.1%；电力业累计增速下降 16.3%。国企利润累计增长 48.7%（与上中游煤炭、钢铁、有色、石化加工等行业利润增速较高有关），私营企业利润累计增长 14.2%，企业利润率上升的主因是供给减少需求增加导致价格上涨，而成本却在下行，工业企业利润率提升。预计工业企业利润率会继续提升，（1）当前企业效益整体仍然维持在较高的水平，去产能过程中上游行业产业集中度得到进一步提升，更高的产业集中度自然会导致较高的盈利，

获得更多市场份额的企业可以获得更多利润，所以短期企业利润上行延续。（2）随着改革的进一步推进，通过不断优化经济发展的结构，去产能促使相关行业提高产业集中度对企业利润的正面贡献仍会延续，但相关效应会边际减弱。降成本继续推进，也将促进企业成本费用降低，进而促使利润逐渐上升。

制造业工业增加值回升。制造业工业增加值由 2016 年的 6.3%-7.2%之间波动，上升为 2017 年 6.7%—8.1%之间波动；2017 年中国制造业采购经理人指数都在 51.2%以上，2017 年尽管受到环保限产的影响，各要素增值可能远远超过这个目前的数值。

政策支撑力度加大，创建“中国制造 2025 示范区建设”。《通知》指出，通过创建示范区，鼓励和支持地方探索实体经济尤其是制造业转型升级的新路径、新模式，对于加快实施《中国制造 2025》，推动制造业转型升级，提高实体经济发展质量，加强制造强国建设具有重要意义。我国制造业将进入全面转型升级阶段，其进展也会提速，完成转型升级的制造业将继续推动我国经济健康持续发展。

全球掀起减税潮，减税降费政策推进。特朗普减税政策即将落地，12 月 2 日，美国国会参议院最终投票 51：49 通过了共和党税改法案。根据此次通过的税改法案，美国企业税税率将大幅下降，从 35%降低到 20%。英国特里莎·梅政府也在推动出台降低企业所得税率的政策来应对脱欧让企业继续留在英国。英国目前的企业所得税率为 20%，按照之前通过的法律 2020 年将降至 17%。法国总统热门竞选人之一弗朗索瓦菲永也提出了减税的政策主张，他声称，如果当选，会

将法国的企业所得税率从当前的 33%降到 25%。7 月 1 日开始，中国 4 月出台的减税新政将全面落地实施。我国减税经历了企业所得税两税合并、增值税转型、营改增等多项重大改革，为企业和个人营造了良好的税制环境，减税成为提振经济活力的上佳路径。最直接来说，减税会增厚企业利润，企业可用于再投资的资金增加，这会直接刺激企业的投资；减税有助于刺激居民消费，税负的减少，意味着居民可支配收入的增加，意味着总消费的增长。

海内外需求扩张，工业企业利润增长改善刺激投资、政策支撑力度加大，创建“中国制造 2025 示范区建设”、全球掀起减税潮，减税降费政策推进等都支撑制造业进一步上行，为制造业投资反弹提供了条件。预计 2018 年上半年，制造业投资有望进一步反弹。



图 8 工业企业利润累计同比



图 9 制造业工业增加值同比



图 10 中国官方 PMI

5.5 消费保持平稳

企业利润带动收入增长。一般来说，收入增长越快的地区，其消费也随之较快增长，近期消费增速变动主要取决于购买力。构成居民购买力的收入主要是与企业盈利相关的工资性收入和经营性收入。工业企业利润近期环保限产和供给侧改革等因素共同引发工业品价格上涨，同时降成本继续推进，也将促进企业成本费用降低，进而促使利润逐渐上升，企业利润上升，与企业盈利相关的工资性收入和经营性收入也相应增加，消费也随之较快增长。

财政民生和社会保障支出进一步提高。随着经济结构的转型、经济增长目标的淡化和对民生问题的重视，要求地方政府更多把财政资金用于民生支出，而非基建支出。在十九大报告中可以看到，尽管经济社会发展目标的规划时间提前，但这一目标没有再提具体的 GDP 或人均 GDP 数量目标，而是重点强调要使“人民生活更为宽裕，中等收入群体比例明显提高，城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小，基本公共服务均等化基本实现，全体人民共同富裕迈出坚实步伐”。这显示出新发展思路 and 理念对于提高发展质量和效益、解决发展矛盾的高度重视，不是盲目追求发展，而是要“保证全体人民在共建共享发展中有更多获得感。”我国公共财政支出中的公共服务、公共安全、教育、科学技术、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、节能环保、城乡社区共八项民生支出，都有很大的提高，财政民生和社会保障支出提高了，居民用于支出公共服务、公共安全、教育、科学技术、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、节能环保、城乡社区的费用就会减少，其实也是变相增加居民收入，在一定程度也刺激消费。

企业利润带动收入增长、财政民生和社会保障支出进一步提高，支撑消费保持平稳，但 2018 年消费方面的亮点确是消费的转型升级。

六、2018 年宏观经济形势展望

先看全球，从 2017 年全年数据来看，摩根大通全球综合 PMI 指数一直高于荣枯线 50 以上，IMF 预测 2018 年全球 GDP 实际增长率为 3.71%，将大于 2017 年，从失业率上看，日本与美国基本实现充分就业，失业率分别降至 2.7% 和 4.1% 的历史低点，欧元区也因为宽

松政策的持续推动令失业率降至 9% 以下。全球经济扩张持续加快，就业市场前景乐观。因此预计 2018 年经济走势将依然保持良好的状态。

再看中国，虽然基建拉动作用可能继续减弱，但房地产投资大幅下行可能性不高；另外，出口将随美欧经济复苏而持续复苏，且制造业投资有一定上行空间，海内外需求扩张，工业企业利润增长改善刺激投资、政策支撑力度加大，创建“中国制造 2025 示范区建设”、全球掀起减税潮，减税降费政策推进等都支撑制造业进一步上行，为制造业投资反弹提供了条件。加之企业利润带动收入增长、财政民生和社会保障支出进一步提高，支撑消费保持平稳。

因此无论是全球大环境，还是回头看国内，总体而言，预计 2018 年宏观经济形势整体稳中向好。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述投资标的物的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的内容不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为和合期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。