

民银智库研究

2017年第22期

总第59期

中国民生银行研究院

2017年12月22日

全球经济进入繁荣期 中国发展迈向高质量

——2018年全球与中国宏观经济形势展望

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

任亮

renliang1@cmbc.com.cn

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅理

yuanyacheng@cmbc.com.cn

- **全球经济将超越潜在增长水平进入繁荣期。**2018年，美国经济受税改支撑有望稳健增长，预计将加息三次，但需警惕加息过快风险；欧元区经济将继续稳步复苏，欧央行最早将于年中开始逐步释放退出QE信号，预计9月将如期退出，但加息概率不大；日本经济复苏将小幅放缓，安倍经济学仍将保持既定轨道；新兴经济体复苏整体加快。
- **2017年我国经济好于预期，结构出现可喜变化。**一是制造业、新兴产业及消费相关服务业增长更快，建筑业、金融业与房地产业增速显著回落；二是经济增长对货币与债务的依赖减小，M2/GDP下降；三是工业生产明显反弹，制造业持续景气；四是投资增速回落但民间投资增速回暖；五是消费稳健，农村市场高增长，居民收入加快；六是人民币汇率回归双向波动。
- **2018年我国经济将迈向高质量发展阶段。**库存周期正转向被动补库存阶段，设备投资周期仍未启动，地产周期与人口周期处在下行阶段。经济已基本告别高速增长周期，未来将向高质量发展阶段转型。经济增长的动力将主要来自于解决新时代“不平衡、不充分”的供需矛盾，经济迈向高质量发展阶段具备良好的基础条件。
- **预计2018年经济保持稳中求进，“稳”是经济增速不会大幅回落，“进”是经济结构继续改善。**预计GDP同比增长6.7%，消费同比增10.2%，投资同比增6.5%，出口同比增6%，进口同比增8%，CPI同比升2%，PPI同比升3.3%，年末M2同比增9.5%，全年新增信贷15.4万亿，社融新增22.6万亿，财政赤字率约3%，人民币汇率保持在6.5-6.7区间。
- **政策展望与建议。**预计十九大提出的各项改革措施将逐步落地，供给侧结构性改革进入“做加法”为主的2.0版本，简政放权、国资改革、土地改革、住房改革、对外开放都将加快推进。货币政策稳健中性，着力健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，监管层将更加关注广义信贷、房地产价格和跨境资金流动，防范系统性风险。积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。

目 录

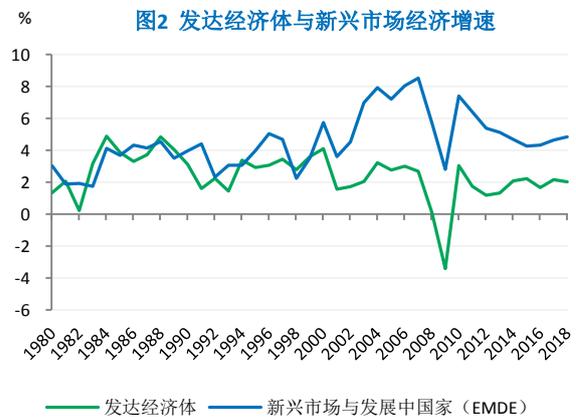
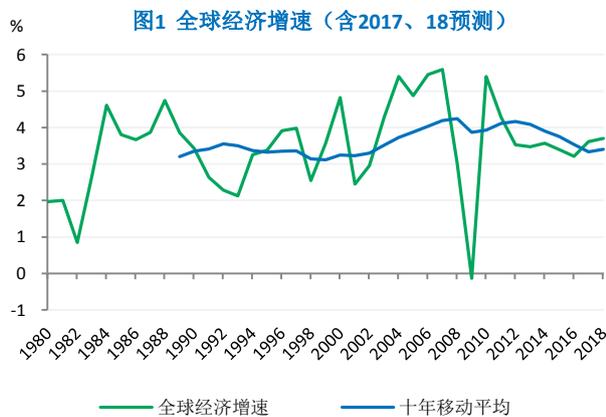
_Toc501654148

一、全球经济形势展望	1
2018 年全球经济将由复苏迈向繁荣.....	1
美国经济稳健复苏，货币政策实现正常化，需警惕加息过快风险.....	2
欧洲经济超预期复苏，有望退出量化宽松.....	4
日本经济实现温和增长，货币政策维持宽松基调.....	6
新兴经济体复苏分化，有望放缓货币宽松步伐.....	8
二、中国经济形势展望	12
2017 年经济回顾：增长好于预期，结构出现可喜变化.....	12
2018 年整体展望：中国经济将迈向高质量发展阶段.....	14
投资形势展望：总体缓慢下行，地产投资拖累，基建投资托底，民间投资反弹.....	15
消费形势展望：继续保持稳健增长，消费升级特点明显.....	19
外贸形势展望：进出口增速将小幅放缓.....	20
通胀形势展望：压力由食品转向非食品，通胀中枢温和提升.....	22
三、政策展望与建议	27
金融形势与货币政策展望：货币政策保持稳健中性，汇率保持双向波动.....	27
财政政策展望：财政运行总体良好，2018 年继续保持积极.....	29
改革政策展望：全面推动高质量发展.....	31
主要宏观经济及金融数据一览表	34

一、全球经济形势展望

2018 年全球经济将由复苏迈向繁荣

2017 年世界经济整体呈现稳健复苏的态势。在距 2008 年金融危机九年之后，全球经济终于基本摆脱了危机的阴影，开始接近甚至超越潜在增长水平（IMF 预计 2017 年全球经济将同比增长 3.6%，而潜在增长水平在 3.5% 左右）。从主要国家来看，**美国**经济表现总体稳定，内生复苏动力较为充足，在此背景下美联储缩表的路径已明确，年内加息三次符合预期，尽管特朗普新政的落实一波三折，但近期税改计划加速落地，有望进一步支撑未来的经济增长。**欧洲**经济稳健复苏，2017 年有望实现 2% 以上的增长，政治风险有所缓解。但仍无法摆脱 QE 依赖症，尽管购债规模减半，但仍将延长至 2018 年 9 月。**日本**经济维持温和增长，但已创纪录地连续六个季度未出现衰退，由于物价回升速度仍较为缓慢，安倍经济学仍坚定地走在既定道路上。**新兴经济体**整体复苏加快，但仍有所分化。印度因币制改革与莫迪新政效应递减，经济高增长光环不再，而之前陷入衰退的巴西和俄罗斯经济复苏势头强劲，通胀压力大幅减小使其降息空间不断打开。



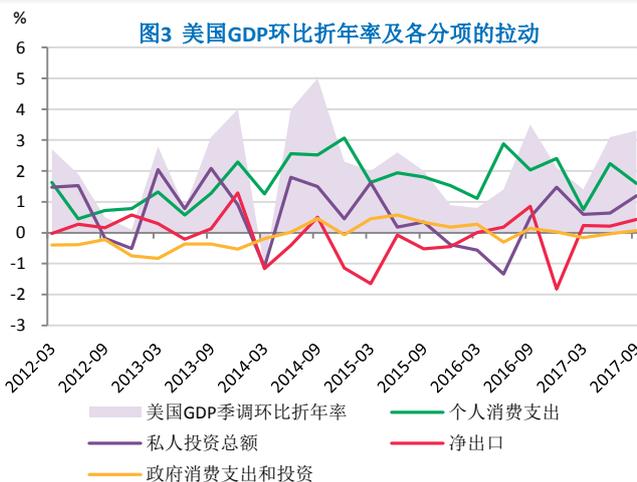
数据来源：IMF CEIC

2018 年全球经济将由复苏期向繁荣期过渡。经历了长达七年的复苏期，全球经济终于有望在 2018 年过渡到繁荣期（以经济增速连续两年超越潜在水平为标志），经济增速预计同比增长 3.7%，较 2017 年小幅加快 0.1 个百分点。其中，**美国**经济受税改落地支持有望实现稳健增长，通胀将进一步接近政策目标，预计美联储仍将加息三次，但需警惕加息过快风险；**欧元区**经济将继续稳步复苏，通胀逐步回升，欧央行最早将于 2018

年年中开始逐步释放四季度退出 QE 的信号，并就缩表和可能进行的负利率政策调整提供逐渐清晰的指引，但 2018 年加息概率不大；日本经济复苏可能出现小幅放缓，尽管有财政刺激、减税政策以及奥运投资支撑内需，但国际能源价格走高以及中国经济减速可能对日本的外向型经济造成拖累；印度经济在结构性改革和经济刺激计划推动下有望迎来新的增长；巴西和俄罗斯政治不确定性风险上升，预计将放缓降息步伐；南非社会经济改革成效可期，经济有望恢复增长。

美国经济稳健复苏，货币政策实现正常化，需警惕加息过快风险

2017 年以来，美国经济保持上升态势。一季度美国经济开局季节性疲弱，但明显好于 2016 年同期，二季度出现明显反弹。前两季度，美国 GDP 环比折年分别增长 1.2% 和 3.1%。三季度，尽管有飓风影响，GDP 环比折年仍增长 3.2%，保持较好走势。主要机构预计，2018 年美国经济增长可能略快于 2017 年。IMF 10 月发布的报告显示，2017 年和 2018 年美国的经济增速将在 2.2% 和 2.3%；通胀维持在 2.1% 左右；失业率分别为 4.4% 和 4.1%。OECD 12 月发布的报告预计，2017 年和 2018 年，美国 GDP 增速将分别为 2.2% 和 2.5%。美联储 FOMC 12 月会议将美国 2017 年和 2018 年 GDP 增速预测均上调至 2.5%。



数据来源：WIND

但目前美国的通胀率与经济实际的复苏程度并不相称。2017 年 3 月以来，美国用 PCE 和 CPI 衡量的通货膨胀率持续走低，核心 CPI 持续低于 2%，11 月同比增速为 1.7%，10 月核心 PCE 为 1.45%，均低于美联储

2%的目标。对 PCE 影响最大的三个分项价格是住房租金、医疗服务和金融服务，美国住房价格在危机后持续增长，但目前增长率已经基本见顶；医疗价格增长率持续下降，难以回到危机前的水平；金融服务价格在危机后支持了 PCE 价格的增长，但目前需要新的增长因素。因此，以核心 PCE 衡量的美国通胀 2018 年或难有大改善。

基于美国经济基本面保持良好走势，2015 年底以来美联储按计划启动货币政策回归常态化的进程。3 月、6 月和 12 月各加息 25bp 后，目前联邦基金目标利率水平为 1.25%-1.50%。同时，2017 年 10 月起，美联储开始按计划逐步缩表。12 月 FOMC 利率预期点阵图显示 2018 年底联邦基金利率预期中值为 2.1%，意味着美联储预计 2018 年将加息 3 次。美联储人事结构 2018 年将进行大调整，不过预计政策会保持较好的连续性。鲍威尔政策立场与耶伦接近，新上位委员显示出更多的偏鹰倾向，因此预计美联储 2018 年将保持加息 3 次的节奏，并且循序渐进加大缩表力度。

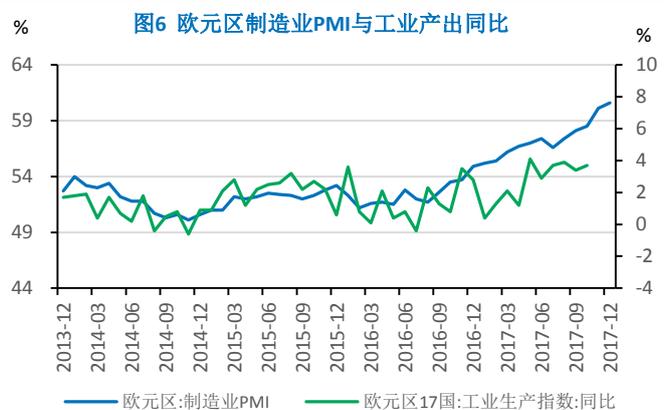
自 2017 年年初就任总统以来，特朗普政府年内的最大工作就是致力于推进税收体制改革。12 月 21 日，美国参众两院投票通过了最终版税改方案，之后将递交特朗普签署，最终在全美施行。税改主要内容包括企业所得税下调至 21%、个人所得税有不同程度减免、跨国公司将获得利润回流的减税机会等。短期来看，税改会提振美国国内总需求、刺激经济增长，但长期或对私人投资产生挤出效应。据测算，税改将推动 2018 年美国 GDP 增长 0.7%，但 2025 年后法案对产出的提振效应将迅速减弱，至 2027 年后对 GDP 几乎没有影响。从外部效应来看，美国税改对全球的冲击或不及预期。一方面，最终确定的税改方案与最初特朗普提出的版本相比力度大幅减弱，对其他国家的政策冲击效果下降；另一方面，在货币政策尚未回归常态化的前提下，发达经济体实行货币财政双宽松政策的可能性较低（日本除外），而新兴经济体财政扩张空间也相对有限，短期内难以形成全球减税浪潮。

美国经济虽然保持持续复苏，但隐忧也不少。一是特斯拉等高科技公司是美国经济增长的新引擎，但“超级工厂”提供的就业岗位有限，美国失业率下降多源于劳动参与率下行及临时岗位（服务业居多）增加，因此向薪资及通胀传导才会受阻，造成菲利普斯曲线平坦化。二是高科技公司带来的预期有被透支的风险，美股持续创造历史新高，带来巨大的财富效应，支撑美国的消费。然而从历史规律看一旦美联储加息 6 到

7 次以上，可能引发股市崩盘，风险将向整个金融市场传导。从货币政策看，若 2018 年美联储无视菲利普斯曲线平坦化的结构性原因而导致加息速度过快，则要警惕美国经济及美元、美股的“盛极而衰”。

欧洲经济超预期复苏，有望退出量化宽松

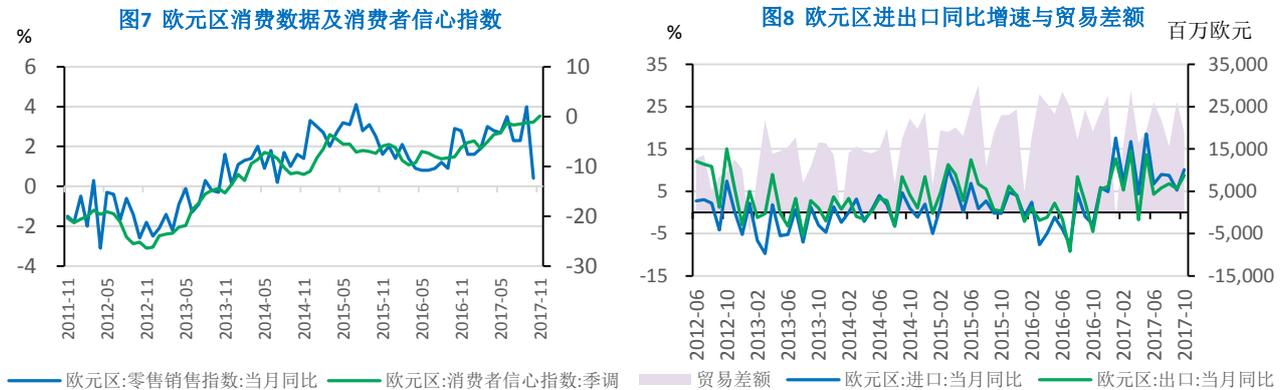
2017 年欧元区经济超预期复苏，政治风险有所缓解，但欧央行对退出 QE 仍保持谨慎。进入 2017 年以来，欧元区在全球需求回暖和货币政策持续宽松的背景下，经济稳步复苏，并且增势更加强劲、分布愈加广泛，成为全球经济增长的重要引擎。分国家来看，德国、法国表现稳定，英国、希腊形势向好，西班牙已恢复至危机前水平，中东欧国家复苏显著。三季度，欧元区 GDP 季调环比折年增长 2.4%，连续 18 个季度保持增长，预计全年 GDP 增速为 2.4%。尽管通胀水平仍未达到 2% 的目标水平，但逐渐持续回升，预计全年通胀水平为 1.5%。从经济景气度来看，欧元区生产端大幅扩张，各项 PMI 指数显著增长并连创新高，11 月制造业 PMI 为 60.1%，创 2000 年 4 月以来新高；需求端持续向好，消费者信心指数不断上升，11 月升至 0.1，为 2001 年以来首次由负转正；贸易、投资显著增长，失业率持续下降至金融危机以来最低水平。



数据来源：WIND

从政治格局来看，欧元区平稳度过 2017 年的大选之年，荷兰、法国、德国等欧元区重要成员国的国内选举均顺利完成、极右翼政党均未上台，西班牙加泰罗尼亚独立危机也得到抑制，欧元区政治风险有所缓解。然而，尽管欧元区政治经济总体向好，但在欧元汇率上行、通胀仍未达标以及成员国复苏仍不均衡等因素的影响下，欧央行对退出量化宽松 (QE) 仍持谨慎态度。12 月 14 日，欧央行宣布维持三大利率不变，同时购债计划也维持不变，即从 2018 年 1 月份起缩减每月购债规模至 300 亿欧元，

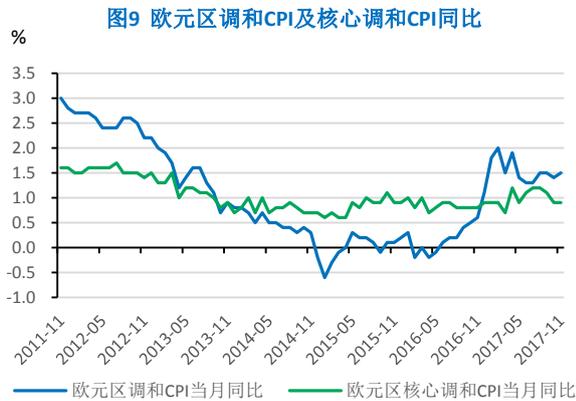
延续至 2018 年 9 月，如有必要将继续延长，直至委员会看到通胀路径向通胀目标出现持续调整。会议声明和会后欧央行行长德拉吉讲话的“鸽派”措辞均显示，欧央行对退出量化宽松的节奏依旧保持谨慎。



数据来源：WIND

展望 2018 年，预计欧元区经济将继续稳步复苏，四季度有望退出 QE，但加息概率较低。尽管 2017 年欧元区经济的惊艳表现离不开欧央行宽松货币政策的支撑，而 2018 年前 9 个月欧元区月度购债规模将较 2017 年减半，但考虑到欧央行资产负债规模仍将持续扩张并维持负利率，预计 2018 年欧元区经济将稳步复苏，全年 GDP 增速为 2.3%，通胀为 1.4%。同时，欧元区经济复苏的内生性也将继续增强，主要基于两方面因素推动：一方面，自金融危机后，欧元区经济复苏主要依靠净出口，直到 2015 年之后消费和投资才开始对经济增长有所拉动，可见在较长时间内，内需均处于被抑制的状态。未来，随着被抑制的内需持续释放，并与全球经济复苏带来的外需回暖产生共振，欧元区复苏动能依然强劲；另一方面，尽管 2013 年以来欧元区失业率持续下降，但 2017 年 10 月份欧元区 8.8% 的失业率仍处于中高水平，距历史低点的下行空间较大。随着闲置劳动力被进一步消化，由此带来的新增就业将继续巩固欧元区经济复苏。在总需求回升和劳动力市场改善的支持下，预计欧元区通胀水平有望逐步抬高。在此基础上，为避免 QE 持续时间过长而导致其有效性减弱和相关风险上升，预计欧央行最早于 2018 年年中开始逐步释放四季度退出 QE 的信号，并就缩表和可能进行的负利率政策调整提供逐渐清晰的指引。值得注意的是，由于通胀水平在 2018 年仍难以达到 2% 的预期目标，加之过快、过早地结束 QE 将可能引发资产价格下跌和收益率急剧上升，从而对经济产生负面影响，因此预计欧央行货币政策正常化的路径仍将是缓慢而谨慎的，在 2018 年四季度结束 QE 后年内马上

启动加息的概率较低。此外，考虑到欧元区经济基本面持续提振、并可能于 2018 年下半年开启货币紧缩周期，而同时美国货币紧缩周期已然过半，因此预计 2018 年欧元兑美元汇率将出现趋势性小幅上行，并保持强势高位震荡。



数据来源：WIND

2018 年欧元区仍面临诸多风险考验，可能对经济前景和欧央行货币政策正常化进程产生制约。一是欧元区各成员国间复苏仍不均衡。尽管以欧元区经济火车头德国为代表的部分成员国复苏强劲、经济发展前景明朗，但以意大利和葡萄牙为代表的南欧国家经济增长依旧疲软、并且对 QE 依赖性较强，各成员国之间的整体经济发展水平仍存在较大差距。二是英国脱欧久拖不决。尽管目前英国脱欧谈判已进入第二阶段，但以英国首相特蕾莎·梅为首的保守党内部仍在脱欧问题上分歧不断，致使谈判过程曲折、进展缓慢，英国脱欧后与欧盟其余 27 国将建立何种贸易关系等关键问题结果仍存在巨大不确定性。如果英国最终在脱欧日期前未能与欧盟达成协议，则混乱的脱欧恐将造成破坏性影响，进而使得英国乃至整个欧元区经济承压。三是政治风险仍存。2018 年欧元区仍面临意大利、爱尔兰等国大选，加之德国组阁困难，政治不确定性风险仍存。此外，受难民和恐怖袭击等问题困扰，各成员疑欧情绪高企，民粹主义抬头，或将对欧元区产生负面影响。

日本经济实现温和增长，货币政策维持宽松基调

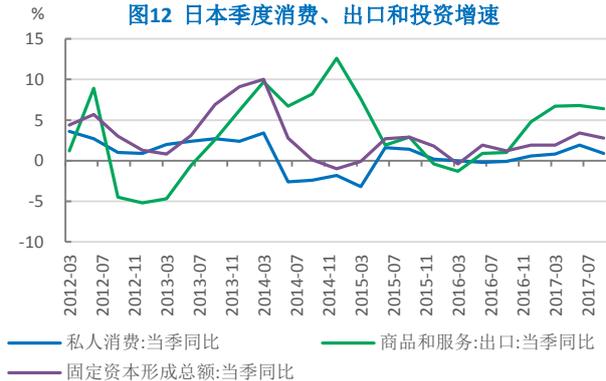
经济复苏动能逐渐累积。2014 年至 2016 年，日本经济增速分别为 0.4%、1.4% 和 0.9%，呈一波三折状态，但 2017 年复苏动力有所增强，前三季度 GDP 同比增速分别为 1.5%、1.6%、2.1%，逐季加快。这一方面同全球经济复苏加快带动的出口走好相一致，前三季度日本出口同比

增速分别为 6.7%、6.8% 和 6.4%，是近三年来的最高水平，也是拉动日本经济复苏的最大动力；另一方面，内需也呈现稳健复苏态势，前三季度私人消费分别同比增长 0.8%、1.9% 和 0.9%，固定资本形成总额分别同比增长 1.9%、3.4%、2.8%。随着经济形势的好转，日本的失业率也开始持续走低。日本 2017 年 10 月失业率为 2.7%，已经降至 1994 年泡沫经济破灭以来的最低水平；制造业景气度不断提升，12 月制造业 PMI 为 54.2%，已经升至 2014 年 3 月以来的最高水平。

图11 日本GDP同比增速



图12 日本季度消费、出口和投资增速



数据来源：WIND

物价涨幅温和回升。2016 年，日本 CPI 及核心 CPI 涨幅分别为-0.1% 和-0.3%。2017 年，日本从通货紧缩中走出，物价呈逐月上升趋势。特别是核心 CPI，展现出更为持续的上涨势头，2017 年 10 月为 0.8%，已回升至 2015 年 4 月以来的最高水平，但离 2% 的目标还有很大距离。2017 年 7 月的议息会议上，日本央行将预期价格升至 2% 目标的时间推迟至 2019 年，这已经是第 6 次推迟实现通胀目标的时间预期。

图13 日本失业率



图14 日本CPI和核心CPI



数据来源：WIND

宏观政策继续保持扩张态势。安倍晋三在赢得大选之后，安倍经济学得以继续推行。一方面，继续实行超宽松的货币政策，日本央行继续维持负利率与资产购买规模不变，同时继续通过收益率曲线调控政策将 10 年期国债收益率维持在 0 附近。在 12 月 21 日的议息会议上，日本央行继续维持货币政策不变，但对经济预期更为乐观。日本央行行长黑田东彦表示，“日本没有加息打算，如果达成 2% 通胀目标的动能消退，将考虑进一步加大宽松政策”；另一方面，日本也开始跟随美国推行减税。12 月 14 日，日本执政联盟批准一项企业减税方案，提高员工薪资幅度达标（大企业同比 3%，中小企业同比 1.5%），并且增加国内设备投资的企业可以享受企业税率从 30% 最低降至 20%，并计划从 2018 财年开始，为期三年。

展望 2018 年，预计日本经济仍然维持温和复苏态势，但速度可能会略有放缓。一方面，全球经济仍然维持扩张势头，有利于日本的出口扩张，另一方面，日本的财政刺激政策、减税政策以及奥运投资等，都会对内需形成支撑。IMF 预测日本 2018 年增速为 0.7%，OECD 预测为 1.2%，低于 2017 年 1.5% 的增速，但不会有失速之虞。物价仍处于温和上升势头。2018 年以原油为代表的大宗商品价格有望继续上扬，而失业率处于新低则会推升工资水平，均有助于日本物价继续处于上升通道，向 2% 的目标水平靠近。货币政策继续维持宽松基调。虽然以美国为代表的发达国家已经进入货币紧缩周期，欧央行也有望在 2018 年结束购债，但由于日本的物价水平仍未达到央行的目标水平，货币政策预计仍将保持宽松基调。

新兴经济体复苏分化，有望放缓货币宽松步伐

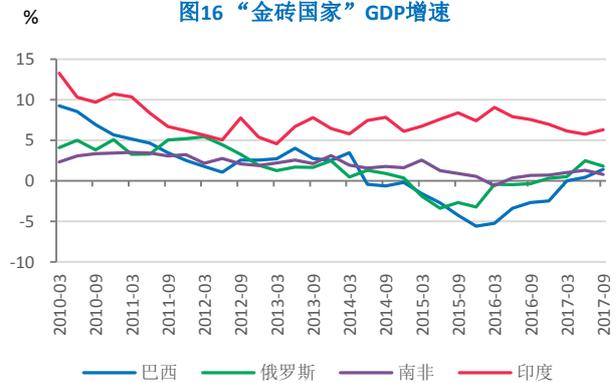
2017 年，伴随着全球经济复苏带动外需回暖、大宗商品价格触底反弹以及汇率保持相对平稳，新兴经济体总体保持相对高速增长，通胀普遍下行。2017 年 7 月份，IMF 将新兴市场与发展中经济体 2017 年预期经济增速上调 0.1 个百分点至 4.6%，显著高于 2016 年 4.3% 的增速，也高于 2017 年全球 3.6% 的预期增速。从 MSCI 新兴市场指数来看，2017 年以来，MSCI 新兴市场指数持续增长，目前已经达到金融危机以来的高位。同时，低通胀为各国实行宽松的货币政策提供了空间，主要新兴经济体国家纷纷降息，但成效各异，经济发展持续分化。

在宽松的货币政策和经济刺激计划的推动下，印度改革阵痛有所缓和。受“废钞”运动以及商品与服务税改革对消费者信心和商业体系造成的负面影响，2017年上半年印度经济增速快速下滑，二季度GDP同比增速跌至5.7%，创4年来最低水平。为扭转颓势，央行于7月份降息25个基点至6.00%。受此推动，印度三季度GDP大幅回升至6.3%。印度财政部随即于10月份推出一揽子经济刺激计划，包括在未来两年内向坏账激增的国有银行注资2.11万亿卢比以及在五年内投资6.9万亿卢比用于修建道路和桥梁。目前来看，经济刺激计划已取得初步成效，制造业和出口均表现强劲，11月制造业PMI上升2.3个百分点至52.6%，出口由上月的下降1.1%转为增长30.6%。穆迪也于11月中旬上调印度信用评级。

图15 MSCI新兴市场指数



图16 “金砖国家” GDP增速



数据来源：WIND

得益于大宗商品价格回升和央行频频降息，巴西和俄罗斯复苏势头保持强劲。巴西方面，自2016年10月开启降息周期以来，央行已连续10次降息，累计降息725个基点至7%，创1997年以来的最低水平。低利率有效推动经济持续增长、生产端显著扩张。二、三季度GDP分别同比增长0.4%和1.4%，为2014年年中以来首次连续保持正增长。11月份，制造业PMI为53.5%，创2011年3月以来最高水平，工业生产指数同比增长5.3%，为2013年5月以来最快增速。俄罗斯方面，自年初以来，央行先后六次降息使得基准利率低至7.75%。宽松的货币政策使其GDP连续四个季度实现正增长，二、三季度GDP分别同比增长2.5%和1.8%。同时，低利率拉动消费持续改善，10月和11月零售营业额指数分别同比增长3.1%和3%，创2015年有来的最高和次高水平。

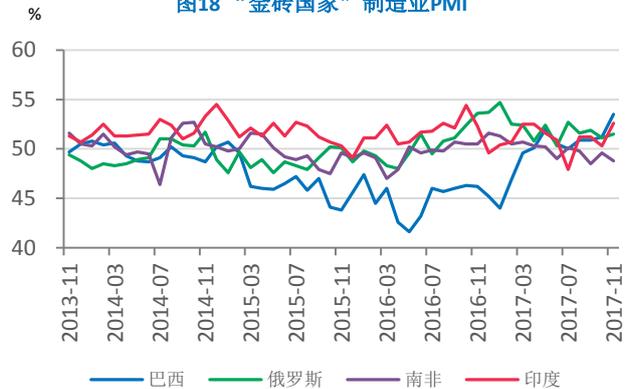
受债务问题、政治不确定性风险和严重旱情影响，南非经济增长动能仍显不足。2017年以来，在国内政局动荡、债务状况恶化以及严重旱

情等多种因素的拖累下，南非国内需求不振、失业率高企、经济发展低迷，一季度 GDP 环比下降 0.7%，加之 2016 年四季度 GDP 环比下降 0.3%，连续两个季度的负增长使得南非经济陷入技术性衰退，三大国际信用评级机构相继于二季度下调南非主权信用评级。为刺激经济增长，南非央行于 7 月降息 25 个基点至 6.75%。在降息推动下，四季度生产端有所恢复，制造业生产指数同比增速由负转正，PMI 连续两个月处于扩张区间。然而，财政部 10 月底发布的预算政策声明显示，南非 2017 至 2018 财年的赤字可能达到 GDP 的 4.3%，远高于预期的 3.1%，为 2009 年以来的最高水平。由于南非财政疲软程度远超预期，11 月底，标普再次下调南非主权信用评级，穆迪也将对南非的评级置于可能调降的观察名单中。

图17 “金砖国家”通货膨胀率



图18 “金砖国家”制造业PMI



数据来源：WIND

展望 2018 年，伴随着新兴经济体持续复苏，宽松的货币政策步伐也有望随之放缓。考虑到全球经济持续回暖、石油输出国组织（OPEC）减产协议延至 2018 年年底将为以原油为代表的大宗商品价格提供有力支撑，预计 2018 年新兴经济体将持续复苏，进而为各国放缓宽松货币政策的步伐创造条件。在 2017 年 10 月发布的最新报告中，IMF 将新兴市场与发展中经济体 2018 年预期经济增速上调 0.1 个百分点至 4.9%，显著高于其自身 2017 年 4.6% 的预期增速和 2018 年全球 3.7% 的预期增速。

在结构性改革和经济刺激计划推动下，印度经济有望迎来新的增长。虽然废钞和税改对印度经济短期内造成了一定的影响，但总体来看，随着改革负面影响逐渐消退，税改将进一步促进生产力提高，加之经济刺激计划已初步取得成效，未来印度经济有望迎来新的增长，预计 2018 年 GDP 增速为 7.4%，高于 2016 年 7.1% 的增速和 2017 年 6.7% 的预期增速。巴西和俄罗斯政治不确定性风险上升，预计放缓降息步伐。巴西方

面，在经历了 2017 年总统贿赂案等各类政治事件之后，又将在 2018 年迎来总统大选，政治不确定性风险再度上升。加之备受瞩目的养老金等社会保障体系改革仍悬而未决，预计巴西经济复苏仍存在不确定性，但总体向好，预计 2018 年 GDP 增速为 1.5%，大幅高于 2016 年-3.6%的增速和 2017 年 0.7%的预期增速。**俄罗斯方面**，该国同样在 2018 年面临总统大选，其结果的不确定性将对经济走势产生显著影响。不过，在油价相对偏高、经济基本面向好、消费者和投资者信心改善以及夏季世界杯即将举办的背景下，预计俄罗斯经济将持续增长，2018 年 GDP 预期增速为 1.6%，大幅高于 2016 年-0.2%的增速，略低于 2017 年 1.8%的预期增速。尽管巴西和俄罗斯央行均明确表态 2018 年将继续降息，但考虑到两国经济势头良好，加之全球主要经济体纷纷收紧货币政策，因此**预计两国未来均将适度放缓货币宽松政策的步伐。南非社会经济改革成效可期，经济有望继续保持增长。**考虑到拥有商业背景并致力于经济建设的南非现任副总统西里尔·拉马福萨已当选非国大新任党主席，预计非国大党致力推行的南非社会经济转型有望取得进展。同时，受农业从干旱中恢复、大宗商品价格走强的影响，南非经济有望继续保持增长趋势，预计 2018 年 GDP 增长 1.1%，高于 2016 年 0.3%的增速和 2017 年 0.7%的预期增速。

2018 年新兴经济体复苏基础仍不稳固，部分风险因素值得关注。一方面，大宗商品价格仍有不确定性，加之贸易保护主义不断升级，可能损及新兴经济体出口。未来大宗商品价格波动的趋势仍将给出口型新兴经济体发展前景带来不确定性，而以美国为代表的贸易保护主义倾向持续升温也将对新兴经济体出口和经济发展造成一定限制。另一方面，主要经济体尤其是美国货币政策收紧，可能引发新兴经济体资本外流和债务负担加重。自全球金融危机以来，以美国为代表的发达经济体采取的大幅货币宽松政策对资金流入新兴经济体起到了巨大的推动作用，同时全球低利率的环境也使新兴经济体获得了以大幅信贷扩张为基础的经济快速增长。未来，随着主要新兴经济体尤其是美国货币政策收紧，新兴经济体资本外流压力加大，不仅可能对其金融市场产生一定影响，还可能将加重其对已有赤字进行融资以及对到期债务进行展期和偿还的负担。

二、中国经济形势展望

2017 年经济回顾：增长好于预期，结构出现可喜变化

从我国的情况来看，2017 年前三季度 6.9% 的经济增长好于年初预期。除了外部环境较为有利，促进净出口对我国经济增长拉动由负转正外，我国经济结构也出现了可喜的变化。

一是与 2015 年同为 6.9% 的 GDP 增速相比，2017 年前三季度制造业、新兴产业及消费相关服务业增长更快，而建筑业、金融业与房地产业增速显著回落，非金融业 GDP 增速提高。

二是在同样的 6.9% 增速下，货币增速显著回落，至 11 月末 M2 同比增长 9.1%，10 月份一度达到 8.8% 的历史低点，经济增长对货币与债务的依赖减小，2017 年有望出现多年来的首次 M2/GDP 下降（预计由 2016 年的 208% 下降至 206%）。

图19 我国GDP金融与非金融同比增速

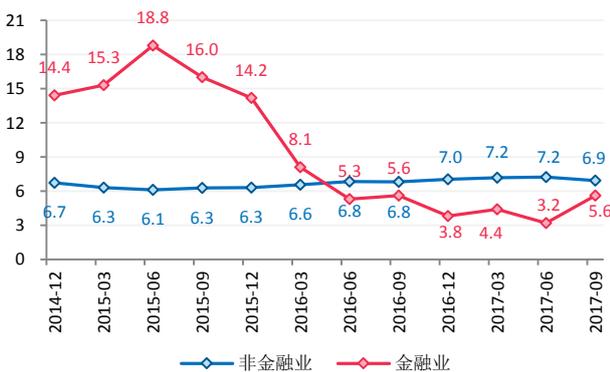
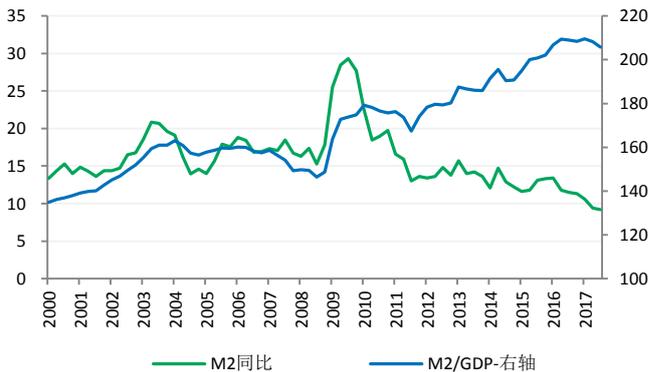


图20 M2同比增速与M2/GDP



数据来源：CEIC

三是工业生产明显反弹，2017 年前 11 月规模以上工业增加值同比增长 6.6%，而 2015、2016 年同期分别仅为 6.1% 和 6.0%。其中制造业成为主要推动力，前 11 月同比增长 7.2%，高于工业整体，制造业 PMI 连续处于景气区间，工业企业利润仍保持高增长。

四是投资增速回落，但主要源于环保限产力度加大和楼市调控力度加强。但民间投资增速从低点回升，前 11 月民间投资同比增长 5.7%，快于 2016 年同期（3.1%），在整体投资显著减速的情况下殊为不易。

五是消费保持稳健，前 11 月消费同比增长 10.3%，与 2016 年水平相当。尤其是农村消费表现强劲，前 11 月同比增长 11.9%，较 2016 年

同期加快 1 个百分点，农村市场迎来爆发，促使国产手机、SUV 汽车销售火爆，市场占有率不断提升。居民收入持续快于经济增长，前三季度全国居民人均可支配收入实际增长 7.5%，快于 GDP 实际增速，也较 2016 年同期加快 1.3 个百分点。

图21 工业与制造业增加值累计同比

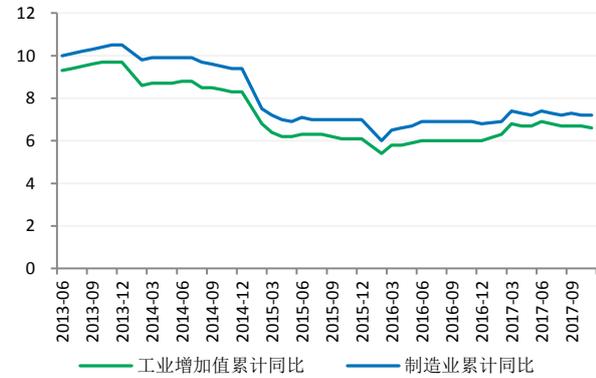


图22 固定资产投资与民间投资

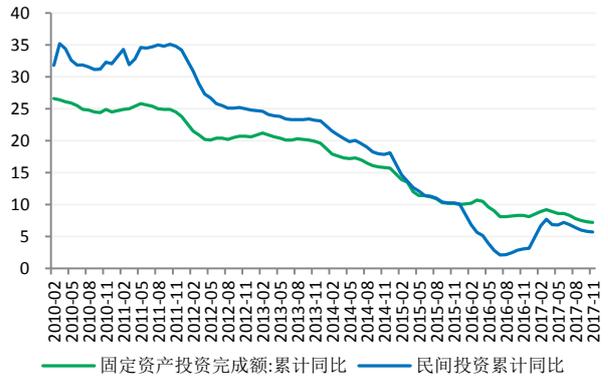


图23 消费同比增速（分城镇、乡村）

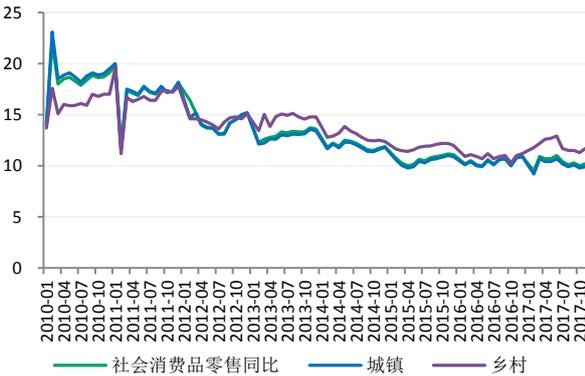
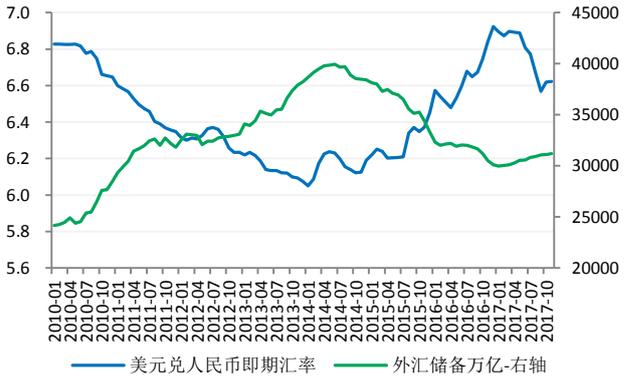


图24 人民币汇率与外汇储备



数据来源：CEIC

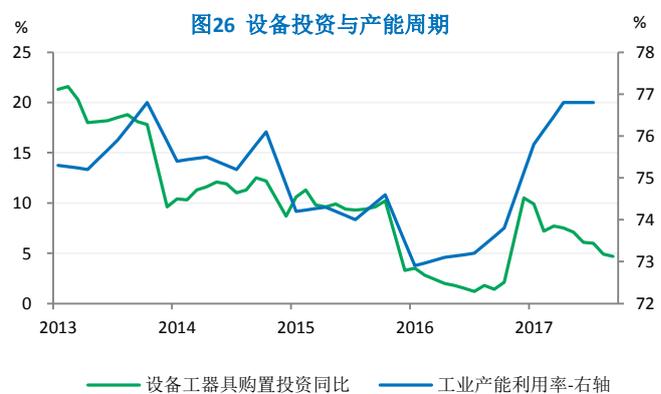
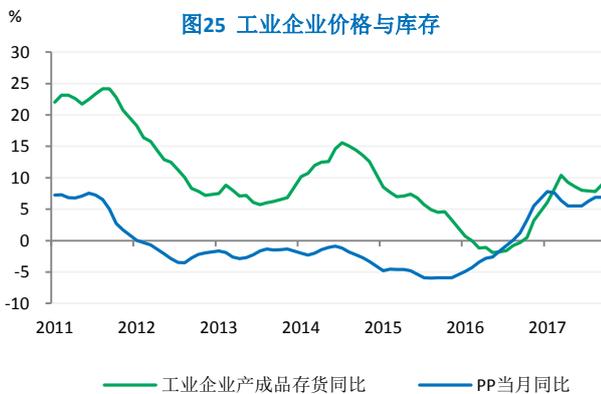
六是人民币兑美元汇率回归双向波动，2017 年以来人民币对美元累计升值 5% 以上，打破了 2016 年的持续贬值预期。特别是 10 月份首次出现外储、外汇占款与结售汇顺差全部上升。

与此同时，我国经济仍存在一些结构性问题需要解决。一是居民部门杠杆率上升较快。2017 年无论是居民中长期贷款还是短期贷款规模都显著高于历史水平，特别是消费贷款快速增长，存在变相流入房地产市场的现象；二是房地产价格居高不下。尽管近来一线城市房价回落，销售量腰斩，但主要依靠限购、限价、限售等行政措施，房地产调控的长效机制有待建立；三是财政刺激仍在经济增长中扮演了重要角色。2017 年前三季度财政支出进度快于往年，其中一些 PPP 项目出现了风险分配不合理、明股实债、政府变相兜底，重建设轻运营、绩效考核不完善，社

会资本融资杠杆倍数过高等泛化异化问题，积累了一些隐性风险；四是金融业在严监管环境下持续推进去杠杆。尽管“脱实向虚”问题得到改善，但实体经济的融资成本有所上升，民营企业、中小企业融资难、融资贵问题仍然存在。

2018 年整体展望：中国经济将迈向高质量发展阶段

2018 年是贯彻党的十九大精神的开局之年，是改革开放 40 周年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年。从经济周期的角度来看，库存周期正在由主动补库存逐步转向被动补库存阶段，体现为工业企业产成品库存与 PPI 价格仍在上升，但即将接近顶点；设备投资周期仍未正式启动，随着供给侧结构性改革推动产能不断出清，产能利用率逐步提升，但设备投资并未明显提升；房地产周期已经进入下行阶段，2018 年将会面临一定的下行压力；人口周期进入下行阶段，2015 年开始我国适龄劳动人口占比开始下降，2016 年开始适龄劳动人口绝对值也开始下降。总体看，当前我国经济已基本告别高速增长阶段，未来势必要向高质量发展阶段转型。



数据来源：WIND

我国经济迈向高质量发展阶段具备良好的基础条件，积极贯彻落实党的十九大精神，释放改革红利是关键所在。党的十九大关于“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”的判断精准地刻画了我国现阶段的供需特征，未来我国经济增长的动力很大程度上将来自于解决这个“不平衡、不充分”的供需矛盾。其中，“不平衡”表明动力将来自于中低收入阶层及农村和偏远地区人民生活的改善，“不充分”则表明动力将来自于产业和消费升级。具体看，一是人民对美好生活的向往所引发的需求仍然强劲。特别是 CPI

中医疗、教育、文化、娱乐价格水平在过去一年的上升幅度已超过食品价格，显示这方面的供给改善空间巨大，将成为重要增长动力；二是区域均衡发展所引发的需求仍然强劲。近年来农村市场发展迅速，特别是国产千元手机、国产 SUV 汽车等迅猛发展，市场占有率逐步提高，均是抓对了农村市场机遇；三是基于国内本土巨大市场。新型科技领域快速发展，并吸引大量资本进入，在大数据、人工智能、新能源汽车、互联网金融等风口，与发达国家的差距在缩小，甚至有些已处于领先；四是金融业正在逐步“脱虚向实”。经过 2017 年前三季度的整顿，金融机构杠杆率有所下行，银行不良率小幅下降，为实体经济服务的空间有所打开，三季度金融业增加值同比增速、11 月末 M2 增速均同比回升，金融服务实体经济有望增强。

整体看，预计 2018 年经济保持稳中求进，“稳”是经济增速不会大幅回落，“进”是经济结构继续改善。预计全年 GDP 同比增长 6.7% 左右的水平，将低于 2017 年 0.1 个百分点左右。人民对于美好生活的需求将支持消费平稳增长，拉动 GDP 增长 4.5 个百分点；经济转型促使投资增速进一步下降，固定资本形成预计拉动 GDP 增长 2.1 个百分点；货物与服务净出口的拉动作用小幅低于 2017 年，预计拉动 GDP 增长 0.1 个百分点。

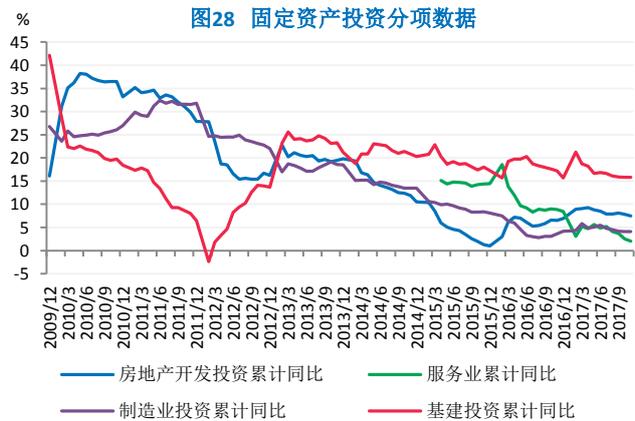
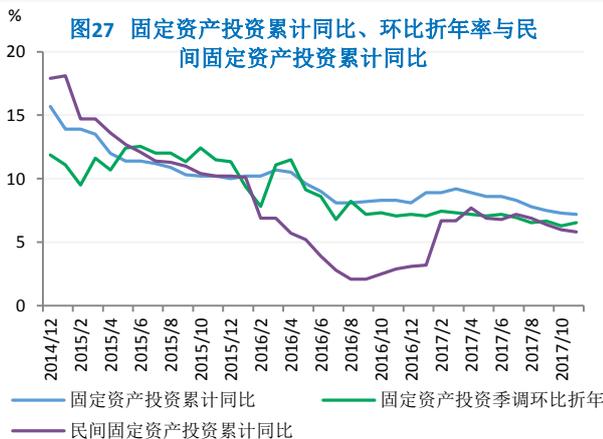
投资形势展望：总体缓慢下行，地产投资拖累，基建投资托底，民间投资反弹

2017 年以来，固定资产投资增长前高后低态势明显。从累计增速来看，在一季度实现开门红后，自 4 月份开始逐月下滑，从 1-3 月的 9.2% 回落至 1-11 月的 7.2%。从当月增速来看，下半年增速也显著低于上半年，同时季末效应明显，前三个季度均呈现出“两头高、中间低”的走势。与 2016 年相比，2017 年各月增速均低于 2016 年同期，但下降幅度小于 2016 年，表现出较强的韧性，这说明投资对经济的拉动依然强劲。民间投资方面，增速虽较 2016 年有所改善，但自 2016 年以来持续低于总体投资增速，活力仍显不足。

2017 年投资稳中趋降，主要有以下几个原因：一是供给侧结构性改革加快推进，去产能不断加码，对部分行业投资造成直接抑制；二是 8 月份开始的第四次中央环保督查执行力度空前，四季度各地采暖季限产也更为严格，引发大量企业限产停产；三是金融去杠杆、防风险被提到前

所未有的高度，以银监会“三三四”专项整治为代表，金融监管不断强化，同时央行维持稳健中性的货币政策，资金面趋紧对投资造成一定负面影响；四是 2017 年财政支出进度提前，下半年财政支出明显乏力，拖累投资增长。

分项来看，基建、房地产和制造业投资三大支柱较年初均有所放缓。2017 年基建投资（全口径，以下同）仍然保持 15% 以上的高增速，是稳增长、保投资的重要支柱，但增速除 6 月反弹以外呈逐月下降态势，主要受制于财政支出放缓、以《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（50 号文）和《财政部关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（87 号文）为代表的地方债监管加码以及专项金融债增发等带来的资金压力；房地产开发投资在前 4 个月增速逐月上升之后，后续增速持续下行，但总体增速高于 2016 年，在楼市调控持续加压下显示出较强韧性，主要源于三四线城市销售火爆与土地成交大幅加快的拉动作用；制造业投资以震荡下行为主，主要受到内外需放缓以及制造业利润增速回落影响。



数据来源：WIND

展望 2018 年，在十九大确立的新的的发展框架和政策基调下，投资增速可能继续缓慢下行。其一，经济增速不再是首要目标，转而强调经济发展质量，以投资稳增长的传统逆周期调控手段可能弱化，地方政府投资冲动也会受到抑制；其二，去杠杆、防风险是 2018 年的一大重点工作，金融监管将继续趋严，投资将面临更强的资金来源约束；其三，污染防治是 2018 年经济工作的重要抓手之一，可能对投资产生正负两方面影响，在使部分行业受到负面冲击的同时，也将增加环保治理类投资需求。

基建投资可能继续小幅放缓，但有望保持 15% 左右的较高增速，继

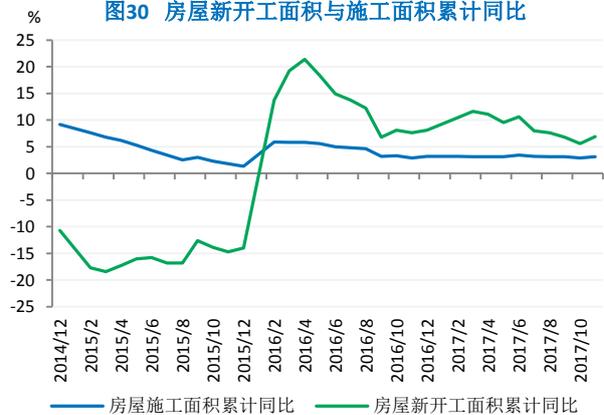
续发挥托底作用。基建投资的放缓主要来源于地方政府债务监管的强化。**第一**，预算内资金管理将更加严格。财政部频频发文完善预算管理体系，加强预算执行监控，预算内资金挪用等违规现象将被遏制；**第二**，地方政府举债融资行为逐步得到规范，地方政府通过购买服务、投资基金等方式变相举债的渠道将被封堵，相关的资金来源受到抑制；**第三**，PPP 监管体系不断完善，11 月财政部和国资委分别出台了《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》和《关于加强中央企业 PPP 业务财务风险管控的通知》，防止 PPP 异化为新的融资平台，可能影响 2018 年的 PPP 投资规模，但质量有望提升。此外，随着减税降费政策的实施，2018 年财政收入增长或将继续放缓，为财政支出带来更大压力。

房地产开发投资或将继续缓慢下行。从负面影响因素来看，2018 年调控力度延续将继续制约地产投资增长。一是中央多次强调“房子是用来住的，不是用来炒的”，抑制楼市投机决心很大，2018 年将坚持房地产调控目标不动摇、力度不放松，加上三四线城市棚改货币化支撑因素逐渐消退，预计销售将继续负增长；二是随着销售持续下滑、房地产信贷收紧以及现金贷、消费贷监管加强，开发商投资资金来源将受到影响；三是 2017 年投资韧性较强的主要原因来自土地购置费的大幅增长，2018 年资金约束加强将抑制地产商拿地意愿，因此土地购置费用对投资的支撑将减弱；四是建安费用将成为影响 2018 年房地产投资走势的主要变量，而建安费用与施工面积增速较为相关。2016 年以来，由于开发商面临销售下滑主动调节施工进度以及环保压力限制施工项目进展，导致新开工面积转化为施工面积的进度放缓，施工面积增速持续低于新开工面积增速。施工面积增长持续低迷，将影响建安费用增长。

图29 土地购置费与房地产开发投资累计同比

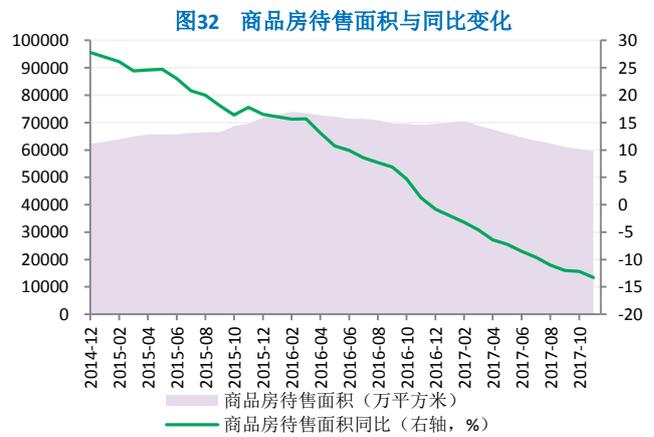
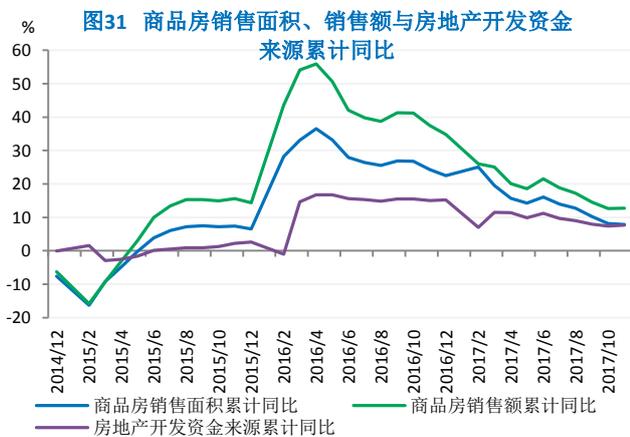


图30 房屋新开工面积与施工面积累计同比



数据来源：WIND

从正面支撑因素来看，租赁住房建设、库存降至低位与新一轮棚改等对房地产投资具有一定积极影响。首先，2018 年房地产长效机制建立将迈出实质性步伐，多元化住房供应体系正在形成，多个省市确定要加快发展住房租赁市场，北京、上海等地探索共有产权房，厦门推出保障性商品房，广州提出“租售同权”，多地开展集体建设用地建设租赁住房试点，租赁住房建设和土地供应将增加；其次，经过前期大力度去库存，当前房地产库存已降至低位，有望对投资端产生带动作用；最后，棚改新计划决定在 2018-2020 年再改造各类棚户区 1500 万套，有助于抵消一部分楼市调控对投资的负面效应。综合来看，房地产开发投资下行幅度将较为平缓。



数据来源：WIND

制造业投资有望触底反弹。第一，2018 年全球经济将继续改善，预计外需将维持稳定增长态势，对制造业投资的拉动增强；第二，2017 年以来，供给侧结构性改革持续发力，三季度工业产能利用率已升至 76.8%，为 2014 年以来最高水平，行业集中度明显攀升，2018 年工业企业利润有望保持较高增长，制造业投资或将加速修复；第三，2016 年以来民间投资活力不足，对此中央与地方给予高度关注，密集出台推进民间投资增长的政策措施，力图破除民间投资发展体制机制障碍，营造良好发展环境，2018 年民间投资有望触底反弹，有利于提振以民间投资为主导的制造业投资；第四，中高端装备制造、计算机通信和电子设备制造等新兴制造业和高技术制造业投资将保持高速增长，引领制造业投资结构优化与质量提升，为制造业投资积蓄新动能。

综上所述，预计 2018 年固定资产投资增速将缓慢下行，全年同比增长 6.5% 左右。

图33 制造业投资与民间投资累计同比

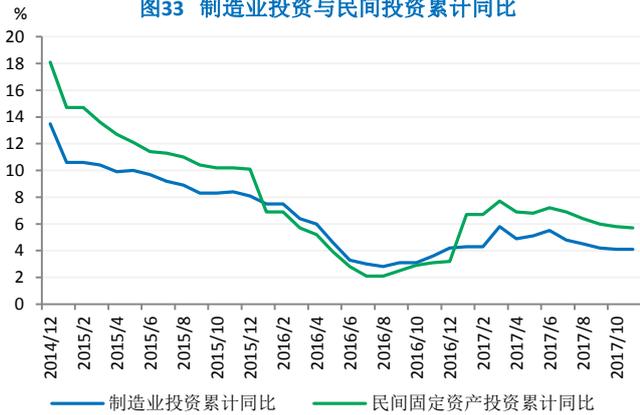
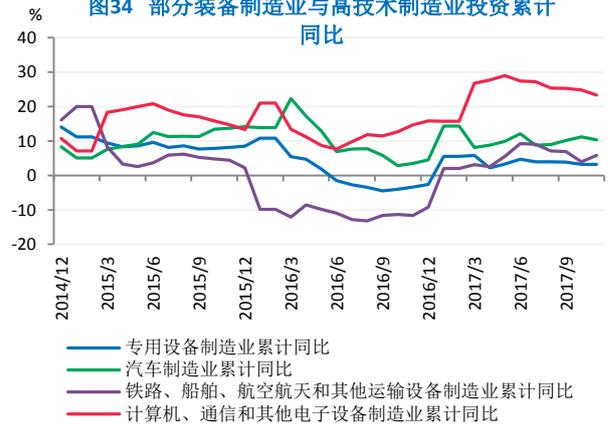


图34 部分装备制造业与高技术制造业投资累计同比



数据来源：WIND

消费形势展望：继续保持稳健增长，消费升级特点明显

2017年，我国消费增速小幅收窄，但整体继续保持平稳增长。1-11月，社会消费品零售总额 331528 亿元，同比增长 10.3%，较 2016 年同期增速小幅下降 0.1 个百分点，继续保持平稳较快增长。消费增速小幅收窄，主要原因在于房地产调控与车辆购置税优惠减半导致居住类消费（家电、家具与建筑装潢类）与汽车消费增速分别同比回落 6.2 和 3.5 个百分点。网上零售增势强劲，占比不断提升。1-11 月，全国网上零售额 64306 亿元，同比增长 32.4%，较 2016 年同期加快 6.2 个百分点。其中，实物商品网上零售额 49144 亿元，增长 27.6%，同比提高 1.9 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 14.8%，同比提高 2.3 个百分点。城乡消费差距进一步缩小。1-11 月，乡村消费品零售额 46991 亿元，同比增长 11.9%，较 2016 年同期增速提高 1 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 14.2%，较 2016 年同期提高 0.2 个百分点。消费升级相关商品增速加快。1-11 月，服装、化妆品、金银珠宝类消费增速同比分别提高 0.7、5.5、6.8 个百分点，通讯器材类、文化办公用品类继续保持较快增长。消费者信心持续提升。1-10 月份，月均中国消费者信心指数超过 114，维持较高水平。消费基础性作用明显增强。前三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率为 64.5%，较上年同期提高 2.8 个百分点，比资本形成的贡献率高出 31.7 个百分点，继续保持第一驱动力的作用。

2018 年，一方面，汽车与居住类相关消费下滑将不利于消费增长。一是 2018 年开始，车辆购置税优惠面临取消，汽车销量将会承压；二是居住类相关消费增速会继续回落。2017 年下半年开始，房地产销量呈持续下滑态势，相关消费如家电、家具、建筑及装潢材料也相应回落。这

一状况，已经在 2017 年四季度开始出现，预计将会延续至 2018 年底。另一方面，多重因素会对消费形成有利支撑。一是随着经济稳中向好的因素增多，会带动居民收入稳步增长；二是消费区域结构不断优化，农村消费市场上升潜力巨大；三是消费升级步伐加快，将为消费增长提供稳定动力；四是网络经济的迅速发展，极大刺激了居民消费；五是商务部及各地方政府陆续发布一系列促消费政策。综合考虑，预计 2018 年消费增速小幅回落至 10.2% 左右水平，继续保持平稳较快增长。

图35 中国名义消费与实际消费同比增速

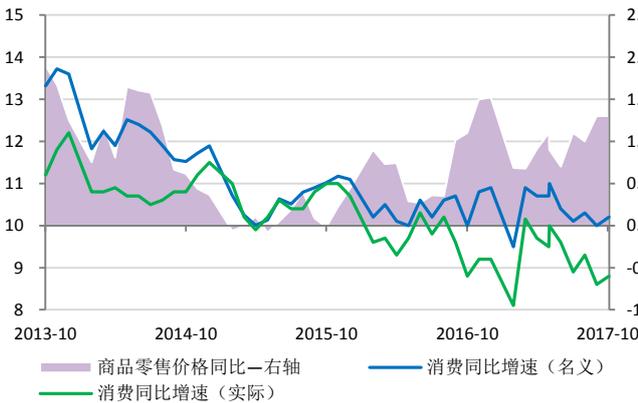
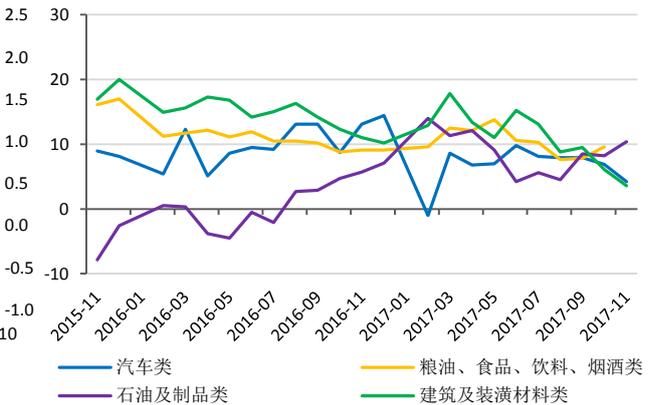


图36 限额以上主要产品当月销售增速



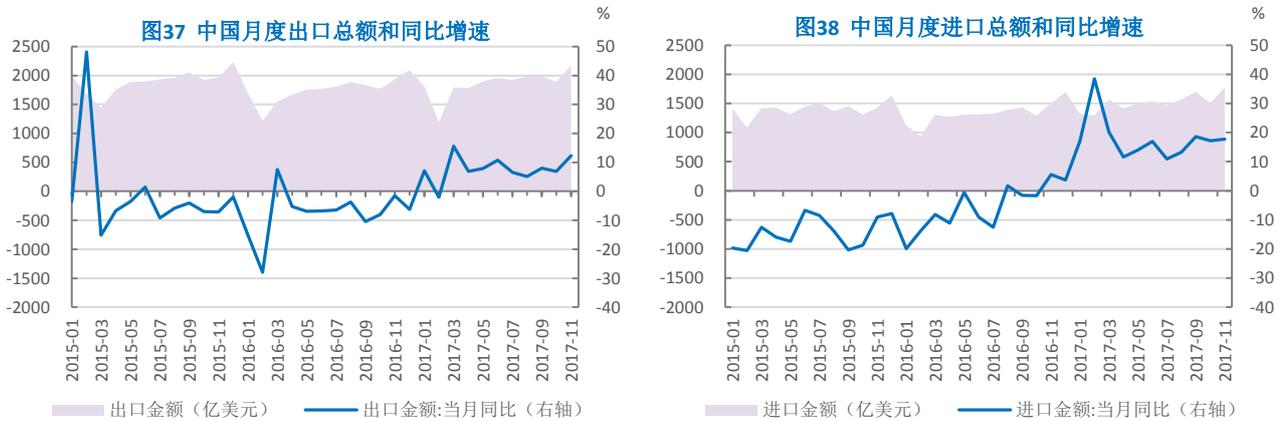
数据来源：WIND

外贸形势展望：进出口增速将小幅放缓

2017 年，在全球经济复苏共振以及汇率贬值因素的带动下，出口增速终于同比转正。截至前 11 个月，按美元计的出口同比增速为 8%，远高于 2015 年-2.9%和 2016 年的-7.7%。而内需旺盛和大宗商品价格抬升，共同维持了进口的高增速。截至前 11 个月，按美元计的进口同比增速为 17.3%，远高于 2015 年-5.5%和 2016 年的-14.3%。

2017 年我国对外贸易主要呈现出三个方面的特征：一是进口增速超过出口增速。自 2012 年以来，进口增速首次超过出口增速，由此也扮演起了全球经济发动机的角色。IMF 报告认为 2017 年中国经济对全球经济复苏的贡献度达到了 30%，是所有国家中最高的；二是一般贸易增速快于加工贸易。2017 年前 11 个月，一般贸易累计增速为 14.3%，加工贸易累计增速仅为 7.1%，一般贸易增速远快于加工贸易；三是与欧美贸易增速快于整体增速。2017 年前 11 个月，中美进出口贸易增速同比 12.8%，中欧进出口贸易增速同比增长 12.7%，均快于 12% 的整体贸易增速，欧美作为主要贸易伙伴的地位更为突出。

展望 2018 年，预计出口增速将会由 8% 放缓至 6% 左右，进口增速则会由 17% 回落至 8% 左右。由于进口增速略大于出口，预计 2018 年顺差规模将在 2017 年基础上小幅下降。



数据来源：Wind

出口方面。从外需来看，目前全球经济仍处于复苏共振过程中，主要经济体的制造业 PMI 大都处于上升通道，OECD 和 IMF 近期也都上调了全球经济增速预期，认为 2018 年增速仍会加快，但随着复苏的主力从发达经济体转向新兴经济体，全球贸易的增速预计将会由 2017 年的 4.2% 降至 4.0%，外需会在一定程度上制约出口。**从出口竞争力来看**，一是汇率可能形成拖累。自年中以来，人民币兑美元汇率主要呈宽幅双向波动，但实际有效汇率指数已经开始连续升值，预计将会形成对汇率的拖累因素；二是环保因素将会影响出口。污染防治是未来几年的三大攻坚战之一，环保将继续保持高压态势，从而会对部分产品出口造成影响。**从技术因素来看**，2017 年出口增速之所以明显反弹，主要同前一年出口增速过低有关，而 2017 年基数的抬高，将会直接从技术因素上拖累 2018 年的出口增速。综合考虑，预计出口增速将由 8% 回落至 5% 左右。

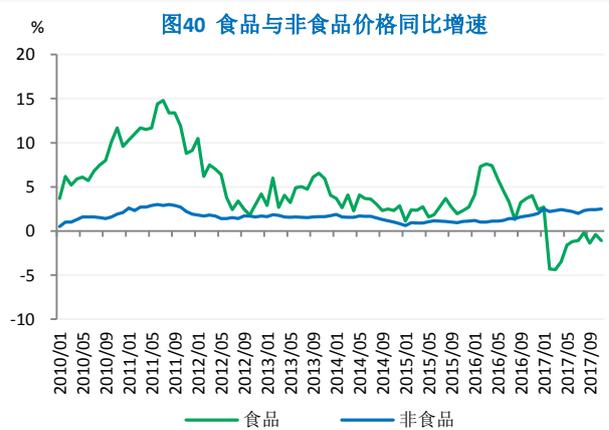
进口方面。目前我国进口主要可以分为三部分：用于投资的进口，以大宗商品为主，占比超过一半；用于消费的进口，占比约为 10%；用于出口的进口，即加工贸易进口，占比约为 24%。从投资角度来看，房地产投资和基建投资增速将拖累整体投资增速，此类进口增速将会减弱，此外大宗商品价格涨幅回落也将导致这部分进口额增速下降；从消费角度来看，在消费升级效应的推动下，此类进口应继续保持高位；从加工品进口来看，近几年来加工贸易增速持续低于一般贸易增速，产业转移与结构升级，叠加实际有效汇率高估修复进程放缓，将导致此类进口增

速放缓。综合来看，2018 年进口增速将会明显回落，预计从 17% 回落至 4% 左右。

贸易顺差方面，由于进口增速大于出口，贸易顺差将由 2017 年的 4000 亿美元左右小幅回落至 2018 年的 3900 亿美元左右。

通胀形势展望：压力由食品转向非食品，通胀中枢温和提升

2017 年食品价格出现多年未见的同比下降。前 11 月食品价格同比下降 1.5%，全年同比下降已成定局，为近 15 年来首次。我国上次 CPI 食品价格全年同比下降还要追溯到 2002 年，当年整体 CPI 同比下降 0.8%，经济处在短暂的通缩期。可以说，2017 年我国出现经济处在非通缩区间且食品价格同比下降，在历史上尚属首次。食品价格下降存在供需两方面因素。从供给端看，肉类价格的供给增加是重要原因，2017 年前 11 月猪肉价格同比下降 8.8%，主要源于 2016 年猪肉价格大幅上涨（当年同比增长 16.9%，最高月份上涨 33.6%），在猪粮比创新高（逼近 12）的同时，生猪补栏量大幅增加，导致经过 1 年左右猪肉供给出现猛增。此外，前 11 月鲜菜价格同比下降 8.1%，一方面 2016 年异常天气增多（2016 年全年降水量同比大幅增加 13%），提升了上年价格基数，另一方面 2017 年的天气情况较好，鲜菜供应未受影响。从需求来看，当前我国消费升级趋势明显，食品需求趋弱。一方面食品消费占整体消费的比重在下降，恩格尔系数目前已降至 30% 以下；另一方面食品内部结构也在不断改变，鲜菜、鲜果、水产品、奶类消费需求增加，而烟草、粮食、肉类需求相对减弱。



数据来源：WIND

展望 2018 年，食品价格有望见底，但上涨空间较为有限。一是 2018 年猪肉价格仍有回落空间。经过 1 年左右的回落，猪肉价格近期出现回升，但主要原因在于冬季需求增加和运输成本上升，属于临时冲击。由于当前猪粮比维持在 8-9 之间，并未进入低于 6 以下的亏损区间，未来猪肉供应仍会较为充足，预计旺季过后 2018 年猪肉价格仍有回落空间。二是 2017 年鲜菜价格整体基数较低，2018 年若出现天气异常变化影响供给，将引发短期价格上涨。三是从粮食情况看，当前国际粮价整体处于低位，国内粮食价格仍存在溢价；为保护农民，国内多年来存在价格保护政策（如最低收购价、各种补贴等），导致国内粮食供给大于均衡值，预计 2018 年粮价仍将保持低位。四是从长期看，随着居民收入增长，消费升级的动力已经由食品转向非食品，再加上整体人口年龄水平提升，全国食品总需求不再可能出现大的增长。总体看，2018 年天气变化、节假日错位等临时性因素可能会造成食品价格短期抬升，但总体食品价格将以见底企稳为主要特征，上涨空间有限。

图 41 猪粮比与猪肉价格同比

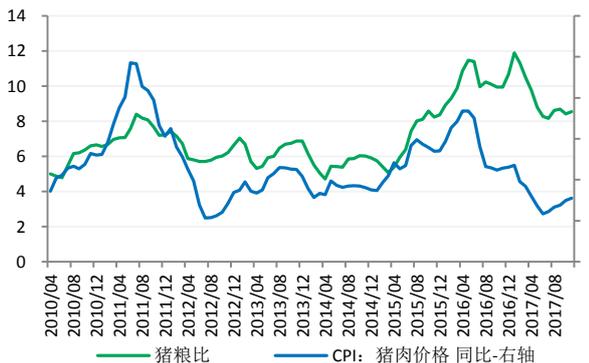
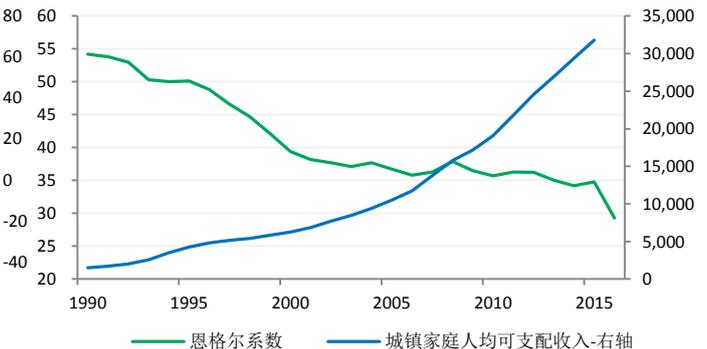


图 42 恩格尔系数与收入增长



数据来源：WIND

非食品价格接过食品的接力棒，成为推升通胀的主要力量。2017 年前 11 月非食品价格同比上涨 2.3%，为历史次高点（最高点是 2011 年同比上涨 2.6%）。从结构看，一是非食品商品类价格受上游工业品价格传导影响出现上涨，但由于大部分非食品商品处在竞争激烈的制造业部门，向下游议价能力弱，因此商品价格上涨幅度整体较为温和（燃料、医药价格除外），有些还出现了降价。从主要类别看，前 11 月服装和鞋类分别同比上涨 1.3% 和 1.1%，仅略高于历史平均水平，家庭生活用品仅同比上涨 0.3%，交通工具和通信工具分别同比下降 1.5% 和 3.1%，燃料价格同比上涨 9.9%，中、西药分别同比上涨 5.8% 和 6.1%，成为非食品商品价格上涨的主动力量。二是服务类价格上涨幅度较大，前 11 月服务类价格同比上涨 3%，仅次于 2011 年的涨幅，反映当前消费升级逐步由消费品

过渡到服务品的趋势。其中，服装加工服务、家庭服务、交通工具使用与维修、邮递服务、教育服务、医疗服务分别同比上涨 4%、4.2%、1.8%、1.5%、3.1%和 6.3%，涨幅集中在家庭、教育与医疗。三是居住价格温和上涨，前 11 月同比上涨 2.6%，其中受房价上涨带动，租金价格同比上涨 2.9%，受能源价格上涨带动，水电煤价格上涨 1.9%。

图43 CPI消费品与服务品当月同比

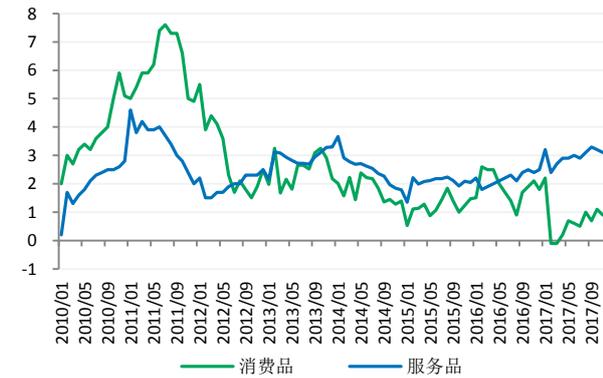


图44 CPI教育文化娱乐与医疗保健

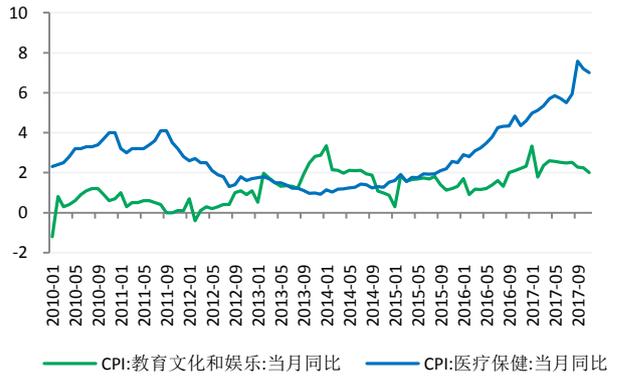


图45 住房价格与房屋租金价格同比

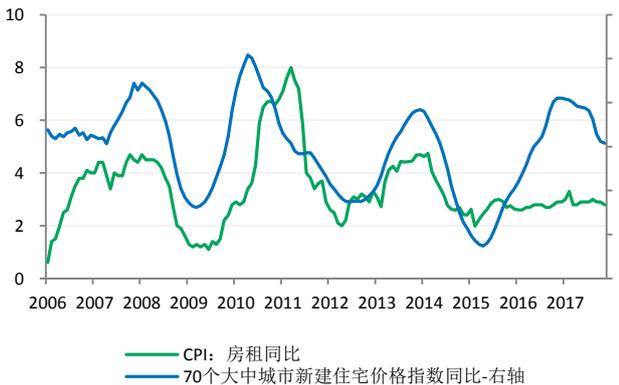


图46 居住水电燃料与交通燃料价格

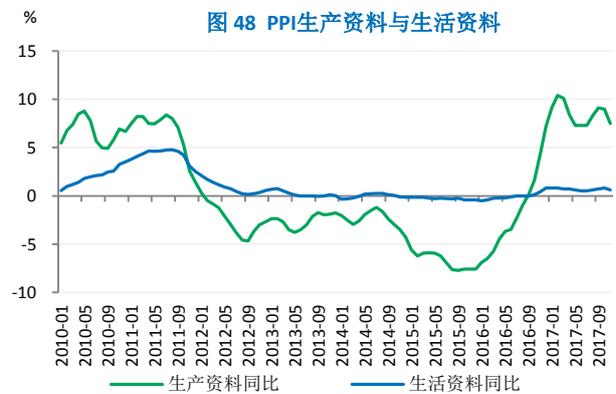
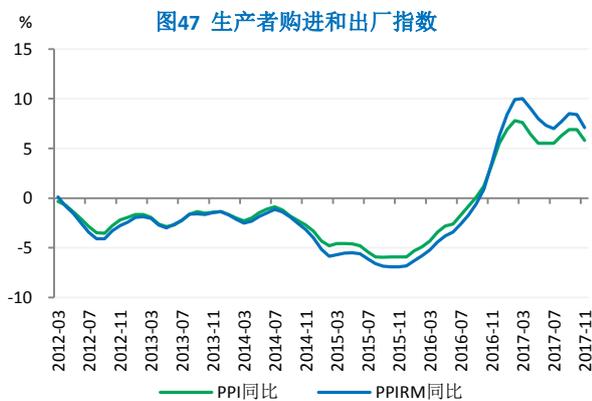


数据来源：WIND

展望 2018 年，非食品价格仍将保持温和上涨。一是上游工业品价格涨幅将出现回落，以制造业为主的非食品涨幅有限，在激烈市场竞争下还可能出现价格回落，这类商品主要包括衣着、家用商品、交通工具和通信工具等。此外，医药价格与燃料价格仍会温和上涨，但预计涨幅将小于 2017 年，一方面自 2015 年医药价格市场化改革以来，医药价格已连续两年走高，国家正在出台多项措施促使药价回归合理水平；另一方面，2017 年国际油价涨幅较大，未来受页岩油增产与 OPEC 冻产协议不确定性影响，2018 年涨幅可能收窄。二是服务品价格仍将快速上涨，近年来随着消费升级由消费品转向服务品，家政、医疗、教育等服务价格持续上涨；此外，前期制造业生产率的提高正通过巴萨效应向服务业传

导，同时相关行业从业人员供给不足问题将继续推升服务业价格。三是居住价格将温和上升，在 2016-2017 房价整体抬高，但租金上涨略显滞后，随着国家对楼市出台最严调控后，购房需求势必将继续向租房需求转化，同时，能源价格上涨及相关价格改革仍将推升水电煤价格。总体来看，2018 年非食品价格易升难降，预计涨幅与 2017 年相当。

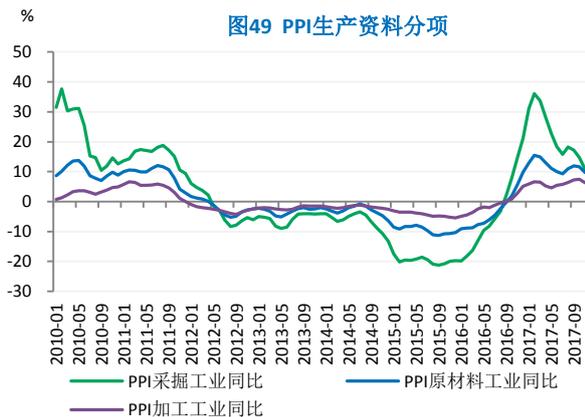
2017 年 PPI 价格上涨超预期，成本推动型特点明显。2017 年前 11 月我国 PPI 同比上涨 6.4%，为 2009 年以来的最高值。在连续经历 54 个月的同比负增长后，PPI 的提升速度超出市场预期。从原因看，一是连续通缩导致工业企业库存接近底线，在供给侧改革发出的价格反转信号出现后，企业集体补库存与价格上涨出现了正反馈循环；二是全球经济在经历了近十年的漫长复苏后，需求恢复加快，主要发达国家通胀预期缓慢爬升，并与中国供给侧改革的“去产能”预期相叠加，导致全球大宗商品价格见底回升，传导到国内。内外因素形成合力的结果是上游工业企业产品出厂价格显著提升，但涨价效应从上游向下游依次递减，前 11 月采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 分别同比上涨 21.9%、11.9%和 6.1%，到生活资料仅同比上涨 0.7%，与行业集中度及议价能力呈明显正相关，成本推动型通胀特点显著。



数据来源：WIND

展望 2018 年，PPI 整体价格涨幅有望收窄，但并不意味着价格会快速回落。2017 年 PPI 快速回升除了本身价格上涨外，2016 年过低的基数也是原因之一，但随着 2017 年基数的抬升，2018 年 PPI 涨幅空间将缩小，同比涨幅也将有所回落。从历史看，PPI 涨幅超 6% 后都难以保持太久，必然回归长期均值；从政策面看，2018 年供给侧改革的重心将由做减法转向做加法，供给增加将限制价格进一步攀升；从需求来看，当前企业补库存也已接近尾声。

货币收紧将对通胀的抑制效果相对有限。计量模型显示滞后 1-3 年的 M2 同比增速均会对 CPI 同比增速产生同向冲击，因此 CPI 的上涨将受到货币收紧的压力，2017 年 M2 同比增速最低达到 8.8%（10 月份），将抑制 2018 年的 CPI 走高——不过考虑到 M2 增速回落主要来源于金融部门而非实体部门，从非金融部门的 M2、对实体经济的新增贷款以及社会融资规模三项指标的同比增速来看，并未出现大幅下降，因此预计货币对通胀抑制作用有限。



数据来源：WIND

全球经济整体复苏将支撑我国核心通胀抬升。2018 年，中国供给侧改革带来的产能下降与全球经济复苏带来的需求回暖，仍将推升全球的核心通胀水平，尤其是发达国家正在缓慢地接近通胀政策目标。随着通胀预期的不断提升就业复苏向消费需求传导可能进一步通畅，全球菲利普斯曲线平坦化问题可能得以修正，整体看将支撑我国核心通胀抬升。

总体看，2018 年 CPI 将受食品价格见底、非食品价格温和上涨综合影响，通胀中枢稳步提升。预计 2018 年全年 CPI 同比上涨 2.0%，其中食品价格同比持平，非食品价格同比上涨 2.5%，剔除食品与能源的核心通胀同比上涨 2.4%，较 2017 年提升 0.1 个百分点，PPI 同比上涨 3.2%。温和抬升的通胀中枢将限制货币政策的宽松区间，降低货币宽松的必要性，预计 2018 年通胀对货币政策影响整体偏紧。

三、政策展望与建议

金融形势与货币政策展望：货币政策保持稳健中性，汇率保持双向波动

2017 年，尽管受房地产调控、环保督查、汇率转强等多方面影响，但我国经济仍然保持了稳中向好态势。在经济基本面的支撑下，2017 年货币政策坚持稳健中性立场。在年初的 2017 年政府工作报告中，M2 和社会融资规模余额增速目标均下调至 12%，同时指出 2017 年货币政策目标是要维护流动性基本稳定，促进金融资源更多流向实体经济。央行在季度货币政策报告中也指出，货币政策保持总量稳定，综合运用价、量工具和宏观审慎政策加强预调微调，调节好货币闸门，注重结构调整。在此基调指引下，2017 年，货币金融总量指标平稳增长，1 至 11 月新增人民币贷款 12.9 万亿元，比 2016 年同期增加 11.4%，11 月末 M2 余额 167 万亿元，同比增加 9.1%。市场流动性基本处于紧平衡状态，利率上行 40-50 基点。

2018 年经济增长可能温和放缓，通胀中枢将有所抬升，因此货币政策稳健中性的基调仍将保持不变。中央经济工作会议指出：“稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长。”预计在货币政策方面，监管层将灵活运用各期限货币政策工具，更加强调各期限工具的紧密衔接和削峰填谷式对冲操作，以维护好降杠杆与流动性基本稳定之间的平衡。融资从表外向表内的回归将使信贷保持较快增长，预计 2018 年新增贷款 15.4 万亿元；2017 年基数的下降将使 M2 增速有所回升，但考虑到近年来存款增长乏力，预计 2018 年 M2 同比增速在 9.5% 左右；社融将保持相对平稳增长，预计 2018 年新增约 22.6 万亿元。同时，央行可能以美联储加息为契机，不断小幅上调国内公开市场政策利率，推动利率中枢缓步上移。

健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架是央行目前着力推进的重点工作。货币政策侧重于物价稳定、经济增长、就业以及国际收支基本平衡，宏观审慎侧重于金融稳定和逆周期调控。十九大明确指出要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，预计宏观审慎政策框架将会从银行杠杆率、跨境融资杠杆率、外汇衍生产品市场杠杆率、房地产信贷杠杆率等方面进行丰富和完善，2018 年同业存单将纳入 MPA

考核框架，资产管理业务统一监管即将落地，银行流动性管理框架也将进一步完善。

图51 新增人民币贷款与M2余额同比增速

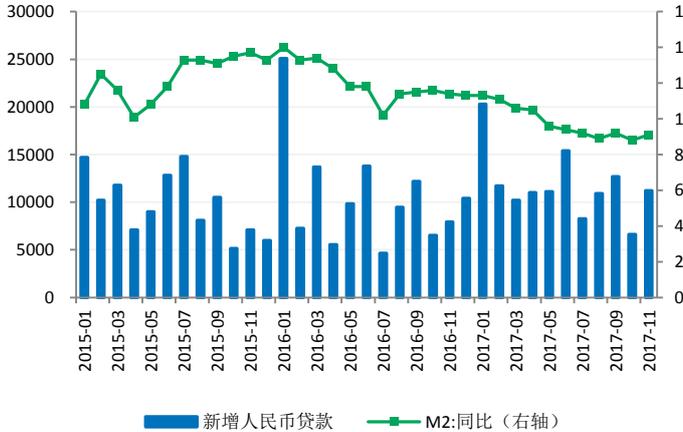


图52 人民币对美元汇率走势



数据来源：WIND

另一方面，近年来金融体系本身面临的风险问题突出，防范和化解金融风险的紧迫性和必要性日益显现。因此，2017年金融监管政策大幅度强化，2017年3至4月，银监会连发7文，整治“三违反、三套利、四不当”行为，深化对表外业务和同业业务的“穿透式”监管，严控多层嵌套，加强对现金贷、消费贷等的监管等。7月召开的全国金融工作会议宣布设立国务院金融稳定发展委员会，旨在加强金融监管协调、补齐监管短板。中央经济工作会议也特别强调“打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险”。预计2018年金融调控将迎来新框架，更加关注广义信贷、房地产价格和跨境资金流动，更加注重监管的全面性和协调性。

2018年人民币汇率将继续保持双向波动，汇率市场化决定机制将进一步提升。2017年以来人民币对美元汇率大体处于升值的区间中。2017年上半年，尽管美元指数趋于走弱，但即期汇率-中间价的日均贬值幅度仍在扩大，显示贬值预期并未显著逆转。针对这一问题，央行在5月宣布在中间价报价模型中增加了逆周期因子，意图削弱受贬值预期影响的收盘汇率对于中间价的拖累。8月以来人民币汇率的升值，显示央行对于遏制人民币贬值预期的行为收到了成效。银行代客结售汇在9月后终于转正，结束了长达26个月的负增长。在追求人民币汇率双边波动的背景下，人民币汇率出现持续的单边升值并非央行的目标，2017年9月，央行连续下发两道通知，将远期购汇的外汇风险准备金率调降为零，并取

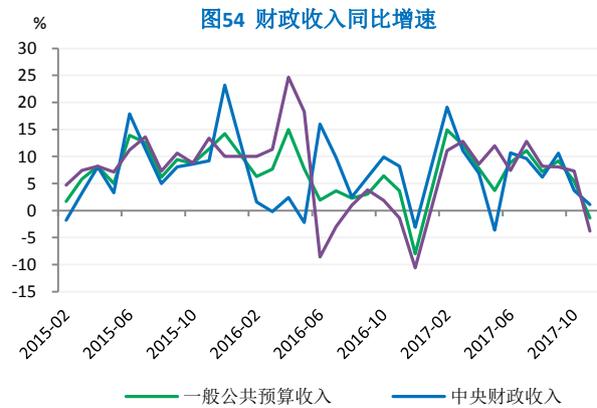
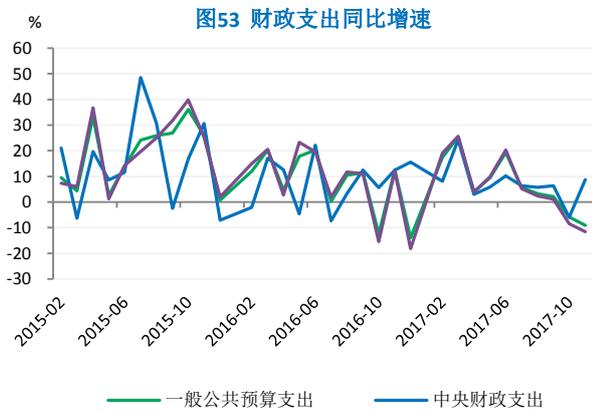
消了境外人民币业务参加行在境内代理行存放的存款准备金。自 10 月以来，外汇市场开始趋于稳定，人民币汇率的波动率显著下降。2018 年，一方面美国加息及税改将对美元形成提振；同时，中国经济可能会小幅放缓，尤其是随着外贸回暖步入下半场，进出口增速都将有所放缓，贸易顺差将收窄，将加大人民币汇率调整压力。但另一方面，中国经济基本面总体稳健，风险因素逐渐得到控制，外汇管理政策和逆周期因子仍然会发挥效用。

展望 2018 年，人民币汇率仍将保持双向波动、整体稳定的格局。一是美元指数易贬难升。当前美元指数已包含特朗普税改落地，以及 2018 年加息三次的预期，目前看新任美联储主席鲍威尔与耶伦的货币政策衔接较好，难以出现更加超预期紧缩，相反欧元区有望在 2018 年退出 QE，因此只要不出现全球避险需求大幅上升的情况，美元指数上升空间不大。**二是人民币本身不具备贬值基础。**中央经济工作会议强调“管住货币供给总闸门”，预计 2018 年通胀中枢小幅上升，货币政策不具备放松基础，中美利差将保持稳定；同时，中国经济不会出现大的滑坡，中美贸易逆差问题受两国“百日计划”影响有限，经常项目顺差将继续保持。综合看，预计 2018 年人民币对美元汇率中枢将保持在 6.5-6.7 之间。

财政政策展望：财政运行总体良好，2018 年继续保持积极

2017 年，财政运行情况总体良好，积极财政政策效果不断显现。一是财政收入保持平稳增长，财政收入质量和结构不断改善，减税降费措施效果明显。1-11 月，全国一般公共预算收入 161748 亿元，同比增长 8.4%，较 2016 年同期提高 2.7 个百分点。其中，主体税种多数增长较快，税收收入同比增长 11.2%，较 2016 年同期提高 5.2 个百分点，与经济运行趋势相适应；非税收入大幅减少，增速同比下降 4.5 个百分点，较 2016 年同期回落 9 个百分点。**二是财政支出规模适度扩大，支出进度明显加快，支出结构不断优化。**1-11 月，全国一般公共预算支出 179560 亿元，同比增长 7.8%。其中，中央一般公共预算本级支出 25670 亿元，同比增长 7.1%，为年初预算的 86.7%，较 2016 年同期进度加快 0.3 个百分点；地方一般公共预算支出 153890 亿元，同比增长 7.9%，为年初代编预算的 93.4%，较 2016 年同期进度加快 0.4 个百分点。财政资金主要用于扶贫、义务教育等重点领域和关键环节，重点增加均衡性转移支付和困难地区财力补助，助力稳增长、保民生。**三是进一步规范地方政府举债融资行为，加快推进专项债券改革。**进一步完善地方政府融资担保行为的

“正面清单”和“负面清单”，建立全方位、常态化的监督体系，持续保持对地方政府融资担保监管的高压态势。同时，大力推进地方政府专项债券改革，通过发行地方政府专项债券，“开前门”，“堵后门”，保障重点领域合理融资需求，实现地方债治理堵疏结合。四是继续推进 PPP 改革。规范 PPP 咨询机构库的建立、维护与管理，促进 PPP 咨询服务信息公开和供需有效对接，推动 PPP 咨询服务市场规范有序发展；发布 PPP 领域的第一部立法性文件；明确了规范是未来 PPP 发展的主题，并提出了财政部下一步开展 PPP 规范管理的具体思路；重新筛选 PPP 项目，加强清理管理。



数据来源：WIND

整体来看，当前经济稳中向好因素增多，但基础尚不牢固，经济下行压力依然存在。为推动经济稳中求进发展，中央经济工作会议指出：“积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。”预计 2018 年积极的财政政策将具体体现：一是继续减税降费，保持宽松。推进重点税制改革，持续深化营改增改革，资源税、环境保护税、消费税、个人所得税等税收制度改革也将深入推进；完善税收优惠体系，特别是支持小微企业和科技创新型企业发展的税收政策，培育经济增长内生动力，助推经济社会发展；规范政府行为，加强行政管理，防止收费反弹。二是预计 2018 年赤字率目标为 3%，与 2016、2017 年持平。2017 年我国经济运行稳中向好，债务压力趋于减轻，2018 年会继续在供给侧结构性改革发力，而赤字是传统需求管理政策的措施，虽然我国当前债务风险总体可控，但考虑现实需要，没必要进一步提高。三是专项债规模将进一步提升。地方政府专项债券，纳入政府性基金预算，不属于财

政赤字范畴，是积极财政政策重要组成部分。近年来，我国地方政府专项债券规模不断扩大，加之 2017 年以来大力推进地方政府专项债券改革，为地方政府合理举债融资“开前门”，预计 2018 年专项债券规模有望提升，从而发挥更积极的作用。四是有效保障重点支出。目前，财政部已经提前下达多项 2018 年预算指标，从具体内容来看，预算指标侧重于惠民生、保基本，着力推动水利、普惠金融和地方公益事业的发展，加大了对农民、小微企业、城镇低收入人群、贫困人群、残疾人和老年人的支持力度。五是切实提高财政资金使用效率。从加强库款管理、防范财政收入虚增空转、清理规范地方财政专户、规范开展地方国库现金管理、加强财政部门 and 预算单位资金存放管理五个方面着手，加快财政支出进度，盘活财政存量资金，以充分释放财政政策的有效作用。六是开展 PPP 规范管理。预计 2018 年上半年开始执行 PPP 项目清理，剔除不规范项目，在着力防控 PPP 项目风险的同时，继续加快完善支持 PPP 的税收政策体系，以进一步激发 PPP 模式潜力。

改革政策展望：全面推动高质量发展

2018 年是改革开放 40 周年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年，十九大提出的各项改革措施将逐步落地。中央经济工作会议在十九大的基础上，深化了当前经济工作的目标、要求和主要任务，指出“中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。”我国将积极贯彻落实十九大和中央经济工作会议精神，聚焦于提升内功，全面深化改革，在重点领域和关键环节改革取得突破性进展。

第一，供给侧结构性改革进入 2.0 版本，由强调减法变为强调加法。中央经济工作会议已淡化“三去一降一补”，从具体任务看“降成本”和“补短板”放到了重要位置。其中“降成本”已从降低融资成本、税收成本升级为降低实体经济成本，降低制度性交易成本。“补短板”则提出要推进中国制造向中国创造转变，中国速度向中国质量转变，制造大国向制造强国转变；大力培育新动能，强化科技创新，推动传统产业优化升级，培育一批具有创新能力的排头兵企业，积极推进军民融合深度发展。

第二，金融体制改革进一步深化，金融监管改革全面展开。中央经济工作会议指出，“防范化解重大风险”是今后三年三大攻坚战之首。对

此，预计金融体制改革将在增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展，深化利率和汇率市场化改革等方向持续发力。金融监管将更加强调去杠杆和防风险。机构设置方面，新成立的国务院金稳会将发挥更大的统筹协调作用，着力减少监管空白和盲区，减少套利行为发生。制度建设方面，将出台相关金融法律制度的实施细则，细化法律条款，完善金融业务持牌经营管理，推动功能监管和行为监管，补足金融监管短板。机构准入方面，放松金融业准入，加快民营银行设立步伐，积极推进金融机构股权多元化，鼓励混合所有制改革和员工持股。

第三，国企改革升级为“国企国资改革”。2018 年将继续推动国有资本做强做优做大，完善国企国资改革方案，围绕管资本为主加快转变国有资产监管机构职能，改革国有资本授权经营体制。中央和地方将在更大程度和更广范围内推行混合所有制改革，通过引进战略投资者、推行员工持股、撬动社会资本等方式实现混改目标，大量标杆性改革案例将会涌现，为后续改革提供可复制经验。国企资产证券化将掀起新高潮，此前多地都在推进国企改革相关文件中提出了到 2020 年的国有资产证券化率目标，预计 2018 年资产证券化进度将加快，以确保资产证券化率目标得以如期实现。

第四，实施乡村振兴战略，积极推进农业供给侧结构性改革，土地改革成为重点。一是集体经营性建设用地入市、宅基地管理制度改革和土地征收制度改革三项试点工作将加快推进，并于 2018 年末收官，随后改革成果将向全国推广，逐步实现全覆盖和深度融合；二是土地确权工作将全面完成，为“三权分置”顺利实施扫清障碍，加强农民土地权利保障，促进土地经营权规范流转，充分释放土地活力；三是农村金融创新将继续深化，加快探索土地两权抵押贷款、集体经营性建设用地使用权抵押贷款等业务，盘活农村土地资产，为农村金融注入新动力。

第五，住房制度改革和长效机制建设将取得重要突破。2018 年，我国将加快住房供给侧结构性改革，在住房长效机制建设上迈出实质步伐。政府将综合运用土地、投资、补贴、税收等多种手段，满足多层次住房需求，多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度将加快建立，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

第六，着力推进简政放权，深化商事制度改革。一是继续推进政府

的“放、管、服”改革，优化营商环境，降低制度性交易成本；二是实行全国统一的市场准入负面清单制度，放宽民营企业和外资企业准入限制，并完善审批制度、监管体制和社会信用体系方面的配套措施。

第七，对外开放将转向主动开放和全面开放。一是以“一带一路”建设为重点，坚持引进来和走出去并重，推动形成全面开放新格局；二是完善现有自贸区贸易投资便利化措施，推进建设开放水平更高的自由贸易港，在全国范围复制和推广自贸区试点开放经验；三是通过扩大开放全面提升服务业水平，加快实施负面清单管理制度，引入国际先进的服务业竞争，提升我国的服务业竞争水平。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		17-6	17-7	17-8	17-9	17-10	17-11	2017e	2018e
国内生产总值当季									
GDP	同比增长, %	6.9			6.8			6.8	6.7
工业生产 当月									
增加值	同比增长, %	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1	6.6	6.3
消费 当月									
社会消费品	同比增长, %	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0	10.2	10.3	10.2
固定资产投资自年初累计									
总额	同比增长, %	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2	7.1	6.5
房地产开发	同比增长, %	8.5	7.9	7.9	8.1	7.8	7.5	7.3	5.5
外贸 按美元, 当月									
进出口	同比增长, %	13.5	8.6	8.9	12.7	11.2	11.2	12.0	6.8
出口	同比增长, %	10.9	6.8	5.6	8.1	6.9	12.3	8.0	6.0
进口	同比增长, %	17.0	10.9	13.5	18.7	17.2	17.7	17.3	8.0
贸易差额	美元, 亿	422.4	462.0	419.2	286.1	381.7	402.1	4150	3900
通货膨胀 当月									
CPI	同比增长, %	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7	1.5	2.0
PPI	同比增长, %	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8	6.3	3.2
社融及货币信贷									
社融规模	人民币, 万亿	1.78	1.22	1.48	1.82	1.04	1.60	20.10	22.60
新增信贷	人民币, 万亿	1.54	0.83	1.09	1.27	0.66	0.66	14.07	15.40
M0	同比增长, %	6.6	6.1	6.5	7.2	6.3	5.7	6.2	6.1
M1	同比增长, %	15.0	15.3	14.0	14.0	13.0	12.7	12.5	10.5
M2	同比增长, %	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1	9.2	9.5

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: yingxiwen@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

