

中国宏观专题报告

经济增长后劲可期

2018年宏观经济展望

我们将2018年实际GDP增速预测上调至6.9%，而目前市场一致预期为6.4%。我们对大众消费、房地产投资以及制造业产能投资增长的预期比市场共识更为乐观。我们预计2019年实际GDP增速仍将保持在6.8%的强劲水平。此外值得一提的是，我们预计2018和2019年名义GDP增速仍将保持在10%以上。

2018年全年CPI可能从2017年的1.6%上升至2.5%，而全年PPI或将回归“常态”至3%左右。由此，2019年GDP平减指数可能从2017年的4.2%下降至3.4%。

我们认为，在再通胀持续、且真实利率下降的宏观环境下，货币政策会继续退出宽松。尽管基准情形下，我们的预测是央行明年可能不会调整基准利率和准备金率，但我们预计市场利率可能会进一步上行。具体看来，我们预测2018年间7天逆回购利率可能会上调30个基点，而10年期国债收益率或将上升至4%。中期看，法定存款准备金率可能会向一个更趋“正常化”的（较低）水平靠拢，但同时，需要缴纳准备金的银行负债范围也会扩大。

我们预计，2017年底美元兑人民币汇率为6.68左右，而2018年底达到6.48左右。这主要是基于我们对明年中国投资回报率继续提升、而美元可能小幅走弱的判断。

财政政策有望保持相对宽松，政策重点可能会进一步转向改善收入分配和盘活“存量资金”。我们预计明年财政赤字将维持在3%，但地方债发行节奏可能有所放缓。此外，教育、医疗和扶贫方面的转移支付比例有望进一步上升。2018年国有资产划拨充实社保基金将开始落地，这是标志着广义财政资源配置效率提升的重要里程碑。

结构性改革方面，我们预计明年重点将放在提高增长的“质量”和可持续性上，其中包括改善收入分配、推进城镇化，以及继续实行供给侧改革和环保标准升级。

我们对增长和通胀的预测权衡了可能的上行和下行风险。明年宏观和市场的确定性主要包括以下两点：一是国内外货币政策收紧力度强于预期，二是房地产市场降温幅度超预期。另一方面，明年的CPI通胀也有高于我们预测的可能，而这将进一步压低实际利率，激发更强的消费和投资冲动。

2018年的经济增长结构和政策组合将对大众消费和制造业（升级）投资最为有利。此外，我们预计债券收益率曲线或将温和陡峭化，叠加人民币走强和实际利率下降，将有利于金融业的盈利改善和投资吸引力。

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

分析员

易姝

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 9月制造业景气度持续提高，预示三季度财报表现可期 (2017.10.27)
- 宏观经济 | 美国3季度GDP：继续稳步增长 (2017.10.27)
- 宏观经济 | 10月欧央行议息会议：如期削减QE (2017.10.26)
- 宏观经济 | 增长平稳、通胀上行；债券收益率明显走高 (2017.10.23)
- 宏观经济 | 3季度增长保持韧性，9月工业生产如期加速 (2017.10.19)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



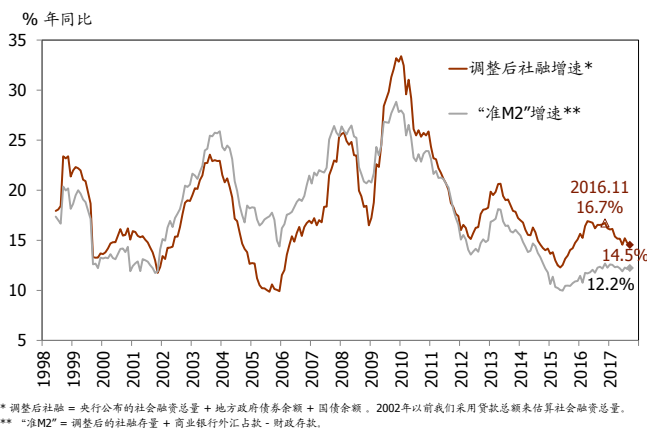
经济增长后劲可期 | 2018年宏观经济展望

一、2018年经济增长展望

我们将2018年实际GDP预测从此前的6.7%上调至6.9%，明显高于当前6.4%的市场一致预期。此外，我们预计2019年实际GDP增速小幅放缓至6.8%，但仍保持相对稳健。

我们预计，2018和2019年名义GDP增速都将保持在10%以上，显示经济周期后劲不俗。具体来看，我们预计2018和2019年名义GDP增速将从2017年的11.3%小幅放缓至10.4%和10.2%。目前货币条件尚未对经济增长构成制约，因此我们并不认为名义GDP增速会显著放缓——目前而言，货币政策退出宽松的步伐仍慢于企业投资回报率和通胀预期的上升的速度（图表1和2）。名义GDP增速保持在“双位数”意味着企业收入和盈利增长均有望保持强劲，而迄今为止，企业资产负债表扩张仍较为谨慎，因此其投资回报率或将持续上升（我们对2018-19年主要宏观经济指标的预测请参见图表3）。

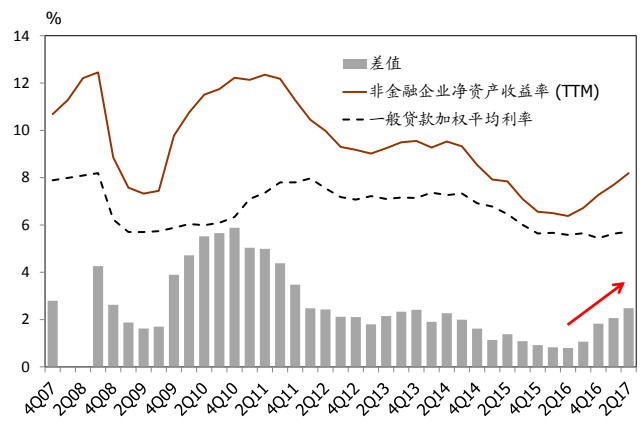
图表1: 金融领先指标运行区间距离“通缩预警”区间仍有相当的距离



*调整后社融 = 央行公布的社会融资总量 + 地方政府债券余额 + 国债余额。2002年以前我们采用贷款总额来估算社会融资总量。
**“准M2” = 调整后的社融存量 + 商业银行外汇存款 - 财政存款。

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表2: 企业投资回报率上升的速度明显快于融资成本的变化



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表3: 我们对2018-19年主要宏观经济指标的预测

%年同比, 除非另作说明

		2014			2015			2016			新			旧			2017							
		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2019E	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017E	1Q2018E	2Q2018E	3Q2018E	4Q2018E		
实际GDP增速	%、同比	7.3	6.9	6.7	6.8	6.9	6.8	6.8	6.7	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.9	
名义GDP增速	%、环比年化	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	%、同比	8.2	7.0	8.0	11.3	10.5	10.2	10.6	9.7	11.8	11.1	11.2	11.1	10.3	10.7	10.5	10.4	10.5	10.4	10.5	10.5	10.4	10.4	
工业增加值	%、同比	8.3	6.3	5.9	6.8	6.5	6.3	6.6	6.3	6.8	6.9	6.7	6.7	6.4	6.4	6.5	6.5	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	
名义社会消费品零售总额	%、同比	11.9	10.7	10.4	10.4	11.2	11.2	10.7	11.2	10.0	10.8	10.3	10.6	10.9	10.4	11.5	11.7	10.0	10.8	10.3	10.6	10.9	10.4	11.5
出口	%、同比	6.0	-2.9	-7.7	7.7	6.3	6.5	8.5	4.9	7.6	8.5	6.6	8.0	5.3	4.2	8.2	7.2	24.2	14.4	14.5	9.2	6.8	6.9	7.4
进口	%、同比	0.5	-14.3	-5.5	15.0	7.0	6.9	10.5	2.5	24.2	14.4	14.5	9.2	6.8	6.9	7.4	7.0	24.2	14.4	14.5	9.2	6.8	6.9	7.4
M2增速	%、同比	12.2	13.3	11.3	9.3	9.5	9.2	10.2	10.0	10.6	9.5	9.2	9.3	9.5	10.1	9.9	9.5	10.6	9.5	9.2	9.3	9.5	10.1	9.9
新增人民币贷款	万亿元	9.8	11.7	12.7	14.1	15.5	16.0	13.3	14.4	4.2	3.8	3.2	3.0	5.1	4.1	3.2	3.0	4.2	3.8	3.2	3.0	5.1	4.1	3.2
CPI	%、同比	2.0	1.4	2.0	1.6	2.5	2.5	1.7	2.6	1.4	1.4	1.6	1.9	2.5	2.6	2.6	2.4	1.4	1.4	1.6	1.9	2.5	2.6	2.6
PPI	%、同比	-1.9	-5.2	-1.3	6.1	3.0	2.5	5.3	2.3	7.4	5.8	6.2	5.0	2.4	3.8	3.0	2.9	7.4	5.8	6.2	5.0	2.4	3.8	3.0
GDP平减指数	%、同比	0.9	0.1	1.1	4.2	3.4	3.2	3.6	2.8	4.6	3.9	4.1	4.0	3.2	3.6	3.4	3.3	4.6	3.9	4.1	4.0	3.2	3.6	3.4
1年期贷款基准利率(期末)	%	5.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
1年期存款基准利率(期末)	%	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
7天逆回购利率(期末)	%	4.10	2.25	2.25	2.45	2.75	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45
10年期国债到期收益率(期末)	%	3.62	2.82	3.01	3.70	4.00	3.70	3.62	3.62	3.28	3.57	3.61	3.70	3.70	3.61	3.61	3.61	3.28	3.57	3.61	3.70	3.70	3.61	3.61
基准存款准备金率(大型机构)	%	20.0	17.5	17.0	17.0	17.0*	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
人民币兑美元汇率(期末)	市场价格	6.12	6.49	6.94	6.68	6.48	6.78	6.78	6.78	6.90	6.77	6.64	6.68	6.68	6.64	6.64	6.64	6.90	6.77	6.64	6.68	6.68	6.64	6.64
预算财政赤字率	%、占GDP比例	2.1	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.1	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.1	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

*: 基准存款准备金率, 而不是定向降准后的实际有效准备金率

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

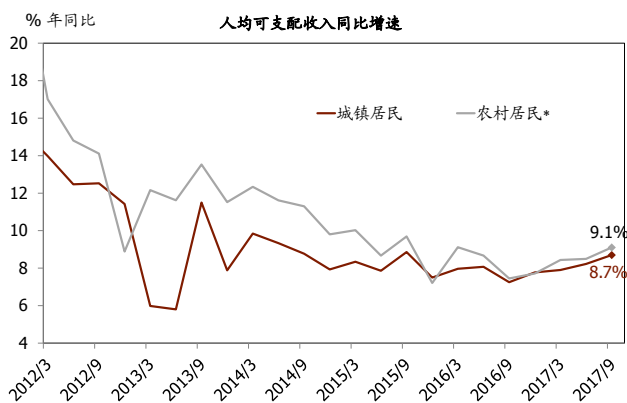
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



从总需求方面来看, 我们之所以对明年经济增长较为乐观, 是因为我们相对市场预期更加看好消费、制造业产能投资, 以及房地产投资的增长。与此同时, 我们预计, 明年基建投资增速虽可能有所放缓, 但仍有望保持稳健, 而出口增速可能大体持平。分产业看, 我们预计 2018 年第一和第三产业的实际增加值增速将有所加快, 而第二产业增速在 2017 年(低基数助力下) 强势反弹后, 可能有所缓和、回归常态。具体而言:

- ▶ **2018 年消费名义及实际增速可能双双加快, 尤其是日常消费和大众消费升级相关产品。**我们对消费增长和结构的预测主要基于: 1) 今年城乡居民收入增速持续上升(图表 4)。2) 农产品价格自 2016 年以来大幅下跌后已逐步企稳, 因此明年农村居民收入增速有望进一步上升。值得注意的是, 尽管今年食品价格大幅下跌, 但农村居民收入增长仍在加速, 主要是得益于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(图表 5)。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。3) 从明年财政政策方向来看, 面向扶贫和有利于消费的转移支付占 GDP 比例可能会继续上升。

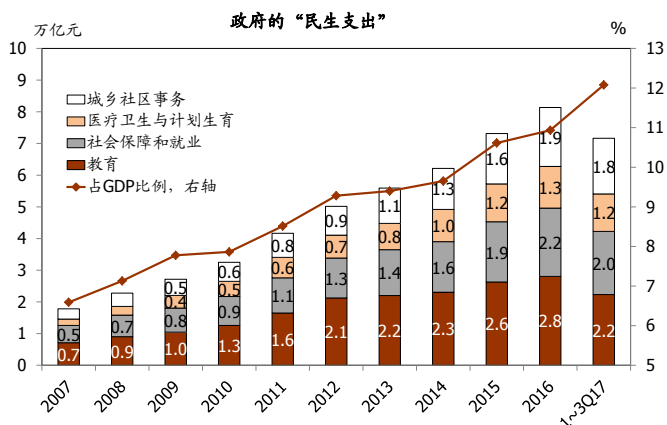
图表 4: 可支配收入增速持续加快, 尤其是农村居民



* 2014 年以前我们采用农村居民人均现金收入增速来估算人均可支配收入增速

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 5: 促消费的“民生类支出”在整体财政支出中的占比进一步上升



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

- ▶ **明年整体固定资产投资, 包括地产投资, 有望保持稳健增长。**

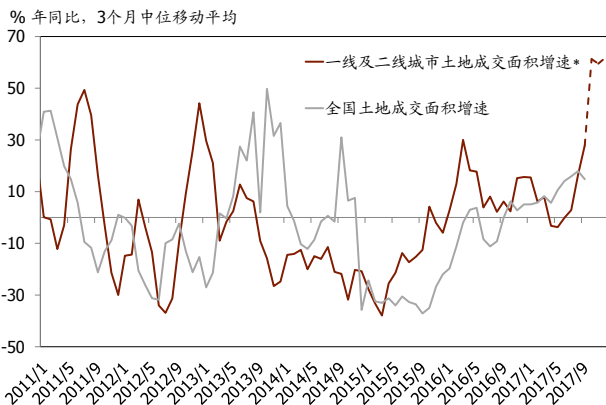
鉴于 2017 年下半年开发商拿地同比增速明显加快、且租赁房和保障房的建设将带来新的“增量”, 我们预计明年房地产新开工面积和投资增速可能快于今年。和市场观点相比, 我们对明年地产投资的判断明显更为乐观——我们认为市场可能忽视了以下几个重要因素: 1) 今年以来土地成交面积增速大幅上升, 且年底前有望继续加速(图表 6)。2016 全年土地成交面积增速同比下探 3.4%, 而 2017 年 1-9 月累计同比上升 12.2%。考虑到去年 9-12 月 1-2 线土地供应明显收紧, 今年 4 季度一二线城市的土地成交面积增速可能明显加快。由此, 我们预计 2017 年全年土地成交面积同比增速将超过 15%, 这意味着 2018 年开发商新开工面积同比增速可能会超过 10%——历史上来看, 土地成交一直是房地产新开工的有效领先指标, 尤其是在囤地日益不盛行的环境下(图表 7)。诚然, 如果房地产市场预期大幅走弱, 开发商拿地也可能不开工、少开工, 但在目前的再通胀环境下, 我们认为这种可能性并不大。2) 北京、上海等 13 个城市将开展利用集体建设用地建设租赁住房试点¹, 可能会催生新的(与地产销售关联不大的)地产投资增量。根据中金地产组测算, 试点方案可能会带动 2018 年地产新开工面积增加 3000 万平方米, 对整体新开工面积增速贡献约 3 个百分点²。3) 作为房地产长效机制的一部分, 保障房也可能加速落地。综合考虑, 我们预计 2018 年房地产新开工面积同比将增长 10%~15%, 高于(我们估算的) 2017 年 8%~9% 的增速。

¹ http://www.mlr.gov.cn/zwgk/zyzt/201708/t20170828_1578400.htm

² 有关我们对房地产新开工数据的详细测算, 请参考中金地产组于 2017 年 10 月 30 日发布的地产行业 2018 年投资策略《2018 年展望: 日升月沉, 斗转星移》。



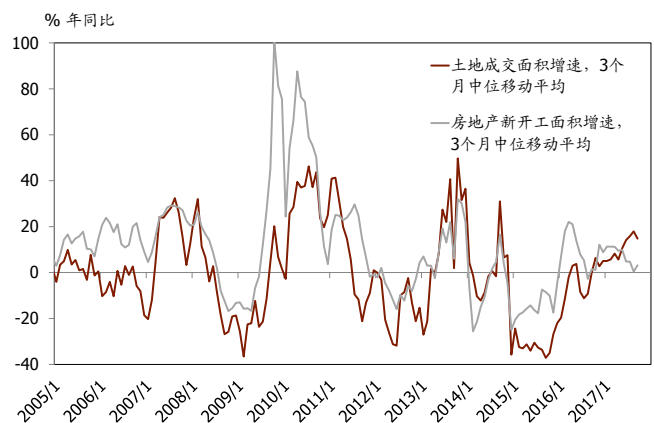
图表6: 年底前开发商拿地面积增速或将进一步上升, 尤其在一二线城市



* 我们假设一线、二线及三线城市2017年全年土地成交面积同比增长40%、20%和5%。

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

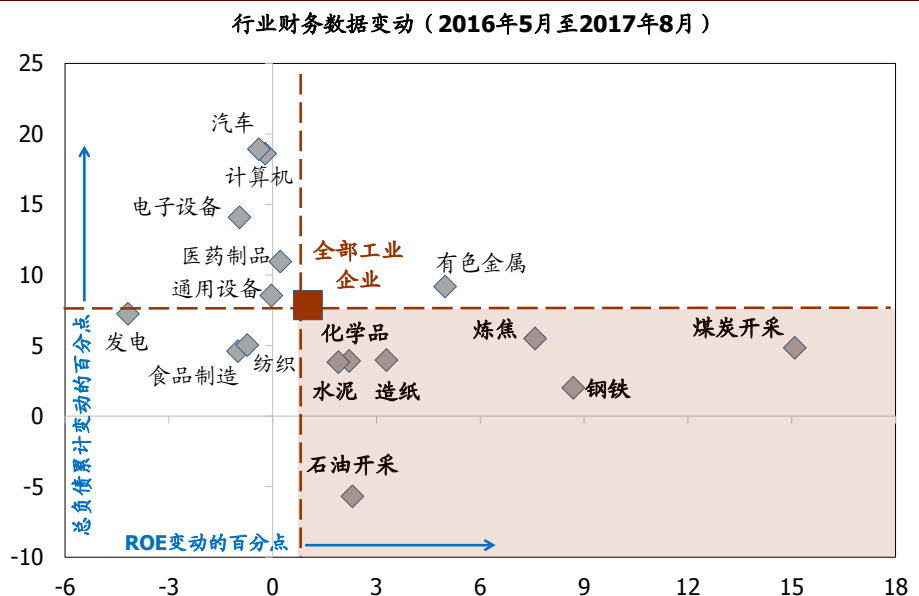
图表7: 土地成交加快往往带动房地产新开工面积增速上升



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

在盈利明显改善的推动下, 2018年制造业投资增速亦有望加速。在经历多年产能调整后, 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。同时, 由于重工业和高污染行业的扩产、加杠杆受限, 本轮复苏中企业产能扩张明显滞后于盈利上升。此外, 以前复苏周期往往率先扩产的国企如今也开始用收益“还债”而非投资³。我们在此前的报告中分析⁴, 本轮产能投资周期的可持续性较高, 明年制造业投资增速有望加快, 原因在于: 1) 今年以来部分产能持续收缩的行业净资产回报率(ROE)大幅改善, 表明未来这些行业总产能再降的空间有限(图表8)。此外, 现金流改善和资产负债表修复也会推动这些企业的设备更新需求。2) 农产品价格自2016年下半年以来大幅下跌后逐步企稳, 期间农业及相关行业投资明显收缩——2017年初至今大型拖拉机产量同比下降了23%, 化肥销量下降10%; 但随着6月以来农产品价格环比企稳, 农业相关行业的产能投资有望见底恢复, 并对整体制造业产能投资增速做出正贡献。3) 结构性成长行业产能投资可持续性较强, 包括环保、制造业升级, 以及消费相关行业等。

图表8: 较多传统行业的投资回报率(ROE)明显改善, 而产能扩张却明显滞后



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

³ 请参见2017年9月21日发布的中国宏观简评《中国国企开始“还债”了》。

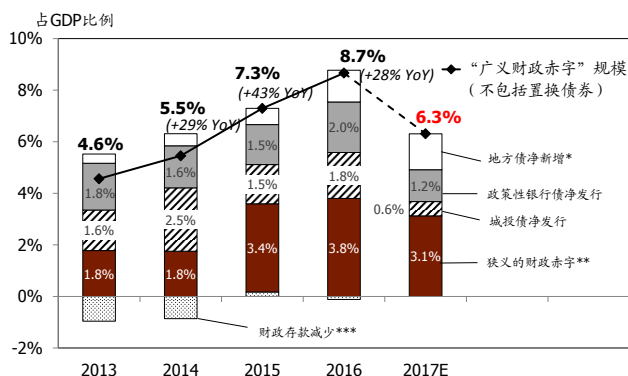
⁴ 请参见2017年9月7日发布的中国宏观简评《中国制造业产能投资或仍颇有空间》。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



明年基建投资增速可能小幅放缓,但仍保持稳健。目前市场的另一个主要担忧在于,近期政府债务和PPP项目融资监管加强,可能会导致明年基建投资增速大幅下滑。但我们认为,不应忽视的一点是动态来看,地方政府的在手现金在快速增厚——今年前三季度,地方政府税收收入同比增长12.1%,土地出让收入同比大幅增长39.4%且仍在加速。由此,今年9月机关团体存款攀升至26.5万亿元,同比增长12.8%,且其中有22.9万亿元为活期存款。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。从量化角度看,我们预计2018年的“广义财政赤字”将从2017年的8.7%下降至6.3%左右,历史经验看,对应明年建筑公司订单增速放缓5~10个百分点左右(图表9及图表10)。因此,如果将建筑公司订单作为政府主导投资的领先指标,明年名义基建投资增速可能会从今年的25%左右下降到15%~20%,但仍维持在相对较强的水平。

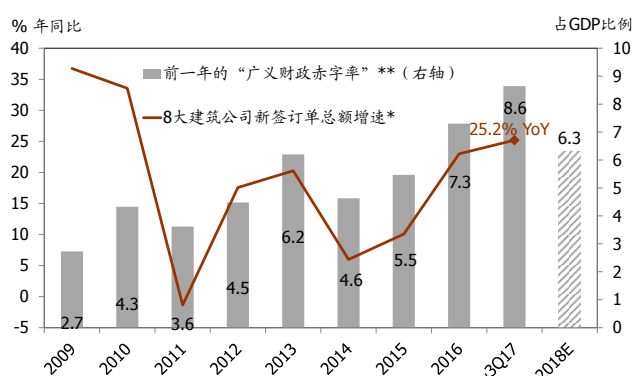
图表9: 2017年财政政策保持宽松,而边际上力度有所减弱...



*不包括置换债券
**“+”表明为财政赤字,即财政宽松,反之亦然
***“-”表明财政存款减少,反之亦然

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表10: ...因此,明年基建投资或将放缓,但仍保持相对稳健



*8大建筑公司包括: 中国中铁、中国铁建、中国交建、中国建筑、葛洲坝、中国电建、中国化学、中国冶
**“广义财政赤字”包括狭义财政赤字、财政存款减少、地方债净发行(除置换外)、国债、政策性银行债、城投债净发行。
更多请参见我们2016年9月1日发布的中国宏观专题报告《财政政策(将)如何发力?》

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

► 预计明年外需增长保持稳定,出口有望维持稳健增长。我们预计2018年美国和新兴市场增长可能加快,且全球经济增长大体平稳。由此,预计明年出口实际增速保持稳定,而出口价格涨幅可能在今年大幅反弹后有所回落。

分产业看,我们预计2018年第一产业和第三产业增速将上升,而第二产业同比增速在经历了2017年(低基数下)强势反弹后可能有所放缓。2016年以来,农业供给侧改革导致农产品加快去库存,食品价格快速回调⁵。由此,2017年前三季度第一产业名义GDP累计同比增速从2016年的4.6%下降至1.4%。随着国内外农产品价格基本拉平,明年第一产业同比增速或将回升。

二、2018年通胀展望

预计2018年全年CPI通胀将上升至2.5%,高点可能出现在2月和3季度。2016年下半年以来,农业供给侧改革导致食品价格大幅下跌⁶,CPI和PPI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,与经济复苏的趋势一致(图表11)。随着国内外农产品价格基本接轨,2017年8月以来食品CPI开始环比正增长。往前看,我们预计食品CPI将回到通胀区间。具体来看,我们预计明年食品CPI将上升至2.7%,主要是由于农产品价格温和回升,加工食品价格进一步走高;核心CPI则保持在2.4%左右。同时,我们预计明年CPI的第一个高点将在2月份,届时春节错位效应和天气因素可能推动CPI上涨——2018年春节为2月16日,因此节日对消费品价格的影响将主要落在2月,而去年春节为1月28日,推高了1月的食品价格。此外,2016-17年是罕见的暖冬,

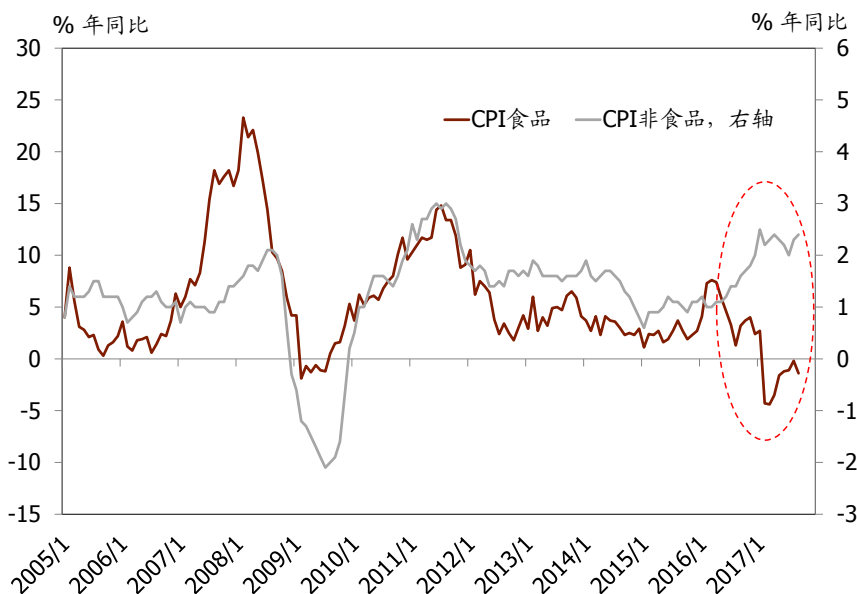
⁵ 请参见2017年3月19日发布的聚焦中国《为何农业供给侧改革可能会压低中国的CPI?》。

⁶ 请参见2017年3月19日发布的聚焦中国《为何农业供给侧改革可能会压低中国的CPI?》。



鲜果蔬菜价格保持低位, 而鲜果蔬菜价格在寒冬的环比涨幅可高达 40%~50%, 推高整体 CPI 0.5~1 个百分点。除季节性因素推高 2 月 CPI 以外, 由于今年 3 季度食品价格基数见底, 明年 3 季度 CPI 亦可能会出现高点。

图表 11: 食品和非食品 CPI 之间的分化有望在 2018 年收窄



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

预计 2018 年全年 PPI 通胀将从 2017 年平均的 6.1% 左右回归“常态”至 3% 附近。供给侧改革和环保标准趋严可能会“常态化”, 因此供给对价格上升的“弹性”可能下降; 另外, 预计明年基建和地产投资将保持稳健。由此, 我们预计 2018 年全年 PPI 通胀将维持在 3% 左右。更具体看, 随着再通胀范围扩大, PPI 通胀可能会更多地从上游行业扩散至中下游行业, 且上游通胀的结构也可能发生变化——我们预计明年石油均价将上涨约 12%, 而煤炭价格或将下降, 且钢铁和有色金属涨幅也将收窄⁷。

三、2018 年宏观政策展望

我们认为, 在再通胀持续、CPI 走高、真实利率下降的宏观环境下, 货币政策会继续退出宽松。随着通胀预期上升、货币乘数走高, 货币政策应该会在边际上相应收紧, 以避免实际利率下降过快。我们认为, 中国经济仍处于复苏早期阶段⁸, 而货币政策适度逐步退出宽松将有助防止经济过热、增强增长的可持续性。

我们预计 2018 年间 7 天逆回购利率可能会上调 30 个基点, 且 10 年期国债收益率或将上升至 4%。尽管我们的基准情下, 央行明年不加基准利率, 但我们预计市场利率将进一步上行。融资成本上升一方面源于通胀上升推动, 但同时企业的真实投资回报率也在改善。我们对长债收益率的预测可能有上行的风险——鉴于明年实体经济投资回报率可能会继续明显改善从而推高融资定价, 尤其是名义投资回报率。

我们预计, 2017 年底美元兑人民币汇率为 6.68 左右, 而 2018 年底达到 6.48 左右。这主要是基于我们对明年中国投资回报率继续提升、而美元可能小幅走弱的判断。尽管明年美联储可能会加息 3 次, 但欧洲和新兴市场经济复苏的相对力度更强、可能会导致美元相对价格进一步下跌, 类似 04~07 年美联储连续加息但美元走弱的情形。另一方面, 随着中期内中国经济基本面向好、企业资产负债快速修复⁹, 资本流入可能会有所回升。同时, 我们认为, 中国的中长期债券收益率上升幅度不亚于美国, 利差会继续给人民币“空

⁷ 请参见 2017 年 10 月 30 日发布的大宗商品报告《大宗商品 2018 年度展望: 筑底前行, 品种分化》。

⁸ 请参见 2017 年 4 月 24 日发布的中国宏观简评《中国的经济扩张和政策紧缩周期走到哪里?》。

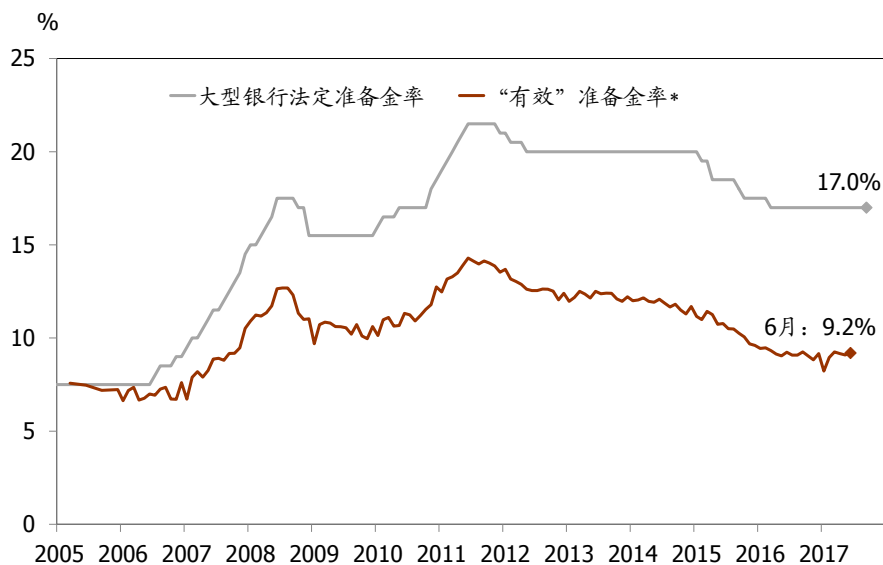
⁹ 请参见 2017 年 9 月 3 日发布的中国宏观专题报告《再谈“人无贬基”| 中国近期是否再现外汇流入?》。



头”带来平仓的压力(我们估算14-17年间累积的空头寸大约为3000~6000亿美元¹⁰)。实际上,2017年2季度以来,我们已经看到有企业开始公布可观的汇兑损失。

中期看,法定存款准备金率可能会向一个更趋“正常化”的(较低)水平靠拢,但同时,需要缴纳准备金的银行负债范围也会扩大。尽管在目前经济再通胀、外汇重回流入的环境下,央行可能不会立刻降准。但我们认为中长期来看,中国目前17%的法定存款准备金率在世界范围内偏高,仍需进一步下调,以改善银行资产负债表扩张的结构和方式。法定存款准备金率高企是银行将表内业务转向表外的重要动力之一,从而压低所谓“有效”准备金率(图表12)。某种程度上,这种“扭曲”不利于金融体系的稳定。此外,目前央行公开市场操作工具存量已高达8.5万亿元,其中约6万亿元为逆回购和MLF等中短期工具,而降低法定存款准备金率、缩减央行的再贷款规模将有助于减少市场对日度央行公开市场操作的依赖性,熨平市场情绪波动。

图表12: 法定准备金率和“有效”准备金率的缺口持续扩大——缴纳准备金的高成本是“影子银行”业务扩张的主要动力之一



* “有效”准备金率 = 法定存款准备金 / (银行总负债 - 实收资本)。

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

2018年财政政策可能仍将保持宽松。如我们在此前研究中所述¹¹,除了(国际同比口径的)狭义财政赤字以外,中国的“广义”财政扩张还可通过增加地方债、城投债发行,扩张政策性银行贷款,以及减少财政存款来实现。自2015年5月地方债置换正式启动以来,已有10.2万亿的地方政府债务被置换为地方政府债券,且两年半来新增地方债总额达到了13万亿。假设今年剩余时间内地方债置换发行的节奏与前三季度相当,2017年新增地方债可能约为4万亿元,而明后年也仅剩余不到4万亿的地方债置换额度。因此,明年新发地方债的融资规模占GDP的比例大概率会下降。总体来看,我们预计财政政策退出宽松的步伐比货币政策更缓慢。综合考虑,我们预计2018年财政赤字仍将维持在3%，“广义财政赤字”在5%~6%左右。

财政政策的重点可能会进一步转向改善收入分配和盘活“存量资金”。截至2017年9月,财政存款为4.3万亿元,机关团体存款为26.5万亿元(其中22.9万亿元为活期存款);同期国企的净资产达50.4万亿元。因此,政府在优化配置和利用广义“财政资源”方面仍大有可为。根据“优化存量”的总体政策方向,预计财政存款增速将进一步放缓甚至下降,且政府部门资产可能会更多地投向(至少比定期存款)收益较高的产品。另外,2018年国有资产划拨充实社保基金将开始落地¹²,这是标志着广义财政资源配置效率提

¹⁰ 相关测算请参见我们2017年9月3日发布的中国宏观专题报告《再谈“人无贬基”|中国近期是否再现外汇流入?》。

¹¹ 请参见2016年9月1日发布的中国宏观专题报告《财政政策(将)如何发力?》。

¹² http://www.cs.com.cn/xwzx/201710/t20171022_5527213.html



升的重要里程碑¹³。财政支出方面，我们预计财政将继续增加对教育、医疗和扶贫的转移支付，延续 2012 年以来的大趋势（第 3 页图 5）。

结构性改革方面，我们预计明年重点将放在提高增长的“质量”和可持续性上。习近平总书记在“十九大”报告中明确指出，中国经济已由“高速”增长转向“高质”发展阶段。我们认为，成功向消费驱动型经济转型的关键在于改善收入分配，并继续培育中国的中产阶级。因此，政策重点可能会继续推进城镇化和户籍改革，并通过财政转移支付减少收入分配的“两极分化”。同时，提高国企效率、推进制造业产业升级和技术创新等领域的改革将有助于提升中国的全要素生产率（TFP）。此外，环保标准升级和供给侧改革可能会成为中长期的政策“新常态”，但值得注意的是，随着时间的推移，这些政策对于经济增长和相对价格的影响自然会边际递减。

四、潜在的风险及结语

我们对增长和通胀的预测权衡了可能的上行和下行风险。明年宏观和市场的不确定性主要包括以下两点：一是国内外货币政策收紧力度强于预期，二是房地产市场降温幅度超预期。明年中美日三大经济体的央行行长都将换届，所以货币政策的连续性可能会成为一大市场不确定性。如果货币政策立场比预想的更加“鹰派”，可能阶段性会压低市场对增长和通胀预期，并抑制市场的风险偏好。另一方面，随着更多城市宣布限购政策，且房地产“牛市”进入第三年，地产销售超预期下滑也可能会影响再通胀的前景，并引发对银行信贷质量的担忧。但我们认为，基于当前的经济再通胀、真实利率下降的宏观环境，房价大跌的可能性并不大。

另一方面，明年的 CPI 通胀也有高于我们预测的可能，而这将进一步压低实际利率，激发更强的消费和投资冲动。全球来看，2013 年以来农产品价格一直保持低位、甚至有所下降；2016 年以来，受农业供给侧改革影响，中国的农产品价格大幅调整。不难理解，在这轮行业景气骤降的“寒冬”中，农业产能会做出相应的调整（例如，2017 年大型拖拉机产量累计同比下降 23%，化肥销量同比下降 10%）。正如工业品价格本轮的走势，在产能已经有所缩减的情况下，食品价格通胀的“传染性”可能较高，并可能带动实际利率加速下行。考虑到目前基准利率仍处历史地位，CPI 超预期上升可能会明显刺激消费和投资需求。因此，如果消费品价格上涨过快，市场可能预期货币政策加大紧缩力度，其中包括上调基准利率。

2018 年的经济增长结构、通胀前景和政策组合或将对大众消费和制造业投资最为有利。此外，我们预计债券收益率曲线或将温和陡峭化，叠加人民币走强和实际利率下降，将有利于金融业的盈利改善和投资吸引力。

¹³ 请参见 2015 年 12 月 9 日发布的聚焦中国《国有资本划转社保—石三鸟》。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
馨基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

