



太和智库
Taihe Institute

2017 年经济回顾与 2018 年展望 ——持续复苏 VS 深度回调



太和智库

2018 年 1 月

太和智库

北京市朝阳区世奥国际中心 A 座 2209

010-84351977

public@taiheglobal.org



摘要：

回顾 2017 年，中美经济增长均超出预期，给全球经济复苏注入动力。展望 2018 年，全球经济复苏隐忧犹存，货币政策趋向统一，金融市场风险分化。

宏观经济：

中国经济 2017 年韧性源自分部门“加杠杆”：政府部门对应基础设施杠杆，居民部门对应房地产杠杆。供给侧改革“三去一降一补”效果迥异，“补短板”实现突破，高新技术行业进步较快且经济结构不均衡得到一定程度调整。“降成本”两极分化，国有企业效果显著，民营企业恰好相反。“三去”政策目标，“去产能”超额完成；“去库存”只走完半程，后程将更为艰辛；“去杠杆”金融行业效果明显，实体经济实为“移杠杆”。

美国经济 2017 年超预期复苏，动力源自能源行业，剔除其影响，美全年 GDP 增速约为 1%。此外，美经济复苏很大程度上是金融市场繁荣所带来的财富效应和预期改变，但生产效率并没有实质提高，居民部门债务规模再次回到“危险”水平。“金融挤出”造就美经济“高增长、低失业、低通胀”幻象。美税改效果有待观察，因制造业投资长周期及合适劳动力难觅，税改吸引的 12000 亿美元更可能流向资本市场，且将大概率恶化美联邦政府财政赤字，加剧利息支出压力。

展望 2018 年，随着美税改落地，全球竞争性减税压力来袭，“高质量”增长迫切要求改革加速。真实去杠杆、“僵尸”企业

重组、资源再分配等改革措施将加快实施，实体部门以杠杆和债务为驱动的投资增长将无以为继，真实有效的去杠杆和转变增长方式将强力推进。鉴此，2018年经济增速回落与金融市场风险暴露不可避免，“防风险”须从防范金融风险扩大到防范化解投资风险，解决地方政府无序债务扩张，注重效率提升，以更高质量的发展填补去杠杆带来的经济增速下滑，以短期阵痛换取长期健康。

货币政策：

中国货币2017年维持“紧平衡”，人民银行适时的流动性供给保证金融市场风险得以控制。预计2018年人民银行将继续维持稳健偏紧货币政策，金融监管将进一步趋严，全年流动性供给因防风险需要“前松后紧”。

美联储2017年三次加息，但实际幅度和步伐相较以往略显缓慢，主要原因：一是防止刺破资本泡沫落入“利率陷阱”；二是通胀低迷暗示就业复苏水平较低。预计2018年美联储货币政策，将在“利率陷阱”和“抑制资产泡沫”之间摇摆，但税改回流资金可能致使美联储被迫提高加息速度。

金融市场：

中国债券市场2017年遭遇“滑铁卢”，2018年债市或将同步出现“新资产荒”和“负债荒”局面，预计2018年上半年市场羸弱，下半年“负债引导资产”模式将逐步激发债券市场活力，债市可能触底反弹。

美元指数 2017 年大幅下跌，2018 年美元走势仍不容乐观，整体将呈现缓慢下跌局面。与此相反，人民币 2017 年大幅升值，2018 年将“稳”字当头，预测人民币兑美元汇率将在 6.40-6.70 间运行。其他货币走势分化，欧元 2018 年预计仍有进一步上涨空间，英镑也将继续上涨，日元将维持 110-118 区间震荡。

黄金价格 2017 年整体震荡上行，预计 2018 年大概率有限走高。原油价格 2017 年经历 V 型反转，下半年一路上涨，预计 2018 年大概率缓慢震荡上行。

中国股市 2017 年经过年初调整后震荡上行，2018 年仍具上涨空间，但在杠杆率、盈利及外部风险制约下，没有“大牛市”基础。欧美股市 2017 年大幅上行，随着税改带来海外资金回流美金融市场，2018 年美股市大概率继续上涨，但回调风险加大，全年可能出现倒 V 型走势。

目 录

一、美国经济回顾与展望	1
(一) 2017 年美国 经济回顾	1
1.美超预期复苏动力来自能源行业，但可持续性存疑.....	2
2.美经济复苏是金融市场繁荣的结果，而非原因.....	3
3.美经济杠杆复苏推高债务而拉低效率.....	5
4. “金融挤出”解答“格林斯潘之谜”与“低通胀之谜” ..	10
5.金融挤出与贫富分化未见缓解.....	13
(二) 2018 年美国 经济预判	14
1.税改落地，效果有待观察.....	14
2.资本如期回流，美经济大概率维持杠杆复苏.....	15
3. “卖现实”或将阻碍杠杆复苏、助推真实复苏.....	15
4.真正的“魔鬼”是债务.....	16
二、中国经济回顾与展望	18
(一) 2017 年中国 经济回顾	18
1.中国经济“韧性”之源.....	18
2.中国经济效率依然低迷.....	32
(二) 2018 年中国 经济预判	37
1.降成本与真实去杠杆刻不容缓.....	37
2.防风险是重中之重.....	38
3.宏观经济指标回落孕育新时代高质量发展.....	39

4.所谓“新周期”实为“心周期”，谨慎对待.....	40
三、美中货币政策回顾与展望.....	41
(一) 美国货币政策回顾与展望.....	41
1.美联储 2017 年加息次数高于预期，实际步伐在放缓.....	42
2.美联储 2018 年货币政策或超出预期.....	42
(二) 中国货币政策回顾与展望.....	43
1.中国货币政策“紧平衡”符合预期.....	43
2.严监管叠加中性货币政策，突出防风险.....	44
3.货币政策“均势紧平衡”，监管趋严，流动性前松后紧..	45
四、全球金融市场回顾与展望.....	46
(一) 中国债券市场.....	46
1.中国债券市场 2017 年遭遇“滑铁卢”	46
2.“新资产荒” 2018 年或将出现.....	47
3.“负债荒”将成为 2018 年核心压力.....	49
4.“负债引导资产”模式将逐步激发债市活力.....	50
(二) 外汇市场.....	54
1.美元在 2017 年大幅下跌，2018 年难有起色.....	54
2.人民币 2017 年大幅升值，2018 年“稳”字当头.....	60
3.非美货币波动较大.....	66
(三) 大宗商品市场.....	69
1.黄金价格 2017 年整体震荡上行，2018 小幅走高.....	69
2.原油价格 2017 年 V 型反转，2018 年宽幅震荡小幅上行...	71

(四) 股票市场..... 73

1. 欧美股市 2017 年整体上震荡上行，2018 不确定性增大.... 73

2. 亚洲股市 2017 年分化，中国股市 2018 年大概率走强..... 75

2017年，全球政治和经济波澜不惊，作为次贷危机后的第十个年头，虽然全球经济增长速度依然逊色于危机之前，但可喜的是后危机时代首次出现了全球同步复苏迹象，以股市为代表的全球金融市场持续“高歌猛进”的神话，石油价格触底反弹，黄金价格宽幅震荡，债券市场触顶回落。

2018年，中美作为全球最大的两个经济体，在政治冲突与政策背离风险增大的背景下，在经济基本面分化加剧的情况下，经济能否延续2017年“春天的故事”？金融市场能否续写“财富的神话”？为了回答这些问题，我们将从回顾2017年中美经济表现入手，结合相关经济规律与政治事件，做出2018年乃至更长期全球经济走势预判。

一、美国经济回顾与展望

（一）2017年美国回顾

2017年美国“超预期”复苏，带动全球经济同步趋于好转，主要发达国家经济数据均有不错的表现。2017年初，我们在《迎接“龟速”的全球经济——2017年全球经济与金融市场展望》（下称“《2017年展望》”）中预测，2017年美经济复苏将比较缓慢，原因有二：一是特朗普竞选时提出的“美国再伟大”相关政策因其自身矛盾性和美债务水平限制难以顺利落地，使得美政府通过加大投入以实现“再通胀”繁荣困难重重。二是美经济存在结构性失衡，我们称之为金融部门挤出实体经济（简称“金融挤出”），主要是金融部门和实体部门之间及金融

部门相互之间失衡。在找到应对金融挤出解决方法之前，美经济有效且持续复苏仍存在不确定性。回顾 2017 年美经济表现，复苏势头超出预期，尤其体现在 GDP 增速和失业率数据上。美二季度和三季度 GDP 年化环比增速分别达到 3.1%和 3.2%，不仅连续两个季度维持在 3%以上，也创下 2015 年一季度以来的新高；10 月和 11 月失业率均创下并维持 4.1%的历史低位，每月新增非农就业人数稳定增长。然而，对于美经济 2017 年下半年开始出现的稳健、超预期复苏仍需谨慎对待。

1.美超预期复苏动力来自能源行业，但可持续性存疑

2017 年美 GDP 增长动力大部分来自于能源部门等以往非支柱产业的突破性增长。金融危机后，全球范围内的能源革命和能源产业投资是拉动经济复苏的重要动力，这一特点在 2017 年美经济增长中尤为突出。2017 年以来，随着石油价格重回上涨趋势，美石油产业也重新蓬勃扩张，页岩油产业投资与生产大幅增长。据美能源信息署(EIA)最新报告显示，至 2018 年 1 月，美主要页岩油产区的页岩油产量同比增长 100 万桶/日，2018 年美或将成为原油市场供应增长的主要来源。瑞银 2018-2019 年全球经济展望报告指出，2017 年能源产业投资对美经济增长贡献率高达 140 个百分点，若除去能源部门，美全年经济增速预计只有 1.03%，而这一数据在前两年分别为 2.63%和 2.05%。作为传统产业，能源产业吸纳投资与就业的作用巨大，而作为以往美非支柱产业，其突破性增长及对 GDP 的贡献也反映出美其他部门复

苏的乏力。

美能源行业推动经济复苏的持续性存疑。首先，美能源生产成本普遍比中东石油生产成本更高，特别是页岩油生产成本平均超过 40 美元/桶，而中东石油生产成本平均不到 15 美元/桶。美主要大中型页岩油企业井口成本即资本支出自 2014 年以来已大幅降低，截至 2017 年 9 月，美国主要页岩油产区未完工钻井数量比去年同期上升 42.6%，创历史新高，而工作钻井数量下降表明单位钻井效率得到提升。尽管美页岩油开采技术和钻井效率有所提高，但总体而言，美能源生产相对于中东传统石油进口并无成本优势。如果国际油价再次跌至美能源生产成本以下，不仅会对美能源生产部门造成巨大打击，甚至会影响以能源行业为基础的相关金融产品，造成美金融市场波动。美能源行业未来增长前景仍有很大的不确定性，因为并无证据表明美开采成本能够或者已经具有国际性优势，且以能源行业为驱动的经济增长可能导致典型的“能源病”，当然现阶段美暂时还不存在这样的担忧。

2.美经济复苏是金融市场繁荣的结果，而非原因

观察 2017 年美金融市场表现可以发现，其经济的“超动力”来源于后危机时期堆积的货币推动资产价格上涨，特别是以股票、房地产为代表的资产价格长时间、连续、快速上涨，改变了人们对经济与收入增长的预期，刺激消费，进而拉动生产复苏。美股 2017 年继续保持繁荣，这与货币供给过剩密切相关。金融危机后的超常规货币注入令金融资产价格“高歌猛进”，图 1 走

势可以看到美股票价格持续上涨，但“价格繁荣”并非源自其经济基本面的有效改善，或者说繁荣背后蕴藏的“危机”越来越重。截至 2017 年 11 月，美三大股指中，道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数比年初分别上涨 19%、15.5%、26.9%，达到历史新高，并多次刷新金融危机以来最长连续上涨周数纪录。房屋库存回落、低利率、稳定的需求共同推动美房价在 2017 年持续上涨（图 2），目前已接近危机前水平。资产价格的快速上涨，一方面带来一定的财富效应，另一方面改变了国内预期，刺激了需求增长。根据密歇根消费者信心指数数据，2017 年美消费信心整体高于 2016 年（图 3）。需求复苏是美经济 2017 年表现出“韧性”的来源之一，但这种需求复苏很大程度上却又来源于美金融市场的繁荣，或者说是长期过度货币供给。

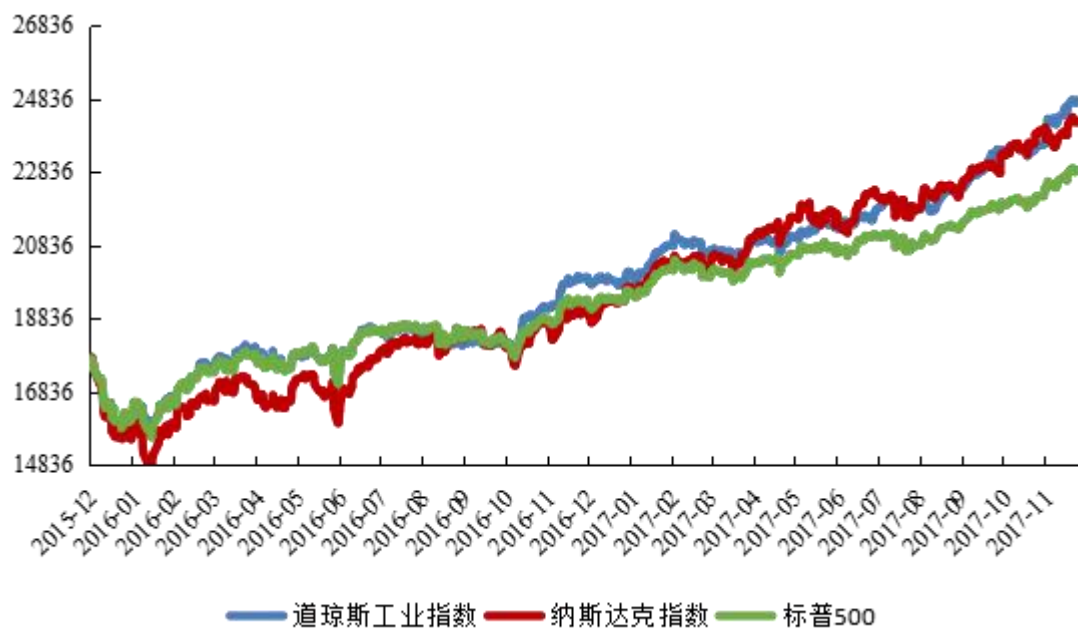


图 1（数据来源：WIND、太和智库数据库）

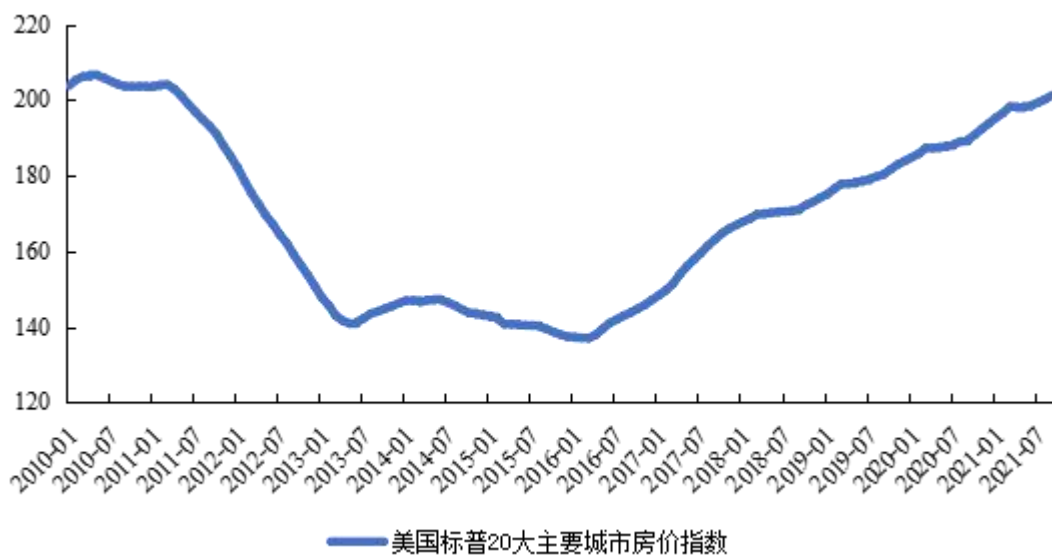


图 2 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

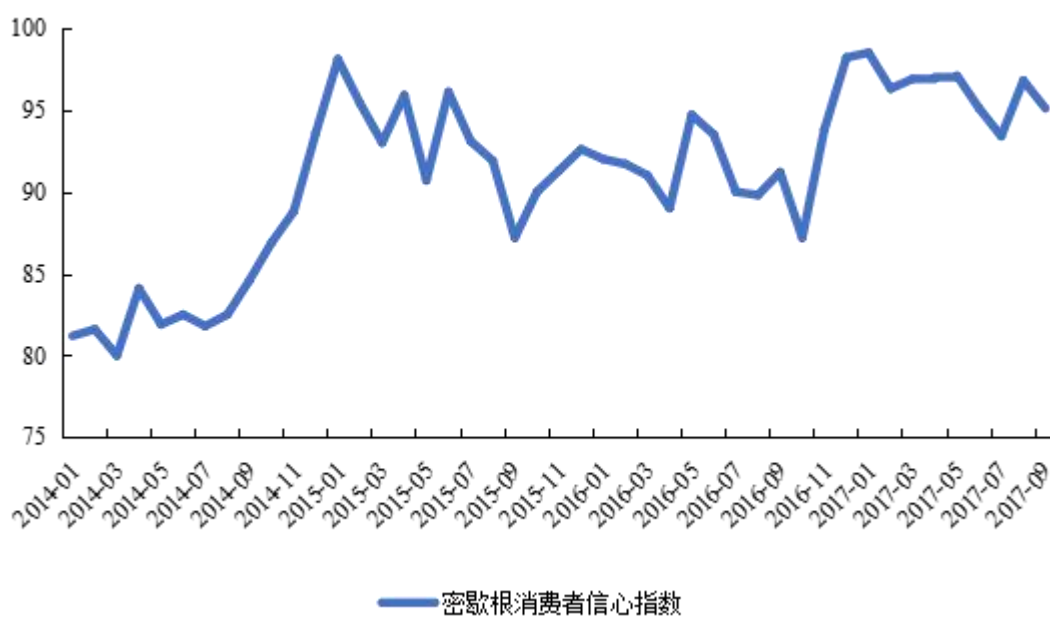


图 3 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

3.美经济杠杆复苏推高债务而拉低效率

需要注意的是,危机后美债务水平在各部门间的动态变化反映了美经济复苏动力及其内在的脆弱性。正如我们在《2017年展望》中所指出的,危机后美国经济率先走出困境得益于快速去

杠杆，而非经济效率的显著提高。危机之后，大量抵押类贷款被破产清算，美居民部门杠杆在 2014 年左右降至金融危机前的水平。正是这一因素，使得美实体经济逐渐开始新一轮的杠杆复苏。分析数据可以发现，危机后房地产行业“杠杆谨慎”依然较高，风险积累可控。2017 年美居民部门抵押贷款占 GDP 的比重已降至 2003 年初的水平并趋于稳定。但值得警惕的是，虽然居民房地产杠杆稳定，但居民部门整体杠杆再次回到危机前水平。图 5 数据显示，与美公共债务快速扩张相同，居民部门债务由降转升。根据图 6 居民部门债务结构可以发现，虽然住房抵押贷款规模缓慢增长，但汽车贷款、信用卡和学生贷款等短期、消费型贷款成为居民部门债务规模增长的主要推动力，反映出典型的杠杆复苏特点，并推动资产价格的上涨与 2017 年下半年经济的复苏与繁荣。

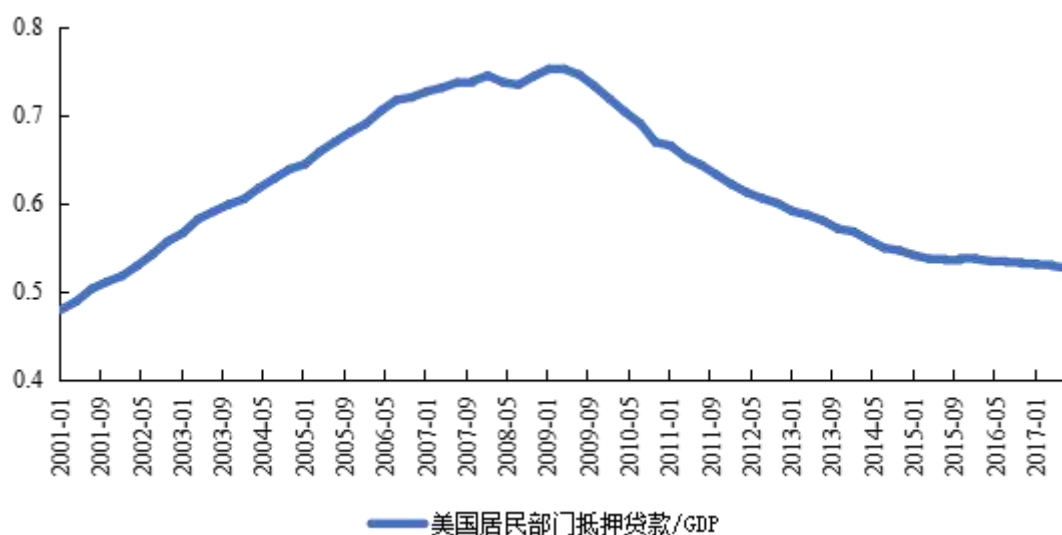


图 4（数据来源：美联储、太和智库数据库）

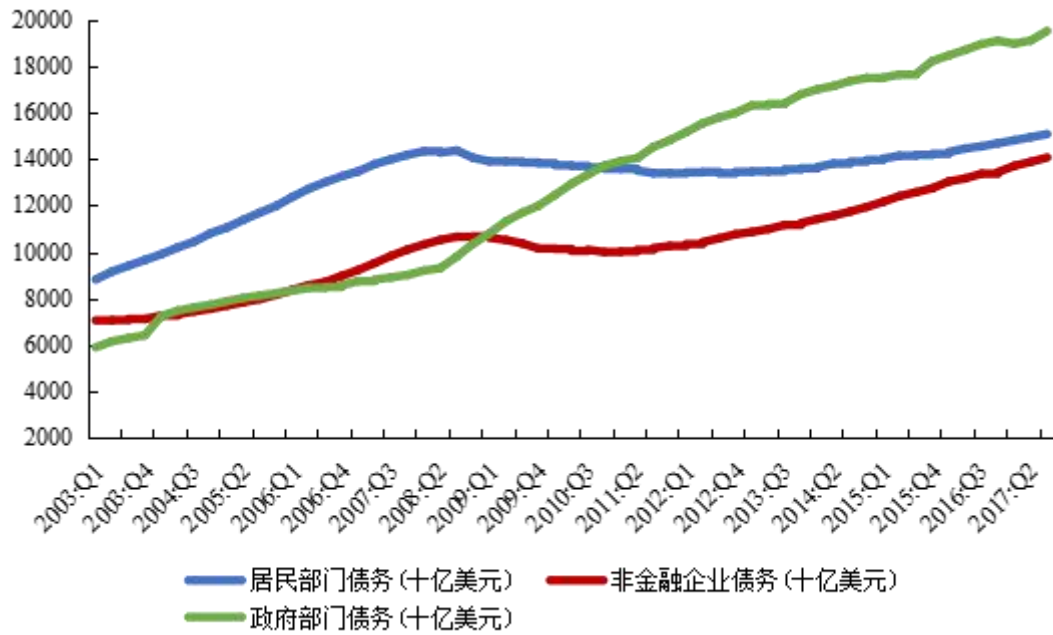


图5（数据来源：美联储、太和智库数据库）

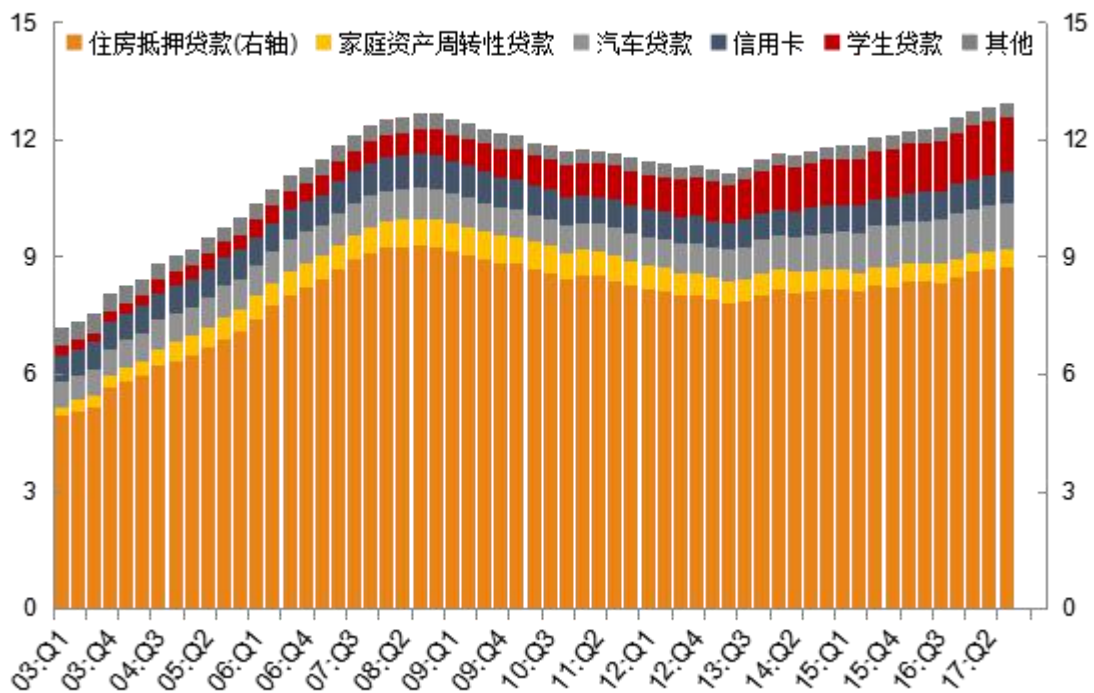


图6（数据来源：纽约联储、太和智库数据库）

然而，与债务水平攀升相伴随的是企业部门生产效率缓慢复苏，在没有货币政策的配合下，联邦政府债务的快速扩张将遇到

瓶颈。特别是分部门考察美劳动生产率的变化，可以发现其中的结构性差异。图 7 显示了自 2000 年起美非农企业部门生产率的增长趋势（以每小时产出衡量），其中 2016 年下半年至 2017 年的生产率增长速度比 2011-2015 年显著加快。但如果进一步分行业来看，美制造业企业和非金融企业部门的生产率同比增速并未表现出明显、持续的回升势头，反而在 2017 年三季度出现下降。按行业更细分的年化环比生产率增速进一步显示，非金融企业、制造业、耐用品制造业、非耐用品制造业企业劳动生产率在 2017 年二、三季度均出现环比回落。其中，2017 年三季度，制造业企业劳动生产率环比下降 0.4 个百分点，耐用品制造业企业生产率环比下降 1.4 个百分点。在居民和政府部门再度加杠杆的背景下，企业部门尤其是制造业部门生产效率增长依旧缓慢。

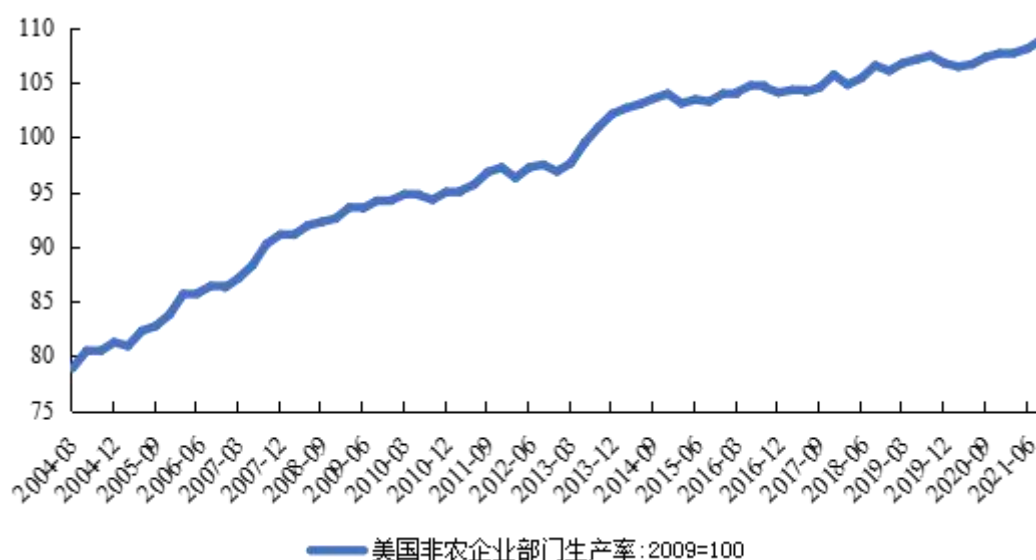


图 7 (数据来源: Bureau of Labor Statistics、太和智库数据库)

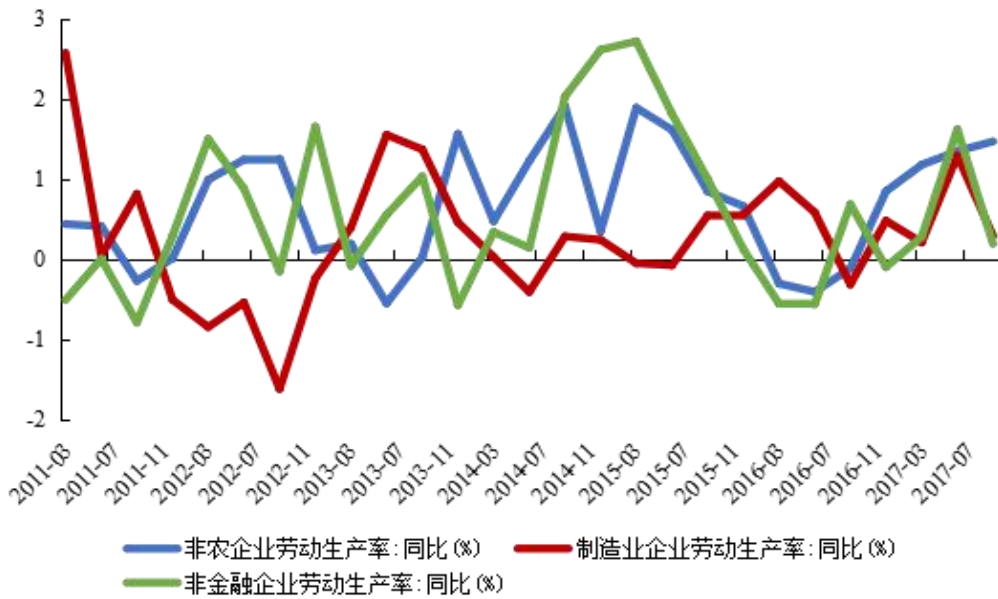


图 8 (数据来源: Bureau of Labor Statistics、太和智库数据库)

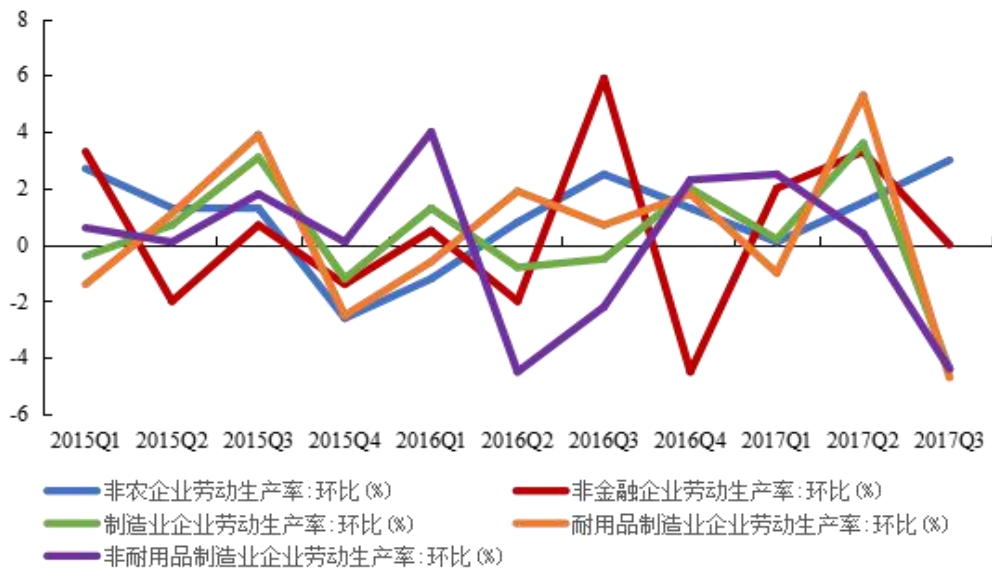


图 9 (数据来源: Bureau of Labor Statistics、太和智库数据库)

从长期看,美经济复苏的持续性仍然需要效率的提升。当前,美国经济的效率仍然不见起色,贫富分化扩大、金融部门挤出并吞噬实体部门、就业市场结构性问题使美通胀水平难见回升,直接影响未来货币政策走向和经济复苏的稳健性。

4. “金融挤出”解答“格林斯潘之谜”与“低通胀之谜”

“格林斯潘之谜”是指在金融危机前出现短期利率上涨，长期利率下行的现象。这种现象反映出短期金融市场融资需求旺盛，但长期融资需求则由于投资者对经济前景的不乐观而疲软。金融挤出理论能够很好的解释“格林斯潘之谜”。金融市场的繁荣使得投资需求主要用于金融市场而非实体经济。由于越来越多的资金投入金融市场，因增量资金带来的金融市场繁荣进一步挤出实体部门的投资。而实体经济的疲软导致长期投资收益率下滑。

2017年“格林斯潘之谜”正由金融现象向经济现象蔓延——美国靓丽的GDP增速、失业率和非农就业数据与低迷的通胀率。同样，金融挤出理论可以解释这种现象：繁荣的金融行业和不断攀升的资产价格贡献了GDP的增长，并且改善了市场预期。但由于实体经济并未得到复苏，甚至被挤出，原本应该反映在核心物价的价格上涨被转移到金融资产价格的上涨上。事实上，美劳动力市场并不像其失业率数据表现的那样好，美未来经济持续复苏的不确定性仍值得关注与警惕，下面我们还将进行详细分析。

美GDP在经历了2016年缓慢增长之后，2017年二、三季度环比增速均突破3%，而且新增非农就业人数也保持稳定增长。然而，我们并没有看见与经济增长、失业率下降相对应的通胀水平的显著回升，反而自2017年开始出现回落趋势。

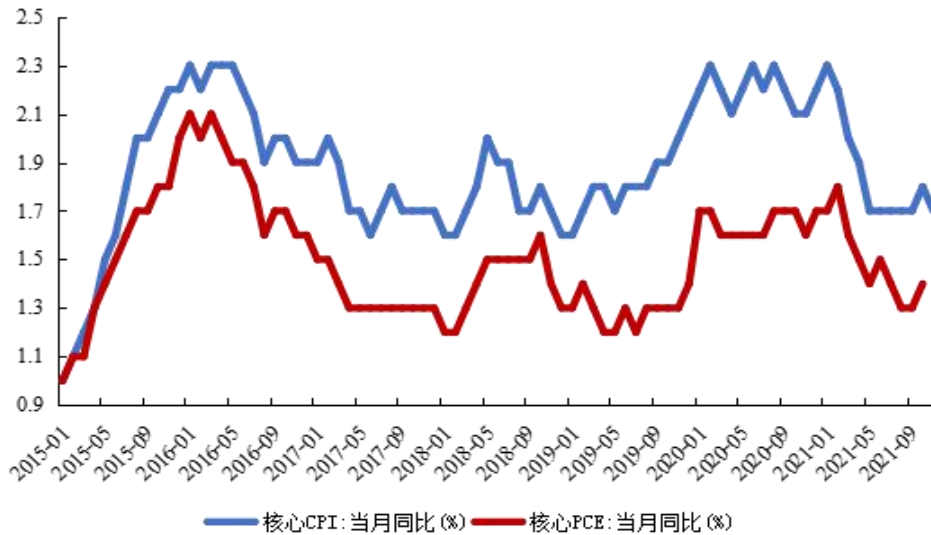


图 10 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

究其原因，我们可以推断美经济内部存在的结构性问题导致了通胀水平的低迷。具体来说，劳动力市场的结构性变化使得失业率数据存在一定程度的失真，部分地解释了当前与经济增长相背离的通胀低迷。而通胀低迷反映出真实需求不足，其根源在于金融挤出带来的美经济结构性问题，企业层面真实效率的提升难觅踪迹。

在美失业率统计口径中，分母是劳动力人口，分子是不同口径下的失业人口，即正在积极找工作而无工作者，这两项因素在危机后都出现变化。首先，金融危机后美劳动参与率加速下降，由 2008 年的 66% 下降至目前的 62.7%。许多在危机后失去信心放弃找工作的人群被剔除在劳动力人口之外，导致分子与分母同时被低估。而由于劳动力人口等于就业人口与失业人口之和，加总效应导致真实失业率被低估。其次，目前美公布的失业率数据为 U3 失业率，即失业人口被定义为“无工作者但于过去 4 周内

积极寻找工作者”，兼职工未计算在内。而相对应的 U6 失业率对失业人口的定义最为广泛，包括因没有合适工作等原因近期停止寻找工作者、希望寻找全职工作未果而做兼职的人群（即因经济原因而被迫选择兼职工作）。

金融危机后，美就业市场的兼职工、临时工数量显著增加，带来两方面影响。一是兼职工数量的增加直接带来失业率下降，而因经济原因造成的兼职在一定意义上可看作失业的一种形式，通行的 U3 失业率并未将之计算在内，使得与以往相比，反映劳动力真实意愿的失业率被低估。二是兼职工、临时工平均薪资较低，拉低了平均工资进而拉低通胀水平。因此，就业市场的复苏形势可能并不如数据所表现得乐观。由于通胀水平往往反映需求水平与需求能力，劳动力市场的结构性变化及其导致的失业率数据的失真，部分地解释了通胀水平回升乏力的原因。

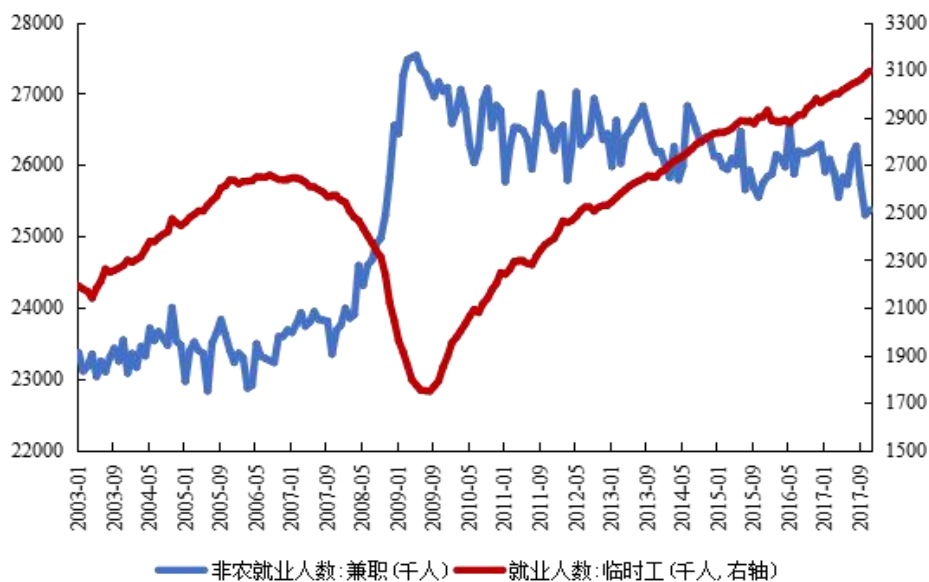


图 11 (数据来源: 圣路易斯联储、太和智库数据库)

5.金融挤出与贫富分化未见缓解

我们在《2017年展望》中强调，美此轮复苏主要受益于资产负债表修复后的杠杆复苏，提高经济质量的效率问题仍未见起色，投资效率下降反映出美实体经济被金融部门挤出。美大量资金、人力资本都被吸引到金融部门，2016年美GDP增加值中，金融业占比高达20.3%，而中国为8.35%，德国为14.8%，英国为20.3%，日本为16%。即便是美创新能力最强的硅谷，现在也逐渐成为资本游戏的集散地，而实体部门更是缺乏创新，虽然制造业较危机最严重时期有所恢复，但依然不见趋势性复苏迹象。更为严重的是，美贫富差距正在显著扩大。通过数据比较，即使是在2008年金融危机之后，金融部门的劳动力报酬也远高于制造业，而且目前还有进一步扩大的趋势。图12数据显示，美制造业和金融业平均时薪的差距在2017年进一步加大。非但如此，货币泛滥导致的金融投机使得这个零和博弈游戏中的参与者收入分化也越来越严重。无论是实体企业的投资，还是终端的消费能力，都因为金融挤出而下降。

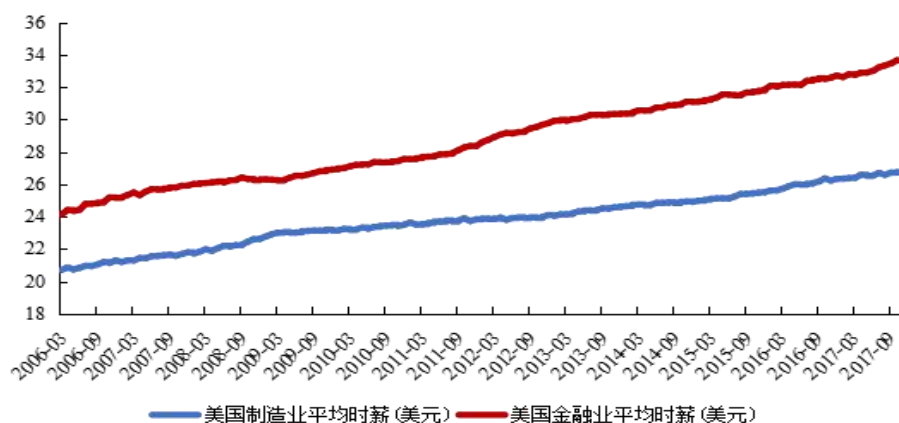


图 12 (数据来源: 圣路易斯联储、太和智库数据库)

（二）2018 年美国经济预判

2017 年美经济稳健复苏带动全球市场共振，欧元区、英国、日本等主要经济体均有不错表现，全球呈现同步回暖复苏局面。进入 2018 年，乘着税改东风，美持续稳健复苏的势头值得期待。然而，剖析 2017 年美经济复苏的实质，2018 年美能否继续保持强劲复苏态势仍有诸多不确定性。美税改落地可能恰好是资本市场转向的导火索，由海外利润转移和国内减税释放的新增资本能否流入实体经济，达到特朗普所预期的刺激制造业，将是美经济可持续复苏的最大变数，也会给美经济复苏带来不同效果，2018 年美经济或将呈现“都好”或“都差”的两极分化走势。

1. 税改落地，效果有待观察

税改对经济增长的提振作用将较为有限。作为特朗普“重振美国经济”和“美国再伟大”执政战略的重要组成部分，税改政策在经历了层层阻碍、博弈与妥协后终于在 12 月底正式落地。此次税改覆盖范围全面，目的在于通过降低个人所得税、企业税、国际资产转移税等主要税种的税率，刺激国内需求、吸引资本回流、引导制造业回归、重振美实体经济实力。最终落地的税改方案提高了个人所得税起征点，普遍调低税率，保留遗产税但豁免额度较前翻番；企业税率由 35% 下调至 21%；国际资产转移税率由 35% 下调至流动资产税率 15.5% 和实物资产税率 8%。据太和智库高级研究员、上海财经大学美国财政与经济研究所所长李超民教授测算，税改可能吸引约 12000 亿美元资本回流美国。

全方位减税短期内可以刺激需求、提振经济，但效果有限且难以持久。美税收政策中心(TPC)测算认为，税改法案将令 2018 年美 GDP 增长 0.7%，而对 2027 年的 GDP 几乎没有影响。税改对美国经济长期影响将保持中性。

2. 资本如期回流，美国经济大概率维持杠杆复苏

2018 年，税改带来的资本回流速度与总量将与美联储加息、缩表相互对冲，美资本市场能否持续繁荣，不仅取决于资金博弈的“落地”情况，更从根本上取决于美金融市场回报率与实体经济回报率之比较。若新增资金在资本市场投资回报超过减税给实体经济带来的政策利好，美国经济将继续 2017 年以来“社会整体加杠杆→资产价格上涨→收入预期提升→需求增长”的复苏路径。资本市场繁荣与减税政策刺激共同作用，将在短期内拉动经济快速增长，但金融市场结束膨胀与资产价格回调难以避免，经济长期复苏难以为继。

3. “卖现实”或将阻碍杠杆复苏、助推真实复苏

美国经济杠杆复苏的本质导致资本市场起伏决定当期经济走势。在资本市场有“买预期，卖现实”之说，当税改真正落地之时，资本市场的预期得以实现，是否有更高的预期还是未知数。如果没有更高的预期支撑，“卖现实”必将拉低资本回报率，资本市场前期的繁荣与扩张将戛然而止，叠加美联储“加息缩表”，随之而来的是过去持续攀升的美股开始回落，资产价格下跌，打压收入预期，同时上市公司业绩也将受到影响，美杠杆复苏之路

或将终结。但从另一方面看，这对美经济也许并不是坏事。资产价格回落反推资金从金融市场流向实体经济，实现经济真实复苏。减税给居民和企业带来巨大需求刺激及国际资本回流带来投资红利，有望促进企业生产恢复和效率提升，推动美经济进入真实稳健的复苏轨道。值得注意的是，此次减税正处于美经济上行之时，若减税需求刺激效应与金融市场上涨形成共振，将有可能迫使美联储 2018 年连续加息。

4.真正的“魔鬼”是债务

需要警惕的是，无论 2018 年美经济如何复苏，税改的推进将不可避免地加重美联邦政府预算负担，给不断增长的公共债务规模带来更大压力。同样据 TPC 测算，未来五年，特朗普减税计划将大幅增长联邦财政赤字，减税后美赤字占 GDP 比重将超过 3% 的国际警戒线。近年来，美公共部门再度加杠杆，公共部门债务攀升速度远超居民与非金融企业部门。当前，美联邦政府总债务已接近 20 万亿美元，截至 2017 年三季度，占 GDP 比重达 103.82%。美联邦政府每年支付的巨额利息超过 5000 亿美元，而减税带来的赤字进一步增加将导致利息支付大幅上升。更需要强调的是，上述测算还是建立在减税计划带来企业盈利能力增强和促进消费的理想状态基础上，如果美国实体经济达不到预期的增长速度，减税计划带来的赤字可能更高，这将给美联邦政府带来更大的财政压力，加剧债务风险的同时，也影响减税计划的顺利推进。

此外，李超民教授认为，通过税改吸引资本回流、重振美制造业的目标在实践中或难以达到预期效果。首先，制造业建设和发展非一朝一夕之功，基础投资建设、产业链构建等均需要较长周期，而自上世纪 80 年代以来，美去工业化进程已导致其国内中低端制造业大举迁往海外，1994 年北美自由贸易协定签署后的 20 年内，美制造业岗位流失超过 500 万个，重建相关产业链将困难重重，关键是美传统工业地带难觅普通技工和高级技工，而互联网技术、人工智能技术的飞速发展更是就业的大敌，仅仅资金回流不能从根本上解决问题，到头来这些资金只能重回金融部门。特朗普政府寄希望于尽快通过减税等措施解决就业、推动经济快速回升、推动财政收入增加、强健美财政根基与经济基础，因基础设施建设和回报周期长，即便是制定了回流资金投资基础设施的计划，也将面临新的难题。其次，制造业投资很大程度上受投资前景影响，投资的行业、工厂的选址等具体因素并非是单单降低税率能够决定的。第三，金融挤出对美影响已相当深刻，主要表现就是制造业综合人才匮乏，尽管目前有不少闲散劳动力，但素质良莠不齐。

鉴此，我们大胆预测，回流的 12000 亿美元更大可能流向资本市场，或会造成股市上涨，美联储可能被迫加息，以减小回流资金对美金融市场的影响。

二、中国经济回顾与展望

（一）2017年中国经济回顾

回顾2017年中国经济，可以用两个字形容：“韧性”。我们在《2017年展望》中指出，中国经济增长高度依赖投资，面临经济困境时的“路径依赖”使得中国经济效率出现显著下滑。具体来说，经济发展长时间依赖以地产和基建为主的投资加码，忽视制度与技术创新给中国经济造成沉重负担，不断攀升的杠杆水平导致投资收益逐渐低于债务成本，投资对于经济增长的作用将难以持续。可喜的是，中共十八大后，新的领导集体意识到经济的核心症结，提出“三去一降一补”政策，十九大后更明确了经济矛盾的转变及应对之道。但是，罗马不是一天建成的，矛盾与问题也不是一天能化解的。中国经济动力的恢复还有一段路要走，而动能恢复的标志是全社会各所有制实体企业内生动力的复苏。

1. 中国经济“韧性”之源

回首2017年，在总量数据层面，中国经济展现了强有力的“经济韧性”。前三个季度GDP同比增速分别保持在6.9%、6.9%和6.8%，延续了2016年年末的向好态势。需要强调的是，“经济韧性”除观察宏观数据外，还需考察政策和体制能否通过适应性改变激励一轮又一轮更有效率的经济活动。因此，分析2017年较为稳定的经济增速是否由更高效的经济因素驱动则是判断中国经济韧性的关键。事实上，虽然以“三去一降一补”为政策

目标的供给侧结构性改革仍然是 2017 年经济工作的重点，但是其运行结果却不尽相同：“补短板”有突破但还无法做到以点带面，“降成本”国企民企分化严重，“去产能”超额完成，“去库存”仅走完上半程，“去杠杆”实为“移杠杆”。

第一，“补短板”有突破。一是技术短板追赶迅速。2017 年是我国高新技术进步较快的一年，以医药制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信与其他电子设备制造业和仪器仪表制造业等为代表的高技术产业迅速发展，工业结构逐步迈向中高端。但需要清醒认识到，虽然我国的技术创新有了“飞跃”，但在国际横向对比中处于弱势地位的现实依然没有改变，很多基础技术仍处于萌芽阶段，部分行业的技术突破还未形成全产业链生产力，无法做到“以点带面”。据报道，我国在科学知识生产方面占世界总量的比重较小，国际科学论文产出比例仅占世界的 4.38%。从衡量科学知识生产质量的论文被引用率来看，中国仅排在世界第 20 位。宏观层面，与科技有关的政府部门协调不够，且未能充分发挥市场机制作用；微观层面，科研机构尤其是社会公益性科研机构力量较弱，且资源难以整合，大学的作用未能充分发挥，中介服务机构还处于成长阶段，企业技术创新能力仍然薄弱。如图 13 所示，高新技术产品和机电产品的增速虽然在 2016 年末呈现出增长态势，但在 2017 年则大致维持在 7%-8%的水平，难以形成较大突破。同时，如图 14 所示，包括纺织品、服装、

箱包、鞋类、玩具、家具、塑料制品等在内的七大类劳动密集型产品出口占出口总额的比重维持在 20%左右，在 4 月份甚至出现小幅反弹。

补技术短板并非一味追求单一工业技术水平达到世界一流，更不是为了创新而创新。技术创新本质上是一种高风险投资，增加了工业乃至整体经济的边际成本，并不是短期追求效益的最佳选择。对中国而言，降低边际成本更重要的是让整体经济中不均衡的工业生产水平变得更加均衡，让国内落后的工业生产水平得到提升。因此，结合中国国情，补技术短板更应该关注如何使国内大量落后的企业生产逐渐变得更加科学、高效，同国内更高的水平趋于一致，钱要用在刀刃上。

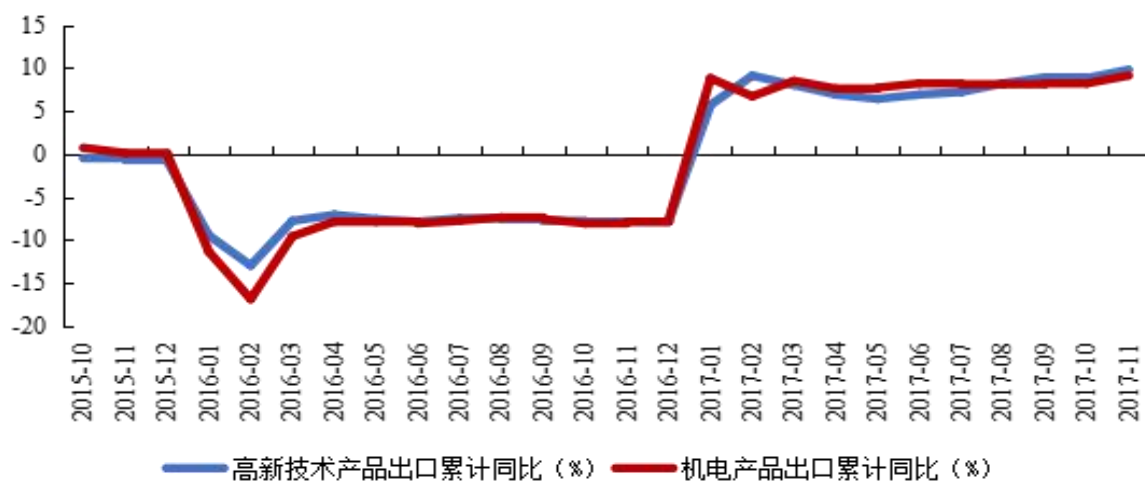


图 13 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

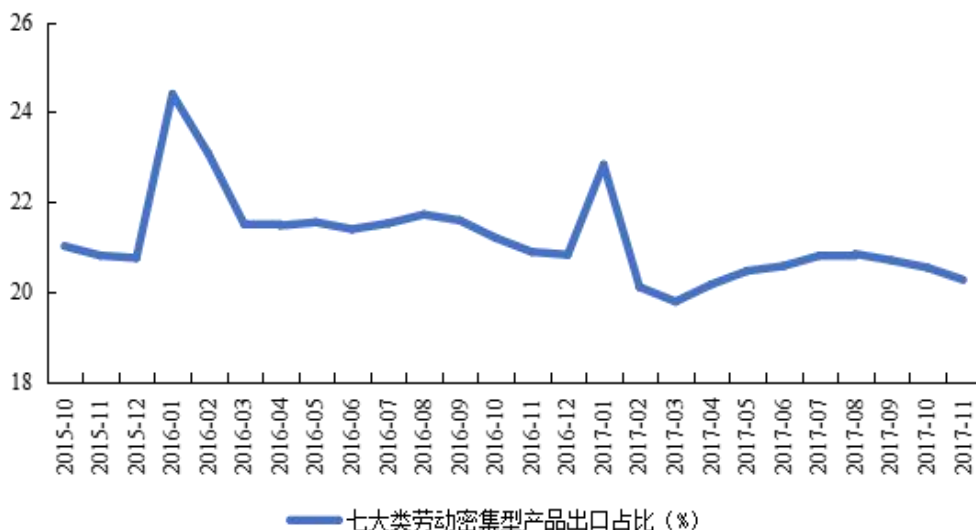


图 14 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

一是经济结构不均衡的短板得到趋势性调整。据腾讯研究院发布的《中国互联网+数字经济指数(2017)》显示,我国 2016 年数字经济总量已经达到 GDP 总量的 30.61%,但是以互联网经济为代表的新经济业态在 2017 年的发展则遇到了一定的瓶颈。消费结构的发展变化可以在一定程度上反映互联网经济的发展状况。如图 15 所示,互联网零售虽然增速较高,但两年来实物商品网上零售额同比增速较两年前存在阶段性下降的情形。考虑到互联网消费在中国整体消费中占比依然偏小,未来有较大的增长空间,但互联网经济“爆发”式发展的阶段已经结束。

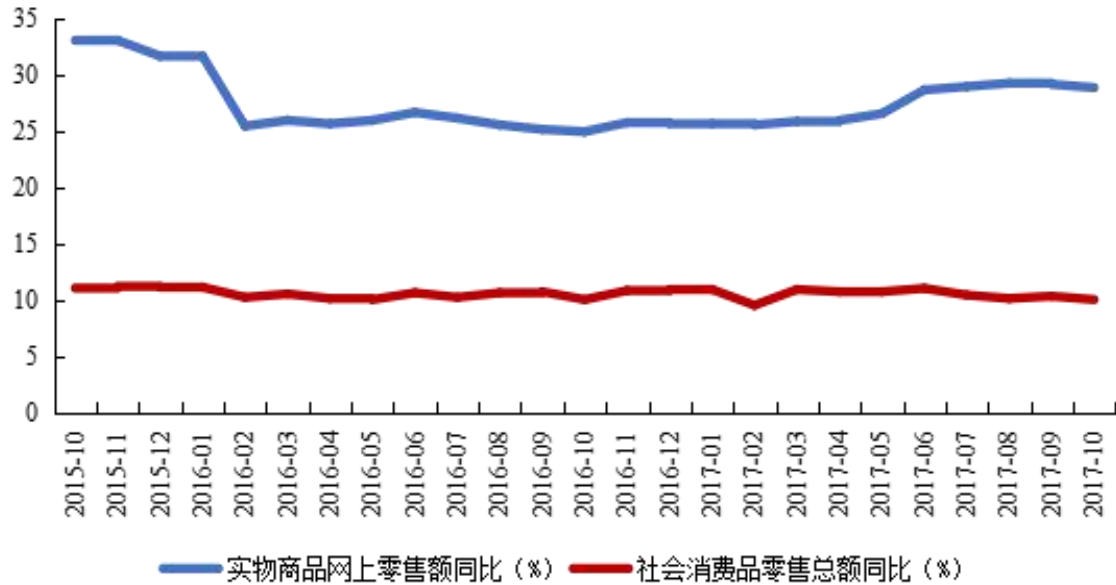


图 15 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

第二,“降成本”分化严重。从图 16 可以看出,2017 年之前,整体工业企业利润的累计同比增速高于国有企业,然而自 2017 年开始,国有企业利润增速显著提升,并反超了整体工业企业利润增速,反映了国有企业利润增速远超民营企业利润增速的事实。国有工业企业利润增加有两个因素,一是对上游行业集中“去产能”及环保压力提高,客观上提升了行业集中度,并恢复了部分国有企业盈利能力;二是规模效应导致不同所有制企业减税降费存在结构差异,据财政部减税降费相关数据显示,我国每年减负规模达到 10010 亿元,但考虑到 2017 年企业规模、效益的结构性变化,民营企业税负成本比国有企业下降缓慢。

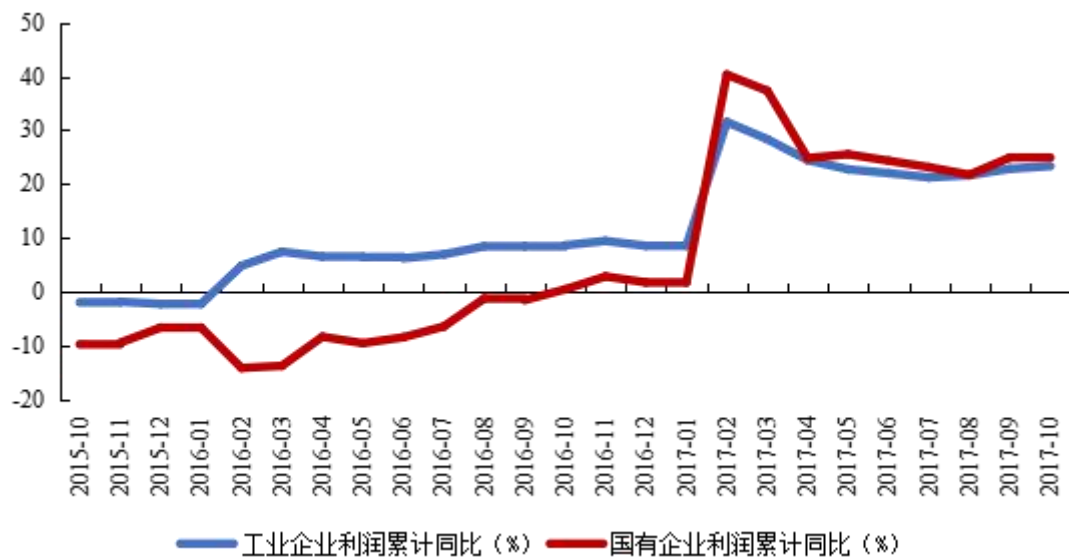


图 16 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

图 17 反映了国有企业及其他类型企业工业增加值增速的分化。2017 年之前,民营企业增速最快,国有企业增速最慢。2017 年,国有企业工业增加值增速已经超越了股份制企业和民营企业,而民营企业增速则显著下降至最低值。由此不难看出,国有企业与民营企业的成本差异在扩大,甚至民营企业的成本某种程度上可能还出现了升高的情况,“降成本”两极分化严重。

此外,国有工业企业整体利润的回升,还与 2017 年大宗商品价格大幅上涨有关。上游原材料的生产和销售主要是国有企业垄断竞争,而中下游的需求方则是相对缺乏议价能力的民营企业。随着大宗商品价格上涨,上游企业利润上升,中下游企业则利润下降。利润增长的分化,本质上是议价能力不同的上下游企业之间因为产品价格因素而导致的利润再分配。

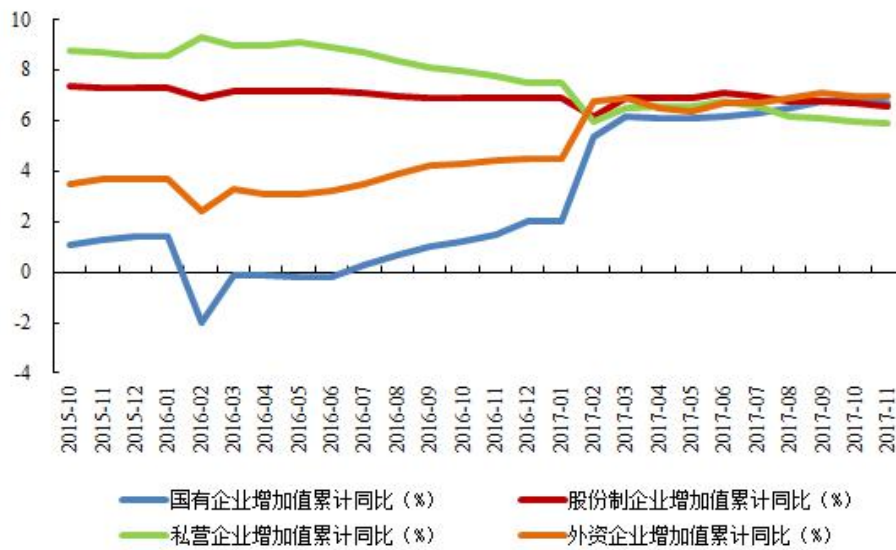


图 17 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

第三，“三去”效果迥异。一是去产能超额完成。根据国家发展改革委和能源局发布的数据显示，2017年钢铁、煤炭去产能任务已经完成。其中，1.4亿吨地条钢产能被彻底取缔；落后煤电机组已淘汰关停约240万千瓦，停缓建煤电产能工作已完成年初目标；两年来共计去除钢铁产能1.1亿吨以上，煤炭产能超过4亿吨，至2017年底，全国煤矿数量从2015年的1.08万处减少到7000处左右。

二是去库存积极推进，但仅走完上半程。房地产库存显著减少，而作为基础原材料的大宗商品库存分化加大。如图18所示，商品房待售面积增速已经降至两年来的最低点，其中，住宅待售面积增速的降幅达到整体降幅两倍，房地产去库存效果明显。房地产去库存是化解经济矛盾的核心，但房地产去库存，尤其是以居民加杠杆的方式“去住宅库存”显然为“去杠杆”带来新压力，并且透支了未来消费能力。同时，新购土地、新开工面积、施工

面积的增速还在上升。如图 19 所示，土地购置面积增速自 2017 年初就呈现上升趋势，房屋新开工面积和施工面积增速也存在回升迹象。因此，考虑到房地产去库存方式与潜在库存水平，房地产行业去库存仅仅是走完上半程，下半程将更加曲折、艰辛，未来房地产库存水平仍可能再次走高。

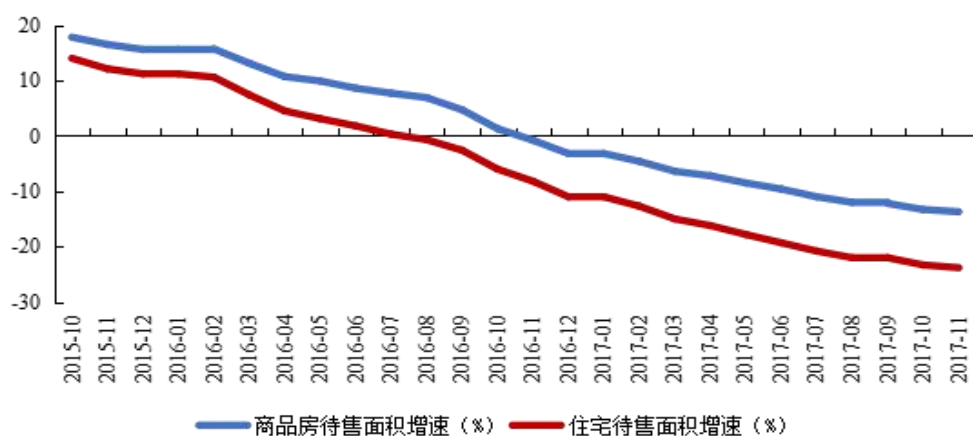


图 18 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

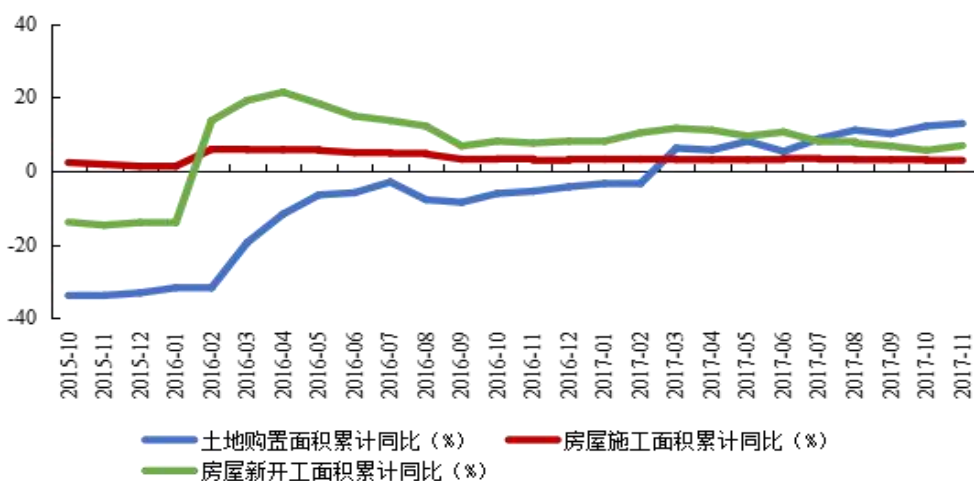


图 19 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

事实上，根据房地产开发投资及房地产贷款数据也能得出房地产去库存依然任重道远的结论。如图 20 所示，房地产开发投资累计同比最低值为 7.9%，比前两年的最高点仍高出 0.7 个百分点；房地产投资国内贷款同比增速持续上升，在 6 月份之后有回

落趋势但近期又出现回升迹象。这一现象在很大程度上归因于持续高企的土地购置费用和土地购置面积。数据显示，房地产投资年内高点出现在4月，同比增速为9.3%，而当月土地购置费用同比增长21.1%，也是年内高点，三季度地产投资止跌回稳也和土地购置费用增速反弹有明显关系。另外，与土地购置费用的高增长相似，11月份企业土地购置面积同比增长12.9%，达到2012年以来的最高增速。因此，政府对加速供地的政策要求在一定程度上导致土地购置费用和土地购置面积大幅提升，为房地产开发投资起到支撑作用的同时增加了房地产潜在库存。但是，图20中反映的2017年居民中长期贷款持续回落在一定程度上表明我国房地产需求的高点已现，仅靠政策支撑已无法维持房地产投资增长，未来潜在的房地产库存仍需较长时间才能去除。

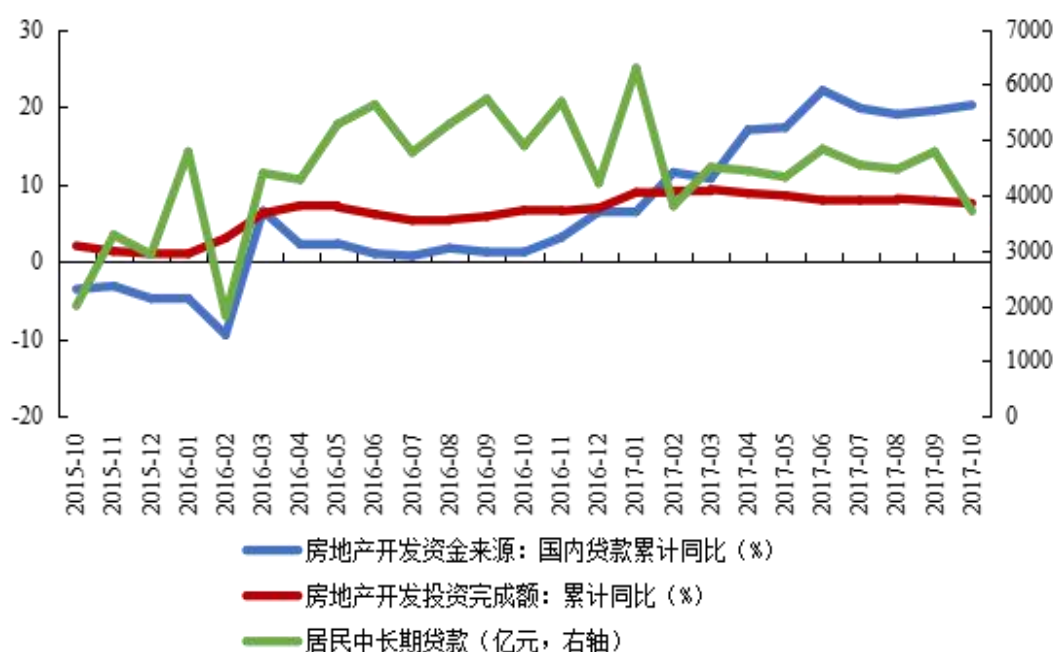


图 20 (数据来源：WIND、太和智库数据库)

另一方面，虽然去产能快速推进，但真实需求的疲弱导致大

大宗商品库存 2017 年并没有同步下降，有些商品甚至不降反升，给产业上中游企业未来盈利能力埋下隐患。图 21 与图 22 分别代表两年来不同大宗商品库存的增速，可以看出，各类大宗商品库存增速波动较大，尽管原油、电解铝等部分大宗商品库存小幅降低，但整体仍未出现显著下降趋势。据中国物流与采购联合会发布的数据显示，2017 年 10 月份大宗商品指数已经连续 9 个月上升，达到 112.4%。其中，库存指数为 100.7%，增幅开始加快并存在继续扩大的趋势。而且，加库存并非生产因素需求导致，而是以预防性加库存为主。根据制造业库存周转报告可知，二季度制造业上游存货周转率较一季度下降 0.34 个百分点、中游存货周转率回落 2.28 个百分点，下游存货周转率则长期徘徊在 3.3% 左右，一直没有改善。

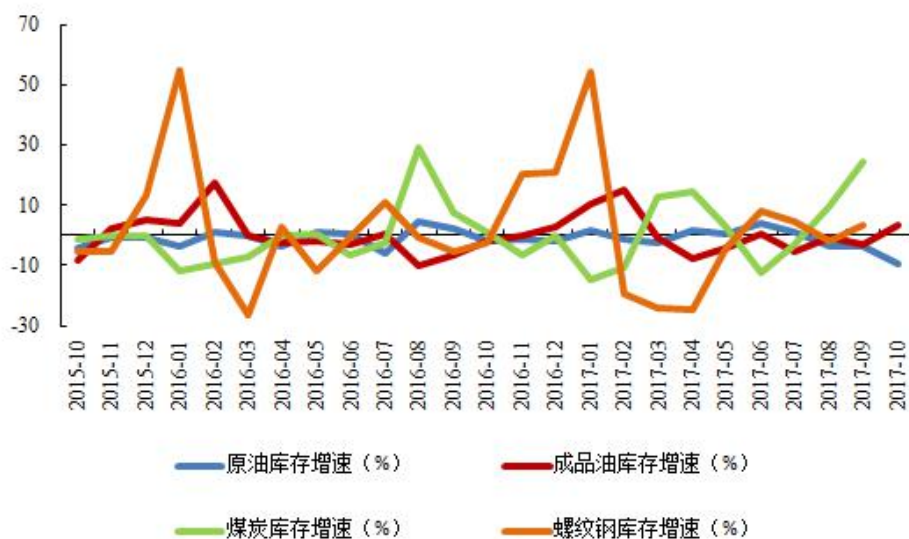


图 21 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

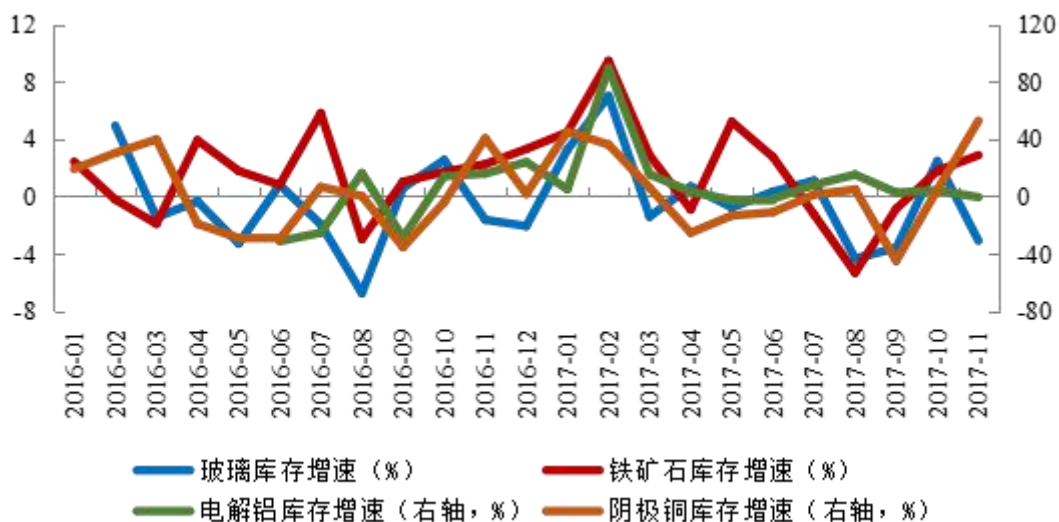


图 22 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

三是去杠杆进程分化。中国宏观经济的“杠杆”存在于实体与金融两个层面，实体杠杆问题集中于非金融企业，尤其是国有企业和“僵尸企业”，金融杠杆体现在过度金融交易。就实体杠杆问题而言，2017 年非金融企业实现“稳杠杆”，逐步向“去杠杆”过度，但非金融企业债务下降并非真正实现“去杠杆”，而是通过居民部门和政府部门加杠杆实现企业部门杠杆转移，“真实去杠杆”仍进展缓慢，但已迫在眉睫。根据非金融部门、政府部门及居民部门债务占比的数据可以看出，2017 年非金融企业确实存在一定程度的“去杠杆”，但是同《2017 年展望》中分析的一致，政府部门和居民部门则存在明显的“加杠杆”趋势（图 23）。如果具体观察不同部门债务占比增速的变化，这种趋势则更加明显。

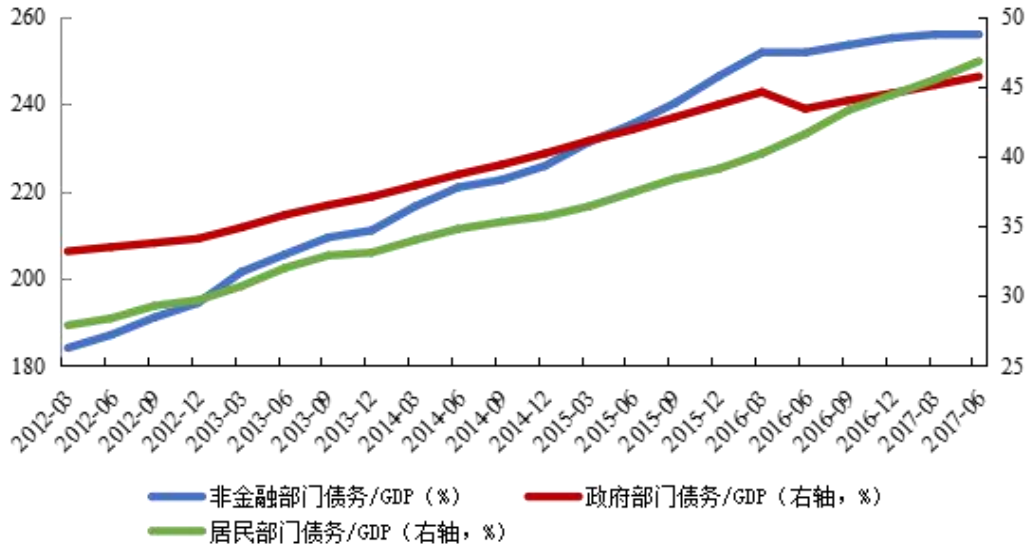


图 23 (数据来源: BIS、太和智库数据库)

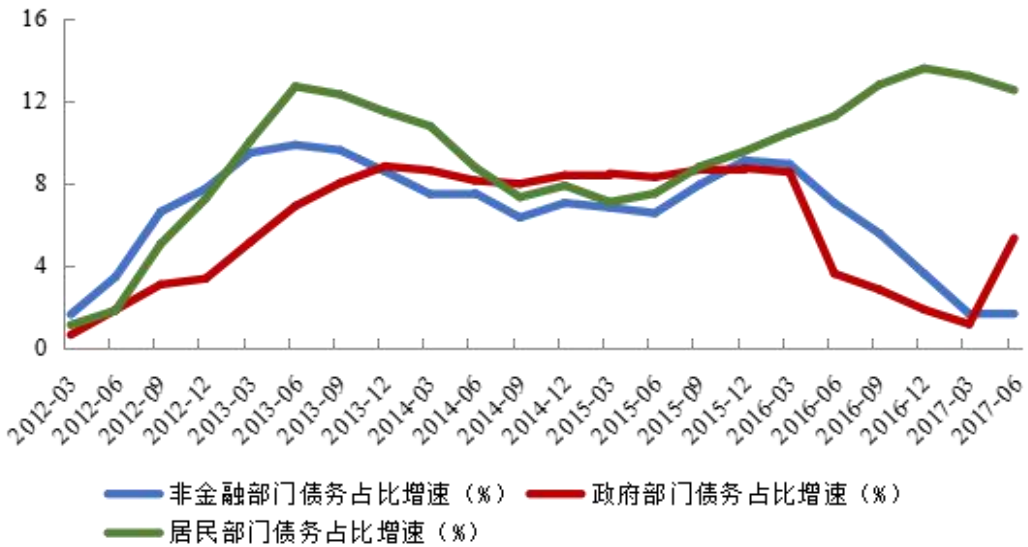


图 24 (数据来源: BIS、太和智库数据库)

从图 24 可以看出, 2016 年之前, 各部门债务增速大致存在着一种正向关系, 但 2016 年之后, 非金融部门债务和政府债务增速下降的同时, 居民债务增速却维持着上升趋势。特别是 2017 年以来, 企业部门债务占比增速下滑与其他两部门债务占比增速高企并存, 充分证明近年来实际去杠杆效果并不明显的事实。需要强调的是, 不同部门间通过房地产行业实现“杠杆转移”并不

能持续降低非金融企业债务，居民实际收入水平增速低于杠杆增速压缩了杠杆转移空间。

就金融部门去杠杆而言，其去杠杆速度与效率大大超出预期，为未来承接实体去杠杆的风险预留出宝贵空间。金融去杠杆实际上去的是存款类金融机构对非存款类金融机构的债权，包括保险、证券、基金、信托等。在社融数据中可以看到，人民币贷款项目分为两块，一是银行对个人和企业的贷款，二是银行等存款类金融机构对非存款类金融机构的贷款（债权）。如图 25 所示，社会融资规模中的人民币贷款开始高于货币信贷收支表中的人民币贷款，表明银行对非银金融机构的贷款在缩减。此外，2016 年 10 月以来，M2 增速大幅下降至 10% 以下，证明金融去杠杆效果显著。尽管股票市场的杠杆并没有实质减少，杠杆率依然较高，但债券市场的杠杆率大幅下降，无序交易与嵌套交易得到明显遏制。

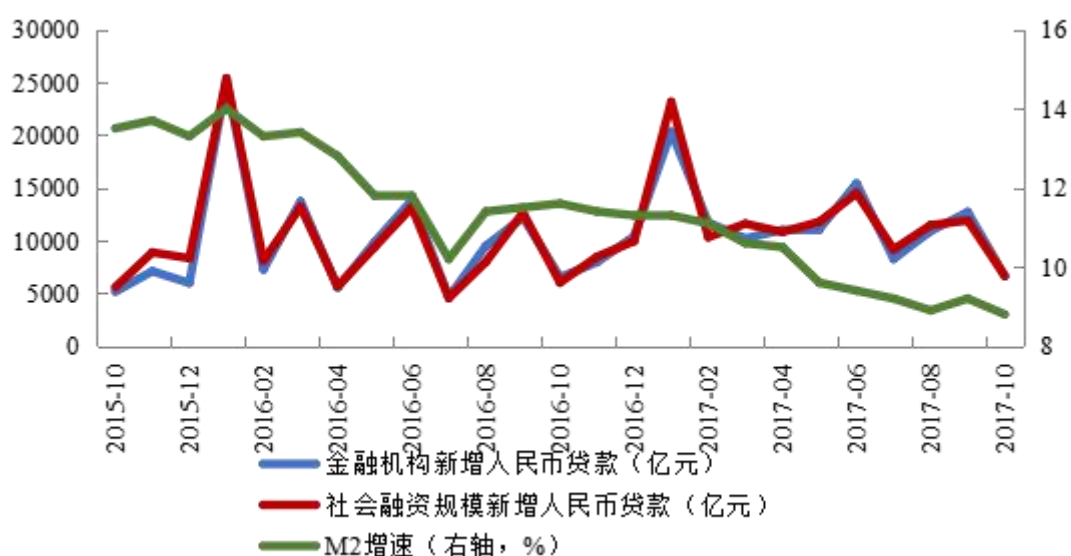


图 25 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

2016年10月以来，中国金融市场跟随政策变化呈现出一种“温和去杠杆”的趋势。货币政策虽存在整体上稳中偏紧的大趋势，但为“守住系统性金融风险”，释放经济的韧性，采用了大量“削峰填谷”的操作。2017年第三季度的《中国货币政策执行报告》明确指出，央行连续投放、回笼的操作都是“削峰填谷”的表现，旨在熨平诸多因素对流动性的影响。如图26所示，自2017年1月起，表外融资规模便呈现出震荡下降的趋势，尽管期间表外融资规模存在着大幅波动的现象，但整体下降的趋势还是比较明显。

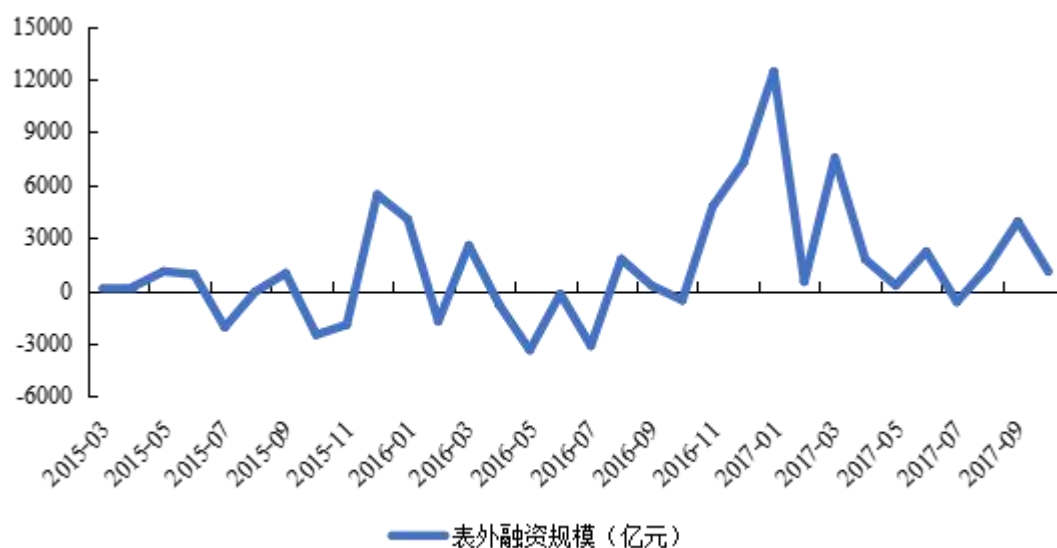


图 26 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

尽管上述维持市场流动性的操作无可厚非，但一系列“温和去杠杆”的操作让金融机构产生了模糊的紧缩预期，甚至在二、三季度还出现过宽松货币政策的预期。由于这种预期并未实现，间接导致四季度以债券为代表的金融产品出现较为剧烈的调整。另一方面，观察2017年中国股票市场运行，上证综合指数从5

月份 3052 点的年度最低点上升至 11 月中旬的 3447 点，半年内近 400 点的涨幅很难用业绩改善来解释，资金显然是主要推动力。从图 27 可以看出，自 5 月份以来，融资余额呈指数形式上升，反映出大量的资金开始涌入股票市场；同时融券余额的持续震荡则反映出市场存在着多空力量的角逐。因此，债券的去杠杆在一定程度上被股票加杠杆所对冲，随着债市去杠杆边际作用减少，防止“股灾”的导火索——杠杆积累或将成为下一轮金融去杠杆的重点之一。

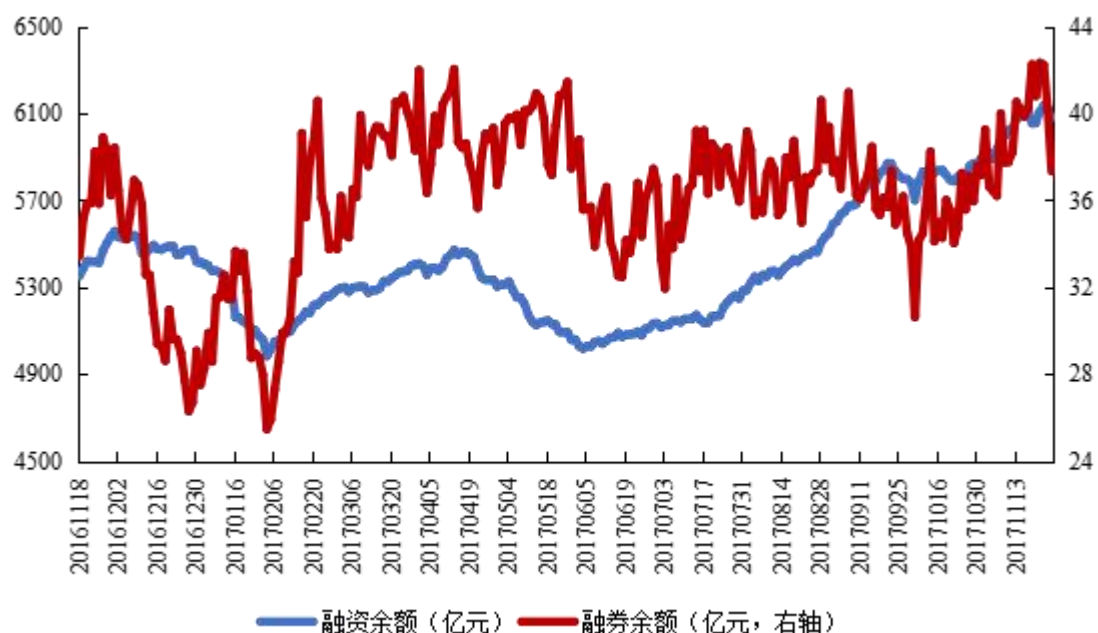


图 27 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

2. 中国经济效率依然低迷

2017 年靓丽的宏观经济数据给改革者和决策层吃了一颗“定心丸”，但“低效率”的隐忧并没有消失，效率提升幅度极其有限。分析 2017 年中国经济发展的内核，同《2017 年展望》中预判一致，中国的经济效率依然在下滑。根据国家统计局发布的宏

观经济数据计算得出，2016 年中国每投资 100 元钱，带来的产出不足 10 元钱，而 2017 年中国每投资 100 元钱，带来的产出已不足 3 元钱，投资边际收益下降速度仍在加快（图 28）。投资带来的 GDP 增长效应在逐渐消失。新增投资除了短期“稳就业”作用以外，新增 GDP 连利息都不足以支付。

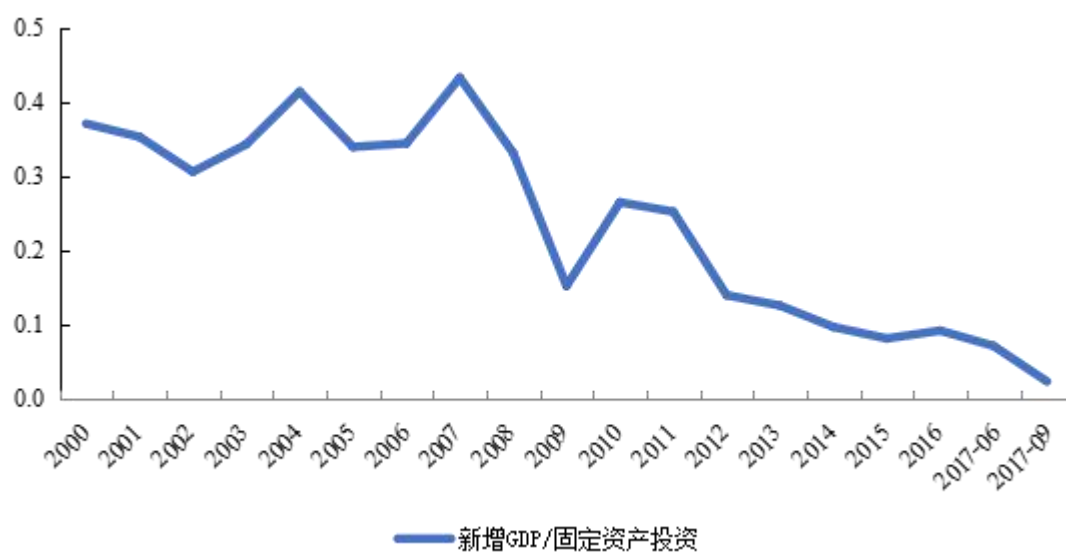


图 28（数据来源：WIND、太和智库数据库）

作为固定资产投资最重要的组成部分，基建投资所需债务的上升是造成投资效率低迷的主要原因。并且，由于中国 GDP 在很大程度上是靠投资拉动的，因此投资所需债务的上升导致中国经济效率低迷。根据图 29 可知，基建投资占固定资产投资的比例在实施供给侧结构性改革的两年中呈现出持续上升的趋势。尽管两年来整体固定资产投资增速持续走低，但 2017 年基建投资增速却仍高于上年同期水平。

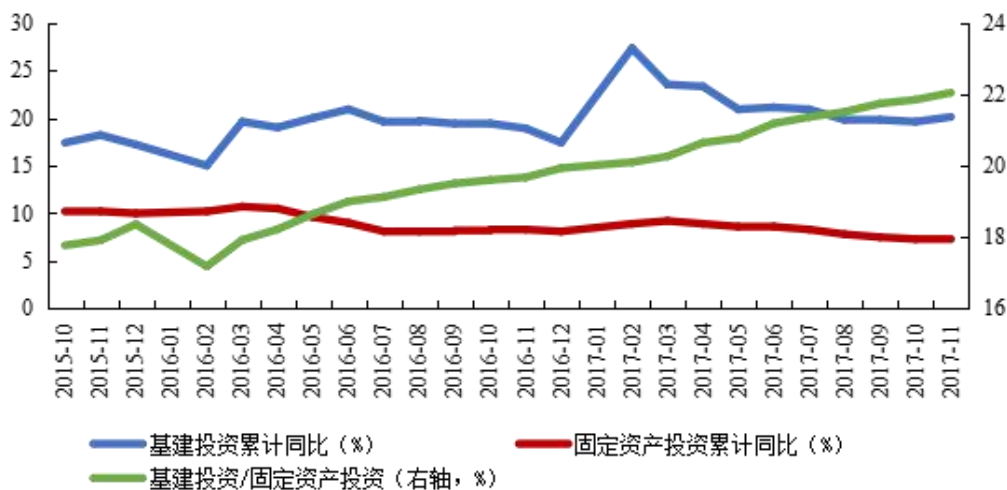


图 29 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

事实上,为了维持基建投资高速增长,政府债务已经升到非常高的水平。根据 BIS 数据库显示,截至 2017 年二季度,我国政府部门债务已接近 36 万亿元,且仍有上升态势;国家统计局公布的中央政府债务在二季度也已经超过 12 万亿元。可见,在中央政府债务上升较为平稳的情况下,政府部门债务迅速攀升表明 2017 年地方政府债务增量十分庞大。地方政府为稳定地方经济发展水平而开展的攀比式基建投资导致自身无序加杠杆,与金融去杠杆形成鲜明对比,在一定程度上拉低了中国经济的效率。

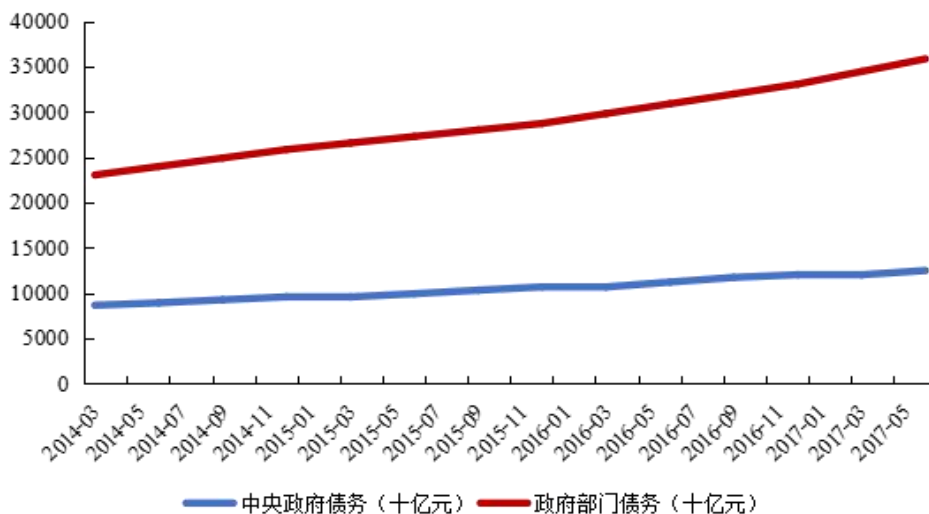


图 30 (数据来源: BIS、WIND、太和智库数据库)

然而，不仅政府债务大规模上升，居民债务和企业债务水平也居高不下。图 31 反映了居民和企业债务水平，可以看出，2017 年非金融企业债务增速开始回落，与之相对应的是居民部门债务增速的陡升。这与前文提到的企业部门去杠杆实际是将杠杆转移到居民部门的判断是一致的。

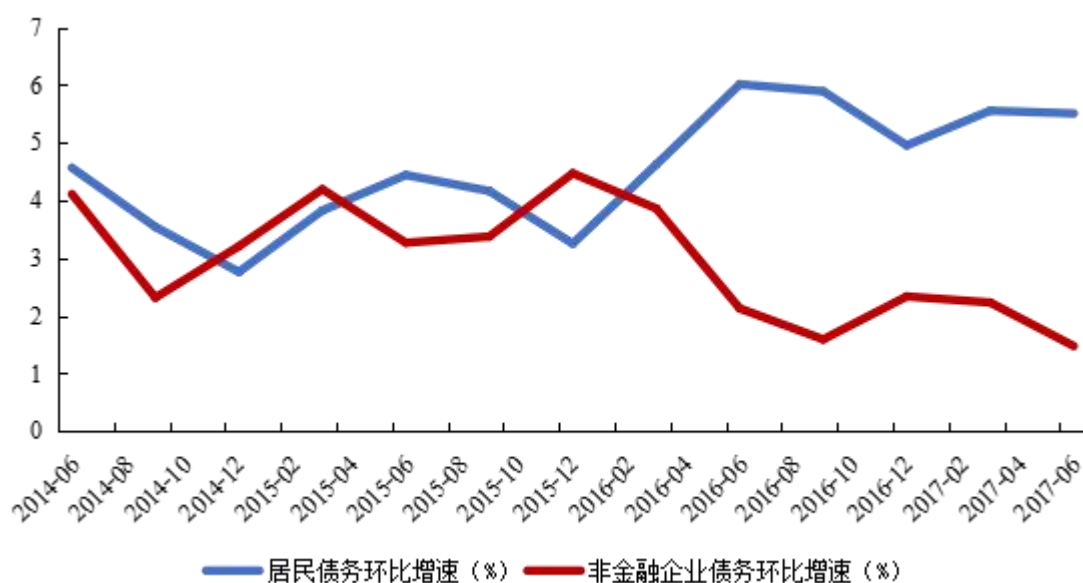


图 31 (数据来源: BIS、WIND、太和智库数据库)

长期累积的企业债务必然会伴随大量不良资产，很容易触发大规模的债务违约，在这种情况下，银行创造优质资本的能力及银行体系的健康运行势必受到损害。与此同时，图 32 显示的居民中长期贷款阶段性回落表明居民快速加杠杆将很快结束，这将在一定程度上影响房地产开发预期，从而又继续对银行优质资产的形成和地方政府土地收入的增加造成不利影响。

事实上，美国实施减税政策可能引起全球竞争性减税，这意味着我们可能面临的不仅是美国资产从中国流失，还可能面临英

国、德国等欧洲国家的资产从中国流失。换句话说，如果特朗普减税带来 12000 亿美元资金回流美国可能对中国影响不算大，但如果全球形成竞争性减税局面，而中国又不参与减税，那么大量国际资本从中国流失将对中国产生较大影响。美国减税是标杆制度的改变，中国需要做好心理准备，可能被迫加快减税步伐。在这种情况下，预期政府财政收入将进一步减少，而财政收入的巨大压力又会反过来加重政府债务偿付压力。

因此，无论是从提升经济效率的主观角度分析，还是从债务约束已达极限的客观角度分析，“真实的去杠杆”已经到了刻不容缓的地步，只有地方政府和企业的隐性杠杆真实下降，债务约束压力才会逐步消退，经济效率提升才有空间。

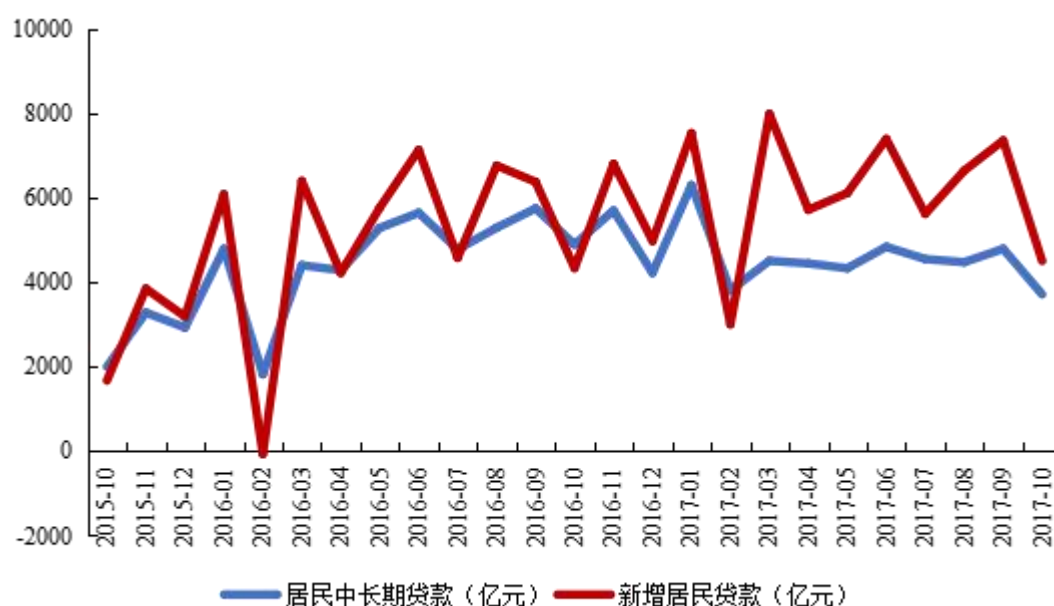


图 32 (数据来源: BIS、WIND、太和智库数据库)

（二）2018 年中国经济预判

1.降成本与真实去杠杆刻不容缓

结合前面的分析，中国经济过高的债务及其造成的低效率使得“三去一降一补”的结构性改革未取得实质性效果。2017 年 12 月底，美国税改正式落地，全面下调了各类税率，其中最为市场关注的是企业税率由 35% 下调至 21%、国际资产转移税由 35% 下调至流动资产税率 15.5% 和实物资产税率 8%。美国这种大范围大幅度的减税政策极有可能在 2018 年掀起全球竞争性减税的浪潮。事实上，中国民营企业税费负担在全球经济体中排名靠前，降低税费的措施本就应该提上日程，通过以减税降费为主的税制改革实现资源配置在市场中的决定性作用。美减税政策为我国税制改革增加了压力，为防止中国资金大规模流向美国或其他竞争性减税国家，中国税率改革进程将会加快。然而，税费降低在稳定国内企业的同时却会增加政府财政收入负担。图 33 的数据显示，2017 年我国各级政府财政收入波动较为剧烈，上半年增幅较为显著，下半年则呈现震荡下行态势。随着美减税政策的推行，2018 年我国减税降费幅度将会大概率增加，这对本就阶段性下行的财政收入而言可谓“雪上加霜”。结合前文关于我国各部门债务高企的分析，预计 2018 年财政收入已经无法承担过多债务，“真实的去杠杆”必须得到强有力的推行。

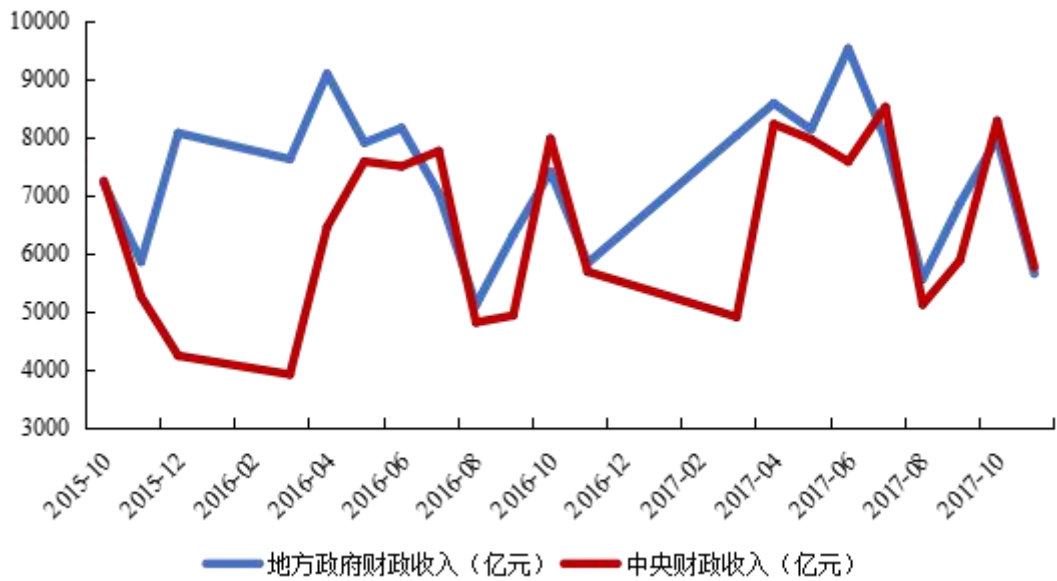


图 33 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

2.防风险是重中之重

刚刚结束的中央经济工作会议明确提出，2018 年经济总目标由“三去一降一补”转向“防风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战。其中，防范化解重大风险位列“三大攻坚战”之首，这意味着 2018 年的首要任务仍是防控风险，包括金融部门交易风险和实体部门投资风险。我国金融风险的实质就是地方政府投资风险。地方政府为稳定地方经济发展水平而开展的攀比式基建投资，导致地方政府无序的加杠杆而产生大量金融风险。因此，金融去杠杆在债市去杠杆和股市去杠杆继续深入的同时，实体经济去杠杆也将加速进行。“去杠杆”的任务应从化解交易风险转移到化解投资风险，以解决地方政府无序的基建增长和大规模的土地购置，从而通过降低各部门债务提升经济效率。

3.宏观经济指标回落孕育新时代高质量发展

2018年中国经济将主要呈现以下变化：一是包括固定资产投资、房地产投资等在内的投资项目增速将持续下滑，其对经济增长的贡献率也会逐渐降低。受2018年实体经济“去杠杆”、金融防风险及美国税改影响，各类投资对于经济韧性的支撑作用将明显降低，增速也将持续回落。二是消费对经济增长的贡献率将进一步提升。由于传统产业挤占了大量资源，导致包括互联网经济在内的新兴产业发展缓慢。但就新兴产业消费数据而言，互联网消费仍旧长期保持较快增长速度，远超传统方式消费。并且，国务院近期发布关于“互联网+先进制造业”的指导意见，强调通过财税政策支持、鼓励企业开展债券、股权融资和社会资本投入、创新金融服务等举措，促进“互联网+先进制造业”。未来互联网经济与传统经济有机结合或许是提升消费需求、支撑经济韧性的重要因素。三是进出口有望持续改善。伴随全球经济复苏及美国税改的东风，2018年海外需求大概率增长，在这种情况下，我国新动能、新技术产业出口将持续扩大。据国家统计局最新数据表明，2017年1-11月份，高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长13.5%和11.4%，增速分别比规模以上工业快6.9和4.8个百分点，其中作为高新技术产业代表的工业机器人和新能源汽车产量同比增长68.8%和46.5%。尽管受大宗商品等价格因素制约，2018年进口受到一定影响，但综合来看，进出口将保持持续改善的势头。

本次中央经济工作会议的核心精神是推动高质量发展，提升经济效率，我国经济已经到了必须提质增效的新时代，必须坚持习近平新时代中国特色社会主义经济思想，全面打好以防风险为首要任务的“三大攻坚战”，继续深化供给侧结构性改革。

4.所谓“新周期”实为“心周期”，谨慎对待

2017年有金融机构所谓的“网红分析师”提出中国已经开始“新周期”。其判断新周期的根据主要有两个：一是部分企业特别是上游行业企业开始加库存；二是中国GDP增长率较前下降，而且时间不短（所谓新5%比旧8%好）。上述自说自话的观点一抛出即引起金融市场不小反响，经济学界也有学者参与到中国是否开始新周期的讨论。当然，非炒作的理性人士无人认同所谓的新周期，以至于该分析师如诗人一般感叹自己的孤独。

事实上，所谓“新周期”离开“加杠杆”就会原形毕露。自2015年推“居民杠杆”新政时，我们就是坚定的反对者，认为此举将制造更大麻烦，将令中国经济雪上加霜。不幸言中，在所有部门不得不面对“去杠杆”的压力时，中国经济数据回落的事实必然狠狠抽在“新周期”脸上。虽然2017年上半段中国宏观经济数据亮眼，让该分析师自信满满地提出“新周期”概念，然而随着2017年中国经济数据结构分化愈发严重，其越来越难以找到支持自己“新周期”理论的证据，无奈之下只能用诗人的语言表达自己的“研究”成果。可悲的是，为了证明自己的判断没有错，其不断提醒市场上的所有人，当年成功预测股市会上涨到

5000 点。

令人感到可笑的是，且不说 5000 点的股灾给整个金融市场带来多大的损失，该分析师即便蒙对了 5000 点，也根本不能说明其在经济分析方面的能力。另一方面，“新周期”的概念之所以引发关注，是因为这背后对应着金融市场的投资策略，尤其是“忽悠”大牛市的策略。为“忽悠”投资策略，该分析师不断鼓吹“新周期”，并且“忽悠”股市新牛市等概念。结果呢？当然不可能每次都蒙对。为了自己的投资策略而忽悠整个金融市场，这种行为相当不负责任，而且会造成极大的损失。我国金融市场的发展仍然比较落后，投资者容易受到分析师的影响，且分析师缺乏监督机制，不用为自己的言论和错误负责，那些所谓的“明星分析师”很容易在金融市场中产生影响，其道德风险非常严重。

在金融杠杆、地方和政府债务以及僵尸企业等各类结构性问题没有解决之前，在经济效率没有出现明显提升之前，我们坚决反对那些不能认清事实，为自身利益而过分夸大和鼓吹“新周期”到来的行为。“新周期”实为“心周期”，极力吹捧该种理论的相关人员已经丧失了作为分析师的道德底线，其行为给市场和学界塑造了一种恶劣的氛围，后果十分严重，对此我们将义无反顾的指出其虚伪的一面，还市场和学界清白。

三、美中货币政策回顾与展望

（一）美国货币政策回顾与展望

在年初的《2017 年展望》中，我们认为 2017 年美联储加息

进程将慢于预期，加息次数将可能低于市场预期的三次。其依据在于，一方面，当时美金融市场的杠杆和风险再度积累，过快加息将容易刺激风险爆发；另一方面，美联储加息带来的强势美元与特朗普对弱势美元的政策要求相悖。事实表明，随着美经济在二、三季度出现强劲增长，消费温和回升，失业率连创新低，非农就业人数稳步增长，市场对于 12 月份加息的预期愈发强烈。因而尽管美联储内部对于通胀回升缓慢问题存在争议，最终仍达成年内第三次加息决议。

1. 美联储 2017 年加息次数高于预期，实际步伐在放缓

之所以我们年初的预判与现实出现偏差，有三个原因：一是美经济复苏令 12 月份再次加息成为必要；二是不断走高的资产价格蕴含的风险令美联储不能不防；三是连续加息的压力不能递延至 2018 年。值得注意的是，与危机之前相比，美联储此轮加息周期相当谨慎。美联储于 2015 年 12 月开始危机后的第一次加息，至 2017 年底的两年时间仅仅加息五次，每次加息 25 个基点，加息的进程、幅度、频率如履薄冰，必在充分沟通之后谨慎实施。因此尽管 2017 年三次加息，相比以往，加息步伐事实上是放缓了。

2. 美联储 2018 年货币政策或超出预期

2018 年美联储将在“利率陷阱”与“抑制资产泡沫”间艰难抉择，存在超预期加息可能。当前货币政策继续收紧、回归正常化是下一阶段美货币政策的主要基调，也辐射到全球所有央

行，但“利率陷阱”制约加息频率。由于美联储长时间维持超低利率，金融市场的“繁华”早已超过危机前的水平，如果美联储加息过快，刺破泡沫，新一轮金融危机将造成更大损失。因此，为维持金融市场稳定，美联储不得不继续维持低利率，或是极为缓慢的加息。而金融市场能够预期到央行的这种动机和操作，将更加有恃无恐，增加风险投资。美联储陷入低利率陷阱，加息进程必须小心翼翼，事前做足金融市场预期。本轮美联储加息进程如此缓慢，正说明这一现象，也是美联储吸取了上轮过快加息刺破泡沫的教训。另一方面，“抑制资产泡沫”防止市场“自爆”也在美联储的考虑范畴。如前文“美国经济展望”部分分析，美税改方案正式落地，短期大量、集中的资金回流与产业链重建的时间“缺口”大概率引导资金进入金融领域，导致金融市场进一步扩张，金融资产价格进一步抬高，加剧美股“资金牛”的风险。因此，为控制金融市场流动性不要过于泛滥，美联储可能被迫加息。综合分析两方面压力“拔河”过程，我们认为，2018年美联储加息次数将高于市场普遍预期的三次，甚至可能加息五次。

（二）中国货币政策回顾与展望

1. 中国货币政策“紧平衡”符合预期

我们在《2017年展望》中曾判断，2017年中国货币政策的核心思想是“稳中去杠杆”，既不能给金融市场断粮，又要挤压金融资产泡沫。回顾全年政策走向，货币政策确实开始进入“真实稳健”，政策取向保持“不松不紧”、中性适度而兼具灵活性，

并注重加强与市场的沟通。在经历了 2014-2016 年稳健偏宽松的货币政策周期之后，伴随“三去一降一补”的结构性改革，中国宏观经济数据自 2016 年年末起出现向好趋势，并延续至 2017 年，表现出经济的“韧性”。因而自 2016 年四季度起，货币政策转向稳健中性，“防风险”成为货币政策关注的重要目标之一。

中国货币政策没有采取调节基准利率和存款准备金这样激烈的政策工具，而是通过经常性的逆回购、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)等政策工具对金融市场进行更为灵活、多样的管理。2017 年央行多次通过正、逆回购主动回笼和投放货币，以“削峰填谷”的方式熨平流动性的季节性、临时性因素，以满足市场流动性的动态需求。

2. 严监管叠加中性货币政策，突出防风险

在“去杠杆”结构性改革的要求下，监管政策相对收紧以挤压金融资产泡沫，防范金融风险。2017 年 3 月以来，监管层连续出台多项严监管措施，剑指银行理财产品、委外业务等风险不明晰投资，严控金融机构业务风险。同时，进一步完善宏观审慎政策，资产规模 5000 亿元以上的银行同业存单逐步纳入 MPA 考核，规范金融机构流动性管理。在监管趋严浪潮下，社会融资规模中的表外融资大幅收缩，M2 增速大幅下降到 8% 左右，金融“去杠杆”效果显著。四季度银行间市场，尤其是中小银行和非银机构出现流动性趋紧迹象，但央行并未放松货币甚至降准，而是继续保持中性适度，配合金融部门的结构性改革。

3.货币政策 “均势紧平衡”，监管趋严，流动性前松后紧

由于经济复苏的内在动力与稳健性尚未明晰，加之实体经济“去杠杆”带来杠杆向居民与政府部门转移，潜在的债务风险依然存在。我们判断 2018 年货币政策不会过度收缩，将根据需要适时灵活提供流动性以对冲经济短期风险，配合经济结构性改革，以及防止货币过快紧缩给居民及政府部门债务带来压力。同时，不得不考虑全球货币政策大环境的变化，在美联储加息常态化、频繁化的情况下，中国央行货币政策调整将维持相对均衡的状态，顺势提高利率。

从中国经济自身出发，尽管 2017 年经济增长表现出“韧性”，但成本是杠杆的“韧性”，高债务及低效率问题依旧突出，实体经济不同部门间“移杠杆”而非“去杠杆”的现状，使得“真实去杠杆”迫在眉睫。随着 2018 年实体经济“去杠杆”、金融“防风险”的深化，风险防范依然严峻。鉴于中央经济工作会议明确提出 2018 年经济总目标是“防风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战，也表明 2018 年为防范金融风险的监管将进一步趋严。

另一方面，在 2018 年初的定向降准及“临时准备金”制度实施后，金融市场流动性在前两个季度将维持相对宽松状态。不过随着改革的深化，开始“啃硬骨头”、推进高质量发展，金融业尤其是银行业的资产质量问题将逐步显现，叠加严监管，市场流动性风险抬升，全年流动性将呈现“前松后紧”的态势。

四、全球金融市场回顾与展望

(一) 中国债券市场

1. 中国债券市场 2017 年遭遇“滑铁卢”

2017 年，中国债券市场经历了较大幅度调整，市场中各类型债券价格波动剧烈，收益率在年初、年末快速上行。利率债方面，1 年、5 年以及 10 年期国债到期收益率在 2017 年上半年均呈现加速上行态势，后经过短暂调整后又开始缓慢走高（图 34）。与国债收益率走势不同，政策性金融债收益率呈现了先平缓后陡峭的走势。如图 35 所示，2017 年 10 月份之前，政策性金融债到期收益率走势平坦，而在 10 月之后，债券市场受到经济基本面超预期改善、监管政策落地前的真空状态以及人民银行紧平衡的公开市场操作共同影响，市场大幅震荡，全品种、各期限债券收益率同步上行，到期收益率呈现陡峭走势。

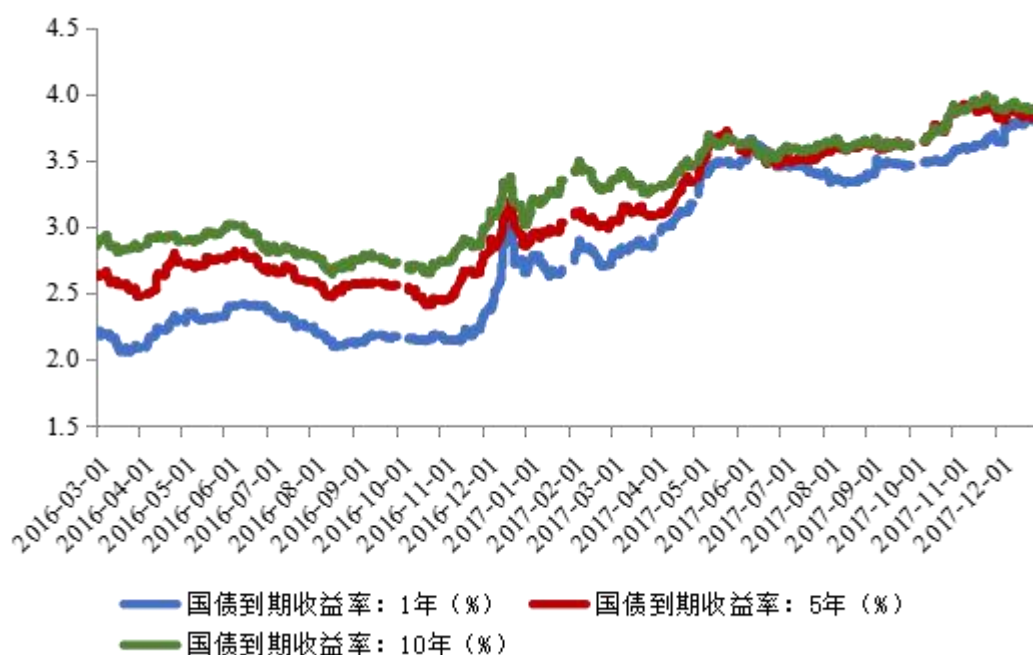


图 34（数据来源：WIND、太和智库数据库）

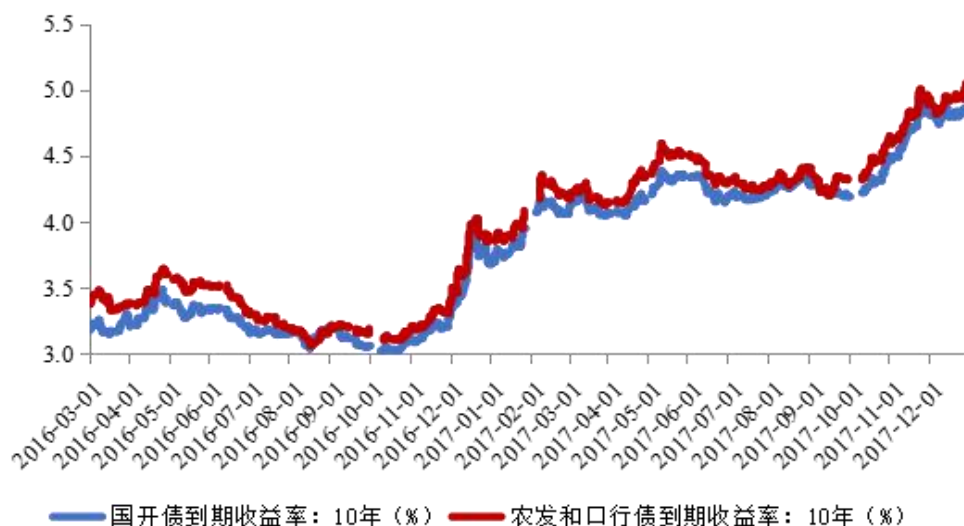


图 35 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

在信用债方面, 2017 年上半年 AA+、AAA 和超 AAA 的债券与利率产品利差走阔, 全年收益率上行幅度高于利率产品 (图 36)。

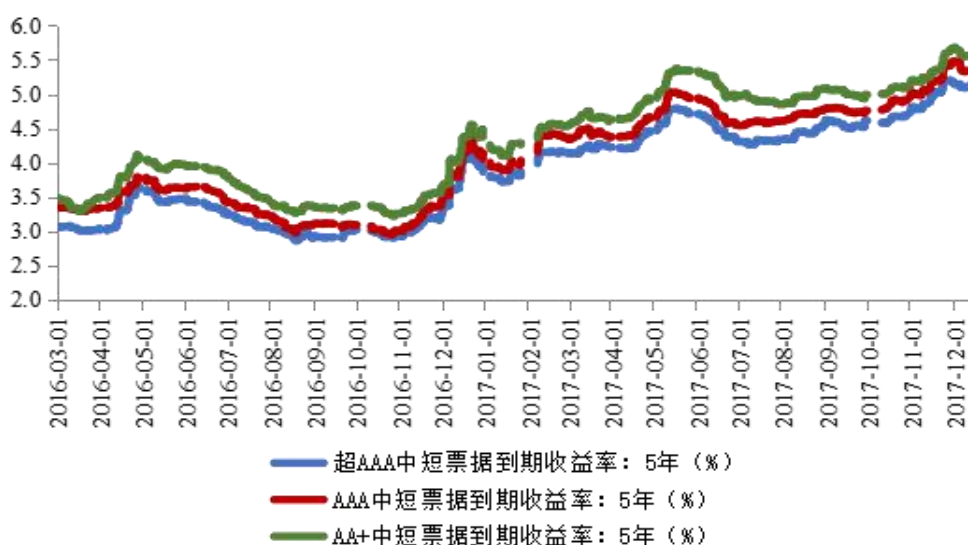


图 36 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

2. “新资产荒” 2018 年或将出现

作为中国债券市场的核心力量, 银行的配置需求将决定债券市场的走势。我们判断, 2018 年经济走势与监管政策落地将逐

步激发银行债券配置力量，利好中国债市。从资产端看，传统政府主导下投资拉动经济的资本回报率不断降低，经济效率持续低迷。事实上，2017年中央经济工作会议明确指出未来经济工作的重心是推动高质量发展。在这种情况下，监管层不太可能按“增速下滑——降低利率——流动性宽松——投资扩张”循环的老路“出牌”，“旧资产荒”产生的概率将会很低。再加上地方政府无序融资治理加快，导致传统信贷需求或许难以保持2017年的增速，商业银行信贷投放受到一定约束，未来银行“旧资产”增速大概率保持回落态势。

另一方面，银行有可能面临“新资产荒”。随着新型消费带动经济需求增长（图37），新技术推动供给侧改革，经济基本面改善在孕育中，叠加企业集中度提升，行业盈利分化将加剧，银行资产选择被动向龙头企业集中，银行竞争性加强使其追求高收益资产难度加大。因此，未来金融机构面临“新资产荒”的压力增大，债券配置优势将逐步显现。

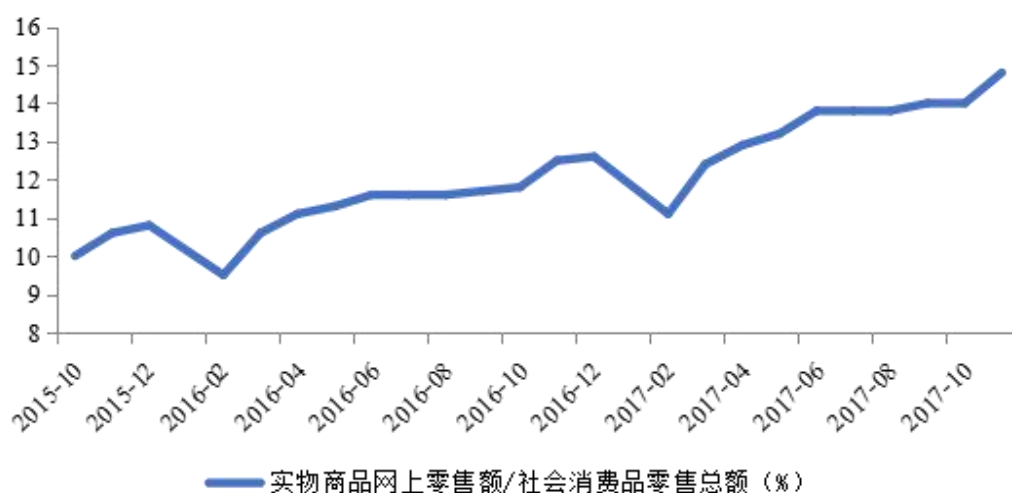


图 37（数据来源：WIND、太和智库数据库）

3. “负债荒”将成为 2018 年核心压力

在银行负债端方面，目前银行“负债荒”得到大幅缓解的可能性比较低。首先，监管政策持续落地对银行扩展投资渠道有硬约束，商业银行业难有更多投资选择。党的十九大报告指出，要“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。当前金融领域各项新的金融监管举措正是对党的十九大精神的贯彻落实。同时，随着国务院金融稳定发展委员会的成立，更多金融监管规定还将陆续出台。各类监管政策落地使银行难以通过开展表外融资获利，投资方式和渠道减少会在一定程度上限制银行主动负债的能力。其次，在企业方面，国有企业利润改善或将延续，但民营企业利润改善还需时日，大范围投资需求较难出现，期待信贷大循环来减轻负债压力恐难实现。如图 38 所示，尽管 2017 年以来工业企业利润上升幅度较大，但伴随其中的是国有企业利润占比迅速回升，截至 2017 年 11 月底，国有企业利润占比已经接近 40%。国有企业利润占比大幅回升也从一个侧面反映了民营企业利润增长的不足。在降成本效果不佳、利润回升不强的背景下，民营企业投资需求将持续减缓，试图通过民营企业增加信贷投资来减轻企业负债压力的现象难以发生。

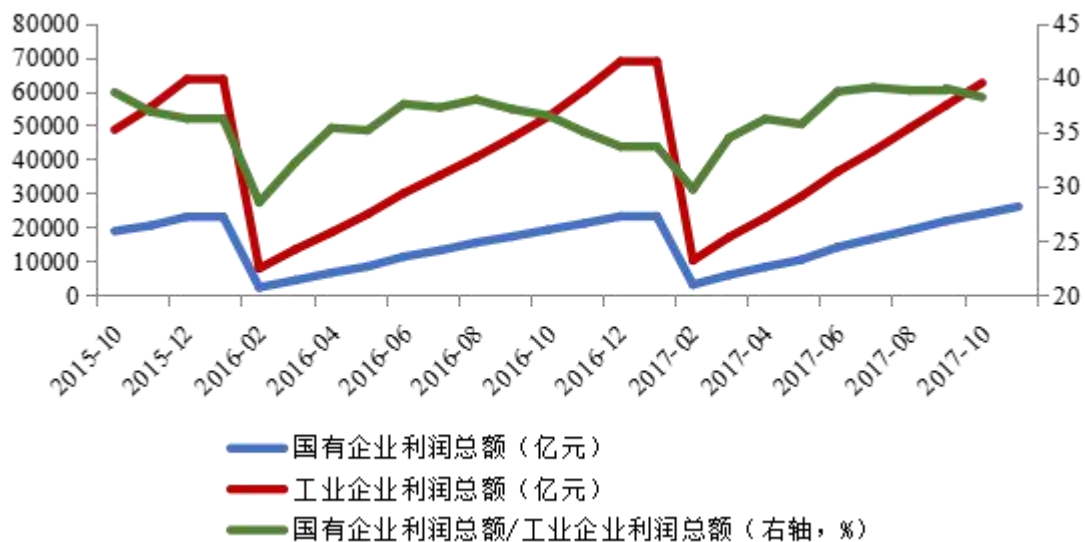


图 38 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

最后，宏观经济实体“去杠杆”效果不明显，主要是通过部门间债务转移来“稳杠杆”。由于政府部门、家庭部门以及企业部门债务积累与宏观经济效率提升之间矛盾的尖锐化，2018年实体“去杠杆”将会加速进行。同时，金融监管进一步强化意味着金融“去杠杆”也将持续，两种“去杠杆”相互叠加会导致银行资产与负债双收缩的风险增强，银行的“负债荒”也将很难得到缓解。

4. “负债引导资产”模式将逐步激发债市活力

综合上述分析，我们认为，在2018年上半年债券配置盘依然比较羸弱，债券市场还处于宽幅震荡期。随着积极因素逐步显现，2018年下半年债券市场将反弹。

一方面，短期存在多种利空因素。首先，已落地监管政策需要时间消化。2017年12月6日，银监会发布银行流动性新规，约束同业负债。据统计，截至2017年三季度末，26家上市商业

银行同业负债整体收缩了 9340 亿元，同业负债占比从 20.1% 下降到 18.5%，中位数从 26.1% 上升到 28%。随着政策监管加强，同业负债受到压缩，在一定程度上约束了“资金流向机制”，从而加剧了“负债荒”，推升负债成本。

其次，结构性负债压力大叠加资产信用风险恶化。2016 年四季度以来银行间、非银资金成本上行，同业负债受到约束，之前大量机构配置的债券找不到负债接续，持有的资产相对刚性，而负债的波动却非常大，导致金融机构出现结构性的“负债荒”，长短期利差不断走阔。如图 39 所示，自 2016 年年末开始，3 个月 Shibor 持续上行，在 2017 年 6 月份达到极点后维持震荡上行的态势。R007 虽然也在走高，但其与 3 个月 Shibor 的利差在 2017 年上半年逐渐拉大。同时，打破刚性兑付的预期正在形成，以往“隐担保”资产的信用风险将逐步释放，资产安全性也制约配置力量。

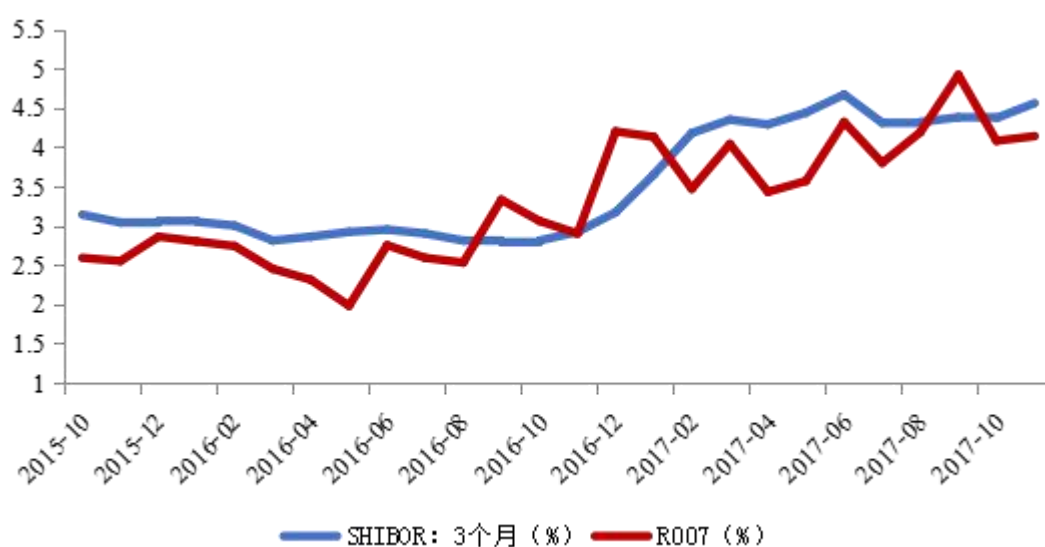


图 39 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

最后，短期经济基本面稳定、监管力度悬而未决、货币政策方向微妙加大多空双方分歧。经济基本面对债券市场的影响反复无常，判断债券配置价值的难度增加，短期内金融机构积极配债的趋势很难出现。2017年10月以来债券市场出现了多次超出合理范围的大幅下挫，其根源在于市场始终难以准确揣摩监管部门的态度。当前货币政策的多重政策目标之间存在一定的冲突，人民银行在货币政策操作中并未释放明确信号，流动性“量”的调整力度难以把握，同时利率“价”的顶部作用也较弱，使得市场对于货币政策边际变化的幅度以及利率上行的限度都难以形成共识。

另一方面，“负债”价、量均衡趋势明显利多债市。2018年“负债”决定“资产”，而作为债券市场的新兴力量与边际力量，中小银行的配置需求将决定债券市场的趋势变化。在目前收益率水平下，中小银行更倾向于债券品种中的同业存单、国债、政金债，但中小银行配置债券空间仍取决于其扩表空间、信贷需求的强弱以及广义流动性情况，负债压力大仍是影响债券投资的重要因素，中小银行配债需求将由资产驱动向负债驱动转变。

首先，2017年四季度债券收益率水平的大幅提升，拉大了银行体系资产端与负债端利差，加快了“负债—资产”再平衡节奏。如图40所示，1年期Shibor与LPR之差在2017年年初迅速上升，之后在三季度维持平稳态势，四季度又开始呈现了大幅飙升的迹象。

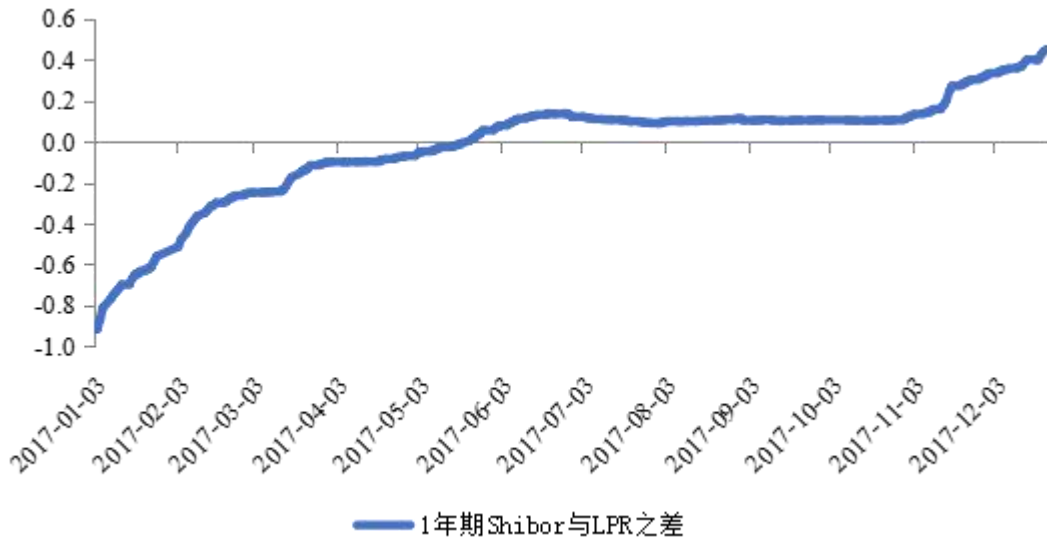


图 40（数据来源：WIND、太和智库数据库）

其次，存量“旧债”不断缩小与新发债券不断入市，投资债券资金成本与投资收益进入平衡阶段，配置需求被再次激发。再次，同业业务被约束，大行配置需求逐步恢复。在债券投资不计入资金运用情况下，大行更会偏好于配置债券资产，而由于大行成本相对中小行、非银机构成本更低，将有助于打开债券利率下行空间，或成为债券市场趋势性机会的转机。据中金固收对 103 家银行进行问卷调查后发现，大部分中小银行表示 2017 年负债端压力较大，尤其是存款端压力较大，对同业负债有一定的依赖度。同时，大部分银行表示 2018 年将增加债券投资规模。

最后，预计在 2018 年一季度后监管层变化明朗、监管政策逐步明晰、经济基本面分歧逐步统一的大背景下，债券配置力量也会得到提升，2018 年下半年市场将会出现积极的债券配置。

（二）外汇市场

1. 美元在 2017 年大幅下跌，2018 年难有起色

美元指数 2017 年下跌了近 11%（图 41），虽然美元指数在“特朗普行情”以及美联储加息、“缩表”预期等利好美元因素刺激下，2017 年一季度达到了自 2008 年以来 103.82 的高点，但之后美元指数一路下跌，在 9 月初最低一度触及 91.01 的低点。2017 年四季度美元指数受朝核危机、中东乱局等一系列地缘政治以及美联储 12 月加息预期等因素叠加影响一度反弹至 95 附近，但之后由于市场采取了“买消息、卖事实”的操作，美元指数再度承压下跌。总的来说，2017 年造成美元指数下跌主要有三个方面因素。



图 41（数据来源：路透、太和智库数据库）

美国政治因素。一方面，一年来，特朗普执政团队饱受诟病，执政团队核心人员相继辞职，“通俄门”持续发酵，加之一系列逆全球化的“美国优先”政策严重打击了国际投资人的信心，特别是加剧了非美国本土的实钱（real money）账户投资人以及一

些主权投资账户“去美元化”资产配置的过程。另一方面，从特朗普执政团队的角度来看，虽然税改法案顺利通过，但基建法案等其它法案能否顺利过关以及能否快速产生效果依旧存在很大的不确定性，因此用“弱美元”来平滑经济增长、赢得更多政治空间也是特朗普较为现实主动的选择。

美国经济因素。美国经济在 2017 年总的来说运行相对平稳，股市在大蓝筹的带领下节节攀升，就绝对数量来说，就业数据已经达到了美联储的充分就业目标区域。但是由于劳动力薪资增长水平变化反复（主要原因是新科技、新技术的应用）、大宗商品价格低位反弹等内外因素造成通胀数据始终未能达到美联储目标，这极大地削弱了市场对美联储加息、“缩表”幅度的预期。

G10 国家因素。2017 年，除美联储以外的多个国家央行开始调整或者表示未来很快将调整货币政策。加拿大央行首先试水，英格兰央行紧随其后，欧洲央行态度暧昧，这直接造成了以欧元为代表的非美货币（日元除外）在 2017 年表现均较为强势。以欧元为例，2017 年涨幅高达 13%。这主要是因为欧元区经济在 2017 年持续向好，特别是“欧猪五国”通过内部贬值、压低成本、约束开支等方法扩大就业、增加出口，非金融部门固定资产投资持续增加。受益于新注册公司，特别是服务行业新注册公司对信贷需求的增长，金融部门的收益率较之前也有了很大提升。以西班牙为例，2017 年 GDP 增长了近 3%，就业率增长了 2%。在政治因素上，除英国“脱欧”以及德国默克尔组阁受阻

给市场造成了一定的不确定性以外，马克龙当选法国总统极大地打击了欧洲极右翼，遏制了民粹主义在欧洲的泛滥，也给资本市场带来了稳定。

美元指数在 2018 年的走势依旧不容乐观，整体上将呈现“慢下跌”的格局。我们认为美元指数 2018 年最低可下探至 88 附近。主要有以下四个方面的原因。一是美国税改整体上对 2018 年美国**经济以及美元指数走势的影响相对有限**，市场对美国债务压力的担忧持续发酵。从目前税改法案细节来看，这次税改对美国**经济产生的影响更有可能像是小布什时期而非里根时期**，此次财政刺激的影响更有可能在 2019 年才初显端倪。我们认为税改或将使 2018 年美国 GDP 增长 0.2%-0.3%，而非美国税收政策中心预测的 0.7%。而减税后，经常账户与财政双赤字的压力，特别是财政赤字的压力依旧会对美元的长期走势形成压制。

二是美元资金回流美国本土对美元指数的影响有限。近期由于年末岁初，加之税改法案通过，离岸美元特别是在欧洲的离岸美元如期回流美国，这也造成了欧洲美元拆借市场美元短期拆借利率上涨以及欧元兑美元掉期短期价格上涨，但这并未对美元汇率形成实质影响，且随着掉期短期价格快速回落，美元指数依旧延续之前的跌势。如前文所释，此次税改或将吸引 12000 亿美元资本回流美国，但这其中绝大部分是以美元形式存在的，因此对美元指数在 2018 年的走势影响不大。

三是全球货币政策趋同，美联储加息刺激效果减退。目前市

场普遍预期美联储在 2018 年将加息三次，而点阵图（图 42）显示美联储官员投票加息有四次。但无论加息三次还是四次，市场已经消化了加息对美元指数的影响。由于美国经济数据，特别是通胀在 2018 年的表现仍需观察，如果美联储没有更多超市场预期货币政策出台，那么单凭加息很难支撑美元指数在 2018 年有更好的表现。而反观欧洲，虽然欧洲央行行长德拉吉声称在债券购买计划结束后，现行利率水平还将持续一段时间，但我们认为当欧洲政治风险逐渐褪去后，有效的货币政策就不再只是依靠债券购买计划了。尤其是我们看到，目前欧元区消费者信心水平是自 2001 年以来的高位，而采购经理人指数也是 7 年来的高位，因此我们认为欧元区长期通胀预期以及长期利率水平将会继续攀升，这也必将促使投资人在进行储备资产再平衡时选择欧元资产。

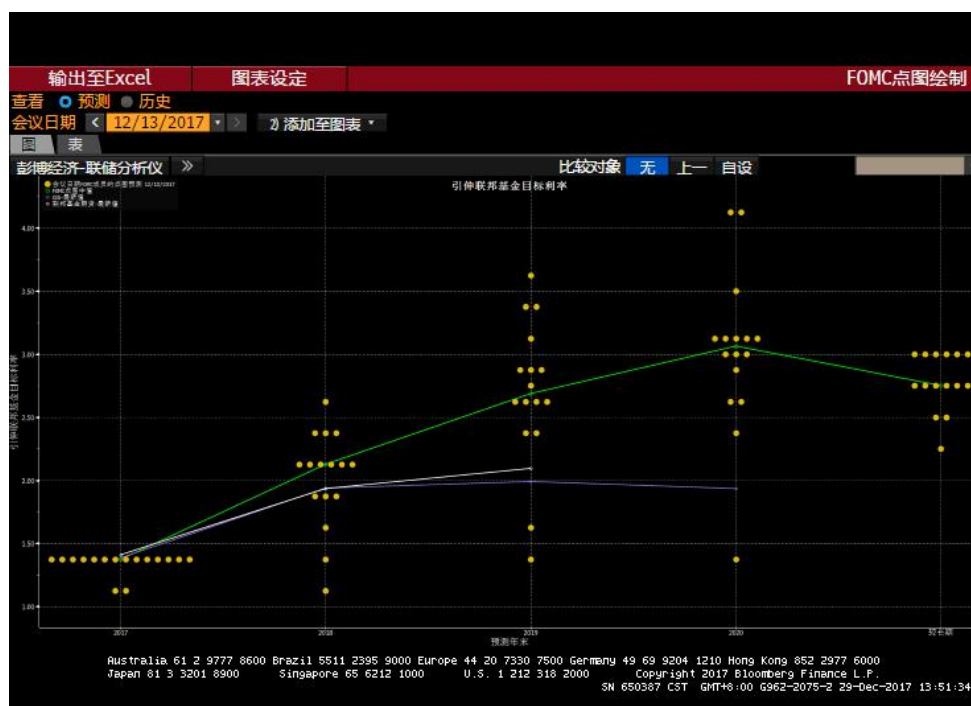


图 42（数据来源：彭博、太和智库数据库）

四是美国债券收益率曲线持续熊市平坦化还将持续。自 2014 年美联储开始退出量化宽松以及 2015 年 12 月开始加息以来，美元收益率曲线熊市平坦化的现象愈加明显。这主要是因为加息对短端利率的影响要远高于长端。2017 年美联储相继加息了三次，无论是美元 Libor（图 43）利率还是美国国债收益率（图 44）都继续呈现出平坦化的走势。2018 年，我们认为这种趋势还将持续下去。这主要是因为，美联储加息势必继续抬高短端美元成本，而长端收益率一方面受制于通胀的上行，另一方面也受制于从股市退出后的买盘资金。而如果美联储加息的速度过快，我们认为美债收益率曲线最早将于 2018 年二季度变平。从历史数据上来看，平坦化的美国国债收益率曲线对美元的打压是非常明显的（图 45），更不必说一条完全变平的曲线了，这对投资人的心理预期会产生很大的负面影响，导致投资人不得不去选择其他风险收益相对匹配的非美元资产。

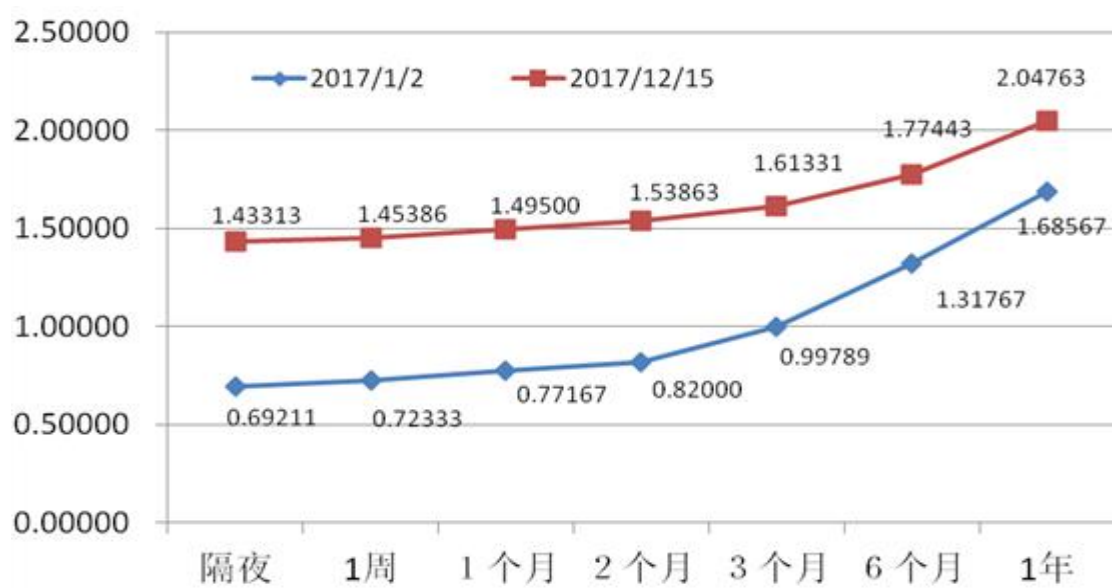


图 43（数据来源：彭博、太和智库数据库）

90<GO>将当前设定保存为预设视图。 , <Menu> 返回

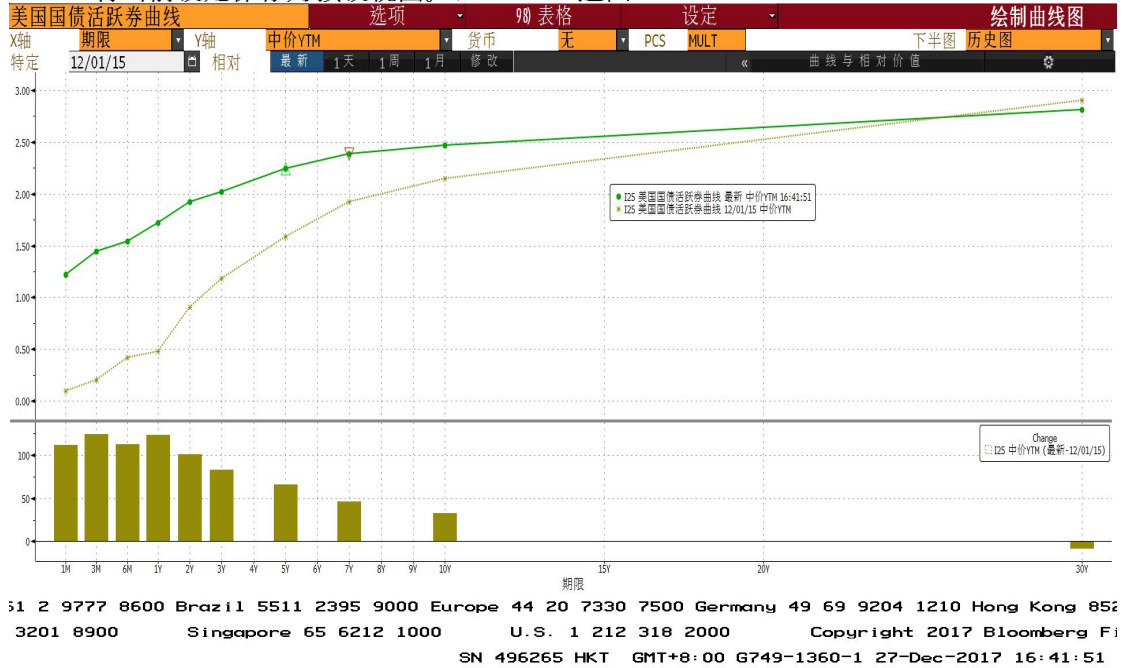


图 44 (数据来源: 彭博、太和智库数据库)



图 45 (数据来源: 彭博、太和智库数据库)

综上所述, 我们认为美元在 2018 年仍将承压, 投资人应重点关

注美国国债收益率曲线形态的变化（图 46），特别是以 5 年期美国国债收益率为代表的中期收益率的变化。如果此期限收益率上涨，则可适当配置更多的美元资产，如果如我们所预测的那样收益率完全平坦化，那么建议投资人还是持币观望较为稳妥。



图 46（数据来源：彭博、太和智库数据库）

2.人民币 2017 年大幅升值，2018 年“稳”字当头

伴随 2017 年美元指数的大幅下跌，人民币汇率（图 47）在 2017 年整体来看走出了一波自 2015 年 8 月 11 日人民银行重启汇率制度改革以来最长时间的升值行情。虽然在个别时间节点上，由于逆周期因子的作用，人民币汇率出现了与美元指数脱钩的独立行情，但总的来说方向上基本与美元指数走势相吻合。人民币汇率市场价由 2017 年年初时的 6.9628 升值至 6.5185，中间价由 2017 年年初时的 6.9498 调升至 6.5342，市场价和中间价分别各升值了将近 6.38%和 5.98%。人民币期权各期限波动率也由 2017 年年初时的高位持续回落，以 3 个月平价期权波动率为例，

市场价格由 2017 年年初时的 6.93% 回落至目前 3.96% 的水平(图 48)。由于在 2017 年上半年其他非美货币持续升值,而人民币升值幅度低于这些国家,尤其是亚洲一些国家的货币。因此,人民币汇率指数出现了一定幅度的下跌,但是在接近 92 附近后,人民币汇率指数持续反弹,最终于 2017 年 12 月 29 日收在 94.85,接近了 2017 年年初时 95.25 的水平(图 49)。我们认为人民币汇率出现这样的行情主要是受内、外部两方面因素的影响。



图 47 (数据来源: 彭博、太和智库数据库)



图 48 (数据来源: 路透、太和智库数据库)



图 49 (数据来源: 彭博、太和智库数据库)

外部因素。如前文分析,从经济基本面来看,全球经济 2017 年的持续复苏为中国经济平稳运行奠定了良好的外部基础。特别是欧洲经济在特朗普政府采取贸易保护主义政策的环境下,通过欧盟内部结构性调节以及持续扩大与中国等其他贸易伙伴的双边贸易与投资而持续增长。以中欧班列为例,2017 年前 11 个月共开行了 3271 列,这几乎占到了自 2011 年中欧班列开行以来总开行数的一半以上。而从金融市场来看,虽然以美国股市为代表的境外高风险资产价格持续上涨,但随着全球流动性开始收紧,越来越多的投资人开始未雨绸缪,重新配置投资标的,而人民币资产由于在综合体量、资产安全性和收益性等方面在同类资产中具有优势,逐渐成为国际投资人的投资焦点。

内部因素。首先,党的十九大胜利召开,向外界传递了极强的政治稳定信号,特别是一些具体的经济、金融改革措施陆续出台并落实,使国际投资人开始对中国经济给予更多正面看法并对投资中国表现出极大热情。如“债券通”、S&P 中国 500ETF 等

产品相继成功推出，吸引了境外资金持续流入。如提高金融合资企业外商持股比例的投资政策出台，对于吸引中长期资金持续流入也起到了重要推动作用。其次，政策对实体和虚拟经济所扮演的角色重新定义，使国内经济基本面持续向好，经济增长质量有了一定的提高，进出口数据不断改善，资本市场运行相对平稳，而稳健中性的货币政策有效防范了深化供给侧结构性改革过程中可能出现的“黑天鹅”和“灰犀牛”事件的发生。第三，外汇管制政策持续偏紧、企业部门海外非理性投资大幅减少等因素极大地减弱了美元的流出。

2018年人民币汇率将“稳”字当头。2017年召开的中央经济工作会议继续强调了“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，较2016年中央经济工作会议的内容删去了“增强汇率弹性”的表述。因此我们认为寻求更为平衡的资本流动、保持人民币汇率稳定是人民银行在2018年人民币汇率管理工作上的主基调，人民币汇率整体将在6.40-6.70之间运行。这主要有以下几方面的原因。

一是“稳中求进”的工作总基调和持续提高经济发展质量的原则将贯穿2018年全年。2018年是贯彻落实党的十九大精神、开启全面建设社会主义现代化国家新征程的开局之年，是我国改革开放40周年和新一轮改革开放大潮的开启之年，是全面建成小康社会和实施“十三五”承上启下的关键之年，人民银行将坚持稳健中性的货币政策，守住不发生系统性金融风险的底线，避

免对主要货币出现一致性的较大幅度波动。

二是 2018 年我国外汇储备将继续温和增长。截至 2017 年 11 月末，我国外汇储备达到了 31193 亿美元（图 50），而银行间市场结售逆差在 2017 年下半年随着人民币升值也持续回落（图 51）。2018 年，我们认为这种趋势不会发生太大变化。一方面，企业部门跨境投资将更趋理性，居民购汇需求将更为平衡。另一方面，中美两国利差将持续吸引国际资金净流入，我们认为中美 10 年国债收益率利差将继续保持在 100BP 以上（图 52）。



图 50（数据来源：外汇局、太和智库数据库）

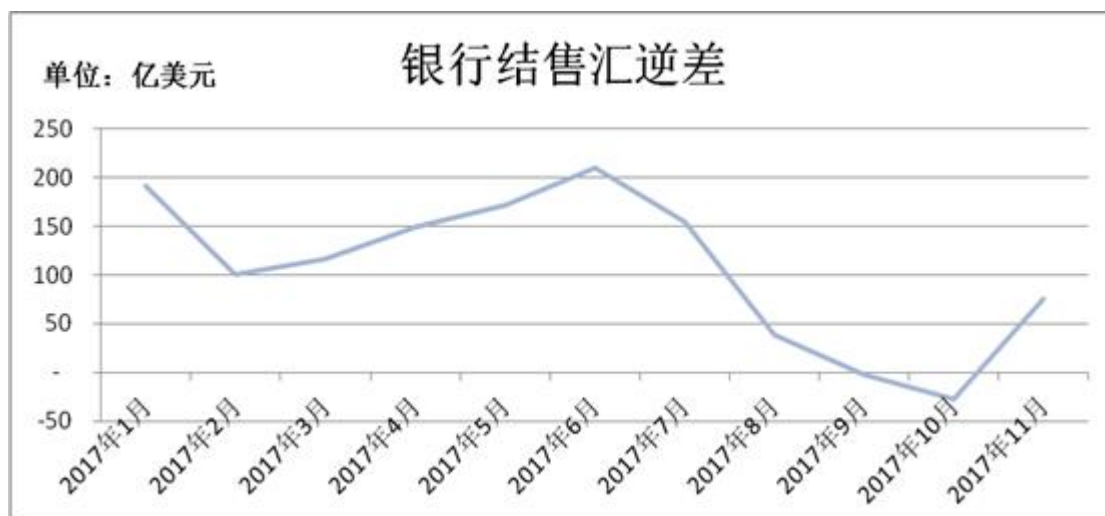


图 51（数据来源：外汇局、太和智库数据库）



图 52 (数据来源: 彭博、太和智库数据库)

三是国际投资人对人民币债券的配置需求仍将旺盛，“债券通”将持续发力。自北向“债券通”于2017年7月正式运行以来，截至2017年9月末，共成交578笔，累计交易量654.25亿元人民币。经与境外央行、主权基金、私募基金等投资机构以及主要债券承销商讨论沟通，大家一致认为在人民币汇率基本稳定、债券收益率高等因素的影响下，通过“债券通”投资人民币债券的优势将更加明显。当然相关监管机构也需要在提供多样化、多层次的对冲人民币债券利率风险产品上以及税率上加大工作力度，说服更多的投资人投资中国债券市场。

四是人民币汇率指数将继续保持在92-96的区间运行。2017年，人民银行虽然允许人民币汇率更多地由市场自发主导，但人民币汇率指数由2016年的单边下跌转为被牢牢控制在92-95之间。2018年，人民币汇率基本稳定的主基调将使人民银行把人民币汇率指数继续控制在类似2017年的区间之内。

综上，我们认为人民币汇率在 2018 年易升难贬，不太会出现 2016 年和 2017 年汇率大幅波动的行情，投资人应重点关注中美两国利差的变化。

3.非美货币波动较大

欧元在 2018 年仍有进一步上涨的空间。受益于持续复苏的欧洲经济、欧洲央行或将进一步缩减 QE 规模以及德美两国债券利差的缩窄（图 53），欧元在 2018 年仍有进一步上涨的空间。尤其是在美国开启减税闸门之后，我们预计欧洲国家也将纷纷效法。事实上，法国政府已经宣布将逐步为 80%的居民取消居住税，而将年盈利在 50 万欧元的小企业的税率由 33%降至 28%。这必将进一步刺激中小企业扩张规模，而欧洲银行的盈利水平也将得到进一步提升。综上，我们预计欧元兑美元汇率在 2018 年最高可上涨至 1.25 的水平，而 1.16 将是全年的底部区域（图 54）。



图 53（数据来源：彭博、太和智库数据库）



图 54 (数据来源: 彭博、太和智库数据库)

英镑继续上涨。2017 年对英镑来说基本上是一个估值修复的行情，2018 年我们认为英镑将继续上涨，最高可摸高至 1.40 的水平（图 55）。这主要是因为，一方面，虽然诸如由“脱欧”引起的工资增长下降、劳动力市场疲弱等对英国经济发展的负面因素犹在，但与非欧盟国家贸易投资的扩大、与欧盟就“脱欧”达成最终方案的预期仍将支撑英国经济在 2018 年继续温和扩张。另一方面，2017 年 11 月英格兰央行十年来首次加息后，由于通胀上行的压力，英格兰央行在 2018 年将继续显示鹰派的立场（虽然这并不意味着加息）。



图 55 (数据来源: 彭博、太和智库数据库)

日元区间震荡。我们认为日元在 2018 年仍将保持区间震荡的走势，价格区间在 110-118 之间（图 56）。一方面，受制于美日两国息差无法进一步扩大（图 57），美元兑日元套息交易支撑美元兑日元走强的持续动能不足。另一方面，我们认为美国股市在 2018 年很有可能向下修正，那么投资股市资金的回流也会压制美元兑日元的上涨。由于上述两种因素，持有日元的投资人必将选择诸如欧元、英镑、加元、澳元等资产，而受交叉盘做空日元的影响，美元兑日元也有短时向上走高的可能。



图 56（数据来源：彭博、太和智库数据库）



图 57（数据来源：彭博、太和智库数据库）

（三）大宗商品市场

1. 黄金价格 2017 年整体震荡上行，2018 年小幅走高

黄金年内涨幅超过 12%，成为继 2011 年黄金持续上涨以来的最高涨幅。如图 58 所示，国际现货黄金价格从 2017 年 1 月份的 1160 美元/盎司升至 9 月份的最高点 1345 美元/盎司，之后震荡回落，截止 2017 年底，回升至 1305 美元/盎司。其中，2017 年最高涨幅达到 15.95%，整体涨幅也超过 12%。



图 58（数据来源：WIND、太和智库数据库）

首先，黄金价格走势和美元指数变化密切负相关。美元不稳定或者走弱会提升黄金对资产储备、保值的地位。因此，判断黄金价格走势，首先要依据美元指数走势。如图 59 所示，美元指数在经历 2016 年四季度以来的陡升走势后呈现了持续下跌的态势。一方面，特朗普上任后持续“弱化美元”以提升美国竞争力，打压了金融市场对强势美元的预期。另一方面，尽管美联储 2017

年加息三次，但每次加息后美元指数均呈现了短期上升后迅速下跌的走势，表明市场对美联储的加息预期已经过度消化了美元加息效果，加息后黄金价格不降反升。其次，地缘政治持续升温。2017年“通俄门”“卡塔尔断交”“朝鲜半岛危机”等地缘政治风险的聚集提升了人们对于作为保值储备资产的黄金的需求，金价受此影响震荡上行。



图 59（数据来源：WIND、太和智库数据库）

展望 2018 年，黄金价格或许仍会大概率走高，但幅度有限。首先，美元仍会持续疲软。其次，2018 年地缘政治风险仍不容小觑。尽管如此，2018 年仍不易盲目看多黄金。根据花旗集团数据，黄金作为安全“避风港”的地位已经达到了最高点，未来走向具有不确定性。事实上，黄金短期价格走势取决于美元走势，2018 年上半年美国经济复苏加快、美联储加息及“缩表”的提速会在一定程度上促使美元上涨，从而造成黄金价格回落。因此，我们判断 2018 年黄金将走出 V 型走势。

2.原油价格 2017 年 V 型反转走势，2018 年维持宽幅震荡、小幅上行走势

原油价格从 2017 年年初的 52 美元/桶，震荡下跌至 6 月底的 43 美元/桶，之后一路上升，至 12 月底已超过 60 美元/桶，并仍有持续上涨的趋势。2017 年原油价格整体涨幅约为 15.38%，其中，最高涨幅超过 34.88%（图 60）。



图 60（数据来源：WIND、太和智库数据库）

原油价格 2017 年下半年以来的持续上涨主要受益于 OPEC 国家和非 OPEC 国家在 2017 年年初实施的全球石油减产计划。据经合组织数据显示，原油商业库存下降超过 4000 万桶，总库存为 29.4 亿桶，为两年多来最低水平，比 2017 年年初下降了三分之二。在近期公布的月报中，OPEC 认为自 2017 年年初以来的原油供应规模已经显著下降，原油产量每日减幅超过 15 万桶。在需求方面，全球经济稳健复苏增大了对原油的需求，中国等新

兴市场国家的原油进口数据同样显示了对原油需求的增长。如图 61 所示，虽然 2017 年我国原油进口量持续在高位徘徊，但整体进口规模要高于 2016 年，表明我国原油需求在增长。

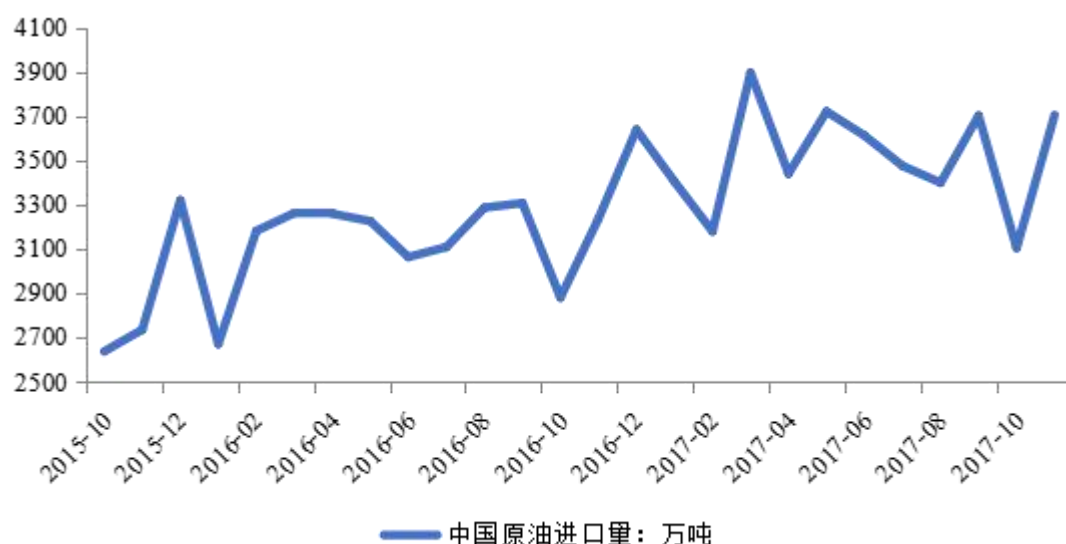


图 61 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

展望 2018 年，原油价格能否继续保持 2017 年下半年以来的上涨态势仍然存疑。首先，美国页岩油产量将成为关键因素。EIA 和 IEA 等机构对美国页岩油产量预测非常乐观，EIA 预计 2018 年美国产量平均为每天 1000 万桶。尽管 2017 年年初低迷的原油价格对页岩油开采成本构成了较大压力，但是 9 月份以来美国页岩油产量增长回到了正轨。据 IEA 和 OPEC 在 2017 年 12 月份的报告中预测，到 2018 年，美国页岩油将分别增加 87 万桶和 100 万桶的新增供应。若预测成真，那么激增的页岩油产量可能会打压原油价格上涨。

其次，原油库存和供给水平也是影响未来原油价格的重要因素。虽然 2017 年原油库存下降了近三分之二，但是仍维持在较

高水平，数据显示现在的库存盈余比五年平均水平高出 1 亿桶左右。同时，2017 年 OPEC 原油减产的执行率已经达到 115%，为历年最高水平，然而随着油价持续上升，OPEC 成员可能会降低原油减产的执行率。

最后，地缘政治风险，尤其是中东地区的政治风险对于原油的短期影响不容小觑。2017 年 6 月至 8 月的“卡塔尔断交”事件导致原油价格连续反弹，近期美国承认耶路撒冷为以色列首都又为原油价格上涨提供动力。2018 年，美国和伊朗的冲突以及中东国家自身的冲突会导致难以预料的结果，这会对原油市场产生一定的不确定性。

（四）股票市场

1. 欧美股市 2017 年整体震荡上行，2018 不确定性增大

以道琼斯工业指数、纳斯达克指数以及标普 500 指数为代表的美国三大股指上涨明显。其中，道琼斯工业指数从 2017 年年初的 19880 点一路上涨，到 12 月底已经超过 24800 点，涨幅超过 24.7%；纳斯达克指数由 5430 点升至 6904 点，涨幅达到 27.15%；标普 500 指数由 2257 点升至 2673 点，涨幅超过 18%。以英国富时 100 指数为代表的欧洲股指虽也经历了大幅上涨，但在 2017 年四季度持续在高位徘徊，全年涨幅维持在 6%左右，远低于美国股指。

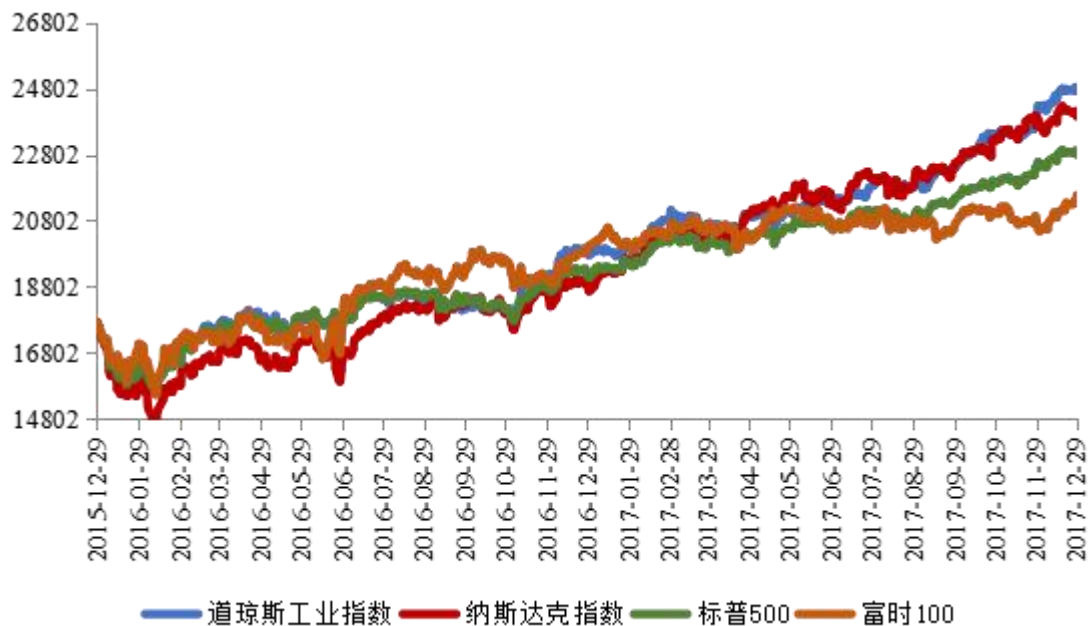


图 62 (数据来源: WIND、太和智库数据库)

2017 年前三季度欧美股指大致稳定在匀速上升态势，但四季度以来，美国三大股指增速呈现加速态势，而欧洲股指则在高位徘徊，增长动力减弱。

展望 2018 年，美国税改所吸引的大规模资金流入最大可能流向资本市场，造成股市价格上涨。在这种情况下，2018 年美联储可能会被迫加息，以减小回流资金对国内金融市场的影响。事实上，随着 2017 年 12 月份美联储年内第三次加息，美股上涨受到了一定的冲击。如果 2018 年美国加息速度进一步加快将会持续对美股产生冲击，从而抑制资产价格中的泡沫。此外，由于美国经济复苏在很大程度上得益于资产价格上涨，当资产价格上涨受到制约时会影响美国经济复苏，而美国经济复苏减缓又会反过来进一步制约资产价格。因此，2018 年欧美股市大概率呈现倒 V 型走势，不易盲目看多。

2. 亚洲股市 2017 年分化，中国股市 2018 年大概率走强

如图 63 所示，上证综指、深证成指走势较为一致，在 2017 年年初经过一定调整后震荡上行；创业板指则一路下行，至 2017 年 7 月中旬触底反弹；日经 225 指数走势类似于美国股指走势，在经历 2017 年前三季度的震荡徘徊后，自四季度起快速上涨。

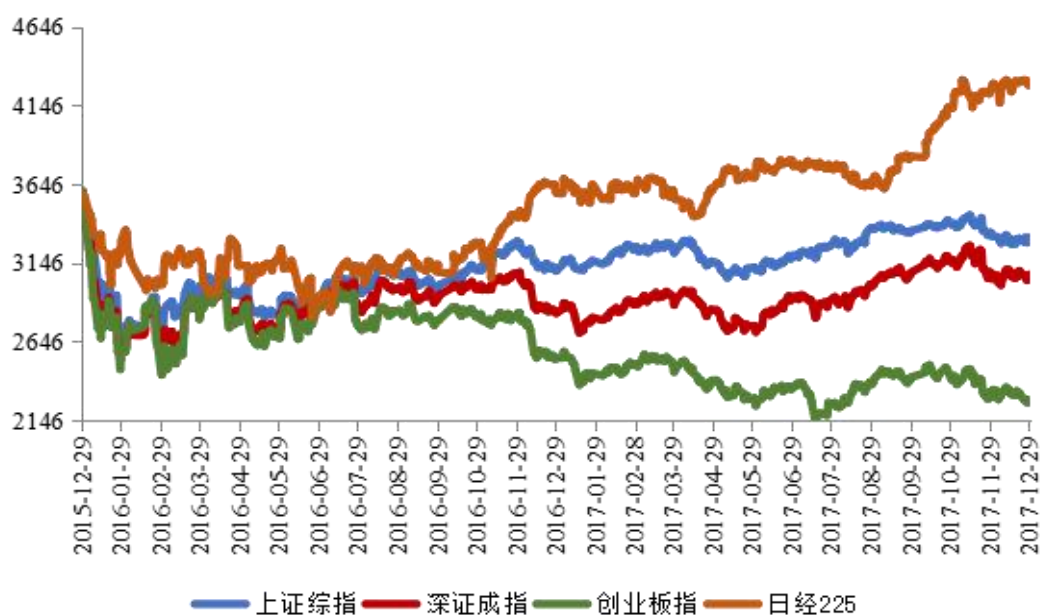


图 63（数据来源：WIND、太和智库数据库）

中国股市自 2017 年 5 月份以来上涨明显，上证综指自 5 月下旬最低点 3090 点上升到 11 月下旬最高点 3447 点，涨幅超过 11.5%，之后开始震荡徘徊，至 12 月底维持在 3300 点左右。然而，正如我们上文已经分析的，工业企业利润改善分化严重。国有企业成本降低、利润回升的同时，民营企业成本下降不明显，甚至存在成本上升的可能。因此，2017 年年内中国股指的上涨更大可能是由于资金推动而不是企业利润改善导致的。党的十九大召开后，金融严监管进一步明确，金融“去杠杆”加快推进，

中国股指有所回落，近期上证综指已跌回 3300 点左右。

展望 2018 年，深化改革加速推进，技术革新不断取得新突破，企业兼并重组步伐加快，综合中国股票指数涨幅远低于全球均值的客观情况，2018 年中国股市具有较大上涨的空间。但需要强调的是，2017 年通过股票“加杠杆”来对冲债券“去杠杆”的做法或已无法延续。一方面，随着债市“去杠杆”边际作用的减少，为防止因股市杠杆积累而产生“股灾”的可能，预计 2018 年对股市杠杆的监测或将成为监管重点。另一方面，国际股票市场 2018 年回落风险加大，如大幅下跌必然波及中国市场。因此，综合分析，我们认为 2018 年中国股市将大概率维持区间波动走势，“慢牛”和“改革牛”等概念炒作将让渡于杠杆率、盈利等客观指标。

参与编辑：	太和智库研究员 国家开发银行资金局副局长	张 超
	太和智库研究员 宁波诺丁汉大学商学院副教授	张家瑞
	太和智库研究员 中国进出口银行资金营运部高级交易员	刘义华
	太和智库高级研究员 上海财经大学美国财政与经济研究所所长	李超民
	中国人民大学经济学院	黄泽清

免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，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。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、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。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。