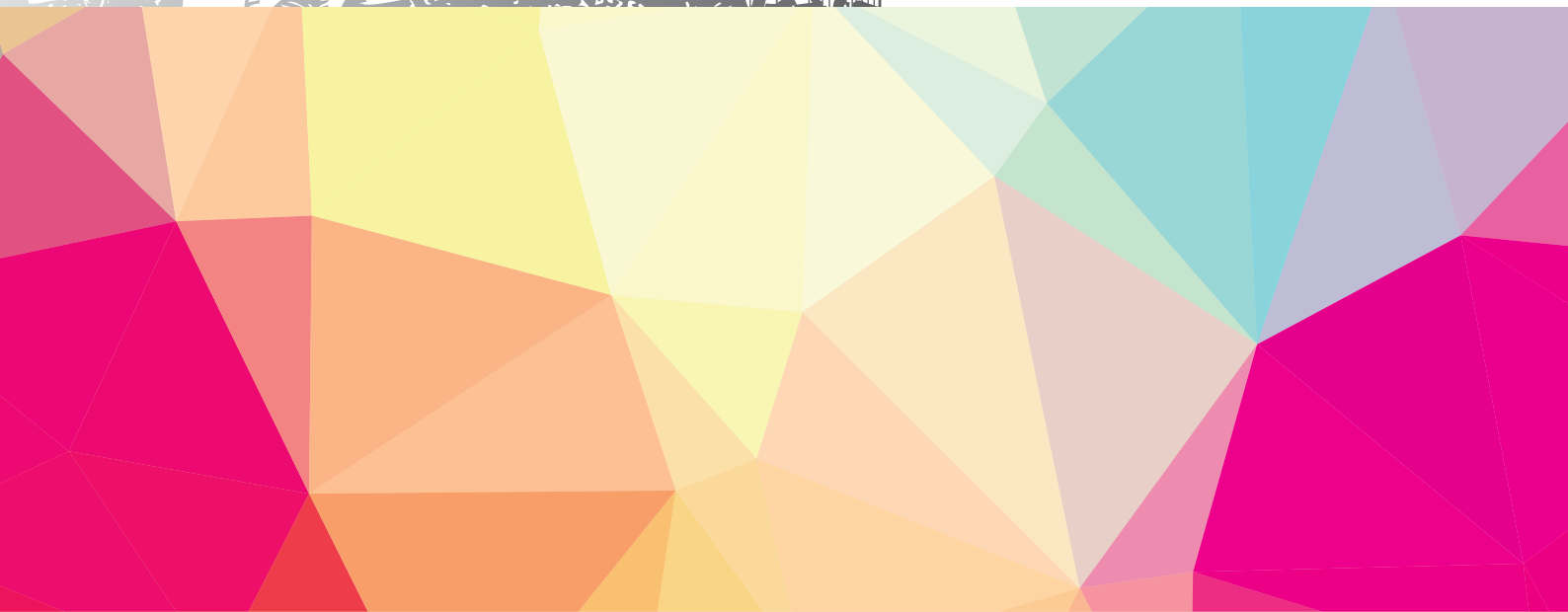




新时代的中国想象

2018年经济展望



目录

一、新时代重塑中国经济	03
● 速度与质量	04
● 政府与市场	05
● 中央与地方	06
● 监管当局与金融市场	07
二、全球经济展望	08
● 全球经济稳步增长	09
● 美国：看好税改效果，联储将持续加息	10
美国税改落地将为美国经济再添火力	10
工资增速提高在即，美国通胀有望冲破疲软走势	11
美元利率稳步上行，美元指数或偏强	13
● 欧洲：内生动力不容忽视，风险之下复苏延续	14
● 新兴经济体值得期待	15
● 主要央行货币政策方向	15
三、中国经济展望	16
● 投资降、消费稳、出口升	17
● 消费将保持平稳，消费升级仍将持续	19
消费将平稳增长	19
居民追求美好生活意愿加强，消费持续升级	20
● 投资将稳中有降	21
基建投资将有所回落	21
制造业投资低位平稳增长	22
房地产投资将转弱，但长效机制带来支撑	22
● 外贸对经济增长的贡献将小幅回落	23
● 企业盈利和生产有望继续改善	24
供给侧改革带来盈利修复和结构分化	24
盈利和生产的改善有望持续	26
● 通胀将有所上行，但不会构成问题	27
PPI 前平后低，中枢仍不低	27
CPI 上行但整体可控，阶段性通胀压力再现	28

● 货币政策与财政政策	32
货币环境: 2018 年将延续稳中偏紧态势	32
严监管对商业银行影响的回顾与展望	33
货币政策: 双支柱下更加立体	35
财政政策: 不只是托底工具	37
四、大类资产配置策略	38
● A 股市场: 由盈利驱动的结构慢牛尚未结束	39
2017 年 A 股市场运行回顾: 业绩为王, 大即是美	39
IPO 及并购重组审批出现正面引导信号	40
A 股机构投资者“质变”提速	41
A 股估值具备相对配置优势, 投资风格更趋均衡	42
总结暨配置策略建议	43
● 港股市场: 恒指目标 35000 点	44
● 债券市场: 监管将成为债市决定性因素	45
泰勒法则指向 2018 年利率上行	45
监管因素将决定债市拐点	46
信用利差料仍有走阔空间	47
● 商品市场: 石油温和上行、黄金维持区间波动	49
油价中枢将温和上行	49
通胀预期提升但不明朗, 对黄金支持力度不足	50
● 房地产: 长效机制下, 房价将趋于分化	51
● 人民币汇率: 双向波动格局不变	53
人民币大概率围绕均衡水平双向波动	53
“清洁浮动”正在形成	54
贸易企业避险入场的时机选择	55
图表目录	57
研究团队	60
免责声明	62

一、新时代重塑中国经济

2017 年是令人惊叹的一年，世界依然动荡不安，矛盾与困惑四处弥漫，看起来并不会比过去几年更好，但全球经济却经历了过去十年来最强劲的复苏，中国经济也表现出超预期的韧性，给了所有投资者一个大大的惊叹号！然而，2018 年，作为新时代元年，改革开放 40 周年，或许会给投资者提供一个更广阔的想象空间，新时代的中国想象，正在徐徐展开。

2017 年中国召开了三次事关经济的极为重要的会议，一是党的十九大，二是中央金融工作会议，三是年末的中央经济工作会议。

党的十九大指出，中国已经进入新时代，将要用

新理论来指导新时代的经济工作，中央金融工作会议对防风险、去杠杆、金融监管等领域做出具体布属，而年末召开的中央经济工作会议，对十九大有关经济的部分，进行了具体阐述和展开，具有十分重大的意义。

总体来看，新时代的经济纲领已经呼之欲出，中国经济将逐步被重塑。我们认为，速度与质量、政府与市场、中央与地方、监管当局与金融市场这四个方面关系的调整，将会对中国经济带来极为深远的影响。

速度与质量

年末的中央经济工作会议，对经济发展的速度与质量做出了重新定位，强调中国经济将从高速度发展，转向高质量发展，这是对过去四十年以增长速度为优先政策的重大调整，将是 2018 年制定经济、货币政策的一大抓手。

中国自改革开放以来，一直强调速度优先，强调通过做大蛋糕来解决矛盾，经济增速多年居于世界前列，唯 GDP 论泛滥。但是，在连续高增长后，一些深层次的矛盾和问题已经显露无疑，到了必须有所改变的时刻。

人口、资本、技术与制度，是经济增长的动力源，但过于依赖某些要素的单向投入，未必会得到理想的增长状态和增长质量。

近年来，中国过度依赖投资，整体负债水平上升极快，总杠杆率已经超过了不少发达国家，过度投资之下，带来经济结构失衡、产能过剩、严重企业盈利下降，进而引发债务风险，以及环境污染等问

题。

人口结构与储蓄率高度相关，日本、韩国等多国经验表明，劳动力人口的拐点通常是储蓄率的拐点，而储蓄率的高低又决定了投资率，因此，在中国人口结构跨过刘易斯拐点之际，意味着中国的储蓄率已经见顶，投资率也已经见顶，如果今后继续依靠投资来维持经济高速增长，一定会在某一时刻引发巨大的系统性风险，这绝不是有质量的增长。

本次中央经济工作会议，在强调经济要保持一定合理区间的同时，更强调转向高质量发展，同时也把防范化解重大风险作为三大攻坚战之一，就是表明要彻底告别依赖高投资、高负债的模式，要更多的转向依靠改革与技术来促进增长的模式，这意味着今后金融与实体、防风险与去杠杆、中央与地方等一系列关系都将出现持续且深刻的变化，各类经营主体都必须适应外部环境的重大变化。



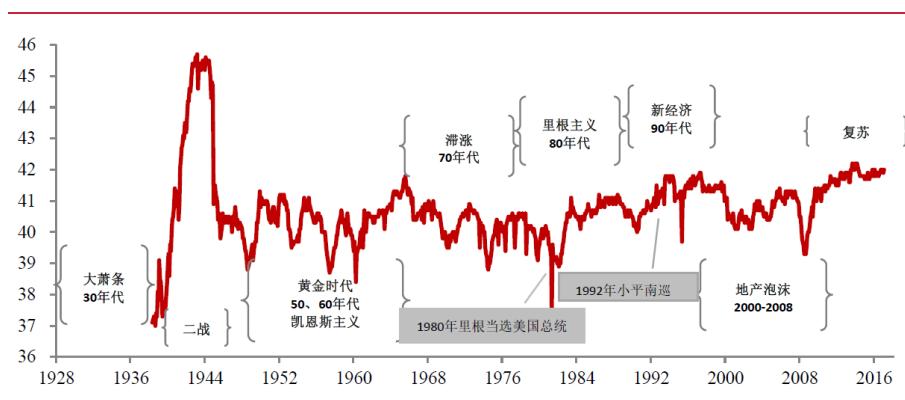
政府与市场

十九大提出“发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用”并写入党章，其中发挥市场的作用从“基础性”修改为“决定性”，并增加了“更好发挥政府作用”。我们认为，这一论断显示出，中国以市场经济为目标的改革不会停顿，只会加速。未来市场的力量会更强大，但同时，政府也会比以往更积极的介入经济活动，在政府划定的职能范围内，

积极调节、干预经济发展，以实现政府设定的发展目标。

自上个世纪 70 年代以来，新自由主义崛起，以英国撒切尔政府和美国里根政府为代表的西方国家，在经济领域实施全面的自由化，将国有部门私有化，退出对经济领域的干预，里根政府甚至奉行“什么都不管的政府才是最好的政府”。

图 1：美国制造业工人平均每周工作小时



资料来源：Wind，招商银行

中国的改革开放起步于 70 年代末、80 年代初，从计划经济逐步转向市场经济，期间也受到全球大环境的种种影响，对于市场与政府间的关系如何定位，政府应该行使哪些职能、哪些该放、哪些该收等问题，一直伴随着诸多争论，也做了很多尝试，总体来看是一个不断将更多经济职能交给市场的过程。

但发达国家和部分新兴市场国家 2000 年后不断发生经济、金融危机，特别是 2008 年全球金融海啸以及欧债危机，经济复苏极其缓慢，民粹主义兴起，经济的过度自由化和监管的过度放松被

认为是危机的重要起源之一，使得“政府什么都不管”的思路不断被质疑，中国改革开放以来也出现数次“一放就乱，一管就死”的经济现象，重新界定市场与政府各自边界变得十分急迫。

未来较长一个阶段内，政府或许会持续且深度介入金融市场监管、供给侧改革、建立房地产长效机制、农村振兴、国企改革等领域，我们将面临相对较小的宏观经济波动，受到一定程度抑制的资产价格波动，所有这些都指向宏观调控政策、监管政策框架的重构。

中央与地方

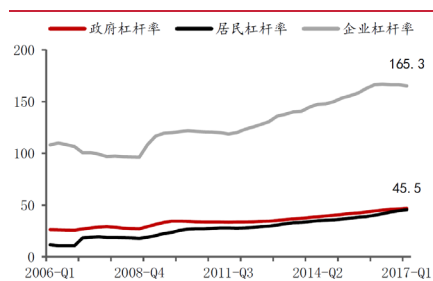
经过历次税制调整后，中央与地方形成了分税制体系，税收大部分上缴中央，由中央统筹，但在经济增长方面，地方政府又承担了较多责任，而且某种意义上存在普遍的地方竞争，刺激了地方政府将资源更多的投入到当地经济增长中，这带来了中央、地方事权责权不匹配的问题。

事权责权的不匹配，带来地方政府财力不足，进而衍生出土地财政、地方政府债务上升过快等一系列问题，如周小川

行长所述，中国企业部门的杠杆率，由于地方各类融资平台的存在，造成了高估，而政府部门的杠杆率则被低估。

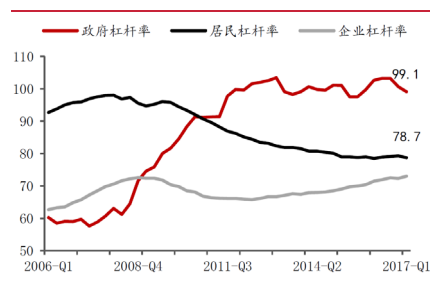
尽管中央陆续出台了诸多措施，约束地方政府的融资行为，但地方政府各类显性隐性债务依然高企，在事权责权不匹配的背景下，地方政府的融资冲动会始终存在，因此我们预期中央与地方的事权责权将会重构，这是未来重大的改革方向，也会对地方融资平台、地方政府信用等许多问题带来影响。

图 2: 中国杠杆率变化 (%)

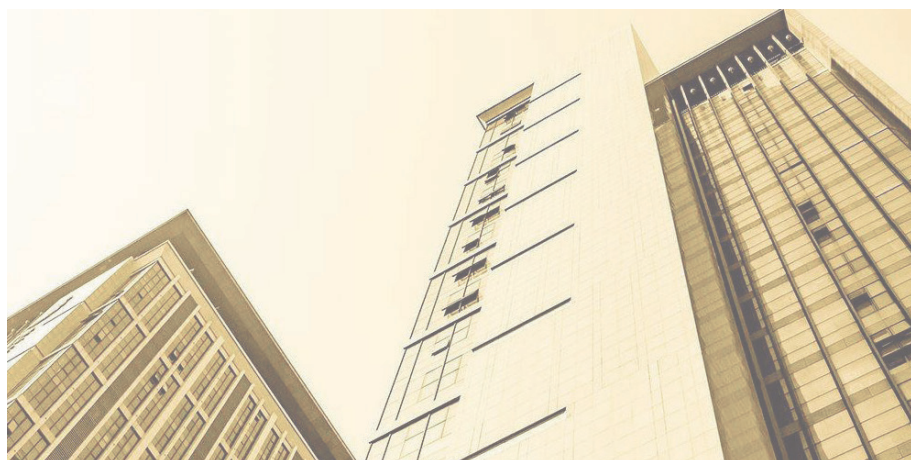


资料来源: Wind, 招商银行

图 3: 美国杠杆率变化 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

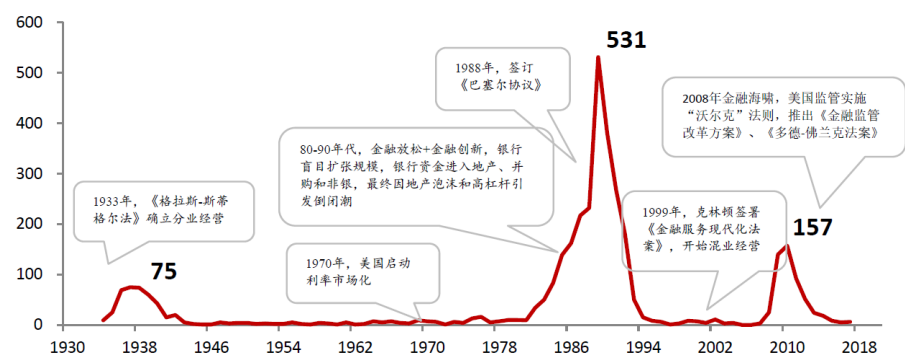


监管当局与金融市场

全球金融监管，以 1929 年大萧条后美国确立银行业分业经营为标志，进入监管从严阶段，但自 1970 年代欧美启动利率汇率市场化后，金融监管逐渐松动，金融放松和金融创新层出不穷，并在 80 年代因银行盲目扩张规模，银行资金通过加杠杆大规模进入地产、并购和非银，引发银行业倒闭潮，1999 年，

克林顿签署《金融服务现代化法案》，美国银行业重新开始混业经营，标志着监管放松达到顶峰，但 2008 年全球金融海啸，暴露出监管缺位带来的恶果，各国开始纷纷重新收紧金融监管，美国开始实施“沃尔克”法则，并推出《金融监管改革法案》和《多德-弗兰克法案》，全球金融监管开始由放到收。

图 4：美国历年倒闭银行数



资料来源：Wind，招商银行

改革开放以来，中国金融体系总体也是从金融抑制走向金融放松的过程，利率、汇率市场化不断推进，金融混业经营特征初显，但也由此引发了许多问题和讨论，这与美国 80 年代银行业加杠杆扩张如出一辙。

从今年的金融监管动向，特别是十九大和年末中央经济工作会议相关部分的表述来看，守住不发生系统性风险的底线已经上升到前所未有的高度，而且是 2020 年全面建成小康社会的重要保障，因此，我们认为未来中国监管当局与金融市场的关系也会面临较大变化，

将会成为全球金融监管收紧的一部分，从“逐步全面放松”转向“有放有收”，总体来看，强监管将成为未来数年的政策选择。

在此背景下，利率、汇率市场化会继续推进，但进程会更加谨慎，同时，对近年来出现的“乱加杠杆、乱做表外”以及“层层嵌套”等监管并不认可的带来脱实向虚倾向的所谓创新，监管力度只会加大不会减小，最终目标是要让金融回归本源，支持实体经济，而对互联网金融、Fintech 等创新，也会遵循谨慎原则。

二、全球经济展望

全球经济稳步增长。全球经济已经进入正反馈阶段，发达经济体内生动力坚实，并逐步转化为对其他国家的外生驱动，预计全球经济的良性正反馈有望在 2018 年延续。

美国：看好税改效果，联储将持续加息。美国 30 年来的最大税改在 2017 年年末落地，这有望对 2018 年及更长期的美国经济带来积极影响。源于人力资源的紧张明年工资增速爆发的概率很大，美国通胀有望冲破疲软走势。美联储明年加息三次概率最大，若税改对经济短期刺激作用显著，通胀超预期上行，那么联储很可能加快加息脚步。

欧洲：内生动力不容忽视，风险之下复苏延续。受益于内部成员国之间结构持续优化，2018 年欧洲有望延续复苏，但依然存在由欧盟内部政治风险不断聚集造成的不确定因素。因此，明年欧洲经济表现还要边走边看，但经济增速大幅下行至 2% 以下的可能非常小。

新兴经济体值得期待。欧美消费强劲，带动制造

业经济体发展；石油、煤炭、铁矿石、有色金属等大宗商品价格持续高位，拉动资源型经济体复苏。

从几大主要经济体货币政策周期来看，美国依然走在货币政策收紧的最前沿；日央行虽然不谈紧缩，但行动很诚实；欧央行鸽派态度明显，依旧维持了货宽政策。联储在货币政策上持续领跑其他经济体，继续支撑美元延续强势走势。

表 1：全球主要区域经济增长数据及预测（单位：同比增长 %）

区域	2016	2017E	2018E
全球	3.2	3.6	3.7
美国	1.5	2.2	2.3
欧元区	1.8	2.1	1.9
日本	1.0	1.5	1.7
英国	1.8	1.7	1.5
加拿大	1.5	3.0	2.1
印度	7.1	6.7	7.4
巴西	-3.6	0.7	1.5

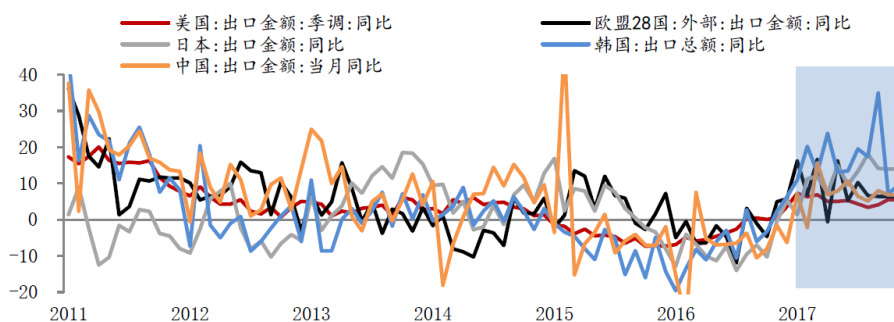
资料来源：IMF、招商银行

全球经济稳步增长

2017 年全球经济表现为 2008 年金融危机海啸以来最佳，美国经济保持扩张韧性，欧洲、日本经济有所加速，中印经

济表现稳定，其他新兴市场也以扩张为主，此前市场担心的新兴经济体在美元加息周期中爆发危机的担忧有所缓解。

图 5：全球贸易量快速增长，经济稳步复苏 (%)



资料来源：Wind, 招商银行

全球经济已经进入正反馈阶段，发达经济体内生动力坚实，并逐步转化为对其他国家的外生驱动，国际贸易和投资并未因特朗普上台及欧洲右翼势力抬头

而出现萎缩，英国脱欧和部分地区的分裂倾向尚未对经济形成冲击，**预计全球经济的良性正反馈有望在 2018 年延续。**



美国：看好税改效果，联储将持续加息

美国经济延续前两年的景气走势，各项经济指标改善。失业率 2014 年底开始快速修复，年内由 4.8% 继续回落至 4.1% 历史低位，劳动力市场接近充分就业。私人投资企稳，剔除运输的耐用

品订单由负转正，上行势头良好。美股、美国房地产等资产价格持续攀升，美国家庭资产净值较 2008 年增长 70%，家庭消费表现坚挺，继续拉动美国经济上行。

美国税改落地将为美国经济再添火力

经过艰难谈判，美国 30 年来的最大税改终于在 2017 年年末落地，这有望对 2018 年及更长期的美国经济带来积极影响。

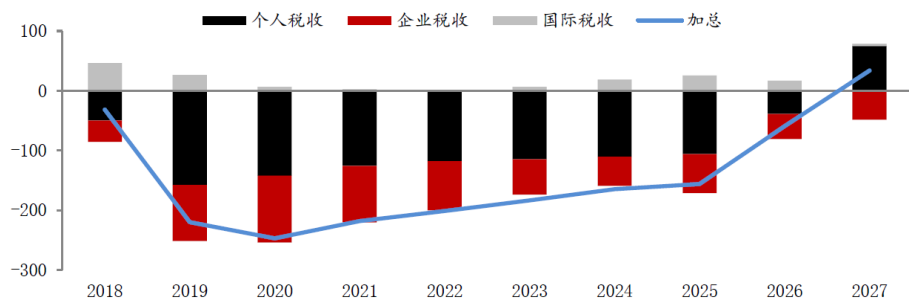
从税改落地影响来看，短期对美国企业海外利润汇回的作用会比较明显，我们对家庭消费和企业投资的想法也比较乐观，认为税改短期能够刺激家庭消费和企业投资支出明显增加。

本次税改与里根和小布什时期的背景相差较大，里根时期税改主要是针对滞涨，小布什税改主要应对经济衰退，特朗普税改是在美国引领全球经济率先复苏的背景下进行的，主张美国优先。

因此，前两次税改结果难以预示特朗普税改成效。

短期来看减税就是政府收入转移到家庭和企业的财富再分配过程，刺激效果取决于个人和家庭的消费倾向和企业投资意愿。经济衰退背景下，个人和家庭消费意愿以及企业的投资倾向都较低，短期减税效果反而不明显。尤其对企业投资来说，企业行为更加理性，在盈利空间不确定的大环境下，政府减税带来的额外利润多以股利等形式派出，难以切实转化为投资。但目前美国经济处于景气周期，个人消费意愿正在回升，企业投资倾向也有所改善，减税的短期刺激作用预计会有明显提升。

图 6： 减税方案对未来十年美国财政收入影响（十亿美元）



资料来源：美国国会预算办公室、招商银行

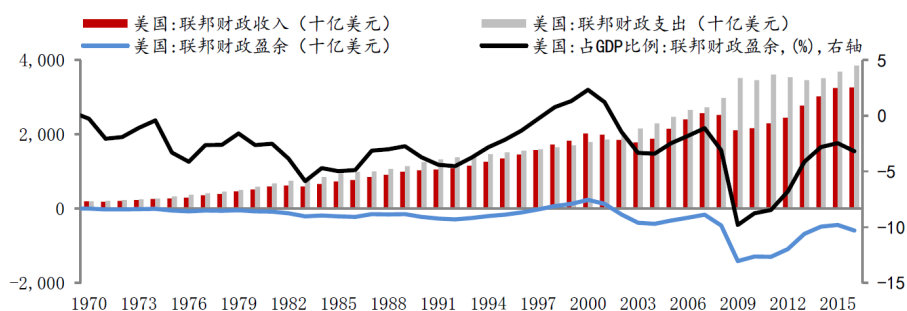
企业海外利润方面,小布什税改刺激下,2005 年企业海外利润有一波明显回流,预计本次税改落地后,明年也会出现相似的情况,对美元形成较强支撑。

税改的弊端主要表现为增加美国政府的赤字。依据美国国会预算办公室的影响评估,不考虑税改对经济拉动的假设下,未来十年税改将导致美国赤字增加 1.4 万亿美元,其中个税影响近 8900 亿美元,公司税影响近 6800 亿美元,

海外利率汇回则会增加 1500 亿美元。

目前美国财政赤字率为 -3.2%,较 2009 年 -9.8% 的最低值已经有了显著回升,处于历史均值水平,为特朗普减税留有一定空间。另外,美国国家信用在可预见的的时间里都是全球最强的国家信用,即便赤字率因为减税计划再次回落到偏低的水平也不会动摇美国信用基础,不过长期来看,减税政策或会对下一届政府会形成一定财政制约。

图 7: 美国财政赤字走势



资料来源: Wind, 招商银行

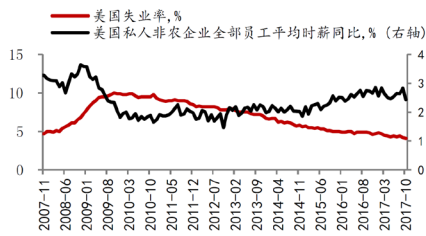
工资增速提高在即, 美国通胀有望冲破疲软走势

今年美国核心 PCE 表现总体偏弱, 低于市场普遍预期, 美联储 11 月议息会议也表示担心通胀疲软会延续到明年, 核心 PCE 能否趋势上行是决定美联储未来加息节奏的核心问题。

分单项看, 油价中枢上行有望继续推动住房项下燃料项目以及交通服务项目加速上行。占比较高的住房项以房租为

主, 虽然美国房地产价格又重回历史高位, 但租房市场近期遇冷, 房屋空置率上行至 7.5%, 明年增速有回落压力, 依靠房租拉动核心通胀的机会不大。医疗、教育、通讯等服务项目拖累迹象有所减弱。明年剔除食品能源影响的其他商品和服务价格能否启动还要依赖工资增速。

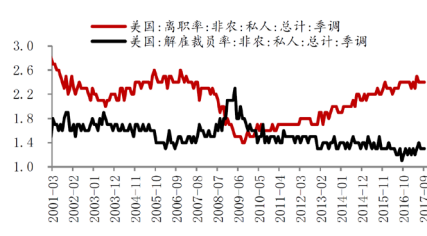
图 8: 美国工资增速距离历史高位仍有距离



资料来源: Wind, 招商银行

明年工资增速爆发的概率非常大, 原因是今年 3 月美国失业率已经低于 4.5% 的自然失业率, 而且还在继续下行, 表明人力资源已经非常紧张。表增就业人员流动性的离职率目前也上至历史高

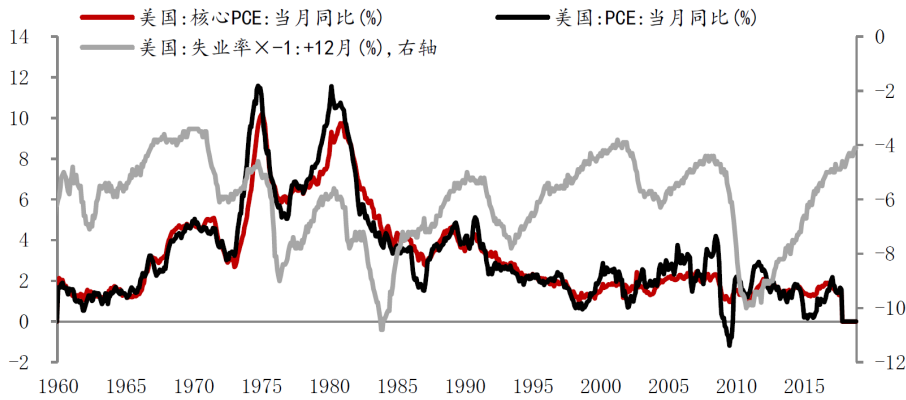
图 9: 美国离职率上至历史高位 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

位, 表明市场上愿意提供更高薪水的职位大幅增加, 总量上观测到工资加速上涨只是时间问题, 菲利普斯曲线没有失效, 只是来的没有那么快。

图 10: 美国核心通胀滞后失业率一年左右



资料来源: Wind、招商银行

历史趋势上看, 核心 PCE 滞后失业率表现 12 个月左右。以 2000 年为例, 从 1999 年 10 月至 2000 年底, 失业率下行至 4.1%, 在 3.8%-4.2% 区间波动, 同期核心 PCE 一直低于 2%, 但开始出现明显的上行区间, 2001 年 6

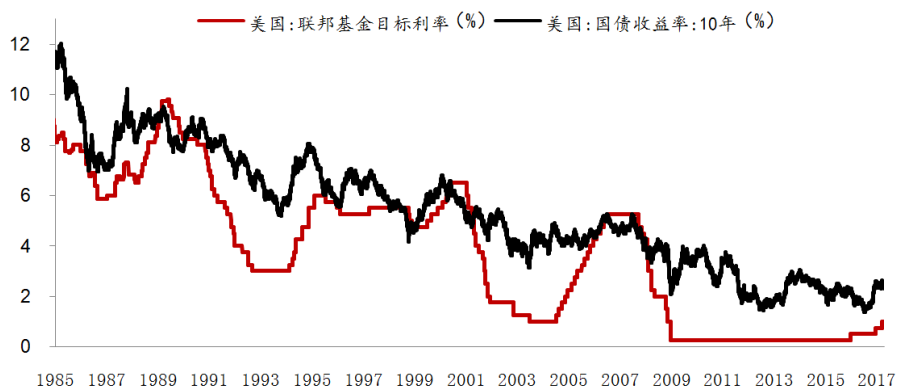
月才上行至目标值。2007 年美国 经济过热, 核心 PCE 长期高于目标值, 但高点同样滞后失业率一年。从今年失业率低位持续下行表现看, 明年美国核心 PCE 会有明显抬升, 年底或有触及 2% 的机会。

美元利率稳步上行, 美元指数或偏强

美国经济稳健扩张背景下, 美联储回归货币正常化的决心很强, 2017 年共加息三次, 联邦基金利率上行至 1.25%-1.5%。12 月点阵图表明美联储明年加息三次概率最大, 若税改对经济短期刺激作用显著, 通胀超预期上行, 那么联储很可能加快加息脚步。总体来看, 明年美国加息步伐不会太慢。

随着基准利率的大幅提高, 加息对国债利率的影响将逐渐从短端向长端传导, 缩表对长债收益率影响更为直接, 明年缩表规模为 5900 亿美元, 可能拉动长债利率上行 15-20bp, 叠加减税落地利好长期经济的市场预期, 预计明年年底美国 10 年期国债利率上行至 2.7% 左右。

图 11: 美国联邦利率和国债利率走势



资料来源: Wind, 招商银行

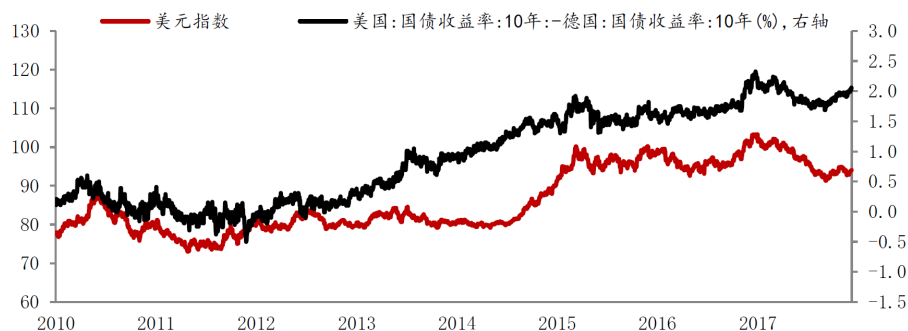
美国经济走势良好, 政治格局稳定, 相比来看, 欧洲政治风险聚集, 复苏走势依然有待验证, 预计明年美国相对欧洲的优势有所扩大, 美元指数将偏强。

从利差角度看, 美德长债利差是美元指数的先行指标, 2014 年美国率先复苏以来, 美德利差持续拉宽, 随后美元进入强势周期。今年下半年美国医改失利, 特朗普交易回潮, 叠加欧洲经济显著复苏, 美元有一波回撤, 市场上认为美元

切换到弱周期的声音渐强, 我们认为紧货币、宽财政背景下, 10 年期美债收益率上行空间大于德债, 未来美德利差高位上行概率较大。

美元何时走弱主要取决于欧洲经济走势。若明年欧洲超预期强势复苏, 欧洲经济相对美国边际优势增加, 年底欧央行可能退出 QE, 加速紧缩, 美德长债利差趋势性收窄, 则预示着美元进入弱周期。

图 12: 美元指数及美德利差走势



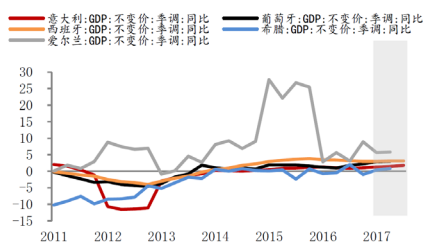
资料来源: Wind、招商银行

欧洲: 内生动力不容忽视, 风险之下复苏延续

欧洲年内强势复苏, 制造业 PMI 连续 11 个月保持 55 以上高位, 创出历史新高, 消费者信心指数也重回高点。原因上看, 不能否认美国和中国进口拉动确实是欧洲经济企稳的重要因素, 但核心原因还是在于欧洲内部结构持续优化积累的内在动力。2013 年以来欧盟成员国中欧债危机国家均有稳健增长, 债务水平有所修复, 意大利、西班牙等外围国家今年加速复苏又进一步促进德法经济的爆发。

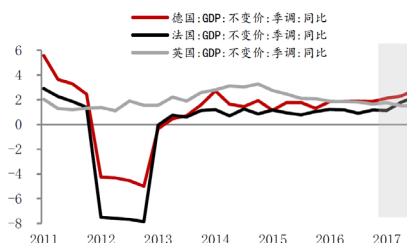
受益于内部成员国之间结构持续优化, 2018 年欧洲有望延续复苏, 但我们仍保持乐观偏谨慎的态度, 不确定因素在于欧盟内部政治风险不断聚集, 西班牙加区独立事件、意大利选举可能影响其明年经济表现, 英国脱欧影响尚未完全显现, 高基数背景下德法也有回落风险, 因此, 明年欧洲经济表现还要边走边看, 但经济增速大幅下行至 2% 以下的可能非常小。

图 13: 欧债危机国家快速复苏 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 14: 欧盟内部结构优化促进德法增长 (%)



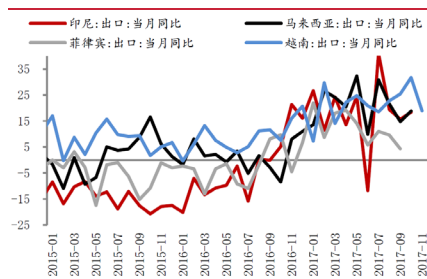
资料来源: Wind, 招商银行

新兴经济体值得期待

明年新兴市场国家表现值得期待。欧美消费强劲带动制造业经济体发展;石油、

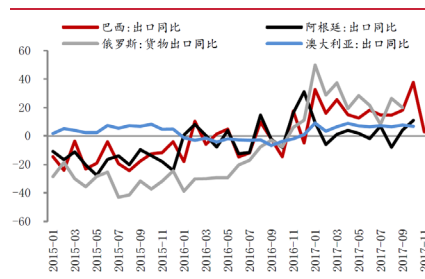
煤炭、铁矿石、有色金属等大宗商品价格持续高位,拉动资源型经济体复苏。

图 15: 欧美消费强劲带动制造业经济体发展 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 16: 大宗品价格高位拉动资源型经济体复苏 (%)



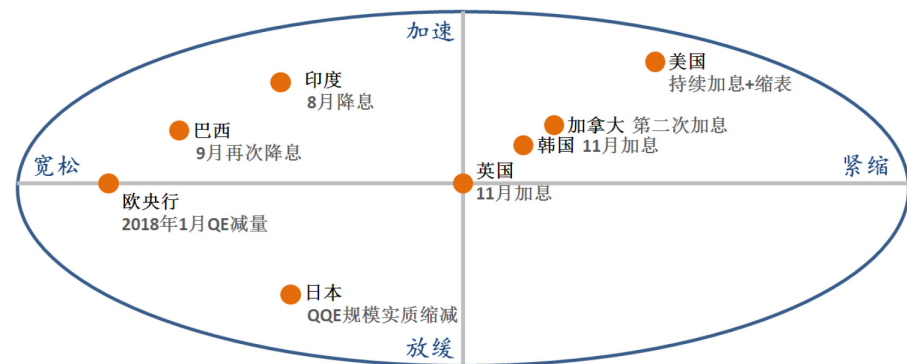
资料来源: Wind, 招商银行

主要央行货币政策方向

从几大主要经济体货币政策周期来看,美国依然走在货币政策收紧的最前沿,税改刺激下联储加息步伐也难言放缓;日央行虽然不谈紧缩,但行动很诚实,早在 2016 年 10 月就已开始实质上缩减 QQE 规模;欧央行鸽派态度明显,

从 2018 年 1 月起将 QE 规模减半,但依旧维持了货宽政策,与美国加速缩表和继续加息的紧缩政策差距继续扩大。联储在货币政策上持续领跑其他经济体,继续支撑美元延续强势走势。

图 17: 全球货币政策周期



资料来源: Wind, 招商银行

三、中国经济展望

消费将保持平稳，消费升级仍将持续。预计 2018 年消费难有大的起色，但下行空间有限，整体平稳，同时居民追求美好生活意愿加强，消费持续升级。

投资将稳中有降。2018 年固定资产投资将是稳中有降格局。基建投资增速大概率承压，出现新一轮朱格拉周期的可能性较小。商品房销售下滑的趋势基本确定，销售与资金来源形成的负反馈机制进一步制约房地产投资的反弹。

外贸对经济增长的贡献将小幅回落。进出口是今年经济超预期的主要边际贡献因素，随着全球经济进入正反馈阶段，进出口明年增长依然强劲，但受今年高基数影响均有转弱。

企业盈利和生产有望继续改善。考虑到供给侧改革对上游周期行业利润的影响逐渐弱化，将拉低

总体企业利润增速，预计 2018 年企业利润表现将相对平稳。同时，十九大报告中出现多项可能对实体部门产生深远影响的有利政策，工业部门生产改善有望持续。

通胀将有所上行，但不会构成问题。2018 年供给侧改革将转移重心，去产能、去库存和环保限产力度预计将基本维持，工业品价格大幅上行空间有限，2018 年 PPI 预计将呈前平后低走势。CPI 上行但整体可控，阶段性通胀压力再现。

货币环境将延续稳中偏紧态势，财政政策托底经济的意愿或将降低。2018 年货币政策将保持“政策定力”，存贷款基准利率大概率不变，定向降准也不意味着货币政策的转向。在重塑中央和地方财政关系的指导思路下，地方政府隐性财政扩张将受到严格限制，同时财政政策将更加侧重公平。

表 2: 中国主要宏观数据及预测 (单位: 同比增长 %)

指标	2016	2017E	2018E
实际 GDP	6.7	6.8	6.7
CPI	2.0	1.5	2.2
PPI	-1.4	6.3	3.0
社会消费品零售总额	10.4	10.4	10.4
工业增加值	5.9	6.7	6.4
固定资产投资	8.1	7.1	6.9
出口	-7.7	7.2	6.0
进口	-5.5	15.0	10.0
M2	11.3	9.2	10.0
人民币贷款余额 (万亿元)	12.6	13.1	12.2
新增社会融资规模 (万亿元)	17.8	18.0	19.6
1 年期存款利率 (%)	1.50	1.50	1.50
1 年期贷款利率 (%)	4.35	4.35	4.35
人民币汇率 (¥/\$)	6.94	6.60	6.50

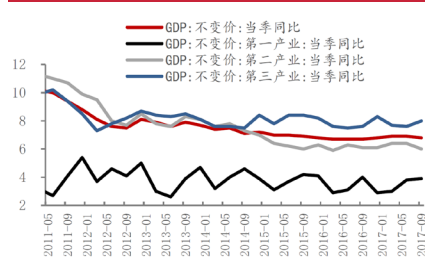
资料来源: Wind、招商银行

投资降、消费稳、出口升

2017 年中国经济韧性十足, 实现超预期增长, 前三季度 GDP 实际增速分别为 6.9%、6.9% 和 6.8%, 累计同比增长 6.9%, 预计 2017 年中国经济增

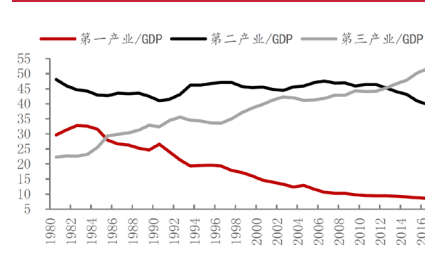
速将落在 6.8-6.9%, 较 2016 年的 6.7% 出现回升, 为 2010 年以来经济增速的首次回升。

图 18: 第三产业增长上升, 第二产业下滑 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 19: 第三产业占比上涨, 第二产业占比下滑 (%)



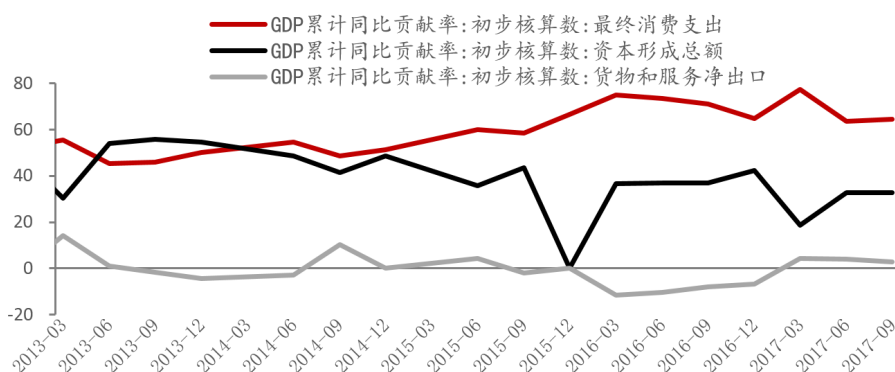
资料来源: Wind, 招商银行

2017年，投资对经济增长的贡献度下降，消费相对平稳，净出口显著回升。

投资和消费对GDP增长的贡献率呈现相反的运行趋势，投资对GDP增长的贡献率在逐年下降，2017年第三季度贡献率为32.8%，而2012-2016

年的平均贡献率为45.9%，相比之下，最终消费支出对GDP增长的贡献在逐年增加，2013年其贡献率为47%，2016年则已上升为64.6%，2017年虽小幅回落，但第三季度仍保持在64.5%的高位。

图 20：投资贡献下降，净出口贡献回升 (%)



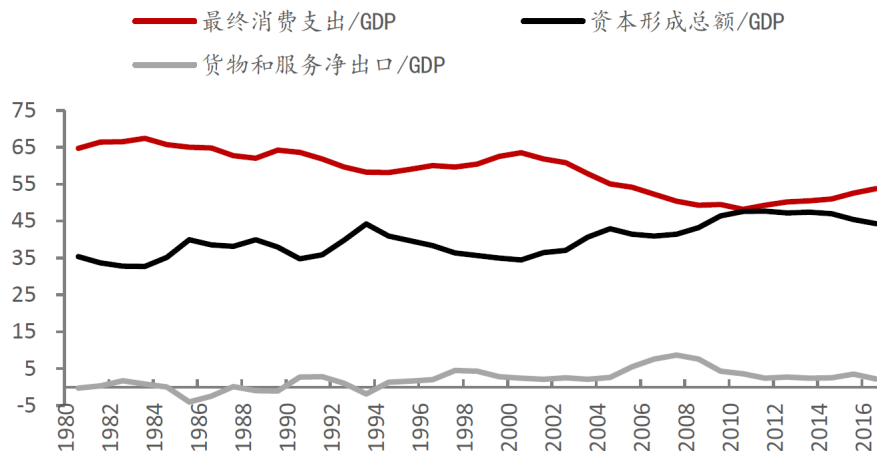
资料来源：Wind、招商银行

货物和服务净出口对GDP增长的贡献率自2014年开始持续下降，2016年已下降至-6.8%，2017年净出口贡献率稳步回升，第三季度贡献率为2.7%。净出口的修复是今年经济增长超预期

的重要因素之一。

GDP 构成变化趋势与产业结构变化的趋势基本一致，都预示着服务业未来的发展潜力，以及开辟新的消费增长点刺激消费对于经济增长的重要性。

图 21：最终消费占 GDP 比持续上升 (%)



资料来源：Wind、招商银行

消费将保持平稳，消费升级仍将持续

消费将平稳增长

展望 2018 年，我们认为，收入的提高对刺激明年消费或可隐约有期待，不过居民消费性支出大幅走弱、汽车购置税优惠政策到期也给消费带来隐忧，预计 2018 年消费难有大的起色，但下行空间有限，整体平稳，全年增速预计维持在 10.4% 左右，消费仍是宏观经济的稳定器。

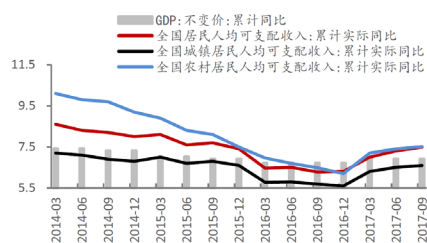
消费在 2017 年继续发挥了中流砥柱的作用。2017 年实体经济回暖，城镇居民实际可支配收入增速企稳回升，接近 GDP 增速。最主要的原因在于，中国的人口结构继续恶化，劳动力占比持续下降，而第三产业的兴起对劳动力的需求有增无减。从全国范围内的求人倍率来看，没有迹象显示就业市场已经或即将出现恶化，求人倍率稳定的保持在 1.0 上方，这意味着工作岗位多过找工作的人，就业市场的稳定将驱动消费继续增长。

不过，消费端也存在潜在隐忧。虽然可支配收入增速回升，但是城镇居民消费

性支出增速却快速下行，与收入增速的缺口拉大。这种现象或许与这两年居民加杠杆买房有直接关系，2016 年居民房贷规模达到 5.7 万亿，较 2015 年暴涨 2.6 万亿，今年居民继续通过消费贷加杠杆。加杠杆的结果是居民大量透支了未来收入，消费性支出相应减少。我们看到 2009 年的居民加杠杆周期后，收入与支出持续出现缺口，也说明居民加杠杆对支出的影响是长期的。本轮全民加杠杆比 2009 年程度更甚，对消费性支出影响的持续时间或将更久。

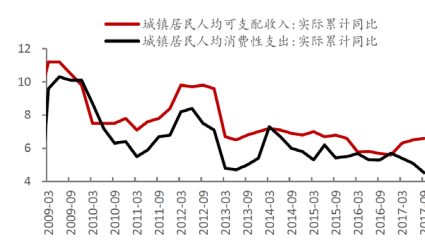
同时，2017 年是汽车购置税优惠的最后一年，上一次为期两年的购置税优惠政策从 2009 年开始，2010 年结束，结束之后汽车销售额同比大幅下滑，而汽车销售占到零售的十分之一以上，2017 年汽车零售额同比增速 6%，2018 年预计将下滑到 0 左右。因此，单纯由汽车销售回落，可能会在 2018 年拉低总体消费增速 0.5 个百分点左右。

图 22: 全国居民可支配收入增长高于 GDP (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 23: 城镇居民收入增长高于消费支出增长 (%)



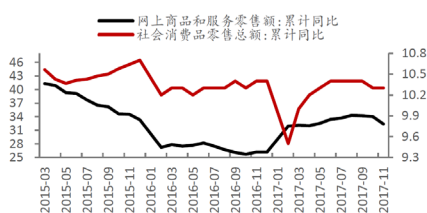
资料来源: Wind, 招商银行

居民追求美好生活意愿加强，消费持续升级

2017年以来，社会消费品零售总额增长相对平稳，11月社会消费品零售总额达到34,108亿元，同比增长10.2%，累计同比增长10.3%。1-11月网上商品和服务零售额同比增长32.4%。随着人均收入水平的提高，居民服务消费不断增加，例如教育、医疗、旅游等。2009年以来，我国服务进口结构中旅

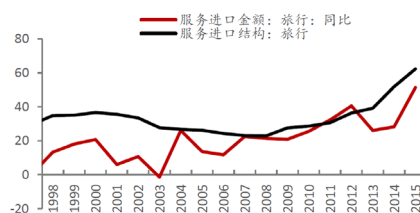
行的占比高速上涨，2015年占比已高达62.31%，出境旅游总额同比增长在2006-2015年间也大幅上涨，2015年同比增长高达51.34%。虽然出境旅游总额一定程度上受人民币升值影响，但也足以表明居民消费观念的改变和对服务消费的需求。

图 24：消费增长平稳，网上消费持续上涨 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 25：消费升级持续，出境游增长迅猛 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

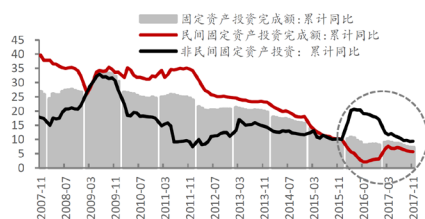


投资将稳中有降

固定资产投资增速持续创新低，依赖于非民间投资增长的现状短期内不会出现逆转。2017 年 1-11 月，固定资产投资完成额累计同比增长 7.2%，为 2000 年以来的最低增速，其中，民间投资累计同比增长 5.7%，非民间投资累计同比增长为 9.37%，同时，非民间投资占比持续攀升，1-11 月占比高达 39.46%。2015 年之前，民间投资

增长急剧下滑，但仍高于整体固定资产投资和非民间投资增速。从 2016 年开始，非民间投资增速开始急剧上涨，在 2016 年上半年曾反弹至 20% 左右，至今仍领先整体固定资产投资和民间投资增速，而民间投资增长在 2016 年 7 月达到历史低点 2.11%。综合来看，我们认为 2018 年整体固定资产投资增长将是稳中有降的格局。

图 26：固定资产投资增速再创新低 (%)



资料来源：Wind，招商银行

图 27：非民间投资占比平稳上升 (%)



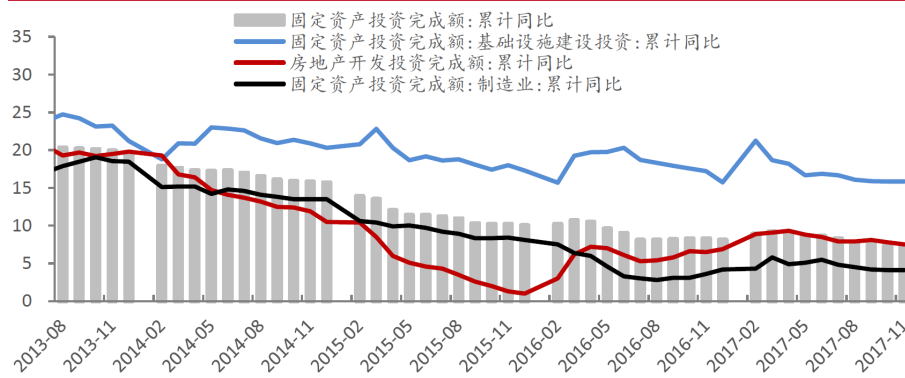
资料来源：Wind，招商银行

基建投资将有所回落

2017 年，基础设施建设投资同比增长保持平缓的下滑趋势。基建投资累计同比增长从 2 月的 21.26% 下降至 11 月的 15.83%，但仍远远高于其他类型的

投资。预计在严控地方政府债务的背景下，基建投资增速在未来一段时间内大概率承压，将保持相对低速的增长，增长速度有所下滑。

图 28：基建、房地产和制造业投资稳中有降 (%)



资料来源：Wind，招商银行

制造业投资低位平稳增长

展望 2018 年，盈利复苏趋势下，市场对资本支出反弹的预期升温，也就是所谓的朱格拉周期。我们可以看到，企业盈利复苏确实带来部分经营指标好转，资产负债率在稳步下行。不过，企业资本支出虽然会受当前盈利水平影响，但更多的是反映未来的经营预期，盈利好转不代表未来的经营预期向好，产成品周转天数的上行也说明需求端或存在

问题，而先导指标 5000 户工业企业设备利用水平的大幅走高也未带来制造业投资的明显反弹，这些都反映出企业对未来经营预期较为谨慎。同时，PPI 中枢下行、出口基数较高也会对企业盈利和投资带来不利影响。因此，我们认为在需求未明显好转的背景下出现新一轮朱格拉周期的可能性较小，2018 年制造业投资预计将稳定在 4% 左右。

房地产投资将转弱，但长效机制带来支撑

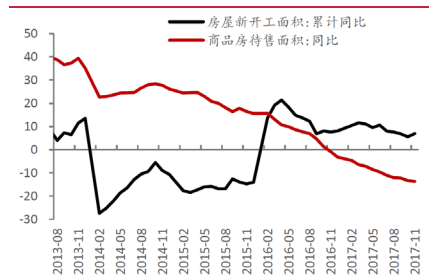
2017 年，房地产投资增长稳中有降，11 月累计同比增长 7.5%。与房地产投资增长缓慢相对应的，一方面是商品房销售面积和销售额增长的持续回落，销售面积累计同比 11 月已下降至 7.9%，销售额累计同比则下降至 12.7%，而 2016 年触顶时，销售面积和销售额累计同比分别高达 36.5% 和 55.9%；另一方面，商品房待售面积同比增长从 2014 年底至今持续下降，11 月已下降至 -13.7%，而房屋新开工面积累计同比从 2016 年底至今保持相对平稳，11 月新开工面积累计同比 6.9%。

目前来看，商品房销售下滑的趋势基本确定，虽然三四线城市去库存政策对销售仍有支撑，但棚改阶段性放缓和外溢效应逐步弱化对后续三四线城市销售

都存在不利影响，预计三四线城市对商品房销售的支撑作用将减弱，销售增速进一步下滑会拖累房地产开发资金来源增速，商品房销售与资金来源形成负反馈机制，从而进一步制约房地产投资的反弹。

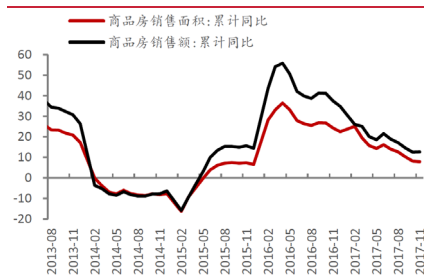
此外，租赁住房有望成为棚改之后新的边际变量，北京、上海等 13 个城市将开展利用集体建设用地建设租赁住房试点，对整个房地产市场将产生深远的影响。租赁住房对房地产投资的影响体现在两个方面，一个是增加土地或存量房屋供应面积，相应推高房地产施工面积，另一个是减少土地购置费，前提是这部分是对商品房指标的挤占，两者对房地产投资的影响正好相反。

图 29：商品房待售与新开工面积增速均下滑（%）



资料来源：Wind，招商银行

图 30：商品房销售面积和销售额增速均下滑（%）



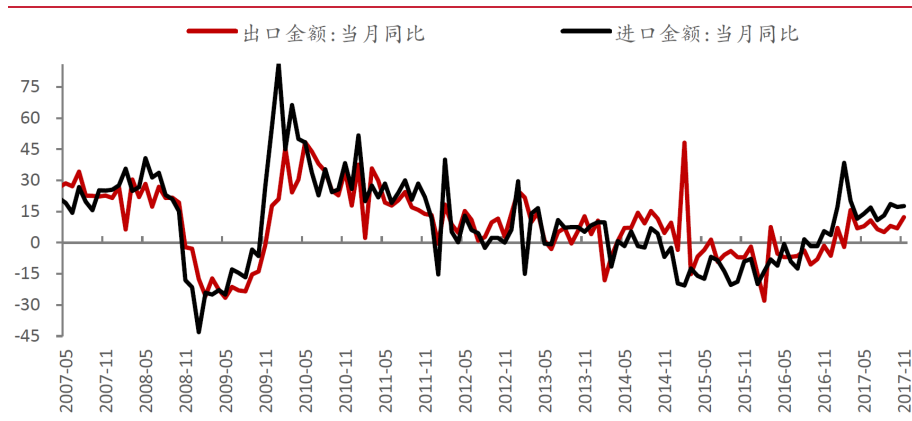
资料来源：Wind，招商银行

外贸对经济增长的贡献将小幅回落

进出口是今年经济超预期的主要边际贡献因素，对 GDP 的拉动较去年增加约 0.7 个百分点。随着全球经济进入正反馈阶段，进出口明年增长依然强劲，

但受今年高基数影响均有转弱。2018 年出口增速预计在 6% 左右，进口增速小幅回落至 10% 左右，进出口对 GDP 拉动效应与今年相比略有转弱。

图 31：进出口增长稳健修复（%）



资料来源: Wind, 招商银行

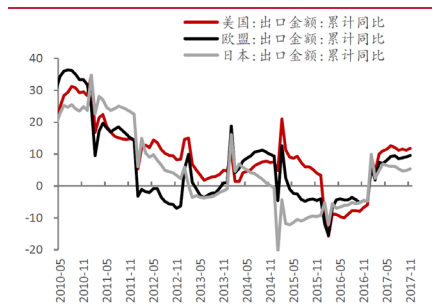
我国出口以制造业产成品为主，且出口国家比较集中，发达国家，尤其是欧洲和美国的需求决定了出口增速。欧洲、美国、日本以及中国香港、东南亚和韩国三处转口贸易发达地区，对六个经济体的出口额占比近 80%。

数量增速有望保持今年高位。价格方面，考虑今年的高基数效应，明年价格增速下行概率较大。预计 2018 年我国出口增速依然强劲，数量和价格分别贡献 5% 和 1%，全年增速 6%。

OECD 综合领先指标与美国制造业 PMI 均领先出口数量指数三个月，出口增速上行至少会持续到明年一季度。全年来看，特朗普税改落地对美国消费有显著的提振作用，欧洲复苏趋势仍在，

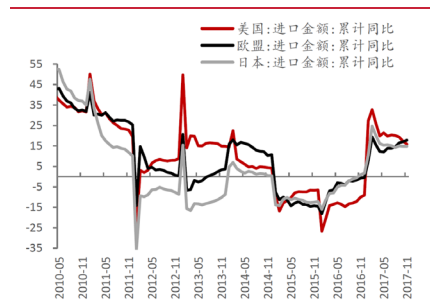
我国进口以大宗商品为主，原油、铁矿石和大豆是进口金额占比最高的三个品种。预计明年进口数量指数随房地产、基建投资增速小幅下行，数量和价格分别贡献 4.5% 和 5.5%，全年进口增速在 10% 左右。

图 32：对欧美出口增长上升，对日下滑（%）



资料来源: Wind, 招商银行

图 33：对欧盟进口上涨，对美日略有下滑（%）



资料来源: Wind, 招商银行

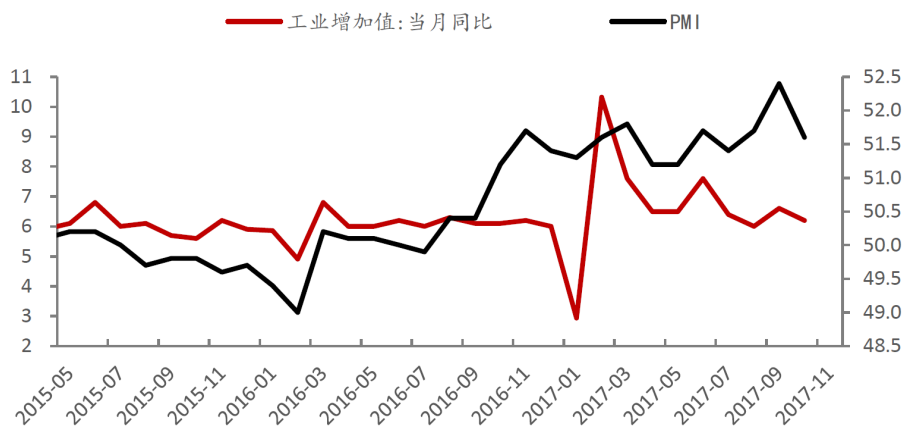
企业盈利和生产有望继续改善

供给侧改革带来盈利修复和结构分化

得益于供给侧改革，工业企业利润增长得到修复。一方面，相比2016年，今年以来工业部门整体经营形势有明显好转，11月工业增加值同比增长6.1%，11月制造业PMI反弹至51.8。另一方面，近两年来工业企业整体利润增长在逐渐修复。2014年工业企业利润总额

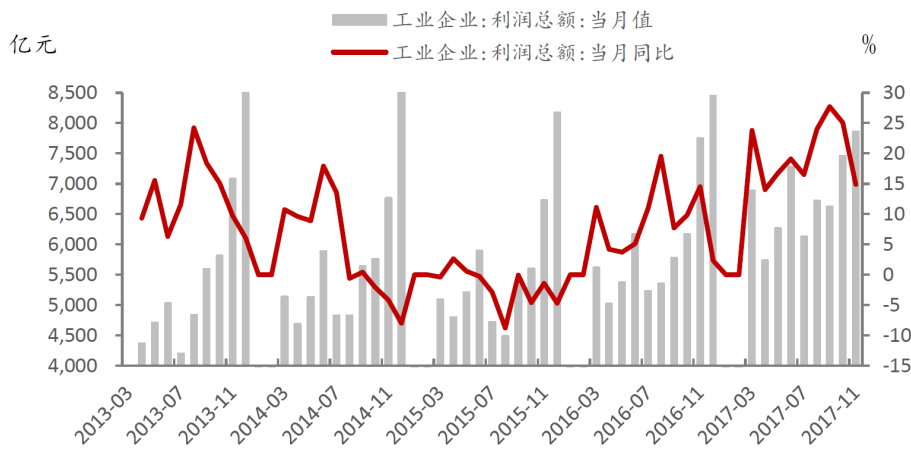
累计同比开始大幅下滑，2015年累计同比进一步下降至-2.3%。2016年工业企业盈利开始逐步修复，截至2017年11月工业企业利润总额累计同比增长已上升至21.9%，相比2016年12月上升了13.4个百分点。

图 34: 工业部门整体稳步向好



资料来源: Wind、招商银行

图 35: 工业企业盈利增长上升



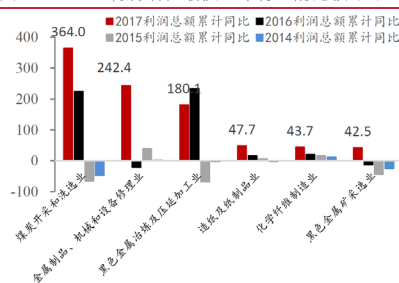
资料来源: Wind、招商银行

工业企业利润增长出现行业结构分化。

近两年来工业企业整体利润增长的修复主要得益于供给侧改革所带来的部分行业利润指数级增长，这部分行业的

利润增长模式表现为过剩产能出清→行业集中度提高→行业总供给下降→供给低于需求导致价格暴涨→价格上涨带来盈利修复。

图 36: 2017 利润增长最快 6 个行业的比较 (%)

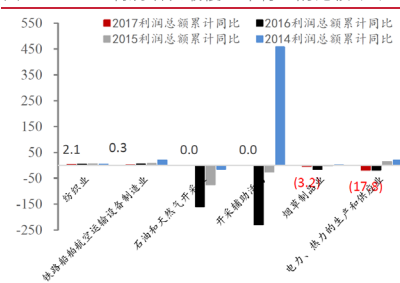


资料来源: Wind, 招商银行

2017 年 11 月利润总额累计同比增长最快的 6 个行业分别是煤炭开采和洗选业，金属制品、机械和设备修理业，黑色金属冶炼及压延加工，造纸及纸制品业，化学纤维制造业，黑色金属矿采选。其中，煤炭开采和洗选业的利润累计同比增长高达 364%，而 2014 和 2015 年的利润增长则低至 -46.2% 和 -65%；黑色金属冶炼及压延加工业的利润累计同比高达 180.1%，2014 和 2015 年则低至 -2.67% 和 -67.9%。金属制品、机械和设备修理业利润总额累计同比为 242.4%，2014 和 2015 年同比则仅为 1.18% 和 37.6%。

2017 年 11 月利润总额累计同比增长最慢的 6 个行业分别是纺织业、铁路船舶航空等运输设备制造业、石油和天然气开采业、开采辅助活动、烟草制品业、电力热力生产和供应业。其中电力

图 37: 2017 利润增长最慢 6 个行业的比较 (%)



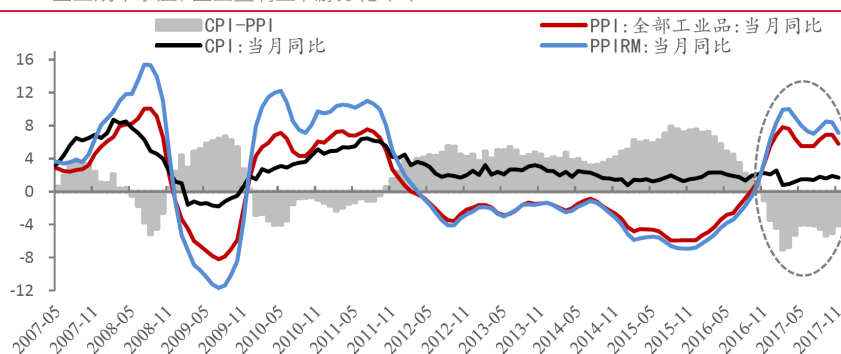
资料来源: Wind, 招商银行

热力生产供应行业的利润累计同比增长低至 -17.8%，烟草制品业利润增长为 -3.2%。

工业企业盈利增长的结构分化体现在价格上。

一方面，上游原材料价格暴涨，工业生产者购进价格指数 PPIRM 同比从 2016 年 11 月至今均高于出厂价格指数 PPI，两者缺口从 -0.3% 转变为 0.2% 之后持续上涨，2017 年 11 月已上涨至 1.3%，这说明中下游生产者面临巨大的成本压力。另一方面，下游消费价格指数 CPI 增长乏力，11 月 CPI 同比回落至 1.7%，CPI 与 PPI 的裂口从 2016 年 11 月至今为止保持了 12 个月的负值，从 -1.05% 扩大至 -4.1%。这说明生产成本无法向终端消费者转移，导致中下游企业盈利增长缓慢，上下游企业盈利增长出现明显分化。

图 38: 企业成本承压, 企业盈利上下游分化 (%)

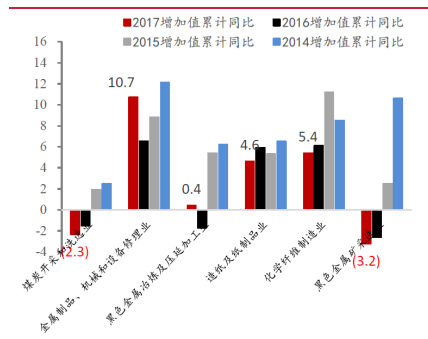


资料来源: Wind, 招商银行

供给侧改革导致上游采矿与原材料行业出现利润与产出增长的背离。2017年利润总额累计同比增长最高的6个行业中，煤炭开采和洗选业的工业增加值累计同比只有-2.3%，黑色金属矿采选业工业增加值累计同比低至-3.2%。煤炭开采、黑色金属冶炼及压延加工、

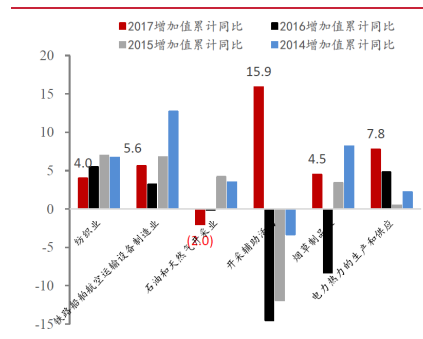
黑色金属矿采选业三个行业的增加值累计同比在2015和2016年均为负值。不同的是，2017年利润增长最低的6个行业相应的工业增加值累计同比却处于-2%-15.9%之间。这说明，上游原材料行业的利润暴涨主要得益于供给强制性压缩带来的价格暴涨。

图 39: 利润增长最快 6 个行业的产出比较 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 40: 利润增长最慢 6 个行业的产出比较 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

盈利和生产的改善有望持续

我们认为 2018 年工业部门生产和盈利的改善将持续。根据十九大报告，供给侧结构性改革的重点将从“三去一降一补”过渡到提高供给体系质量的长期目标。这说明随着供给侧改革的继续深入，供给压缩带来的价格上涨红利将逐渐释放完毕，价格回复到市场水平。

对于上游行业，由于供给改革后存活下来的企业数量减少，市场相对集中，即使不再有价格红利，企业的盈利状况也不会出现严重恶化。对于中下游企业，随着 PPIRM 回落，PPIRM 与 PPI 的缺口也将逐渐缩小，中下游企业成本压

力减少，也有望实现盈利修复。事实上，相比 10 月，11 月 CPI 与 PPI、PPI 与 PPIRM 的裂口均有收缩。

除此之外，十九大报告中也出现多项可能对未来实体经济部门产生深远影响的政策。如建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系；推动混改、全面实施市场准入负面清单制度，防止垄断；形成全面开放新格局，以“一带一路”建设为重点，坚持引进来和走出去并重。当前的政策环境正在逐步促成有利于实体企业的新格局。

通胀将有所上行, 但不会构成问题

PPI 前平后低, 中枢仍不低

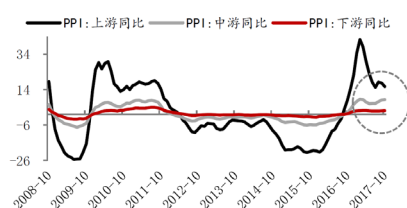
2017 年供给侧改革继续推进, 叠加环保限产, 工业品价格持续超预期, PPI 中枢达到 6%。2018 年供给侧改革将转移重心, 去产能、去库存和环保限产力度预计将基本维持, 但工业品价格已处在高位, 大幅上行空间有限, 油价是 PPI 走势的不确定因素, 目前来看油价大幅上行的可能性较低, 中枢预计在 60 美元左右。2018 年 PPI 预计将呈前平后低走势, 全年在 3% 左右, 中枢仍不低。

环保限产是 PPI 在下半年仍然强势的重要因素。尽管第四轮环保督查于今年 9 月结束, 但环保限产是政府长期政策, 明年预计将继续推进, 且影响范围将进一步扩大。三季度以来, 受环保限产影

响而涨价的行业分布较为广泛, 部分行业甚至高于今年年初的涨幅, 且向中下游的传导更为顺畅, 导致工业企业盈利阶段性改善的持续性较强。

从 PPI 同比的细项数据来看, 今年年初以来 PPI 同比的攀升主要受到煤炭、钢铁、石油等上中游的推动, 目前除仍较明显的翘尾因素以及石油、黑色金属行业的再度反弹走高之外, 最受供给侧改革影响的煤炭采选业价格涨幅已持续减弱, 而中游行业中化纤、造纸等行业接替煤炭采选业在近几年来成为 PPI 超预期的主要推动力, 不过在价格已在高位的情况下, 造纸等行业 PPI 继续大幅上行的可能性不大。

图 41: 上中游行业 PPI 再度反弹 (%)

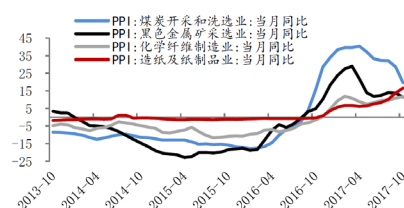


资料来源: Wind, 招商银行

展望 2018 年, 供给侧改革仍会继续推进, 在现有行业去产能力度保持不变的基础上, 政策预计将逐步向其他行业铺开。我们预计 PPI 环比仍有上涨预期。环保限产政策具有中长期延续性, 但边际影响可能有所减弱, PPI 的环比涨幅可能相对温和。

从主要行业来看, 油价同比涨幅和 PPI 同比增速的正相关性较高, 我们预计油价继续大幅上行的可能性不大; 明年煤炭政策可能有所松动, 不过低库存仍将支撑煤炭价格处于相对高位, 但增速将

图 42: 部分中游行业成为 PPI 边际贡献 (%)

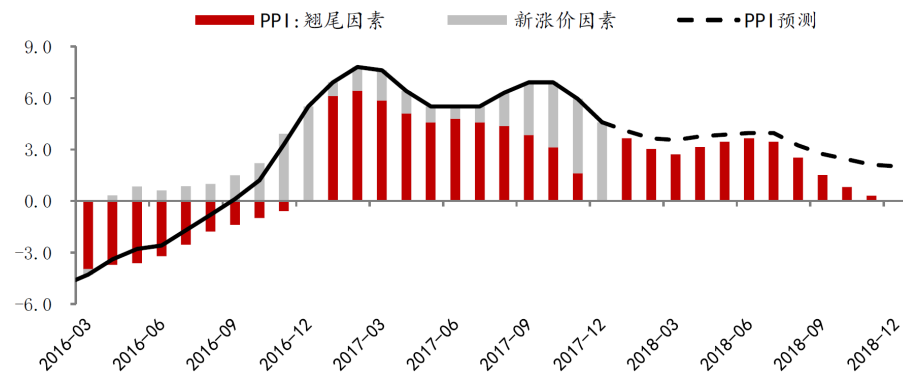


资料来源: Wind, 招商银行

逐渐放缓; 钢铁需求端或增长乏力, 但在去产能背景和明年煤炭仍处于相对高位的判断下, 钢价中枢将小幅上移; 房地产下行对有色需求的影响将逐步显现。

我们预计明年上半年大宗商品价格总体仍可能震荡小幅向上, 下半年阶段性将受环保限产政策影响较大, 环比增速或将继续上行, 高基数下同比将逐步回落。整体上看, PPI 将呈现前平后低的走势, 下半年有一定下行压力, 全年中枢在 3% 左右, 整体仍不低。

图 43: 2018 年 PPI 同比走势预测 (%)



资料来源: Wind、招商银行

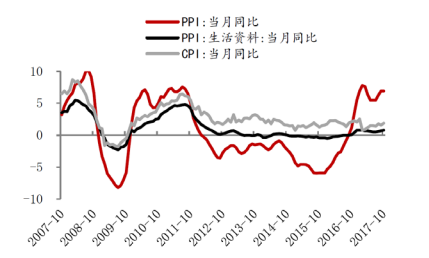
CPI 上行但整体可控, 阶段性通胀压力再现

2017 年以来, 食品价格持续疲软, 拖累 CPI 与 PPI 增速缺口进一步扩大, 而在明年 PPI 中枢将下行和 CPI 低基数的背景下, PPI 与 CPI 的剪刀差将显著收窄。CPI 可能在阶段性接近 3% 的央行目标值, 对货币政策形成一定压力。不过, 在需求未明显复苏、央行严控货币供应的环境下, CPI 不存在持续大幅上行的基础。预计 2018 年 CPI 较今年 1.6% 的增速将明显上行, 同比增速

在 2.2% 左右, 整体仍可控。

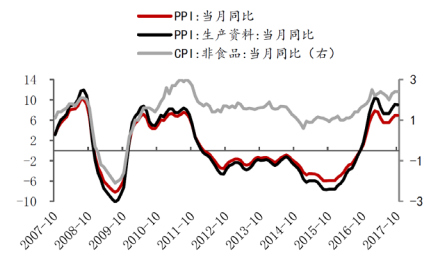
具体来看, 今年以来, 市场一直存在 PPI 持续高位导致 CPI 滞后上行的通胀预期。但我们认为有必要重申我们之前的观点, PPI 对 CPI 不存在明显的滞后传导关系, 两者更多的是同期的相关性, 且 PPI 对 CPI 的传导作用有限, 不会成为 CPI 的大幅上行主要驱动力。

图 44: PPI 对 CPI 不存在明显的滞后传导关系 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 45: PPI 大幅上涨推动非食品价格上升 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

首先，CPI 和 PPI 波动的核心驱动因素不同。PPI 的走势主要受生产资料价格主导，而 CPI 的波动主要受食品价格波动的影响，与 PPI 中的生活资料走势更为接近，这也是目前 PPI 对 CPI 传导作用较弱的主要原因。其次，PPI 对 CPI 不存在明显的滞后传导关系，两者更多的是同期的相关性。不存在滞后传导关系是因为两者的主导因素不同，而相关性主要体现在 PPI 中的生活资料与 CPI 之间，作为下游行业价格的体现，两者间更多的是同期变化关系。

不过，PPI 对 CPI 的非食品价格影响比较明显，尤其是 2012 年之前的走势非常一致，随着大宗商品在 2012 年之后步入熊市，两者之间的相关关系弱化，但整体变化趋势仍较为相似。今年 PPI 在大宗商品价格回暖后持续保持高位，CPI 的非食品价格受此带动也明显上行，2017 年 CPI 非食品价格同比约为 2.3%，较 2016 年上涨 1 个百分点，对 CPI 的下行起到了重要的缓冲。

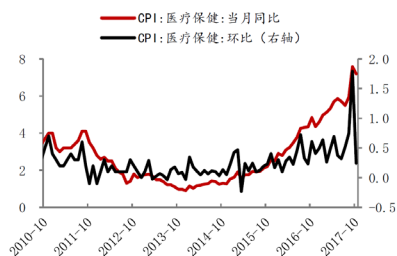
进一步看非食品分项的话，PPI 对非食品的拉动幅度或许有值得商榷的地方。今年，医疗保健是非食品超预期的主要拉动。2015 年以来，CPI 医疗保健分项同比上行非常明显，今年同比中枢达到 6%，较去年上升约 2.5%，拉动非食品同比较去年上行约 0.35 个百分点，超过非食品较同期涨幅的三分之一，而

医疗保健的大幅上涨更多的与医改有关，并非 PPI 的影响。医疗保健的三个分项中，医疗服务的上涨主要受医改影响，而中西药价格的上涨虽然有原料价格上涨的因素，但更多的是低价药的因素，当这一块的影响逐渐淡去后，叠加医保控费，国家药价谈判的深入，医疗保健分项无论从统计上还是实际上都将出现回落。

另外，**油价将是 2018 年通胀的不确定性因素。**2016 年开始石油价格触底反弹带动国内交通工具燃料价格同比大幅上涨，成为非食品中边际变化最大的分项，直接拉高 CPI 的非食品价格。除此之外，石油价格上涨还会带动原材料成本上行，进而造成非食品价格的整体上涨今年油价中枢在 54 美元 / 桶左右，明年如果油价中枢上升到 60 美元 / 桶，那么油价同比在 10% 左右，低于今年其 20% 左右的平均涨幅，也意味着明年非食品价格会出现下行。如果明年油价中枢上升到 70 美元 / 桶，油价同比涨幅将达到 30%，较今年上行，这种情况下非食品价格同比将超过今年，但我们认为这种情况发生的可能性较小。

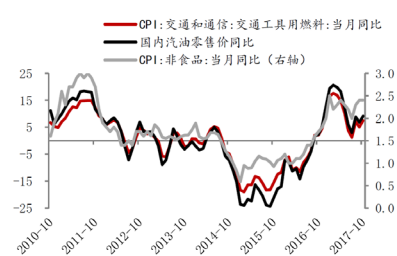
因此，根据对明年 PPI 和油价的预测，我们**预计 2018 年 CPI 的非食品价格同比会呈现前高后低走势，中枢比 2017 年降低约 0.4 个百分点，在 1.9% 左右。**

图 46：2015 年以来医疗保健 CPI 快速上行 (%)



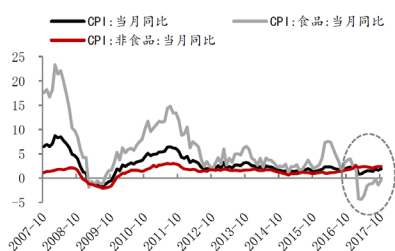
资料来源: Wind, 招商银行

图 47：石油价格对非食品 CPI 有明显影响 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 48: 2017 年食品价格超预期下行 (%)

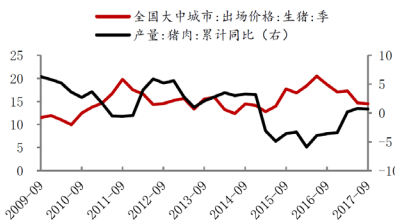


资料来源: Wind, 招商银行

我们认为, **2018 年推高 CPI 的主要原因是今年食品价格的低基数**。CPI 的核心驱动因素是食品价格, 其中又主要围绕猪肉和鲜菜展开。猪肉方面, 经历过 2016 年的一轮猪价暴涨, 2017 年猪价平稳小幅下行。不过, 生猪存栏持续处于历史低位, 能繁母猪存栏量也不断创新低, 再叠加环保因素, 市场一直担心出现新一轮的猪周期。

不过, **我们认为明年不会出现新一轮的猪周期**。2016 年以前, 猪价连续数年保持低位, 对猪价的悲观预期导致大量

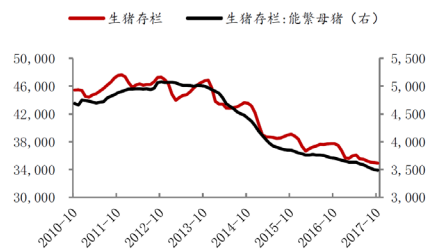
图 50: 猪肉产量同比明显反弹 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

玉米价格是市场担忧猪周期的另一主要因素。饲料成本占到猪肉总成本的接近 6 成, 而玉米是生猪主要的饲料。本轮猪粮比从 2015 年开始大幅上行, 期间对应着玉米价格的下跌。在农业供给侧改革背景下, 玉米收储政策由国家补贴改为“市场化收购 + 补贴”, 失去了国家托底导致市场供需进一步失衡, 叠加国际价格下跌, 导致玉米价格跌幅一度超过 40%。

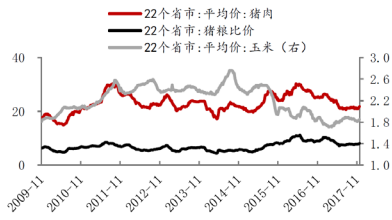
图 49: 生猪存栏与能繁母猪持续创新低 (万头)



资料来源: Wind, 招商银行

散户抛栏并永久退出市场, 由此出现了在母猪存栏量持续下行情况下猪肉价格长期保持低迷的现象。事实上, 猪肉产量在当前环保限产背景下能更好的反映实际的供给情况, 尽管本轮猪周期当中一直没有显著的补栏过程, 但随着环保政策的不断落地, 对猪肉供应的负面影响已经基本过去, 同时环保约束导致规模化养殖带动生产效率和单位体重提升, 今年猪肉产量同比增速明显回升, 这也导致生猪存栏量与猪肉的实际产量存在一定的背离。

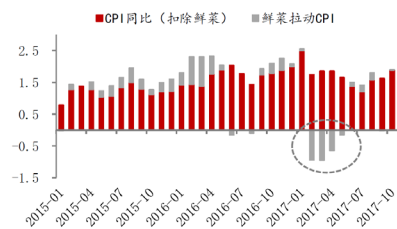
图 51: 猪肉价格和猪粮比价均处在中性偏高水平



资料来源: Wind, 招商银行

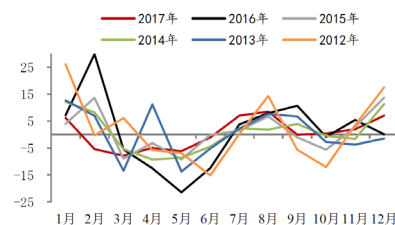
今年玉米价格出现了小幅反弹, 但当前压制玉米价格的基本逻辑并未产生变化。当前的猪粮比水平仍高于盈亏平衡线, 即使玉米价格后续再出现一定程度的上涨, 生猪养殖企业也能够维持一定的盈利, 不会迅速传导到猪价端。因此, 我们认为明年猪价没有明显的上行压力, 更多的是低基数下的同比反弹, 尤其在下半年会体现的较为明显。

图 52: 年初菜价走低大幅拉低 CPI (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 53: 鲜菜价格环比存在明显的季节性 (%)

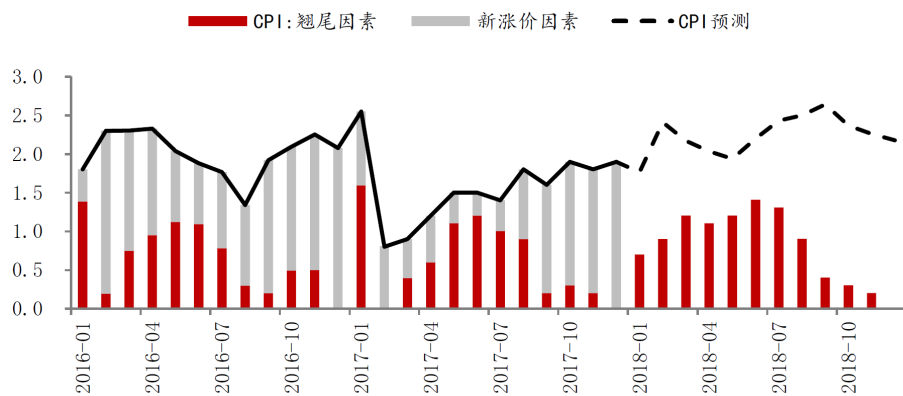


资料来源: Wind, 招商银行

对于鲜菜，鲜菜价格主要受天气影响波动较大。2017 年通胀大幅低于预期的重要原因就是暖冬造成年初菜价较低，加上去年同期极寒天气下鲜菜价格的高基数，年初鲜菜 CPI 同比与去年同期暴涨走势正好相反，最低同比仅为 -27.9%，直接拉低 CPI 达 0.95 个百分点。同时，由于鲜菜不易于保存，导致鲜菜价格具有明显的季节性，也就是说鲜菜价格的波动虽然巨大，但不会存在明显的长期趋势。如果不出现极端天气，基数效应下鲜菜 CPI 或者在明年上半年明显上行。

综上所述，2018 年预计 PPI 中枢下行、医疗保健稳健回落、油价冲击可控，带动非食品 CPI 小幅回落。同时，猪肉价格没有较强上行动能，部分机构预期的猪周期大概率不会出现，鲜菜价格走势受天气影响较大，不存在明显的长期趋势。但在今年过低的基数效应下，明年食品 CPI 预计将大幅走高，带动 CPI 中枢较今年的 1.6% 明显上行，同比增速预计在 2.2% 左右，整体仍可控。不过，CPI 可能在阶段性接近 3% 的央行目标值。

图 54: 2018 年 CPI 同比走势预测 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

货币政策与财政政策

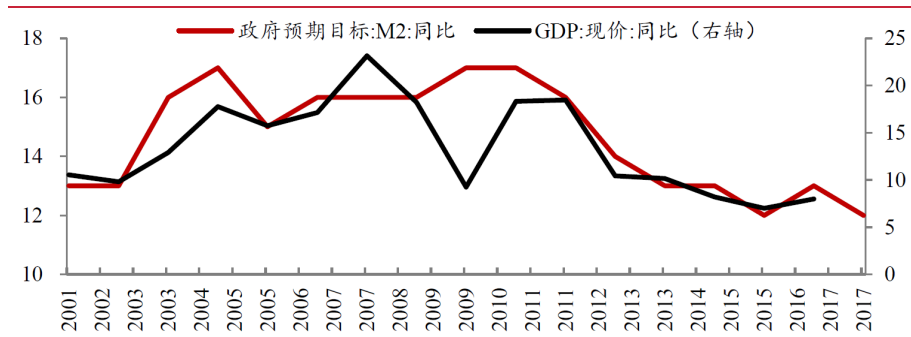
货币环境: 2018 年将延续稳中偏紧态势

预计 2018 年 M2 增速目标值为 11-12%，实际值区间为 9.5-10.5%。

降低宏观杠杆率要求 M2 的增速不显著高于或低于名义 GDP 增速，如果 GDP 增速目标下调，M2 增速可能随之下调。尽管今年央行强调实行的是稳

健中性的货币政策，但是中介目标 M2 的增速大幅低于年初 12% 的目标增速值，央行的货币政策其实是偏紧的。考虑到实际 GDP 增速与 CPI 二者的合力或会使名义 GDP 增速与 17 年持平，M2 的增速目标值为 11-12%。

图 55: 政府 M2 目标增速与名义 GDP 增速 (%)

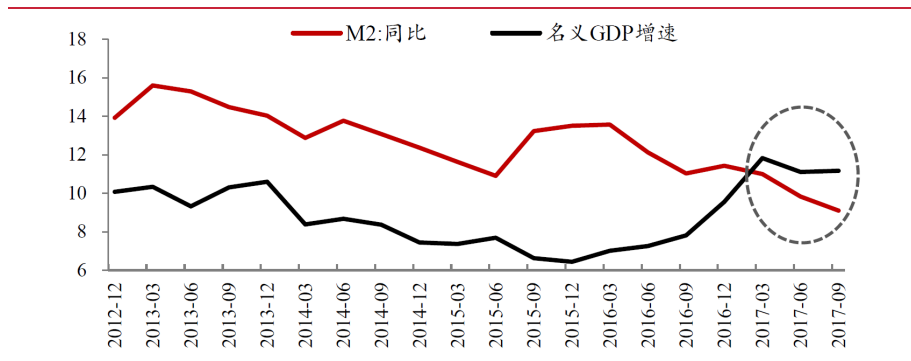


资料来源: Wind、招商银行

M2 的同比增速已经低于名义 GDP 增速，货币政策没有全面宽松的有力支撑，但有可能出现边际宽松的转向，因此我们判断其继续下探的空间有限，全年增速将会在 9.5-10.5% 之间。从信贷收支表的资金主要运用方来看，如果 2018 年继续呈现严监管趋势，股权及其他投资同比增速仍然会下降，但降幅

趋缓；央行大力支持资金流向实体经济，企业贷款的增速相对平稳，但由于对房贷和消费贷的限制，居民贷款同比增速会显著下降。考虑到在悲观、中性与乐观的情形下各分项的变化情况有所不同，M2 的同比增速预计会在 (9.5%，10.5%) 的范围内。

图 56: M2 同比增速与名义 GDP 增速 (%)



资料来源: Wind、招商银行

预计 2018 年人民币贷款余额为 12.2 万亿元，社融余额的同比增速在 13% 左右，新增社会融资规模为 19.6 万亿元。做出这一判断的原因有三：首先，中国经济仍然保持韧性，贷款需求较为稳定；其次，企业融资由债转贷和非标转贷的趋势仍在延续，金融去杠杆使商业

银行收缩非标配置，同时债券收益率高企迫使企业减少通过债券融资；最后，2018 年国债和地方政府债务置换的节奏放缓。同时，伴随着 M2 同比增速的触底反弹，社会融资规模和 M2 的同比增速差距有望收窄。

严监管对商业银行影响的回顾与展望

在宏观审慎下，严监管的氛围依然不改，无论是 2017 年召开的全国金融工作会议中李克强总理提到的“强化金融监管的专业性统一性穿透性，所有金融业务都要纳入监管”，还是年末中央经济工作会议强调防范金融风险是未来三大攻坚战之一，无不表明 2018 年会依然呈现严监管的趋势。

过去五年中小型银行存款占比降低、同业业务依赖度上升、向央行借款增加，这种负债端的结构变化决定了资金成本的上升和流动性的减弱。同业负债稳

定性较差，对金融系统的依赖度较高，这导致负债端对商业银行的制约上升。在这个过程中，资金“脱实向虚”，与同业、资管、表外活动高度关联的银行股权及其他投资科目快速扩张。

2017 年以来，监管部门监管力度大大加强，银监会对“三套利”、“四违反”、“四不当”、“十乱象”进行专项整治，并针对强化风险管控、弥补监管短板、押品管理等连发多个文件，体现了监管层“重服务、防风险、强协调、补短板、治乱象”的决心。

表 3: 2017 年出台的银行业监管文件

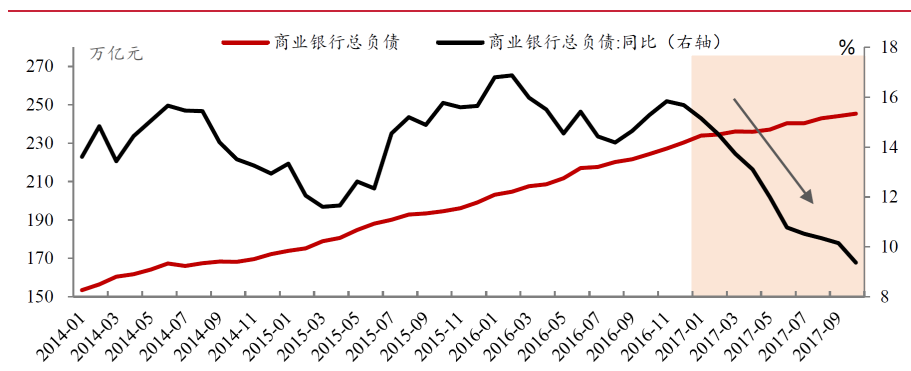
部门	发布时间	监管文件
银监会	3 月 10 日	《关于外资银行开展部分业务有关事项的通知》
	3 月 29 日	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》
	3 月 29 日	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》
	4 月 11 日	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》
	4 月 7 日	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》
	4 月 7 日	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》
	4 月 10 日	《关于银行业风险防控工作的指导意见》
	4 月 12 日	《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》
	5 月 8 日	《关于印发商业银行抵押品管理指引的通知》
	6 月 26 日	《关于进一步规范银行业金融机构吸收公众存款行为的通知》
	8 月 7 日	《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（征求意见稿）
	8 月 23 日	《关于印发银行业金融机构销售专区录音录像管理暂行规定的通知》
	一行三会一局	11 月 17 日

资料来源：Wind、招商银行

2017年一季起，央行在MPA评估时正式将表外理财纳入广义信贷范围。在具体操作上，将扣除现金和存款之后的表外理财资产纳入广义信贷范围，纳入后仍主要对新的广义信贷余额同比增速进行考核和评估，有利于更全面地反映银行体系信用扩张状况，实行全面

宏观审慎管理，防范系统性风险。受此影响，一季度的总负债规模同比增速从15.7%快速下滑至13.7%；二季度降至10.8%；随着一行三会监管思路从“去杠杆”转向“稳杠杆”，三季度下滑速度放缓，至10.2%，四季度又进一步下滑。

图 57： 商业银行资产负债表规模增长、增速下滑



资料来源: Wind、招商银行

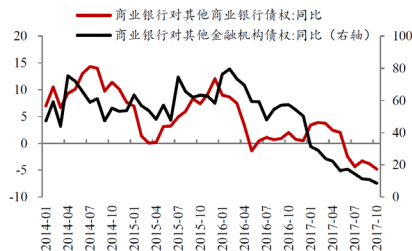
3月底，为防范金融风险，规范银行业经营行为，银监会连续下发“三违反”、“三套利”、“四不当”多项监管文件，全面开展专项治理工作，要求银行业对2016年末有余额的各类业务进行自查并对发现的问题实施整改和问责。

4月7日，银监会发布《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》，提出了24项政策措施要求银行业围绕“三去一降一补”推进供给侧结构性改革，深化改革积极创新回归本源突出主业。《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》中以回归本源、服务实体、防范风险为目标，归纳梳理了股权和对外投资、机构及高管、规章制度、业务、

产品、人员、廉政风险、监管行为、内外勾结违法、非法金融活动等十大方面的行业乱象，要求重点予以整治并严格追究责任。除此之外，银监会还制定了框架性纲领文件，全方位防范金融风险；规范押品管理，完善抵押品风险管理监管；出台债转股新设实施机构征求意见稿，有序推进金融去杠杆；规范银行业金融机构理财及代销产品销售行为等。

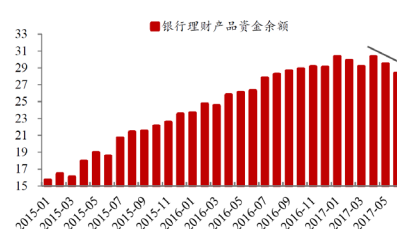
2017年上半年针对银行的监管政策主要指向同业、理财、表外等前期突出的问题，而同业业务规模、理财产品余额、通道业务规模、各类资管产品规模的确随着政策的实施而缩减。

图 58: 商业银行同业业务萎缩 (%)



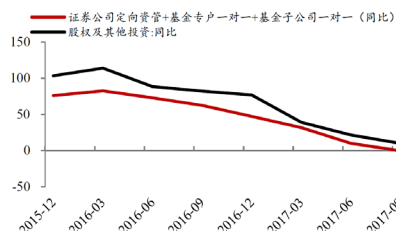
资料来源: Wind, 招商银行

图 59: 银行理财产品资金余额下滑 (万亿)



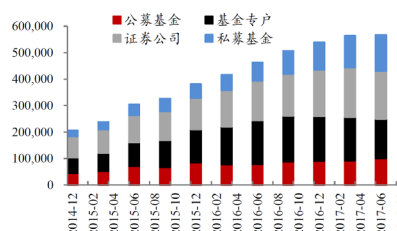
资料来源: Wind, 招商银行

图 60: 商业银行通道业务增速持续下滑 (%)



资料来源: Wind, 招商银行

图 61: 各类资管产品扩张放缓 (亿元)



资料来源: Wind, 招商银行

11月17日晚,“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》,这个首次横跨各类机构的纲领性文件,

涵盖了资管业务的方方面面。未来与资管业务监管有关的具体操作性细则还可能继续落地,严监管会是必然的大趋势。

货币政策: 双支柱下更加立体

周小川行长近期明确指出“央行要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,坚持把维持物价稳定和防控系统性金融风险作为金融宏观调控的核心目标,实施稳健中性的货币政策”。

整体来看,2018 年货币政策将保持“政策定力”,存贷款基准利率大概率不变。央行发布的《2017 年第三季度中国货币政策执行报告》指出“下一阶段,人民银行要紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务,

创新金融调控思路和方式,坚持质量第一,效益优化,实施好稳健中性的货币政策,并加强货币政策与其他相关政策协调配合,加快建设现代化经济体系,为供给侧结构性改革和高质量发展营造中性适度的货币金融环境。”同时,十九大传递出的信息表明,经济发展的重心已经由求量变成了重质。目前实际 GDP 增速略高于潜在增速,同时源于第三产业吸纳就业的能力以及第三产业占比的提高,就业情况不会面临太大的压力。在这样的背景下,政策对于经

济增速波动区间的容忍度更大，未来政府关注的是结构优化，需要“保持战略定力，持之以恒推动经济结构战略性调整”，预计2018年货币政策维持稳健中性，流动性中性适度。**除非出现超预期因素，调整存贷款基准利率的概率不大。**

“削峰填谷”取得显著成效，资金面较为平稳。中国人民银行密切关注流动性形势和市场预期变化，加强预调微调和市场沟通，张弛有度开展公开市场操作，维护银行体系流动性中性适度、基本稳定。一是顺应货币供应方式的变化，考虑金融机构缴纳法定存款准备金需求等因素，以每月一次的频度通过中期借贷便利工具弥补银行体系中长期流动性缺口；二是前瞻性估测收紧和释放流动性的季节性、临时性因素，增强通过逆回购操作主动投放和回笼的灵活性。央行连续投放多少、连续回笼多少都是“削峰填谷”的表现，旨在熨平诸多因素对流动性的影响。从政策效果上来看，对市场的流动性起到了稳定的作用，每

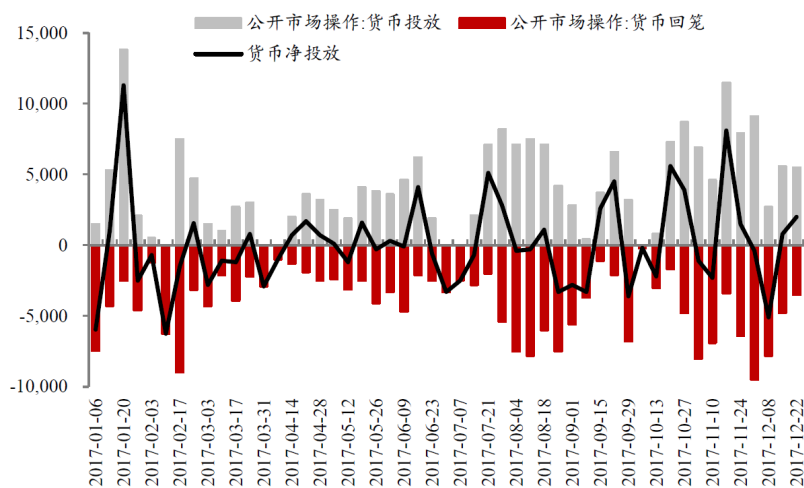
个季度都能大体平稳度过。

定向降准并不意味着货币政策的转向。

9月30日，央行公告称，决定统一对符合普惠金融条件的贷款增量或余额占全部贷款增量或余额达到一定比例的商业银行实施定向降准政策。贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调0.5个百分点；占比达到10%的，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调1个百分点。上述措施将从2018年起实施。

据央行测算，对普惠金融实施定向降准政策可覆盖全部大中型商业银行、约90%的城商行和约95%的非县域农商行，故此次定向接近了普降。但央行宣布这一政策，主要意图在于调整贷款结构，引导金融资源向普惠金融领域倾斜，并非货币政策转向的表现。央行维持流动性中性适度的政策方针并未有变化，同时严监管仍然是主基调。

图 62：央行公开市场操作（亿元）



资料来源：Wind、招商银行

财政政策：不只是托底工具

2018 年财政政策托底经济的意愿或将降低，在重塑中央和地方财政关系的指导思路下，地方政府隐性财政扩张将受到严格限制，部分地方政府主导的基建项目将受到直接影响。

不过，财政政策将更加侧重公平，预计将加大扶贫、社会保障、环保以及中央主导的大型项目的支持力度。因此，我们预计 2018 年财政政策将有保有压，财政赤字率目标仍将维持在 3%。

过去三年，中国财政赤字在不断扩张，尤其是广义财政赤字快速上升。而从结构上来看，相比发达国家，中国财政支出的项目中，经济建设类占比较高而社会保障明显偏低。此次十九大报告明确提出要“突出抓重点、补短板、强弱项，特别是要坚决打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战”。就是要更加侧重公平，解决发展不平衡问题。财政政策作为政府的主要抓手，未来必将向扶贫、环保和社会保障等方向倾斜。这不仅会体现在狭义的财政收支中，广

义的财政支持也会上升。例如，政府利用棚改货币化安置推进房地产去库存的过程中，国开行投放的棚改贷款超过 3 万亿。

从大的方向看，供给侧结构性改革会更加注重补短板，财政资金必将是补短板的第一块砖。近两年国家成立数个国家层面的产业扶持基金，例如国家集成电路产业基金一期，财政部出资 360 亿元，国开金融出资 220 亿元，撬动地方政府、央企和社会资本近万亿。还有财政出资 400 亿的国家新兴产业创投引导基金等，这些国家层面的产业基金与地方政府的产业基金有着本质区别，前者不是政府的托底工具，而是具有战略意义的重大领域或项目，代表国家意志，是供给侧改革补短板的重要一环，必然是财政的重点支持对象。我们认为，未来财政和准财政资金会重点支持高端制造业、新兴产业、军工制造等国家战略产业和中央主导的大型项目。



四、大类资产配置策略

A股市场：由盈利驱动的结构慢牛尚未结束。

IPO及并购重组审批政策出现正面引导信号，企业外延式增长低位回升可期。A股市场投资者结构继续转变，优质公司获得追捧。A股估值系统仍处于合理阶段，并不存在大幅偏高的系统性风险，同时，在政策红利持续推进以及杀估值压力已大幅释放的基础上，可以逐步关注成长板块的配置价值。

港股市场：恒指目标 35000 点。2018 年，港股的主要利好因素包括中国经济显示较强的韧性、中国资金外流忧虑下降、港股企业盈利继续上升和北水南下增加；主要限制因素包括人民币回升势头暂告一段落、恒指估值与外围股市的优势已逐渐收窄以及美联储加息。

债券市场：监管将成为债市决定性因素。泰勒法则指向 2018 年利率上行，基于监管力度不会进一步收紧的假设，预计 2018 年 10 年期国债收益率将在 3.6-4.2% 区间内波动，中枢在 3.9% 附近，且随着时间推移，收益率将缓慢落向区间下轨。

展望 2018 年，预计信用利差整体仍有走阔空间，特别是中低等级的信用利差走阔空间更大。

商品市场：石油温和上行、黄金维持区间波动。预计明年油价继续温和上行，WTI 中枢在 55 美元 / 桶，Brent 中枢在 60 美元 / 桶，较今年均价上行 10%。通胀预期提升但不明朗，对黄金支持力度不足，除非有地缘政治的提振，2018 年黄金价格大概率维持在 1200-1380 美元 / 盎司区间波动的格局，核心波动区间为 1230-1330。

房地产：长效机制下，房价将趋于分化。展望未来，全国范围内房地产价格大幅波动的风险趋于缓和，一线城市房价上涨的速度将放缓，大城市房价上涨最迅速的阶段或许已经结束

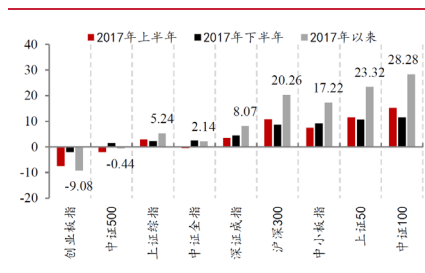
人民币汇率：双向波动格局不变。人民币大概率围绕均衡水平双向波动，预判 2018 年人民币兑美元汇率的波动中枢值为 6.5。央行是否干预外汇市场是央行外汇占款能否持续变化的关键，“清洁浮动”的理想状态正逐步形成。

A 股市场：由盈利驱动的结构性慢牛尚未结束

2017 年 A 股市场运行回顾：业绩为王，大即是美

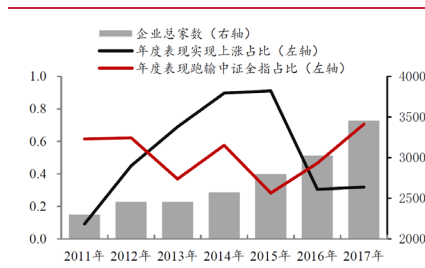
回顾 2017 年，A 股市场继续在存量博弈的行情中演绎，并出现明显的结构分化。从主要指数年度表现来看，大市值指数整体表现略胜一筹。其中，中证 100 指数、上证 50 指数涨幅居前，分别上涨 28.3%、23.3%；创业板指、中证 500 指数则表现靠后，分别下跌 9.1% 及 0.4%。

图 63：主要股指年度表现 (%)



资料来源：Wind，招商银行

图 65：2017 年个股表现明显分化



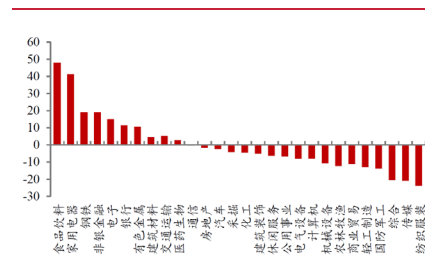
资料来源：Wind，招商银行

从运行情况来看，个股表现严重分化。2017 年上涨的股票数量为 1102 只，在全部 A 股的占比仅 32%；表现跑输中证全指的股票数量占比高达 70.6%，创下 2011 年以来新高纪录。

分析原因，这主要是与投资者情绪尚未从 2015 年后的股灾阴霾中走出、金融

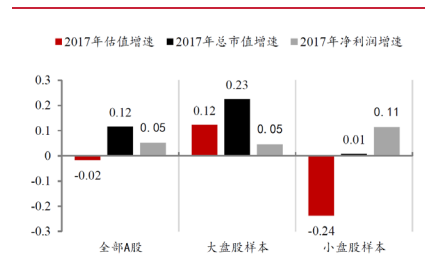
从行业表现来看，跌多涨少，消费板块表现大幅超前。以 28 个申万一级行业指数为样本，10 个行业上涨，18 个行业下跌。其中，食品饮料 (+47.9%)、家用电器 (+41.2%)、钢铁 (+19.0%) 涨幅最高；纺织服装 (-23.8%) 及传媒 (-21.0%) 表现滞后。

图 64：28 个申万一级板块年度表现 (%)



资料来源：Wind，招商银行

图 66：2017 年 A 股表现归因分析



资料来源：Wind，招商银行

去杠杆叠加流动性持续保持紧平衡的情景高度相关，进而促使市场资金拥抱“确定性”的配置逻辑。因此，大盘股出现估值及盈利“戴维斯双击”；小盘股盈利表现尚可，但是杀估值压力仍在释放，表现明显落后于大盘股。

IPO 及并购重组审批出现正面引导信号

IPO 及并购重组审批政策出现正面引导信号,企业外延式增长低位回升可期。

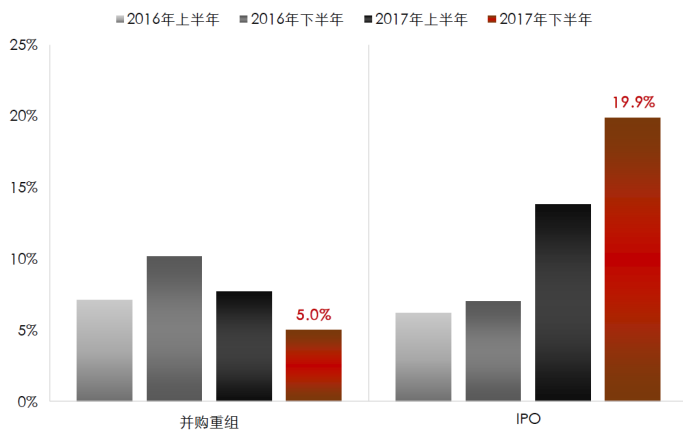
首先,2017 年前十个月,全市场实施并购重组行为超过 2000 家次,其中国有控股上市公司近一年来实施并购重组 530 余家次。上市公司并购重组在加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组方面的主渠道作用日益彰显。

其次,并购重组及 IPO 在审核政策取向出现全面且从严监管的变化。并购重组审核方面,审核通过率上升,但是审核数量下降。一是,对比 2016 年全年 95 次工作会议及正式审核 275 起申请案件情况,2017 年年内重组委共召开 70 次会议并正式审核 158 起申请案件(截至 12 月 15 日)。二是,下半年审核 80 起申请,否决率为 5.0%;上半年审核 78 起申请,否决率为 7.7%;

而 2016 年否决率为 8.7%。IPO 审核方面,自新一届发审委 2017 年 10 月走马上任以来已正式审核 77 家企业的 IPO 申请,其中,46 家获通过,6 家暂缓,25 家被否,通过率仅为 59.7%,亦即在 IPO 审核通过率显著下降。

再次,从数据上可以看出,自重大资产重组以及再融资新规出台后,并购重组行为受到了严格监管,目前并未出现明显放松倾向,同时监管对于符合资格要求的并购重组仍持鼓励支持态度。结合此前证监会表态将严格遏制盲目跨界重组,但鼓励优质重组的内容,监管政策对市场进行正面引导的效果已显现并日趋明晰。此外,目前在已审结的并购重组交易中,同行业、上下游产业整合单数占比不断提高;与此同时,“炒壳”现象明显降温,市场估值体系回归理性。

图 67: IPO 审核否决率显著提升,并购重组审核否决率有所下降



资料来源: Wind、招商银行

最后，在 2017 年 6 月份中国证券业协会第六次会员大会上，证监会主席刘士余也指出：“证券公司不能只盯着承销保荐，更要在并购重组、盘活存量上做文章，为国企国资改革、化解过剩产能、僵尸企业的市场出清、创新催化等方面提供更加专业化的服务，加快对产业转型升级的支持力度”。不容怀疑，监管

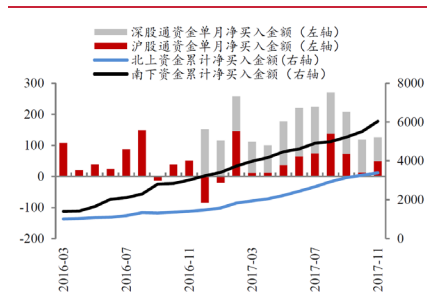
层的态度是鼓励上市公司进行行业整合或产业升级，遏制“忽悠式”、“跟风式”和盲目跨界重组；同时，进一步遏制借助并购重组、非公开发行进行的套利行为。并购重组正面引导对于上市公司外延式增长是一个重要的推动因素，外延式增长将逐步从谷底回升。

A 股机构投资者“质变”提速

首先，互联互通机制稳定发挥效果。自 2014 年 11 月沪港通政策及 2016 年 12 月深港通政策正式开通以来，国际资金稳定流入 A 股市场。值得注意的是，经历了 2017 年 A 股蓝筹板块持续上涨后，对比港股的估值相对优势有所下降，2017 年四季度以来，北上资金净买入额有所回落而南下资金净买入额

明显上升。拆解后，沪股通净买入净额下降，而深股通净买入金额则保持了稳健增长的势头。同时海外资金的偏好开始转向科技创新类股票，在 2017 年 4 季度北上资金净买入最高的 50 只股票中，医药、TMT 等科技板块股票占了 14 只，而 3 季度只有 6 只科技板块股票入榜。

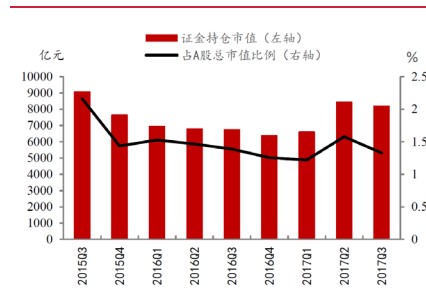
图 68：沪港通及深港通的互联互通机制稳定发挥作用（亿元）



资料来源：Wind, 招商银行

其次，“国家队”在 A 股市场中扮演着越来越重要的角色。“国家队”2017 年三季度持仓达到 4.4 万亿元，创历史新高记录（备注：按照前十大股东 / 流通股股东以及国家队基金统计，实际持仓市值更高），同时持仓市值占 A 股总市值的 7.2%，与二季度末基本持平。从交易比较活跃的证金公司持仓来看，其持股市值占 A 股总市值的比例在三季度小幅下降，这是因为证金公司在二季度进行了大幅加仓，三季度出现小幅减仓。

图 69：证金公司持仓市值占 A 股总市值比例小幅回落



资料来源：Wind, 招商银行

而国家队中持股市值最大的汇金公司持股数量基本不变，市值有所增加，主要原因是持仓股票上涨。因此，国家队在 A 股中仍定位为市场稳定器的角色，对于减缓指数波动起到了非常重要的作用。

综上所述，A 股市场投资者结构继续转变，国际化以及大型机构的占比提高，配合投资行为更趋于理性，市场波动降低，优质公司获得追捧。

A 股估值具备相对配置优势, 投资风格更趋均衡

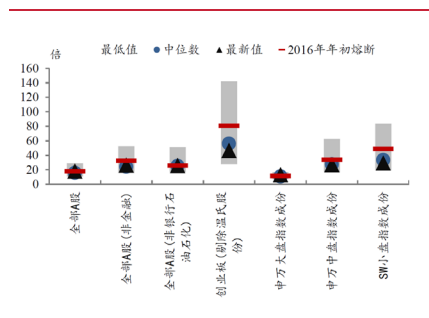
从 A 股整体估值水平来看, 目前均处于 2012 年以来的历史偏低位置, 接近半数指数低于 2016 年年初熔断时的估值位置。其中, A 股(剔除金融石油石化)静态市盈率落在历史分位数的 20% 左右, 创业板估值也从高位大幅回落, 目前明显低于历史平均水平。总体上, 即使考虑 2017 年的上涨情况, A 股不论是价值板块还是成长板块, 估值水平均处于历史低位, 投资性价比较高。

从成长/价值风格来看, 以创业板/沪深 300 指数作为代表, 经过近两年的

调整, 成长股的相对估值水平已经回落到历史低位, 考虑 IPO 提速、定增及并购收紧等负面因素已经基本反映, 从相对估值的角度来看, 成长板块投资价值将逐步显现。

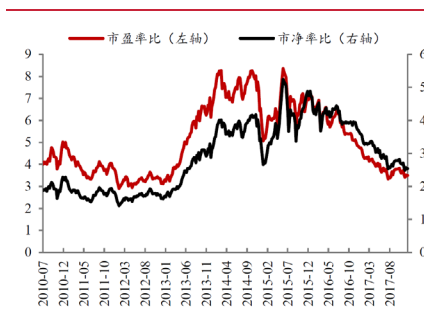
从板块动态市盈率分布情况来看, 所有板块虽较底部有所回升, 但未出现显著偏贵的现象。其中, 主要消费、金融地产、电信及公用事业的动态市盈率略高于 2016 年年初熔断机制的估值位置。

图 70: A 股整体估值仍处历史偏低位置 (2012 年以来)



资料来源: Wind, 招商银行

图 71: 创业板相对沪深 300 估值水平偏低



资料来源: Wind, 招商银行

表 4: 板块动态市盈率分布情况说明不存在估值偏贵的系统性风险

	工业	可选消费	主要消费	医药卫生	金融地产	信息技术	电信业务	公用事业	能源	原材料
最高值	58.17	45.85	47.66	77.79	13.5	128.49	90.96	29.46	47.28	72.85
最低值	14.36	14.43	18.33	23.91	6.11	25.66	28.18	10.16	10.44	16.77
中位数	22.21	22.02	28.27	38.2	9.01	48	42.54	18.06	13.93	28.65
最新值	26.18	23.76	33.35	36.61	9.97	44.31	57.5	23.14	20.46	26.37
2016 年年初熔断机制	31.27	28.91	30.97	46.82	9.19	66.76	48.95	17.27	29.19	46.18

资料来源: Wind、招商银行

综合来看, A 股估值系统仍处于合理阶段, 并不存在大幅偏高的系统性风险, 同时, 在政策红利持续推进以及杀估值

压力已大幅释放的基础上, 可以逐步关注成长板块的配置价值。

总结暨配置策略建议

A 股市场处于长期机遇与短期风险并存的交错期,从战略(1-3 年)的角度看, A 股具备明显的估值优势、投资者结构调整及制度持续完善的条件,加上房价快速上涨周期暂难重现,以及债市去杠杆进程尚未结束, A 股具备较好的大类资产配置价值,也将吸引资金流入。

从战术(1 年以内)的角度看, 2018 年信贷收缩、去杠杆进程提速以及海外政策变化都将导致流动性相互作用及影响路径更为复杂,对 A 股上行也会构成一定的负面制约,但是企业盈利保持较高增速及风险偏好选择对市场的影响中性偏正面,因此我们重申战略上对 A 股并不悲观。

路径猜想上,A 股仍以结构性行情为主,大致分为三个阶段。一季度到两会之前,金融监管政策及货币政策将延续目前偏紧的大方向不变,加上对 2017 年经济实际运行情况及 2018 年经济下行容忍度猜想暂难证伪,企业盈利仍是最重要的投资主线, A 股最大的可能性还

是延续缓慢震荡上行的走势,上涨空间受到政策压制,下跌空间更是有限,价值投资仍占据主导地位。因此在指数波动有限的情况下,精选板块的意义更加显著。两会后,市场对经济运行脉络将更加清晰,CPI 及 PPI 的剪刀差可能开始收敛,加上政策推进或提速,市场需要重新适应新的预期。二季度末以后, MSCI 配置 A 股的资金将陆续到位,尽管只是杯水车薪效果(测算约 1000 亿人民币左右),但是对于具备低估值且增长前景的板块将产生提振的作用。全年来看, A 股市场由盈利驱动的结构慢牛征途尚未结束。上证综指长时间低于 3000 点以下的风险应可控,调整将是再配置的机会。

具体板块上,建议重点配置高端先进制造,主要包括 5G、半导体、人工智能等;核心资产仍建议优先考虑盈利增长稳定的消费医药板块;以及持续受益政策红利的环保板块等。



港股市场: 恒指目标 35000 点

2018 年, 港股的主要利好因素包括: 1) 中国经济显示较强的韧性, 2) 中国资金外流忧虑下降, 3) 港股企业盈利继续上升, 估值有望小幅上调, 4) 北水南下增加。另一方面, 一些因素也将限制港股升幅, 包括 1) 人民币回升势头暂告一段落, 2) 恒指估值与外围股市的优势已逐渐收窄, 3) 美联储加息, 香港市场资金料受影响而逐渐减少。

企业盈利方面, 预计 2018 年恒指每股盈利上升 9.0%, 为 2015、2016 年盈利下跌后, 连续第二年回升, 盈利上升周期之中, 估值往往趋升。如果预测盈利如目前所料在未来一年继续上升, 则

恒指估值仍有上调空间。

目前恒指 2017 年预测市盈率为 13.7 倍, 参考 2015 恒指见顶时的 15 倍预测市盈率(经调整一次性盈利), 考虑到目前与 2015 年的主要分别, 在于恒指盈利当前处于上升周期, 而当年处于下跌周期, 因此相信恒指估值可继续向上重估, 但当前全球货币政策已开始出现收紧, 且预期于明年进一步收紧, 估值上须略打折扣, 以 14.6 倍预测市盈率为目标, 相当于 35,000 点, 意味着恒指在 2017 年有 17% 的潜在上升空间。

图 72: 恒指预测盈利及市盈率



资料来源: 招银国际、招商银行

过去三十年, 恒指平均每月高低波幅为 10.2%, 2017 年恒指升幅虽大, 但波幅却异常低, 仅有 5.26%, 几乎只相当于过往一半, 创至少三十年新低。随着恒指今年累积了较大升幅, 估值较海外股市的折让已收窄, 获利回吐的压力在增加, 加上美联储继续加息及开始缩表, 预计香港银行于 2018 年将开始加息, 资金趋紧的风险增加, 估计恒指波幅将回升。

“沪港通”目前开通已满三年, “深港通”亦已于 2016 年开通, 港股通(沪深合计)

成交额较刚开通时上升达九倍。港交所披露, 截至 10 月 31 日, 港股通三年累计成交 33,270 亿港元, 北水累计净流入 6,375 亿港元, 港股持仓达 8,088 亿港元, 较 2016 年底翻倍。

最近三个月, 港股通南下资金规模明显上升, 尤其是经深港通渠道, 较 8 月份大涨两倍。由于深港通合格股份包括小市值股(沪港通主要包括大中市值股), 表明内地资金对香港小市值股票的兴趣在逐渐增加。

债券市场：监管将成为债市决定性因素

泰勒法则指向 2018 年利率上行

在我们的研究体系中，利率定价模型（即本土化的泰勒法则）与监管变量构成利率市场的双轮驱动，泰勒法则决定了无风险利率的均衡水平，是利率研究的核心，

监管变量则围绕均衡水平引发溢价或折价，是中国市场特色之一，2013 年之后，监管变量对利率的影响日益显著。

图 73：利率定价模型预测 2018 年无风险利率均衡水平（%）

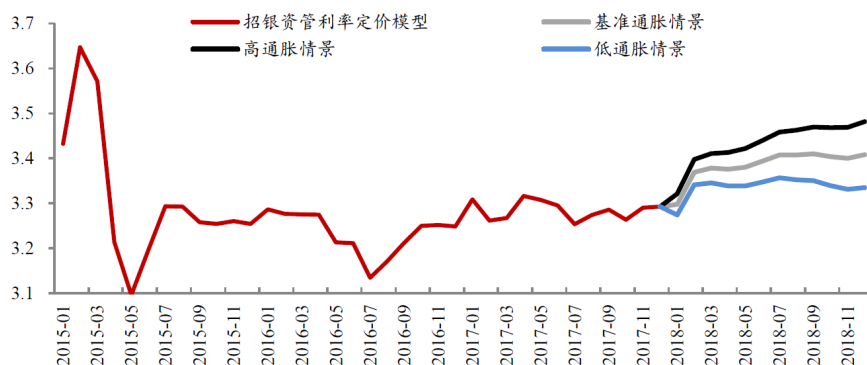


资料来源：Wind，招商银行

在假定经济增速有所回落，通胀有所上升，货币投放和资金面维持当前水平的情景下，模型显示 10 年期国债收益率将逐步抬升，至 2018 年底的均衡水平

为 3.41%，较 2017 年底的 3.29% 上升了 12 个 BP，也即在 2018 年，宏观基本面决定的无风险利率均衡水平将出现 10 个 BP 以上的抬升。

图 74：不同通胀情景下的 2018 年无风险利率均衡水平（%）



资料来源：Wind，招商银行

在利率模型的诸多变量中，通胀是2018年最为关键的变量之一，在通胀上行已经确定的背景下，我们假设了以2.2%通胀水平为基准，以2.8%为高通胀、以1.5%为低通胀的三种情景，

得出明年的10年期国债利率均衡水平在3.33-3.48%之间，即在通胀超预期的情况下，国债利率均衡水平的上行幅度可能会达到20个BP。

监管因素将决定债市拐点

然而，2013年后，泰勒法则对中国国债利率的解释力度出现明显弱化，原因在于自2013年钱荒开始，监管对债市的影响力显著提高，**监管收紧对债券收益率带来监管溢价，监管放松则带来监管折价，我们将其称为债市的监管变量。**

以10年期国债的实际利率减去泰勒法则计算的均衡利率，可以近似模拟出监管变量对债券市场的冲击幅度，可见在2013年以前，监管折溢价虽经常发生，但持续时间均较短，而2013年后，监管折溢价出现长时间的显著存在。

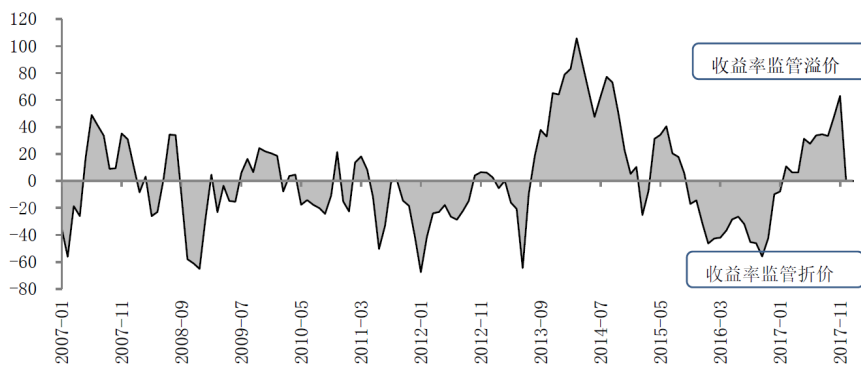
2013年上半年，央行公开市场操作从净投放转为净回笼，6月重启央票，钱荒爆发，收益率大幅上涨，市场情绪出

现脱离基本面的极度悲观，监管溢价达90个BP，2014年底至2015年底，央行连续多次降准降息，监管环境相对宽松，债券进入大牛市，市场情绪出现超越基本面的极度狂热，至2016年年中，监管折价达60个BP。

此后，随着监管环境的收紧和金融去杠杆的展开，监管折价开始迅速收敛并转为监管溢价，事实上，**监管折价的修复，贡献了本轮债券熊市一半的跌幅。**

截至2017年12月初，10年期国债收益率的监管溢价大约为60个BP，为过去10年来第二高，仍不及2014年初的100个BP。

图 75： 监管变量带来的10年期国债收益率的折溢价 (BP)



资料来源: Wind、招商银行

这意味着在泰勒法则给定的利率不变的情况下，10 年期国债收益率在 2018 年理论上会有 50 个 BP 的下行空间(从 3.9% 至 3.41%)。不过，结合实际的监管环境，除非强监管措施全部撤出，否则不可能出现这种情况，债券收益率大概率 2018 年全年都将维持监管溢价。

但无论如何，监管变量已经成为债市中短期的绝对主导因素，2018 年监管变量的拐点也就意味着债市的拐点，考虑到金融去杠杆已初见成效，资管新规落地仍存在过渡期和博弈空间，监管力度

在 2018 年持续加强的可能性不大，我们认为较大可能是维持现有力度，如果市场对监管因素逐渐消化，则监管变量的拐点将逐步探明，债券收益率的监管溢价也将收窄。

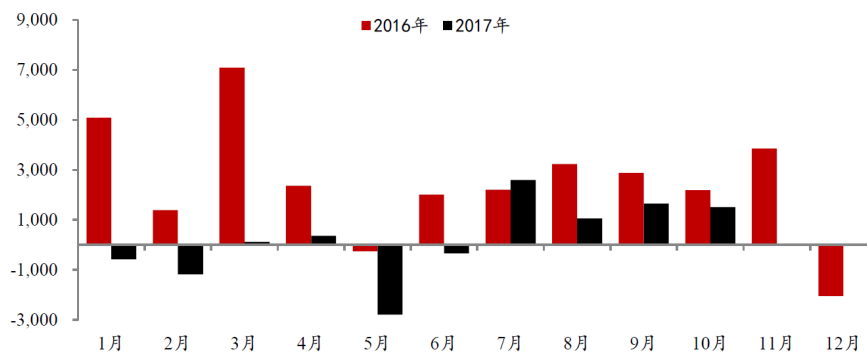
因此，基于监管力度不会进一步收紧的假设，结合泰勒法则给出的利率上行，我们预计 2018 年 10 年期国债收益率将在 3.6-4.2% 区间内波动，中枢在 3.9% 附近，且随着时间推移，收益率将缓慢落向区间下轨，当然在某些因素叠加下，不排除短暂向上或向下突破这一区间。

信用利差料仍有走阔空间

2017 年的信用利差大体呈现先收窄后拉宽的走势，总体而言，与利率债的大幅下跌相比，信用利差走阔幅度有限，特别是与国开的信用利差，仍处在相对的历史低位。

造成这种变化的原因，一方面是债券大跌带来信用债净供给减少，造成信用债奇货可居的稀缺性，一方面是宏观经济的企稳和维稳因素使得 2017 年信用违约少于去年，安全性相对上升。

图 76：信用债月度净融资规模（亿元）



资料来源：Wind、招商银行

展望 2018 年，预计信用利差整体仍有走阔空间，特别是中低等级的信用利差走阔空间更大，原因在于：

1) 信用债下跌通常滞后于利率债下跌，2017 年年末利率债大跌对信用利差的传导，可能会在 2018 年第一季度继续释放；

2) 宏观经济下行趋势未变，从发行人情况来看，发行主体的微观指标改善低于预期，甚至不排除再次恶化，造成违约增多；

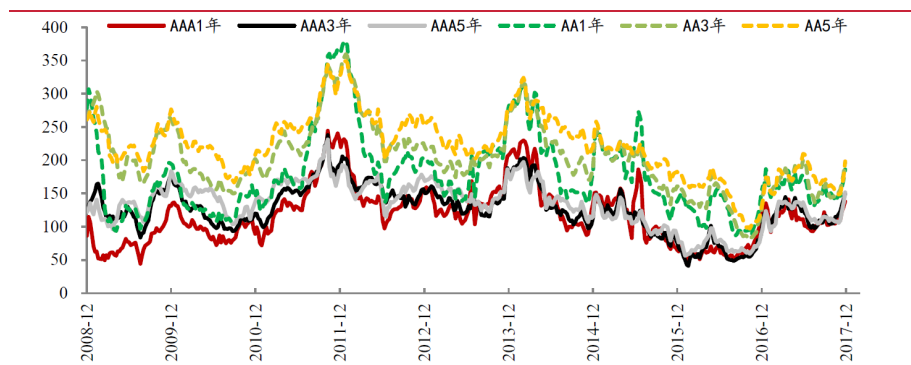
3) 明年维稳压力小于今年，违约压力可能得到释放；

4) 资管新规造成非标准化融资趋于减少，那些无法通过标准化手段融资的企业，财务压力会显著上升。

其中针对第二点，即发行人的微观指标，我们统计了四个偿债指标的走势：现金到期债务比、现金流量利息保障倍数、经营活动现金流 / 带息债务、EBITDA / 带息债务，这四个指标的三类统计结果均显示出发债企业的偿债能力在恶化，说明偿债能力的恶化是全方面的。其中，过往偿债能力指标表现较好的企业（75% 分位数）在现金到期债务比、经营活动现金流 / 带息债务、EBITDA / 带息债务这三个偿债指标下行最快，而过往偿债能力指标表现较差企业（25% 分位数）的现金流量利息保障倍数下行幅度较大，这部分企业未来还本付息的进度需要密切关注。

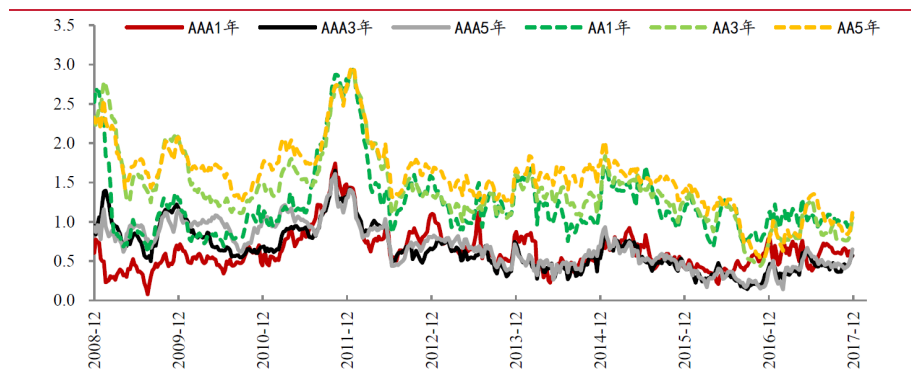
因此，预计 2018 年信用债违约家数和金额都会高于 2017 年，带来信用利差的持续重估，中低等级信用债压力会更大，高评级则仍享有相对优势。

图 77：与国债信用利差 (%)



资料来源：Wind、招商银行

图 78：与国开债信用利差 (%)



资料来源：Wind、招商银行

商品市场：石油温和上行、黄金维持区间波动

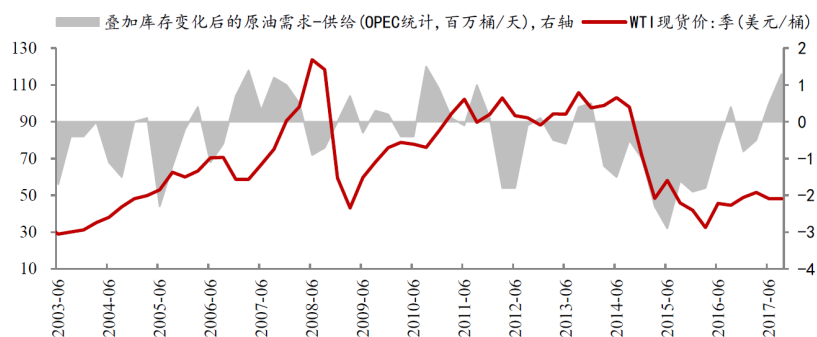
油价中枢将温和上行

美国页岩油供给弹性显著高于传统原油，能快速影响原油供给量，因此页岩油成本区间和全球供需基本面是决定油价走势的核心。目前油价水平下美国原油供给增速有限，OPEC 限产执行效果较好，限产协议延续到 2018 年年底，原油供需差继续回落，长期油价温和上行趋势不变。

近期受沙特反腐、伊拉克库克地区事件等突发事件影响，供给减速超预期，原

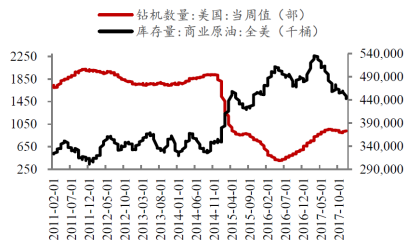
油库存落至低位，油价短期快速上行，WTI 价格突破 55 美元 / 桶，Brent 突破 62 美元 / 桶，但近美国钻机数已出现明显增加，Brent-WTI 价差也有走弱趋势，沙特、俄罗斯等传统原油国为保住市场份额，**明年超预期减产概率不大，油价景气背景下或会提前结束限产。预计明年油价继续温和上行，WTI 中枢在 55 美元 / 桶，Brent 中枢在 60 美元 / 桶，较今年均价上行 10%。**

图 79：原油供需差领先油价 6 个月



资料来源：Wind，招商银行

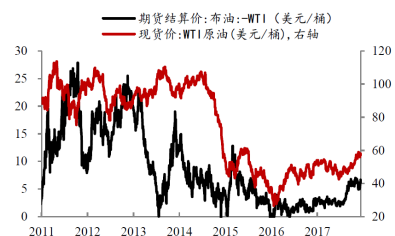
图 80：美国原油库存及钻机走势



资料来源：Wind，招商银行

从主要大宗商品来看，煤炭、铁矿石、铜等大宗商品价格已经站上高位，继续上行空间有限，油价中枢温和上行预期下，明年全球 PPI 高位回落的概率较大。但中国供给侧改革依然保证了工业品

图 81：Brent-WTI 价差收窄



资料来源：Wind，招商银行

价格继续维持高位，考虑中国世界工厂对上游大宗品价格的影响力，明年大宗商品价格快速回落的机会也不大，预计明年全球 PPI 会小幅下行。

通胀预期提升但不明朗，对黄金支持力度不足

回顾 2017 年，尽管地缘政治危机此起彼伏，美国税改方案进程一波三折，但是黄金最终没能顺势突破 1380 美元 / 盎司的关键阻力位，出现冲高回落，全年波动区间在 1260-1310 美元 / 盎司之间。分析运行特征，我们关注两个关键性的变化：

朝鲜局势在四季度依旧紧张，特朗普“通俄门”事件在四季度也有发酵的势头，但是黄金并未像三季度那样受避险情绪的影响下冲高，说明避险情绪推升黄金价格的边际效应已经递减；

美国国债收益率曲线趋于平坦化，短端利率上行尚未传导到长端，因此从实际收益率上对黄金的趋势性影响较难形成。

展望 2018 年上半年，我们判断地缘政治危机仍悬而未决，朝鲜由于此前试射了射程可以覆盖到美国本土的导弹因此实质上推升了该地区地缘政治的紧张程度；特朗普“通俄门”事件至今未有定论，且随着时间的增加，大检察官收集到更多的证据，有可能风险在

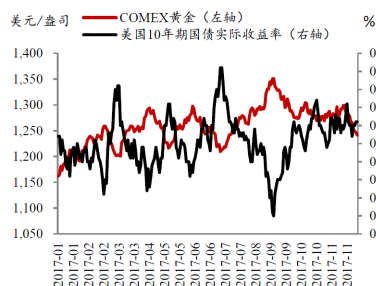
2018 年上半年集中释放，这些有可能会推高风险情绪，作为黄金价格的支撑因素。

结合我们对通胀的判断，我们认为 2018 年上半年美国通胀上行概率不明显，黄金较难走出趋势性行情。期限利差继续收窄的情况下，美联储持续加息对长端利率传导的效应递减，从美国十年期实际收益率角度考虑对黄金的影响仍偏微弱。

从美元的角度来分析，近期黄金走势和美元的负相关性相对明显，结合我们对美元的看法，预计美元在 2018 年一季度在加息预期和减税利好的共同作用下，有一定的支撑，上方阻力位在 95-97 附近。因此对于黄金来说，相对偏利空。

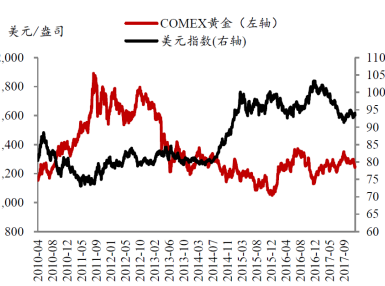
综合以上分析，我们认为除非有地缘政治的提振，2018 年黄金价格大概率维持在 1200-1380 美元 / 盎司区间波动的格局，核心波动区间为 1230-1330。

图 82: 黄金价格和美国 10 年期国债实际收益率相关



资料来源: Wind, 招商银行

图 83: 短期黄金价格更易受到美元指数波动的影响



资料来源: Wind, 招商银行

房地产：长效机制下，房价将趋于分化

以市场化为导向的房改启动以来，中国房地产市场取得突飞猛进的发展，对解决居民住房和拉动经济起到了重要作用，但在地方政府依赖土地财政的背景下，单纯依靠市场提供住房也显现出一些问题，特别是一二线城市房价高企，泡沫化势头愈来愈明显。

十九大指出，“坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，我们认为，这意味着：

- 1) 房地产市场会从“市场化”转向“市场与政府并举”。政府将在未来的房地产市场中发挥重大作用，重点将是平抑房价、分流购房压力、解决中低收入人群住有所居；
- 2) 政府将通过引入社会资本，规定土

地用途、租售同权等手段，由政府和市场共同提供只租不售以及长期租赁房源，引导需求从过度拥挤的购房市场分流至租赁市场；同时，也会加大面向中低收入人群的保障性住房建设；

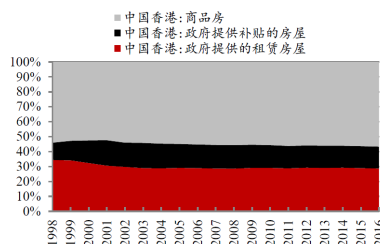
3) 投机性购房等炒作行为将受到抑制，大城市的限购限贷政策会长期存在；

4) 房产税可能会加速研究推进；

在此背景下，我们认为房地产定价机制中政府调控力量会逐渐增强，只租不售和长租房源的大量入市，会分流购房压力，政府提供的面向中低收入人群的共有产权或交易受限的住房会逐步增加，香港公屋、新加坡组屋模式可做借鉴。

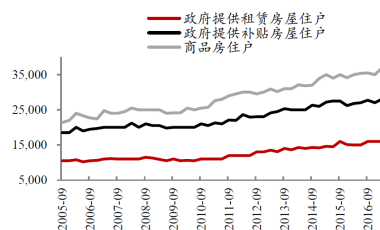
展望未来，全国范围内房地产价格大幅波动的风险趋于缓和，一线城市房价上涨的速度将放缓，大城市房价上涨最迅速的阶段或许已经结束。

图 84：香港房屋类型占比（不含私房）



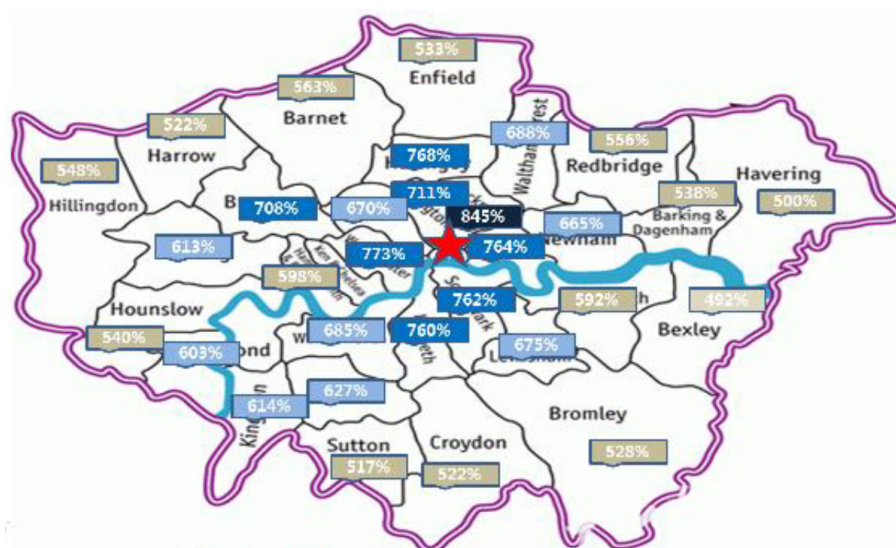
资料来源：Wind，招商银行

图 85：香港各类型住户的月收入中位数（港元）



资料来源：Wind，招商银行

图 86: 伦敦分区域房价涨幅 (1995-2016 年)



资料来源: Wind, 招商银行

但同时,在大城市内部,房价的区域分化仍将继续。与国外大城市相比,中国一线城市核心区房价偏低,而郊区房价偏高,因此,我们认为一线城市核心区,特别是 CBD 附近或绝版景观区域的房价仍有可持续的上涨空间,具体可参考纽约曼哈顿、伦敦金融城片区的房价。

房地产长效调控机制的建立,离不开金融体系的支持,以往金融对房地产业的支持主要体现在开发贷、居民按揭贷款等,但随着新型物业形式的出现,针对

长租房源的地产 Reits、ABS 等融资需求面临极为广阔的发展空间。

但也需要指出的是,从已有的信息来看,由于国内大城市租售比过低,通常不超过 2%,因此即使政府以较低的价格出让租赁地块,其未来租赁回报也只有 5-6%,这一回报水平可能刚刚打平甚至不足以覆盖 Reits 的融资成本,这将对长租住房债权类融资构成较大限制,或许需要更多股权类融资的替换。



人民币汇率：双向波动格局不变

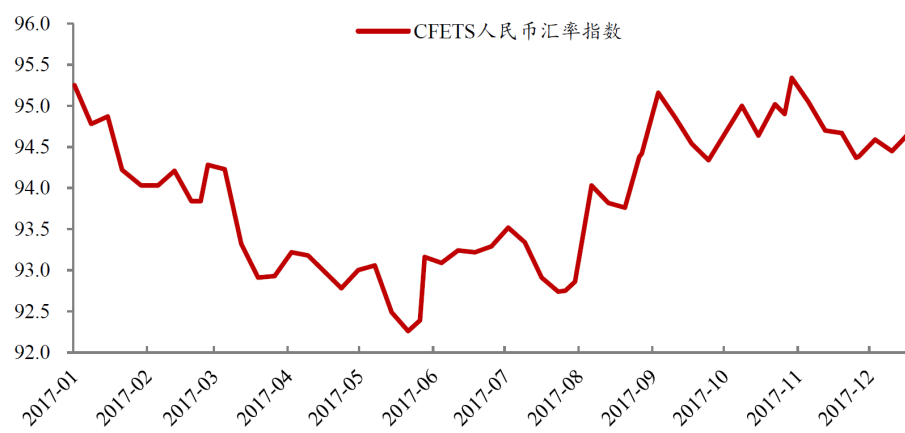
人民币大概率围绕均衡水平双向波动

预判 2018 年人民币兑美元汇率的波动中枢值为 6.5。5 月 26 日，外汇交易中心公布，外汇市场自律机制汇率工作组将在人民币对美元汇率中间价报价模型中引入逆周期因子，以对冲市场情绪而放大的单边市场预期，人民币对美元汇率中间价的形成机制将变为“前一交易日日盘收盘价 + 一篮子货币汇率变化 + 逆周期因子”。因此，未来对于人民币汇率水平的判断主要有以上三大因素需要考量，其中最容易判断的是逆周期因子，它控制人民币汇率的双向波动，但并不改变汇率的走势。

一篮子货币稳定。逆周期因子的双向调节稳定了人民币对一篮子货币的汇率。主要度量人民币对一篮子货币涨跌的 CFETS 指数在今年基本运行在 92-96 的区间之中。而人民币对美元短期的变动与美元指数的变动更为贴近。2017 年初的 CFETS 指数是 94.88，截止到 12 月底，该指数值为 94.66 附近，相比年初几乎没有变动。可以说，逆周期因子的稳定器作用在人民币对美元双边汇率波动扩大的情况下维持对一篮子货币的基本稳定做出了关键贡献。

人民币对美元双边汇率波动增强，对

图 87：CFETS 人民币汇率指数走势

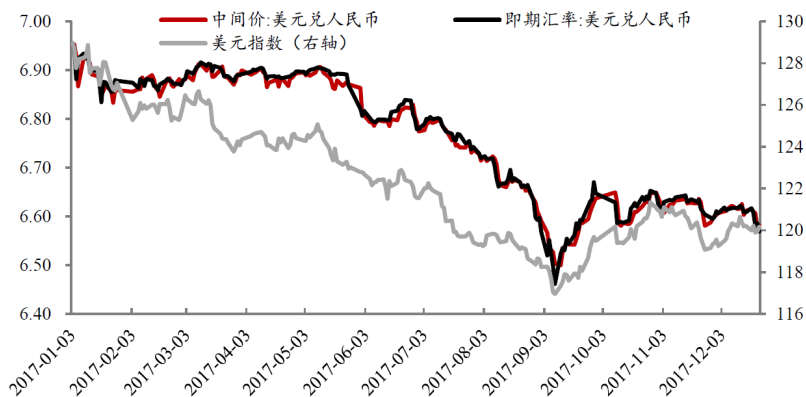


资料来源：Wind，招商银行

预计在 2018 上半年，中国经济将展现出一定韧性，人民币有望在结汇需求的带动下突破现有整理区间，在二季度升向 6.50 左右的水平。而在下半年，当

美国经济短期受益于税改支撑美元之后，结售汇的力量逐步走向均衡，人民币汇率也将在高位展开双向震荡。

图 88: 美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind, 招商银行

“清洁浮动”正在形成

央行是否干预外汇市场是央行外汇占款能否持续变化的关键。截止到 2017 年 11 月末, 外汇储备已经连续 10 个月回升, 央行官方外汇储备余额为 3.11 万亿美元, 年内预期该变动仍将继续趋于稳定。2017 年 8 月国务院下发《关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》, 规范了境内企业对外直接投资, FDI 中的资金流出快速下滑, 在加强跨境资本管理的背景下, 我国国际收支基本平衡。

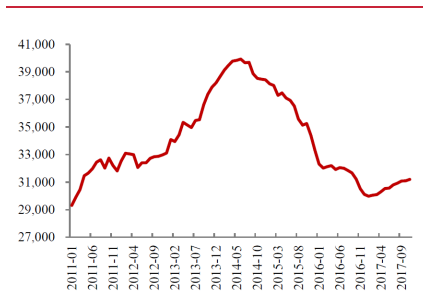
“清洁浮动”的理想状态正逐步形成。从 2017 年第三季度开始, 人民币的汇率弹性明显增强, 短期内经历大幅升值和大幅回调之后呈现了明显的双向波动的特征。双向波动分化了市场预期, 此时看涨人民币和看空人民币的力量接近, 市场得以在央行基本不参与的背景下, 自发获得均衡。此后, 人民币逐步呈现“清洁浮动”的理想状态。

所谓“清洁浮动”, 是指中央银行对外

汇市场不采取任何干预活动, 汇率完全由市场力量自发决定的经济名词。目前在全球经济体中, 发达国家实现汇率清洁浮动的比率较高, 在这其中美、欧、英、日作为 SDR 的组成对象, 基本都实现了清洁浮动。作为致力于提升人民币国际地位, 通过进一步开放来促进经济转型的中国来说, 逐步实现汇率清洁浮动是中国加速开放、融入全球市场和实现人民币国际化的重要基础。

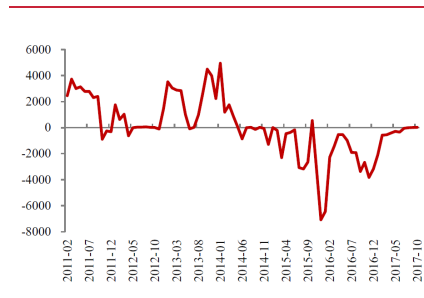
央行口径外汇占款的数字变动一般表示央行当月在市场上的操作量。通过观察这一数据, 我们发现 2017 年三季度以来一直在 0 附近波动, 央行不轻易对外汇市场进行干预。央行一般只有在市场供求严重失衡的状态下才会入市操作。如今, 央行逐步淡出即期市场一方面意味着市场已经可以自发寻求均衡汇率水平, 另一方面则表明央行对于汇率波动的容忍度增加。

图 89: 官方外汇储备走势 (亿美元)



资料来源: Wind, 招商银行

图 90: 新增外汇占款走势 (亿元)



资料来源: Wind, 招商银行

贸易企业避险入场的时机选择

对于贸易企业而言,除了参考汇率预期之外,选择避险入场的时机尤为重要。

在市场横盘整理的时候入场。市场横盘整理的时候往往汇率的日内变动不大,此时入市可从容不迫地选择相对较好的价格,交易决策往往也是通过深思熟虑之后做出的。而在市场波动剧烈时,市场价格每小时甚至每分钟都在发生变化,此时交易者的风险敞口可能已经面临一定亏损,情急之下很难做出理性选择。2017 年结汇需求入场的最好时点在 5 月份逆周期因子公布之前,此时美元指数已经开始一轮下跌,但人民币汇率仍维持整理。可有不少企业却在 5 月份避险紧迫性不强的时候采取观望态度,而到了 8 月底 9 月初人民币升值到 6.5 之后才如梦初醒大举入市,酿成了“外汇头寸亏、套保头寸也亏”的不利局面。

关注美元指数和中间价的背离。在当前汇率形成机制下,美元指数的动向将在很大程度上影响中间价。因此,当美元指数出现趋势性行情的时候,人民币走势往往也会突破走出趋势。避险交易可选择在美元指数技术性破位之后跟进

入场。除此以外,若中间价走向与美元指数出现多日背离,这也可能是市场趋势逆转的信号。如果美元指数上涨,但中间价却多日不贬或小幅贬值,这可能意味着管理层不希望人民币出现单边行情。

关注人民币对一篮子货币指数。2017 年,人民币 CFETS 指数大致在 92-96 的区间内波动。当 CFETS 指数在区间范围内时,人民币存在相对独立的空间,汇率与美元指数的相关性可能下降。但如果 CFETS 指数接近或触及 92 或 96 的区间上限,逆周期因子将会发挥作用,这往往会造成短期汇率波动增加。

关注中美利差的变化。2017 年,虽然美联储有过三次加息,但中国短期利率上行幅度更大。中美利差扩大让更多企业借外债,这支撑了人民币汇率。我们预计 2018 年中国的货币政策也会因为全球需求的回暖和通胀的回升而保持偏紧的态势。但如果中国经济超预期回落,不排除央行边际放松的可能性。一旦中美利差缩窄,须警惕人民币短期回调。

设置预案。市场形势千变万化,无论入

场还是未入场，对可能发生的各种市场变化都需要做好对应方针。这样，当波动来临时，才能做到临危不乱，做出正确决策。取得稳定成绩的交易者往往不是源自于对市场的正确判断，而是对各种可能出现的意外事前做好的预案。

重要技术点位。目前，人民币对美元汇率短期内处于一个“下降三角形”的技术形态中。这是一种空头形态，当美元

的反弹一次次受到下降上轨的压制之后，终将下跌突破绿色的颈线，开启新一轮下降行情。该颈线位在 6.56 的上方，该位置突破后，人民币可能会快速升向 6.50 一带。此后值得注意的点位是 6.4390，这是 2017 年人民币的最高汇率水平。6.3943 是下一个美元支撑位，这既是 2014 年汇率回调之后的斐波那契回撤位，也是 15 年 811 汇改三天后，人民币短期企稳的平均水平。



图表目录

图 1: 美国制造业工人平均每周工作小时	05
图 2: 中国杠杆率变化 (%)	06
图 3: 美国杠杆率变化 (%)	06
图 4: 美国历年倒闭银行数	07
图 5: 全球贸易量快速增长, 经济稳步复苏 (%)	09
图 6: 减税方案对未来十年美国财政收入影响 (十亿美元)	10
图 7: 美国财政赤字走势	11
图 8: 美国工资增速距离历史高位仍有距离	12
图 9: 美国离职率上至历史高位 (%)	12
图 10: 美国核心通胀滞后失业率一年左右	12
图 11: 美国联邦利率和国债利率走势	13
图 12: 美元指数及美德利差走势	14
图 13: 欧债危机国家快速复苏 (%)	14
图 14: 欧盟内部结构优化促进德法增长 (%)	14
图 15: 欧美消费强劲带动制造业经济发展 (%)	15
图 16: 大宗商品价格高位拉动资源型经济体复苏 (%)	15
图 17: 全球货币政策周期	15
图 18: 第三产业增长上升, 第二产业下滑 (%)	17
图 19: 第三产业占比上涨, 第二产业占比下滑 (%)	17
图 20: 投资贡献下降, 净出口贡献回升 (%)	18
图 21: 最终消费占 GDP 比持续上升 (%)	18
图 22: 全国居民可支配收入增长高于 GDP (%)	19
图 23: 城镇居民收入增长高于消费支出增长 (%)	19
图 24: 消费增长平稳, 网上消费持续上涨 (%)	20
图 25: 消费升级持续, 出境游增长迅猛 (%)	20
图 26: 固定资产投资增速再创新低 (%)	21
图 27: 非民间投资占比平稳上升 (%)	21
图 28: 基建、房地产和制造业投资稳中有降 (%)	21
图 29: 商品房待售与新开工面积增速均下滑 (%)	22
图 30: 商品房销售面积和销售额增速均下滑 (%)	22
图 31: 进出口增长稳健修复 (%)	22
图 32: 对欧美出口增长上升, 对日下滑 (%)	23
图 33: 对欧盟进口上涨, 对美日略有下滑 (%)	23
图 34: 工业部门整体稳步向好	24
图 35: 工业企业盈利增长上升	24
图 36: 2017 利润增长最快 6 个行业的比较 (%)	25

图 37: 2017 利润增长最慢 6 个行业的比较 (%)	25
图 38: 企业成本承压, 企业盈利上下游分化 (%)	25
图 39: 利润增长最快 6 个行业的产出比较 (%)	26
图 40: 利润增长最慢 6 个行业的产出比较 (%)	26
图 41: 上中游行业 PPI 再度反弹 (%)	27
图 42: 部分中游行业成为 PPI 边际贡献 (%)	27
图 43: 2018 年 PPI 同比走势预测 (%)	28
图 44: PPI 对 CPI 不存在明显的滞后传导关系 (%)	28
图 45: PPI 大幅上涨推动非食品价格上升 (%)	28
图 46: 2015 年以来医疗保健 CPI 快速上行 (%)	29
图 47: 石油价格对非食品 CPI 有明显影响 (%)	29
图 48: 2017 年食品价格超预期下行 (%)	30
图 49: 生猪存栏与能繁母猪持续创新低 (万头)	30
图 50: 猪肉产量同比明显反弹 (%)	30
图 51: 猪肉价格和猪粮比价均处在中性偏高水平	30
图 52: 年初菜价走低大幅拉低 CPI (%)	31
图 53: 鲜菜价格环比存在明显的季节性 (%)	31
图 54: 2018 年 CPI 同比走势预测 (%)	31
图 55: 政府 M2 目标增速与名义 GDP 增速 (%)	32
图 56: M2 同比增速与名义 GDP 增速 (%)	32
图 57: 商业银行资产负债表规模增长、增速下滑	34
图 58: 商业银行同业业务萎缩 (%)	35
图 59: 银行理财产品资金余额下滑 (万亿)	35
图 60: 商业银行通道业务增速持续下滑 (%)	35
图 61: 各类资管产品扩张放缓 (亿元)	35
图 62: 央行公开市场操作 (亿元)	36
图 63: 主要股指年度表现 (%)	39
图 64: 28 个申万一级板块年度表现 (%)	39
图 65: 2017 年个股表现明显分化	39
图 66: 2017 年 A 股表现归因分析	39
图 67: IPO 审核否决率显著提升, 并购重组审核否决率有所下降	40
图 68: 沪港通及深港通的互联互通机制稳定发挥作用 (亿元)	41
图 69: 证金公司持仓市值占 A 股总市值比例小幅回落	41
图 70: A 股整体估值仍处历史偏低位置 (2012 年以来)	42
图 71: 创业板相对沪深 300 估值水平偏低	42
图 72: 恒指预测盈利及市盈率	44
图 73: 利率定价模型预测 2018 年无风险利率均衡水平 (%)	45
图 74: 不同通胀情景下的 2018 年无风险利率均衡水平 (%)	45
图 75: 监管变量带来的 10 年期国债收益率的折溢价 (BP)	46

图 76: 信用债月度净融资规模 (亿元)	47
图 77: 与国债信用利差 (%)	48
图 78: 与国开债信用利差 (%)	48
图 79: 原油供需差领先油价 6 个月	49
图 80: 美国原油库存及钻机走势	49
图 81: Brent-WTI 价差收窄	49
图 82: 黄金价格和美国 10 年期国债实际收益率相关	50
图 83: 短期黄金价格更易受到美元指数波动的影响	50
图 84: 香港房屋类型占比 (不含私房)	51
图 85: 香港各类型住户的月收入中位数 (港元)	51
图 86: 伦敦分区域房价涨幅 (1995-2016 年)	52
图 87: CFETS 人民币汇率指数走势	53
图 88: 美元兑人民币汇率走势	54
图 89: 官方外汇储备走势 (亿美元)	55
图 90: 新增外汇占款走势 (亿元)	55
表 1: 全球主要区域经济增长数据及预测 (单位: 同比增长 %)	08
表 2: 中国主要宏观数据及预测 (单位: 同比增长 %)	17
表 3: 2017 年出台的银行业监管文件	33
表 4: 板块动态市盈率分布情况说明不存在估值偏贵的系统性风险	42

研究团队

丁安华, 招商银行首席经济学家, 从事宏观经济与资本市场研究, 曾任职于华南理工大学、加拿大皇家银行、招商局集团以及招商证券, 并担任过招商银行、招商证券和招商轮船等上市公司董事。



刘东亮, 招商银行分析师, 从事宏观经济与大类资产配置研究, 财新专栏作家, 曾获 2015 年路透中国固定收益市场展望第三名, 2016 年“远见杯”全球市场展望第二名。

黄小菁, 招商银行分析师, 从事境内外市场投资策略、大类资产配置暨相关工具运用等研究, 具备财富管理领域近二十年工作经验。



马潇萌, 招商银行博士后, 从事宏观经济与资本市场研究, 数量经济学博士。

李丽玲, 招商银行博士后, 从事宏观经济与资产负债配置研究, 经济学博士。





李刘阳, 招商银行外汇分析师, CFA, 曾任职于三菱东京日联银行, 具有 10 年行业从业经验,《上海证券报》、《中国外汇》、《中国货币市场杂志》撰稿人,第一财经频道《全球三点半》节目特约嘉宾。

程伟波, 招商银行分析师, 从事宏观经济与资本市场研究, 管理科学与工程博士, 伊利诺伊州立大学访问学者, 央视智库专栏作家。



陈郑, 招商银行分析师, 从事宏观经济与大类资产配置研究, 金融学博士, 香港岭南大学访问学者, 财新专栏作者, 曾任英大国际信托高级分析师。

黄薇, 招商银行分析师, 从事宏观经济与大类资产配置研究, 理学博士, 美国西北太平洋国家实验室访问学者, 曾任职于兴业经济研究咨询公司。



赵宇, 招商银行分析师, CFA, 从事 A 股及另类品种策略方面的研究, 5 年证券行业投资研究经历。

吴怡平, 招商银行分析师, 从事境外宏观和商品方面的研究, 5 年证券行业投资研究经历。



免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及 / 或观点不一致的立场

或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行博士后工作站”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招行银行版权所有。保留一切权利。

研究创造价值