



专题报告  
2018年1月

# 中国宏观经济 分析与展望 (2018)

## China Macroeconomic Outlook 2018





总 编：朱荣恩  
主 编：丁豪樑  
分析师：徐永 黄田

联系人：何金中  
电 话：021-63501349  
邮 箱：hjz@shxsj.com

#### 重要声明：

本报告版权归新世纪评级所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪评级系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪评级已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪评级不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。



微信扫一扫  
关注“新世纪评级”

<http://www.shxsj.com>

更多内容请登录  
新世纪评级官网

## 公司简介

新世纪评级成立于1992年7月，是中国成立较早、具有全部资质、有一定知名度和声誉的信用评级机构。新世纪评级自成立以来，立足上海、服务全国、辐射全球，为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资、资产证券化等结构化融资、境外企业在境内发行熊猫债的融资提供了优质、高效的信用评级服务，评级业务覆盖了中国大陆全部省市及香港地区和境外的部分国家和地区，涵盖了全部信用评级业务品种。同时，新世纪评级与国际评级机构标准普尔建立了全面战略合作，形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和方法，有力地促进了中国信用评级行业的发展。

## 公司资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；

中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；

中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；

中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；

中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；

中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

## 中国宏观经济分析与展望（2018年1月）

研发部 徐永 黄田

**摘要：**全球经济增长步伐加快，主要发达经济体投资和消费者信心向好，未来五年的平均增速可能继续走高。不过全球经济复苏的格局并不均衡，部分金砖国家经济增长前景仍面临一定不确定性，低收入的资源出口国、中东、北非、拉丁美洲等区域的经济增长依然在挣扎中。

中长期而言，全球经济仍面临人口老龄化、负产出缺口及经济增长降速等问题。同时，在未来的经济复苏过程中，贸易保护和贸易摩擦还将持续冲击全球贸易及经济改善，发达经济体普遍存在的公共债务膨胀、工资增长乏力、公共安全等问题亦是重要威胁因素。

中国共产党第十九次全国代表大会指出中国特色社会主义进入新时代，这是我国发展新的历史定位。随着现代化经济体系的逐步构建，中国经济结构将更加优化，全球经济有望从重视中国出口逐步过渡到重视中国消费，新时代的中国将为全球经济增长注入更多活力。

消费支出有望在未来几年继续给中国经济增长带来稳定支撑，中国经济有望继续保持中高速增长态势；投资的波动未来可能会给经济增长带来一定扰动，但投资结构持续优化，补短板、增后劲力度大，有利于经济发展质量提高；在外贸结构不断优化过程中，净出口会继续对经济增长做出相应贡献。预期2018年，中国GDP有望继续保持在6.5%-6.7%左右的中高速增长水平。

主要行业方面，2018年房地产投资增速可能会有所下降，但在城镇化、库存去化等因素支撑下，房地产投资的增速降幅不会过大且仍将保持正增长；制造业投资虽然仍低迷，但在政策支持、创新驱动、市场接近出清等因素支撑下，制造业投资有望扭转颓势并走强。

2017年是中国金融监管明显强化的一年，预期2018年宏观杠杆率会继续得到有效控制。2017年企业融资“非标转贷”及“债券转贷”的特征较为明显，债券融资相比贷款缺乏成本优势，预期2018年市场利率水平将维持高位或进一步上升，企业债券融资仍然会面临一定压力。

预期2018年中国PPI将回落，但CPI会温和上涨。人民币兑美元汇率2018年难以有明显的趋势性单边行情。货币政策稳健中性取向不变，仍将以结构性政策为主，央行可能继续通过公开市场操作利率来引导利率至合意水平，货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架将进一步完善。

## 目录

一、全球经济与中国新时代.....	1
(一) 全球经济复苏喜与忧.....	1
(二) 中国经济步入新时代.....	4
二、中国经济结构.....	4
(一) 产业结构不断优化.....	5
(二) 消费需求贡献日益突出.....	10
(三) 企业收入占比提升.....	12
三、城镇化继续推动房地产投资.....	13
(一) 房地产投资增速或将有所下降.....	14
(二) 房地产投资仍将保持正增长.....	15
四、制造业投资有望走强.....	17
(一) 发达经济体朱格拉周期启动.....	17
(二) 制造业投资有望扭转颓势.....	19
1.政策支持.....	20
2.创新前景广阔.....	20
3.主要行业接近出清.....	21
五、外贸结构优化，顺差收窄.....	22
六、国际投资此消彼长.....	26
七、预期 PPI 回落，CPI 温和上涨.....	28
(一) PPI 将回落.....	29
(二) CPI 温和上涨.....	31
八、金融体系监管强化，双支柱调控不断完善.....	34
(一) 金融去杠杆效果较为明显.....	35
(二) 双支柱调控框架逐步完善.....	36
(三) 企业债券融资仍会面临压力.....	38
(四) 人民币兑美元汇率双向波动加强.....	39
九、积极财政仍有空间.....	42
(一) 财政收入增速有放缓压力.....	42
(二) 地方债务风险总体可控.....	44
十、总结及展望.....	44

## 图表目录

图表 1 美日欧 PMI 走势 .....	1
图表 2 全球 GDP 增长走势 .....	1
图表 3 美日欧 GDP 走势 .....	2
图表 4 金砖国家 GDP 走势 .....	2
图表 5 全球通胀走势 .....	3
图表 6 美日欧基准利率 .....	3
图表 7 部分金砖国家基准利率 .....	3
图表 8 中国对世界经济增长贡献率 .....	4
图表 9 中国 GDP 走势 .....	5
图表 10 三大产业对 GDP 贡献率 .....	6
图表 11 2011-2017 年前三季度各行业累计贡献率 .....	6
图表 12 工业增加值走势 .....	7
图表 13 供给侧结构性改革（去产能政策历程及政策效果） .....	7
图表 14 三大需求贡献率走势 .....	10
图表 15 固定资产投资与 GDP 比率 .....	11
图表 16 基建投资走势 .....	11
图表 17 收入法 GDP .....	12
图表 18 城镇居民人均可支配收入增速 .....	12
图表 19 全国城乡居民人均可支配收入情况 .....	13
图表 20 中国基尼系数 .....	13
图表 21 房地产投资走势 .....	14
图表 22 土地购置费用占比 .....	14
图表 23 土地购置费用增速 .....	15
图表 24 房地产新开工面积走势 .....	15
图表 25 中国城镇化率 .....	16
图表 26 上市房企存货占比 .....	16
图表 27 商品房待售面积 .....	16
图表 28 制造业固定资产投资走势 .....	17
图表 29 美国设备投资走势 .....	18
图表 30 日本设备投资走势 .....	18
图表 31 中国设备工器具购置的同比增速 .....	19
图表 32 固定资产投资分类占比 .....	19
图表 33 制造业 PMI .....	20
图表 34 中美日研发支出情况 .....	21
图表 35 研发支出增速 .....	21
图表 36 主要制造业负债增速 .....	22
图表 37 全球货币贸易量和贸易额增速 .....	22
图表 38 全球货物贸易进出口情况 .....	23
图表 39 中国进出口走势 .....	23
图表 40 中国贸易差额走势 .....	24
图表 41 2017 年 1-11 月中国对外贸易结构 .....	24

图表 42 中国高技术产品进出口情况.....	25
图表 43 中国经常账户走势.....	26
图表 44 中国经常账户差额与 GDP 比重.....	26
图表 45 中国非储备性质金融账户走势.....	27
图表 46 中国对外直接投资情况.....	27
图表 47 中国外商直接投资情况.....	28
图表 48 主要国家 CPI 走势.....	28
图表 49 中国 CPI 和 PPI 走势.....	29
图表 50 中国 PPI 分类走势.....	29
图表 51 采掘类 PPI 走势.....	30
图表 52 能源行业对外依存度.....	30
图表 53 工业产能利用率.....	31
图表 54 CPI 分类走势.....	31
图表 55 食品类拉动 CPI 情况.....	32
图表 56 非食品类拉动 CPI 情况.....	32
图表 57 国内外油价联动情况.....	33
图表 58 中国 22 省市猪肉价格走势.....	33
图表 59 生猪存栏情况.....	33
图表 60 MI 和 M2 走势.....	34
图表 61 2017 年 1-11 月社会融资规模构成.....	34
图表 62 股权及其他投资业务走势.....	35
图表 63 银行间债市杠杆率测算走势.....	35
图表 64 中国宏观杠杆率走势.....	36
图表 65 银行间利率走势.....	37
图表 66 部分债券收益率走势.....	37
图表 67 主要信用债与 LPR 利率对比.....	38
图表 68 企业债券融资在社融中比重.....	39
图表 69 主要信用债净融资走势.....	39
图表 70 CFETS 人民币汇率指数.....	40
图表 71 美元兑人民币中间价.....	40
图表 72 外币贷款走势.....	41
图表 73 中美利差走势.....	41
图表 74 一般公共预算收支增速.....	42
图表 75 税收与非税收入增速.....	43
图表 76 公共财政支出构成.....	43
图表 77 政府性基金收入增速.....	44

## 中国宏观经济分析与展望（2018年1月）

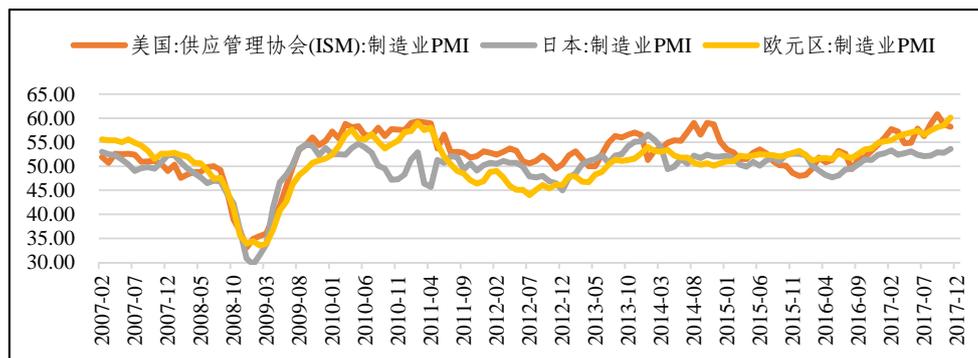
### 一、全球经济与中国新时代

2017年全球经济增长步伐加快，其中美国、欧元区、加拿大等发达经济体经济增长普遍提速，新兴市场和发展中国家经济体得益于外部环境改善，增长也在加快。中国经济运行稳中向好、结构不断优化，发展新动能加快成长、质量效益不断提高。

#### （一）全球经济复苏喜与忧

2017年全球经济增长步伐加快，主要发达经济体投资和消费者信心向好。美日欧 PMI 均在扩张区间，其中美国 PMI 处于高位，欧元区 PMI 达到金融危机以来最好水平。

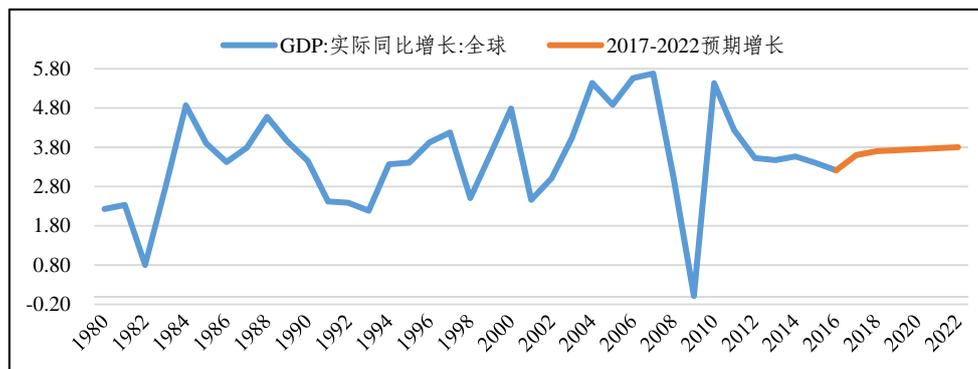
图表 1 美日欧 PMI 走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2016年全球经济增长 3.2%，为近 6 年来的最低水平；2017 年 10 月，IMF 预计 2017 年全球经济增速将上升至 3.6%，2018 年上升至 3.7%，全球经济 2015-2018 年间的平均增长将达到 3.5%，2019-2022 年间的平均增长将达到 3.7%，全球经济增长向好。

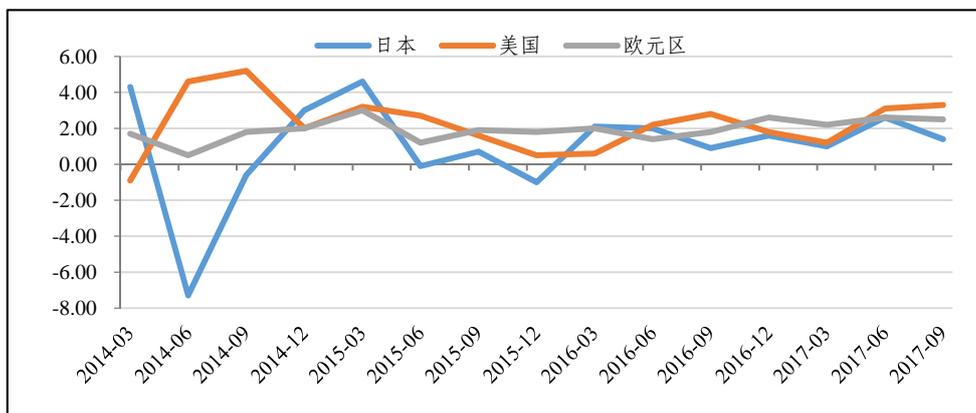
图表 2 全球 GDP 增长走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2017年第三季度，美国、日本和欧元区的实际GDP增速环比折年率分别达到了3.3%、2.5%和2.4%。发达经济体2017年的GDP增速预计将达到2.2%，高于2016年的1.7%。新兴经济体和发展中国家2017年的GDP增速预期将达到4.6%，高于2016年的4.3%。

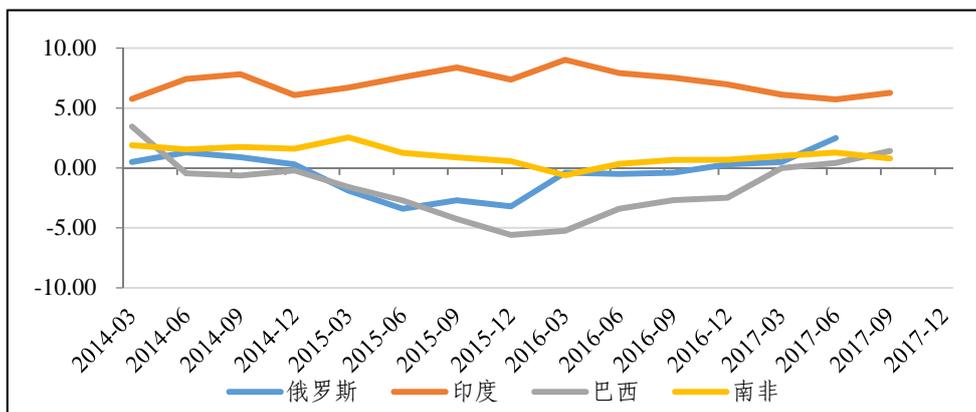
图表3 美日欧GDP走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

全球经济复苏向好的同时，格局并不均衡，金砖国家俄罗斯、巴西经济在2017年虽已由衰退走向复苏，但经济增长仍面临一定不确定性，南非经济增长因政局不稳低位运行；低收入的资源出口国、中东、北非、拉丁美洲等区域的经济增长依然在挣扎中。

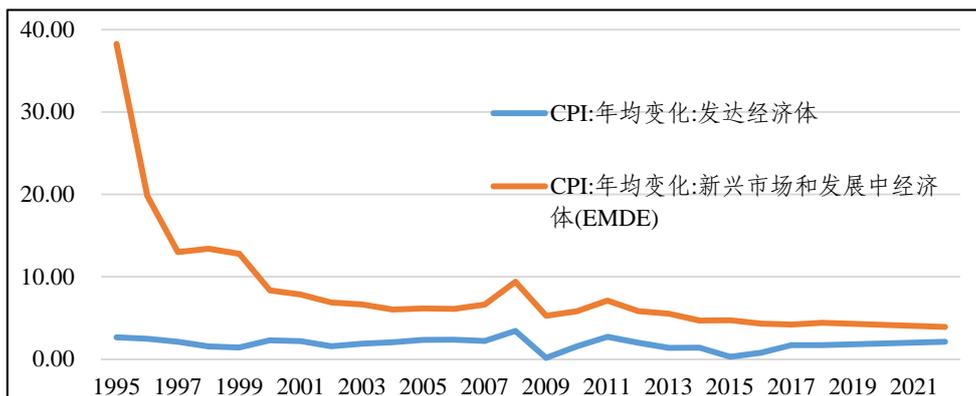
图表4 金砖国家GDP走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

同时，主要发达经济体的通胀水平虽然在2017年有所好转，但大部分依然低于2%，IMF预计发达经济体的通胀水平在2022年才能达到2.1%，而新兴市场受制于货币升值等因素，预期2017年CPI将降低至4.2%，2022年继续降低至3.9%。

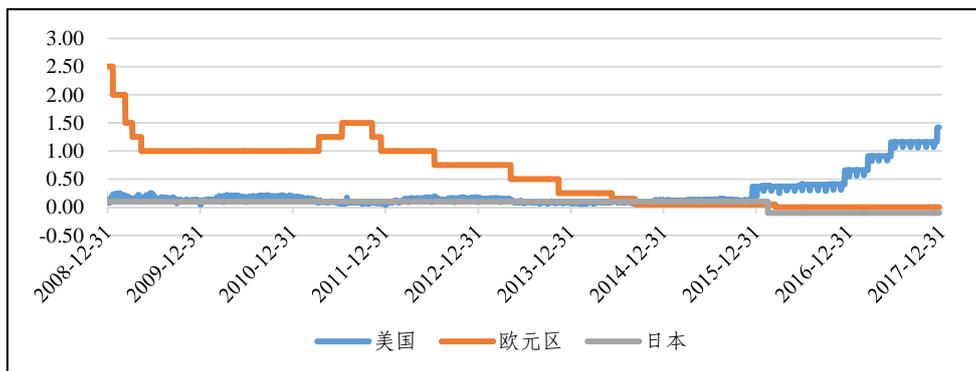
图表 5 全球通胀走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

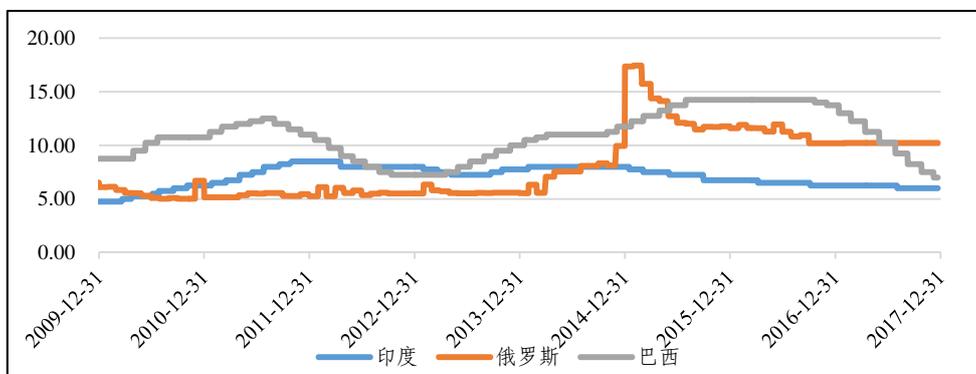
货币政策方面, 2017 年全球货币政策短期内呈分化态势但中长期内将逐步趋同。其中, 美联储加息并启动缩表, 英国、加拿大央行加息, 欧洲央行将于 2018 年缩减 QE 规模, 日本央行维持超宽松货币政策, 部分发展中国家 2017 年则多次降息。美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应, 可能会给全球经济增长和金融市场带来波动。

图表 6 美日欧基准利率 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 7 部分金砖国家基准利率 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

中长期而言, 全球经济仍将面临人口老龄化、负产出缺口及经济增长潜力不

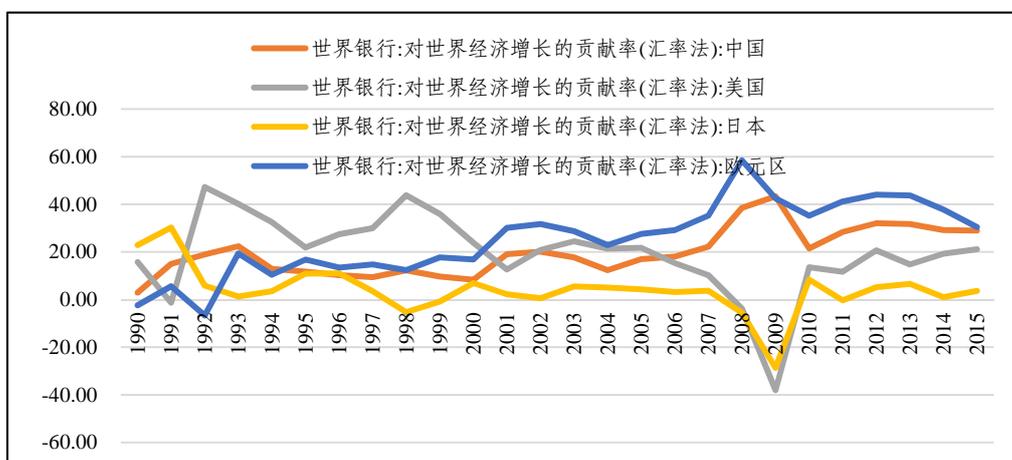
足等问题。同时，在未来的经济复苏过程中，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定因素，贸易保护和贸易摩擦还将持续冲击全球贸易及经济改善，发达经济体普遍存在的公共债务膨胀、工资增长乏力，公共安全等问题亦是重要威胁因素。

## （二）中国经济步入新时代

2017 年中国共产党第十九次全国代表大会提出中国特色社会主义进入新时代，这是对我国发展新的历史定位。我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。

从按汇率法核算的世界经济增长看，中国对世界经济增长的贡献率不断提高。据世界银行统计，中国对世界经济增长的贡献率从 1990 年的 2.88%，最高上升到 2009 年的 43.3%，近年来虽然有所下降，但截至 2015 年仍高达 29%，与整个欧元区基本相当，并且显著高于美国和日本的贡献率。中国正积极构建开放型经济新体制，积极推进全球化与国际合作，努力构建以合作共赢为基础的全球合作关系，为全球经济增长和复苏起到了重要的稳定器作用。

图表 8 中国对世界经济增长贡献率（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

随着现代化经济体系的逐步构建，中国经济结构将更加优化，消费对经济增长的贡献将继续提高，全球经济有望从重视中国出口逐步过渡到重视中国消费，新时代的中国将为全球经济增长注入更多活力。

## 二、中国经济结构

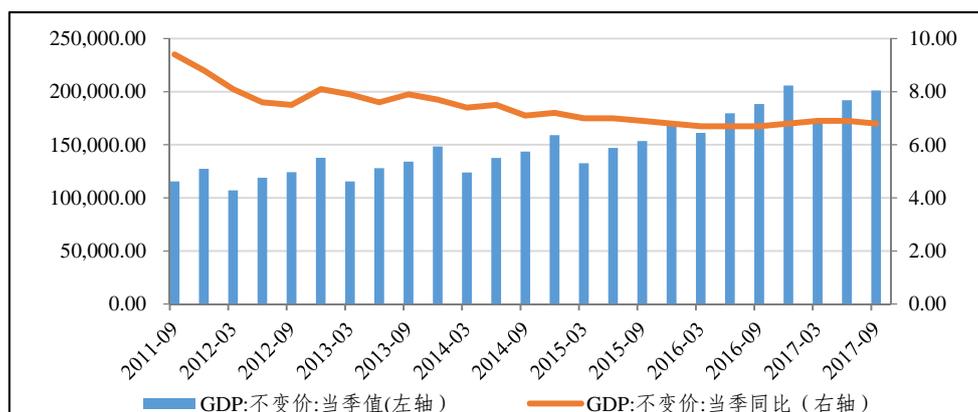
2017 年前三季度中国实际 GDP 为 565590.3 亿元，同比增速为 6.9%，第三季度当季同比增速为 6.8%，连续 9 个季度处于 6.7%~6.9% 区间。2017 年中国经

济结构不断优化、新旧动能加快转换、质量效益明显提升，经济发展的稳定性、协调性和可持续性增强，经济总体呈稳中有进、稳中向好的态势。十九大报告并未提及中国未来的 GDP 增长目标，但明确指出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。消费支出有望在未来几年继续给中国经济增长带来稳定支撑，投资和净出口在中国经济增长、就业中的重要性亦不可忽视。未来投资的波动可能会给经济增长带来一定扰动，但投资结构持续优化，补短板、增后劲力度大，有利于经济发展质量提高；在外贸结构不断优化的过程中，净出口会继续对经济增长做出相应贡献。预期 2018 年，中国 GDP 有望继续保持在 6.5%-6.7% 的中高速增长水平。

### （一）产业结构不断优化

2017 年前三季度，三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 6.9%、40.1% 和 52.9%，较去年同期相比，其中，第一产业比重下降 0.7 个百分点，第二产业和第三产业比重分别提高 0.6 和 0.1 个百分点。2017 年中国三大产业结构继续调整，产业结构不断优化，第三产业产出占 GDP 绝对比重同时占比有所提高。

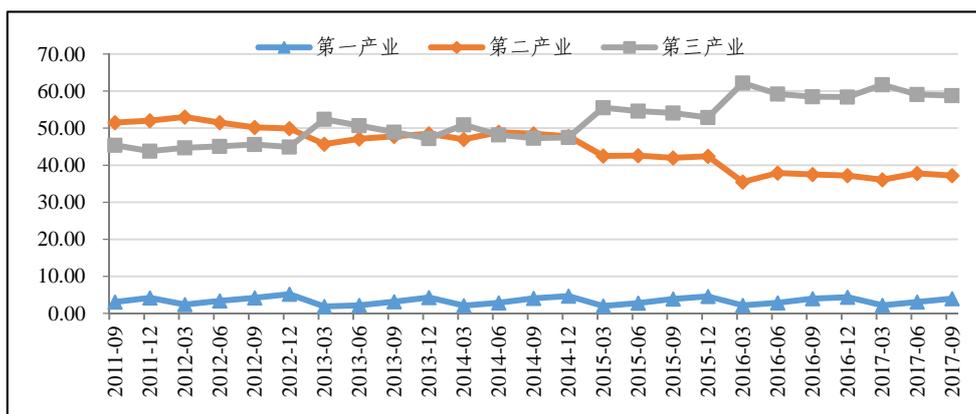
图表 9 中国 GDP 走势（单位：亿元，%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

从对经济增长的贡献率来看，前三季度三次产业的贡献率分别为 4.0%、37.2% 和 58.8%，三次产业分别拉动经济增长 0.3、2.5 和 4.0 个百分点。其中，第三产业对经济增长的贡献率比第二产业高 21.6 个百分点，比上年同期提高 0.3 个百分点，第三产业对经济增长的贡献仍在提高。

图表 10 三大产业对 GDP 贡献率 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

从细分行业贡献方面, 工业仍然在经济中占据重要地位。2017 年前三季度工业对 GDP 增长的贡献率达到 31%, 批发和零售业的贡献率达到 10%, 金融业的贡献则继续回落至 5.6%。

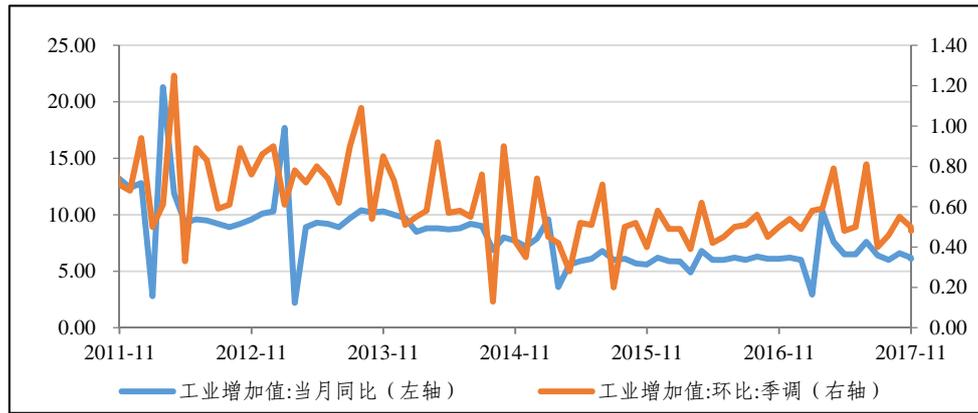
图表 11 2011-2017 年前三季度各行业累计贡献率

行业	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
农林牧渔业	3.10	4.70	3.60	4.70	4.40	4.40	4.40
工业	46.20	42.30	38.80	37.40	31.30	31.30	31.00
建筑业	6.10	7.90	8.10	8.20	6.00	6.50	4.30
交通运输、仓储和邮政业	4.60	3.40	3.80	3.90	2.90	3.50	6.10
批发和零售业	10.90	11.70	12.40	13.00	8.30	9.40	10.00
住宿和餐饮业	0.90	1.40	0.80	1.40	1.50	1.80	1.90
金融业	5.90	7.40	9.20	8.40	18.00	8.20	5.60
房地产业	5.00	2.30	6.00	1.80	3.00	8.00	5.60
其他服务业	17.20	18.80	17.20	21.20	24.50	26.90	21.20

数据来源: Wind, 新世纪评级整理

从 2015 年开始, 中国第三产业对经济的贡献开始持续高于第二产业, 工业从此前超过 60% 的贡献率逐步下降到 30% 附近, 工业增速也从此前的两位数增长下降到 7% 以下, 这是中国经济进入工业化后期的自然结果。

图表 12 工业增加值走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017 年前 11 月, 中国工业增加值累计同比增长 6.6%, 较上年同期加快 0.6 个百分点。随着供给侧结构性改革的深入推进, 工业企业逐步从去库存进入到主动补库存阶段, 经营效益明显改善, 前 10 月规模以上工业企业利润同比增长了 23.3%, 较去年同期大幅提高 14.7 个百分点; 工业持续向产业价值链的中高端迈进, 新旧动能加快转换, 前 11 月份高技术产业、装备制造业增加值的同比增速分别达到 13.5% 和 11.4%, 保持较快增长的同时对经济平稳增长形成重要支撑。

图表 13 供给侧结构性改革 (去产能政策历程及政策效果)

行业	时间	文件	主要政策内容	发布部门	政策效果
煤炭	2016 年 2 月	《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	引导煤炭企业减量生产: 2016 年开始, 全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产, 即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整, 作为新的合规生产能力; 自觉规范生产经营行为; 恪守行业自律; 加强监督检查。	国务院	作为供给侧结构性改革落地执行的第一年, 2016 年中国煤炭价格指数一路攀升, 截至 2017 年 11 月, 该指数维持在 156 左右; 根据中国煤炭工业协会数据, 2016 年, 规模以上煤炭企业原煤产量回落到 33.64 亿吨, 同比下降 9.4%; 全年压减煤炭产能 2.9 亿吨 (目标 2.5 亿吨), 超额完成, 去产能效果显著。
	2016 年 3 月	《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	严格控制新增产能。从 2016 年起, 3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目; 确需新建煤矿的, 一律实行减量置换。加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能。安全监管总局等部门确定的 13 类落后小煤矿, 以及开采范围与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区等区域重叠的煤矿, 要尽快依法关闭退出。	国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局	
	2016 年 12 月	《关于坚决遏制钢铁煤炭违规新增产能打击“地条钢”规范建设生产经营秩序的通知》	严禁新增产能, 迅速开展违规新建项目核查, 严防已关闭退出产能死灰复燃, 加快淘汰落后产能, 对于不符合煤炭产业政策、资源枯竭等采用国家明令禁止使用的采煤方法等。	发改委, 工信部等五部委	

行业	时间	文件	主要政策内容	发布部门	政策效果
钢铁	2013年10月	《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	1.严禁新增产能项目,全面清理违规产能,新建项目需符合等量或减量置换原则。 2.严禁各地自行出台优惠电价措施。 3.支持向能源竞争优势特别是水电丰富地区转移。 4.涉及钢铁、水泥、玻璃、电解铝、船舶等行业。	国务院	2016年全年化解粗钢产能6500吨(目标4500吨)。2017年钢铁行业继续执行去产能政策,目标是5000万。截至2017年5月10日,全国共退出钢铁产能3170万吨,完成年度任务的63.4%。 Wind数据显示,2017年前10个月钢材产量明显低于16年和15年同期,钢铁供给收缩效果明显,从粗钢产量来看,截至2017年10月,粗钢产量累计值较2016年同期高3654万吨,主要是淘汰落后产能,合规产能增加的结果。整体来看,钢铁行业去产能力度加强,产能结构得到改善,合规产能增加,落后产能被淘汰。
	2016年2月	《关于钢铁业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	严禁新增产能。化解过剩产能。严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策,达不到标准要求的钢铁产能要依法依规退出。完善激励政策,鼓励企业通过主动压减、兼并重组、转型转产、搬迁改造、国际产能合作等途径,退出部分钢铁产能。钢铁产能退出须拆除相应冶炼设备。	国务院	
	2017年5月	《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	1、坚定不移处置“僵尸企业”;2、以更加严格的标准坚决淘汰落后产能;3、坚决清理严厉查处违法违规产能;4、更加严格控制新增产能;5、科学把握去产能的力度和节奏;6、深入细致做好职工安置和社会稳定工作;7、稳妥处置资产债务问题;8、大力推动企业兼并重组;9、更好发挥专项奖补资金作用;10、探索建立化解和防范产能过剩、促进行业持续健康发展的长效机制。	发改委	
建材行业 (水泥、玻璃)	2016年1月	《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》	对水泥企业用电实行阶梯电价,国家将根据情况适时调整水泥企业用电实行阶梯电价政策的电耗分档和加价标准。建立健全相关配套制度。	发改委、工信部	水泥玻璃行业相对煤炭和钢铁更加市场化,34号文提出了去产能的政策目标,但没有细化明确的强制目标。整体来看,水泥玻璃行业去产能政策力度较小,产能淘汰空间有限。
	2016年5月	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(34号文)	严禁新增产能,淘汰落后产能,推进联合重组,推行错峰生产,促进降本增效,到2020年,再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能,产能利用率回到合理区间。	国务院	
	2016年9月	《建材工业“十三五”发展指导意见》 《建材行业推进供给侧结构性改革实施方案》 《加快与拓展建材服务业发展的指导意见》	以提高发展质量和效益为中心,着力在去产能、调结构、补短板、增效益、强自律上下功夫,切实推进行业发展方式转变,加快推进供给侧结构性改革。遏制盲目新增产能、加强行业自律,有效应对经济下行、效益下降等行业近期所面临的突出问题。	建材联合会	
	2016年11月	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	划定北京、天津等15个省(自治区、直辖市)所有水泥生产线,包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产,但要适当降低水泥生产负荷,加大环保监督检查力度。	工信部、环保部	由于雾霾问题日益严重,政府严查环保,2017年至今,错峰停产效果显著。

行业	时间	文件	主要政策内容	发布部门	政策效果
	2017年 2月	《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》	于2017年2月12日至22日,组织开展水泥、玻璃行业专项督查,对落后产能进行清理整顿。利用法律手段倒逼水泥、玻璃行业落后产能退出情况。	环境保护部、质检总局等	督查期间,共现场核查水泥企业224家、平板玻璃企业66家,发现全国仍有使用国家明令淘汰的落后工艺和设备的水泥熟料企业19家,产能433万吨;水泥粉磨企业70家,产能2058.7万吨;平板玻璃企业16家,产能1456.2万重量箱。
	2017年 3月	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	加大化解过剩产能力度。“2+26”城市要提前完成化解钢铁过剩产能任务。全面推进冬季清洁取暖重点工程,加强工业大气污染综合治理,实施工业企业采暖季错峰生产等。涉及建材、有色金属等行业。	环保部、发展改革委、财政部、能源局等	对京津冀大气污染传输通道的“2+26”城市反复督查,今年产量因为环保督察受到制约。自政策出台以来,全国水泥和平板玻璃产量累计同比增速均持续下降,10月增速分别为-0.5%和4.3%。
有色金属 (电解铝、氧化铝)	2015年 4月	《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》	1.严禁新增产能,等量置换过剩行业(包括电解铝)产能,在京津冀、长三角、珠三角实施减量置换。 2.置换指标,须为2013年及以后列入工信部公告或升级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能。敏感区域置换产能不得低于建设产能的1.25倍核定。	工信部	电解铝行业是高污染行业,电解铝各组成部分成本自2016年以来快速攀升,达近5年来最高。自供给侧结构性改革推行以来,2016年电解铝行业淘汰落后产能32万吨,产能利用率一路攀升,自2016年初的77%持续上升到2017年6月的87%,至今维持在84%以上。氧化铝产能利用率自2016年初以来持续上升,至2017年8月达到89.58%,去产能效果显著。
	2015年 6月	《对钢铁、电解铝、船舶行业违规项目清理意见的通知》	1.在建违规项目:严格按照等量置换或减量置换进行备案。 2.建成违规项目:能耗整改达标后,按照规定办理备案手续	发改委、工信部	
	2016年 6月	《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》	严控新增产能。要严格落实产能等量或减量置换方案,利用社会监督等手段,加大督促检查工作力度,严厉查处违规新建电解铝项目。依法依规退出和处置过剩产能。全面调查掌握有色金属重点品种的环保、能耗、质量、安全、技术等情况。完善主要污染物在线监控体系,加强公平公正执法,对不符合法律法规、产业政策和相关标准的企业,要立即限期整改;未达到整改要求的,要依法依规关停退出,同时在省级人民政府或其部门的网站上公告,接受社会监督。	国务院	
制造业(纺织、化学纤维制造业)	<p>在国企占比比较低的制造业,去产能主要由市场推动,2010年至2016年,纺织业企业单位数逐年下降,2016年为19752个,在2009-2010年产能大幅扩张之后,工业品价格多年低迷,产能扩张速度放缓;在企业出现亏损后,部分企业逐渐退出,产能随之下降。</p> <p>2015年底以来,随着供给侧结构性改革推行,我国工业企业负债增速出现显著放缓,纺织、化学纤维等行业供求关系明显改善。此外,我国工业企业资产负债率持续下降,2013年至2016年一直保持在60%的水平,因此,在国企占比比较低的行业,产能去化接近尾声。</p>				

资料来源:新世纪评级根据公开资料整理

自国际金融危机之后,发达国家纷纷实施“再工业化战略”,美国等还拟通过减税等措施引导制造业回流,同时一些新兴市场国家积极参与全球产业和资本转移,拓展国际市场空间,影响着全球新的投资格局。中国工业特别是制造

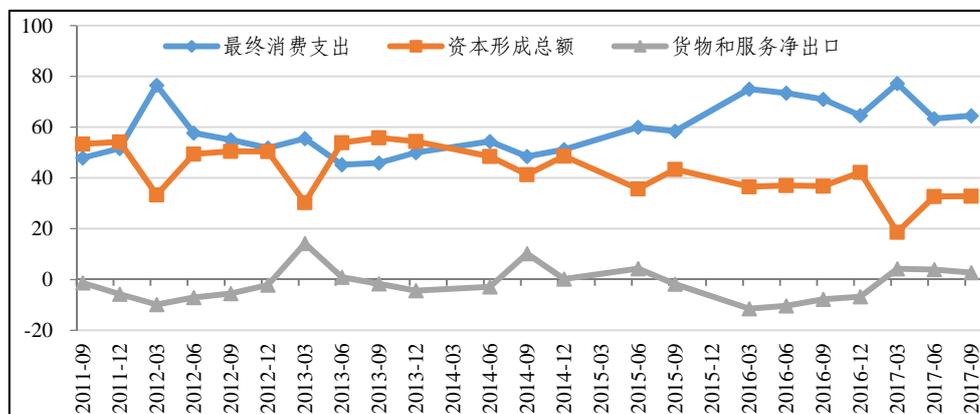
业领域也面临来自发达国家和新兴市场国家的双重竞争压力，预期中国工业贡献比例在继续维持于 30% 左右水平的过程中，技术实力、创新实力以及绿色程度等方面仍将继续提高，且在经济增长中继续发挥着重要作用。

## （二）消费需求贡献日益突出

2017 年中国消费需求对经济贡献日益突出，资本形成结构更加优化，净出口对经济增长的拉动作用回升。

2017 年前三季度，最终消费支出对中国经济增长的贡献率为 64.5%，比上年同期上升 2.8 个百分点<sup>1</sup>。其中居民消费支出对经济增长的贡献率为 47.7%，比上年同期上升 1.5 个百分点。

图表 14 三大需求贡献率走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

居民消费继续升级换代。2017 年前三季度全国居民人均消费支出中，食品和烟酒消费支出的比重为 29.2%，比上年同期下降 0.7 个百分点；教育文化娱乐消费支出的比重为 11.2%，比上年同期上升 0.2 个百分点；医疗保健消费支出的比重为 8.3%，比上年同期上升 0.5 个百分点。

资本形成总额对经济增长的贡献率为 32.8%，尽管比上年同期下降，但固定资产投资结构逐步优化。2017 年前三季度第三产业投资增长较快，同比增长 10.5%，比全部固定资产投资增速高 3.0 个百分点；高技术制造业投资额增长 18.4%，高技术服务业投资额增长 13.3%，而高耗能行业的投资额比上年同期下降 1.6 个百分点。

与去年相比，随着全球经济复苏共振，外部需求明显回暖，外需对中国经济的拉动作用明显增强。2017 年前三季度净出口对经济增长的贡献率为 2.7%，比

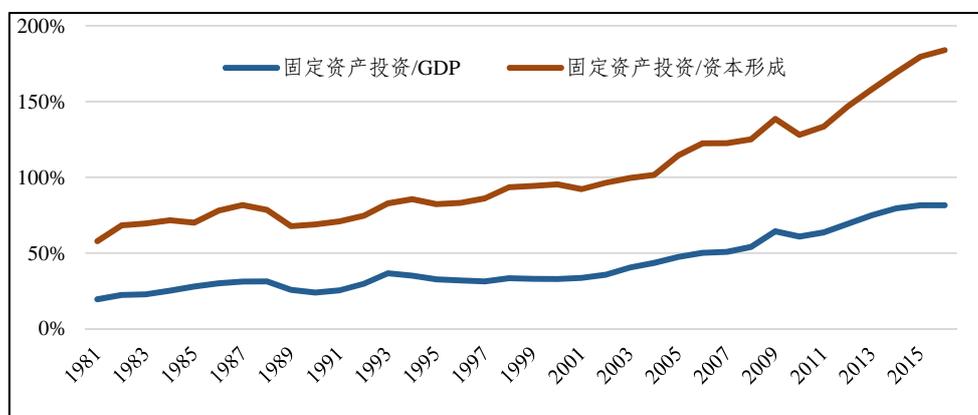
<sup>1</sup>统计局国民经济核算体系 2016 中最终消费支出项目有调整，此前部分数据并非最终修订值。

上年同期大幅提升 7.5 个百分点。

从最终消费支出以及固定资本形成总额在 GDP 中的占比来看，自 2013 年开始，最终消费率持续上升，与同期投资率的下降形成鲜明对比。中国“消费主导经济”的特征逐渐显现，消费支出有望在未来几年继续给经济增长提供稳定支撑。

但若比较每年固定资产投资总金额占 GDP 的比重情况，可以发现 2016 年末已经达到 80%，而其与资本形成总额的比例也达到 184%，较前值进一步上升。由于两者统计核算的差异，中国在投资率下降的背后，并非投资总额的绝对下降，而是投资效率以及高地价等因素对固定资产投资的消耗，实际投资规模及投资对经济的拉动作用仍然较大。

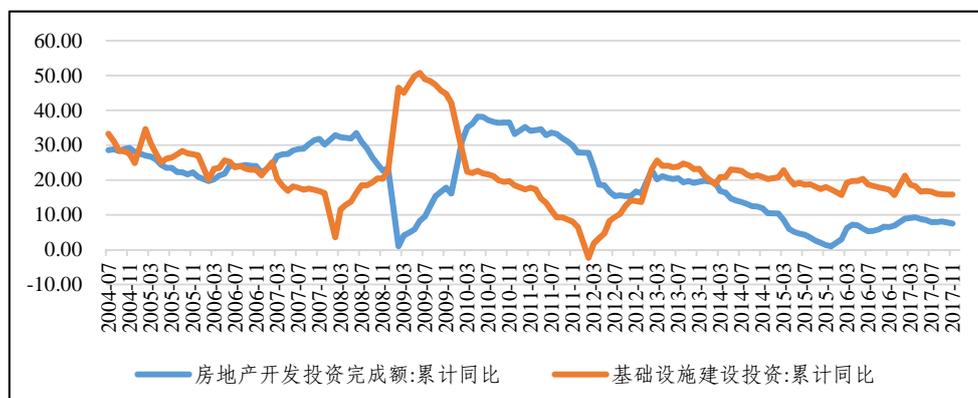
图表 15 固定资产投资与 GDP 比率



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2014 年以来，基建投资在房地产投资增速明显下降的情况下对固定资产投资增长形成重要支撑。不过基建投资国家预算内的资金来源占比超过了 50%，在财政支出降速的过程中，基建增速也呈现下降走势，10 月末累计增速为 15.9%（含电力），预期明年基建投资增速仍然有下降压力，并可能对 GDP 增速形成扰动。

图表 16 基建投资走势（单位：%）

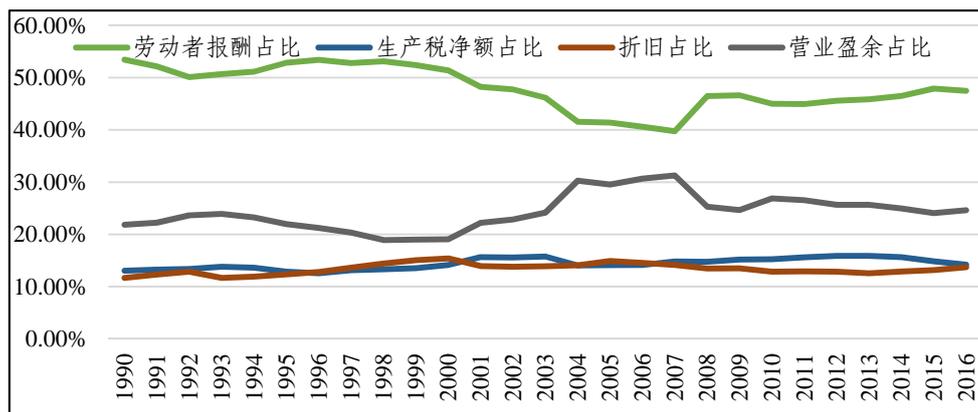


数据来源：Wind，新世纪评级整理

### （三）企业收入占比提升

从收入法 GDP 的构成<sup>2</sup>来看，2012 年以来，劳动者报酬占比基本呈逐渐提高态势，营业盈余占比逐渐下降。不过企业营业盈余占比在 2016 年呈现走升，主要因为政府近年来不断的降税减费，让利于民所致；在供给侧结构性改革影响下，工业企业的盈利增速不断回升，营业盈余占比可能继续提升，政府税收占比下降的状况在未来一段时间可能会继续保持。

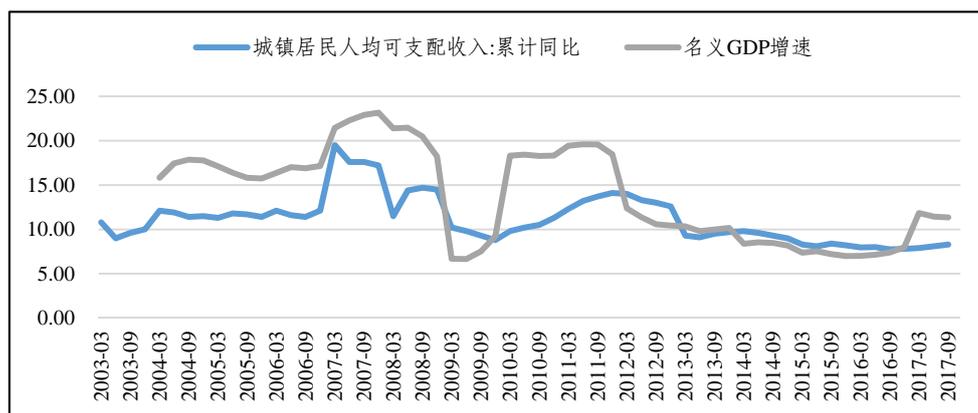
图表 17 收入法 GDP



数据来源：Wind，新世纪评级整理

城镇居民收入增速在 2012~2016 年期间的多数时间高于同期名义 GDP 增速，但 2017 年以来，GDP 增速明显高于居民收入增速，因此 2016 年劳动者报酬占比下降的状况在 2017 年甚至更长的一段时间可能持续。

图表 18 城镇居民人均可支配收入增速 (单位：%)



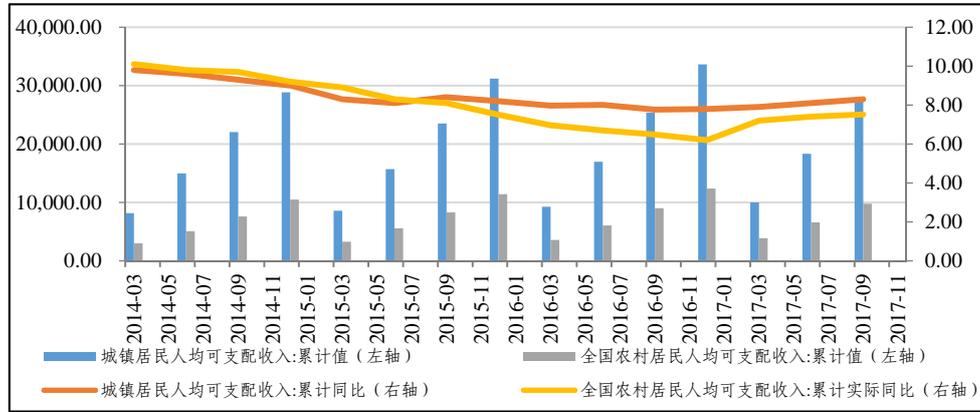
数据来源：Wind，新世纪评级整理

可支配收入方面，2017 年前三季度，我国城镇居民人均可支配收入为 27430 元，全国农村居民人均可支配收入为 9777 元，累计同比增速分别为 8.3% 和 7.52%，农村收入增速低于城市。当前中国与平均收入水平差距最大的群体是尚待脱贫的

<sup>2</sup> 2004 和 2008 年异常来自统计调整。

农村贫困人口，预期未来一段时间政府需要在脱贫方面花费更多精力，“精准脱贫”也是 2018 年三大攻坚战之一。

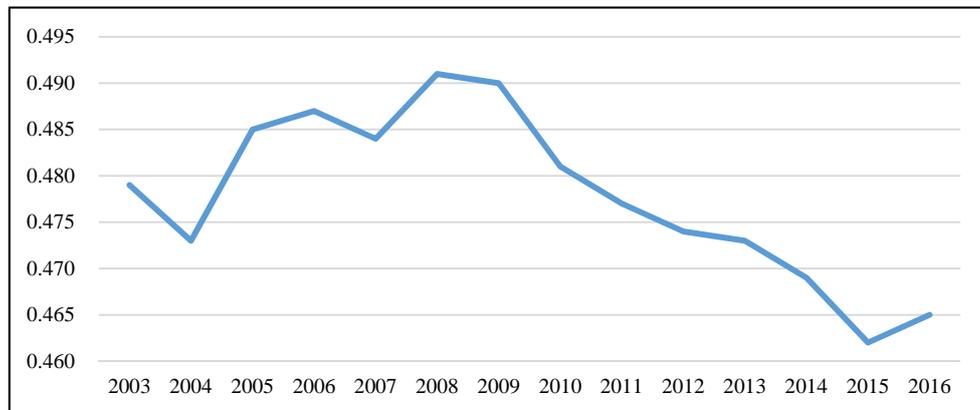
图表 19 全国城乡居民人均可支配收入情况 (单位: 元、%)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

从国内的基尼系数来看，收入分配不平衡的情况在 2016 年也有所反弹，未来收入分配可能需要继续优化。需要说明的是，阶段性的分配结构调整，比如居民收入占比下降，并非绝对的坏事情，有利于为结构调整带来更多时间和空间。

图表 20 中国基尼系数



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

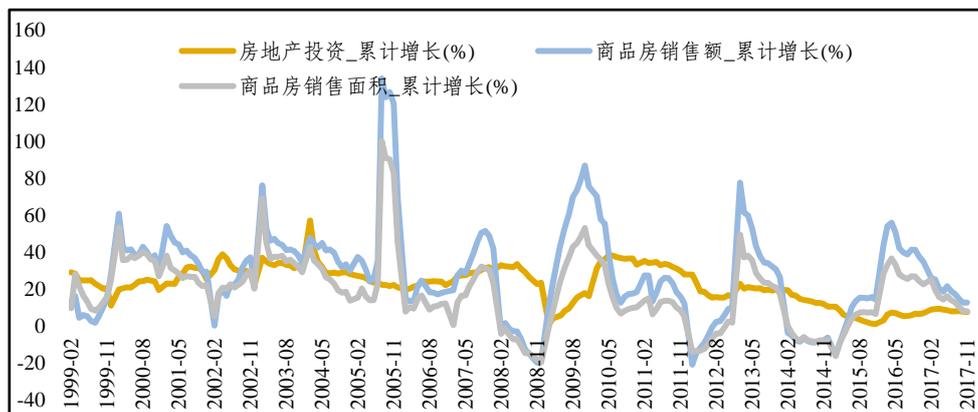
### 三、城镇化继续推动房地产投资

2017 年前 11 月，全国累计完成房地产开发投资 100387 亿元，同比名义增长 7.5%，增速比 1-10 月份回落 0.3 个百分点。其中，住宅投资 68670 亿元，增长 9.7%，增速回落 0.2 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.4%。随着销售增速下降逐步传导至投资端，房地产投资增速虽在 2018 年或将有所下降，但考虑到城镇化的持续推进及房企补库存需求，房地产投资增速降幅不会过大且仍有望保持正增长。

### （一）房地产投资增速或将有所下降

受房地产调控政策的影响，房地产销售金额和销售面积的增速自 2016 年 5 月份以来不断下降，不过从 2017 年房地产投资的表现来看，虽然 5 月份以来增速也持续下降，但下降幅度只有 1.3 个百分点，房地产投资保持了较强的韧性。

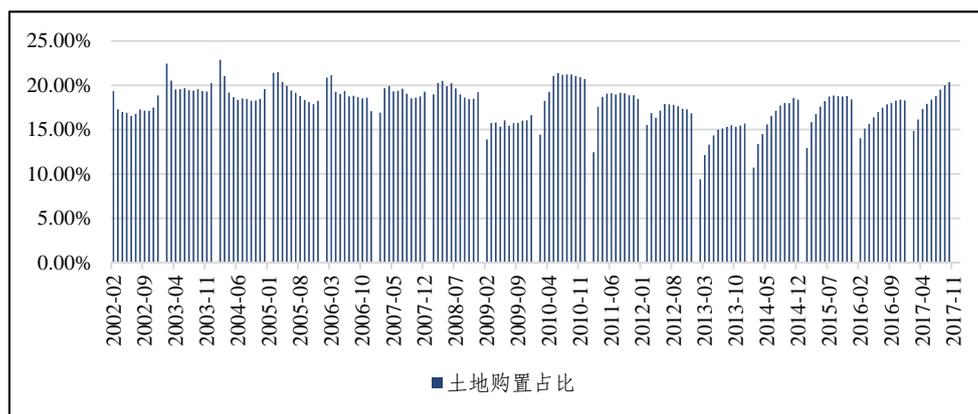
图表 21 房地产投资走势



数据来源：Wind，新世纪评级整理

从原因来看，土地成本的增长是房地产投资增速在 2017 年未明显下降的重要原因。2017 年前 11 月，在房地产开发投资中，建筑及安装工程，设备工器具购置费及其他费用的占比分别为 64%、9%和 27%，其中土地购置费的比例为 20.9%。2017 年以来，在建筑及安装工程投资明显下滑的情况下，土地费用的投资增速明显高于其他类别的投资增长。2017 年前 10 月，土地费用同比增速达到 20.1%，明显高于建筑及安装工程 5.0%的增速及设备工器具购置费 8.5%的增速。

图表 22 土地购置费用占比



数据来源：Wind，新世纪评级整理

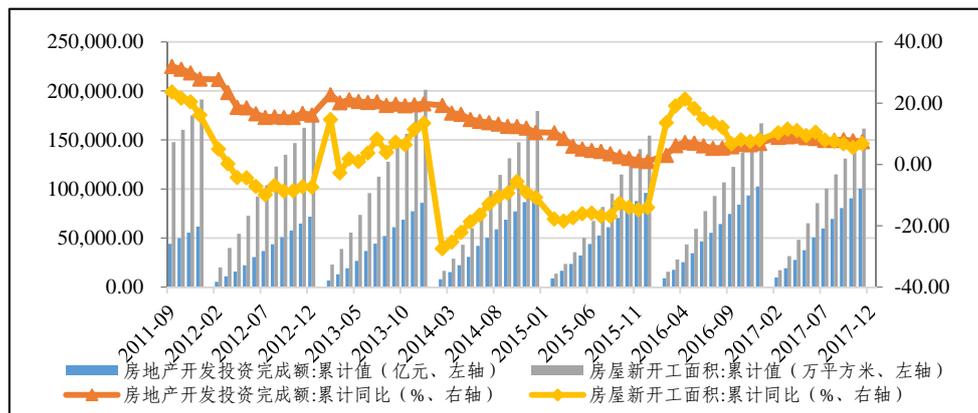
图表 23 土地购置费用增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

由于房地产投资的到位资金增速持续下降, 2018 年预期土地购置费用的增长会较为有限。房地产新开工面积的持续下降, 也会影响建筑及安装工程的投资增长。从销售和投资的传导来看, 由于各地的限购政策持续, 房地产销售和价格逐步进入下行通道, 因此预计 2018 年房地产投资增速或将有所下降。

图表 24 房地产新开工面积走势



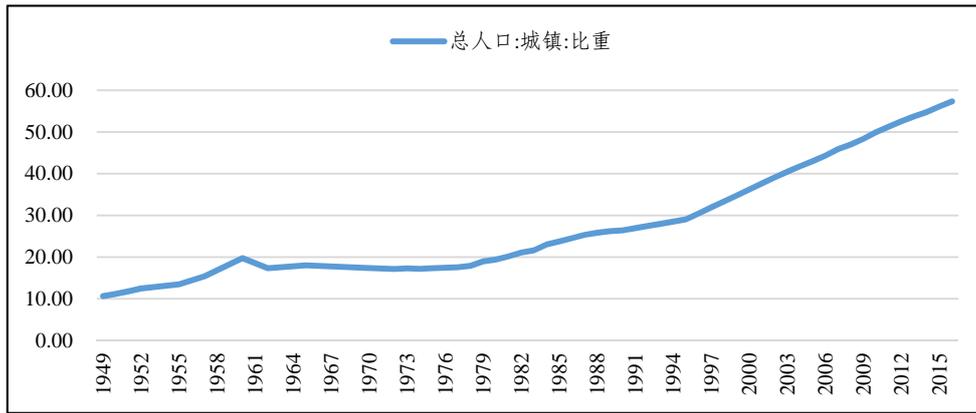
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## (二) 房地产投资仍将保持正增长

但考虑到城镇化的持续推进及地产企业补库存需求, 房地产投资的增速降幅不会过大且仍将保持正增长。

在城镇化、户籍改革等逐步推进的情况下, 城市消费、住房、教育、医疗等需求会继续得到一定支撑。2016 年中国的城镇化率为 57%, 十八大期间, 我国城镇化率年均提高 1.2 个百分点, 八千多万农业转移人口成为城镇居民。按照国家发改委此前公布的城镇化路径报告, 2030 年城镇化目标为 70%, 因此基本上未来每年需要提高 1 个百分点, 这些都是未来住房需求的重要来源。

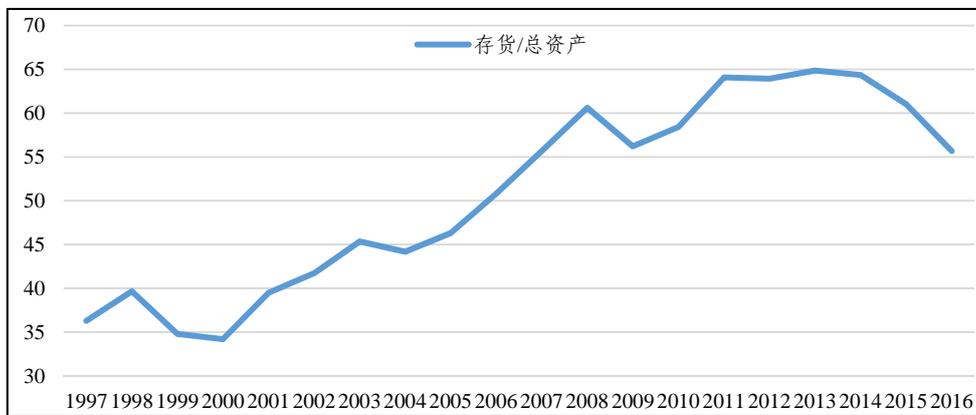
图表 25 中国城镇化率 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

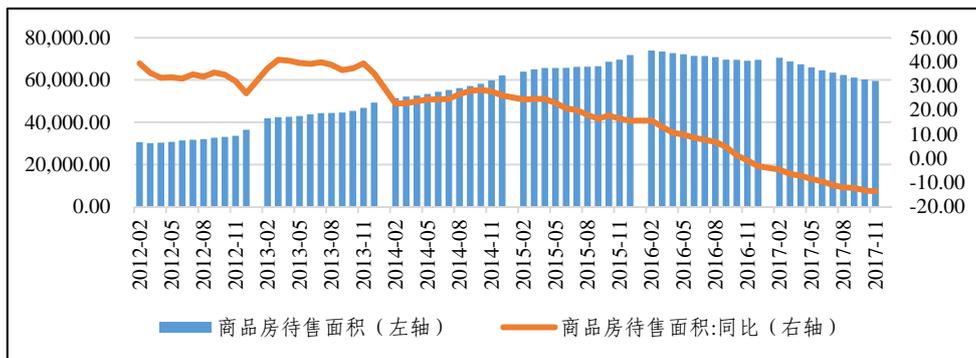
2015 年以来, 房地产库存明显下降, 房企也有继续投资补库存的需求。从上市房企的数据来看, 经过前期房地产投资的高速增长, 上市房地产企业的库存 2011-2014 年期间一直维持在 63-65% 的较高区间, 泡沫化特征较为明显, 而 2015 年以来, 房地产市场的库存已经明显下降, 存货占比下降了近 10 个百分点。另外, 商品房的待售面积也不断下降, 2017 年 11 月末, 商品房待售面积同比下降 13.7%。

图表 26 上市房企存货占比 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 27 商品房待售面积 (单位: 万平方米, %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

这种补库存在 2017 年已有启动，统计数据显示，2017 年全国 50 个大中城市卖地收入达到 3.57 万亿元，较 2016 年的 2.65 万亿元上涨了 34%，50 家百亿级房企 2017 年招拍挂拿地金额高达 2.24 万亿元。

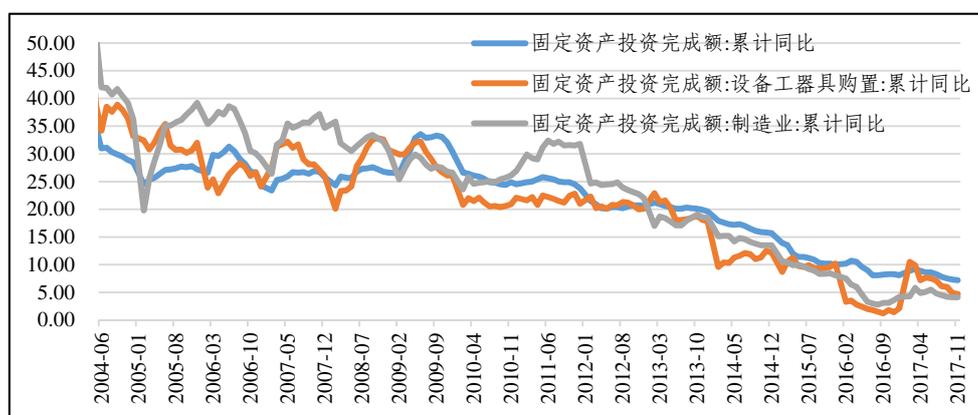
#### 四、制造业投资有望走强

中国是制造业大国，制造业投资曾多年高速增长，并造成了部分行业产能过剩的状况，但 2012 年以来制造业投资增速持续下行，目前制造业投资在固定资产投资中的占比为 32%。

2017 年前 11 月，中国制造业固定资产投资规模为 176299 亿元，累计增速为 4.1%，处于较低水平，并低于全国固定资产投资（不含农户）7.2%的增速，也低于基建 20.1%的投资增速。

现阶段，发达经济体出现朱格拉周期启动迹象，在制造业竞争日益激烈的背景下，依托《中国制造 2025》带来的政策优势，在创新驱动下，中国制造业研发支出增长空间较大，同时主要产能过剩行业在供给侧结构性改革深入推进下已开始接近出清，制造业投资有望扭转颓势并走强。

图表 28 制造业固定资产投资走势（单位：%）

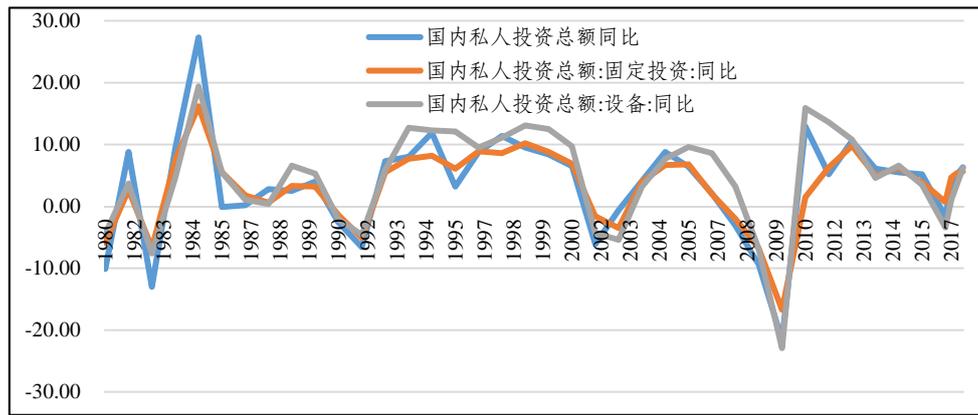


数据来源：Wind，新世纪评级整理

#### （一）发达经济体朱格拉周期启动

朱格拉周期指的是受设备更新投资和资本开支影响，制造业投资存在一种为期 8-10 年的周期性波动，由法国经济学家朱格拉于 1862 年提出。朱格拉发现机器设备的磨损及技术更新投资有周期性的规律变化，当更新投资增加时，固定资产投资增加，经济走向繁荣，反之则衰退。

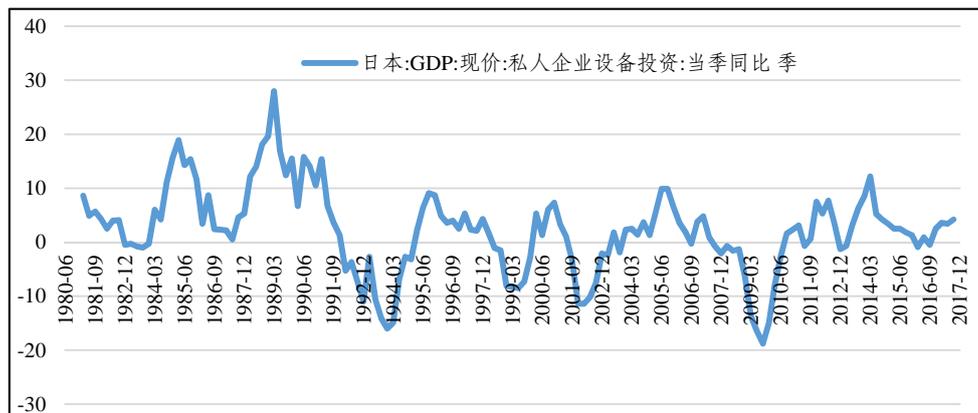
图表 29 美国设备投资走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

当前朱格拉周期在主要发达经济体中都有较为明显的体现,以美国为例,1982年-1992年、1992年-2001年、2002年-2009年、2009年-2016年有四轮明显的设备投资周期。2017年,在制造业回流、更新基础设施等投资驱动下,美国新一轮设备投资周期有启动的迹象。日本的情况和美国较为类似。

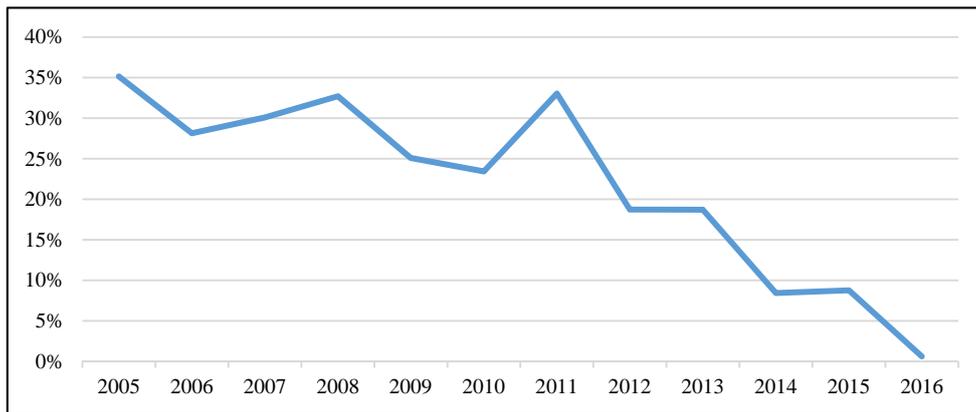
图表 30 日本设备投资走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

和美日相比,中国制造业设备投资的周期性特征并不明显,2005年至今基本处于单边下行的走势,2005年制造业投资中设备工器具购置的同比增速为35%,2016年降低到了1%。

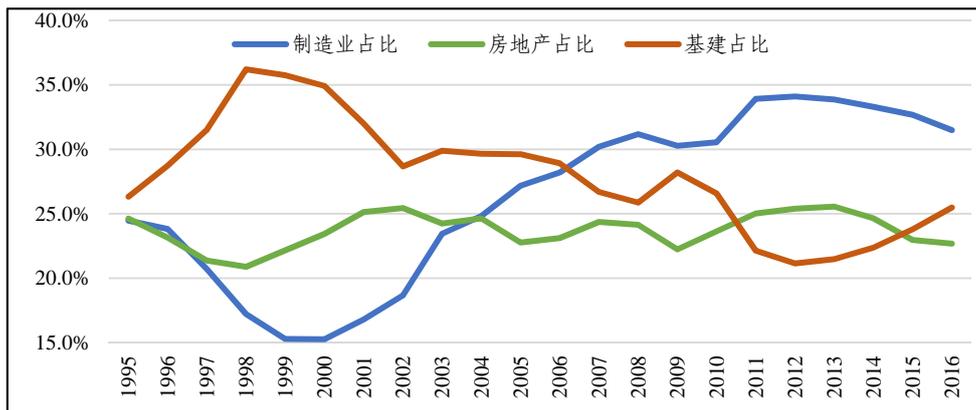
图表 31 中国设备工器具购置的同比增速



数据来源：Wind，新世纪评级整理

但从制造业在全部固定资产投资中的占比来看，又具备了部分周期性特点。制造业投资在全部固定资产投资中的占比于 2000 年~2012 年期间经历了一波上行，从 15.3% 上涨到 34.1%，目前处于上升后的下降阶段，2016 年末为 31.5%。

图表 32 固定资产投资分类占比

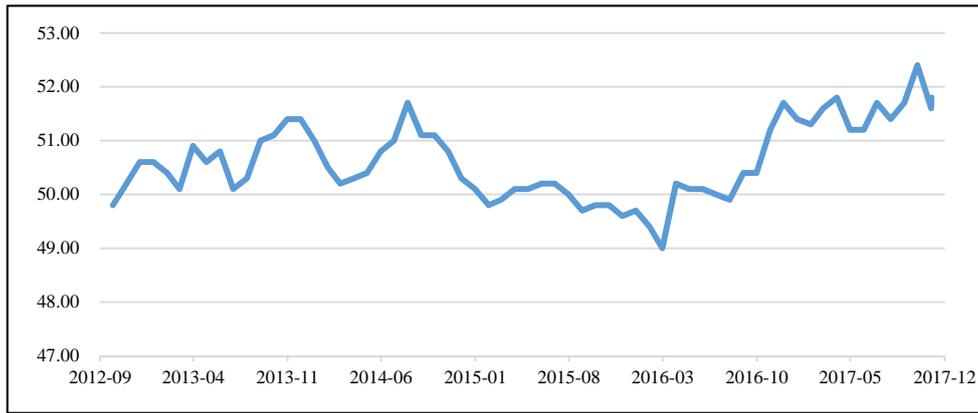


数据来源：Wind，新世纪评级整理

## (二) 制造业投资有望扭转颓势

在美日等主要经济体朱格拉周期启动的大背景下，虽然 2017 年中国制造业投资仍然相对低迷，但依托政策支持，同时制造业扩张势头向好、研发支出增长空间大且产能过剩行业在供给侧结构性改革深入推进下逐步接近出清，2018 年中国的制造业投资有望扭转颓势并走强。

图表 33 制造业 PMI (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 1.政策支持

根据此前国务院公布的《中国制造 2025》规划,在发达国家纷纷“再工业化”的情况下,中国制造业也有制造强国战略目标,具体而言:到 2020 年,基本实现工业化,制造业大国地位进一步巩固,制造业信息化水平大幅提升;到 2025 年,制造业整体素质大幅提升,创新能力显著增强,全员劳动生产率明显提高,两化(工业化和信息化)融合迈上新台阶;到 2035 年,制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平;新中国成立一百年时,制造业大国地位更加巩固,综合实力进入世界制造强国前列。

同时,与以往依靠要素投入和规模效应不同,新时期的制造业基本方针是创新驱动、质量为先、绿色发展和结构优化等,瞄准的是新一代信息技术、高端装备、新材料、生物医药等先进制造业。在国家战略推动下,制造业发展的政策环境较为有利。

## 2.创新前景广阔

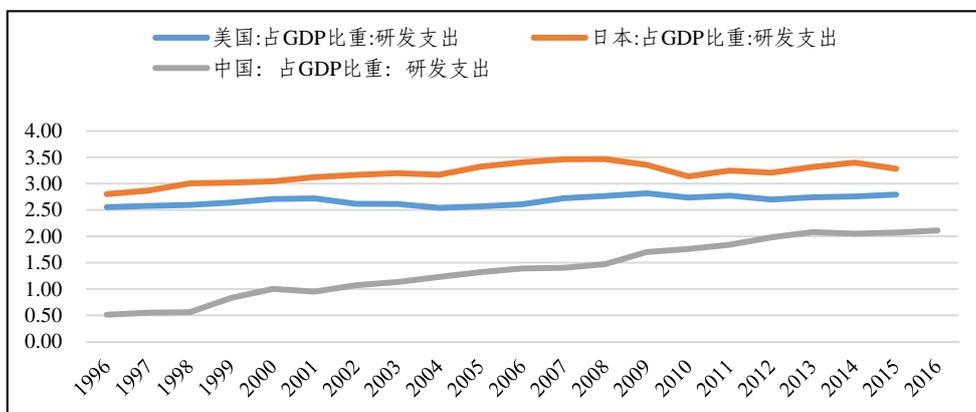
《中国制造 2025》规划中对规模以上制造业研发经费内部支出占主营业务收入比重有明确的发展目标,2013 年和 2015 年该比例分别为 0.88% 和 0.95%,到 2020 年和 2025 年的目标分别是 1.26% 和 1.68%。

为了体现创新对经济增长的价值,2017 年正式发布的《国民经济核算体系 2016》已经将知识产权产品,特别是研究与开发支出计入 GDP 核算,由于研发支出主要集中在制造业等工业领域,这将有利于研发支出对制造业投资以及整个经济增长的拉动。

根据统计局的统计,从近十年的数据来看,研发支出核算改革后,各年 GDP 总量的增加幅度呈上升趋势,年平均增加幅度为 1.06%。如 2015 年 GDP 总量改

改革后增加 8798 亿元，增加幅度为 1.30%；增速方面，改革后 GDP 年均增速提高 0.06 个百分点，2015 年 GDP 增速提高 0.04 个百分点。经济结构方面，工业、固定资本形成对经济的贡献率也会提高。

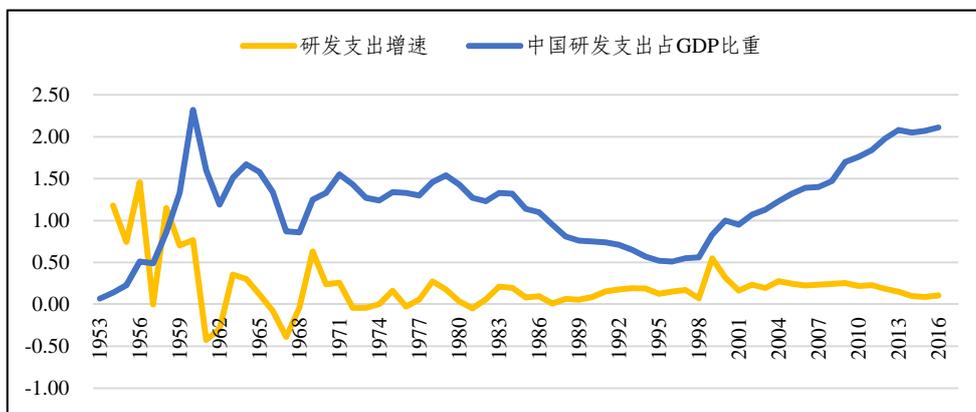
图表 34 中美日研发支出情况 (单位：%)



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2016 年研发支出在 GDP 中的比例为 2.1% 左右，而美国和日本 2015 年已经分别达到了 2.79% 和 3.28%。同时从增速来看，中国研发支出的增速长期保持在 0.5% 以下，其增长还有很大空间。在制造业升级和创新驱动下，未来全社会将加大对制造业的研发投入，对制造业投资形成较强的提振作用。

图表 35 研发支出增速 (单位：%)



数据来源：Wind，新世纪评级整理

### 3. 主要行业接近出清

经过近 2 年的去产能，主要产能过剩行业已接近市场出清，有利于开展新一轮的投资扩张。从主要制造行业负债同比增速来看，2016 年下半年开始，制造业的负债增速开始回升，截至 2017 年第三季度末，负债增速已经从 2016 年 6 月份的 5% 上升到 8% 左右，制造业较大概率将进入新一轮的投资扩张周期。

图表 36 主要制造业负债增速 (单位: %)

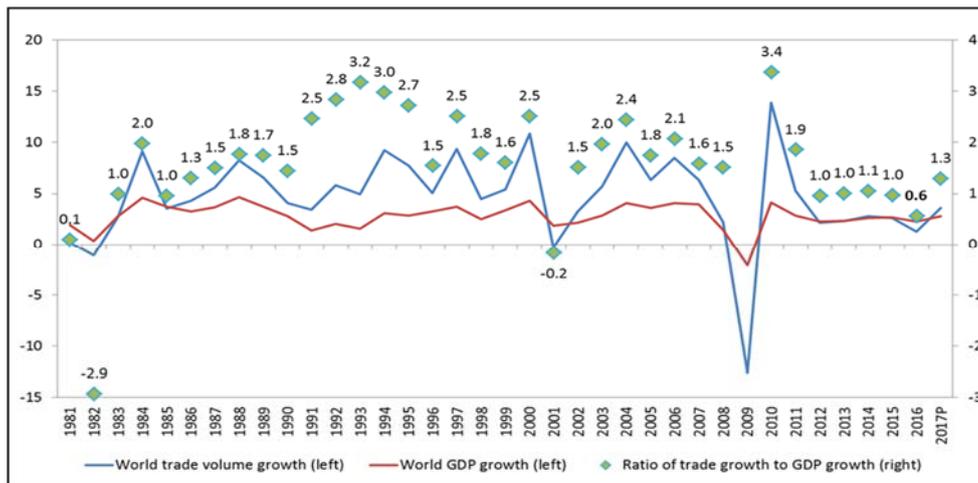


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 五、外贸结构优化, 顺差收窄

金融危机后, 受经济复苏艰难、全球产业转移趋缓以及贸易保护主义等因素影响, 全球贸易增速放缓。2016 年全球货物贸易量的增长只有 1.3%, 低于同期 GDP 增速; 考虑价格因素后, 2016 年全球贸易额负增长 3%。

图表 37 全球货币贸易量和贸易额增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017 年在全球经济持续复苏带动下, 贸易状况明显改善。2017 年上半年, 全球货物贸易的进出口增速扭转去年同期的负增长局面, 二季度同比增速分别达到 8% 和 7%, WTO 已将 2017 年和 2018 年全球贸易量增速预期分别上调至 3.6% 和 3.2%, 高于 WTO 对同期全球 GDP 增速的预估水平。

图表 38 全球货物贸易进出口情况 (单位: 美元)

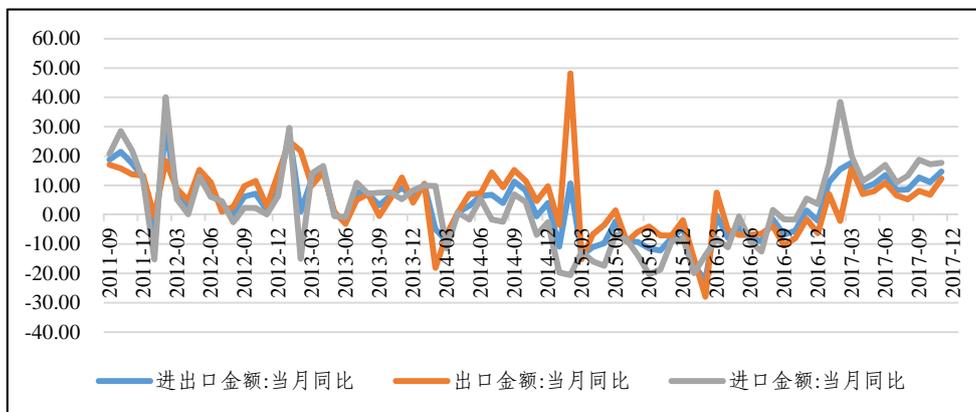


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

中国在全球贸易格局中占有重要的地位。2016 年, 中国在全球货物贸易出口中排名第 1, 进口排名第 2, 市场份额分别为 13.15% 和 9.78%; 全球服务贸易出口中排名第 5, 进口排名第 2。

在全球贸易景气改善的情况下, 中国进出口增长强劲。2017 年前 11 月, 中国进出口总值为 37032 亿美元, 累计同比增长 12%, 较 2016 年同期负增长 7.3% 明显改善, 其中进口增长 17.3%, 出口增长 8.0%。

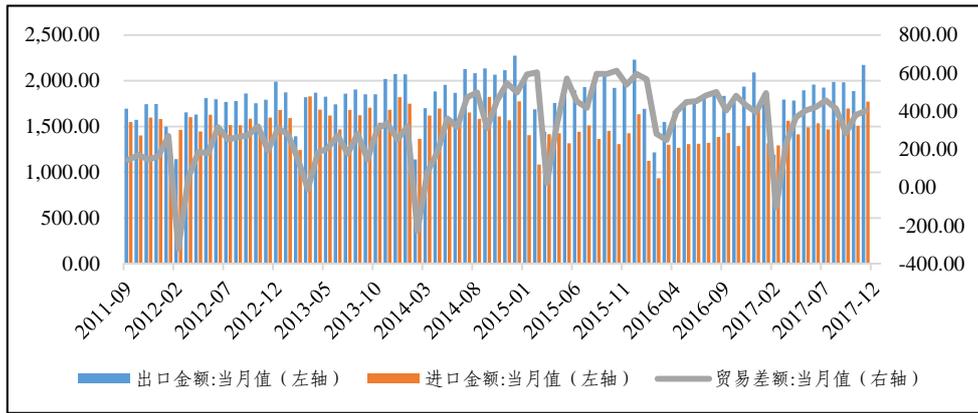
图表 39 中国进出口走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

由于进口增速的反弹力度大于出口, 2017 年前 10 月中国贸易差额为 3760 亿美元, 较去年同期的 4700 亿美元有所收窄。

图表 40 中国贸易差额走势 (单位: 亿美元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

进口高速增长的重要贡献因素来自大宗商品价格上涨。据商务部统计数据, 2017 年前三季度, 10 类大宗商品进口价格上涨 9.7%~75.3%, 因价格上涨因素拉动进口增长 6.3 个百分点, 数量和价格合计拉动总体进口增长 8.5 个百分点。

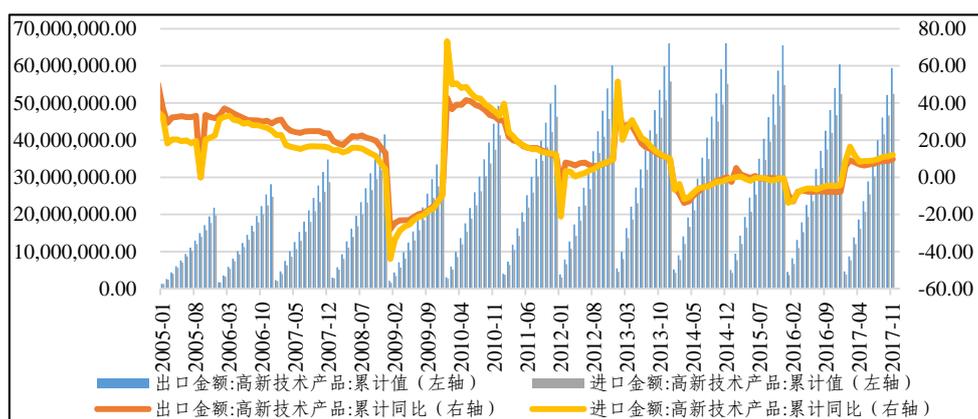
图表 41 2017 年 1-11 月中国对外贸易结构

项目	出口金额 (十亿美元)	出口结构 (%)	进口金额 (十亿美元)	进口结构 (%)
初级产品	105.23	5.16	522.81	31.43
食品及活动物	56.25	2.76	49.46	2.97
饮料及烟类	3.08	0.15	6.35	0.38
非食用原料(燃料除外)	13.90	0.68	237.16	14.26
矿物燃料、润滑油及有关原料	31.27	1.53	222.93	13.40
动植物油、脂及蜡	0.72	0.04	6.92	0.42
工业制品	1,934.34	94.84	1,140.78	68.57
化学成品及有关产品	126.73	6.21	175.34	10.54
按原料分类的制成品	334.09	16.38	121.74	7.32
机械及运输设备	969.64	47.54	660.72	39.72
杂项制品	498.36	24.43	122.00	7.33
未分类的商品及交易品	5.51	0.27	60.98	3.67
总计	2,039.57	100.00	1,663.58	100.00

数据来源: Wind, 新世纪评级整理

从出口贸易结构来看, 2017 年前 11 月, 机械及运输设备在出口中的占比达到 47.54%, 较上年提高 0.68 个百分点, 同比增速为 9.6%, 较整体出口增速高 1.6 个百分点。其中机电产品、高新技术产品的同比增速分别为 12.6% 和 13.2%, 亦均要高于同期全部出口金额的增速, 出口贸易结构持续优化。

图表 42 中国高技术产品进出口情况 (单位: 万美元、%)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

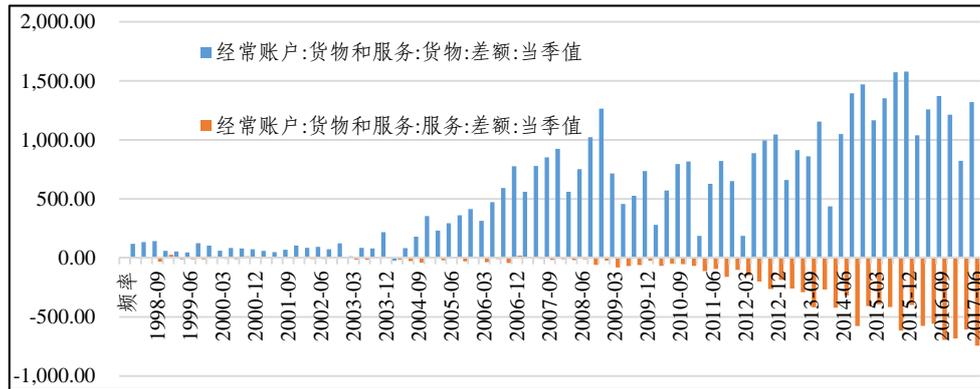
从外贸新业态来看, 中国电子商务中心的数据显示, 2017 年上半年中国跨境电商交易规模 3.6 万亿元, 增长 30.7%。其中, 出口跨境电商交易规模 2.75 万亿元, 增长 31.5%; 进口跨境电商交易规模 8624 亿元, 增长 66.3%。跨境电商已经成为中国外贸增长和创新的重要新动力。

从净出口对经济的贡献来看, 2017 年前三季度净出口对 GDP 累计同比的贡献率为 2.7%, 较去年同期为 -7.8% 明显提升。不过分季度来看, 是一个逐步回落的过程, 前三个季度净出口对 GDP 累计同比的贡献率分别为 4.2%、3.9% 和 2.7%。在逆全球化、贸易保护主义以及发达国家制造业回流等多重因素影响下, 全球经济和贸易复苏仍是好中有忧, 不确定性较高。2017 年第四季度, 由于去年同期的贸易增速较高, 国内的进出口增速可能会继续回落, 2018 年的出口增速也可能会低于今年。

但 2018 年进口贸易的强劲增长态势有望延续。2018 年 11 月中国将首次在上海举办中国国际进口博览会。从 1957 年举办第一届中国出口商品交易会, 到 2007 年中国出口商品交易会更名为中国进出口商品交易会、由单一出口平台转变为进出口双向交易平台, 再到 2018 年举办首届中国国际进口博览会, 说明中国的外贸政策正从重出口向主动进出口平衡发展的方向转变。

中国在世界货物贸易总额中的份额方面, 由于 2016 年中国进出口贸易增速低于 WTO 统计的当年全球增速, 当年相对份额较 2015 年均有所下降, 2017 年和 2018 年, 由于预期进口的增速将高于出口的增速, 因此中国在全球进出口贸易中的份额, 可能会出现出口降而进口升的局面。

图 表 43 中国经常账户走势（单位：亿美元）

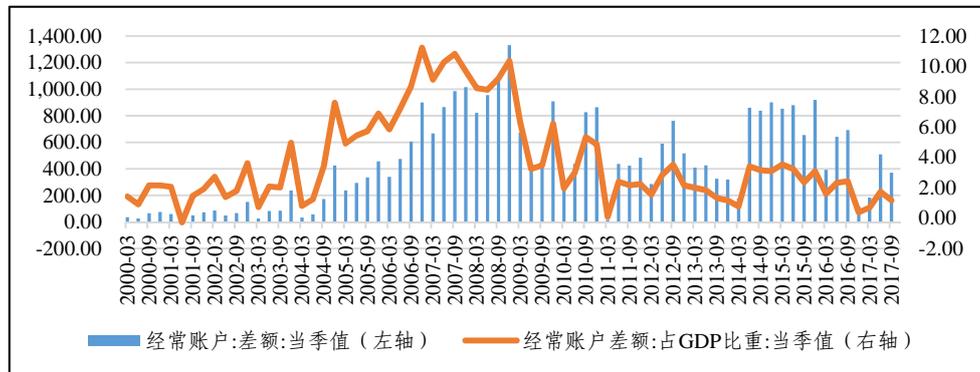


数据来源：Wind，新世纪评级整理

由于旅游、留学等因素的推动，中国服务贸易持续呈逆差局面。2017 年前三季度是逆差 2031 亿美元。

因货物出口的不确定性和进口贸易的强化、服务贸易逆差的长期存在，2018 年中国进出口贸易的结构可能会更加优化，但顺差可能会缩小，经常账户差额占 GDP 的比重可能下降，经济增长的贡献将可能更加依赖消费和投资增长。

图 表 44 中国经常账户差额与 GDP 比重（单位：亿美元、%）

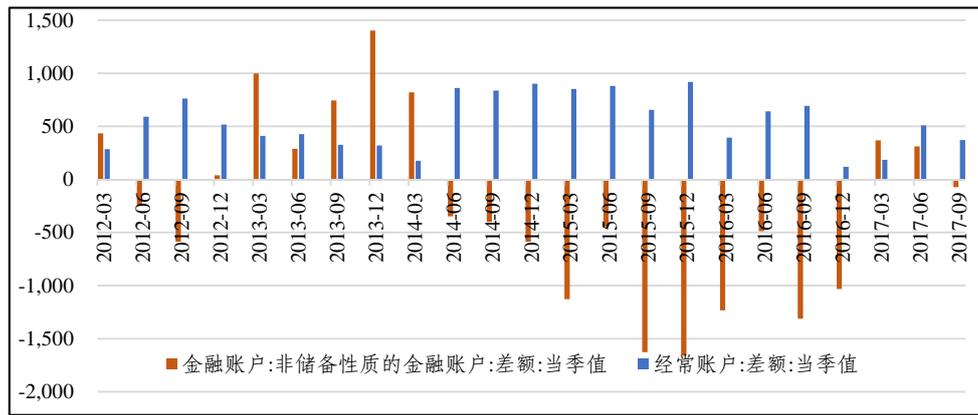


数据来源：Wind，新世纪评级整理

## 六、国际投资此消彼长

中国保持了多年的经常账户和非储备性质金融账户双顺差的局面，但从 2014 年第二季度后的连续 11 个季度，非储备性质金融账户持续出现逆差，出现了较大的资本净流出压力。2017 年该现象有所改观，前三季度，中国资本和金融账户顺差 18 亿美元，其中非储备性质金融账户前两个季度重回顺差局面，前三季度顺差 608 亿美元。

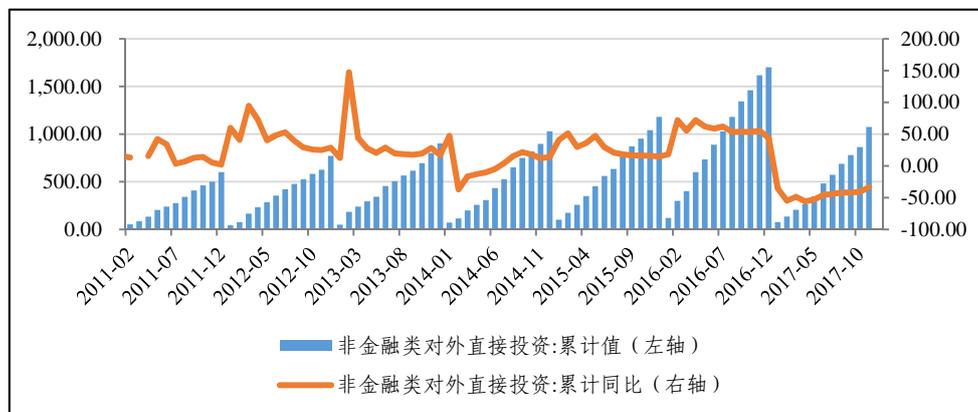
图表 45 中国非储备性质金融账户走势 (单位: 亿美元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

对外直接投资明显减少是造成资本和金融账户顺差的重要原因。中国对外直接投资在 2014 年明显升温, 2014 年-2016 年平均年增加 1746 亿美元, 较 2013 年的 730 亿美元明显提升。但企业“走出去”投资过程中存在一定的非理性成分, 2017 年发改委、商务部、人民银行、外汇局等针对对外投资加强真实性、合规性审核, 涉及房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等领域的对外投资大幅下降, 对外直接投资明显回落, 2017 年前三季度为 648 亿美元, 较上年同期下降 694 亿美元。

图表 46 中国对外直接投资情况 (单位: 亿美元、%)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

预期 2018 年及以后, 中国对外投资仍将维持一定速度增长。其中一个重要因素来自“一带一路”建设的持续推进。根据外管局数据, 2016 年, 我国非银行部门与“一带一路”沿线国家的各类交易资金总量超 1.1 万亿美元, 2017 年上半年交易资金总量近 6000 亿美元。

另外, 在“港股通”、“基金互认”、QDII 投资以及熊猫债等资本项目推动下, 中国对外证券投资也会保持一定规模, 2017 上半年, 我国对外证券投资规模达

到 401 亿美元，超过国外对国内 206 亿美元的投资规模。

中国当前国际收支除了“走出去”将保持一定速度外，还可能面临境外资本对内投资下降的问题。中国 2017 年前三季度吸引的外商直接投资规模为 861 亿美元，较去年同期的 1010 亿美元有所下降。美联储缩表加息、美欧经济向好引起制造业回流以及全球产业竞争加剧等因素短期内可能导致中国对境外资本的吸引力有所下降。

图表 47 中国外商直接投资情况 (单位: 亿美元、%)



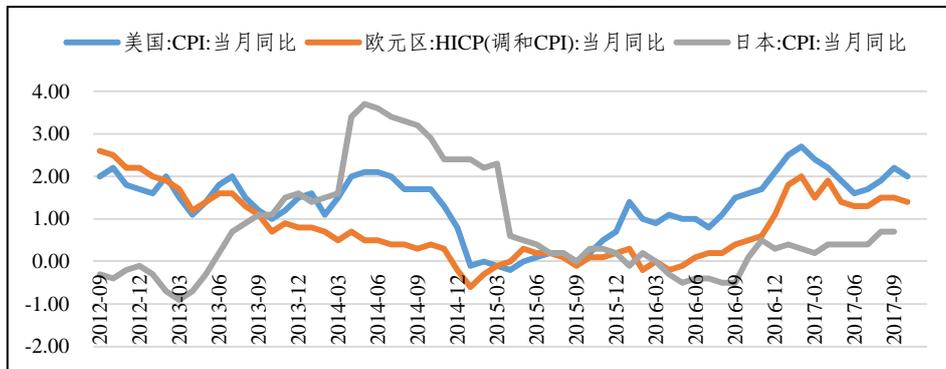
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

对外和对内投资的不平衡不仅表现在规模的此消彼长,还表现在收益的不对等。据外管局数据显示,2005 年至 2017 年 6 月我国对外金融资产年平均投资收益率为 3.3%, 低于同期境外资本对内的投资收益率 6.4%, 收益差异的原因主要在于中国对外持有资产是以流动性较高的资产为主,而吸引的投资多为股权类等较高成本的投资。某种程度上,未来若中国吸引的国外资本流入减少,也是部分高成本资本的减少,并非完全不利。

## 七、预期 PPI 回落, CPI 温和上涨

2017 年上半年,受油价下跌拖累,主要经济体通胀水平均有不同程度的下跌,随后在油价反弹推动下再度回升。

图表 48 主要国家 CPI 走势 (单位: %)



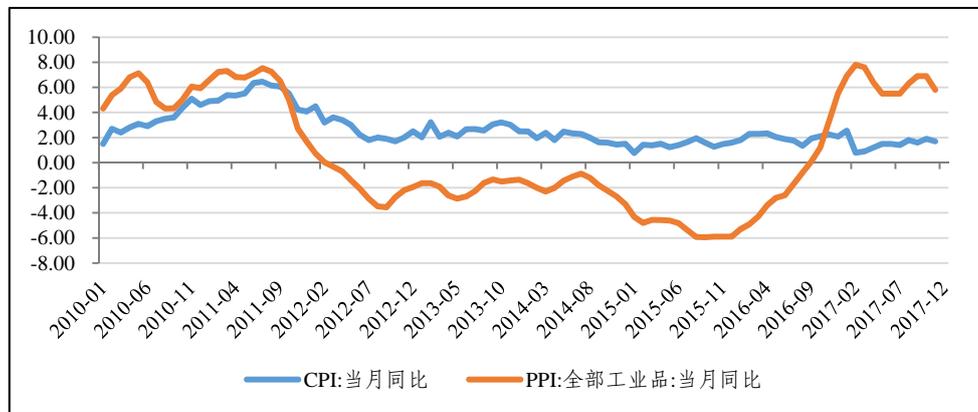
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

和主要经济体基本同步，2017 年中国 CPI 和 PPI 也呈现出先跌后温和反弹的走势，截至 10 月份的通胀水平低于年初的高点值。同时，PPI 与 CPI 的分化有所收敛，协同效应有所增强。

2017 年 11 月，中国 PPI 同比上涨 5.8%，环比上涨 0.5%。其中，工业生产者购进价格同比上涨 7.1%，环比上涨 0.6%。1-11 月平均，工业生产者出厂价格同比上涨 6.4%，工业生产者购进价格同比上涨 8.3%，生产价格水平上涨明显。

2017 年 11 月，中国 CPI 同比上涨 1.7%。其中食品价格下降 1.1%，非食品价格上涨 2.5%；消费品价格上涨 0.9%，服务价格上涨 3.1%。1-11 月 CPI 平均上涨 1.5%，消费物价水平温和上涨。

图表 49 中国 CPI 和 PPI 走势（单位：%）

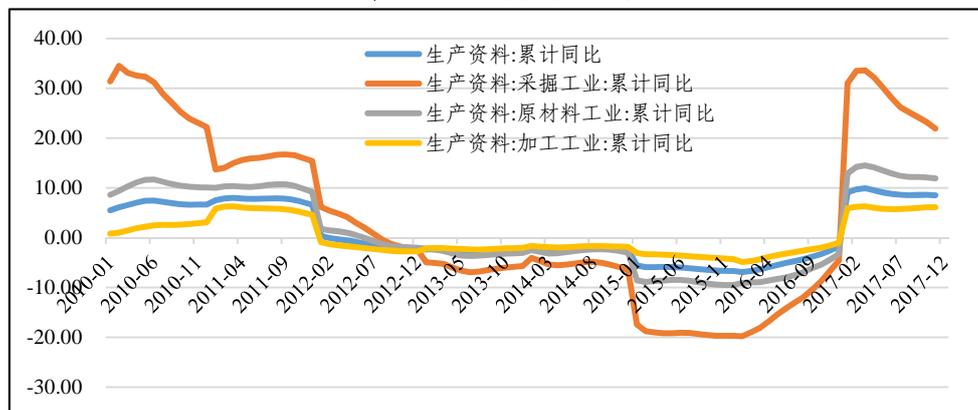


数据来源：Wind，新世纪评级整理

### （一）PPI 将回落

2017 年 PPI 的明显上涨主要由生产资料价格上涨贡献，生活资料的贡献多数时间稳定在 0.2% 的水平。从工业大类看，受供给侧结构性改革持续深入推进影响，采掘工业在 2017 年第一季度的同比涨幅高达 30%，原材料工业和加工工业的涨幅则相对温和一些。

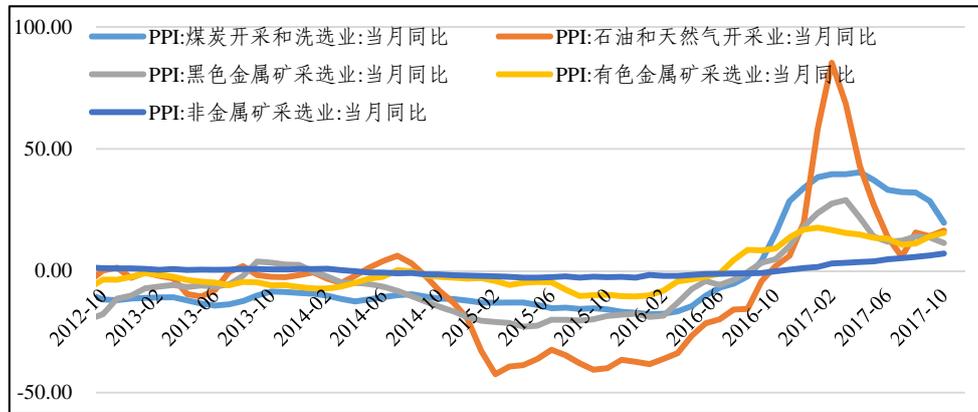
图表 50 中国 PPI 分类走势（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

采掘工业 PPI 大幅上涨主要是由石油、煤炭、黑色和有色行业上涨带动，非金属行业的价格走势整体比较平稳，其中石油行业的波动最大。

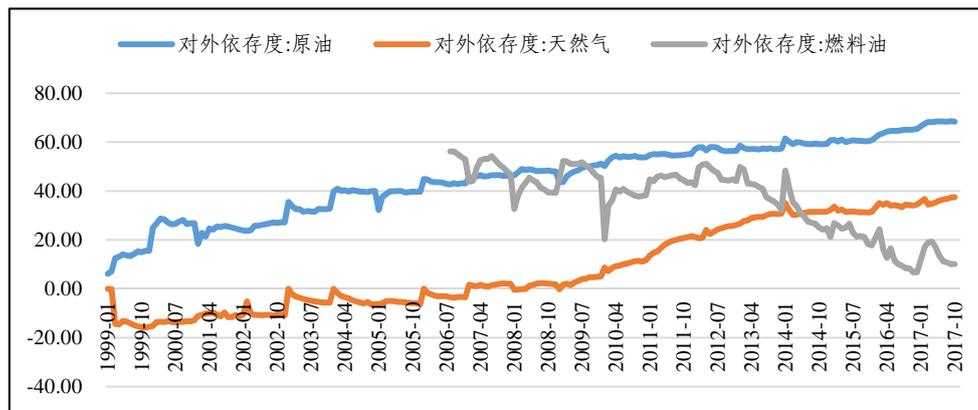
图表 51 采掘类 PPI 走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

我国石油行业的对外依存度很大, 2017 年 10 月已经接近 70%, 国际油价是影响我国 PPI 的一个重要因素。

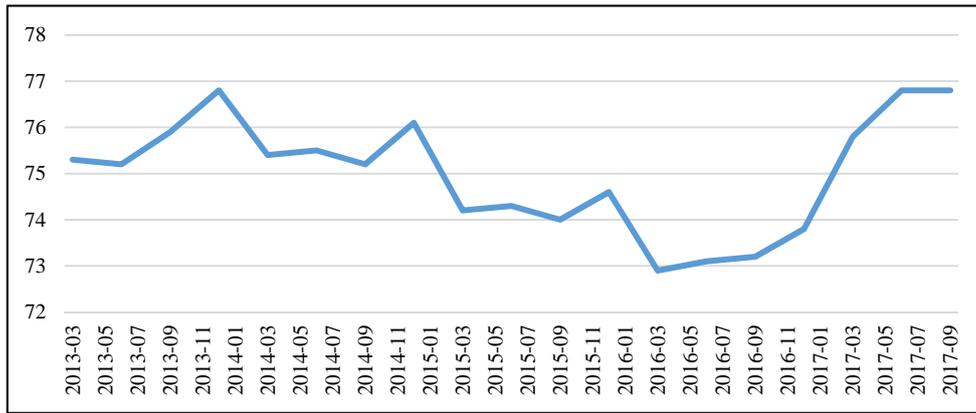
图表 52 能源行业对外依存度 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

虽然欧佩克的减产协议延长, 不过受制页岩油生产、美元走势等影响, 预期 2018 年国际油价难以有大幅上涨的空间, 这将制约 2018 年 PPI 的上涨幅度。此外, 随着供给侧结构性改革逐步深入, 产能利用率逐步回升, 供给约束减少会制约上游行业的价格大幅上行; 而环保限产等政策的持续, 也会从基础原材料需求减少抑制价格上涨, 因此总体预期 2018 年 PPI 的涨幅将较 2017 年回落。

图表 53 工业产能利用率 (单位: %)

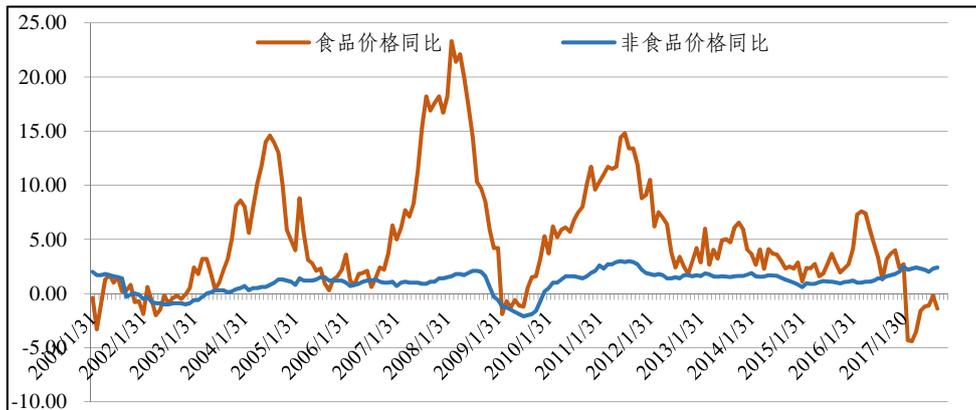


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## (二) CPI 温和上涨

2017 年前 11 个月, CPI 指数除 1 月份超过 2% 外, 其余月份均在 2% 以下, 但呈现逐步回升态势。其中, 食品价格持续负增长, 3 月份食品项大幅下降 4.4%, 而非食品价格涨幅基本稳定在 2%-2.5% 之间。

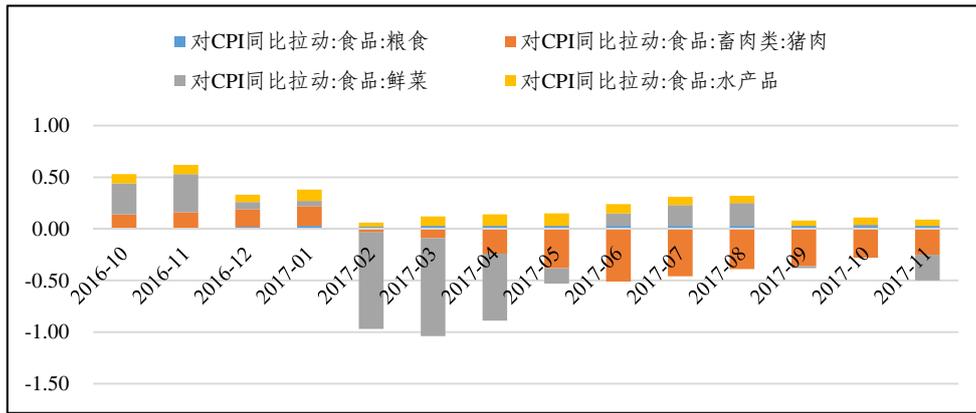
图表 54 CPI 分类走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

在食品项中, 不同月份导致下跌的因素不尽相同。2017 年 2-4 月份食品项下跌主要是受鲜菜价格下跌所致, 而 5-10 月份则是猪肉价格下跌拖累。

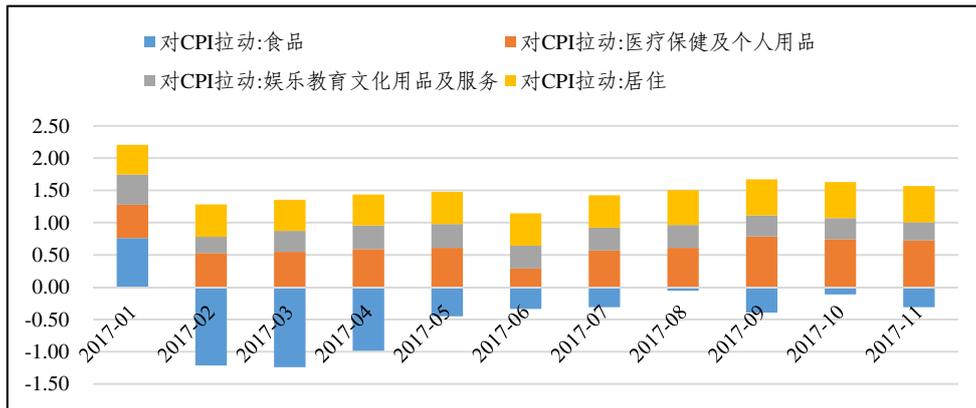
图表 55 食品类拉动 CPI 情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

在非食品项中, 2017 年拉动 CPI 走升的因素主要包括医疗保健、居住、娱乐教育文化用品及服务等多项, 特别是医疗保健分项, 是 CPI 增长的重要驱动因素。

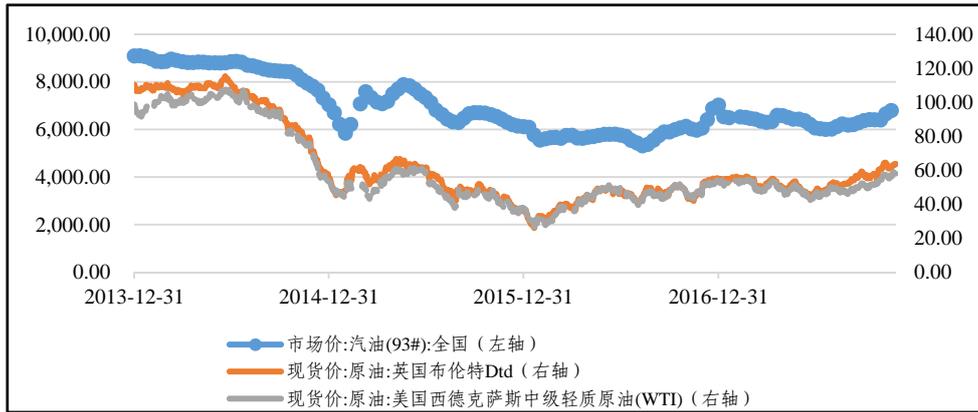
图表 56 非食品类拉动 CPI 情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

由于国内油价与国际油价较为同步, 因此国际油价也会通过影响国内油价进而影响到 CPI 中的交通与通讯分项, 展望 2018 年, 在国际油价预期 60-70 美元左右波动的情况下, 其对 CPI 的拉升作用会比较温和。2018 年 CPI 翘尾因素方面: 1 月份仍将是全年的高点, CPI 可能突破 3%; 2 月份由于春节因素将明显回落; 5 月份开始因去年基数较低, 走高可能性较大。因此预期 2018 年 CPI 将呈现出前高后低的走势。

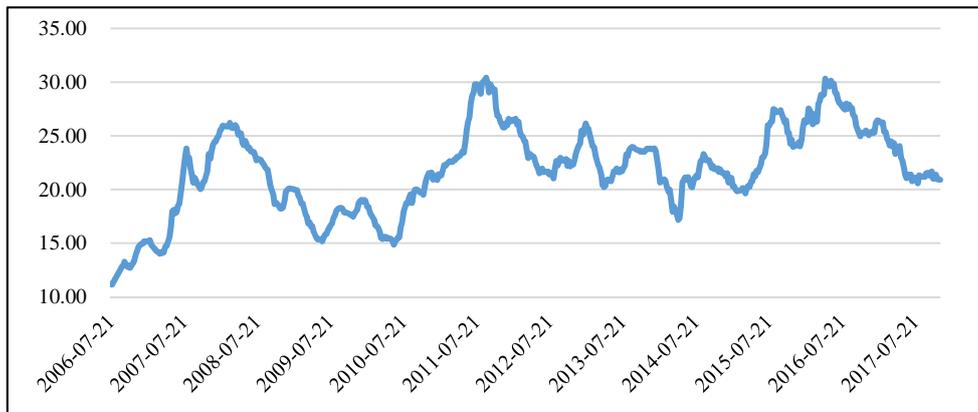
图表 57 国内外油价联动情况 (单位: 元、美元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

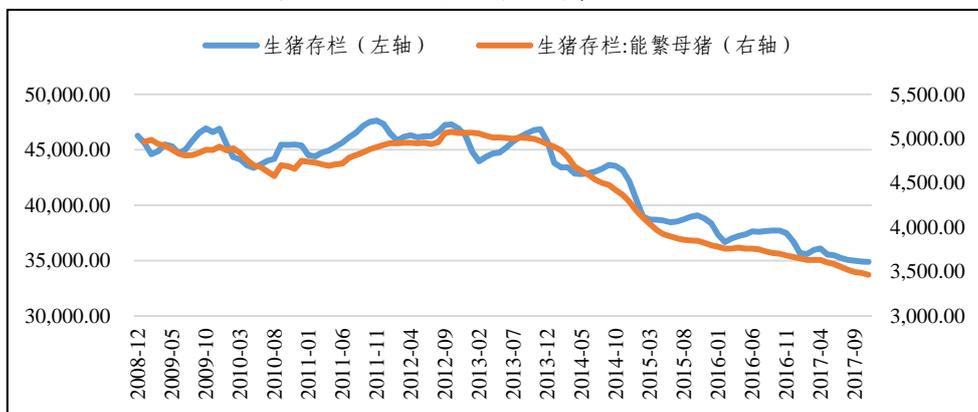
对于 2018 年 CPI 的预期, 存在一个不确定的因素是猪肉价格走势。2016 年下半年以来, 猪肉价格的持续下跌, 是拖累 CPI 的重要因素。但 2017 年的生猪存栏量呈逐步下降趋势, 与猪肉价格下跌相违背。一个可能的解释是当前还处在猪周期的下行周期, 因此猪肉价格还将继续下跌。需要注意的是从 6 月份以来, 猪肉价格就在横盘震荡, 在存栏量继续下降的情况下, 不排除明年猪肉价格开启新一轮猪周期, 这样可能导致 2018 年 CPI 上行幅度加大。

图表 58 中国 22 省市猪肉价格走势 (单位: 元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表 59 生猪存栏情况 (单位: 万头)



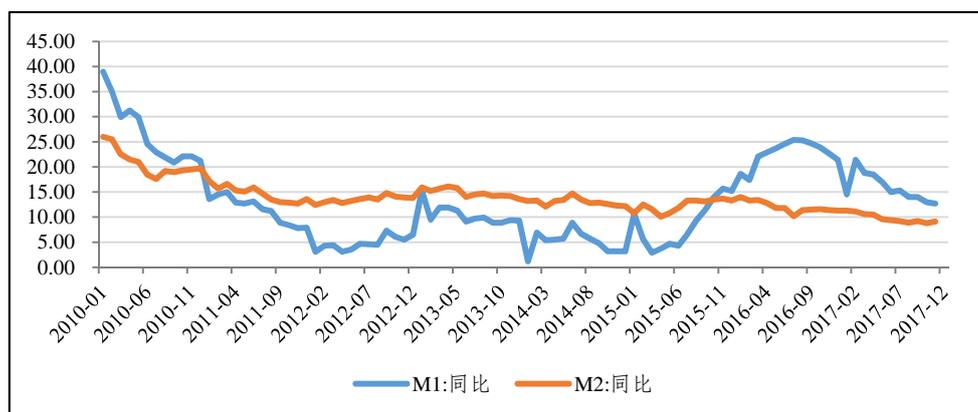
数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## 八、金融体系监管强化，双支柱调控不断完善

近年来在中国经济保持中高速增长态势的同时，金融体系的风险不断积聚，金融机构资产管理业务发展不规范、监管套利、产品多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控的问题日益严重，2017年是中国金融监管明显强化的一年。

第五次全国金融工作会议明确了金融工作服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革的三项任务，金融监管政策持续加强，金融体系的杠杆明显降低。2017年11月末M1增速为12.7%，M2增速为9.1%。

图表 60 MI 和 M2 走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

社会融资规模 (以下简称“社融”) 方面, 2017年11月末社会融资规模存量为173.67万亿元, 同比增长12.5%。其中, 对实体经济发放的人民币贷款余额为118.45万亿元, 同比增长13.7%; 企业债券余额为18.34万亿元, 同比增长1.6%; 非金融企业境内股票余额为6.64万亿元, 同比增长16.7%。

图表 61 2017 年 1-11 月社会融资规模构成

项目	2017 年占比 (%)	2016 年占比 (%)
新增人民币贷款	72.50	70.70
新增外币贷款	-0.08	-3.24
新增委托贷款	3.92	11.02
新增信托贷款	11.10	4.29
新增未贴现银行承兑汇票	2.56	-13.05
企业债券融资	2.06	19.84
非金融企业境内股票融资	4.55	7.21

数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017年社会融资规模结构调整明显, 委托贷款融资占比下降, 信托贷款在通道业务的竞争中, 受监管加强的负面冲击暂时低于券商、基金等其他通道, 在社融中的占比有所回升; 企业债券融资受发行利率上涨, 净融资占比下降, 表外

票据融资在 2016 年经历了近 2 万亿元的负增长后有所恢复。

### （一）金融去杠杆效果较为明显

金融体系去杠杆是 2017 年以来 M2 增速放缓的主要原因，其中主要反应商业银行非标业务投资的金融机构股权及其他投资业务，在去杠杆大背景下，增速明显下降，2017 年第三季度累计下拉 M2 增速约 1 个百分点。

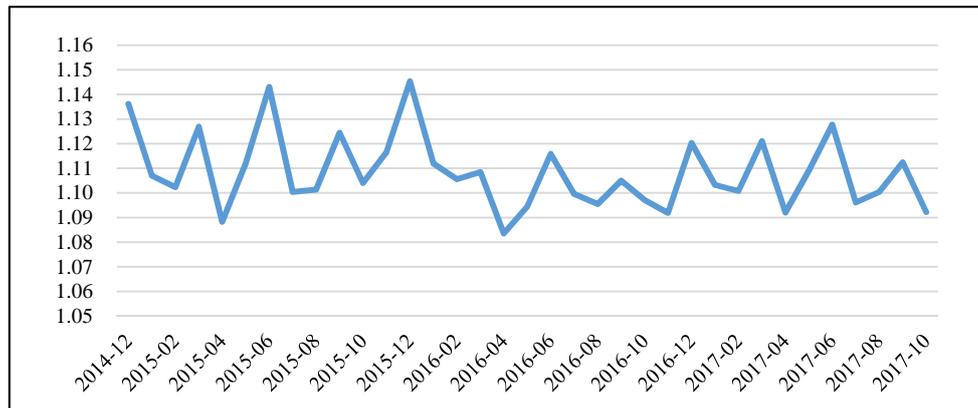
图表 62 股权及其他投资业务走势（单位：亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

同时，银行间债市杠杆率逐步下降，2017 年 10 月末为 1.09，低于年内高点 1.13 的水平，也低于年初的水平。

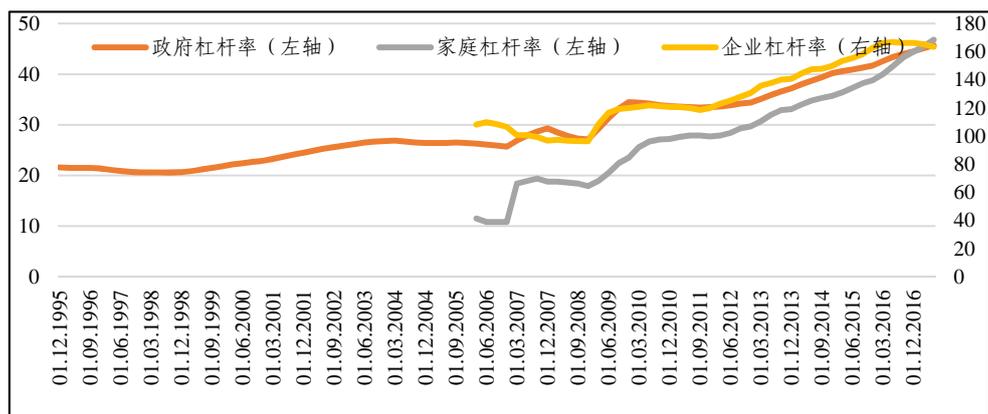
图表 63 银行间债市杠杆率测算走势



数据来源：Wind，新世纪评级整理

金融体系去杠杆的同时，实体企业的杠杆率也缓慢下降，中国经济体系的杠杆风险亦逐步得到控制。

图表 64 中国宏观杠杆率走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017年11月底,央行、银监会等部门正式公布金融机构资产管理业务指导意见的征求意见稿,按照资管产品的类型制定统一的监管标准,对同类资管业务做出一致性规定,实行公平的市场准入和监管,消除监管套利空间,有望给资管业务健康发展创造更加良好的制度环境。

在杠杆控制方面,指导意见将资管产品的杠杆分为两类,分别进行不同的比例控制。一类是负债杠杆,即产品募集后,通过拆借、质押回购等负债行为,增加投资杠杆;另一类是分级杠杆,即对产品进行优先、劣后的份额分级。此外,央行负责人表示,持有人以所持资管产品份额进行质押融资或者以债务资金购买资管产品的加杠杆行为也需要关注。

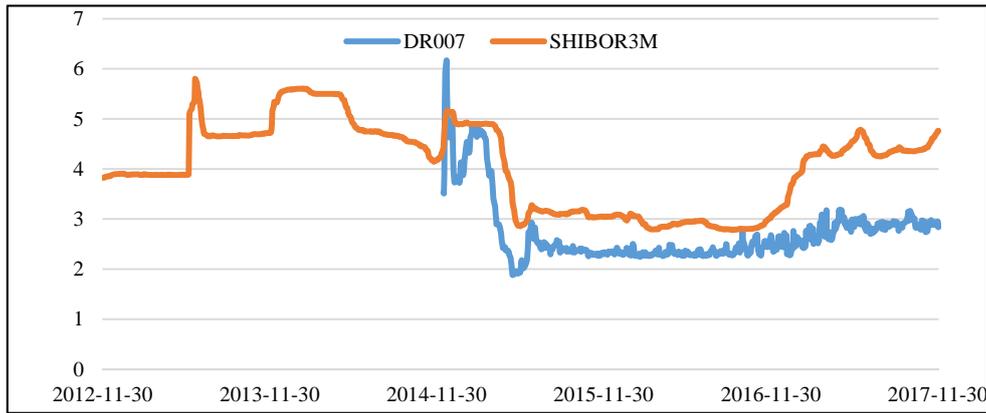
2018年,预期在去杠杆政策持续进行下,国内的宏观杠杆率会得到有效控制,但去杠杆过程中需要注意家庭及政府杠杆率过快上升的风险。

## (二) 双支柱调控框架逐步完善

党的十九大报告明确指出,健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架,是监管政策合力调控经济周期和金融周期波动的重要举措,有利于促进实体经济和金融体系的双重稳定,为供给侧结构性改革创造中性适度的货币金融环境。

货币政策方面,截至2017年11月末央行未调整基准利率,但3月和12月追随美联储加息上调过公开市场的操作利率,且今年的操作工具主要以逆回购和MLF为主,流动性调节“削峰填谷”,银行间市场利率中枢提高。

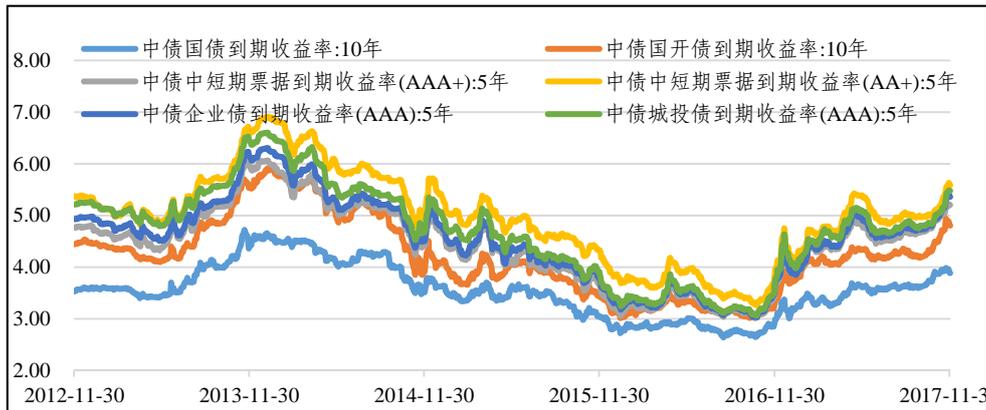
图表 65 银行间利率走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

DR007 利率从去年的 2.2%-2.5% 区间抬升到 2.5%-3% 区间, 截至 2017 年 11 月末, SHIBOR 3M 的利率较年底上涨了 150BP。债券市场利率债和信用债的收益率也同步上涨较多, 11 月末, 10 年期国债到期收益率较年初上涨 88BP, 5 年期 AAA 级企业债上涨 141BP。

图表 66 部分债券收益率走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017 年前 11 个月, CPI 平均上涨 1.5%, 前三季度 GDP 同比增长 6.9%, 在经济增长和物价水平整体处于可控范围内的情况下, 央行无使用降准等措施保持货币宽松的必要性。但为了引导金融机构继续发展普惠金融业务, 央行在 9 月底宣布自 2018 年起对单户授信 500 万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款, 以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口、助学等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。

这种结构性的定向降准政策并不改变稳健中性货币政策的总体取向, 预期 2018 年货币政策仍将以结构性政策为主。在美联储加息背景下, 中国利率水平

有跟随向上的动力，但 2017 年中国利率中枢水平及债券市场二级收益率的上涨幅度已经较大，且当前中美利差水平处于历史相对高位，预期央行跟随调整存贷款基准利率的可能性不大，更可能继续通过公开市场操作的利率调节来引导利率至合意水平。

宏观审慎评估体系（MPA）是央行在差别准备金率基础上推出的逆周期调控政策，2017 年央行继续丰富和完善了 MPA 的调控框架。2017 年一季度央行将表外理财纳入 MPA 的调控体系，之后又将同业存单的期限调整为 1 年及以下，同时从 2018 年一季度开始，将同业存单纳入同业负债占比指标；另外，央行已将跨境资本流动纳入 MPA 监管，同时还将探索将绿色信贷纳入 MPA。

金融周期的逆周期调控，除了广义信贷指标外，还有房地产价格，因此房地产等资产市场的价格调控，也是 MPA 监管的关注焦点，房地产调控当前已经形成了因城施策的调控框架，目前房地产去库存的效果已经较为明显。

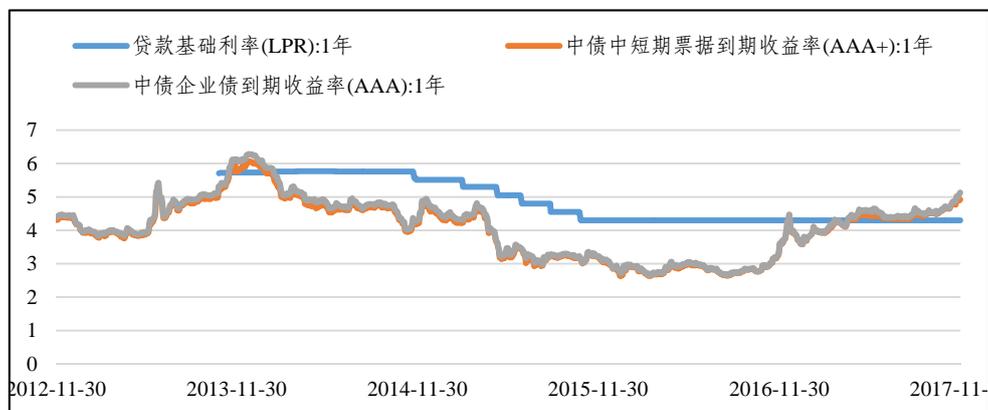
预期 2018 年货币政策和宏观审慎的双支柱调控框架会更加完善，货币政策的价格调控机制会更加完善，而宏观审慎政策会将更多金融活动、金融市场纳入监管框架，降低金融活动的系统性风险，为实体经济创造适中的货币金融环境。

### （三）企业债券融资仍会面临压力

在金融去杠杆和金融监管加强的情况下，2017 年企业融资“非标转贷”及“债券转贷”的特征较为明显，2017 年 11 月末全部人民币贷款在社融存量中的占比较 2016 年末上升了 0.8 个百分点，而企业债券融资的占比则下降 0.9 个百分点。

从利率水平来看，主体等级为 AAA 级的 1 年期短期融资券和债项等级为 AAA 级的 1 年期企业债的二级收益率已经高于同期限的贷款基础利率，债券融资相比贷款已经不具成本优势。

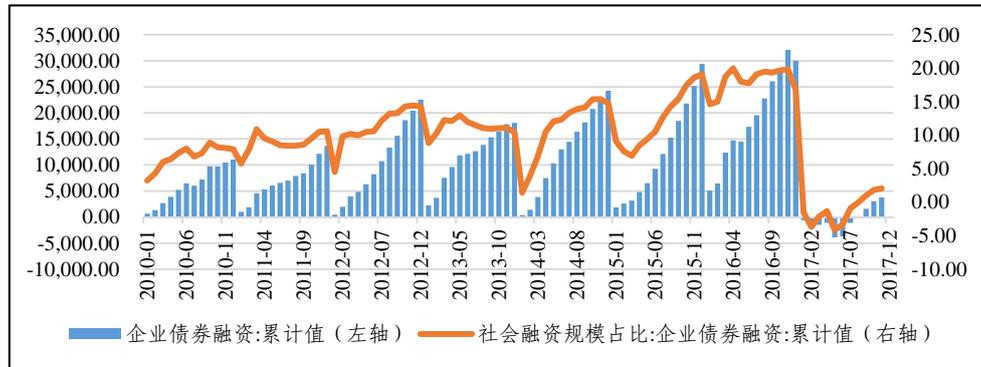
图表 67 主要信用债与 LPR 利率对比（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

企业债券融资受制金融监管和利率水平的上升，2017 前 2 个季度出现了负增长，在新增社融中的占比也断崖下降，不过自 3 季度以来有所好转。

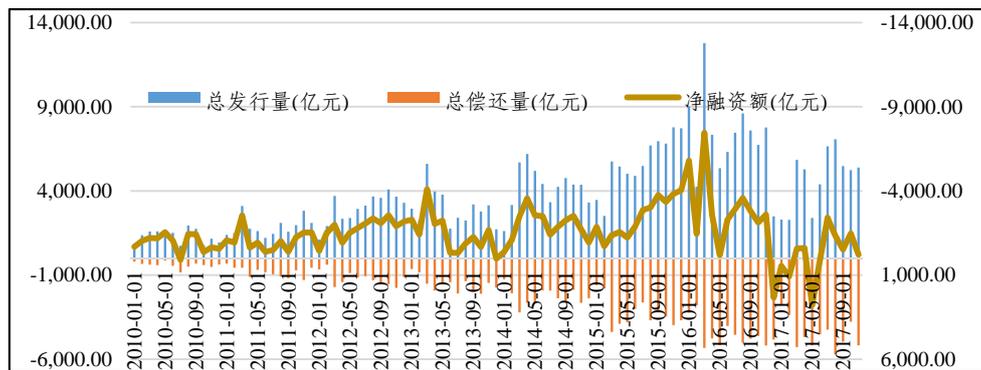
图表 68 企业债券融资在社融中比重 (单位: 亿元、%)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

由于央行的贷款基准利率并没有跟随国内外市场利率水平变化进行调整，而债券融资的市场化程度相对更高，在利率水平将持续高位或进一步上升的预期下，2018 年企业债券融资仍然会面临一定的压力。

图表 69 主要信用债净融资走势

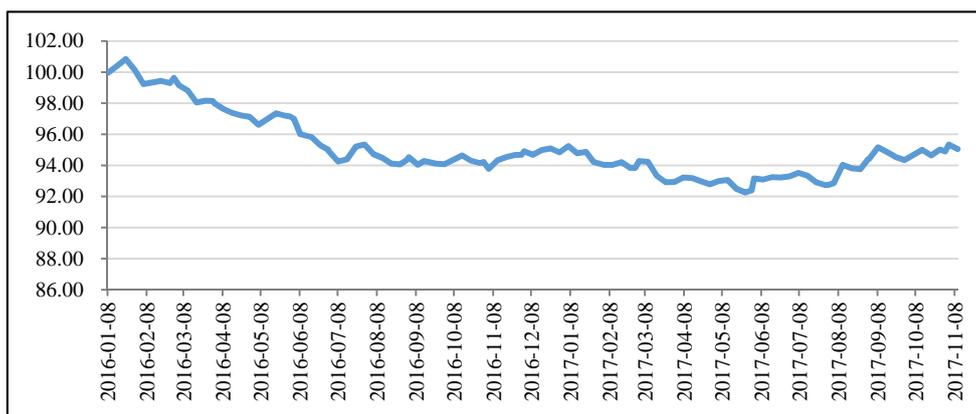


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

#### (四) 人民币兑美元汇率双向波动加强

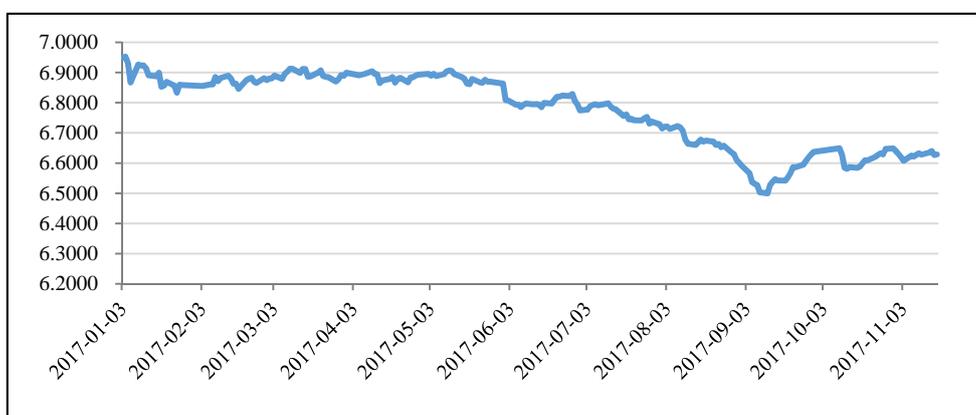
2017 年人民币兑美元汇率走势大体可分为四个阶段: 第一个阶段是年初到 5 月底, 人民币兑美元汇率在经历了 2016 年较大幅度的贬值后进入横盘调整, 多数时间处在 6.88-6.90 之间窄幅波动; 第二个阶段是 5 月底到 9 月初, 在人民币中间价增加逆周期因子后, 人民币兑美元汇率快速升值; 第三个阶段是 9 月中旬至 10 月上旬, 在央行针对过快升值再次推出外汇准备金调控措施后, 人民币兑美元小幅贬值; 第四个阶段是 10 月中旬至今, 人民币双向窄幅波动。

图表 70 CFETS 人民币汇率指数



数据来源：Wind，新世纪评级整理

图表 71 美元兑人民币中间价



数据来源：Wind，新世纪评级整理

2017年初人民币兑美元中间价为6.95，12月初为6.61，整体上是升值的，但从CFETS人民币汇率指数来看，年初是95.25，12月初为94.38，人民币的有效汇率则是小幅贬值，这说明在人民币兑美元升值的情况下，对其他的币种如欧元、加元等都是贬值。

在人民币兑美元汇率结束2016年的单边贬值走势后，国内的外汇贷款形势也发生了明显变化。2016年人民币贬值期间，外汇贷款增量连续减少，随后随着人民币开始升值，外汇贷款负增长规模明显降低，部分月份还有一定规模正增长。

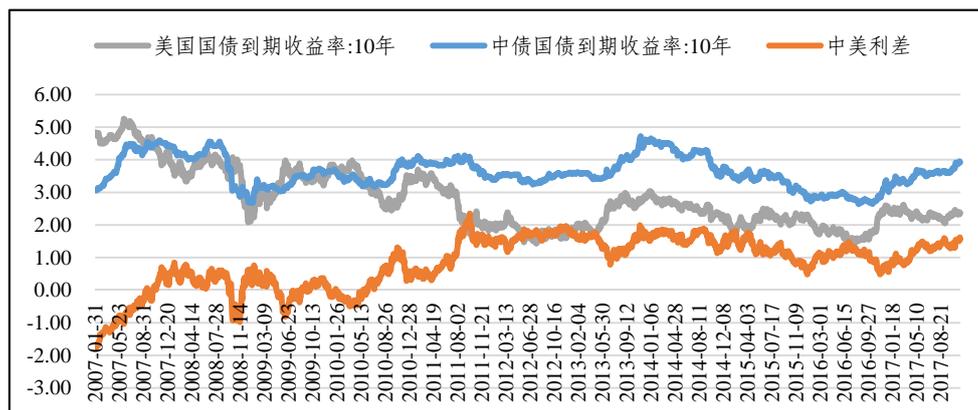
图表 72 外币贷款走势 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

由于 2018 年美联储仍可能继续加息 2-3 次, 在美元加息的背景下, 短期美元指数可能走强, 但中期美元汇率仍有贬值压力, 因此人民币可能正好相反, 预期 2018 年人民币兑美元汇率在上半年可能有贬值压力, 下半年则有升值压力。

图表 73 中美利差走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

由于中美利差当前处于相对高位, 2018 年预计大幅走扩或者收窄的概率都不大, 反应到汇率方面, 预计人民币兑美元汇率 2018 年难以有明显的趋势性单边行情, 更有可能是双向波动。

另外, 人民币兑美元汇率在 2017 年 5 月到 9 月的快速升值行情是被外汇政策逆势调控所阻断, 因此 2018 年人民币兑美元汇率可能整体还有小幅升值的空间, 这也有利于中国外贸政策从出口转向进口导向, 从中国制造到中国消费的趋势变化。

需要注意的是, 从 12 月初开始, 中国外汇交易中心已经在平台推出美元对人民币即期撮合交易, 区别于此前的询价交易和竞价交易方式, 撮合交易是基于双边授信的点击成交和订单匹配, 也是国际外汇市场主流的交易方式之一, 预期

撮合交易推出后，询价交易占比可能萎缩。从12月4日的成交统计来看，撮合交易已经占到全部即期交易总量的33%，由于是价格和真实成交意向的紧密集合，撮合交易更有利于人民币汇率的价格发现机制，不排除后期人民币汇率的波动幅度会提高。

## 九、积极财政仍有空间

在宏观经济稳中向好、工业企业利润改善带动下，2017年一般公共预算收支增速较去年有所提升，土地出让收入拉动政府性基金收入整体改善。

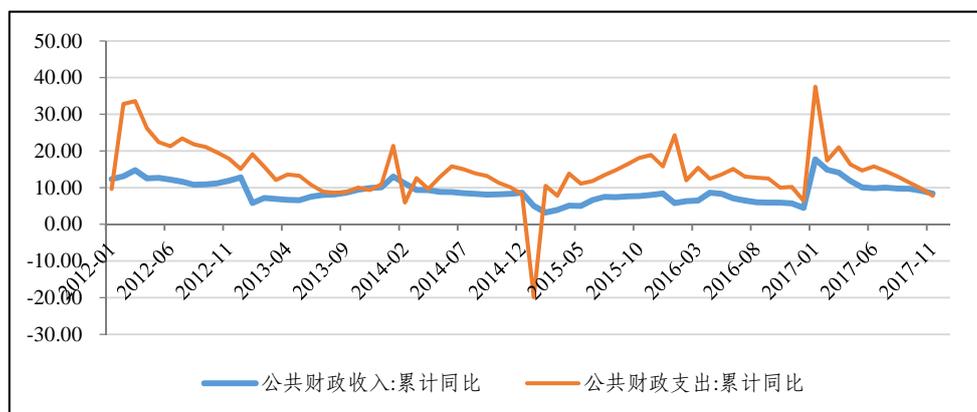
2017年我国实施积极的财政政策，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用，在政策安排上主要表现为：继续实施减税政策，“营改增”全面铺开，释放更大的减税效应；进一步减轻企业缴费负担，全面清理和规范政府性基金，取消城市公用事业附加基金等，适当降低“五险一金”有关缴费比例；适度扩大支出规模，确保财政支出强度不减且实际支出规模扩大，维持赤字率在合理区间。

### （一）财政收入增速有放缓压力

2017年以来，中国一般公共预算收入增速虽然连续下降，但高于2016年水平和年初5%的预算目标，个人所得税、进口货物增值税、车辆购置税和资源税对一般公共预算收入的拉动作用明显。

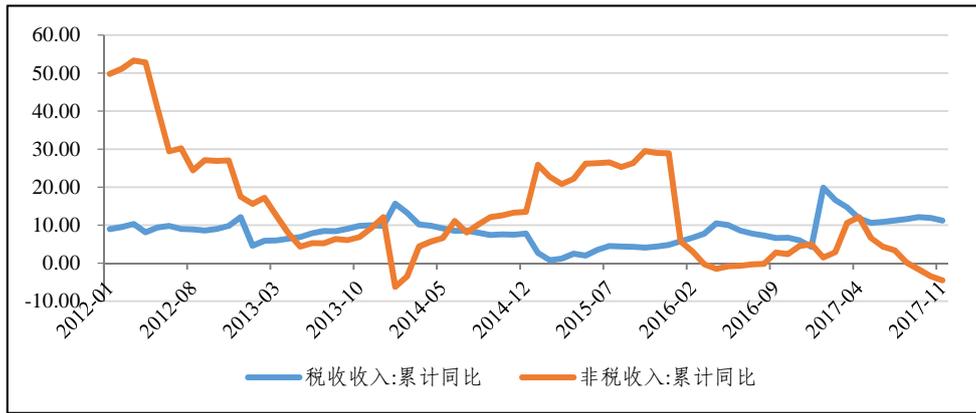
2017年1-11月，一般公共预算收入16.17万亿元，累计同比增速为8.4%，高于去年同期的5.7%。其中税收收入13.6万亿元，累计同比增速为11.2%；非税收入则在波动中大幅下降，2017年9月以来呈现负增长。鉴于我国经济下行压力依然存在，房地产调控政策的持续推进以及减税降费，预计2018年我国一般公共预算收入增速有放缓压力。

图表 74 一般公共预算收支增速（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级整理

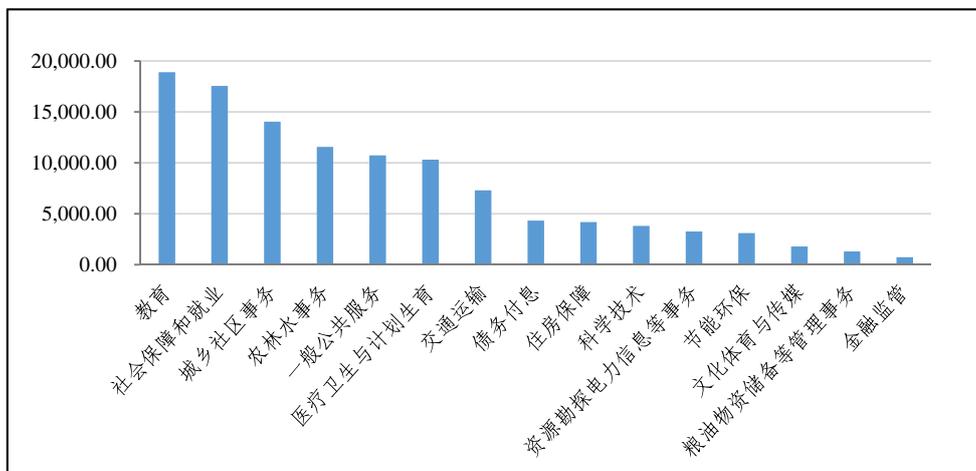
图表 75 税收与非税收入增速 (单位: %)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017年1-11月,全国一般公共预算支出18万亿元,同比增长7.8%,增速较上年同期下降2.4个百分点。从支出构成来看,教育、社会保障、医疗卫生等民生项目及农林水务领域支出占比较高,增幅较大,支出结构进一步向民生及节能环保等领域倾斜。基于精准扶贫和节能环保支出的需要,预计2018年财政支出仍有继续增长的空间,进度相比今年将有所放缓。

图表 76 公共财政支出构成 (单位: 亿元)

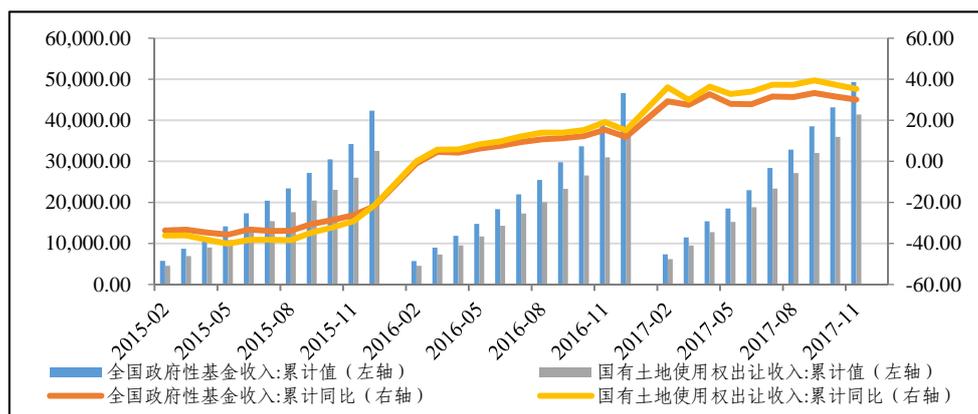


数据来源: Wind, 新世纪评级整理

2017年土地出让收入保持较高增速,拉动全国政府性基金收入总体改善。1-11月,全国政府性基金预算收入4.9万亿元,同比增长30.1%,其中国有土地使用权出让收入4.14万亿元,同比增长35.3%。

随着商品房销售增速的回落及房地产投资增速的下降,预计2018年土地出让收入增速回落,从而拉低政府性基金收入增速;但受地方政府专项债券发行的利好,其下降幅度可能较小。

图表 77 政府性基金收入增速



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

## (二) 地方债务风险总体可控

此前我国地方政府融资大多借助城投公司的融资平台职能, 地方政府融资方式不规范、负债不透明等问题较为突出。2014年新《预算法》实施以后, 中国政府加速厘清与城投企业债务边界; 2016年以来, 财政部联合相关部门陆续发布一系列重要的政策文件, 从“开前门、堵后门”两方面进一步完善地方政府债务管理制度, 不断加强地方政府债务风险防范。地方政府债务范围的明确界定以及举债融资机制的愈加规范透明, 大幅降低了中国政府的或有债务风险。

受利率成本走高、地方政府债监管加强等影响, 2017年上半年我国地方政府债发行节奏和规模不及去年同期, 进入三季度, 受土地储备专项债和政府收费公路专项债等项目收益债品种增多的带动, 地方政府债发行支数和发行规模均有所提速。

债务风险方面, 由于我国地方政府债主要投向基础设施建设领域, 形成了大量与债务相对应的优质资产, 具有较强的偿债能力。

2018年, 我国供给侧结构性改革继续纵深推进, 经济将保持平稳增长, 为地方政府债务风险控制提供强有力的保障; 此外, 2018年地方政府债券发行将继续推进, 我国地方债务风险总体可控。预计2018年项目收益债将成为地方政府专项债重要的改革方向, 发行规模继续扩大。与此同时, PPP模式的不断规范将促进PPP项目有序推进和公共资源的有效配置, 预计2018年PPP项目落地率进一步提高, 落地周期将有所缩短, 但同时应当关注项目的规范实施和风险防范。

## 十、总结及展望

2017年全球经济增长步伐加快, 主要发达经济体投资和消费者信心向好, 未来五年的平均增速可能继续走高。不过全球经济复苏的格局并不均衡, 部分金

砖国家经济增长前景仍面临一定不确定性，低收入资源出口国、中东、北非、拉丁美洲等区域的经济增长依然在挣扎中。

主要发达经济体的通胀水平虽然在 2017 年有所好转，但大部分依然低于 2%。全球货币政策短期内呈分化态势，但中长期内将逐步趋同。美联储加息并启动缩表，英国、加拿大加息，欧洲央行 2018 年将缩减 QE 规模，日本央行维持超宽松货币政策，部分发展中国家 2017 年则多次降息。美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，可能会给全球经济增长和金融市场带来波动。

中长期而言，全球经济仍面临人口老龄化、负产出缺口及经济增长潜力不足等问题。同时，在未来的经济复苏过程中，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定因素，发达经济体普遍存在的公共债务膨胀、工资增长乏力、公共安全等问题亦是重要威胁因素。

中国共产党第十九次全国代表大会指出中国特色社会主义进入新时代，我国经济正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。随着现代化经济体系的逐步构建，中国经济结构将更加优化，消费对经济增长的贡献继续提高，全球经济有望从重视中国出口逐步过渡到重视中国消费，新时代的中国经济将为全球经济增长注入更多活力。

消费支出有望在未来几年继续给中国经济增长带来稳定支撑；投资的波动未来可能会给经济增长带来一定扰动，但投资结构持续优化，补短板、增后劲力度大，有利于经济发展质量提高；在外贸结构不断优化的过程中，净出口会继续对经济增长做出相应贡献。预期 2018 年，中国 GDP 有望继续保持在 6.5%-6.7% 的中高速增长水平。

随着房地产销售增速逐步传导至投资端，房地产投资增速在 2018 年或将有所下降，但考虑到城镇化的持续推进及地产企业补库存需求，房地产投资的增速降幅不会过大且仍有望保持正增长。在美日等主要经济体朱格拉周期出现启动迹象的大背景下，虽然 2017 年中国制造业投资仍然相对低迷，但依托政策支持，同时制造业扩张势头向好、研发支出增长空间大且产能过剩行业在供给侧结构性改革深入推进下已开始接近出清，2018 年中国的制造业投资有望扭转颓势并走强。

在全球经济持续复苏带动下，全球贸易状况明显改善，但在逆全球化、贸易保护主义以及发达国家制造业回流等多重因素影响下，全球贸易改善仍是好中有忧，不确定性较高。2017 年中国进出口表现强劲，外贸结构优化，顺差收窄；2018 年中国出口增速可能低于 2017 年，但中国将召开国家级的进口博览会，进口贸易的增长态势有望延续，中国在全球进出口贸易中的份额可能会出现出口降

而进口升的局面。

在监管层针对对外投资加强真实性、合规性审核后，2017 年中国对外投资明显减少，非储备性质金融账户持续逆差的局面有所改善，资本流出压力有所缓解。预期在“一带一路”国家战略、“港股通”、“基金互认”、QDII 投资以及熊猫债等资本项目推动下，中国对外投资仍将维持一定速度增长。

2017 年，在生产资料价格大幅上涨带动下，我国生产物价水平上涨明显，因国际油价在 2018 年难有大幅上涨，同时环保限产将从基础原材料需求减少抑制价格上涨，预期 PPI 增速将回落。虽受食品价格下跌拖累，但在消费升级相关需求价格上升驱动下，2017 年消费物价水平整体温和上涨并有望持续，若新一轮猪周期开启，2018 年 CPI 的涨幅也有可能明显加大。

2017 年是中国金融监管明显强化的一年并将在 2018 年持续，金融体系杠杆水平在监管高压下逐步降低，实体企业的杠杆率也缓慢下降，中国经济体系的杠杆风险逐步得到控制，去杠杆效果较为明显。2017 年企业融资“非标转贷”及“债券转贷”的特征较为明显，市场利率水平明显上升，由于央行的贷款基准利率并没有跟随国内外利率水平变化进行调整，而债券融资的市场化程度相对更高，债券融资相比贷款已经不具成本优势，预期 2018 年市场利率水平将维持高位或进一步上升，企业债券融资仍然会面临一定压力。

货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架是监管政策合力调控经济周期和金融周期波动的重要举措，有利于促进实体经济和金融体系的双重稳定，为供给侧结构性改革创造中性适度的货币金融环境。2018 年货币政策稳健中性取向不变，仍将以结构性政策为主，公开市场操作的精准性将继续提高，央行可能继续通过公开市场操作的利率调节来引导利率至合意水平。

2018 年美联储可能继续加息 2-3 次，在美元加息的背景下，短期美元指数可能走强，但中期美元汇率仍有贬值压力，因此人民币可能正好相反，上半年人民币兑美元汇率可能有贬值压力，下半年有升值压力。中美利差当前处于相对高位，预计 2018 年大幅走扩或者收窄的概率都不大，反应到汇率方面，预计人民币兑美元汇率 2018 年难以有明显的趋势性单边行情，更有可能是双向波动。

2017 年财政收入增速较去年有所提升，在房地产调控政策的持续推进以及减税降费的影响下，预计 2018 年一般公共预算收入增速有放缓压力。基于基建投资、精准扶贫和节能环保支出的需要，预计 2018 年财政支出仍有继续增长的空间，进度相比 2017 年将有所放缓。

2018 年，我国供给侧结构性改革继续纵深推进，经济将保持平稳增长，为地方政府债务风险防控提供强有力的保障。地方政府举债融资监管不断加强，融资

机制创新同时日益规范化、透明化，我国地方政府债务风险整体可控。预计项目收益债将成为 2018 年地方政府专项债的重要改革方向，发行规模继续扩大。与此同时，PPP 模式的不断规范将促进 PPP 项目的有序推进和公共资源的有效配置，PPP 项目落地率有望进一步提高，落地周期将有所缩短，但同时应关注项目的规范实施和风险防范。

# 公司刊物

## 书籍系列



资信评级



英汉信用评级  
词汇手册



信用评级基础  
知识



新世纪信用评级  
研究与探索



新世纪信用评级  
国际研究

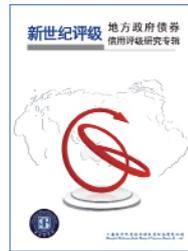
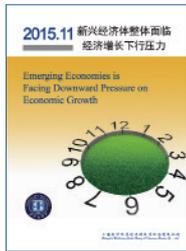
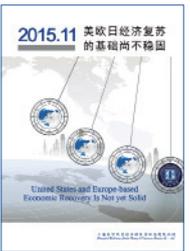
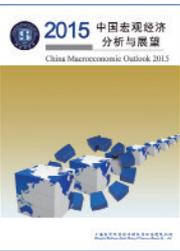
## 期刊系列



新世纪评级（季刊）

新世纪评级（年刊）

## 研究系列



宏观经济分析与展望

地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*



地址：中国 上海 汉口路398号华盛大厦14楼  
邮编：200001  
电话：021-63501349 021-63500711  
传真：021-63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
<http://www.shxsj.com>