

No. 1802

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第9期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

目录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观	- 1 -
1. 全球主要经济体经济走势分析	- 1 -
2. 主要国际货币的汇率走势与分析	- 1 -
(二) 国内宏观	- 3 -
1. 经济：2017 年平稳收官，2018 年韧性仍强	- 3 -
2. 通胀：CPI 微升仍弱、PPI 回落尚强，警惕开春上行压力	- 5 -
3. 金融：M2 再创历史新低，2018 年延续“紧货币+宽信贷”	- 6 -
(三) 商业银行	- 7 -
1. 系列监管政策持续出台	- 7 -
2. 货币金融数据分析	- 9 -
(四) 资本市场	- 11 -
1. 股市	- 11 -
2. 债市	- 12 -
二、宏观经济专题：从市场误判看 2018 年人民币走势	- 14 -
(一) 三大“出乎意料”助力 2017 年人民币不跌反升	- 14 -
(二) 2018 年人民币总体走稳、波动性加大	- 15 -
(三) 人民币汇率市场化程度仍需提升	- 16 -
三、主要经济数据	- 17 -

图表目录

图 1：贸易是 2017 年 GDP 企稳的最大边际支撑	- 4 -
图 2：2018 年制造业投资有望温和回升	- 5 -
图 3：2018 年 CPI 和 PPI 的缺口将收窄	- 6 -
图 4：2017 年 M2 连创历史新低	- 7 -
图 5：12 月基础货币投放	- 9 -
图 6：2017 年基础货币投放	- 9 -

表格目录

表 1：12 月 M2 增量结构	- 10 -
表 2：经济数据一览	- 17 -

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观¹

2018 年初，全球经济延续复苏步伐，受全球增长势头加强以及最近批准的美国税收政策变化带来的预期影响，国际货币基金组织（IMF）在 1 月 22 日公布的《全球经济展望》中进一步上调 2018 年和 2019 年的全球经济增速预期 0.2 个百分点至 3.9%。从主要经济体走势来看，美国 2017 年三季度实际 GDP 增速稳中有升，就业形势依旧向好，特朗普税改计划落地。欧洲经济复苏步伐放缓，但 PMI 指数大幅上升，就业持续改善。日本经济增速有所回落，通胀改善。

1. 全球主要经济体经济走势分析

（1）美国经济复苏稳健 失业率居于低位

美国经济复苏稳健：第三季度美国 GDP 增速环比折年率由二季度的 3.1% 升至 3.2%，整体经济稳中有升。从生产端看，12 月美国制造业 PMI 上涨 1.5 个点至 59.7，非制造业 PMI 上涨 2.5 个点至 55.9；通胀回升：11 月个人消费支出（PCE）物价指数达到 1.76%，较上月上涨 0.17%。失业率居于低位：12 月失业率为 4.1%，与上月持平。

（2）欧元区经济增速放缓，就业持续改善

欧元区经济增速放缓：第三季度欧元区 GDP 增速环比折年率由二季度的 2.8% 降至 2.4%，整体经济增速回落。从生产端看，12 月欧元区制造业 PMI 上涨 0.5 个点至 60.6，非制造业 PMI 上涨 0.4 个点至 56.6；通胀回落：12 月 HICP 为 1.4%，较上月回落 0.1%。核心 HICP 与上月持平。失业率：11 月失业率下滑至历史新低 8.7%，较上月下滑 0.1 个百分点，就业持续改善。

（3）日本经济增速回落，失业率历史新低

日本经济增速有所回落：第三季度日本 GDP 增速环比折年率由二季度的 2.9% 降至 2.5%；通胀大幅上涨：11 月 CPI 大幅上涨，上涨 0.4 个点至 0.6%，核心通胀略有回升。失业率新低：11 月失业率为 2.7%，较上月下滑 0.1 个点，就业状况持续改善。

2. 主要国际货币的汇率走势与分析

（1）美元跌破 90 后中枢面临下移

¹撰写人：IMI 研究员张瑜

2018 年 1 月 24 日美元指数盘中跌破 90 关口，为 2014 年 12 月 31 日以来首次。我们从经济因素、货币政策因素和通胀因素来看，美元都面临着一波重新定价。具体来看，推动美元走强的三大马达相继走弱，美元跌破 90 后，或有超跌波动，未来中枢将会下移。新中枢需要在跌破 90 这个 3 年的底部区间进行一轮超跌后才能波动找回，大概率在 80-90。

经济因素：经济马达已过峰值。长期来看，美元本质是美国经济实力的综合定价，过去几年美元走势已经超调。短期来看，基于特朗普税改政策对经济拉动效果有限、美国消费增长乏力以及货币紧缩对经济增长滞后效应逐渐显现三个角度，我们认为虽然 2018 年美国继续平稳复苏，但 GDP 增速边际改善较 2017 年相对减弱。

货币政策：货币紧缩马达面临熄火。长期来看，加息和强美元没有必然联系，14 年美元走强背景是超宽松货币政策的正常化，因此在经济并非过热背景下的加息注定无法长远。短期来看，本轮美联储加息已经进入下半程，在加息周期快要结束的预期下，市场最早在年中将对美元重新定价，美元将进一步走弱。

通货膨胀：通胀马达依然低迷。长期来看，金融危机之后，美国实施超宽松的货币政策催生了金融市场大牛市，但居民红利分享不足，最终导致美国贫富差距拉大、资产泡沫以及低通胀三个结果并存。虽然美国货币紧缩开始挤压金融泡沫，但其长期的结构性问题暂时得不到改善。短期来看，拆分就业市场的行业结构，贸易、制造业、一般服务业及专业和商业服务的就业人口占比超过 60%，但这四个主要行业在 2018 年的薪资增长预期将停留低位。因此，2018 年美国薪金增速难以大幅跳涨，通胀依旧低速回升。

（2）CFETS 维持 94-95 区间稳定，中间价双向波动

2017 年，CFETS 经历了一个平稳在 94-95 区间、走低至 92-93 区间、再次走高回到 94-95 区间之后继续平稳在 94-95 的四个阶段，整体经历了一个找回 CFETS 锚的过程。在这过程中，逆周期因子是击败市场交易惯性，实现“找回”的有效调控工具，目前决策层认可的 CFETS 指数合意区间或更加清晰，即 94-95。

2018 年汇率展望来看，CFETS 维持 94-95 区间稳定，中间价双向波动，美元如进一步走弱，不要低估人民币或有的升值空间，贸易竞争力并非人民币兑美汇率弹性波动的阻碍。

（二）国内宏观²

2017 年中国经济数据完美收官，GDP 增速超预期走高至 6.9%，7 年首次年度回升。分季度走势看，整体呈现“低波动、有韧性”的特征；分三驾马车看，消费是中坚力量，房地产后周期下投资的贡献仍在，全球经济走好带动贸易回暖是最大的边际支撑；分产业看，供给侧改革推动工业生产提速，消费升级和新经济促使服务业迅猛发展。展望 2018 年，全球经济步入已成一致预期，我国经济也有望延续 2017 年的增长动能，综合看今年我国大的宏观背景将表现为：经济平（GDP 增长 6.6% 左右甚至更高）+ 监管严（防金融风险，环保）+ 通胀起（上半年高，全年无实质压力）+ 货币紧（M2 低增，实体信贷仍旺）。十九大和中央经济工作会议明确指出“中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代”，接下来需要做的，就是“撸起袖子加油干”。

1. 经济：2017 年平稳收官，2018 年韧性仍强

（1）全年 GDP 超预期，7 年来首次回升

2017 年 GDP 全年走势是明显超市场预期，体现了我国经济强韧性。累计同比看，2017 年四个季度都是 6.9%；当季同比看，17Q1 和 Q2 是 6.9%，Q3 和 Q4 是 6.8%；四季度名义 GDP 累计增速为 11.2%（Q1、Q2、Q3 分别为 11.8%、11.4%、11.3%），较去年同期提升 3.3 个百分点。拆解投资、消费和贸易对 GDP 增速的拉动率可知，2017 年货物和服务净出口的贡献由负转正，较 2016 年提升了 0.9 个百分点。换句话说，如果贸易没有恢复，2017 年 GDP 增速可能只有 6% 左右。

²撰写人：IMI 研究员熊园，IMI 助理研究员蒋超

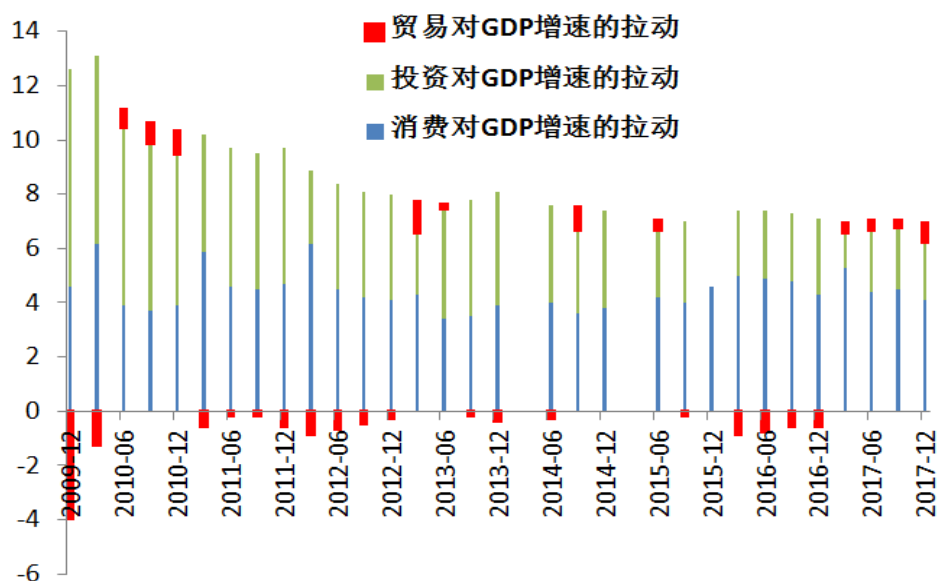


图 1：贸易是 2017 年 GDP 企稳的最大边际支撑

资料来源：Wind

(2) 全年工业生产显著回升，12 月季末效应不再

2017 年规模以上工业增加值增长 6.6%，增速比上年加快 0.6 个百分点，在经历了 6 年连续下跌后反弹回升。12 月单月看，规上工业增加值较 11 月回升 0.1 个百分点至 6.2%，6 月和 9 月的冲高效应不再。分行业看，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长，中上游生产有所恢复，下游较为稳定；分产量看，环保限产下水泥、玻璃、生铁、焦炭产量同比增速为负值，但粗钢和十种有色金属同比增速仍为正。应该说，本轮工业生产修复，主要还是源于 PPI 强势反弹。

(3) 全年总投资稳中缓降，关注制造业投资反弹

2017 年固定资产投资增长 7.2%，持平 1-11 月但低于去年 (8.1%)，其中，房地产投资累计增速降 0.5 个百分点至 7%，全年并未失速下行；基建投资较前 11 个月大幅下滑 0.8 个百分点至 15%，应与四季度财政支出、PPP 受限等有关，也不排除与地方政府数据“洗大澡”有关；制造业投资较前值和去年同期分别回升 0.7 个和 0.6 个百分点至 4.8%。需要密切关注的是，12 月公布的投资增速按绝对量计算与统计局公布的结果存在不一致，应是调整了统计口径。总体看，在房地产后周期和需求没有实质性复苏的大背景下，投资回落十分正常也符合预期，房地产投资没有失速下滑是“最大意外”，制造业反弹支撑总投资走稳。预计 2018 年投资方面将延续 12 月的走势，即：房地产投资缓降，基建下滑，制造业投资温和回升。



图 2：2018 年制造业投资有望温和回升

资料来源：Wind

(4) 年末消费“意外”大降，2018 年有望回暖

2017 年 12 月社会消费品零售总额同比增长 9.4%，显著低于前值(10.2%)和预期(10%)。具体看，汽车零售额当月同比由上个月的 4.2%回落至 2.2%，为连续 3 个月下滑，主因还是 2016 年底出现了汽车集中消费、使得基数较高。值得注意的是，12 月地产链相关产品消费，建筑装有所反弹，建筑装潢、家具、家电类消费增速分别较前值小幅提升 1.6、0.6 和 0.3 个百分点至 5.2%、12.5%和 8.7%。维持此前判断，2018 年消费将保持较好韧性，预计温和抬升。

(5) 全年贸易显著走强，2018 年延续坚挺

2017 年 12 月，以美元计，我国出口同比增速 10.9%（前值 12.3%），在上月超预期增长后有所回归，但仍保持两位数增长。12 月我国进口增速大幅下滑至 4.5%（前值 17.7%），主因国内需求低迷叠加国际大宗价格上涨，原材料进口骤降（铁矿砂、原油、铜材进口数量同比增长皆由正转负）。因进口下滑严重，12 月我国贸易顺差走扩至 546.85 亿美元（前值 402.14 亿美元）。往后看，欧美日经济高景气将继续拉动我国出口增长，1 月出口有望走扩；进口方面，虽然工业需求偏弱或持续到 3 月环保限产结束，但是 12 月国内钢、铜等原材料库存已达低点，加上临近春节消费需求增加，低基数下进口短期内将出现回弹，无需过度担忧。

2. 通胀：CPI 微升仍弱、PPI 回落尚强，警惕开春上行压力

(1) 全年 CPI 持续疲弱，2018 年一季度快速回升

2017 年 12 月 CPI 同比增长 1.8%，持平预期但略高于前值（1.7%），自去年 2 月以来连

续第 11 个月低于 2%；全年同比增长 1.6%，较 2016 年回落 0.4 个百分点。12 月 CPI 环比 0.3%，低于季节性规律的 0.5%但高于前值（0%），上涨动力主要来自食品和油价。往后看，在基数和节假日效应下（油价是个大干扰），1 月 CPI 仍保持低位（预计 1.7%左右），2 月份快速回升至 2.5%上方甚至更高，上半年 CPI 都将在 2.5%左右，但全年无忧（2-2.2%）。

（2）全年 PPI 显著反弹，2018 年一季度回落仍高

2017 年 12 月 PPI 同比较 11 月回落 0.9 个百分点至 4.9%（为 2016 年 12 月以来最低），主要是去年同期高基数；12 月 PPI 环比 0.8%，较前值上月多涨 0.3 个百分点，反映 PPI 事实上仍强。全年看，2017 年 PPI 上涨 6.3%，此前五年均为负增（2012-2016 年 PPI 同比分别为-1.7%、-1.9%、-1.9%、-5.2%、-1.4%）。总体看，本轮复苏动力主要来自供给收缩和原油上涨。往后看，2018 年上半年 PPI 月均同比仍有望保持在 4%左右，全年 3-3.5%，环保限产和油价是两大干扰。

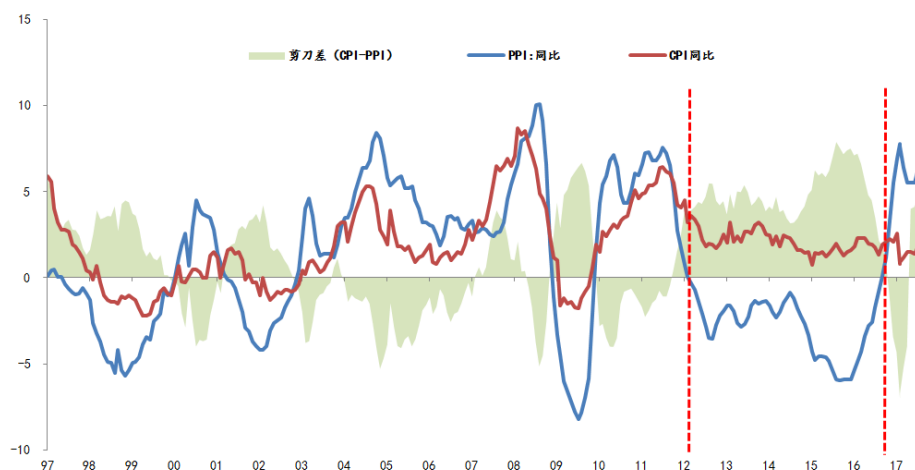


图 3：2018 年 CPI 和 PPI 的缺口将收窄

资料来源：Wind

3. 金融：M2 再创历史新低，2018 年延续“紧货币+宽信贷”

（1）年末信贷和社融双降，2018 年脱虚向实

2017 年 12 月新增信贷大幅下降至 5844 亿元（前值 11200 亿元），强监管、去杠杆和季节性是主因；2017 年 12 月社会融资规模新增 11400 亿元（预期 15000 亿，前值 15982 亿），主要是表内贷款下滑的带动，表外融资规模有所反弹但持续性不强）。年初看，居民房贷和企业融资需求依然十分旺盛，预计信贷和社融均会有所反弹；全年看，在中央经济工作会议“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”的总要求下，意味着信贷有望保持旺盛，只不过更多需要投向实体经济。

(2) M2 显著下降，2018 年仍将低位

2017 年 12 月 M2 同比再创历史新低至 8.2%（前值 9.1%），单月看主因是非银存款净减少了 9129 亿（2016 年同期正增长），全年看还是由于金融去杠杆压制了货币派生。往后看，维持此前判断，在“强监管、防风险、去杠杆、抑泡沫”的主基调下，加之中央经济工作会议用“管住货币供给总闸门”取代了“调节好货币闸门”的说法，2018 年货币大概率易紧难松，流动性延续紧平衡，M2 将继续低增，预计全年 M2 保持在 9% 左右。

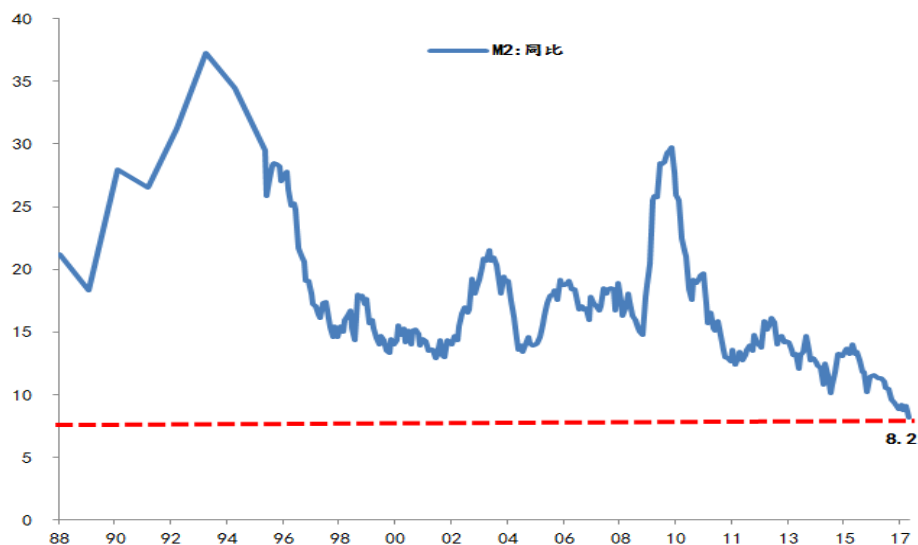


图 4：2017 年 M2 连创历史新低

资料来源：Wind

(三) 商业银行³

1. 系列监管政策持续出台

当前，银行业越来越鼓励回归传统的存贷款业务，而其他创新逐渐受到一些指标的制约。2017 年 12 月和 2018 年 1 月，银监会相继出台一系列政策，对银信类业务、衍生工具等进行规范和指引，并要求进一步深化整治银行业市场乱象，反映出银监会对银行业正本清源、回归传统业务的高期望、严要求。

近年来银信类业务增长较快，大部分采取商业银行作为委托人设立资金或财产权信托的通道模式。在这种模式中信托公司仅作为通道，风险管理责任和因管理不当导致的风险损失实际全部由商业银行承担，所以银监会为了防范金融风险，要求商业银行按照穿透管理要求，将实际承担信用风险的业务纳入统一授信管理，并根据基础资产的风险状况对银信业务

³撰写人：IMI 研究员王剑

进行风险分类，结合基础资产的性质，准确计提资本和拨备。

为规范商业银行股东行为，坚决打击违规使用非自有资金入股、代持股份、滥用股东权利损害银行利益的违法行为，银监会印发了《商业银行股权管理暂行办法》，明确提出“分类管理、资质优良、关系清晰、权责明确、公开透明”的原则，要求将股东及其关联方、一致行动人的持股比例合并计算，建立健全了从股东、商业银行到监管部门的“三位一体”的穿透监管框架，强化了商业银行与股东及相关人员的关联交易管理。

坚决打好防范化解重大风险攻坚战是在党的十九大、中央经济工作会议和全国金融工作会议中不断强调的会议精神。2018年1月13日，银监会下发通知，提出进一步深化整治银行业市场乱象：要求全面开展评估工作，提出有关公司治理不健全、影子银行、违规进行理财或表外业务、利益输送等市场乱象整治的工作重点，要求银行业金融机构边排查边整改，建立长效机制，优化银行业健康发展的生态环境。

我国商业银行衍生工具交易增长加快并趋于国际化，业务品种不断丰富多样。为适应国际监管标准变化和衍生工具业务发展趋势，银监会对衍生工具交易对手违约风险资产计量制定新规，主要提出三方面的新要求：一是明确了计算风险暴露的三个层次，逐级计算风险暴露；二是规定了交易对手信用风险暴露分为重置成本和潜在风险暴露两部分；三是拓展了风险参数的范围和种类。

近期银监会还发布公告，就《商业银行流动性风险管理办法》、《中国银监会外资银行行政许可事项实施办法》的修订及《商业银行大额风险暴露管理办法》提出征求意见稿。在商业银行流动性管理方面，新引入净稳定资金比例、优质流动性资产充足率、流动性匹配率三个量化指标，进一步细化和完善了流动性风险监测体系。在推进银行业对外开放方面，银监会积极稳妥推进简政放权、优化审批流程、提高外资银行在华营商便利度。在防范授信集中度风险方面，规定了风险暴露的计算范围和方法，从组织架构、管理制度、内部限额、信息系统等角度对商业银行强化大额风险管控提出具体要求，有助于改善信贷资源配置效率、有效防控系统性风险。

银监会上述一系列举措有利于引导资金脱虚向实、回归金融业服务实体经济的本源；有利于银行业依法合规展业、稳健经营发展；有利于银行业专注主业、弱化对同业业务的依赖、实现差异化发展。

2. 货币金融数据分析

2017 年末，基础货币余额为 32.19 万亿元，全年增加 1.29 万亿元，12 月增加 1.48 万亿元，前 11 个月则是下降 1915 亿元。

12 月基础货币投放比较简略，主要是年底财政支出投放基础货币，其余货币政策工具等方式也有少量投放。

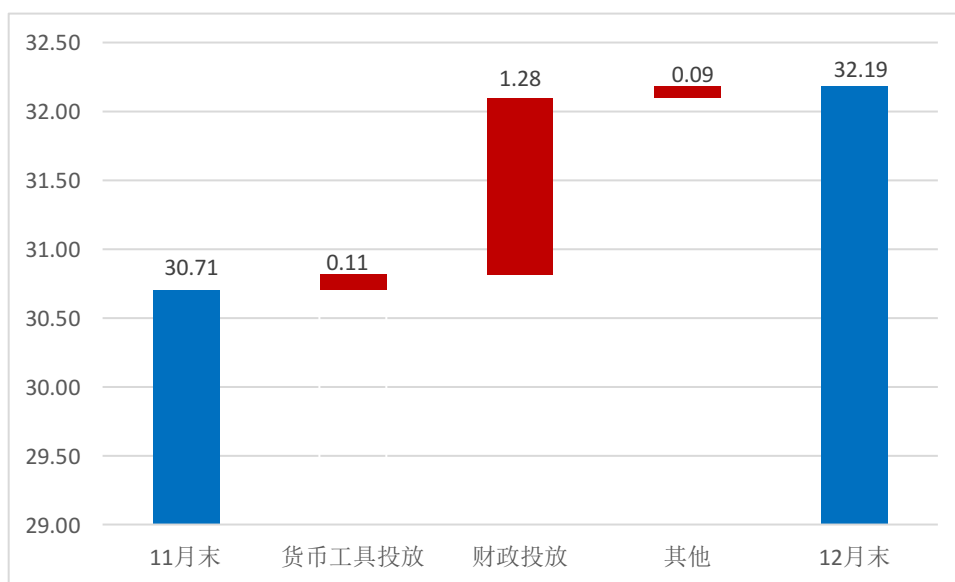


图 5：12 月基础货币投放

资料来源：Wind

全年看，全年新增 1.29 万亿元基础货币，全部来自货币政策工具投放，投放了 1.75 万亿元（其中 MLF 投放超过 1 万亿元，PSL 约 6000 多亿元，此外还有点其他工具）。这些工具形成了银行对央行的负债，并要承担利息支出。

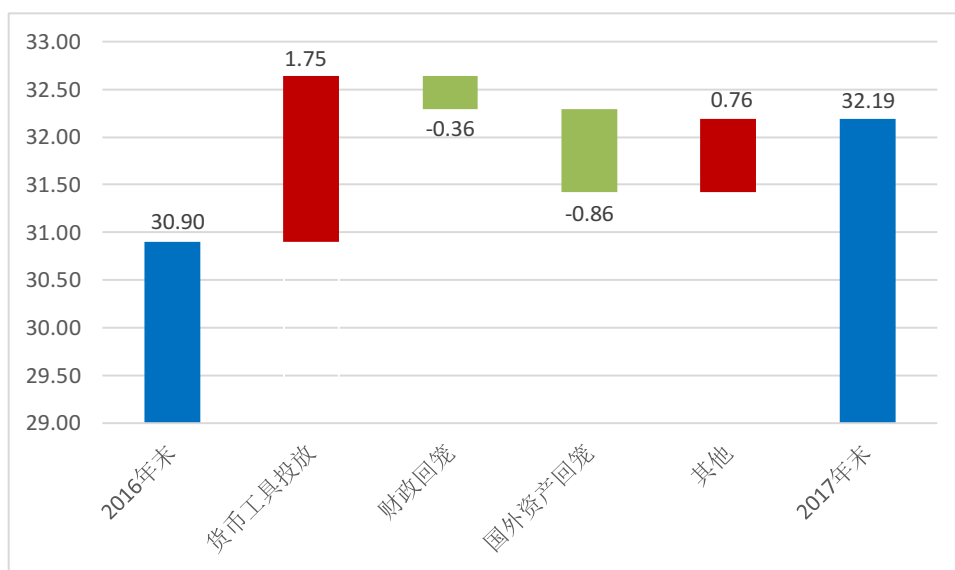


图 6：2017 年基础货币投放

资料来源：Wind

然后，全年财政回笼了 3563 亿元，国外资产流失回笼了 8632 亿元（其中外占流出 4637 亿元），其他渠道再投放 7595 亿元。

整个 2017 年，国外资产（含外占）流失、财政（具体包括财政净收入、政府发债融资）等方式回笼了大量基础货币，同时 MLF、PSL 等货币政策工具投放基础货币，最后基础货币实现了一定的增长，保持了银行间流动性稳定。

2017 年末 M2 余额是 167.68 万亿元，全年增加 12.67 万亿元，同比增速 8.2%，该增速创出近年新低。12 月当月新增 M2 是 6755 亿元，信贷派生约 5769 亿元，可见新增 M2 中大部分来自信贷派生，别的渠道仅贡献 986 亿元的 M2 增量。可是我们发现，财政支出也投放了约 1.27 万亿元的 M2（有一定误差，待后续财政数据），另外银行购买债券、外汇占款等也贡献约 900 亿元的 M2，这意味着，其他（非银、非标等）大幅收缩了 1.27 亿元，金融去杠杆力度还是非常大（数据仅供参考）。

表 1：12 月 M2 增量结构

存量结构		来源结构	
M0	2022	外占	-363
单位活期	6203	债券	1243
单位定期	-456	贷款	5769
个人	7722	财政	12784
非银	-8736	其他（非银、非标等）	-12678
全月	6755	全月	6755

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

2017 年以来，金融去杠杆措施推进，导致银行投放非银、非标、委外、资管产品等资产收缩，是导致 M2 增速下降的主要原因（这些资产投放的也会派生 M2，因此，收缩时则相应回笼了 M2）。当然，“其他（非银、非标等）”渠道是个杂项，还包括一些其他因素，比如广义基金去买银行发行的金融债，也会减少 M2 等。由于 2017 年 M2 基数下降，因此 2018 年 M2 增速会有所回升，预计在 9-10% 左右。

（四）资本市场⁴

1. 股市

年初以来，上证综指连续 11 天收阳，创出了 26 年来最长纪录。短短三周上证上涨点数接近去年全年，加上本周四个交易日后，已经超越去年全年：去年从 3103 到 3307 收官，上涨 204 点；今年从 3307 起算，今日收盘 3548，年内上涨 241 点。当然不可忽略的是此番上涨中市场分化也较为严重，期间深成指以及中小板与创业板指数更多是表现为阴阳交替。

这波指数上行的动力来源于增量资金。年初以来，包括银行、公募新发产品、北上资金在内的机构投资者都要面临为全年进行布局的问题，这也是年初提升风险偏好的主力——增量资金。这些增量资金来自于机构，在金融去杠杆会随时引发不确定性的情况下，大家追求的最核心因素是“安全性”，其背后代表的是低估值和确定性以及好的流动性。所以我们看到，金融板块尤其是银行给予市场最坚定的支撑：在这波罕见的连涨行情中，房地产作为下游需求重要发动机拉动了整个周期板块在开年后的上攻，消费品作为稳健进攻品种始终在为市场助攻，但无论周期、消费，最符合预期的仍然是最具估值洼地的金融板块尤其是银行，在市场上涨乏力时刻给予了最坚定的支持。

政策面上，1 月 19 日证监会公布的 2017 年办理案件的数量和覆盖范围都有明显的提升，重点打击财务造假、爆炒次新股、利用高送转非法交易、私募乱象等市场典型违法行为，加大对各类垂直领域的稽查执法力度；这表明近两年来证券领域的强监管趋势在持续，中短期内仍大概率延续，从近期对次新龙头特停、交易所专门分类监管区块链概念炒作也可以看出：整体上看对股票市场风险偏好提升不利。

市场情绪上看，个股仍处低位震荡、明显偏弱；赚钱效应和个股强度有所走弱；资金集中度仍维持中性偏低水平；个股与指数明显背离，指数面临震荡。200 日均线以上的个股占比再次由 24% 左右回落到 20% 左右的低水平，远未达到 11 月反弹的高点 40% 左右就再次回落，且是在指数持续上行背景下，显示个股弱势明显；此外赚钱个股占比有所回落至 50% 左右，涨幅超 5% 个股占比再次回落至 2% 以下的低水平；且涨幅前 100 个股成交额占比继续有所回落至 10% 左右的偏低水平；整体上个股与指数明显背离，持续走弱，在增量资金有限、资金集中度没有上升的背景下，指数面临个股弱势的负面影响，可能震荡。

⁴撰写人：IMI 研究员芦哲

市场趋势上，我们认为，2017 年 GDP 增速超预期，全球股市同步大涨、新基金发行加速、沪深股通及融资余额等连续大幅上升等显示短期市场经济预期和风险偏好较强，但 shibor 利率全面回升、IPO 规模连续回升以及对区块链等概念炒作的分类监管显示流动性偏紧和强监管延续，所以短期上，大盘持续强势后面面临震荡，但春季行情未结束，主要是当前出口，制造业投资等向好使得经济韧性较强，企业尤其是周期性行业利润维持甚至环比超预期增长，此外新基金发行和外资等持续流入显示风险偏好明显提升，流动性上春节后的信贷宽松仍较强，春季行情还未完结。

配置上，我们认为，2018 年波动率上升、中盘股业绩和估值的性价比最优以及创业板商誉减值和业绩承诺压力减轻使得中小盘绩优个股有阶段性机会；但中期来看，业绩增速、政策以及流动性因素使得风格转换难言逆转。目前时点上，随着金融和周期蓝筹的调整，我们仍建议积极均衡配置低估值蓝筹和绩优成长股，主要是券商等补涨蓝筹以及地产、白酒等调整后的周期和消费蓝筹；此外，影视、游戏等有业绩的成长个股及 5G 芯片等政策支持领域中的低估值龙头个股也值得关注。

2. 债市

年初以来债市表现不佳，主要债券品种收益率进一步上行，主要原因包括：1、全球预期通胀升温，海外债市利率明显上行；2、房地产部分城市放松，中部地区雨雪天气叠加油价上行、供给侧改革影响等加剧通胀担忧；3、国内金融监管政策密集落地，金融去杠杆弱化债券需求力量，银行表内、银行理财均缺少配债额度，而保险保费增长未见开门红，投资者心态趋于保守；4、上周资金面开始季节性的由松转紧；5、国开 215 重启发行等导致的供给压力担忧。

在影响当前我国债券市场的众多因素中，政策成为公认的最关键因素。而近期监管文件密集出台，纷纷指向各类表外资产的规范化和透明化管理，大方向上必然会带来需求弱化、资金断裂和风险偏好下降，从而对信用债，尤其是低资质、非标准化、政策敏感领域（比如房地产和城投）不利。从目前央行的表态来看，不松不紧的货币政策态度未变。目前货币条件指数已经收紧，包括实际利率、实际有效汇率和货币增速都有收紧，也意味着央行进一步主动收紧的意义不大。不过中央经济工作会议也指出，货币政策仍要关注流动性总阀门，意味着货币政策也不会明显放松，仍要坚持偏紧来维持去杠杆和金融防风险。

资金面上，2018 年，在央行坚持不松不紧的货币政策、叠加一系列监管政策限制机构

全口径杠杆、影响部分银行参与回购市场背景下，资金市场摩擦加大，我们预计 2018 年资金面的波动性仍将偏高。302 号文将代持纳入买断式回购计算，同时对主要机构的杠杆率均进行了明确的要求；与此同时，银监会流动性新规（如流动性匹配率）也加大银行负债端的压力；部分中小银行和券商均超过上限，未来参与回购市场将会受限。而中小银行和中小券商这两年在回购市场中充当了大量的中介和过桥功能，他们退出回购市场将会使得资金摩擦性进一步增加，资金的波动可能加剧。

但是密集出台的监管政策在钳制各类型金融业务的同时，也可能对经济产生负面影响，而监管当局也会考虑到这个问题。因此监管机构在严密盯防一些过去的监管不足，收缩监管政策的同时，也会考虑在某些领域进行一些放松，避免超调以及对经济造成过大冲击。如果未来这些监管政策在金融市场和实体经济引发了较大的负面影响，那么也可预期未来货币政策可能会有一定的措施来缓冲。

对年内债券收益率的走势判断上，我们认为政策的密集出台在中短期内仍会给债市带来一定的利空，主要是制约资金的供需，在融资需求并未明显收缩的情况下，资金的供需矛盾仍可能制约利率的下行甚至可能继续推高利率。而长期方面，仍需关注资金供需的变化，尤其是融资需求何时回落。如果居民杠杆放缓，加上企业存量融资成本上升，可能最终会导致企业的融资需求再度减弱，尤其是对没有供给侧改革的下游行业的压力会增加，届时债券的机会也将随之而来。

对于配置策略，目前风险和不确定性相对较高，我们仍然建议短端和现金为王的策略。在三季度债市可能重新迎来机会。一方面是收益率上升后释放了风险，另一方面，收益率的上升本身也是金融体系流动性收缩的反映，而这种收缩对经济的负面影响也在逐步发酵。尤其是随着美联储逐步退出宽松政策，全球流动性可能逐步迎来拐点，虽然债券类资产会因此受到影响，但流动性的收缩对风险资产也会产生影响，从而降低市场的风险偏好。这也是为何当前美国国债收益率曲线较为平坦的主要因素，即市场也在预期利率的持续上升也会反作用到经济和通胀，长端利率在上升到某种程度的情况下也会重新回落。对于债券投资者而言，短期内是防御为主，但随着利率的进一步升高，债券的配置和交易价值也在上升，可以考虑从二季度开始逐步延长组合久期。

二、宏观经济专题：从市场误判看 2018 年人民币走势

市场一致预期只是共识，并不必然正确。2017 年初市场普遍认为人民币“破 7”毫无悬念（最悲观甚至看到 7.5），现在无疑都被“打脸”了：2017 年全年人民币兑美元站稳至 6.6 并冲破 6.5 关口，升值幅度高达 6.2%；2018 年开年以来升势不改，截至 1 月 26 日，人民币兑美元中间价大涨至 6.34，创 2015 年 11 月以来最高。归结起来，人民币逆势走强是内外因共同作用的结果；展望 2018 年，人民币有望继续走稳，有望探至 6.3 甚至更高。

（一）三大“出乎意料”助力 2017 年人民币不跌反升

其一，美元意外大幅走弱、欧元意外显著走强是最大贡献。当前美元指数较年初下跌逾 10%至 93，已抹掉去年 11 月份特朗普当选以来的全部涨幅（由 94 攀升至 103），欧元兑美元则大涨 13%并最高升至 1.20。由于欧元占美元指数篮子货币近 6 成权重，拆解可知美元下跌的 70%是被欧元拖累。另外 30%可归因特朗普的“不靠谱”，包括减税、医改等新政频频受阻降低美国，所谓的“通俄门”损害了特朗普信誉以及特朗普团队多次表态不希望“强势美元”。

回头看，市场显然低估了欧元区经济复苏的力度、欧央行收紧货币政策的节奏和欧洲政局的稳定性。一方面，2016 年欧元区经济增长 1.8%，自 2008 年国际金融危机以来首次增速超越美国，今年再度表现亮眼，前三季度 GDP 分别同比增长 2.6%、1.7%和 2.5%。另一方面，欧央行今年 6 月开始逐步释放退出量化宽松（QE）的信号，并在 10 月份如期宣布缩减 QE 规模的具体安排。以上表明美欧之间经济增长和货币政策的预期差明显变小，再考虑到法国大选亲欧派胜出和德国总理默克尔连任大大降低了欧洲政局的不确定性，今年“美元弱、欧元强”的格局也就不难理解了。

其二，完善人民币中间价报价机制、加强外汇管理和金融强监管等政策成效显著是人民币不贬反升的另一要因，而市场并未充分认识到我国有关当局的决心和信心。本质上，货币是国家公信力的展现。一方面，2015 年“811 汇改”确定的“收盘价+一篮子货币汇率变化”人民币中间报价机制，当时只是一个过渡性制度安排，央行在今年 5 月底引入逆周期调节因子其实有迹可循；另一方面，我国正处于结构转型和深化改革的关键时期，尚需一个稳定的经济金融大环境。从这个意义上看，出台举措“保外储”和“保汇率”实为必选，金融监管不断趋严也是必然。

由于人民币持续贬值、外汇储备不断贬值，加之 2016 年三季度以来陆续出台的房地

产调控，“保外储”“保汇率”“保房价”一度引发了市场大讨论（悲观观点认为三者只能取其二乃至其一），我国央行甚至货币政策执行报告中单设专栏予以回应。然而时至 2017 年，外汇储备稳住了，人民币汇率稳住了，房价也稳住了。归因看，固然是外储、汇率和房价之间本来就不存在所谓的“不兼容”，但更为本质的，背后体现的是“信心比黄金更重要”，即：对我国经济结构调整要有信心，对我国防范系统性金融风险要有信心，对我国政府执行力要有信心。

其三，经济基本面是两国货币比价的本质因素，而市场无疑低估了我国经济增长的强大韧性。由于 2016 年四季度以来我国实施了新一轮房地产调控，加之我国正处于结构转型和金融强监管，2017 年的确面临了不小的下行压力。然而，得益于 PPI 高位带动企业盈利改善、房地产投资和基建投资没有失速下滑、全球经济复苏利好我国外需的三重支撑下，2017 年我国 GDP 累计增速连续四个季度超预期走稳至 6.9%。毫无疑问，我国经济的强韧性大超预期，是人民币不跌反升的重要支撑。

2015 年以来，我国 GDP 增速季度波动幅度最大不超过 0.1 个百分点，2017 年更是连续四个季度走平，表明我国经济增长已实现了由高速转向中高速的平稳过渡。基于“坚持稳中求进”的工作总基调和“保持经济运行在合理区间”的总要求，预计未来经济将继续呈现“低波动、有韧性”的特征，这也将为我国由高增速转向高质量发展创造有利条件。

（二）2018 年人民币总体走稳、波动性加大

开年前后，人民币开启新一轮了涨势。最新数据显示（截至 1 月 26 日），人民币兑美元中间价已冲破 6.35，美元指数则跌穿至 90 下方。综合来看，人民币本次升值主要是欧美主导。

一方面，2017 年 12 月下旬以来，美元上涨动能逐渐弱化，一方面来自美国自身，包括特朗普减税新政已落地，以及美联储如期加息但并未释放更强信号（即 2018 年大概率只加三次，与市场预期一致），因此市场选择了“卖事实”。

另一方面，也是更为关键的，主要还是欧央行释放了提前收紧货币的信号。1 月 11 日公布的欧央行议息会议纪要显示，鉴于欧洲经济稳步向好，欧央行有可能在四季度一次性退出量化宽松（停止购买国债），并有可能考虑加息。受此影响，截至 1 月 20 日，欧元兑美元报 1.22，创三年来新高。

年年岁岁花相似，岁岁年年人不同。2017 年初人民币同样经历了一轮快速升值，当时

主因是我国当局加强外汇管制以及特朗普不希望强势美元的表态。那么，今年人民币会否延续去年的升值态势？

一般来说，判断一国汇率走势，中短期内主要看两国利差水平与通胀水平，长期内主要看经济实力（严格来说是贸易竞争力）。除此之外，重要相关国家的汇率、市场资金情绪、地缘政治等冲击因素也需加以考量。

就当前而言，美联储加息周期已步入后半程，我国则坚持“强监管、防风险、抑泡沫、去杠杆”的政策主基调，货币实际上易紧难松，以十年期国债收益率来计量的中美利差也稳定在 130 个基点以上（属于历史较高水平）；此外，中美两国通胀水平总体同步，两国经济韧性均比较强。对比下来，特朗普的“不靠谱”程度以及欧央行货币政策的真实动向等“第三方”因素反倒成了人民币兑美元汇率的主导。

据此不难判断，今年人民币升值的可能性大于贬值，预计人民币将总体走稳但双向波动幅度加大，最高有望升至 6.3 甚至更高，最为关键的变量是欧央行收紧货币的节奏，一旦超预期，欧元将对美元形成巨大压制，人民币（兑美元汇率）将迎来新一轮大涨。

（三）人民币汇率市场化程度仍需提升

考虑到 2017 年市场上绝大多数人都看错了（人民币并未“破 7”反而大升），还是有必要多一分清醒，多一分冷静。回头来看，2017 年对人民币的一致性误判，固然可以归因为美元大幅走弱、我国外汇管理成效以及我国经济走稳等方面超预期，但本质则在于人民币汇率的真实定价权并未掌握在中国自身。毕竟，当前我国经济实力虽然稳居世界第二，但人民币还不足以代表我国的真实国力，因为人民币汇率市场化程度还不够，我国金融市场（尤其是外汇市场）的深度和广度也还不够，人民币国际化程度更是不够。

强国需要强币。中国的崛起，必然需要强有力的人民币。我国有关当局应着力完善人民币汇率制度，全面提升人民币汇率市场化程度，逐步减少常态化的外汇干预，并稳步推进人民币国际化进程。得益于人民币贬值预期和资本外流压力均大大缓解，眼下部分管制措施已开始有了松动。当然，鉴于今后 3 年我国将聚焦打好防控金融风险的攻坚战，适当的外汇管理仍有必要。

三、主要经济数据⁵

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	17-Jun	17-Jul	17-Aug	17-Sep	17-Oct	17-Nov	17-Dec
CPI	同比	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8
PPI	同比	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8	4.9
PMI	同比	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6
工业增加值	同比	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2
工业企业利润总额	累计同比	22.0	21.2	21.6	22.8	23.3	21.9	21.0
固定资产投资完成额	累计同比	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2	7.2
社会消费品零售总额	同比	10.9	10.4	10.1	10.3	10	10.2	9.4
进出口金额	同比	13.8	8.8	8.9	12.7	11.2	15.6	14.2
M2	同比	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1	8.2
社会融资规模	当月值 (亿元)	17762	12200	14791	18199	10387	16000	11,400
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	15400	8255	10900	12700	6632	11200	5,844

⁵撰写人：IMI 副研究员黄泽清

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告（第 9 期）	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告（第 8 期）	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告（第 7 期）	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告（第 6 期）	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告（第 5 期）	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流 --- 驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》 课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告（第 4 期）	
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告（第 1 期）	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI
IMI Report No.1703	欧盟的未来：以改革促前行	赵雪情
IMI Report No.1702	扬帆起航——走向国际的中资保险公司	IMI
IMI Report No.1701	2017 年 2 月中国经济金融形势评论	张超、张家瑞、黄泽清、 韦祎
IMI Report No.1619	多重举措促进资本市场开放，为人民币加入 SDR 献礼 ——东盟人民币接受程度季度评价（2016 年 3 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1618	人民币国际化进程走出低潮，重新扬帆起航 ——东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 2 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1617	两岸金融合作机制探讨 ——海峡两岸金融改革问题研究发布稿（第三部分）	蔡颖义、何青、钱宗鑫



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn