

2018年2月12日 (总第38期)

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

2018年2月“第一财经首席经济学家信心指数”为50.43，较上月有所上升，且连续18个月高于50的荣枯分界线上。接受第一财经调研的经济学家上调对2018年人民币对美元中间价的预期。这可以看做是对过去一段时间内人民币对美元汇率大幅上涨的回应。

此外，受访的经济学家中有超过半数认为，中国银监会发布的《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》将有助于引导银行将更多资金投向实体经济。对于金融监管的未来趋势，所有受访的经济学家都认为严监管将会继续，而未来货币政策仍将保持稳健中性。

国内宏观经济方面，由于临近春节，各项工业活动均有所放缓。高频数据显示，生产活动放缓，原材料与产成品库存开始增加。国内干散货运价的持续走低也从侧面印证了原材料需求的走弱。未来这种趋势或将进一步延续。

国际局势方面，新年伊始，美国对中国经贸行动不断。从将中国纳入“恶名市场”名单到否决蚂蚁金服收购美国速汇金公司提案，再到美军事基地移除中国制造的监控设备，我们认为，这些迹象表明2018年中美贸易摩擦局部升温恐难以避免。

本期推荐的“第一财经·摩根大通年度金融书籍”是《穿越危机：世界剧变的中国选择》。作者认为，2008年全球性金融危机爆发后，世界经济金融以及政治格局的深刻变化已经由量变迈向质变阶段。

联系我们

cbninstitute@yicai.com

微信

cbn_research



目录

【首席调研】

人民币汇率预期大幅上调 强化防控银行集中度风险.....1

【宏观与央行】

REER 大幅上涨 1.1% 市场趋于谨慎.....3

工业活动放缓 银行间流动性充裕.....5

穆迪：亚太主权、企业与金融机构展望稳定.....7

【国际观察】

中美贸易战潜在风险上升.....8

【名家观点】9

【第一财经·摩根大通年度金融书籍】

《穿越危机——世界剧变的中国选择》..... 10

【首席调研】

人民币汇率预期大幅上调
强化防控银行集中度风险

何啸 / 第一财经研究院研究员

2018年2月“第一财经首席经济学家信心指数”为50.43，较上月有所上升，连续18个月高于50的荣枯分界线上，仅有三位给出的预测值低于50。

本次调查中，经济学家们上调对2018年底人民币对美元中间价的预期，其预测均值从前一个月的6.65大幅上调至6.46，这意味年底人民币对美元中间价将较1月底贬值1.98%。

这可以看作是对过去一段时间人民币对美元汇率大幅上涨的回应。1月24日美元指数跌破90关口，为2014年12月31日以来首次。1月26

日第一财经研究院人民币实际有效汇率指数（REER）收于106.09，创2015年11月底以来周收盘新高。

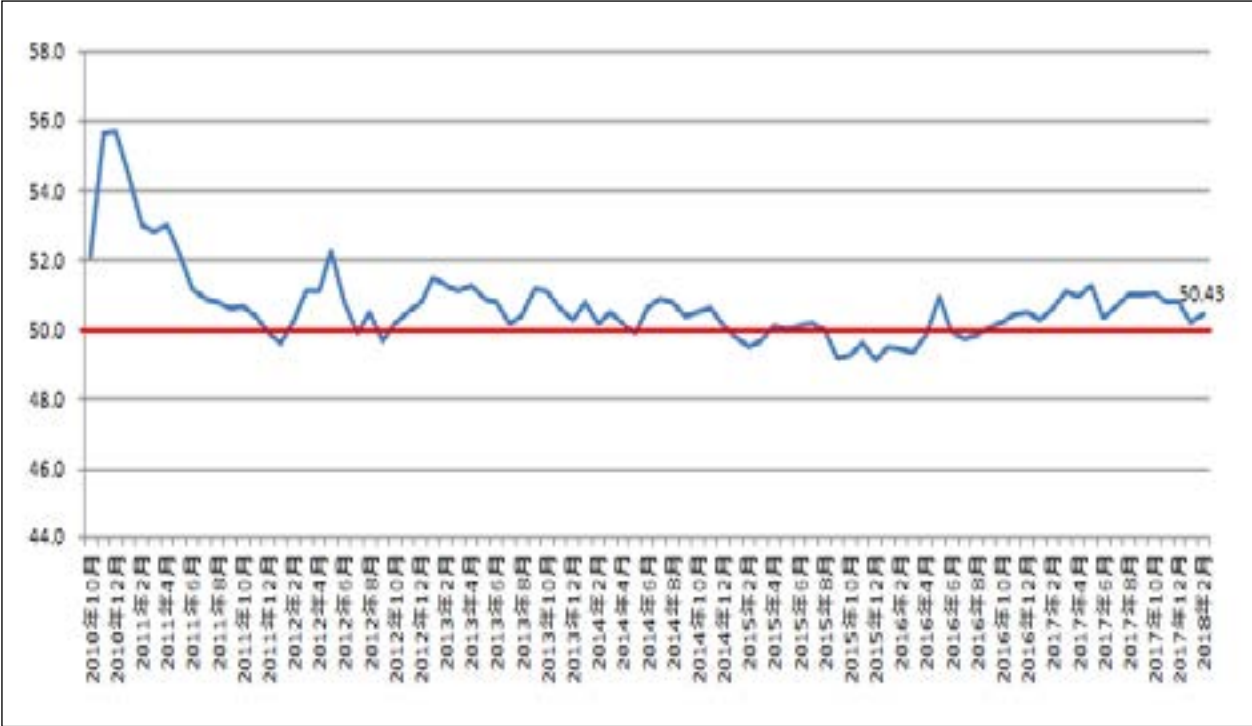
2018年1月5日，中国银监会发布《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》，超过半数的受访经济学家认为该办法将有助于引导银行将更多资金投向实体经济，另外，认为没影响和可能有负面效果的经济学家占比都是6.7%。对于金融监管未来趋势，所有经济学家都认为严监管将会继续，而未来货币政策仍将保持稳健中性。

表1 第一财经首席经济学家调研：2018年1月

指标	2017年12月 公布值	2018年1月 预测均值	2018年1月 预测中位数	2018年1月预测 区间	较上月数值 的变化情况
信心指数（2018年2月）	—	50.43	50.45	48-51.8	—
CPI, %	1.80	1.50	1.50	1.3-1.9	↓
PPI, %	4.90	4.34	4.40	3.7-4.7	↓
贸易顺差: 亿美元	546.90	500.82	530.00	180-600	↓
出口, %	10.90	10.61	10.00	-3-25	↓
进口, %	4.50	12.47	11.00	5-21	↑
新增贷款: 万亿元	5844.00	21540.59	21000.00	18715-26270	↑
社会融资总量: 万亿元	1.14	3.00	3.00	2.3-3.86	↑
M2 同比, %	8.20	8.30	8.35	7.1-9.1	↑
官方外汇储备: 万亿美元	31399.50	31681.18	31600.00	31450-32000	↑
存款基准利率, % (11月底)	1.50	1.50	1.50	1.50	→
贷款基准利率, % (11月底)	4.35	4.35	4.35	4.35	→

人民币对美元 (2017 年 11 月底)	--	6.35	6.35	6.2-6.55	--
人民币对美元 (2017 年底)	--	6.46	6.50	6-6.9	--

图 1 第一财经首席信心指数



[【查看全文】](#)



【宏观与央行】

REER 大幅上涨 1.1% 市场趋于谨慎

(2018.1.26-2.2)

阚明昉 黄慧红 / 第一财经研究院研究员

截至 2018 年 1 月 2 日的一周，第一财经研究院人民币名义有效汇率指数 (NEER) 上涨 0.62%，收于 95.06；第一财经研究院人民币实际有效汇率指数 (REER) 上涨 1.1%，收于 107.26。

周内人民币对大多数篮子货币升值，其中对澳元升值 1.59%，对日元升值 1.32%，对韩元升值 1.2%，对美元升值 0.61%。但周内人民币对瑞士法郎、英镑、欧元等货币出现一定幅度的贬值。第一财经研究院人民币 REER 和 NEER 指数双双上涨，人民币对日元、美元和韩元上涨的贡献居前三位。

汇率市场纪要

上周，日本央行动作不断。26 日，日本央行行长黑田东彦在达沃斯表示，薪资和物价在回升，日本经济终于接近央行的通胀目标 2% 左右。通胀预期将很快达到目标。黑

田讲话期间，美元兑日元最低跌破 108.30，创四个月新低。当日收盘美元对日元下跌 1.04%。

美联储方面，北京时间 2 月 1 日凌晨 3 点，美联储公布利率决议维持联邦基金利率维持在 1.25-1.5% 不变。但本次耶伦的措辞中新加入了“further”一词，市场认为这强烈暗示了 3 月会加息。此外，声明里还移除了通胀降温的描述，指出通货膨胀预期正在逐渐上升。

财新中国 1 月制造业 PMI 指数持平于上月，连续八个月扩张。新业务总量与新出口订单虽有所回落，但仍保持 50 之上，为产出指数升至 13 个月最高提供动力，也带动了信心指数升至四个月最高，显示中国制造业整体运行持续改善。

图 1. 美联储 3 月加息概率走高



图 2. 周内第一财经研究院人民币指数成分货币对人民币币值的变化

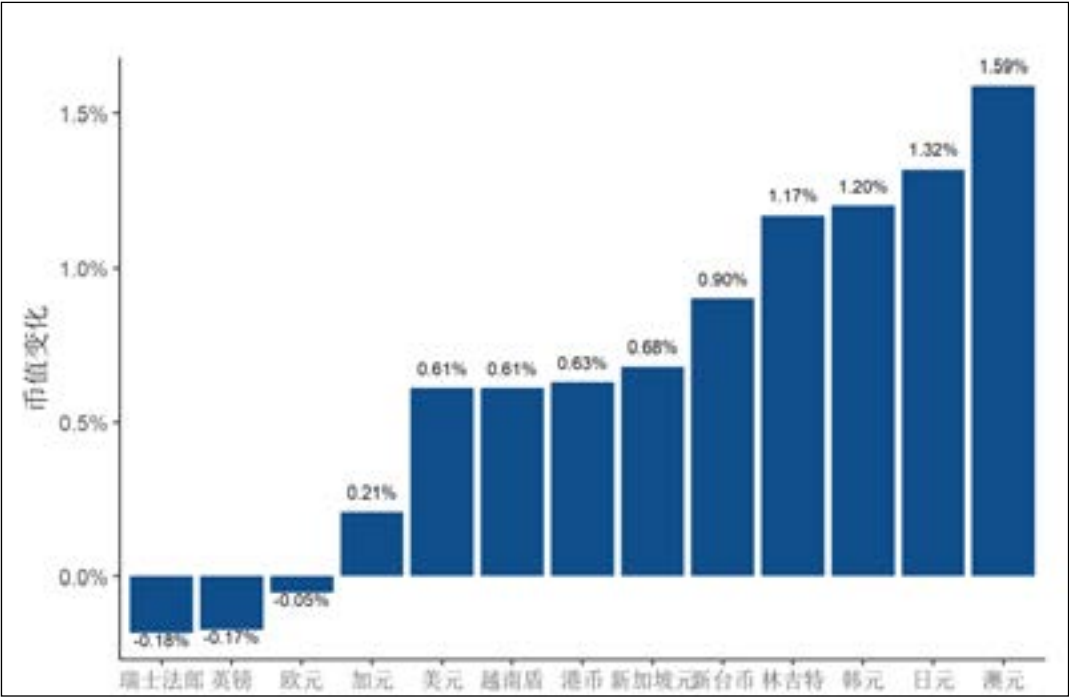
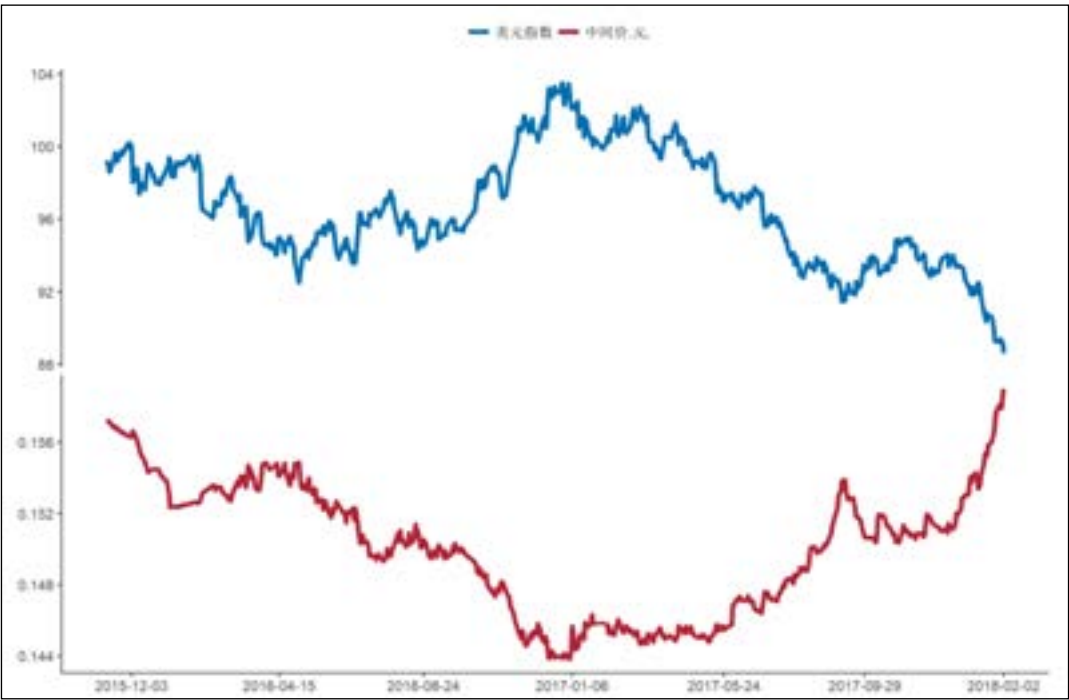


图 3. 周内人民币对美元中间价上涨、美元指数下跌



来源：Bloomberg、CEIC、CFETS、第一财经研究院

[【查看全文】](#)

工业活动放缓 银行间流动性充裕

(2018.1.29-2.4)

马绍之 / 第一财经研究院研究员

临近春节，各项工业活动均有所放缓。1月统计局公布的制造业 PMI 指数较上月下降 0.3 点至 51.3。

从分项指标来看，生产活动放缓，原材料与产成品库存开始增加，购进与出厂价格增速进一步回落。与此同时，国内干散货运价格持续走低也侧面印证了原材料需求的走弱。

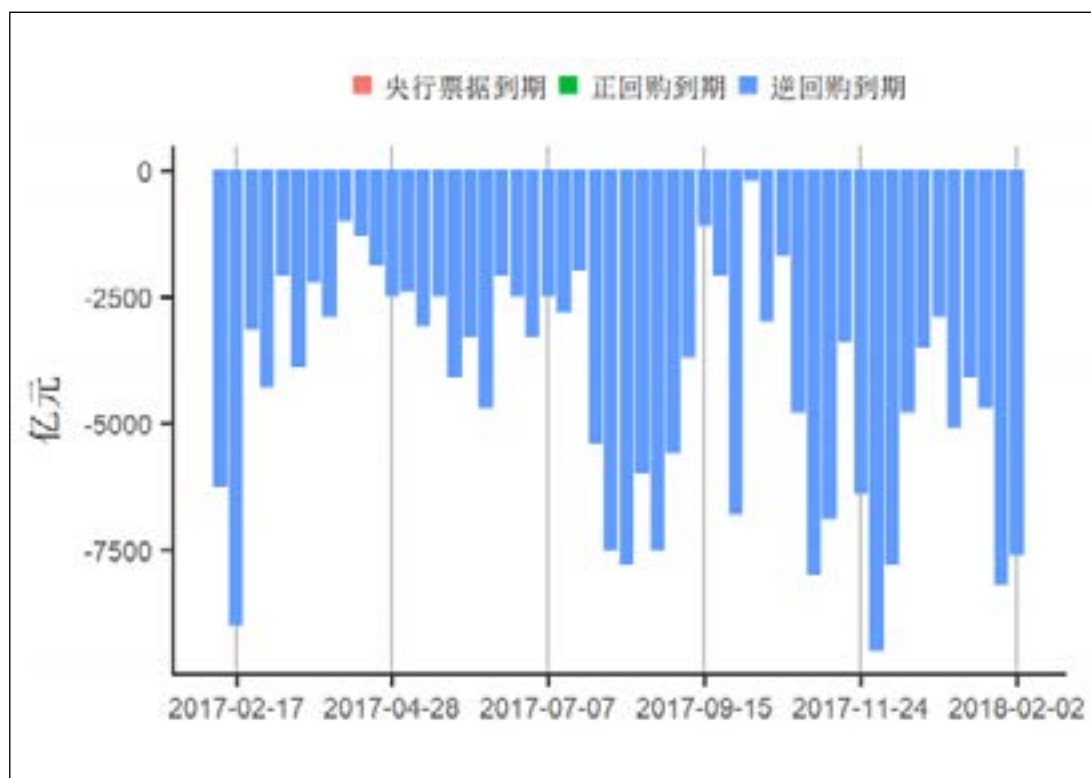
但季节性因素并不能全部解释工业指标的回落，实际上自去年 9 月份以来制造业景气程度不断走低，未来这种趋势或将进一步延续。

开展的逆回购自上周开始相继到期，仅剩 700 亿 63 天逆回购仍然存续。

上周逆回购到期额 7600 亿元，但银行间市场流动性相对偏宽松，银行间市场隔夜与 7 日回购利率都处于近半年来的较低水平，宽裕的流动性也在一定程度上压低了短端的国债收益率水平。

央行上周并未开展逆回购操作，1月末

图 1. 上周逆回购到期 7600 亿元



来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 7 天逆回购、14 天逆回购、63 天逆回购中标利率分别为 2.5%、2.65%、2.95%，回购额度分别为 2500、2200、300 亿元



图 3. 全中国沿海散货运价指数 (CCBFI) 下跌 164.38 至 1221.69 点，波罗的海干散货价格指数下跌 124 至 1095 点



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)

穆迪：亚太主权、企业与金融机构 展望稳定

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆穆迪表示，穆迪表示，亚太主权、企业与金融机构展望总体稳定，但中国地方政府融资平台（平台公司）面临压力，可能进一步整合及转型。

◆2018年亚太主权信用度的展望为总体稳定，反映了经济增长向好可放大改革所带来的正面信用影响，并鼓励主权国家，特别是新兴市场进一步推行改革举措。

◆高杠杆仍是亚太地区不少国家的信用制约因素，增长环境优势将对其产生一定平衡作用。对于亚太地区企业而言，经济稳步扩张及企业盈利增长稳健能够为稳定信用质量预期奠定基础，同时推动降杠杆。

◆因良好的经济环境能够为银行偿付能力及流动性指标提供支撑，亚洲银行业展望稳定。多数亚太经济体的宏观经济环境已企稳或有所改善，这将缓和资产质量风险。

◆穆迪表示，美国去年12月通过的新税法

将不会通过双边贸易、外汇市场、跨境投资流动和减税竞赛对其最大贸易伙伴之一的中国（A1，稳定）或中国企业产生重大的信用影响。

◆整体而言，新税法对中国财政状况或资本流动的影响将会有限。外资对华投资将继续取决于整体投资环境，而不是税率。中国企业国内外业务的信用状况也不会受到重大影响。

◆穆迪预计，美国企业将海外利润汇回美国国内不会导致中国大量现金外流。除了考虑税务因素以外，在华投资和开展业务尚存在其他经济诱因，因此外资企业不太可能调整其投资计划。

◆即便下调企业所得税的政策被其他发达经济体效仿，也不太可能改变外国企业的对华投资计划，因为其更受长期结构性因素影响，包括对中国国内市场持续快速增长的预期。

一周评级

◆大公将巴西本、外币主权信用等级由BBB下调至BB+，展望负面。依据为政治不确定性导致巴西偿债环境恶化，经济结构性问题制约财富创造能力提升，政府债务负担高位攀升，本币贬值风险加大，致使巴西本、外币偿债能力下降。（2018.1.31）

◆大公维持英国本、外币主权信用等级A+，评级展望稳定。英国偿债环境稳中承压，虽然脱欧风险迫使其经济增速放缓，不过财政赤字持续收窄使政府债务负担步入缓慢下行通道，加之较低的融资需求和便利的融资环境，政府偿债能力保持稳定。（2018.1.30）

[【查看全文】](#)

【国际观察】

中美贸易战潜在风险上升

马鑫 / 第一财经研究院研究员

2018 年中美贸易摩擦局部升温恐难以避免，贸易战潜在风险上升。尽管中美经贸关系时有起伏，但现在的趋紧不仅是个短期现象，而是折射出美国对中国长期看法和战略的改变。

美国前副贸易代表卡特勒 6 日在纽约参加亚洲协会举行的讨论会表示，美将很快宣布针对中国的贸易行动。

2018 年中美贸易摩擦局部升温恐难以避免，贸易战潜在风险上升。新年伊始，美对华经贸行动不断：将中国纳入“恶名市场”名单；提交钢铁产品进口“232”调查结果；否决蚂蚁金服收购美国速汇金公司提案；搁浅华为公司与美国电信运营商电话电报公司合作销售手机方案；美军事基地移除中国制造的监控设备等。这或许只是未来一系列严厉措施的开始，美可能在对华贸易问题上采取更强硬的态度。

知识产权保护或是美国下一个开刀目标。根据特朗普竞选及上台后的言论，关税与配额、知识产权、限制投资以及市场经济地位，将是解决中美贸易“不平衡”的主要工具。其中知识产权虽未真正出手，但特朗普已表明，正考虑在知识产权保护方面，对中国进行一项“你连想都没想过”的巨额罚款。分析人士指出 301 条款调查结束时，就是美国开出罚单之日。（注：2017 年 8 月，美国贸易代表罗伯特·莱特希泽宣布，将根据美国《1974 年贸易法》第 301 条，在涉及技术转让、知识产权和创新领域对中国正式启动贸易调查。）

尽管中美经贸关系时有起伏，但现在的趋紧不仅是个短期现象，而是折射出美国对中国长期看法和战略的改变。当前中美正从

互补性的贸易关系走向竞争性的大国关系。对华贸易强硬，绝不是特朗普心血来潮，这是一系列针对中国的组合拳。

在战略上，特朗普已公开把中国列为三大对美威胁之一。2017 年底特朗普签署发布的《国家安全战略报告》将中国与俄罗斯列为试图改变国际秩序现状的“修正主义国家”。美防长詹姆斯·马蒂斯 6 日在众议院作证时再次强调，美长期首要战略竞争对手为中国与俄罗斯。中美之间的互动已进入一个新的阶段，经贸关系中的紧张情绪会持续扩散。

另外，特朗普的个人意愿发挥重要作用。特朗普打着经济民粹主义入主白宫，他推行“美国第一”面临的最大争论是如何扭转中美贸易逆差的问题。他身边以贸易代表莱特希泽为代表的新鹰派也只关注贸易问题，并和商务部一道，仍在执行当初班农所推动的中美知识产权等问题的调查，并酝酿针对北京的惩罚性举措。分析人士指出，美国强势鹰派的对华经贸政策调整布局已大体完成，今年中美经贸关系可能会面临更为困难复杂的局面。

中美作为两大经济体，合作与竞争、共识与分歧一直存在，单纯从经贸层面考虑双边关系的做法不会持久。中美 2018 年关系发展关键看特朗普如何利用白宫内部鹰派势力，将两国博弈扭向对自己最优化的方向发展。

【名家观点】



潘功胜
中国人民银行副行长

随着我国跨境资本流动趋于平衡，前期采取的宏观审慎政策已全部恢复中性。未来我国跨境资本双向流动将成为常态，总体上仍将保持基本平衡。下一步外汇管理部门将进一步推动对跨境资本流动的均衡管理：一是在管理目标上，理性看待外汇储备增减，更强调在高水平贸易投资自由化、便利化的基础上，实现国际收支动态平衡。二是在管理理念上，坚持政策中性原则。



李扬
中国社科院学部委员、
国家金融与发展实验室
理事长

根据十九大报告精神，“现代金融”体系应当包含如下六方面要素：其一，现代金融应当以服务实体经济为基本导向。其二，现代金融应当优化结构。其三，现代金融应当是市场导向的。其四，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。其五，有效监管。其六，积极开展国际货币政策协调。



朱宁
清华大学五道口
金融学院教授、
国家金融研究院副院长

中国“新时代”有三层意思：其一，将从仅关心经济增长的量化数字转变为更加关注经济的质量和韧性；其二，将追求更具包容性的增长；其三，为中国公民甚至全球公民创造一个使其能够自由实现自我的美好未来。

【年度金融书籍】



《穿越危机 -- 世界剧变的中国选择》

作者：王永利

出版社：中信出版集团

回眸 2008 年全球性金融危机爆发，其引发世界经济大幅衰退，标志着世界经济金融以及政治格局深刻变化已经由量变迈向质变阶段。作者认为，这突出表现在以下几方面：

◆世界政治经济格局深刻变化

全球金融危机爆发后，中国迅速调整宏观政策，采取了举世瞩目的经济刺激计划，在主要经济体中率先止跌回升，迅速跃升为世界第二大经济体。可以说，全球金融危机的爆发和中国的强势崛起，成为世界格局深刻变化的重要转折点。

◆中国经济发展正由高速增长转向中高速增长，经济增长新常态正在形成

2017 年国家围绕供给侧改革，在货币供应、金融监管、房地产政策等方面做出系列重大政策调整，标志着发展模式的重大转变，经济增长新常态正在形成。

◆全球经济将长期面临产能过剩、有效需求不足的挑战

传统经济理论和宏观政策难以解决问题，全球经济将长期面临产能过剩、有效需求不足的挑战。这迫切需要理论创新、模式创新。因此，中国率先提出并大力推动的“一带一路”倡议，旨在构建新型全球化发展模式和路径，可谓立意深远、意义重大。

◆互联网给人类社会带来深刻冲击

随着云计算、区块链、人工智能等广泛应用，互联网已经成为人类社会运行不可或缺的重要基础设施，对人类社会的组织形态、思维和行为模式等产生极其深刻的冲击和影响。也推动金融发展轨迹产生重大转变

版权声明：

“一财研究”系第一财经研究院的电子出版物系列产品，版权为第一财经研究院所有。本产品仅供广大用户研究、学习之用，不构成投资参考。

本报告的版权由第一财经研究院所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。