

2018年3月12日 (总第41期)

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

2018年3月“第一财经首席经济学家信心指数”为50.38，连续19个月高于50的荣枯分界线上。本次首席经济学家调研时间是在两会之前，经济学家们对于今年财政和货币政策的预期与政府工作报告基本一致——“积极的财政政策取向不变，稳健的货币政策保持中性，要松紧适度”。

国内宏观经济方面，受春节因素影响，制造业生产指数较上月出现较大幅度下滑，原材料和出厂价格指数同样下降较多，显示中下游需求不足，PPI或将延续此前下行趋势。楼市方面，随着节日假期结束，成交面积开始回升，尤其是二线城市，但总体水平仍低于去年同期。随着居民部门杠杆高企被关注 and 政府工作报告强调“房子不炒”，今年楼市销售仍将面临较大压力。

国际局势方面，3月8日，美国总统特朗普签署命令，决定对进口钢铁和铝产品全面征税，税率分别为25%和10%，暂时排除加拿大和墨西哥的产品。我们认为，在未来一段时间内，局部贸易摩擦风险将会上升，美国“零和游戏”思维下所酝酿的全球贸易风险不可忽视。

本期推荐的“第一财经·摩根大通年度金融书籍”是《中国经济增长十年展望（2017-2026）：老经济与新动能》。本书对未来发展态势的判断是：新增长阶段的发展动力大部分来自于已有的或“老”的经济领域。关键是老经济要加上新体制、新机制、新技术、新商业模式，而做好这种加法的关键在于实质性地深化供给侧结构性改革。

联系我们

cbninstitute@yicai.com

微信

cbn_research



目录

【首席调研】

2018 年经济韧性犹存	1
--------------------	---

【宏观与央行】

人民币指数上行 美联储对经济表示乐观	3
季节性因素导致工业活动放缓	5
穆迪：美国对钢铝征收高额关税对亚洲经济的直接影响较小	7

【国际观察】

助中期选举，特朗普重拾贸易大棒	8
-----------------------	---

【两会观察】

9

【第一财经·摩根大通年度金融书籍】

《中国经济增长十年展望（2017-2026）：老经济与新动能》	11
---------------------------------------	----

【首席调研】

2018 年经济韧性犹存

何啸 / 第一财经研究院研究员

本次首席经济学家调研时间是在两会之前，经济学家们对于今年财政和货币政策的预期与政府工作报告基本一致，“积极的财政政策取向不变，稳健的货币政策保持中性，要松紧适度”。

经济学家们也对今年全年政府经济预期目标进行了预测，近八成的经济学家给出的预测与实际目标一致，即“国内生产总值增长 6.5% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右”。

经济学家们认为 2018 年我国经济韧性仍存，2018 年 3 月“第一财经首席经济学家信心指数”为 50.38，连续十九个月位于 50 线上方，显示他们对未来一个月的经济发展持乐观态

度。

在具体的指标预测方面，受季节性因素影响，2 月新增贷款、社融数据以及 M2 增速均将较上月下降。消费将稳中有升，CPI 同比增速将出现上升，PPI 同比增速则有所下降；固定资产投资增速有所下降；春节因素与人民币升值共同影响 2 月进出口数据，贸易顺差转负。

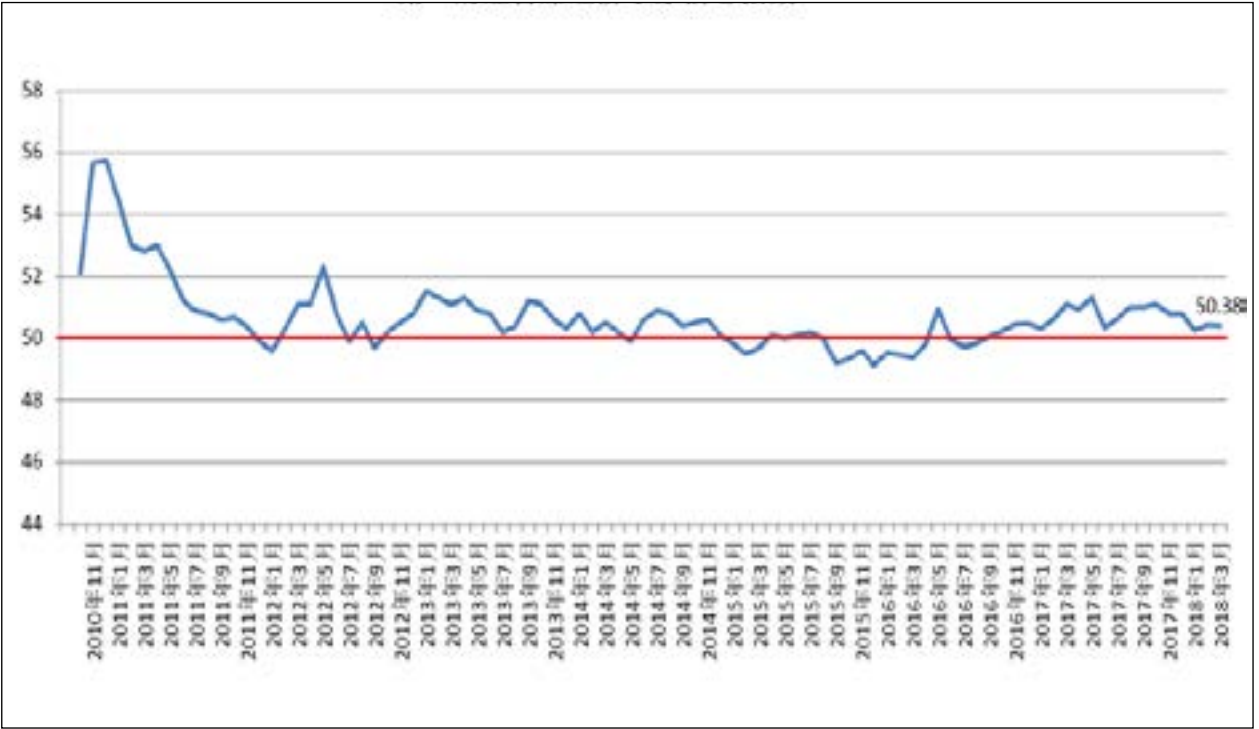
2 月人民币对美元汇率贬值 0.395%，经济学家们预计 3 月底人民币对美元将继续贬值，由 2 月底数据（2 月 28 日人民币对美元中间价为 6.3294）贬至 6.36，他们也下调了对年底人民币对美元中间价的预期，从上月底的 6.45 下调至 6.47。

表 1 第一财经首席经济学家调研：2018 年 2 月

指标	2018 年 1 月 公布值	2018 年 2 月预测 均值	2018 年 2 月预测 中位数	2018 年 2 月预测 区间	较上月数值的变化情况
信心指数（2018 年 3 月）	—	50.38	50.60	45-53	—
CPI, %	1.50	2.46	2.50	1.4-3.2	↑
PPI, %	4.30	3.75	3.70	3.5-4	↓
社会消费品零售总额, %	—	9.82	9.80	8.9-10.6	—
工业增加值, %	—	6.14	6.20	5.8-6.4	—
固定资产投资累计增速, %	—	6.97	7.10	4.5-7.5	—
全国房地产开发投资累计增速, %	—	5.55	6.50	-4.1-7.2	—
贸易顺差, 亿美元	203.40	-0.38	-43.30	-248-400	↓
出口, %	11.10	15.21	13.90	2.7-43.1	↑
进口, %	36.90	8.90	9.20	-10-25.1	↓
新增贷款, 万亿元	290000.00	8503.56	9000.00	1.1-15000	↓
社会融资总量, 万亿元	3.06	1.09	1.03	0.72-1.57	↓

M2 同比, %	8.60	8.57	8.60	7.5-9.1	↓
官方外汇储备: 万亿美元	31615.00	31656.25	31612.50	31300-32000	↑
存款基准利率, % (3月底)	1.50	1.50	1.50	1.50	→
贷款基准利率, % (3月底)	4.35	4.35	4.35	4.35	→
存款准备金率, % (3月底)	16.50	16.50	16.50	16.50	→
人民币对美元 (2018 年 3 月底)	-	6.36	6.35	6.28-6.61	-
人民币对美元 (2018 年底)	-	6.47	6.46	6.2-6.88	-

图 1 第一财经首席信心指数



【宏观与央行】

人民币指数上行 美联储对经济表示乐观

(2018.2.23-3.2)

阚明昉 王璐 / 第一财经研究院研究员

截至2018年2月3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0.38%，收于94.78；第一财经研究院人民币实际有效汇率指数（REER）大幅上涨1.18%，收于108.01。

周内人民币对日元贬值0.32%，但对绝大部分篮子货币升值。其中对英镑升值1.56%，对欧元升值0.74%，对美元升值0.23%。

汇率市场纪要

27日，美联储主席鲍威尔公布半年度货币政策报告，报告中表示对经济形势表示乐观，将进一步加息。报告公布后的24小时内，美元指数上涨0.72%。

3月2日，日本央行行长黑田东彦在日本众议院发表讲话，表示日本通胀或将于

2019财年达到2%的目标水平，届时将考虑退出宽松。讲话结束后24小时内，日元对美元汇率上涨0.46%。

周内市场对人民币对美元汇率看跌

周内美元指数上涨0.5%，人民币对美元中间价上涨0.23%。第一财经研究院通过人民币衍生品需求偏度的监测发现，上周离岸在岸市场均看跌人民币对美元汇率。

图1. 第一财经研究院人民币 NEER 与第一财经研究院 REER 走势

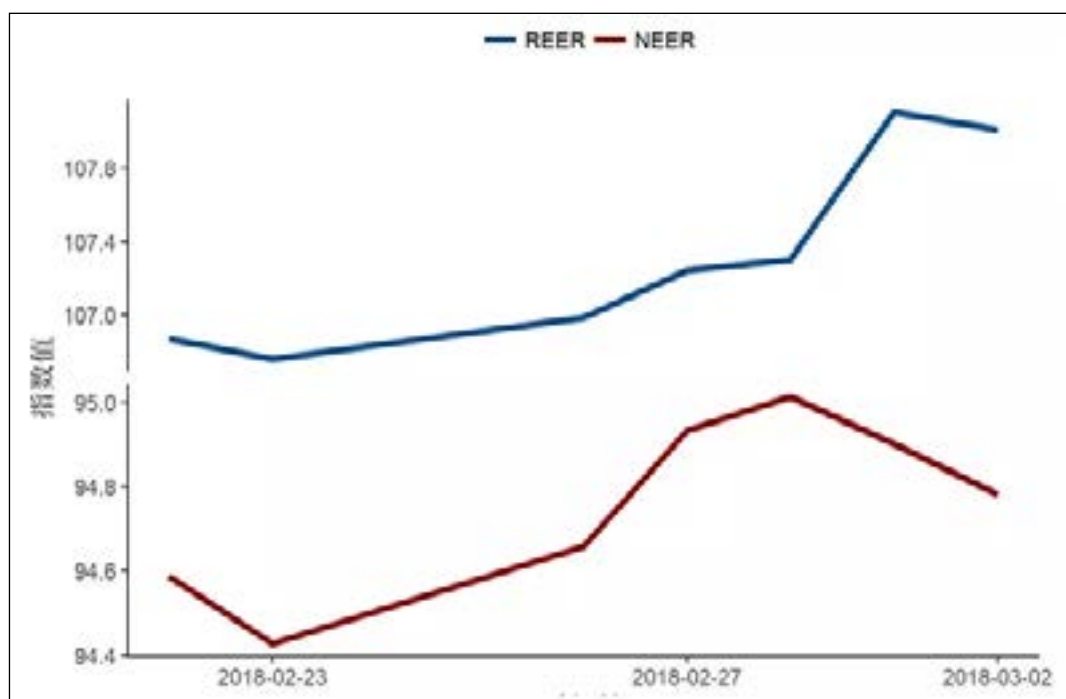


图 2. 周内第一财经研究院人民币指数成分货币对人民币币值的变化

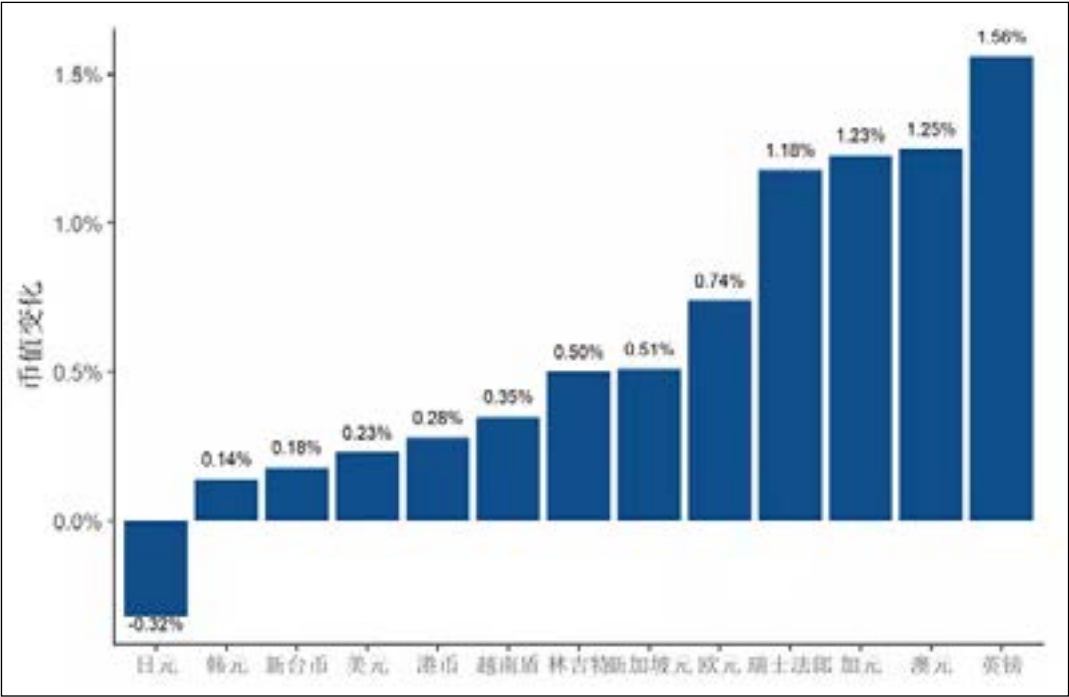
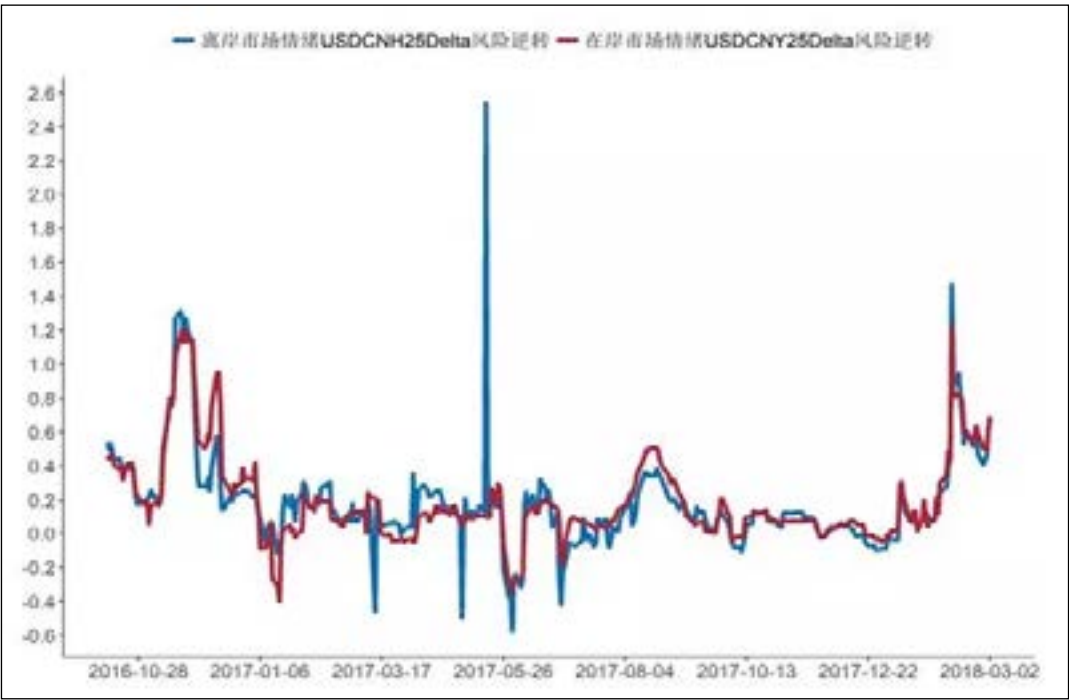


图 3. 周内离岸在岸市场均看跌人民币对美元汇率



来源：Bloomberg、CEIC、CFETS、第一财经研究院

[【查看全文】](#)

季节性因素导致工业活动放缓

(2018.2.26-3.4)

马绍之 / 第一财经研究院研究员

2月，工业活动放缓，受春节因素影响，制造业生产指数较上月出现较大幅度下滑，原材料和出厂价格指数同样下降较多，显示中下游需求不足，PPI 或将延续此前下行趋势。

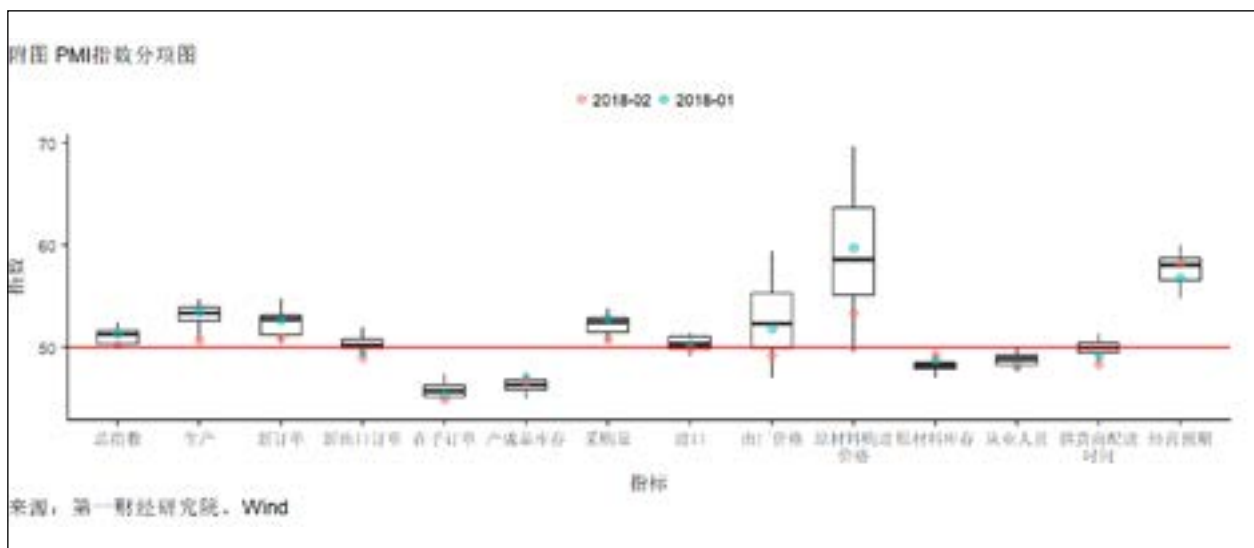
1月，新增社会融资低于往年同期，人民币贷款占比进一步提高，在金融监管加强、企业融资来源更多回归银行信贷的背景下，实体融资压力上升，票据直贴利率高于去年同期。上周，银监会下调了银行拨备指标，未来人民币贷款供应有望增加，从而缓解实体融资压力。

上周，央行公开市场净投放 1200 亿元，资金价格稳定。银行间市场流动性相对稳定。

1 年期国债收益率延续下行趋势。

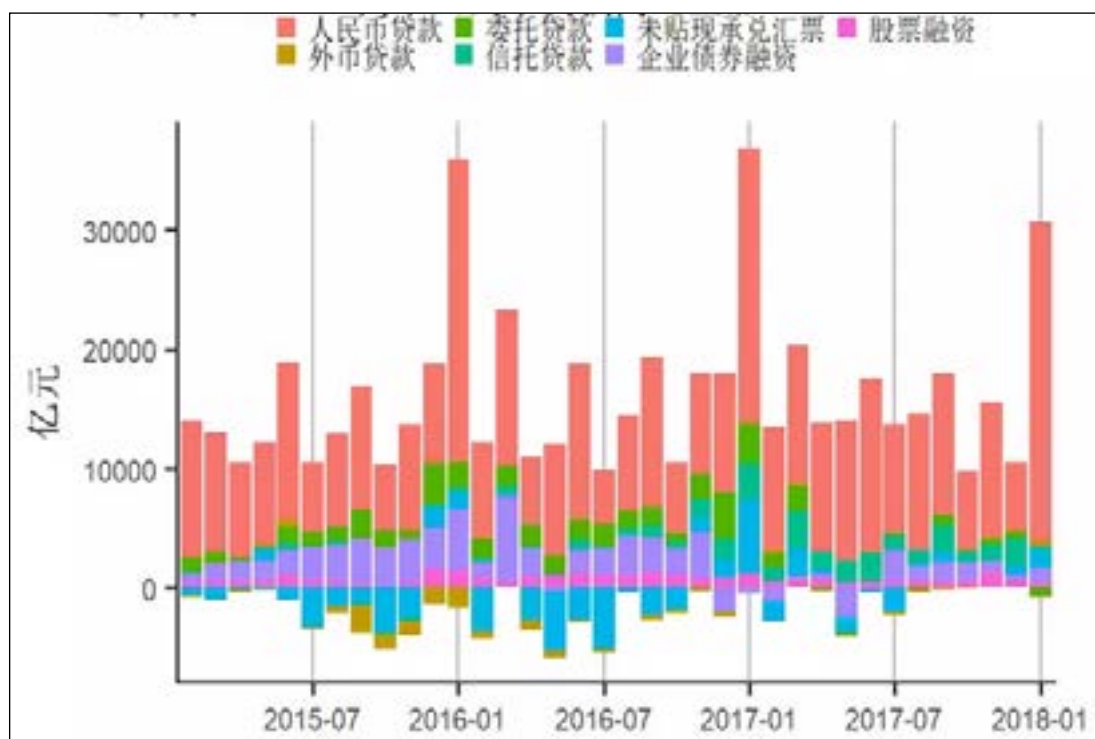
楼市方面，随着节日假期结束，成交面积开始回升，尤其是二线城市，但总体水平仍低于去年同期。随着居民部门杠杆高企被关注和政府工作报告强调“房子不炒”，今年楼市销售仍将面临较大压力。

图 1.PMI 指数分项图

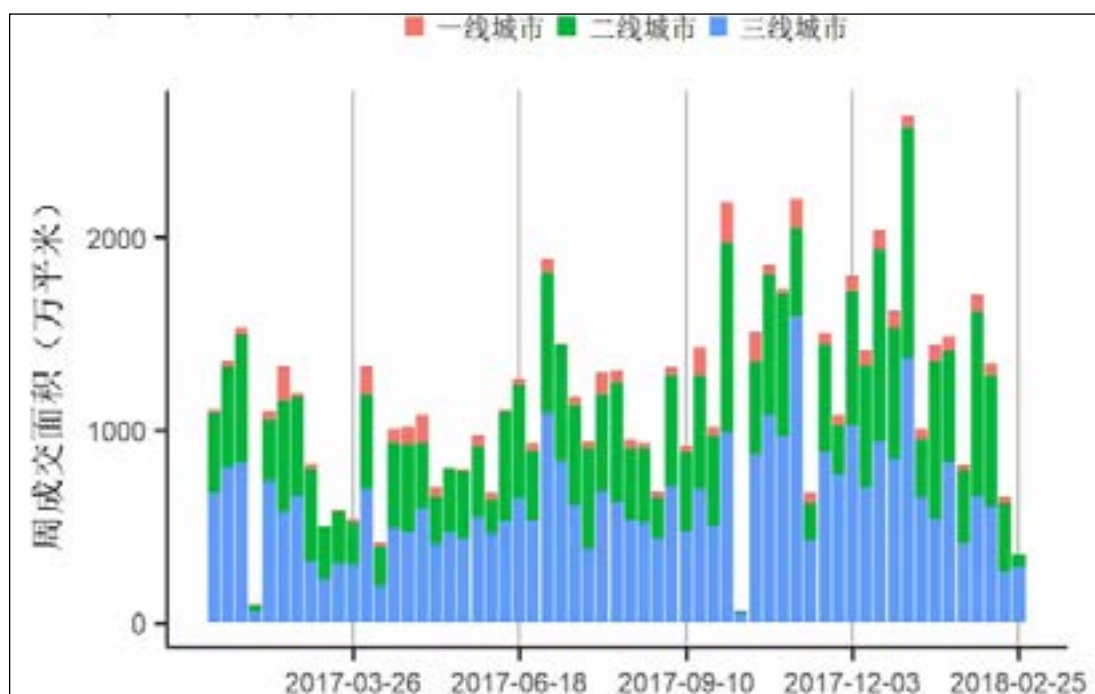


来源：Wind、第一财经研究院

**图 2. 1 月新增社融总额为 30603 亿元，环比上涨 168.49%，
同比下跌 17.22%，其中人民币贷款同比上涨 16.07%**



**图 3. 截至 2 月 25 日当周，百城土地成交面积为 353.32 万平方米，
环比下跌 45.63%**



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)

穆迪：美国对钢铝征收高额关税对亚洲经济的直接影响较小

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆ 3月1日，美国总统特朗普表示，他下周将正式批准对进口钢材征收25%的关税。该决定是基于美国商务部根据《1962年贸易扩张法》第232条对进口钢铁和铝材展开的国家安全调查。

◆ 穆迪表示，美国计划对进口钢铝征收高额关税，具体影响取决于关税加征范围、征收水平，以及钢铁及铝材制造企业通过削减成本或适当降低利润率从而部分抵消关税增加所造成影响的能力。

◆ 根据对美钢铝出口规模，即钢铝对美出口在相关经济体GDP及出口总量中的占比衡量，加拿大和巴林所受直接冲击最大（如关税征收规定适用于这两个国家）。

◆ 亚洲方面，从宏观层面来看，加征关税的直接经济影响非常小，因为钢铝对美出口一般在出口国GDP或出口总量中的占比不到1%。

◆ 穆迪表示，美国计划对进口钢材征收关税，会对受评的亚洲钢铁业和钢铁制造商产生负面的信用影响，但影响不会很大，因为对美国的出口在其钢铁总产量中占比较小。

◆ 穆迪指出，2017年前9个月，中国对美国的直接钢铁出口仅占总出口量的1%或钢材总产量的0.1%。此外，2017年中国钢铁企业对出口的依赖性大幅下降。与之相反，2017年前9个月韩国却成为对美国的第三大钢铁出口国，因此韩国钢铁业受美国出口的影响相对较高。

◆ 尽管如此，即便是在韩国，对美国的钢铁出口大多集中于管道和管材上（根据韩国钢铁协会的统计，2017年对美国出口占比为57%），这些都是韩国浦项制铁公司和现代钢铁公司这两家受评钢铁制造商产量较小的产品类型。原因是他们或出口市场多样化，或高度依赖国内市场，其中浦项制铁属于前者，而现代钢铁属于后者。因此，这两家公司受美国市场的影响仅属于温和。

一周评级

◆ 中诚信将俄罗斯主权信用级别由Ag-上调至Ag，展望稳定。依据为：（1）经济步出衰退，实现平稳增长；（2）财政赤字率降低，政府债务水平很低；（3）经常账户长期顺差，外汇储备丰富，对外偿付实力较强；（4）政府积极运用宏观审慎政策增强了中长期抗

冲击能力。（2018.3.2）

◆ 惠誉确定俄罗斯长期本、外币主体违约等级为BBB-，展望正面，短期本、外币主体违约等级为F3，评级上限为BBB-。（2018.2.23）

[【查看全文】](#)

【国际观察】

助中期选举，特朗普重拾贸易大棒

马鑫 / 第一财经研究院研究员

3月8日，美国总统特朗普签署命令，决定对进口钢铁和铝产品全面征税，暂时排除加拿大和墨西哥。可以肯定的是，未来一段时间，局部贸易摩擦风险将会上升，美国“零和游戏”思维下酝酿的全球贸易风险不可忽视。

华盛顿时间2018年3月8日，美国总统特朗普签署命令，认为进口钢铁和铝产品威胁到美国国家安全，决定将对进口钢铁和铝产品全面征税，税率分别为25%和10%，暂时排除加拿大和墨西哥的产品。

中期选举的压力促使特朗普兑现竞选承诺，重拾贸易大棒。特朗普威胁祭出关税的时间点似乎是刻意安排，这样做不仅可以影响美国钢铁重镇宾夕法尼亚州，还会影响到中西部工业地区。最新民调表明，尽管近来的支持率有所回升，但特朗普在铁锈地带产业工人中的支持率却下降了7个百分点，而部分州3月即将启动今年的选举议程，重拾贸易大棒正恰逢其时。

特朗普政府在贸易问题上近期“冒进”的态度惹“众怒”。目前美国每年进口的钢铁中，只有2%来自中国，但加征钢铝关税的措施会让韩国、欧盟等受到重伤。某种程度上，钢铝关税或让美中之间的贸易战转变为美欧之争。欧盟试图向美国征收报复性关税对特朗普造成政治压力，例如，欧盟点名课税的哈雷车机车，其总部设在国会众议院长莱恩的家乡；波本威士忌产地是国会参院多数党领袖麦康诺的选区；Levi's牛仔裤的加州总部则是国会众院民主党领袖裴洛西的选区。

不仅外国政府官员纷纷声讨新关税计划，美国内的反对力量同样强大。包括国防部长马蒂斯、国家事务安全助理麦克马斯特、

即将离任的国家经济委员会主席科恩在内的多位白宫要员均在近期表示了对钢铁贸易战的担忧。美国立法交流委员会等机构也纷纷上书，试图向总统解释增加进口钢铁关税会给汽车、航空、重型设备和建筑业等行业带来影响，并将直接威胁其推动的基建计划。

虽然特朗普就任总统以来不断在贸易问题上放狠话，但他迄今没有什么可以拿得出手的战绩。从布什时期的钢铁关税，到欧盟与中国之间的所谓“胸罩战争”，全球贸易战经常看似一触即发，但却从未真正打响。

此次，虽面临内外压力，但特朗普仍落下实锤。如此强硬意在树威，让世界习惯单边贸易保护的做法。因此，可以肯定，未来一段时间，局部贸易摩擦风险正在上升，美国“零和游戏”思维下酝酿的全球贸易风险不可忽视。

【两会观察】



肖捷
财政部部长

我们将继续采取“开前门”和“堵后门”并举的措施，进一步规范和加强地方政府债务管理。在“开前门”方面，合理增加债务规模，同时，合理确定分地区的地方政府债务限额，稳步推进专项债券管理改革。在“堵后门”方面，从严整治无序举债乱象。坚持谁举债、谁负责，用我们通俗的话讲就是“谁家的孩子谁抱”，严格落实地方政府的属地管理责任，债务人和债权人依法合理分担风险。同时，将加大督查问责的力度，做到终身问责、倒查责任。



周小川
中国人民银行行长

关于金融对外开放，现在我们可以胆子更大一些，开放的程度更高一些。除了允许外资机构在中国经营外，还包括中国的金融机构走向全球。其中一个重要因素是人民币国际化，有力推动了中国金融机构走出去。在已经过去的5年里，我们有沪港通、深港通、债券通，这些对外开放意味着中国在货币可兑换上迈出稳健的步伐。



王毅
外交部部长

中国将继续坚持走自己选择的发展道路，中国的发展振兴不可阻挡，这已成为国际社会的普遍认知。美国一些人认为中国因此要取代美国在国际上的作用，这是一个根本性的战略误判。中美双方应该在遵守中美三个联合公报和双方各项共识基础上相互尊重、优势互补、互利共赢。中美关系数十年历经风雨，但是对话与合作始终是主线，因为这是唯一明智也是现实的选择。



史耀斌
财政部副部长

中国房地产税制度设计上会参考国际上共性的制度性安排，即工商业住房和个人住房都会按照它的评估值来征税。除了借鉴国际经验，我们也会按照中国的国情出发来合理设计房地产税制度。比如说，合并整合相关的一些税种，再比如说合理降低房地产在建设交易环节的一些税费负担等。这样的话，使我们设计的房地产税制度能够更加合理、更加公平，既能够起到筹集财政收入的作用，又能够起到调节收入分配、促进社会公平的积极效应。



易纲
中国人民银行副行长

今年《政府工作报告》中讲的是广义货币 M2 和社会融资规模增长要合理增长，没有讲数量和指标，这是一个新的变化。市场的深化和金融的创新，使得像 M2 这样的指标跟经济的走势的相关性变得比较模糊，有的时候预测性也变得比较不确定。我觉得针对这种新的问题和新的情况，针对我们新时代的高质量发展的要求，我们要更注意盘活存量，更注意优化货币信贷存量的结构

【年度金融书籍】



《中国经济增长十年展望（2017-2026）：老经济与新动能》

主编：刘世锦

出版社：中信出版集团

本书为“中国经济增长十年展望”长期研究项目成果的第五辑。从长期增长过程看，过去以及今后若干年中国经济处在一个转型期。在以往几年的研究中，我们试图描述中国经济的转型过程，包括对经济走势的预测，更重要的是尝试对转型过程给出解释。为此，我们采取了为期十年的中长期观察框架加短期分析的方法。这类研究具有相当强的“实战性”，其结果需要接受实际过程的验证。尽管具体的预测数字易于吸引眼球，但我们更加看重的还是清晰的分析框架与逻辑。

本书首先对各领域今后十年的发展态势做一展望，基本判断是，今后一两年，中国经济实现转型触底是大概率事件。2017年将是触底的验证期，增长呈现新平台上的短周期波动，即大L型加小W型的态势。新增长阶段的发展动力，大部分来自于已有的或“老”的经济领域，关键是老经济要加上新体制、新机制、新技术、新商业模式，做好这种加法的关键在于实质性地深化供给侧结构性改革。

——刘世锦 / 文

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。