



宏观策略年报

期货研究报告

2018年1月

宏观策略

研发中心

广义财政支撑， 经济增长料前低后高

张希

高级研究员，期货执业证书编号F0283816
期货投资咨询证书编号 Z0010644

zhangxi@dxqh.net

董彬婕

研究员，期货执业证书编号F3021841
dongbj@dxqh.net

观点要点：

- 2017年经济运行主基调为供给侧改革与金融去杠杆之间的博弈，整体呈现前高后低的特征。上半年经济运行平稳，年中经济运行为全年峰值。
- 2018年房地产有两个现象值得注意，一方面从传统销售周期来看，商品房销售面积峰值已经确定结束，2018年销售面积处于低位是大概率事件。另一方面，10大城市经过两年去化，可售面积已经回落到偏低位置，叠加地产企业土地购置数据，不排除2018年有补库存的需求。
- 2018年整体消费难有爆发性增长，权重较高的两大种类中，地产相关消费受销量拖累预计难有明显起色，汽车消费政策因素多空交织，政策上明显向新能源车倾斜，但是目前新能源车销量仅占全部销量的4%，对汽车销量整体拉动作用有限。中长期传统消费支出放缓，新兴消费支出逐渐增加将成为未来消费升级的发展趋势。
- 2018年工业企业运行能否回暖，核心在于上游企业利润能否逐渐向下游传导，全行业盈利能力能否持续回升，而不是仅仅局限于上游产业。目前尚未看到企业利润从上游往中下游传导的迹象，预计2018年上半年工业企业利润放缓趋势或延续。
- 2017年财政部预算内支出表现平平，但是广义财政方式扩容，形式丰富，对于投资的支撑却表现十分积极。2018年广义财政支出有望进一步支撑投资需求。
- 2018年从经济分项来看，上半年进出口料保持正贡献，消费端受到地产以及汽车相关消费影响，或难有超预期表现，消费升级尚处于酝酿期。投资端基建料不弱于2017年，地产新开工或有亮点，建议关注固定资产投资项目口径的房地产数据。
- 综合判断，2018年无风险利率料维持在高位，无论从政策还是企业盈利的角度，二八分化都尚未结束。

正文目录

一、经济基本面: 地产销售进入下降通道, 然新开工有望企稳	4
二、经济基本面: 预计出口改善可持续, 消费升级仍在酝酿期	6
三、工业企业: 出厂价高位回落, 工业企业利润缓慢下行或延续	8
四、财政政策: 广义财政支出有望继续扩容	11
五、总结与展望: 二八分化尚未结束	14
附录1: 利率决议及全球风险事件时间表(当地时间)	15
附录2: 中国数据时间表(或有微调)	15
附录 3: 美国数据时间表(或有微调)	16

图表目录

图表 1: 各产业对 GDP 累计贡献度持平前值	5
图表 2: 第三产业贡献度上升主要由交运拉动	5
图表 3: 净出口对 GDP 贡献回正	5
图表 4: 房地产开发投资好于预期	5
图表 5: 固定资产投资分行业占比	5
图表 6: 固投口径房地产业明显下滑	5
图表 7: 房地产开发口径土地购置金额明显回升	6
图表 8: 房地产开发口径土地购置面积明显回升	6
图表 9: 30 大城市商品房成交面积弱企稳	6
图表 10: 十大城市商品房可售面积企稳	6
图表 11: 进出口同比双双回正	7
图表 12: 对欧美日进出口金额累计同比保持正增长	7
图表 13: 人民币汇率走强	7
图表 14: 社会消费品零售保持稳健	7
图表 15: 网上零售额占比继续上升	8
图表 16: 社会消费品分类	8
图表 17: 2017 年汽车消费增速滑落	8
图表 18: 2017 年地产相关消费增速滑落	8
图表 19: 制造业持续处于扩张区间	9
图表 20: PMI 新订单显示内外需保持扩张	9
图表 21: CPI、PPI 剪刀差缩窄	9
图表 22: 产成品与原材料库存回落	9
图表 23: 产成品库存重建力度不及 2014 年	10
图表 24: 工业企业利润增速放缓	10
图表 25: 预算内财政赤字率维持在 3%	12
图表 26: 公共财政支出前高后低	12
图表 27: 基建占比 PPP 项目投资额近七成	12
图表 28: 四季度 PPP 项目落地率进一步上升	12
图表 29: PPP 项目落地投资额稳步上升	12
图表 30: 第四批示范项目开始筛选	13
图表 31: 示范项目落地投资额稳步上升	13
图表 32: 示范项目落地率稳步上升	13
图表 33: 央行借道 PSL 进行政策性投放	14

广义财政支撑，经济增长料前低后高

2017年供给侧改革博弈金融去杠杆，社会补库存周期偏弱，工业企业利润增速高位放缓。2018年预计上半年供给侧改革进一步深化，金融监管趋严常态化，广义财政支出有望扩容对基建形成支撑，整体经济增速料前低后高。

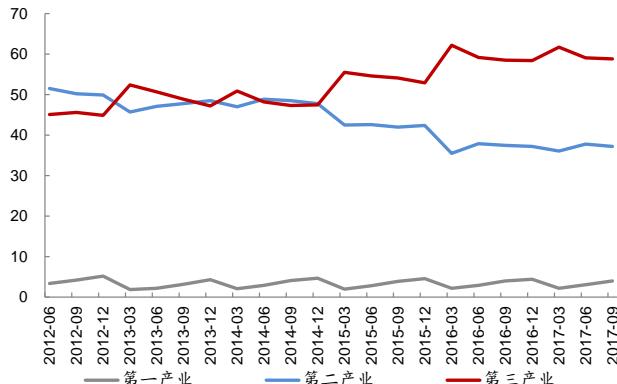
一、经济基本面：地产销售进入下降通道，然新开工有望企稳

2017年经济运行主基调为供给侧改革与金融去杠杆之间的博弈，整体呈现前高后低的特征。上半年经济运行平稳，年中经济运行为全年峰值。从结构上来看，2017年经济延续转型的趋势，三季度第三产业累计同比贡献率为58.8%，2016年底为58.4%；第二产业累计同比贡献率为37.2%，与2016年持平。拆分第三产业来看，2017年的升幅贡献主要来自流通部门，包括交通运输和零售批发，交通运输贡献度从4.3%上升至6.1%，批发和零售业从9.6%上升到10%，其他分项尤其是房地产和金融贡献度存在不同程度的下滑。房地产业从7.8%回落至5.6%，金融从7.1%回落至5.6%。除此之外，其他第三产业波动有限。第二产业虽然整体持平，但是工业和建筑业有所分化，工业2017年贡献明显高于2016年平均水平，建筑业低于2016年平均水平。从经济结构的角度来看，2017年延续转型风格，经济增速在历史低位企稳，经济失速风险确定性化解。

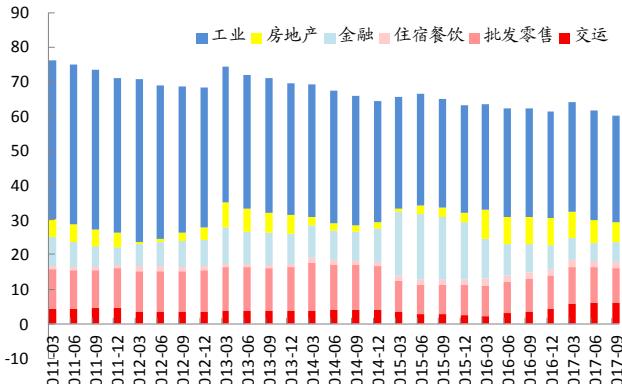
从支出法构成来看，2017年消费总额保持了往年增速，零售结构发生了内在优化；净出口贡献度回正，受益于低基数、2015年下半年起的人民币贬值以及全球贸易回暖；值得困惑的是投资项，投资额同比增速明显下滑，但是以往传统的三大重要投资支柱基建、房地产开发以及制造业都没有明显的下滑幅度，都是企稳态势，甚至局部超预期。在此引申出对投资细分项的进一步探讨。

具体来看，按照固定资产投资的口径重新计算，发现基建和制造业确实较为稳定，出现分歧的主要是房地产数据。从行业数据来看，房地产开发投资额11月累计同比增速高达7.5%，高于2016年底的6.9%以及去年同期的6.5%，细分项可知其他费用中土地购置支出的大幅抬升，使得房地产数据在2017年整体超预期。但是如果按照固定资产中的房地产行业口径（绝对投资额高于开发投资额），统计房地产相关的固定资产实际增加的投资额，该数据同比持续下滑，11月累计同比增速仅为4.2%，明显低于2016年末的6.8%，这就意味着2017年房地产建造的实际需求低于房地产开发数据的表现，这也与新开工数据滑落的趋势相匹配。

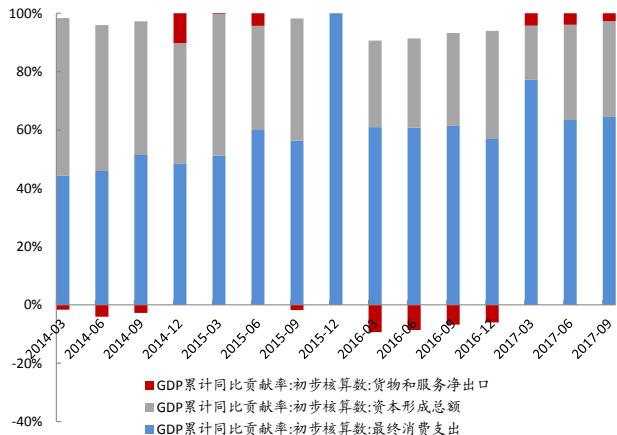
回顾2017年的房地产市场，政策背景为调控政策不放松叠加长效机制密集出台，地产销售面积同比增速高位下滑。2018年有两个现象值得注意，一方面从传统销售周期来看，商品房销售面积峰值已经确定结束，30大中城市商品房成交面积全年弱于2016年，2018年销售面积处于低位是大概率事件。另一方面，10大城市经过两年去化，可售面积已经回落到偏低位置，叠加地产企业土地购置数据，不排除2018年有补库存的需求，同时北京上海等集体建设用地建设租赁住房试点开启，料对新开工有明显增量拉动，开工回升的可能性较大。因此如果按照房地产开发投资口径，2018年拿地水平下滑，不排除房地产数据走低，但是如果按照固定资产口径，实际需求或在2017年较低的水平企稳，甚至有所回升。

图表 1: 各产业对 GDP 累计贡献度持平前值


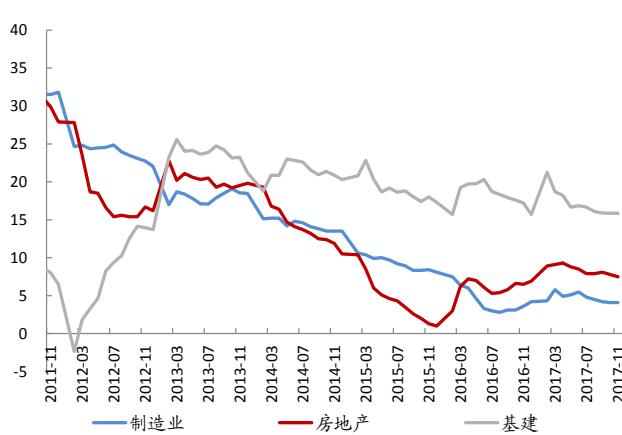
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 2: 第三产业贡献度上升主要由交运拉动


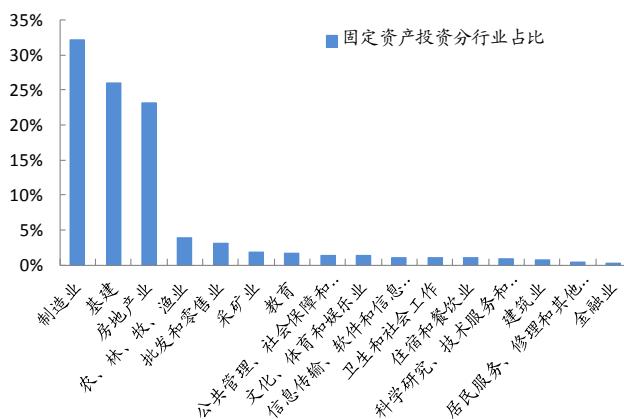
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 3: 净出口对 GDP 贡献回正


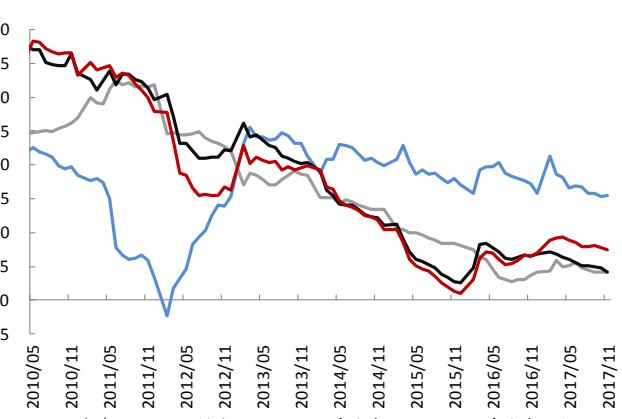
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 4: 房地产开发投资好于预期


来源: Wind, 东兴期货研发中心

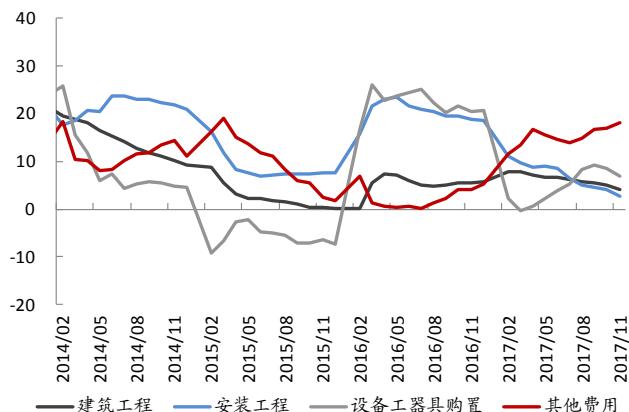
图表 5: 固定资产投资分行业占比


来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 6: 固投口径房地产业明显下滑


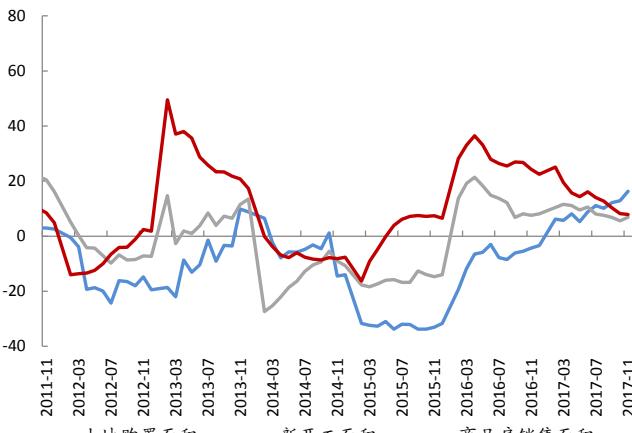
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 7: 房地产开发口径土地购置金额明显回升



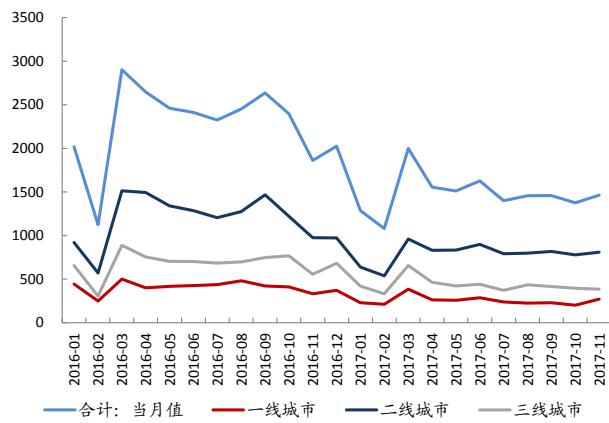
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 8: 房地产开发口径土地购置面积明显回升



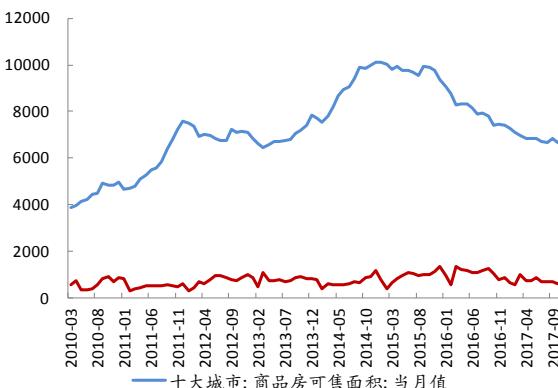
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 9: 30 大城市商品房成交面积弱企稳



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 10: 十大城市商品房可售面积企稳



来源: Wind, 东兴期货研发中心

二、经济基本面：预计出口改善可持续，消费升级仍在酝酿期

消费与净出口年内均对经济增长有良好贡献，消费端对GDP的贡献基本持平前值，整体维持10%以上增速，净出口尽管占比较低，但是贡献度回正，对经济增长有增量推动作用。

具体来看，进出口数据走强，得益于三方面作用，一是全球经济复苏，数据显示，欧美日本等国家进出口金额累计同比都于今年转正并保持平稳正增长。二是2016年人民币贬值，三季度人民币汇率的低谷期，对出口的利好作用集中释放。目前来看，制造业PMI的新出口订单保持扩张，显示外需保持强劲态势，料上半年全球经济料复苏保持。尽管人民币目前趋势性走强，但汇率因素压制有一定滞后性，料上半年出口仍将保持强劲。

社会消费品2017年结构出现了一些积极变化，网上零售额增速以及占比均进一步扩大。11月社会消费品累计同比增速10.2%，网上商品和服务零售额增速为32.4%，实物商品网销占总消费的比重进一步上升至14.8%。网上零售对于经济增长带来的贡献主要体现在物流方面，涉及两大类细分行业，一是交通运输、仓储和邮政业，二是批发和零售业，这两项在上半年对于GDP的总贡献为16.1%，比去年高2.2%。数据相互印证，可以判断消费内部发生了比较明显的变化，网络消费的高速增长成为支撑经济回暖的一大亮点。

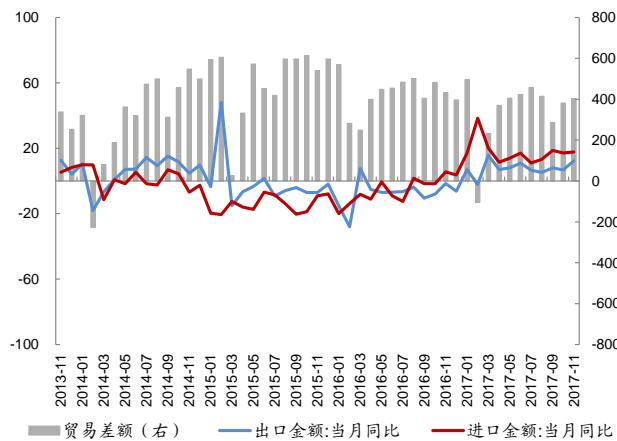
分行业来看，主要的四个消费的细分项分别为粮油食品饮料烟酒类、服装鞋帽纺织品类、石油及制品类和汽车类。其中汽车类消费比重最大在四个细分项中所占比重最大，波动也最为显著。因此，1-4月限售以上企业商品零

售总额下滑主要是受到汽车类消费下滑的拖累，而后续回升也是受到汽车类消费上涨的提振。当前，汽车类消费占限额以上企业商品零售总额比重约为 27.6%。

但从历史数据对比来看，汽车类、粮油食品饮料烟酒类、建筑及装潢材料类以及书报杂志类的同比增速明显不及去年，而服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、石油制品类和通讯器材类同比增速较上一年有明显上涨。原因在于 2017 年汽车销售增速与房地产销售增速均持续下滑，对相关消费形成了一定压制。与数据相对应，汽车类消费和房地产相关消费占消费比重较大的两项 2017 年同比增速均不及去年，是拖累消费的主要因素。

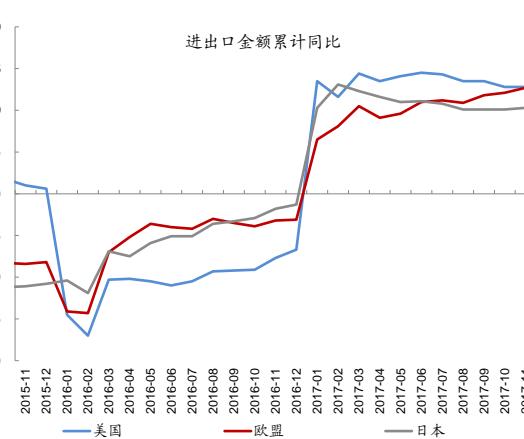
2018 年整体消费难有爆发性增长，权重较高的两大种类中，地产相关消费受销量拖累预计难有明显起色，汽车消费政策因素多空交织，新能源接下来 3 年继续免购置税同时燃油车购置税上升，政策上明显向新能源倾斜，但是目前新能源车销量仅占全部销量的 4%（中汽协数据），对汽车销量整体拉动作用有限。中长期来讲，传统消费支出放缓，新兴消费支出逐渐增加将成为未来消费升级的发展趋势。

图表 11：进出口同比双双回正



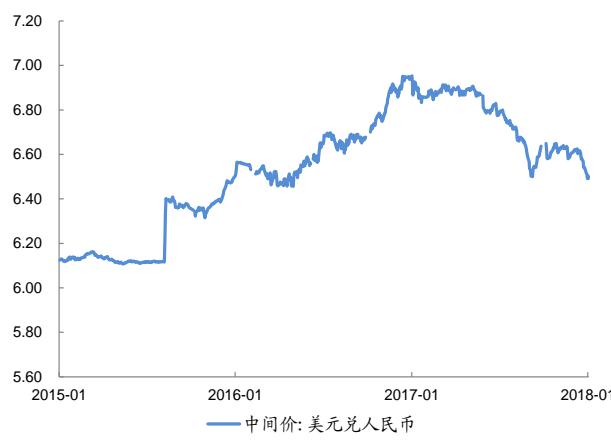
来源：Wind, 东兴期货研发中心

图表 12：对欧美日进出口金额累计同比保持正增长



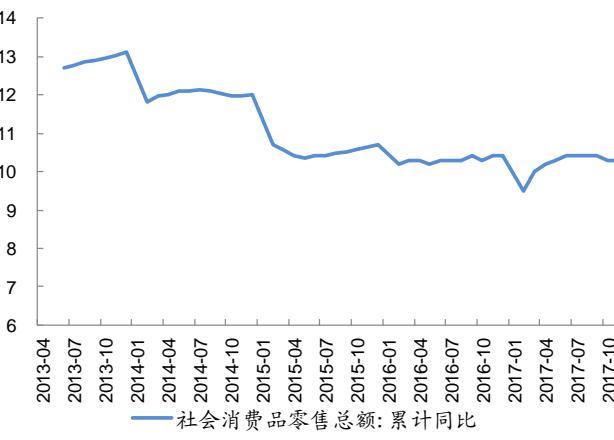
来源：Wind, 东兴期货研发中心

图表 13：人民币汇率走强



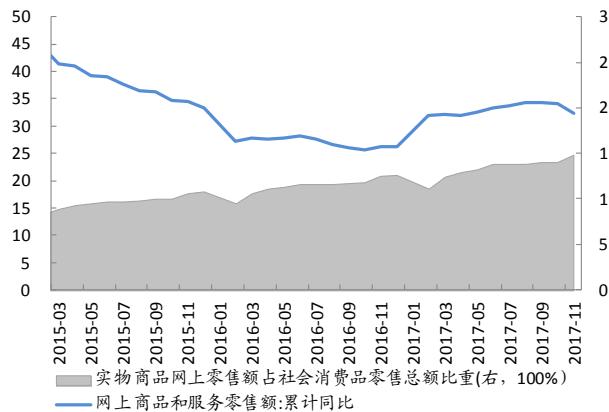
来源：Wind, 东兴期货研发中心

图表 14：社会消费品零售保持稳健



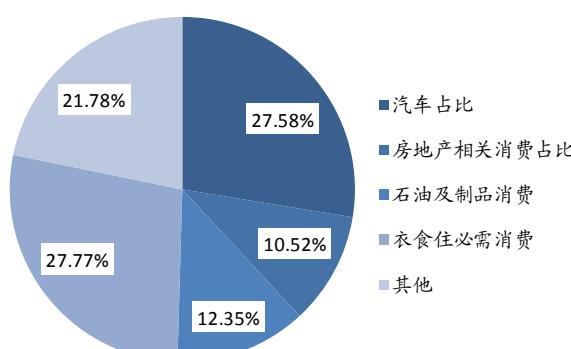
来源：Wind, 东兴期货研发中心

图表 15: 网上零售额占比继续上升



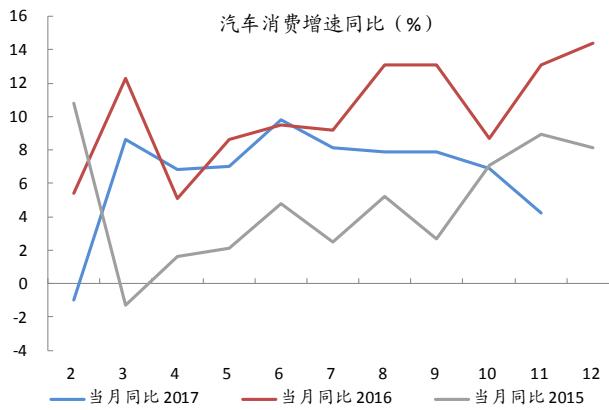
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 16: 社会消费品分类



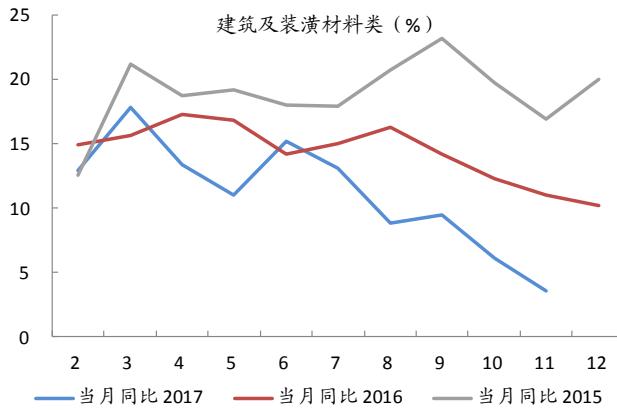
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 17: 2017 年汽车消费增速滑落



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 18: 2017 年地产相关消费增速滑落



来源: Wind, 东兴期货研发中心

三、工业企业：出厂价高位回落，工业企业利润缓慢下行或延续

2017 年工业运行的高峰出现在年中，年末虽然制造业 PMI 持续保持扩张，但工业增加值、PPI 以及工业企业利润均从高位回落。

四季度制造业保持景气度，12 月 PMI 维持高位，分项中内需依旧是主导，新订单保持强劲，外需也不断增强。从企业规模看，本轮保持扩张以大型企业为主要支撑，PMI 持续位于扩张区间，中型企业 PMI 在临界点上下徘徊，小型企业一度上升至扩张区间后又重返收缩阶段。11 月规模以上工业企业利润累计同比增长 21.9%，工业企业利润以及毛利增速自年初高位缓慢下行。11 月主营业务收入累计同比增长 11.4%，主营业务成本累计同比增长 11.1%，收入大于成本增速，盈利可持续增长。

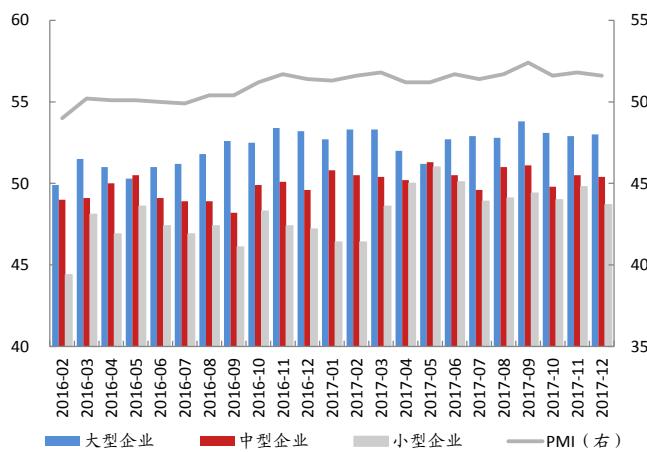
工业品出厂价指数方面，PPI 仍处于高位，但前期基数效应逐渐消退。11 月 PPI 环比上涨 0.5%，较上月回落 0.2%；同比上涨 5.8%，较前值回落 1.1%。分行业来看，石油和天然气开采、黑色金属冶炼和压延加工价格环比涨幅扩大，分别上涨 6.2% 和 0.5%；同比涨幅扩大的有石油和天然气开采业，上涨 20.3%，比上月扩大 3.8%。五大行业合计影响 PPI 同比上涨约 3.27 个百分点，占总涨幅的 56.4%。随着翘尾因素逐渐减弱与基数效应的影响，预计出产价格会持续下滑，致使工业企业利润下行，但部分韧性较强的工业企业或能保持利润增速。

选取前十大工业行业测算，下半年保持毛利和利润同比连续两个月回升的行业逐渐减少。利润始终保持景气的

行业主要为黑色金属冶炼和压延加工业，四季度计算机、通信等电子设备制造业利润总额也持续回升，但是前十大工业行业毛利同比增速均较10月出现下滑，且农副食品加工业毛利同比增速转负。数据中没有发现企业利润从上游往中下游传导的迹象，这意味着2018年一二季度工业企业利润放缓或延续。

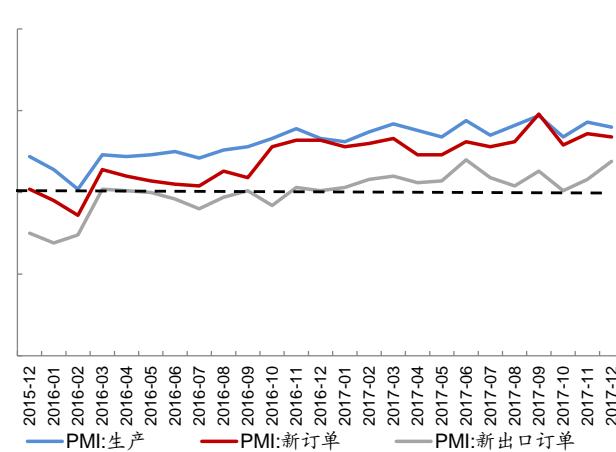
本轮经济回暖的一个特殊现象是供给侧改革的大背景下全社会保持低库存运行，当前产成品库存累计同比增速连续12个月为正。但是对比2012年利润修复引起的2014年补库存周期来看，本轮工业企业利润总额回升的力度更大，库存恢复的水平却远不及2012年。参照制造业PMI调查数据来看，原材料与产成品库存也始终都处于萎缩区间。2018年，工业企业运行能否回暖，核心在于上游企业利润能否逐渐向下游传导，全行业盈利能否持续回升，而不是仅仅局限于上游产业。目前尚未看到企业利润从上游往中下游传导的迹象，预计2018年上半年工业企业利润放缓趋势或延续。

图表 19：制造业持续处于扩张区间



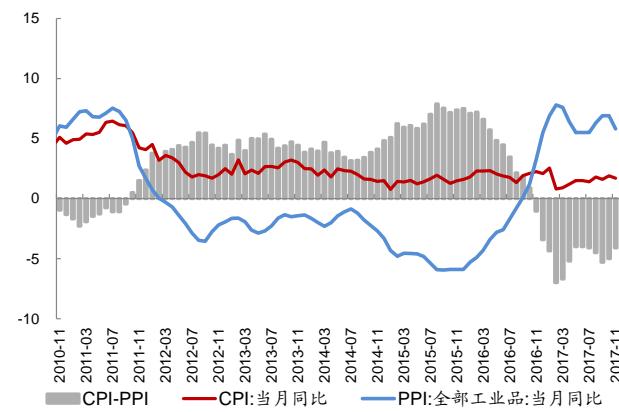
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 20：PMI 新订单显示内外需保持扩张



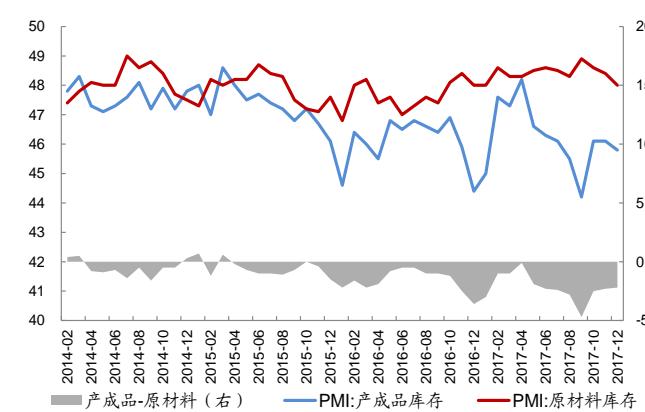
来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 21：CPI、PPI 剪刀差缩窄

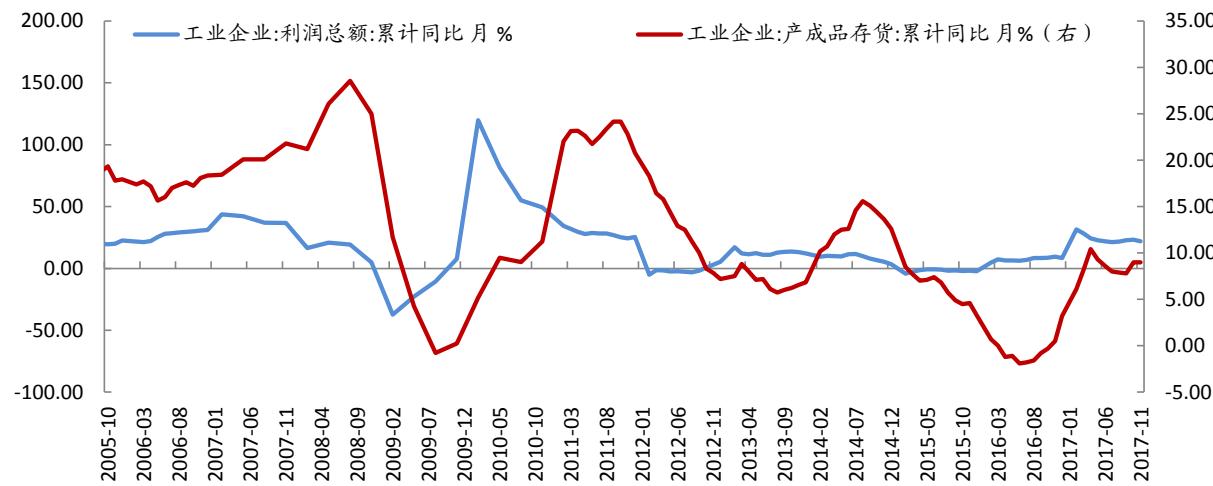


来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 22：产成品与原材料库存回落



来源：Wind，东兴期货研发中心

图表 23: 产成品库存重建力度不及 2014 年


来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 24: 工业企业利润增速放缓

7月工业企业利润				
行业	毛利同比为正	毛利同比连续2个月回升	利润总额同比为正	利润总额同比连续2个月回升
计算机、通信和其他电子设备制造业	✓		✓	
化学原料及化学制品制造业	✓		✓	
汽车制造	✓		✓	✓
电气机械及器材制造业	✓	✓	✓	
农副食品加工业	✓		✓	
黑色金属冶炼及压延加工业	✓		✓	✓
非金属矿物制品业	✓		✓	
有色金属冶炼及压延加工业	✓		✓	
通用设备制造业	✓		✓	
医药制造业	✓		✓	✓

9月工业企业利润				
行业	毛利同比为正	毛利同比连续2个月回升	利润总额同比为正	利润总额同比连续2个月回升
计算机、通信和其他电子设备制造业	✓		✓	✓
化学原料及化学制品制造业	✓		✓	✓
汽车制造	✓		✓	
电气机械及器材制造业	✓	✓	✓	
农副食品加工业	✓		✓	
黑色金属冶炼及压延加工业	✓	✓	✓	✓
非金属矿物制品业	✓		✓	
有色金属冶炼及压延加工业	✓		✓	
通用设备制造业	✓		✓	
医药制造业	✓		✓	

11月工业企业利润				
行业	毛利同比为正	毛利同比连续2个月回升	利润总额同比为正	利润总额同比连续2个月回升
计算机、通信和其他电子设备制造业	✓		✓	✓
化学原料及化学制品制造业	✓		✓	
汽车制造	✓		✓	
电气机械及器材制造业	✓		✓	
农副食品加工业			✓	
黑色金属冶炼及压延加工业	✓		✓	✓
非金属矿物制品业	✓		✓	
有色金属冶炼及压延加工业	✓		✓	
通用设备制造业	✓		✓	
医药制造业	✓		✓	

来源: Wind, 东兴期货研发中心

四、财政政策：广义财政支出有望继续扩容

2017年初预算内财政赤字率政策目标为3%，持平2016年，金额为2.38万亿元。从实际支出情况来看，除了上半年尤其是二季度财政积极投放以外，其他季度预算内支出力度均弱于2016年，固定资产投资中预算内资金增速也明显低于前两年。虽然财政预算执行力度平平，但是从财政部其他政策来看，对于投资的支撑却表现十分积极。广义财政方式扩容，形式丰富，包括政府和社会资本合作（即PPP模式）、政策性银行专项贷款、专项基金、地方债置换以及专项债等等，资金投向涉及基建投资、棚改项目、河北雄安新区建设等。对成熟、可测的财政方式进行梳理发现，2018年广义财政支出有望进一步支撑投资需求。

1、政府和社会资本合作（即PPP模式）项目落地率进一步上升

PPP模式是地方政府缓解财政压力的重要手段，经过2015、2016年的摸索，该模式在2017年加速落地，政策层面PPP立法以及PPP证券化都取得了实质性进展。截止至2017年9月，全国入库项目合计14220个，累计投资额17.8万亿元。其中，完成审核纳入管理库的投资额为10.1万亿元；处于识别阶段，尚未完成审核的储备项目，投资额为7.7万亿元。管理库项目中，落地率35.2%，投资额4.1万亿元，已开工项目占落地项目的38.3%。涉及领域包括，能源、交通、水利、环保、市政、农业、旅游、医疗卫生、教育、文化、体育等。

从政策引导的角度，PPP示范项目是整体项目库的领头羊，质量以及落地率都高于整体水平。2014年至今，财政部共推出了三批总计2.01万亿元的政府和社会资本合作PPP示范项目。目前，前两批示范项目2017年3月已100%落地，第三批示范项目落地率75.6%。2014年第一批22个（最初为30个，陆续调出8个），总投资714亿元；2015年第二批162个（最初为206个，陆续调出44个），总投资4,861亿元；2016年第三批513个（最初为516个，陆续调出3个），总投资11,943亿元。截至9月末，示范项目落地投资额14,741亿元，落地率82.1%，环比增加11%，呈明显增长趋势。

基建是PPP模式最主要的承接项目，按照最新的项目投资额累计数，纯基建项目，包括交通运输、市政项目、水利建设以及政府基础设施占总投资额的62.5%。若进一步加上保障性安居工程，占比高达67%。根据全国PPP综合信息平台项目库最新季报，2017年前8月累计PPP落地项目投资额占同期固定资产投资之比为3.9%，如果按照固定资产投资额以及PPP中基建的比重（67%）保守计算，PPP模式在整体基建投资中占比9.7%，极大的缓解了表内财政预算的压力，对基建（含电力、热力、燃气及水生产和供应业）全年维持15%以上增速做出了贡献。

2018年值得思考的问题是PPP模式的推广会不会受到监管趋严的压制。2017年二季度起，多部委对PPP融资加强了监管力度，财政部6月发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（87号文），11月发布《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（92号文），国资委11月发布《关于加强中央企业PPP业务风险管控的通知》。这一系列文件旨在对PPP存量和增量作出规范，降低地方变相举债风险，与中央经济工作会议防范风险的大方向一致。消息显示，2017年11月起，各银行对PPP项目态度确实有谨慎迹象，比较极端的情况是个别银行目前已全面暂停包括资本金融资和项目贷款在内的所有PPP融资业务，进行全面的风险排查，暂停期或延续至2018年3月。地方层面也有大型银行表示暂停新项目审批，等3月份PPP项目审查完再重启。

监管层主动对PPP融资降温，引起市场对于后期PPP支撑基建力度的揣测，不过从财政部对于新一批示范项目的推进力度以及四季度实际PPP数据来看，PPP模式即便节奏放缓，中期落地情况也依旧不会受到太明显的影响。一方面，2017年7月第四批示范项目开始申报筛选，申报规模与第三批比，每个省从50个增加到60个，进一步增长，业内初步预计入选示范项目个数在750个，投资规模料超过15000亿元，新项目未来支撑基建没有太大难度。第四批申报条件较前三批严格，对前期工作的深度要求较高，如果严格执行，那么这一规定实际上有助于加快成形的示范项目落地。另外与前三批示范项目相比，特别提出行业破冰，增加了农业、消费安全和商贸基础设施等领域，应用范围也有所扩大。另一方面，从四季度最新的数据来看，10月PPP项目的总投资额有所放缓，但是落地投资额以及落地率却保持上升，9月示范项目的落地投资额也有较大幅度提升。从固定资产投资额的角度，起到实际影响的落地项目并没有受到明显的冲击。

图表 25: 预算内财政赤字率维持在 3%



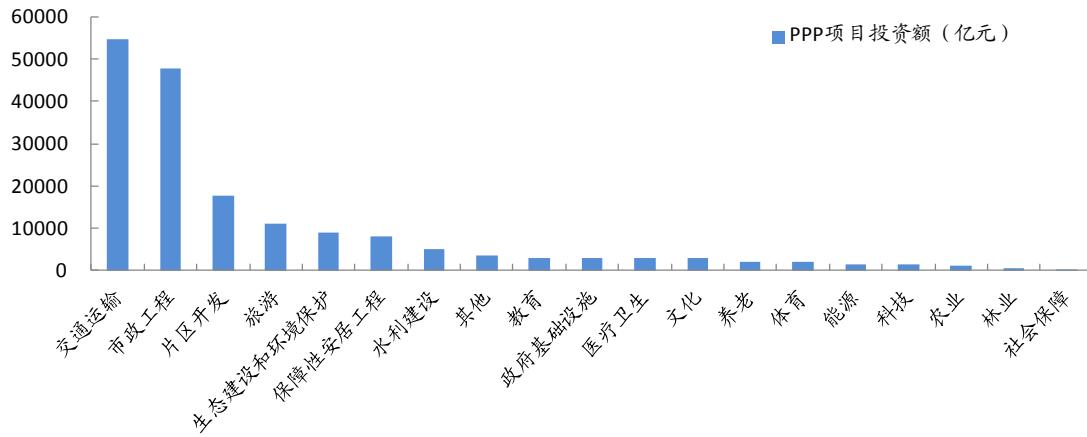
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 26: 公共财政支出前高后低



来源: Wind, 东兴期货研发中心

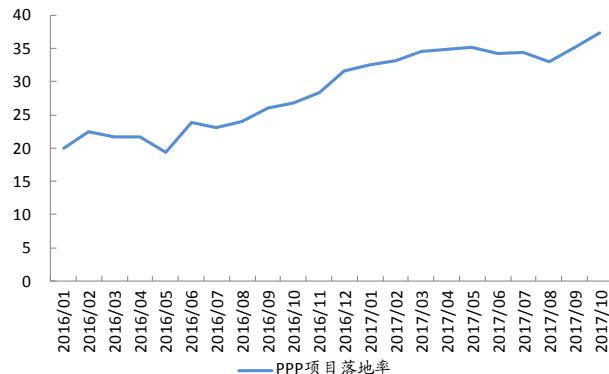
图表 27: 基建占比 PPP 项目投资额近七成



来源: Wind, 东兴期货研发中心

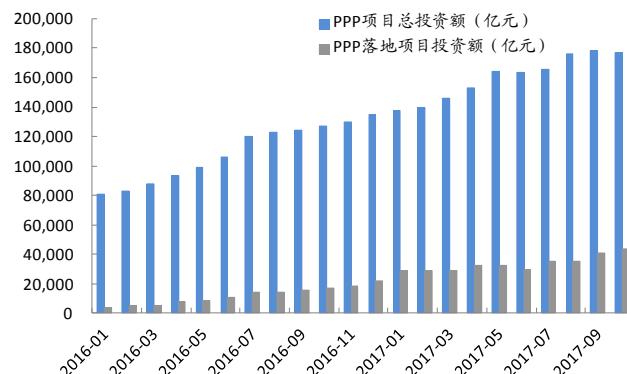
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 28: 四季度 PPP 项目落地率进一步上升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 29: PPP 项目落地投资额稳步上升



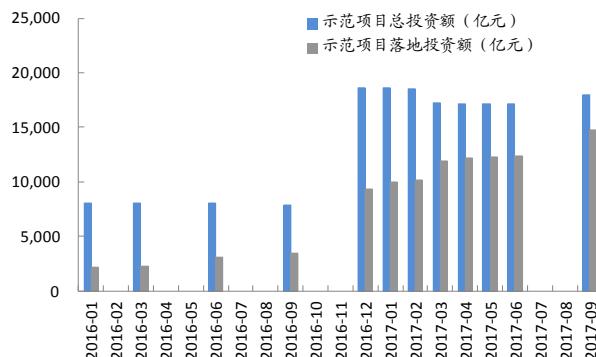
来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 30: 第四批示范项目开始筛选

日期	批次	项目总个数	投资总金额
2014/12/4	第一批	30	1800 亿
2015/9/25	第二批	206	6589 亿
2016/10/11	第三批	516	11708 亿
2017/7 开始申报筛选	第四批	750 (估)	15000 亿 (估)

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 31: 示范项目落地投资额稳步上升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图表 32: 示范项目落地率稳步上升



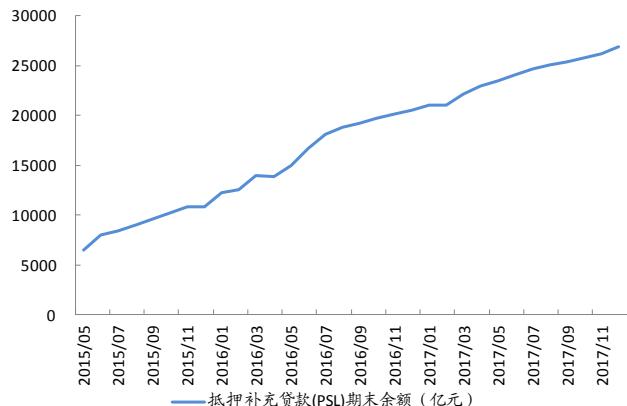
来源: Wind, 东兴期货研发中心

2、PSL 助力政策性银行

2014 年以来，央行通过抵押补充贷款（PSL）持续向政策性银行投放资金，以支持基础设施建设。截止到 2017 年 12 月，央行对三大政策性银行投放的 PSL 存量规模合计达到 2.7 万亿元，当年净增量 6000 亿元。尽管央行 2016 年以后就没有公布 PSL 实际利率，但是从历史利率推测，目前 PSL 利率应在低于 3% 的水平，远低于市场平均贷款利率，这些低息贷款对基建以及房地产市场建设均起到了不可小觑的作用。

以国开行为例，国开行长期支持基础设施、基础产业和支柱产业建设，为大型基建项目和国家战略性及重点扶持产业提供中长期低息贷款。根据三大政策性银行贷款余额占比，估计该行有接近 2 万亿元的 PSL 存量规模。根据国开行数据，发现这些金额的流向重点包括河北和棚改安置，截至 2017 年 9 月，国家开发银行在京津冀地区发放贷款 1.8 万亿元，本外币贷款余额 1.04 万亿元，重点支持了雄安新区建设、北京城市副中心、北京新机场等重点项目，成为推动京津冀协同发展强有力金融“引擎”。截至 2017 年 6 月，该行累计发放棚改贷款超 3 万亿元，贷款余额 2.46 万亿元。根据住建部最新的消息，2018 年新一轮棚改工作将改造各类棚户区 580 万套，数据略低于 2017 年的实际开工量 609 万套，但是普遍高于机构四季度预测的 500 万套。

图表 33: 央行借道 PSL 进行政策性投放



来源: Wind, 东兴期货研发中心

五、总结与展望：二八分化尚未结束

2017年供给侧改革贯穿全年，全社会积极去杠杆。年末的中央经济工作会议释放出了重要的政策信号。第一，2018年将是围绕高质量发展，深化供给侧结构性改革的一年，有别于去年提出的“三去一补一降”，意味着决策层对当前去产能去库存的进展予以肯定。第二，将继续保持稳中求进的工作主基调，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策助力高质量发展，这意味着广义财政政策扩容的方向不会发生改变。第三，明确提出要推动国有资本做强做优做大，完善国企国资改革方案，加快转变国有资产监管机构职能，推动国有企业完善现代企业制度，这意味着国有企业将延续传统行业的竞争优势，估值下行的风险远低于非国有企业。

2018年初，金融监管力度依旧没有明显放松，预计全年金融对经济增长的贡献度维持在底部。从经济分项来看，上半年进出口料保持正贡献，人民币汇率的负面压制或在下半年逐步体现。消费端受到地产以及汽车相关消费影响，或难有超预期表现，消费升级尚处于酝酿期。投资端基建料不弱于2017年，地产新开工或有亮点，建议关注固定资产投资项口径的房地产数据。

基于以上宏观因素，对二级市场权益类估值三要素逐一进行分析。首先是无风险利率，目前国内货币政策不会明确切换到加息周期，但是金融机构一般贷款的加权平均利率明显从底部回升，长端利率明显走高，叠加2018年美联储加息周期，利率维持在高位是大概率事件。现金流充足的企业，更利于抵抗融资成本上升带来的再生产压力。（货币政策可参考宏观组利率年报）第二是企业盈利，本轮供给侧改革支撑支柱型行业盈利回升，虽然当前盈利增长放缓，但是国有企业优势大概率可持续。第三是市场预期，从近期银监会密集公布的政策来看，金融监管常态化趋严，资金对于风险的追逐会大概率延续2017年风格，上半年整体保持谨慎。

综合判断，2018年无风险利率料维持在高位，无论从政策还是企业盈利的角度，二八分化都尚未结束。

附录 1: 利率决议及全球风险事件时间表 (当地时间)

日期	数据及事件	日期	国家	事件
01-25	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话	2018-01	芬兰	芬兰总统选举
01-30	美联储利率决议	2018-01	瑞士	冬季达沃斯论坛
03-08	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话	2018-02	美国	美联储主席耶伦任期期满换届
03-20	美联储利率决议, 主席讲话	2018-03	中国	第十三届全国政协会议/人大会议
04-26	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话	2018-03	欧洲	欧盟首脑会议
05-01	美联储利率决议	2018-03	俄罗斯	俄罗斯大选
06-14	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话	2018-03	意大利	意大利大选
06-12	美联储利率决议, 主席讲话	2018-03	美国	美国中期选举准备
07-26	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话	2018-04	美国	国际货币基金组织与世界银行春季年会
07-31	美联储利率决议	2018-06	加拿大	G7 峰会
09-13	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话	2018-06	中国	上海合作组织 2018 年峰会
09-25	美联储利率决议, 主席讲话	2018-08	美国	杰克逊霍尔全球央行年会
10-25	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话	2018-09	瑞典	瑞典大选
11-07	美联储利率决议	2018-10	美国	国际货币基金组织与世界银行秋季年会
12-13	欧洲央行利率决定, 德拉基讲话	2018-10	巴西	巴西大选
12-18	美联储利率决议, 主席讲话	2018-10	英国	英国脱欧谈判
		2018-11	泰国	泰国大选
		2018-11	法国	新喀里多尼亚独立公投
		2018-11	阿根廷	G20 峰会
		2018-11	美国	中期选举
		2018-11	中国	十九届三中全会
		2018-12	中国	改革开放 40 周年
		2018-12	中国	中央经济工作会议

附录 2: 中国数据时间表 (或有微调)

序号	内容	日期	公布机构
1	国民经济运行情况新闻发布会	01-18/03-14/04-17/05-15/06-14/07-16/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
2	2017 年国民经济和社会发展统计公报	02-28	国家统计局
3	季度主要行业增加值初步核算报告	01-19/04-18/07-17/10-20	国家统计局
4	中国采购经理指数月度报告 (中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数月度报告)	01-31/02-28/03-31/04-30/05-31/06-30/07-31/08-31/09-30/10-31/11-30/12-31	财新与 Markit 公司

5	居民消费价格指数月度报告 (CPI)	01-10/02-09/03-09/04-11/05-10/06-09/07-10/08-09/09-10/10-16/11-09/12-09	国家统计局
6	工业生产者价格指数月度报告 (PPI)	01-10/02-09/03-09/04-11/05-10/06-09/07-10/08-09/09-10/10-16/11-09/12-09	国家统计局
7	规模以上工业生产月度报告	01-18/03-14/04-17/05-15/06-14/07-16/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
8	固定资产投资(不含农户)	01-18/03-14/04-17/05-15/06-14/07-16/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
9	民间固定资产投资	01-18/03-14/04-17/05-15/06-14/07-16/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
10	房地产投资和销售情况	01-18/03-14/04-17/05-15/06-14/07-16/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
11	社会消费品零售总额	01-18/03-14/04-17/05-15/06-14/07-16/08-14/09-14/10-19/11-14/12-14	国家统计局
12	70个大中城市住宅销售价格月度报告	01-18/02-24/03-19/04-18/05-16/06-15/07-17/08-15/09-15/10-20/11-15/12-15	国家统计局
13	工业经济效益月度报告	除1月26日公布外，其余每月27日(2月不公布)	国家统计局
14	货币供应量及社会融资规模统计	每月中旬公布，具体需参考《2018年金融统计数据公布时间表》(目前尚未公布)	央行
15	进出口贸易帐	01-12/02-08/03-08/04-13/05-08/06-08/07-13/08-08/09-08/10-12/11-08/12-08	海关总署
16	规模以上文化及相关产业生产经营	01-31/04-30/7-31/10-31	国家统计局

附录 3: 美国数据时间表 (或有微调)

类别	内容	公布时间	公布机构
各项领先指标	月度采购经理人指数	每月最后一个工作日	芝加哥联储
	月度非制造业指数	每月第三个星期一	美国供应管理协会 (ISM)
	月度制造业指数	每月第一个工作日	美国供应管理协会 (ISM)
	月度制造业 PMI 初值	每月第四周	Markit
	月度制造业 PMI 终值	次月1日	Markit
	周度领先指标	每周五	美国经济周期研究所 (ECRI)
	月度消费者信心指数	每月最后一周的周二	咨商会
	月度消费者信心指数初值/终值	每月第二周周五/第四周周五	密西根大学
	月度房屋开工/营建许可	报告当月结束后第四周	美国商务部
GDP及经济	褐皮书	每次美联储会议前两周的周三	美联储

展望	季度国内生产总值(GDP)初值	每年1、4、7和10月第四周的周五	美国商务部
	季度国内生产总值(GDP)终值	每年3、6、9和12月第四周的周四	美国商务部
就业	月度非农就业人口/失业率	每月第一周周五	美国劳工部
	周度初请失业金	每周四	美国劳工部
房地产	月度营建支出	每月第一个工作日	美国商务部
	月度10座及20座大城市房价指数	每月最后一周	标准普尔(S&P)与Case Shiller
	月度房屋市场指数	每月中旬	全美住宅建筑商协会(NAHB)
	月度新屋销售	报告当月结束后第四周	美国商务部
	月度成屋销售	报告当月结束后4-5周	全美不动产协会(NAR)
物价指数	月度生产者物价指数(PPI)	每月第二周	美国劳工部
	月度消费者物价指数(CPI)	每月第二至三周	美国劳工部
消费	月度个人收入/支出	报告月结束后第四周	美国商务部
	月度消费信贷	报告月份结束后5-6周	美联储
	月度零售销售	每月第二周	美国商务部
	月度贸易帐	每月第二周	美国商务部
货币及财政	周度货币供给	每周四	美联储(FED)
	周度外国央行持有美债数量	每周四	美联储(FED)
	月度国际资本流动	每月15日	美国财政部
	月度预算报告	每月第8个交易日	美国财政部
	月度工业生产/产能利用率	每月15日	美联储
制造业	月度耐用品订单初值	报告月份结束后3-4周	美国商务部
	月度耐用品订单终值	报告月份结束后第二月的第一周	美国商务部
	月度批发库存	每月结束后第六周	美国商务部
	月度企业库存/销售额	每月结束后的第六周	美国商务部

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。