

七问2017年中国经济

2017年即将到来，有人说2017年将会是全球经济峰回路转的一年，也有人说2017年将会给我们带来更多意想不到的“黑天鹅”。无论如何，我们经历了2016年的英国公投“脱欧”、美国总统选举，也观察到了大宗商品价格的集体攀升、部分发达经济体迎来触底反弹。前瞻地看，面对纷繁复杂的局势，对于2017年我们有如下七个问题：中国经济增长将会如何，美国新任总统特朗普上台将会给中国经济带来什么影响，人民币汇率将去向何方，国内会真的再通胀吗，资产价格泡沫能否得到控制，明年供给侧改革的侧重点在哪，资本市场新方位将如何。本文立足于全球经济的视野，部分依靠我们的量化预测模型，对以上七个问题进行初步的探讨，力图勾勒出2017年中国经济、资本市场的初步轮廓。

第一问：中国经济稳增长将会如何？影响中国经济周期性波动的核心变量依旧是投资和出口，两者对GDP增速的弹性分别为0.19和0.22。其中，房地产投资是对波动率贡献最大的变量之一。从总需求看，按照我们的房地产投资预测模型，房地产销售大约领先房地产投资两个季度，同时考虑到目前的房地产库存情况，2017年前两个季度，房地产投资增速可能将从目前的6.5%逐步下降至1%左右。房地产投资式微对经济增长的压力，可能由更为积极的财政政策（超预期预算内和预算外财政支出）和基建投资承担。按照我们的测算，如果需要完全承担房地产投资下滑的压力，2017年基建投资增速有望从目前的17.2%上升至22%左右。出口方面，虽然受到近期发达经济体需求回暖的影响可能有所上升，但未来可能抬头的贸易保护主义和仍然较高的人民币实际有效汇率，将会压制中国出口的表现。从库存的角度看，未来两个季度工业品库存可能随着工业名义利润率的抬升而有所提高，但考虑到未来总需求依然不会超预期强劲，因此持续加库存的趋势难以形成。综上所述，从总需求和库存角度看，2017年中国经济可能在6.6%附近，其中，基建投资可能会超预期，出口短期也有回暖的迹象。

第二问：美国新任总统特朗普上台将会给中国经济带来什么影响？2017年特朗普就任美国总统可能采取“宽财政+略紧货币”，美国经济可能表现为：“经济上行+再通胀”。按照我们的测算，美国的减税和增加基建投资等一系列政策如果得以贯彻，将使美国基建投资从目前2.8%的同比增速显著攀升至5.6%，美国经济也可能进一步企稳回升。从美国经济提振来说，可能对中国出口部门有一定的利好。但是，特朗普上台之后可能推动的贸易保护主义等措施可能压制我国出口的表现。另外，一些国际市场定价的大宗商品，比如石油、部分有色金属等价格可能受到美国经济提振的影响具有上行压力，也会给中国带来输入性通胀的压力。

第三问：人民币汇率将去向何方？人民币并不具备大幅贬值基础，中长期看主要由三个方面的因素决定。第一，从经济基本面来看，人民币汇率失衡程度在2005年汇改之后已经缩小，目前人民币汇率水平与均衡汇率水平相比非常接近，不宜过分夸大贬值压力。综合考虑国内外部门的相对基本面情况（DSGE模型），人民币面临的贬值压力比较温和。第二，从利率平价的角度来讲，人民币汇率也不具备大幅贬值基础。第三，从居民资产负债表来看，中国居民资产负债表里的海外资产占比不到2%。但是从个别发达的东亚经济体来看，居民海外资产配置份额达到15%到20%。随着我国居民收入的不断提高和资产配置需求的升级，往海外配置资产的愿望和需求也在不断放大，这方面可能继续给人民币贬值施加压力。短期而言，受到我国经济增长周期性因素、海外经济增长预期和过于强势的美元指数的影响，人民币有一定的贬值压力。

第四问：国内会真的再通胀吗？我们构建了领先两个季度的通胀预测模型，主要依靠以下四个变量对通胀进行预测：产出缺口、流入实体经济的真实货币量、通胀预期、供给冲击（成本冲击）。按照我们的模型预测结果，2017年前两个季度，CPI同比增长可能突破2.5%，PPI可能突破5%。因此，至少从未来两个季度看，通胀的压力将持续存在。如果看2017年全年，脱离预测模型的理性推测看，因为我们

预判 2017 年下半年经济增速未必会被房地产投资下行拖累（基建投资发力等），所以 2017 年全年的通胀存在超预期的可能，过了二季度未必会迅速下行。

第五问：资产价格泡沫能否得到控制？中国经济在 2014 年以后，出现了实体经济投资回报率持续低于融资成本的重要变化。这一重要变化使得经济可能陷入“**庞氏增长**”，进而形成资产泡沫。具体而言，一、二线城市房地产泡沫，新兴金融业态（P2P，互联网金融等）泡沫等都是当前中国资产泡沫的显著表现。我们认为，从金融监管角度，2017 年可能从分业监管向综合统一监管转变，以打通各类金融市场之间的藩篱，实时掌握金融市场运行的情况。事中各个监管机构之间互相配合，积极协调，共同应对风险，由货币当局提供信用支持和流动性，为金融稳定保驾护航。

第六问：明年供给侧改革的侧重点在哪？2016 年供给侧改革的侧重点主要在于“去产能”。其中，煤炭钢铁去产能一年目标提前且超额完成。但是，“去杠杆”完成得却并不明显。按照我们的动态方程模拟，如果对我国杠杆率不加以有效控制，整体杠杆率水平将从 2015 年底的 249%攀升至 2020 年的 325%。前瞻地看，2017 年的供给侧改革重点就可能在于“去杠杆”，特别是资金频繁炒作、存在资产泡沫领域的杠杆。应对潜在的金融风险 and 维持金融稳定也成为改革的重点。银行等金融机构的坏账可能通过“债转股”、“投贷联动”等措施，得到更为妥善的处理。保险、券商、公募基金和私募基金等金融机构的资金炒作行为可能将被进一步规范，其潜在的金融风险也会分别进行相应的防范。

第七问：资本市场新方位在何处？就股市而言，无风险利率上升阶段，股价更多为名义盈利改善推动。我们认为，2017 年股市机会可能集中在基建、银行、大众消费、军工等行业。债券市场，特别是利率债将受到通胀上行的压力。大宗商品特别是受国内影响加大的基本金属，价格可能为区间波动，因为需求侧没有 2016 年强，供给侧没有 2016 年紧。黄金具有一定的避险功能，可能在 2017 年具有一定的投资价值。整体而言，2017 年国内资本市场需要找到自身的新方位，简言之，避免炒作、依靠扎实的增长和基本面。