

▶ 年报 · 宏观

夕岚拥我刷山新，烟波抚江愁人静

——经济初升仍需努力再造金融市场磨合之 2018 年

倍特期货 · 研究发展中心

2017 年 12 月 22 日

经济初升仍需努力再造金融市场磨合之2018年。

相关报告：

《阵雁抹霞湛蓝稀，长城入锦云天齐》

——宏观需求基建结构启动微观创新发力之2017年

《西风贱趣东谷疑，寇埋桂陵横秦起》
——宏观问题清晰待解缓慢微观凸显混战之 2016 年

分析师：李明

从业资格号：F0275445

QQ：1034557480

要点：

- ◆ 经济、通胀
- ◆ 货币、财政
- ◆ 金融、市场
- ◆ 国际、政治
- ◆ 国际、收支

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

一、经济

2017年，中国经济取得了经济结构调整战略的更多成效，并且GDP增速适度超出了预期，无论从经济可持续增长的质量还是从增速数量角度看，均是近年来表现较好的一年。中国金融体系也在2017年给予了基本合理的市场反映；世界经济的表现也如我们去年底给出的合理回升预期那样，出现企稳和总体增速反弹。其中，按IMF、世行、联合国等国际机构评估，发展中经济体出现有史以来最为普遍的经济增速反弹局面——GDP增速加快或者从负增长转为正增长的经济体数目最多。

中国经济总量已经进入超过70万亿规模或10万亿美元以上的全球第二大经济体的发展阶段，在如此大的规模基础之上，如以经济增速看，进入长期趋势性下滑成为必然；但是，每年的增量规模可超过一个中等规模经济体的经济总量，因此，中国经济对世界经济的贡献依旧最大，2017年中国经济对世界经济增量的贡献仍将接近30%。大约自2012年之后，直到2025年左右，这种增速的长期趋势下行，还不可能结束。加之，中国经历长达30年高速增长实现了量的工业化，出现了普遍的生产过剩，再无法简单地通过信贷扩张来提振经济增速，也就意味着产能过剩局面制约中国经济的数量扩张，必须转变宏观经济增长方式和宏观微观经济结构调整，来推动经济总量的进一步扩大，即便增速放慢，只要有可持续的质并改善经济效率，依旧可以维持中国经济发展具有新内涵的良好局面。如同十九大报告中所指出的那样，在中国社会经济发展进入了结构性不平衡矛盾的新时期之后，需要加大各层面、各领域的改革，以及扩大内部开放、对外产能输出和基建为主的“一带一路”战略，来推动中国经济发展并实现未来直到2035年现代化、2050年复兴强国的两步战略。

要抵消宏观经济具有的趋势性长期增速收缩局面，取决于经济结构调整战略进展的成效，也就是在传统经济占比依然很高背景下加快新兴经济领域的扩大，是为关键。或者说，需要在经济结构调整成效上体现出新的经济增长领域的周期性上升，来抵消宏观经济增速趋势性长期下滑，通过短中期叠加，实际要看“新领域周期（上升）”、“总量增速趋势（下滑）”这两者的混合效果如何。2017年，在新兴工业领域已经占到GDP中约18%份额的局面下，加之，占GDP总量构成的50%以上的服务业仍能保持8%以上较高增速，使得2017年GDP增速维持了6.7%-6.9%，略高于2016年，已经显现了经济结构调整战略的成效。从而，一方面，改善了中国经济增长的质量，基本可持续；另一方面，也基本在2017年宣告了西方金融市场约十年来关于“中国经济硬着陆”论断的终结。

经过2016年中央政府主导供给侧强制性改革，2017年最大的微观经济进展在于各个产业和广大传统经济领域企业主动努力、自觉调整市场行为的潮流在扩大，从而以质量焕发了微观经济活力。去库存效果最大、降杠杆成效明显，加之去产能后企业基本保持生产克制，这些共同因素，使得41

个工业大类基本都实现了行业盈利，有的利润增速进一步扩大。其中，大宗商品价格连续两年回升，也使得全行业严重亏损的一些传统产业扭转了危险的境地。微观经济的形势好转，还得益于 2015 年对外实体直接投资和“一带一路”战略下政府、金融、企业资本对外部市场支持的后续实效显现了出来，企业来自国内及外部市场的订单出现了普遍好转，与进出口对宏观经济自 2016 年三季度后重现正贡献的局面相一致，2017 年企业也通过利用外部市场资源而特别明显地受益。

也要在主要矛盾变化后的新时期合理地、客观地看待中国经济的“平缓波动、起起伏伏”这种可能还会长期存在的“新常态”，经济领域的各种矛盾、短板依旧存在，需要坚持改革振兴及各项既定的国家战略与具体国策。其一，GDP 的增速稳定好于预期主要来自于服务业增速较高、高技术及装备制造业增速达到 11%-14% 等贡献，而占据工业产值主要部分的传统工业领域受制于过剩的长期压力，增速只有 4%-5%，从而使得工业总产值增速维持在 6%-7.5%，且月度波动频繁，这种传统工业领域的压力还将继续存在；其二，固定资产投资继续疲软和增速收缩；其三，消费零售增速维持名义 10% 以上、实际增速 9% 左右，属于较高且是实现 GDP 增量的重要基础，但是，消费增速也在收缩，只是相对还比较缓慢；其四，2017 年继续得益于货物进出口对经济的正贡献，但是，有外部经济复苏的短期作用，在出口受制于人的环境下，仍然不能完全排除压力；其五，就业形势得益于双创对经济结构调整的贡献、政府支持供给侧改革对下岗人员的分流和财政积极保障民生的贡献等等，从而对消费也有直接或间接的积极作用。居民收入在连续增速收缩后，2017 年出现了增速反弹，尤其是农村收入增速反弹明显，但是，一方面居民收入增速反弹力度不强，另一方面在消费支出方面却出现了“农村花钱、城市存钱”的明显差异新现象，也对经济增长构成一定的制约。

2018 年，宏观微观经济在质量有所改善且基本可持续的前提下，预计将维持 2017 年已有的总体较好局面，但是会进入波动式的、略有压力加大的分化局面：传统领域的压力有所加大，新兴领域的良好局面可适度扩大但也存在波动增加。如何继续提升经济质量以维系增长稳定性，成为关键。

（一）工业

高技术 and 新兴工业产业经历近三年的高速扩张之后，增速已经显示略有放慢迹象，但 2018 年仍能维持 10%-13% 的高速增长；占比高的众多传统工业产业因为继续有缩减过剩产能的任务而增速继续受限，但是在产成品库存降至较低水平后也没有进一步大幅下滑的风险，基本可以维持目前 4%-5% 左右的增速。与此同时，在得益于近两年大宗商品相关的价格回升支持之后，2018 年与大宗商品价格涨价效应关系密切的产值金额贡献会受压，将导致个别月份或季度的工业总产值增速跌破 6%，如果出现，也属于正常现象；在 2017 年明显受益于工业品出口交货值增速上升、企业外部市场订单提振之后，由于 2016-2017 年中国对外实体投资增速已经大幅下滑，外部市场来自中国投资的“带动

型出口订单”部分，预计会在 2018 年大幅减少，将作用于企业及工业产值，体现出压力。除非，外部经济复苏的需求超出预料，或者并非来自于中国对外投资的其它来源的基建和产能项目开工，才可能弥补这部分压力，而一般说来，不太可能在短期突然冒出强劲的项目开工及需求，所以，2018 年中国工业总产值增速将承受 2016-2017 年对“一带一路”沿线投资增速下滑的结果，这对于众多大宗商品相关的传统工业产业及装备制造业等领域，如果外部订单局面不如 2017 年，属于必然正常环境。相应地，中国国内的公私合营 PPP 项目落地在 2017 年加快，并可能 2018 年进一步加快，可以部分抵消但无法完全消除企业订单的压力。我们预计，年中如果压力显现后，政府层面会适当加快基建、其它公共服务投资等项目实施，以平衡总需求的略显不足的局面。

（二）服务业

在经历了近两年增速加快并成为经济总量的第一大构成之后，2018 年将继续保持快于 GDP 增速和工业增速的局面，但是，随着增速从 9%向 8%水平的收缩，服务业增速区间下移到 7.5%-8.5%更为现实。随着 2017 年吸收外资对中国新兴服务业投资的明显成效，以及双创成效的继续叠加，在支持服务业扩张周期拉长并支撑 GDP 增速的同时，也改善了服务业的结构和增长的质量。

（三）GDP

2018 年仍能因为供给侧改革成效和微观经济质量改善、经济结构转换继续扩大和新增长动能壮大、进出口正贡献等有利因素，保持较为稳定的、可持续的中高增速局面；但是，要继续 2017 年 6.8%-6.9%的增速，存在较大难度，如果回落到 6.5%-6.7%的年度 GDP 增速、季度波动放大在 6.3%-7%区间，都属于中国经济进入“新常态”时期的正常现象。

（四）固定资产投资

2017 年名义增速跌破 8%之后，2018 年投资增速仍将承压，预计进一步向 GDP 增速靠拢。一方面，这种降低投资增速的趋势是中国经济转变增长方式的战略性要求，正在向合理目标达成；另一方面，这也是体现与中国经济规模大上台阶之后的长期趋势性增速收缩局面相一致的指标反映。因为，在中国经济进入主要矛盾不再是生产力不足的新时期之后，作为投资中的大头的工业产能投资，在产能过剩背景下不再可能粗放扩张速度，导致固定资产投资增速应当符合 GDP 增速下滑趋势而同向收缩。在民间投资有所低速反弹、PPP 落地速度加快、基建和其它公共服务项目按长期规划实施等因素支撑下，预计 2018 年固定资产投资增速仍可能围绕 7.5%左右波动。

（五）消费、就业、居民收支

终端消费仍将是保证 GDP 实现的基础贡献者，但是，高达 75% 以上的贡献率，已经难以进一步扩大消费增速，预计 2018 年消费零售名义增速跌破 10% 将是新时期的常态区间波动。不过，财政部等为适应大众消费趋势及生活水平变化而临时调降进口税，以及开放进口和其它地方举措，这类供应促进型的激发需求手段，可以提振消费并部分抵消消费增速下滑。

（六）进出口

一般而言，尽管工业品出口交货值相比 2017 年存在压力，但总体进出口基本可以维持 2017 年的较好局面；但是，进出口本就波动较大，尤其是受大宗商品价格波动的影响最大，并且出口受外部需求好坏的短期变动影响大，具有一定的不确定性。初步预计，2018 年进出口在总体平稳增长的基础上，存在阶段性压力、或者增速出现大落大起的短期较大波动，可能性较高。

表 1：世界经济增速同比%——GDP（美元计价）

GDP	一季度	二季度	三季度	四季度	全年	其中：发展中国家
2007 年	4.02	4.15	4.23	4.00	4.28	9.65
2008 年	3.39	2.62	1.49	-1.13	1.58	5.86
2009 年	-3.54	-3.22	-1.99	0.70	-2.02	1.96
2010 年	3.75	4.44	4.52	4.35	4.23	7.88
2011 年	3.81	3.25	2.95	2.59	3.15	6.48
2012 年	2.80	2.42	2.13	1.85	2.29	4.88
2013 年	1.86	2.29	2.72	3.12	2.50	5.19
2014 年	2.96	2.82	2.81	2.82	2.85	4.64
2015 年	2.97	2.94	2.74	2.41	2.76	3.80
2016 年	2.27	2.33	2.35	2.73	2.42	4.04
2017 年	2.83	3.08	3.26		3.06 (前三季)	4.93 (前三季)

（数据来源：世界银行加权数据）

表 2：世界经济增速同比%——工业产值（美元计价）

工业产值	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
2007 年	5.71	5.61	5.57	5.48	6.00
2008 年	5.40	3.04	0.50	-6.19	0.63
2009 年	-13.41	-11.55	-7.50	0.53	-8.75
2010 年	10.14	10.83	8.92	7.87	10.27
2011 年	6.39	4.51	4.96	3.65	4.35
2012 年	3.61	3.36	2.13	1.64	2.98
2013 年	1.62	2.32	3.24	4.39	2.89
2014 年	3.88	4.08	3.14	2.65	3.37
2015 年	2.20	1.53	1.96	1.29	1.63
2016 年	1.29	1.93	1.71	2.77	2.14
2017 年	3.40	4.00	4.19		3.87(前三季)

（数据来源：世界银行加权数据）

2017 年，世界经济在连续 5 年低于 3% 增速之后，重回 3% 以上的相对正常增速，算是世界经济的初步上升年。其一，无论发达国家还是发展中国家，均出现了经济增速的反弹；其二，对世界经济增长的主要贡献者，还是欧美日这些发达国家和中国这样的大型发展中经济体，就全世界而言，并未出现普遍的正常速度增长，或者说大多数国家的经济只是从极其低迷背景下的企稳和弱反弹而已，这就限制了世界经济强劲回升的可能，或者说复苏根基尚不稳固；其三，经济构成的各类指标在 2017 年均出现了好转，但是多数指标好转的程度较为微弱，且各项指标差异甚大，结构牵绊表明经济增长的动能并不强，可持续性还较差。例如：2017 年最大进展在于广泛改善了就业并因此一定程度促进了极弱的消费，从而提振了世界经济，但是，就业的增加以及经济产值来看，主要来自于服务业贡献，而工业虽然也出现了增速回升，但是明显相对滞后，对经济增长的贡献较低，这表明世界范围内普遍需要的工业经济结构调整、创新工业的新增长点等要求还任重道远，世界经济在 2017 年的初步复苏迹象还需要更多的促进可持续性方面的再造，尤其是工业经济还需要巨大努力；其四，分化更为严重。不仅广大发展中国家表现相对于其趋势潜力还很滞后，成为持续复苏的拖累，而且各个地区或国家之间的两极分化在 2017 年也达到极致的地步。一方面，有少数中等规模的新兴或发

展中经济体维持或新出现强劲，如：菲律宾、印尼、越南、土耳其、捷克、匈牙利、个别非洲国家等等；另一方面，不仅一批发展中国家出现经济进一步下滑，而且一批国家包括发达国家中的澳大利亚、新西兰、日本出现乏力，以及较大的新兴经济体如墨西哥、南非成为新出现下滑势头的国家。从单个国家看，有俄罗斯、巴西这样的从深度衰退中开始出现微弱正增长的国家，但也有尽管经济增长较平稳、增速也较高但边际进展不大而显得平淡的大国印度；其五，以地区整体进展结合中国倡议的“一带一路”战略来看，具有明显吻合的情形。得益于中国企业对外投资、基建、产能合作以及连带促进贸易等有利因素，中亚、东欧及东南亚是较为明显的经济增长较好地区，但是整个拉美加勒比、非洲大陆则是极为低迷并且不排除进一步下滑情形的广大地区。

2018年，世界经济总体处于在复苏途中的平稳或平淡之年。一方面，2017年作为开始，出现了总体上或总量上的复苏，一般说来，就将继续多年的上升周期。其中，消费需求将是中长期增长的主要动力来源，尽管目前还只是初步企稳并可能存在短期制约或中期波折；另一方面，单就2018年作为短期看，尚不确定或者难度较高出现比2017年更进一步大幅增长加速。主要原因在于：其一，发达国家整体和中印这样的大型发展中经济体，继续构成2018年世界经济稳定增长的主力，但是均将进入自2016年后这两年连续增长较好局面之后的整固阶段，部分大经济体如美、欧、中还可能经济调整；其二，尽管部分东南亚、东欧较强的经济体可能继续扩大增长，也可能在南亚、非洲出现新的经济加速国家，但是全世界范围内还属于少数，更多经济体尤其是广大发展中国家尚难以整体强劲；其三，无论发达国家还是发展中国家，投资不足（尤其民间主动的信心）成为目前及今后制约世界经济上升周期的主要负面因素，并进而影响就业、消费等经济增长的必要要件。

二、通胀

2017年，中国通胀基本保持平淡偏弱，全年CPI同比增速约在1.5%，低于2016年和2014年的2%，但高于2015年1.4%的近年最低水平；2017年2月份，CPI出现与2015年1月一样的0.8%低水准，这也是自2011年通胀进入下行周期以来的双低型态，不过，2017年仍未摆脱中国通胀下行、疲弱周期，这与产能过剩、经济增速趋势压力存在、居民消费收支增速回升不足等相一致；与此同时，扣除食品和能源后的核心通胀率，2017年快速上升并持续稳定在2.2%左右，高于2016年的1.7%水平。2017年中国核心通胀率稳定在历史最高水平且与总体消费物价通胀率倒挂的局面，表明中国目前的通胀疲弱主要受到农产品、能源价格过低的影响，那么，后期，如果农产品及能源价格波动变大，CPI的波动也会相应变大。

应当客观看待通胀水平、理性评估通胀与宏观经济的关系，国家统计局及发改委将明显偏弱的通胀水平视为“稳定”，并且作为宏观经济重要指标之一来评估“经济健康”，不仅有待商榷，而且我们认为是在“宣扬误区”。众所周知，过高、过低的通胀都有损宏观经济增长的可持续性，都是经济增长尤其是质量“不健康”的标志。目前，以中国经济趋势潜力看 GDP 增速在 6%-7% 左右，那么，通胀水平达到 2.5% 以上才属于合理匹配的健康通胀水平，否则，反过来说，宏观经济增速以 2017 年的 6.8% 就不可持续。以通胀构成看，也可以发现中国经济进展中的短板或者短期问题所在。核心通胀率在 2% 以上，表明供给侧改革使得工业经济总体上取得了成效和可持续，同时，服务业增速较快也支持了合理匹配的核心通胀；但是，总体消费物价增速仅有 1.5%，表明涉及行业众多、占 GDP 份额不小的消费品制造业供给侧改革没有取得成效，经济结构调整战略在这些领域进展不彰。假如持续时间进一步拉长，那么，不仅在拖累整体通胀传导的同时会明显下拉经济增长活力，而且，还会通过侵蚀就业、收入、消费等其它宏观经济的方面，从而对宏观经济构成进一步危害。

2018 年，消费物价将可能整体上移到接近 2% 的水平，但是还难以完全扭转通胀疲弱局面并出现快速的上升。主要原因在于：一方面，近几年来消化低价农产品、低价能源的时间已经足够长，2018 年将没有这方面继续压低 CPI 的能力，而核心通胀还将大体维系 2017 年水平，这将使得总的 CPI 走高；另一方面，产能广泛过剩、需求相对平稳，还缺乏提振 CPI 短期过快上升的突出周期性因素。此外，2017 年出现的 1 月 CPI 最高达 2.5%、之后 2-4 月仅有 0.8%-1.2% 的大幅波动，为近年来少见，还可能在 2018 年继续出现短期波动大的情形。

中国生产者物价 PPI 在 2017 年出现两头高、中间低的情形，基本与大宗商品价格波动一致，也基本正常反映了工业经济的当期变化。生产者物价自 2012 年降至同比 0 增速以来，直到 2016 年 9 月才再次转正出现 0.1% 的增速，期间长达四年半的 PPI 负增速，造成的企业痛苦和产业教训，尤其是众多工业行业亏损，在 PPI 仅仅正增速才一年之际，不应当忘记。可是，2017 年国家统计局和北京的一些专家智囊及媒体，迅速把 PPI 正增速与企业成本过高压力扯上关系，这不仅是过于简单地拿历史教条做出肤浅的背书式应用，而且在我们看来，还是在中国经济进入主要矛盾变化之后的新时期里没有针对实际问题深入分析就主观结论。以 PPI 为例，2017 年波幅在 5.5%-7.8%，一方面，没有 PPI 的正增速，哪里来的所有工业行业有盈利的局面？哪里来的微观经济乃至宏观经济可持续？另一方面，一是过去几年购进价格为负的长时间里企业成本有没有相一致的大幅下降？没有吧？二是今年三季度当 PPI 增速再加快后，工业企业和国企的数据却显示成本反而出现了明显下降，这在反映出供给侧改革尤其是企业转型升级付出了可赞的努力的同时，更说明企业降成本需要综合途径，显然不是指望产品链均降价销售来保证 PPI 负增速并“实现”低成本的奇谈怪论。

2018 年，大宗商品中的工业及建筑业原材料产品不可能出现与 2016、2017 两年总体相等幅度

的上涨，那么，相应地，PPI 就不可能维持 2017 年 5.5%-7.8%这么高的增速；同样地，尽管工业企业和国企仍将盈利，但是利润增速在 2018 年也不再可能有与 2017 年相同的巨大同比幅度了。

表 3: 全球通胀（消费物价）

CPI	同比%	十年趋势均值%	定基指数	主要经济体同比%
	(世行、中位数加权) (倍特基于世行数据计算)		(世行、全口径) (倍特期货计算)	
2007 年	4.91	3.89	92.59	
2008 年	8.97	4.28	97.08	
2009 年	2.76	4.26	98.46	
2010 年	3.46	4.23	101.18	
2011 年	4.94	4.32	105.17	
2012 年	3.68	4.38	108.43	
2013 年	2.66	4.32	111.62	2.46
2014 年	2.11	4.17	115.35	2.56
2015 年	1.40	3.91	120.62	1.94
2016 年	1.49	3.64	137.39	2.11
2017 年	2.01	3.35	154.26	2.54

注：2017 年数据为未完全数据，待修正。

(数据来源：世界银行、倍特期货)

如我们近两年预期，全球通胀整体缓慢上行，经历了 2015-2016 年两年全球通胀在 1.5%的极低水平之后，2017 年回到了 2%左右的消费物价通胀水平，但这依旧是极低的通胀，也直接、一致地反映了世界经济活动的总体低迷状况。目前，世界经济增速在 3.5%左右（GDP 为扣除通胀后的可比价计算），而十年趋势通胀率也在 3.5%左右，基本吻合；2017 年，尽管随着 CPI 反弹，使得与十年趋势通胀率之间的缺口大幅缩减了 1 个百分点左右，意味着世界经济活动存在将进入上升周期的初步迹象，但是，目前通胀仍然远低于趋势潜力，仍需要通过提振通胀来促进经济活动的加快。

特别值得注意的是：2016-2017 这两年，全口径的实际消费物价指数出现了大幅跳升，12%-13%左右的消费物价实际跳升，这代表了广大人口总体处在消费物价高企、生活水平降低的状况。其中

的原因在于陆续有数十个国家出现了消费品短缺导致严重通胀的情形，既有战乱、疾病、运输受阻等偶然因素，也有工业尤其是消费品制造业能力短缺的必然性经济因素。一方面，不管因为偶然因素还是因为必然的经济因素造成了消费品短缺和物价跳升，都隐含着巨大的经济需求的客观存在，需要发展经济尤其是消费品制造业来满足广大人口的基本需求；另一方面，证明了中国倡议“一带一路”战略的必要性和增加对广大发展中地区的投资及工业产能、以基建满足物流运输等正确方向。

2018年，预计全球通胀将继续缓慢上升到2.5%左右，仍然低于趋势潜力。一方面，与世界经济进入上升周期但还不会立即太快的预期一样，全球通胀也在进入上升周期的初步阶段，通胀和经济相一致地有利循环促进上升，成为趋势必然；但另一方面，短期还存在双向影响因素，导致仅在2018年可能并不会出现明显的通胀快速上升。其一，经济总量大的发达国家和中国等大经济体在经历2016-2017年连续两年的通胀恢复性反弹之后，2017年四季度开始出现回落、横盘迹象，2018年仍需要一段时间进入加固阶段，对全球通胀具有一定程度的压制影响；与此同时，如我们去年预期的那样，一批在2015年先行出现通胀较高的新兴市场国家如俄罗斯、巴西、印度、土耳其、墨西哥、印尼等等，2017年通胀已经回落，2018年也还将延续一段时间的相对较低水平，之后才会随经济又进入回升阶段后再次出现通胀上行；其二，2017年出现经济活动强劲并将在2018年及以后延续的一批发展中国家如中亚、东欧、东南亚等地，通胀将维持相对较强，对全球通胀有支撑作用；其三，一批出现过严重通胀的经济疲弱国家，高通胀也在缓解，并可能在2018年因为偶然因素减缓以及工业品供应的逐步增加而继续缓解，对全球通胀也有下拉作用。在这些以及其它可能的双向因素共同影响下，预示着2018年通胀将处在上升周期途中的较为缓慢扬升阶段。

全球来看，通胀的恢复性上升，对总体低迷时期过长的经济活动具有积极的促进作用，尤其是对企业投资、工业扩张和消费需求等市场经济行为往往有超出预期的放大功效；同时，如果2018年经济活动在阶段上有超出预期的表现，也可能导致全球通胀出现更为灵敏的阶段波动。初步预计，2018年全球平均通胀短期变动，会大于2017年，更大于通胀极其低迷的2015-2016年的情形。

三、货币

2017年，中国央行主要工作进入了按照中央要求和国家阶段性重点任务需要而进行控制系统性风险，由于中国社会经济发展不再是生产力短缺而是以生产供应过剩为主、需求结构变化、供需短板制约的结构性不平衡“新时期”，经济发展阶段性重点任务在于宏观微观经济结构调整及转变增长方式，2016-2018年也主要处在供给侧改革的经济结构调整任务期，因此，中国央行作为经济宏观管

理功能的当局，可以发挥作用的余地不多，或者说中国央行在这个中期时间内退居次要地位。

客观地评价，一方面，中国央行主要工作在于控制系统性金融风险方面经历多年努力，工作成效不错，也得到了 IMF、世行等国际组织的肯定。在调整经济结构理论上不属于央行职责的前提下，央行主要要承担转变经济增长方式的职责。在这方面，中国基本稳定并缓慢降低了代表宏观经济中存量流动性循环创造的广义货币 M2 增速，央行在朝向转变经济增长方式的长期过程要求上积极努力；同时，央行近年来引导中国更加注重“社会融资总量”这一投入端指标的意义，在平衡总量流动性并争取达到同经济发展阶段的增长方式合理、适度匹配的要求上，中国央行近几年成绩斐然；

另一方面，过去两年，我们倍特期货研究在理论上针对中国央行明确提出了尖锐的批评，主要是考虑中国央行在思路存在理论偏差并且未能跟上中国经济阶段性问题的微观重点。正好，恰逢中央金融工作会议要求金融服务实体经济及匹配经济工作阶段性重点任务如供给侧改革等等，中国央行在 2017 年首次理论上提出“微观审慎”探索，这在货币当局及货币政策历史上还没有这方面探索以及 IMF、世行、BIS 等国际机构也只要求了“宏观审慎”建议框架的历史背景下，应当对中国央行给自身增加工作难度的勇气予以高度赞誉。尽管这还只是理论上的开始，但是，如果未来取得任何突破或者即便探索失败但能够取得实际经验，都将是金融史上和人类经济发展中的重大贡献。体现在 2017 年具体工作上，除了延续过去几年视情形而定向降准政策之外，2017 年针对双创要求及小微企业、农业供给侧改革重点任务等方面，央行予以定向降准；同时，央行和外管局、银监会加强了金融机构结余流动性及分配渠道的监管治理，不仅使得金融体系更为健康可持续，而且促进流动性流向合理的实体经济领域；此外，针对社会企业及个人资金流向，不仅并举加大了促进合理流动与严格管制处罚不合理流动，而且在加强与创新支付体系建设的同时，也联合其他政府部门针对严重干扰社会经济金融秩序的虚拟货币出台了具体管制举措。中国央行及其它金融部门在绿色金融、普惠金融等促进社会进步、新发展理念方面的工作，也较为出色，在全球央行中领先。

我们在赞誉中国央行及其它金融主管部门 2017 年的工作和整体金融体系 2017 年合理局面的同时，也认为货币当局还存在不足。主要是：中国央行加强“宏观审慎”并增加“微观审慎”方面，在监管治理现有问题上成效显著，可是，针对社会经济阶段性“新要求”变化及未雨绸缪的领先性要求上，仍显不足。为此，我们对 2018 年及以后的央行工作，有理由、有必要提出更高的要求。

其一，在适应十九大后的中国社会经济“新时期”长期战略性工作要求方面，央行应当增加作为宏观管理职能部门之一的前瞻性工作。中国经济结构调整仍是在 2025 年之前主要的、艰巨的任务，回顾过去，“十二五规划”后，2011-2013 年，中国工信部承担了主要的经济结构调整任务，之后，发改委和财政部成为主角担起了经济结构调整战略下的主要阶段性工作，进入 2018 年，我们认为央行要重新发挥宏观职能部门作用，并与承担微观经济结构调整任务的工信部一道，再次成为经济“质

的管理”的主角。因为：一是，在财政部、发改委连续数年担责之后，尽管会继续发挥可以直接针对经济结构调整的职能特点、尤其是可针对微观经济作用的优势，但是，除了保持之外，可以继续发挥边际效果的余地不大，央行可以并应该接过宏观经济管理接力棒主要针对质量；二是，在 2017 年宏观经济局面基本确立了“可持续增长”之后，为主要只可发挥宏观职能的央行也创造了条件，中国央行也理应主动承担更多，以配合完成“新时期”中国经济发展的中长期战略任务：

其二，除了上述中长期战略考虑，以三年供给侧改革打基础后的最后一年来看，2018 年重点应该是“加固、提质、新供给”，央行、外管局应在阶段性工作重点任务要求上主动前瞻性担责，以防止政府层面的三年供给侧改革结束后，过去所有的经济弊端尤其是微观经济总具有盲目性并可能背离或削弱宏观经济根基的毛病死灰复燃。因此，2018 年及以后中国央行应当注重的方面包括：

1、严控人民币非理性升值，尤其是要承担控制超出合理均衡的市场非理性推高人民币汇率的明显部分，以防止各产业经济过剩局面再次加大的风险，避免供给侧改革形成的经济质效迅速流失；

2、央行应开始恢复性提高官方基准利率，通过“向中性利率回归”这一宏观政策手段来促进经济质量，以与宏观经济合理匹配的指导性利率成本，来防止实际零利率和实际负利率持续过长后可能实体经济领域已经存在的降低经济效率行为，更要防治供给侧改革阶段性结束后产业、企业、居民有“无限错觉”下的行为扭曲风险。简言之，央行应当在供给侧改革结束之前接过接力棒，发挥自身宏观职能的应有优势，可动用影响力更强的官方基准利率来提早固化供给侧改革有利成果，以经济质量导向来增强经济的微观根基，体现央行承诺并探索的“宏观审慎”与“微观审慎”并举；

3、中国央行、外管局不应当自满于监管治理“对外非理性实体投资”方面的成果，而在促进积极的、合理的、应当长期扩大的“一带一路”战略下的对外实体经济投资方面，央行和外管局明显存在意识不足、工作滞后、具体举措乏力的情形，更不应仅仅拿有益的“丝路基金”而自满。

全球货币和金融体系，如我们去年底预期，2017 年基本体现结构性的调整。存在一批国家依据经济从进展到低迷、通胀和消费增长起伏或不足等不同情形，出现了官方基准利率有加有降、或从降到加、从加到降的各类情形，总体较为分化。2018 年，可能主要还是延续这种局面，但因为全球总体经济复苏局面出现，且通胀会在相对分化调整中较为平稳，预计 2018 年各国央行行动及其复杂性会减少，但也有部分经济较为领先强劲的发展中国家可能会提高利率，总体幅度会较小。

2017 年，以全球范围看，市场利率出现明显上升，合理匹配地反映了经济、通胀的相对好转；2018 年，仍将会延续这一周期性上升的市场利率格局，但是短期快慢要视经济的进一步变化。

2017 年，未能依据经济、通胀有利的变化而调整利率反而实际成为典型“行汇率货币战争之实”的欧元央行，在 2018 年，将成为社会及金融市场诟病的焦点，欧元央行也可能将被推到风尖浪口上，这是欧元央行、欧元区自找的麻烦。

四、财政

2017年，中国财政收与支的增速均明显加快，既是经济活动增强的成果性质的指标反映，又是对经济活动构成支持的“积极财政”之功效的体现。这一年，中国各级财政在调整经济结构、适度配合促进经济增长方式转变、优先保障民生、促进生态环境的新发展理念落实、配合农业供给侧改革的年度重点任务、支持科技生产力和双创潜力的经济新动能激发、严格和完善预算管理、延续并适度扩大企业减税降费、延续推进营改增及资源价格等税制改革、推进财政体制改革、引导公私合营的PPP投资模式并防范地方政府债务风险等方面，均取得了良好的成绩。

表 4: 中国全国财政收支同比%及大宗商品价格累计同比%

全国财政 一般预算	收入				支出	政府性基金		大宗商品
	税收	国内增值税	企业所得税		收入	支出	期货综合指数	
2010年	21.3	23	14.1	11.3	17.8			22.7
2011年	24.8	22.6	15	30.5	21.2			12.5
2012年	12.8	12.1	8.9	12.8	15.1	-9.3	-9.7	-9.6
2013年	10.1	9.8	9	8	10.9	39.2	37.9	-6.3
2014年	8.6	7.8	2.5	9.8	8.2	3.5	1.8	-11.4
2015年	5.8	4.8	0.8	10.1	13.2	-15.9	-12.7	-16.5
2016年	4.5	4.3	30.9	6.3	6.4	11.9	11.7	3.2
2017年	8.4	11.2	7.5	12	7.8	30.1	31.2	20.1

(2017年为前11个月数据；大宗商品价格累计同比并非按年末价计算，以便与财政数据可比。)

(数据来源：中国财政部数据、中国期货市场)

2017年，各级财政、各部门和预算单位认真落实党中央、国务院决策部署，贯彻新发展理念，秉持“早干事、快干事、早见效”的原则，积极作为、主动作为，严格预算执行管理，加快支出进度，持续推动积极财政政策措施落地生效。在近几年中国为适应经济发展进入新时期后的特点而连

续采取积极财政稳定经济增长并加强结构调整的背景下,财政对经济的积极作用,功效卓著。在 2015、2016 连续两年支出增速快于收入之后,尽管 2017 年截止 11 月为止的支出增速慢于收入,但收支增速均大幅加快,比 GDP 增速要高出 1.5 个百分点以上;而以绝对额看,前 11 个月预算内支出 179560 亿元,收入 161748 亿元,保持了支大于收 1.78 万亿元的赤字,以支持社会经济发展。在全国财政支出具体体现上:其一,民生支出继续放在首位,除了其余各项总体保持适度较快增长之外,2017 年有关医疗卫生、就业尤其是供给侧改革相关就业、社会保障等民生项目支出加快,增速在 9.5%-16% 左右,这有力地通过消费端支持了经济增长;其二,科技支出增速保持在 10%以上;其三,贯彻新发展理念下对环保支出增速达到 16%以上,还特别将一些具体的生态项目支出予以强化和落实;其四,在水利基建、农林相关的基础设施、农业机械及产业现代化、农业供给侧改革相关的产业基地培育等方面,2017 年初步成为新的财政支出重点,并将延续;其五,地方政府 2017 年政府性基金收支增速大幅扩大至 30%以上,尤其是在支出方面,地方政府加快了资金使用,有力地保障了城市改造和基建项目、土地及房地产相关项目的实施,对经济总需求和微观企业订单需求给予了支持。值得一提的是,地方政府 2017 年在一般预算支出和基金支出方面的资金使用效率均在明显加快,与 2016 年中央政府严厉要求并通过督查后点名批评及处罚深圳等一批地方政府有关。

2018 年,财政支出方面的工作重点,需要 3 月份两会期间的政府工作报告中明确,但是,预计大的积极财政方向不会改变。例如:预计在经济形势基本平稳前提下,有条件并有可能保持财政支出增速在 7%-7.5%左右,以构成对 2018 年经济增长的支持;具体支出重点每年都会适时调整,但预计民生和就业、生态环保、农业相关等方面仍旧为优先支出重点。事实上,有关 2018 年的重点民生和生态方面政府转移支付资金,中央财政在 2017 年 11 月份就已经提前下达完毕。

2017 年,前 11 个月一般预算收入增长 8.4%,需要指出的是这是在政府继续扩大对企业支持目的的减税降费背景下实现的,即便如此,也反映了企业、产业、宏观经济状况好转局面下的财政收入增速的大幅提高。财政收入指标也反映了经济结构调整的成效,来自服务业增速较高、新兴高技术产业增长较快的税收贡献增加,主要体现了财政收入的增量占比中,服务业、新兴产业占比升高;同时,在经济总量和财政预算收入中占据份额大的传统制造业,与大宗商品价格有紧密相关关系,2017 年,大宗商品绝对水平的大幅提升,不仅成就了传统产业、企业效益及资本收益,而且也是财政收入增速大幅上升的主要贡献方。尽管这两年因为营改增使得基数变化大而导致企业增值税增速数据不可比,但是相对来说企业所得税增速更好地反映了大宗商品价格升高对财政增速的贡献。相对于大宗商品价格指数,财政收入数据指标具有滞后性,所以,以历史经验看,2017 年的大宗商品价格累计同比增速,预示着 2018 年财政收入增速指标会依然较高,尽管预计 2018 年财政收入增速也存在一定的下调压力;就新增量看,新兴产业对财政收入贡献成为 2018 年主要影响者。

就全球范围的财政收支局面而言，在经历 2016 年从泥潭中艰难出现略有好转局面之后，尽管经济有所复苏，但是 2017 年财政收支却如我们预期的一样“艰难地平衡”，虽然总体在平淡中能够度过，但更多发展中国家显示出全球总体看的财政收支改善局面有所回落。2016 年底，就全球范围财政收支而言，我们认为：“许多小经济体政府有强烈的工业化和增加基建提振经济并改善民生的愿望，但是受制于政府财力和国际收支平衡的压力，有力不从心的难处”；就中国可以发挥关键的激活作用而言，我们认为：“当前世界经济尤其广大发展中国家经济，基本上存在呼之欲出的增长愿望与潜力，就欠一把火。中国政府和企业已经具备这种能力，来起到协助启动的关键作用”。从 2017 年的实际结果看，一方面，众多国家的“力不从心”局面更加显现出来，因此，尽管有强烈的提振经济愿望并且多国均提出了各种长期发展计划，但是无论引导投资和吸引民间资本投入、增加就业与激活消费、实施基建项目和促进工业等等，均未能取得明显进展，甚至比 2016 年刚刚出现的向好局面又实际退回去了；另一方面，中国尽管政府在这方面很努力，但民间对外投资大幅萎缩，中国所能起到的“一把火”协助作用，在 2017 年也出现倒退。

以全球范围的消费零售指标，可以管窥一豹。2015-2017 年，消费指标已经连续三年低于多年前的 2010 年水平，消费低迷，何来世界经济的强劲增长？何来民间资本增加主动投资的信心？相应地，不仅消费环节税收直接压制政府财政，而且还通过倒回去影响生产环节的税收，使得政府财政更加艰难。从而，政府无力引导投资、就业、贸易、消费等多方面的积极举措，并与经济增长动力之间形成恶性循环。

表 5：全球消费零售量指数

消费零售	指数	指数	指数
2005 年	87.2	2011 年	106.8
2006 年	93.2	2012 年	101.1 (2017 年为前 9 个月数据，待修正。)
2007 年	105.3	2013 年	101.9
2008 年	111.4	2014 年	102.1
2009 年	98.1	2015 年	89.3
2010 年	100	2016 年	89.9

(数据来源：世界银行加权数据)

终端消费低迷反映出：一方面，世界经济和各地的工业生产都需要调整结构；另一方面，消费品价格既制约企业扩大投资的意愿，又削弱财政引导促进经济的能力；不仅终端消费如此，而且最上游的矿产品低迷，也具有相似的负面影响。因此，目前，在从矿产品到终端消费品低迷同政府财政能力之间、在财政杠杆同提振经济增长动能之间，均形成了“死结”。例如：要提振矿产品到消费品的价格，却无法直接进行，需要扩大投资和开工项目来促进下游企业对矿产品的需求，需要增加就业和大众收入来提振消费需求。须解开一个个死结，才能真正形成经济增长良性循环，因此，2017年的初步复苏尚需许多的经济再造努力，才可能持续。目前，从各国政府到政治领导人、从政府间组织和官方金融机构到金融市场、从学者媒体到大众，似乎都在指责世界经济低迷的同时只是流于形式地喊口号而已，如何解开“死结”的方案和具体行动却不多。例如：2017年德国主办的“G20 汉堡峰会”提出了“合作支持非洲”的非常有益的建议，但是如何进行，缺乏具体方案。

在民间资本充裕却无处可投的现状下，主要是缺乏对经济前景的信心，那么，说一尺不如做一寸，如何拿出引导投资的具体方案，成为各国政府和官方组织的首要任务，不如官方担责找一两个突破点，先行启动一步，以期用三年左右时间，来逐步融化破冰目前的“死结”，最终激发世界经济可持续发展的内生动力。我们认为，在尚未看到政府及官方国际组织提出有益举措前，合理地削减政府外汇储备并且先拿一批项目试行政府与民间资本合作 PPP 模式，成为可行的突破点示范。

在 2017 年总体财政平衡艰难局面下，有一批先行得益于中国企业投资的发展中国家，在税收收入、增加就业等方面出现了较好情形，可惜这部分国家只属于少数，与全球财政总体相比，也还只是杯水车薪。这部分少数国家，已经有能力并且个别国家开始着手研究储备 2020 年之后的下一批基建与工业化项目，这也充分体现出中长期发展规划、投资、财政及经济增长等多方面良性循环之重要性。不能确定 2018 年出现更多这样的领先国家，但可以肯定的是更多国家朝这一方向努力。

五、市场

2017 年，金融市场在世界经济复苏的背景下度过了平稳的一年。除了中国金融市场体系在宏观经济局面好于预期、供给侧改革提振产业收入及企业效益、“一带一路”战略初期的外部市场资源成果令企业订单增长较好等有利的基础环境下作出了较为一致的良好反应外，全球其它金融市场虽然总体平稳，但因为并未同步反应经济基础环境，从而显得乏味为主基调。也存在少数反映金融因素比重畸形的市场，尽管以较大波动突显活跃，然而，与 2008 年金融危机以来日益扭曲的金融市场氛围相比，更加重了扭曲地反映金融变态心理、市场人气、资金躁动等非基本因素的影响程度。

正因为有目前的金融市场基本状态，未来不短的时期内，金融市场可能会相当沉闷。一方面，较为正常反映或具有健康驱动价格机制的市场，由于已经与基础环境因素保持了同步或充分反应，在基础环境暂不会大幅变化或者需要时间按事物一般规律维持的前提下，金融市场也相应整固消化，波动阶段性收敛；另一方面，不健康心态主导驱动或者已经很扭曲的市场，要么继续要么退步，都因为人心与基本因素之间相互抵消程度在增加，从而也变得波动趋淡或者杂乱干扰增多而已。

唯有长时间平淡或者因为被忽略或者被有意压制而波动较小的那些市场，波动放大的几率有升高的潜力，但是，要转化为现实或者说能否体现出清晰的波动来，却需要一些偶然因素的激发。因为，合理必然的基本因素其实已经存在，只是金融市场局部或整体的扭曲、低迷循环才导致如此。所以，在一般说来金融市场会整体趋于平淡的一个时期里，少数或个别在经历了长时间低迷、平淡、被忽略之后而被激发的市场，一旦被激发，就反而表现突出。

如果实际体现出的是金融市场整体趋淡局面，那么，2018 年四季度后的波动会整体有所放大；反之，如果金融市场躁动不断却又不能形成清晰结果，那么，这种平淡局面还会相应延长。

六、政治

我们在 2016 年末的《宏观年报》中指出：各地的发展中国家已经显露出更多的促进经济发展和改善本国民生的良好意愿。2017 年，在中国召开十九大之后，在北京召开的“世界政党高层对话会”，有来自各地的政治领袖参加，并表达出合作推动世界经济及社会发展的良好意愿，其中，来自广泛发展中国家的政党表现出希望借鉴中国经济发展的经验来推动本国经济发展。

除了政治层面或者政府意愿之外，2017 年 5 月中国主办的首届“一带一路高峰论坛”，吸引了世界范围内民众的广泛关注，更加激发了各地社会民众希望经济增长、就业机会增加、生活改善的美好期望。

在有了政治层面和社会民众的共同意愿之后，未来世界社会经济发展就有了更好的基础，2017 年，很可能就是具有历史意义的世界经济增长新阶段的转折之年；但是，在具有了可能性之后，还需要包括中国在内的世界范围内从政府到民众的具体的积极努力，尤其是将中国倡议的“一带一路战略”与各地的多个国家提出的发展经济倡议有效对接并具体实施，才能把美好愿景转化为现实。

早在 2017 年初，习近平通过参加达沃斯经济论坛，向世界阐述中国“包容式增长”的互利共赢发展理念和以基建、工业化产能为主的方案；之后联合国在多份官方文件中均将中国提出的“人类命运共同体”新理念写入，这也标志着 2017 年是世界共同促进发展、实现和平的关键之年。

随着年末在主要极端势力地区的战事基本宣告结束，为 2018 年以后全球社会更多将精力转向发展经济上，也提供了更好的氛围。

影响力下降的美国，2017 年出现了在处理具体问题时注重实效而淡化意识形态的敏感变化，这种积极变化主要体现在政治领域；然而，与此同时，以美国传统媒体和金融势力为主的阵营，却显得更加失落而格格不入，从而成为了同企盼发展与和平的全球社会大众为敌的“新公敌”。

七、收支

在经历 2015 年大宗商品价格大幅下跌主要造成广泛国家的国际收支平衡压力陡增之后，2016 年末我们认为：将在收支方面有所改进，这将与经济增长形成微弱的良性循环信号；但是，世界经济总体增长低速下贸易也有下滑的压力，而大宗商品价格仍处于低位，延续着对相当多国家构成的收支压力。在实际经历了 2017 年后，全球范围内的国际收支表面上也出现了有所改善，但因为结构变化不尽人意、改善的具体原因并非良性，从而相当于“在恶化”。

一方面，经常账户普遍有所改善。但是，2017 年新出现的现象却是：更多发展中的经济弱势国家为平衡收支而主动或被迫缩减消费与进口，才使得账户出现了并非良性的改善；

另一方面，资本账户更加分化。因为全球资本流动总量减少、流向结构更加扭曲，导致大部分国家因为吸收外资下降而恶化；但是，少数经济增长较好国家出现了明显的资本流入，这主要是“一带一路”沿线的部分先行国家，也主要是在中国对基建和工业项目投资的带动效应下的受益，而过去几年已经成为外资投资热点的国家如越南等地虽然 2017 年有所弱化，但还是基本维持了较好的资本流入。欧洲发达国家阵营未能如我们预期延续初步迹象之后的资本账户大幅净流入，仅在一季度大增后又再度放缓，但是，总体 2017 年欧元区实现了比前几年更高的资本账户净流入；相应地，东欧新兴市场国家在经历长期低迷之后，却出现了吸收外资的明显增加。

就全球范围看，吸收外来实体投资增长的国家主要来自于工业和服务业投资，而传统的澳新、智利秘鲁及其它南美国家、非洲等矿业投资地在吸收外资实体投资额上，继续下滑的局面，这对于未来大宗商品价格回升继续扩大有利的一面。

表 6：世界货物国际贸易

货物贸易	出口	进口	差额		出口	进口	差额
	同比%	同比%	万亿美元		同比%	同比%	万亿美元
2000 年	12.2	12.3	-3.549	2010 年	21.8	21.6	-8.185
2001 年	-3.4	-3.7	-3.403	2011 年	18.5	19.9	-10.001
2002 年	4.3	4.3	-3.548	2012 年	0.3	0.5	-10.097
2003 年	16.2	17.1	-4.216	2013 年	1.9	6.5	-11.521
2004 年	20.6	23.2	-5.374	2014 年	1.1	8.5	-13.751
2005 年	12.9	13.6	-6.158	2015 年	-11.6	-6.9	-13.604
2006 年	15.4	15.2	-7.079	2016 年	-3	-5.2	-12.571
2007 年	15.5	15.4	-8.165	2017 年	9.6	10.4	-13.931
2008 年	14.7	14.7	-9.364	(2017 年为依据前三季数据推算，待修正。)			
2009 年	-21.9	-24.3	-6.748				

(数据来源：世界银行加权数据)

在作为主要构成的跨境货物贸易方面，在经历连续两年进出口负增长之后，2017 年出现了 10% 左右的高速正增长，但是主要因为 2016 年大宗商品价格和通胀均处在极低的基数效应，存在数据虚幻，实际并不反映当前全球货物贸易存在超常强劲的动能，只有等 2018 年基数基本正常后的贸易增速，才更能代表当前全球跨境货物贸易的实际潜力状况。以全球范围的货物贸易差额看，经历 2016 年小幅降低贸易赤字水平后，2017 年预计会再度创下贸易赤字约 14 万亿美元的历史新高，这需要中美欧日等大型领先经济体实实在在地平衡贸易，以体现“包容式增长”来有效支持世界经济改善过度畸形的结构，解放更广范围内尤其是发展中国家的生产力制约，也改善投资、财政、收支等方面对世界经济所引起的不平衡制约。

以总的官方储备指标看，不仅吻合地折射出当今世界经济金融尤其是后者的严重扭曲格局，也能解释当今全球金融体系和金融市场的种种负面现象，更为世界经济继续增长提供了相应的镜子和尖锐的思路。各国政府、IMF 等国际政府间组织以及金融市场和全球社会，均需要先行调整认识，再努力改进这种“罪不可赦”的局面，才可能促进世界经济。

表 7: 世界官方储备

官方总储备	总余额			比较 GDP			
	万亿美元	同比%	相当于%	万亿美元	同比%	相当于%	
2000 年	2.0515	7.65	4.26	2010 年	9.6129	12.86	15.34
2001 年	2.1782	6.18	4.44	2011 年	10.6429	10.71	16.46
2002 年	2.5545	17.27	5.09	2012 年	11.4132	7.24	17.26
2003 年	3.1951	25.08	6.19	2013 年	12.0849	5.89	17.83
2004 年	3.8976	21.98	7.27	2014 年	11.9261	-1.32	17.11
2005 年	4.405	13.02	7.92	2015 年	11.2453	-5.71	15.70
2006 年	5.3023	20.37	9.15	2016 年	11.0198	-2.01	15.02
2007 年	6.6776	25.94	11.05	2017 年	11.1536	1.22	18.19
2008 年	7.3565	10.17	11.99	(2017 年为依据前 10 月数据计算, 待修正)			
2009 年	8.5179	15.79	14.17				

(数据来源: 世界银行)

在经历 2014-2016 连续三年官方总储备下降局面之后, 2017 年再度增长, 虽然幅度不大, 但是这是在世界经济低迷、贸易消费和投资均不理想也不稳固的背景下发生的。这相当于, 全球包括中国在内的各国政府将进展不大的世界经济创造成果储藏起来, 对进一步经济增长起到了收紧的杠杆作用, 这难道不是“罪不可赦”? 更为重要的是, 以过去长期历史经验看, 各国政府普遍在世界经济增速高的时候放缓官方储备增速、在经济低增速时期加快了官方储备的增速。这种实际现象不止是体现出各国政府不作为的责任, 而是应该定性为“顺向杠杆放大与收缩”的严重破坏世界经济增长的过错, 要么为虎作伥, 要么杀鸡取卵, 更加“罪不可赦”。作为主要负责金融体系之政府间金融机构的国际货币基金组织, 从未看到其对这类现象的合理解释, 更不用说给出合理的金融支持世界经济的好的建议了, 难道不是“罪不可赦”? 假如说, 在世界经济增长还如此低迷的 2017 年, 全球官方需要用相当于 GDP 的接近 1/5 的储备来防范金融风险, 那么, IMF 认为到底是世界经济过烂需要这么大的官方储备防范风险并彰显政府的神效呢? 还是认为全球金融体系“烂透了”而必须这么高的官方储备? 如果真地如此, 那就只有一种结论最合理: IMF 应当趁早被解散或者早就该解散, 世界经济增长低迷的局面才有出路。

至于政府间机构、各政府以及媒体和金融市场可能会拿“外汇储备备用应急进口需求”来作为托词，更是不成立。因为：其一，全球储备主要集中在经济大国和强国手中，那些经济弱势国家和小经济体反而没有储备或甚少；其二，即便考虑弱小经济体的应急进口，也同样逻辑不成立。经济没发展，自然形成恶性循环；只有先经济增长了，才是解决进口、消费的良性循环的根本出路。已经那么多年的事实，这种逻辑问题导致的弱小经济体得不到发展以及世界经济本有的巨大经济总需求始终都出不来，还不是最有力的证据？引导全球储备转化部分作为投资以促进世界经济增长，主要是削减大国、强国的官方储备，并且主要投向弱小经济体和发展中国家的实体经济，也并不明显影响弱小经济体的备用进口储备。

2017年，相应的一幕吻合：美国在经历了连续约三年资本账户净流入下滑之后，2017年出现了快速的反弹，其中，即便以中国央行等比例分配总量反弹的外汇储备来估计，中国也是这一现象的主要“功不可莫”者。另一方面，在全球各政府官方储备总量已经达到极限的预计下，2017年官方新增储备部分对美国金融补贴量实际变化不大，而美国资本账户净流入的大幅反弹，应当是主要来自于各地的民间资金。由于这直接关乎美国金融机构和金融市场势力的账上、手上利益，那么，自然，金融体系和金融市场上种种以美国为首的扭曲心态以及“意识形态”怪现象，就顺理成章了。

我们很明确地认为：当下，世界经济低迷并未根本改善，2017年出现的初步复苏还需要更多努力再造，而最棘手的症结依然是投资严重不足。在广大国家受制于经济增长动能不足、财政及国际收支瓶颈从而“力不从心”、消费受压等“死结难解”的环境下，急需一两个突破点来“融化破冰”，才能实现经济本身具有的潜力被释放出来，那么，官方带头缩减储备，转化为实体经济投资，并作为一种杠杆来带动充裕而主要问题在于没有信心的、泛滥的民间资本流入实体经济创造，是当前提振世界经济的短期首选手段之一，更是促进世界经济中期增长的努力方向与途径。

一方面，IMF、BIS、世行、OECD、联合国等国际组织应当充分务实地改变认识，各国政府也不应该是坐等世界经济复苏，应该带头拿出一两个具体促进手段而不止是多而无用的口号；另一方面，作为占了世界官方储备接近1/3的头号储备大国中国，理应在“包容式增长”新理念下带头垂范，实际带头大幅削减外汇储备并流向他国尤其是急需“等米下锅”的广大发展中国家的实体经济。

❖ 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



倍特期货有限公司

总部地址：成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406

客服热线：400-666-1333

传真号码：028-86269093

邮政编码：610041

官方网址：www.btqh.com