

乌蒙滂沱走丸泥 金沙飞度广原旖

——经济调整之字前行扩张金融市场逶迤之 2019 年

经 济、通 胀
货 币、财 政
金 融 市 场
国 际 政 治
国 际 收 支

前 篇：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

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

(刘明亮 投资咨询证号：Z0000672 李明 从业资格证号：F0275445)

倍特期货有限公司

二〇一八年十二月

一、经济

(一) 中国经济

2018年，在“十九大”的战略决策指引下，中国经济取得的最大成绩是适应新时期客观经济规律以高质量发展经济并与社会均衡发展。各个地方政府注重调整经济结构、贯彻新发展理念，使得中国经济在长期改善结构的过程中努力朝向可持续增长。按照国家统计局新的加权指标，“三新”经济（新产业、新业态、新模式）在总量中已经实现15.7%以上的占比，高技术制造业、战略性新兴产业、西部吸收外资投资等方面在继续保持远高于GDP增速和全国总体增速的同时稳步壮大规模，逐步地部分抵消了占比高的传统过剩经济领域的下滑；全国范围对新兴制造业和服务业投资以及吸引外资投入服务业方面也快速增长，抵消了大幅收缩的基建投资和过剩的传统工业领域投资负增长；房地产开发投资出现明显回升；民间投资增速从前几年严重下滑中有所反弹，地方政府PPP模式对公共服务投资项目落地加快；第一产业在农业供给侧改革、乡村振兴战略的促进下，也出现了投资和产出的多年以来少有反弹；水利基建大项目从准备到启动和开工成绩斐然，在公共财政的大力支持下，182个立项实现了170余项陆续开工，水利建设与生态环保投资一道成为基建整体大幅萎缩造成部分需求不足的背景下的亮点；就业继续保持了良好的形势，但是通过部分城市住房租赁指标等反映出潜在的疲态，中央政府也及时出台了稳定就业的相关指导性文件；在公共财政开支积极支持产业经济结构调整和改善民生的努力下，普向的绿色生态发展模式得以深入，以及在全社会共同努力下使得大气污染防治开始见效，民众综合生活质量得以提高；下半年开始实施的降低个人所得税负以及将于2019年实施的专项扣除计征，使得民众可支配收入增加和来自经济发展的获得感增强。

装备制造业增速收缩，反映“一带一路”的外部需求弱化；国内建筑业增速大幅萎缩，反映了基建等投资增速下滑；居民实际收支尽管高于GDP增速但整体上在明显放慢，农村支出增速加快贡献了终端消费对经济的支持但占比还很低，城市居民收入增长疲软对消费内需构成制约，城市支出增速收缩大于收入的“存钱效应”以及同消费趋势结构转变一道明显加大了经济下行压力；实物消费体现出我们在2017年末所指出的增速下行压力，与基建投资增速下滑一道，成为2018年总需求不足的主要原因。

继我们去年末指出2018年将“总需求略显不足”之后，在2018年净出口仍然对经济正贡献的背景下，年中已经体现总需求不足。随后，中央政府采取了基建补短板的系列举措，以弥补发改委和地方政府等部门在项目管理方面的工作不足。在少数地区如福建、江西、广西、贵州等地主动积

极增加区域性民生相关交通基础设施建设的基础上，国家新增或加快“十三五规划”的交通骨干、西部等大项目准备与实施，预计会体现在 2019 年基建投资局面有所好转。此外，2018 年末中央经济工作会议明确提出加大城际交通、物流、市政投资力度和补齐农村基础设施及公共服务设施短板、提升自然灾害防治能力等，以及促进企业加大制造业技术改造和设备更新，这些将提振 2019 年基建和总体固定资产投资并弥补经济总需求。随着个税调整及进一步专项扣除政策、进口税收降低等有利举措实施，可部分抵消消费增速下滑，但是因为受制于消费总量趋势放慢如城市汽车保有量很高等现实条件的制约，对消费的总体提振作用有限。2018 年三季度，过剩压力重现，四季度企业库存、货款回笼速度、工业产品销售率、企业预期等方面均已经显现出微观经济环境于下半年转差。

2018 年前三季度 GDP 同比实际增长 6.7%，分别为一季度 6.8%、二季度 6.7%、三季度 6.5%。预计 2018 年全年经济实际增速约在 6.6%左右，低于 2017 年 6.9%的增长，但这在中国经济进入长时期趋势性放慢的背景下已经属于来自不易的好于预期结果了。

2019 年，在“三年供给侧改革”良好形势之后过剩局面重新抬头的背景下，经济增速将不可避免地降低，预计在 6.2%较为合理，实际结果会在各种艰苦努力下实现 6.5%左右。需要有所心理准备的是：分季度看，如果某个季度同比实际增速低至 6%以下，也将是正常现象。

更为重要的是，需要防止过剩局面扩大，方能突出质量涵义并为高质量发展保证正常的环境，否则，不仅经济减速的代价过大，而且会严重削弱经济质量的实现基础。关于此点，鉴于 2018 年中国社会对于经济问题认识所暴露一些现象令我们极为诧异，有必要强调供需平衡中的过剩现象尤其是生产端过剩在经济增速和经济质量两者平衡中的变量影响作用的关键性——在经济减速已是客观经济规律而不可抗拒的前提下，提升经济质量是务实地针对现实基础的必须之举，以使得经济效率替代增速并使经济总效用可持续稳定，最终结果是为了取得经济发展的成功。尽管化解过剩可以通过供应、需求两端相对平衡，但是，如果不切实际地假想需求无限前提下主动制造过剩，相对过剩就变为绝对过剩，在经济增速下降中的经济质量提升就将很难做到。因此，中央政府更应当在全社会对过剩的危害认识很浅、更不重视的现状下予以强制性对策，这种强制产业和企业的规制冲动，是为了达到结果是好的目标。如同过去改革开放 40 年的经验，并非每一步战略国策全社会均能很快深入领会与贯彻（例如当年“入关或后称入世”就几乎没有多少中国人认同其意义和远见），但长期以后的现在，全体中国人再没有谁不能认识与赞同改革开放的重大意义了。当前，实施提高经济质量的国策，针对化解生产过剩这一具体而重大变量的强制，若干年后，等中国经济发展再次显现取得阶段性成功之后，那时候同样一定不再是当下全社会的不赞同、不能认识重要性的情形了。

更应明确指出的是：中国社会在长期适应高速增长之后，即便经历了“十八大”、“十九大”的纲领性、战略性阐述，对于中国经济进入“新时期”的客观规律认识依然不深，尤其是关于对“经济

增速”的认识——对于经济不可避免的长期减速准备不足甚至“不愿正视”。2018年，诸多社会现象所暴露的这方面问题特别明显，将不利于坚定地贯彻国家战略及各项改革开放举措，反而使得全社会应对压力的能力不足，会使短期问题长期化，给国家实现不同阶段的战略目标增添一定难度。

我们认为，在过去约三年中，经济增速的实际结果已经远远好于趋势增长潜力了，这是全社会艰苦努力的成果，但更应当看到，2019年-2020年将是经济增速下滑可能加快的主要期间，2020年左右GDP增速在5.5%甚至更低都属于正常的、必然的合理现象。这就需要花更大的努力，才能使得实际结果好于这样的预期，可谓极其艰苦的时期。在2019年，一方面，经济增速下滑，会给地方政府收入、产业企业收入、就业和居民收入带来更多压力，市场约束条件进一步收紧会给“经济感受”增添进一步压力，但是在有所心理准备后，也不必过分渲染悲观论调；另一方面，希望正是这种压力，促成全社会对经济减速下的调结构、转方式时期的客观规律有更深入的认识，对提升发展质量以保证不完全失速的可持续发展的必要性也有更深入的认识，从而对不得不做的广泛深入转型升级艰苦努力、培育新增长点及开拓外部市场空间就会有更强的紧迫感，从而在具体贯彻国家战略和相关政策上付诸行动而不是盲目乐观或空谈悲观甚至制造矛盾上均能体现出各经济领域明显加快。如何将压力转化为动力，将是2019年-2020年中国经济社会需要付出极大努力的最重要课题。

我们认为：首先是最大程度地正视压力与困难而不是掩盖、回避经济中的困难或不切实际地高估现状，然后才能找出合理对策并切实付出各领域的广泛行动，才是最为务实的有效途径。如同2018年我们相关阐述所指出并且中央政府所做的那样，在广大企业已经尽力前提下如果是因为总需求不足，政府就应当承担责任想办法弥补；相应地，在政府已经努力扩大市场总需求来提振经济总量的前提下，企业也更应当明白当前及今后一个时期总需求受到市场约束的现实，这是政府无法独自完全解决的客观制约，企业也应当主动面对困难和积极对策。

对于中国经济而言，过去的辉煌成绩也成为“增速方面”的新制约，如何化解已实现工业化规模后就转化为传统生产能力过剩的难题，还要寻找新的增长点、空间或方式，这道“经济天堑”是客观规律，没有捷径可走。“中等收入陷阱”这样的教科书经济规律，更没有简单的办法应对，需要长时期地累积努力。若干年后，回头再来看今天的艰难，最终也会成功度过，如同中国过去40年来历程是迈过一道道难关但最终取得了辉煌的经济社会发展成就一样。

（二）世界经济

2018年，世界经济在经历2017年提振到3%以上的金融危机以来多年高点之后，重新放慢。以前三季度看，世界经济增速基本与2017年相当但略有下滑，其下滑如我们去年底预期，但幅度要小于我们预期，主要是在总量中占比极高的发达国家均出现放缓。这种实际状况显示，一方面发达国

家趋势性增长潜力基本释放，并不存在过高的预期，也没有新的办法来创造奇迹；另一方面，这种经济趋势潜力就决定了贸易摩擦升级不是偶然，而像中国等新兴市场国家企业对于向发达国家出口的依赖也就没有拓展更大空间的可能，需要主动降低预期和转变对发达国家的不现实依赖。在工业产值好于 2017 年的前提下，发达国家服务业、就业消费、投资不足等均暴露出软肋，预示着 2019 年发达国家还要延续一段时期经济下滑压力。

广大发展中地区 2018 年经济增长总体也略有放缓，但是结构差异极大。事实上，经济增长出现快于 2017 年的国家，在 2018 年明显增多，但由于规模太小从而使得对于提振整体发展中地区的增速作用不明显。值得一提的是，2018 年发展中地区消费尤其是基本消费本就具有的巨大潜力得以进一步释放出来，提振了经济增速，而不少国家的工业化初步成效明显，这两项主要因素将是未来发展地区经济增长的主要动力，但是，如我们去年所述，投资严重不足一直是并仍将是全球包括广大发展中地区经济增长的最大制约，只有投资明显增强，发展中地区经济增速才会更强。

世界经济增速同比%—GDP（世行加权数据、美元计价）

GDP	一季度	二季度	三季度	四季度	全年(2018 修)	其中：发展中国家(2018 修)	发展高出
2007 年	4.02	4.15	4.23	4.00	4.28(4.12)	9.65(9.1)	4.98
2008 年	3.39	2.62	1.49	-1.13	1.58(1.62)	5.86(6.17)	4.55
2009 年	-3.54	-3.22	-1.99	0.70	-2.02(-1.95)	1.96(2.53)	4.48
2010 年	3.75	4.44	4.52	4.35	4.23(4.18)	7.88(7.84)	3.66
2011 年	3.81	3.25	2.95	2.59	3.15(3.1)	6.48(6.47)	3.37
2012 年	2.80	2.42	2.13	1.85	2.29(2.29)	4.88(5.09)	2.8
2013 年	1.86	2.29	2.72	3.12	2.50(2.44)	5.19(5.12)	2.68
2014 年	2.96	2.82	2.81	2.82	2.85(2.8)	4.64(4.79)	1.99
2015 年	2.97	2.94	2.74	2.41	2.76(2.73)	3.80(3.74)	1.01
2016 年	2.27	2.33	2.35	2.73	2.42(2.42)	4.04(4.22)	1.8
2017 年	2.83	3.04	3.3	3.24	3.1	4.91	1.81
2018 年	3.18	3.15	2.87		3.06(前三季)	4.89(前三季)	1.83

世界经济增速同比%—工业产值（世行加权数据、美元计价）

工业产值	一季度	二季度	三季度	四季度	全年(2018 修)	其中：发展中国家	发展高出
2007 年	5.71	5.61	5.57	5.48	6.00(6.04)	11.02	4.98
2008 年	5.40	3.04	0.50	-6.19	0.63(0.63)	6.37	5.74
2009 年	-13.41	-11.55	-7.50	0.53	-8.75(-8.2)	1.23	9.43
2010 年	10.14	10.83	8.92	7.87	10.27(8.9)	11.65	2.75
2011 年	6.39	4.51	4.96	3.65	4.35(5.03)	8.72	3.69
2012 年	3.61	3.36	2.13	1.64	2.98(2.99)	6.45	3.46
2013 年	1.62	2.32	3.24	4.39	2.89(2.91)	6.19	3.28
2014 年	3.88	4.08	3.14	2.65	3.37(3.39)	5.45	2.06
2015 年	2.20	1.53	1.96	1.29	1.63(1.64)	3.49	1.85
2016 年	1.29	1.93	1.71	2.77	2.14(2.15)	4.41	2.26
2017 年	2.97	4.03	3.78	4.15	3.68	5.23	1.55
2018 年	4.33	3.87	3.64		3.95(前三季)	5.38(前三季)	1.43

2019年，世界经济以增速看将弱于2018年，这如同IMF等国际官方机构于2018年中还在调高世界经济展望、秋天又开始下调世界经济展望的摆动现象一样，预计明年这些官方机构、世界经济论坛等民间场所均可能大肆渲染经济放慢，放大悲观气氛。由于发达经济体和中国这样的大国经济增速将下调，2019年的确难以避免世界经济总体增速放慢的趋势。但是，一方面，放慢的程度如何，存在变数并难以估计。我们认为放慢的程度不至于过大，因为目前本就属于低速前提，不高的基本潜力仍然存在；另一方面，我们坚持认为2019年有可能在抵抗大国下滑基础上世界经济存在向好或者远好于预期的变数。主要理由在于对广大发展中地区的评估可能出现实际偏差。其一，发展中地区已经显现强劲消费潜力、工业化潜力，我们不认为有充足理由认定发展中地区也会必然跟着大国下行；其二，事实证明，发展中地区对大国的免疫力尤其是对于美国为代表的发达阵营的经济破坏的免疫力已经大大增强了。尽管这种预期还要经受2019年实际运行的考验，但至少这是2019年将以实际为准的最大变数的可能性之一，而与往年不同的是，这种变数是难得的向好的方向的变数。对于中国产业、企业而言，如果出现，很可能面对来自嗅觉灵敏、效率更高、更加务实的发达国家企业的领先一步抢夺市场份额的竞争。

关于“贸易摩擦”对世界经济的影响，有待实际检验，但是我们明确认为不仅负面影响有限而且中长期有利。鉴于2018年此因素如此沸沸扬扬并打乱了全球范围内的政府、社会及企业、政府间官方组织的阵脚，也起到了更坏的、混淆视线的泥沼性作用，并对金融市场和体系构成了实际的夸大扭曲性影响，在此我们有必要明确表达经济理论性的观点。

其一，贸易摩擦自金融危机后十年来一直存在且逐年增加，具有必然性。在暴露全球范围内的生产过剩背景下，经济存在失衡，在没有找到新办法尤其是有潜力和办法前提下也不愿意采取应对的十年来现实条件下，出现无法改善生产力促进经济增长下的贸易摩擦就属于“应对过剩”的必然手段。以此看，尽管“保护主义”是杀鸡取卵的下策但理论上也不是没有“化解过剩”的积极意义；

其二，仅限定在“贸易摩擦”范畴内而论，看似短期负面压力可能存在，但注定一定时期适应后对世界经济的利好提振作用会显现。过去数年，我们多次指出“全球范围内需要广泛地调整经济结构”，这是建立在“世界经济传统过剩”的大前提下的，因此要么寻找培育新增长点，要么探索新的增长方式，要么强制性削减过剩以使经济效率提升通过纠正失衡来使世界经济增长可持续。其实，这就是把全球的经济结构调整而不是某一两个国家单独结构调整放到了首要位置。中国的“供给侧改革”是领先对人类经济发展理论与途径的探索性贡献，习近平提出的“人类命运共同体”发展理念也是针对当今世界经济具体问题而给出的极其合理有效的经济发展理论贡献。任何经济因素、问题及经济评估都是辩证的，都是具有前提条件下的方程式，因此，谈论“货物贸易摩擦”不能忽略“生产过剩”、“需要广泛调整经济结构”的大背景，“货物贸易摩擦”是通过强制性关税平衡来纠正

生产过剩并改进生产效率及要素分配，具有积极意义。一定时期后，也通过总量重新平衡后提升经济效率、纠正生产过剩造成过低通胀或通缩的扭曲性负面微观营商环境、改进宏观收支结构及改进要素分配与流动以实现均衡效益、迫使扩展新的经济增长范畴等诸多方面，体现利好作用；

其三，如何界定“保护主义”至关重要，也存在理论偏差。2018年过分夸大了“以增加关税为主的贸易摩擦”，如果说通过改变关税可以看成是政府之手下的一种“半市场”行为——因为其可以通过企业及要素重新均衡来比较容易地、比较短期地以市场经济化解，那么，“以限制外国企业投资或不准企业经营为手段”的政府壁垒才是真正的“保护主义”。如果说前者仅针对货物，那么后者范围可以无限扩大；如果说前者在市场经济中利弊参半，那么后者通过破坏要素流动、破坏经济增长途径、扼杀经济增长范畴等才是对世界经济真正的、最大的破坏，而且这种对世界经济的毁灭性作用长期都很难消除；

其四，在中国已经领先主动调整经济结构、率先纠正传统工业生产过剩的经济失衡从而对世界做出了积极贡献（如大幅削减了全球钢铁生产过剩条件下的对外出口）的背景下，2018年中国企业成为贸易摩擦升级、投资保护主义的最大受损方，的确委屈，也构成短期利益损失并造成巨大困难，但是，唯有通过改变经济方式如转移投资、更加均衡地改善贸易地区结构和产品结构等途径来转型升级，在现实驱动应变和压力推动淘汰落后的双管齐下努力之后，相信中国企业经历一段时期后具有更强的全球竞争力，并在新的全球价值链中更为稳固可持续。如同过去40年中国经济遭遇的各种困难并不少也不小一样，尽管这是遇到的新的表现形式的挑战，但是相信对中国而言，这一困难终会被克服，现在的损失终将会弥补。

二、通 胀

2018年，无论是中国还是全球看，尽管年中通胀明显恢复性上行并有利于微观经济营商环境，但全年平均通胀基本上继续保持平淡偏弱，略高于2017年总体水平，为世界经济恢复提供了一定的贡献，尤其是这一即便算是微小的通胀上升也对企业经营有所帮助。据倍特期货对占世界经济总量超过85%的主要经济体通胀加权计算，2018年约为同比2.74%，年中一度回升到3%以上的中性通胀水平，但随着欧中美等大国通胀冲高回落，通胀水平再度被拉低。

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)	(倍特期货加权)
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	2.18	3.29	154.79	2.52
2018年	2.2	2.64	158.96	2.74

注：2018年数据为未完全数据，待修正。

通胀既反映、改善了经济增长的状况，以世行加权计算的截尾平均水平，可以替代全球平均的核心通胀率，2017-2018年全球核心通胀率回到2%以上的中性偏低水准，但已经大大好于2015-16年，反应近两年世界经济增长动力增强；

通胀也受经济增速略有放慢的影响，因此，2018年总体上在冲高后再度减缓。其中，大国和部分先期经济增长强劲国家如越南印尼等的通胀均先扬后抑，即便变化最慢的美国也在四季度出现了与经济增速一道放缓的迹象，欧元区通胀疲弱也与其经济增速率先放慢的情形一致。而大约30个左右的发展中经济体出现了通胀明显上升，也与其工业化提振、消费增强相吻合。比较具有差异意义的是菲律宾、东欧这样的国家或地区，通胀走升，反映了投资增长明显，但仅属于少数。

2019年，全球通胀受制于传统生产过剩、总体消费及就业增长力度不太强等因素，也将与经济一道下滑，但预计通胀波动程度更大；消费物价下滑尤其是受石油跌价影响后的消费物价、受大宗商品乏力或先行下跌所影响的生产物价，总体增速下行程度要大于经济增速下滑，这对包括中国在内的全球企业总体而言，会大大增添经营压力，不仅业务放慢、竞争加剧，即便通过金融或货币因素偏大反应后的全球股市，受制于企业收入影响也将因低通胀而承压。

中国经济中传统经济特色的权重占比高，因此，大宗商品价格通过影响企业主业、进出口环节税等方式，使得企业出厂价PPI同比增速和政府税收增速在2018年明显跟随了大宗商品期货市场的步伐，下半年PPI走低、财政税收增速也开始于10月份起出现了负增长，验证了我们在去年底所指出的“大宗商品难以出现2016年-2017年那样的涨幅将影响企业收入、财税收入增速和GDP年度增量”。预计，2019年，中国PPI进一步承压，再度出现月度同比的负增速不可避免，这通过微观经济层面对于企业经营和股市指数、通过财税收入等宏观层面均将会显现压力增大。

三、货 币

2018年，中国央行主要工作除了通过货币政策稳健适度来承担控制系统性风险的职责之外，配合扶贫攻坚战、乡村振兴战略做出了主要贡献，在普惠金融、绿色金融方面与法国等其它国家的相关部门一道也做出了积极领先的出色工作。在IMF等要求宏观审慎管理框架之下，中国央行探索微观审慎加积极支持经济均衡发展方面也更加深入，除了适时下调商业银行准备金支持三农贷款、中小企业融资外，还针对性改进了相关的管理规则。在中国推进增加进口平衡的国策背景下，针对货物顺差的外汇占款投放减少，适时使用便利借贷工具向银行体系注入流动性，使得宏观流动性宽裕，短端市场利率保持低位。于年末，中国央行还决定新创设了“定向中期借贷便利”，以定向支持金融机构向小微企业和民营企业发放贷款。在以窗口指导利率灵活调整为手段引领下，不同市场主体所成的市场利率走廊的结构分布也有所改善，在利率市场化之后，以价格调控利率为主的方式进一步得以体现。

2019年，预计中国央行货币政策在事实上没有太多余地也不应承担更多短期职责的前提下继续保持稳健，适度微调流动性以按需平衡和窗口利率指导必不可少。但可能存在两方面的变化、探索与挑战。我们认为：

其一，鉴于中国经济尤其是货物进出口平衡环境发生根本性变化，银行准备金体系中的基准比例是依据过往历史制订的，现在是否应当降低准备金率基准，存在必要。在外汇占款已经不再是投放流动性的主渠道之后，金融机构流动性来源方向改变为主要受制于央行窗口了，那么已经没必要要求那么高的准备金率；

其二，货币政策尤其是利率政策对于调控宏观经济功能极强，但是，也是一把双刃剑，宏观经济实际效果常常存在货币政策的负面抵消作用。2019年，在中国经济继续减速压力加大的环境下，来自产业企业、社会、政治、金融市场等诸多方面的压力也会加大，预计2019年不仅有各种来自社会及金融市场声音干扰，而且甚至有来自公共财政和地方政府的施压，中国央行不仅应当在事实上货币政策已经过于宽松的背景下顶住压力，还应当在最容易犯货币政策错误的2019年保持稳定，央行坚持货币政策该有的稳健独立，不犯盲目驱使下的错误。

四、财 政

2018年，继2017年中国财政收入与支出的增速均明显加快之后，出现增速下滑。截止前11个月，预算内公共收入、支出、总税收、企业所得税等均出现了增速放慢，但依然高于或接近GDP增速。不过，财税收支是名义数据，扣除通胀之后的实际增速已经低于GDP增速，除了反映出积极财政对宏观经济的贡献作用、减税降费对产业企业的支持之外，也表明公共财政的压力已经增大。在保障民生支出和新增乡村振兴战略、扶贫攻坚战的支出保持最大力度的前提下，2018年《政府工作报告》所显示的赤字财政额发挥了巨大作用。

如我们过去几年来对公共财政贡献所赞誉的那样，这一年，中国各级财政继续在调整经济结构、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、农业供给侧及乡村振兴、支持科技生产力和双创潜力的经济新动能激发、预算管理等方面，均取得了良好的成绩。

中国全国财政收支同比%及大宗商品价格累计同比%（中国财政部数据、中国期货市场）

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	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	7.4	10.7	8	11.3	7.7	34.8	32.7	17.87
2018年	6.5	9.5	9.4	9.3	6.8	26.1	38.2	4.82

(2018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。)

为了稳定投资，在发改委安排地方政府以基建相关为主的专项债券之后，财政部积极推进并管理地方政府的发债，在支持经济的同时，截至2018年11月末，全国地方政府债务余额18.29万亿元，比2017年末的余额16.4万亿元增加约2万亿元，但控制在了全国人大所批准的限额之内。

继我们夏天指出地方政府基金余额偏高之后，可以发现自2018年9月起，加快了政府性基金的使用，不仅用完了当年全部结余，还分别在9-11月动用了往年国库结余额887亿元、1047亿元、2315亿元，据估算往年结余只有5340亿元尚未使用，为了稳定市政开发及房地产投资，弥补宏观总需求不足的压力，可能后期财政还会继续扩大使用直到0结余，以体现政府对经济的最大支持。

2018年，大宗商品累计同比涨幅仅有4.82%，远低于2017年的17.87%，但是大宗商品仍存在涨幅，所以通过企业税收尤其是国企上交税金对公共财政依旧正贡献，财政收入也基本能接近GDP

增速。但是，随着大宗商品乏力和价格下跌，不仅影响四季度和全年 GDP 的名义年度增量，而且对财税收入的负面压力已经显现。2018 年 11 月，全国公共财政收入已经负增长 5.4%，而全国总税收 11 月同比-8.3%。这种影响和压力，还将延续到明年上半年并可能继续增大市场约束、宏观约束。

2019 年，财税收入压力显而易见。其一，将加强税收征管；其二，在 2018 年四季度及 2019 年通过减少个人所得税对社会实现普遍降税后，除了降费仍可在中央经济工作会议要求下扩展空间外，通过压缩非基本开支来保证重点的方式也可为减税腾出部分空间，但减税的力度会因财政收入限制而缩小。在经过多年实施之后，这一政策手段对经济的综合效应实际也将明显缩减，这就需要产业、企业、社会承担更多责任尤其是积极市场进取；其三，《政府工作报告》中应当建议全国人大批准赤字到法律允许的极限；其四，加大或突破国债发行额度；其五，地方压力 2018 年小于中央财政，除了地方政府想办法之外，2019 年在经济压力下预计地方政府收入压力会增大，考虑拓宽地方专项债的项目范围，并需要全国人大想办法批准更高的额度（中央经济工作会议已指出）。

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、2017 年财政收支“艰难地平衡”之后，2018 年总体在平淡中平稳，但更多发展中国家显示出全球总体看的财政收支局面比 2017 年略有改善。其中，发达国家紧平衡中少数国家收支压力转为增大，发展中国家差异甚大，但更多小经济体得益于经济增长所创造的税收增加。

但应当看到，这种改善的力度很小，经济和收入仍处在低水平上的有限好转，政府收入对经济的可支持量及手段还相当有限，即便是部分经济状况较好的中小经济体，因其开支需求巨大，“力不从心”局面也难以短期改变。2018 年，中国企业新增的承接外部工程承包量明显负增长，也反映出各地大项目及投资的启动困难，有需求却缺少实力，政府财政是关键制约之一。

以全球范围的消费零售指标，也可以管窥一豹。在 2015 年-2017 年，消费指标连续三年低于多年前的 2010 年水平之后，尽管 2018 年消费增长并在支撑世界经济方面功不可没，但是消费仍属于相当低的水平，还远没有恢复到 2010 年的消费量，世界经济增速 2019 年转为放慢也属必然，全球范围的财政收支平衡困难仍将存在。

全球消费零售量指数（世行加权数据）

消费零售	指数	指数	指数	指数	
2005 年	87.2	2011 年	106.9	2017 年	94.7
2006 年	93.9	2012 年	101.4	2018 年	97
2007 年	104.5	2013 年	102.2	(2018 年为前 10 个月数据，待修正。)	
2008 年	110.5	2014 年	102.2		
2009 年	97.7	2015 年	89.6		
2010 年	100	2016 年	90.2		

五、市 场

如我们在 2017 年底所述“未来不短的时期内金融市场可能会相当沉闷”，金融市场在世界经济复苏的背景下度过了 2017 年平稳较好的一年之后，2018 年显得更加沉闷，尽管增添了如美国股市年初急跌——中间大部分时间亮丽上攻——秋冬再跌的热闹、中国股市及新兴金融市场也有大幅波动，但是这种热闹不仅负面，而且受美国影响亦步亦趋显得全是牺牲品，难言 2018 金融市场有益或积极。

经历了金融危机十年来日益扭曲的金融市场氛围、西方金融变态心理、人气与资金躁动主导而非基本因素影响之后，2019 年将延续，难以现在就预期有大的根本性改观、或者某种质的飞跃。

在 2017 年底，我们主要指出了如下的预期：“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”。现在，2018 年已经过去，其中部分实际有所兑现，无论是股市及股指的大部分时间躁动，还是 2018 年 10 月-11 月中国商品期货市场的躁动，都显示“貌似不平淡”却把扩大波动变成了反向躁动。

对于 2019 年，即便西方金融扰乱的不确定性还是“莫许有地”高并不可完全避免会影响国内金融市场体系，以及国内金融市场也存在自身问题和各种独立的复杂因素的影响，但是，我们预期：

其一，基本延续 2017 年对 2018 年那样的总体特征预期，即是说金融市场仍然以平淡为主，尽管其间可能新增某些或各种因素的激荡（例如国外商品期货及全球外汇市场的局部或个别），但总体是并无主要提前预期下的难以持续。不过，有所不同的是，金融市场总是要建立在前期基础之上而言，相对于 2018 年，2019 年市场难度会略有降低，或者说清晰度感知会略有升高甚至较大提升。

这对于各方面的投资者而言，也算难得的好的一面。即便在多数时间复杂并显得沉闷，但总有一些明显简单且波动放大的阶段——尤其延续 2018 的基础至 2019 年前期先行释放的话，其后更是如此。

其二，在世界和中国经济放慢压力增大的预期下，对金融市场总体也压力增加，这可能是难以逃避的“潜在主基调”。尽管我们认为金融市场只应当合理适度反应这一基本因素，但是鉴于一贯的金融市场夸张特性，尤其是可能 IMF、政府机构会反复言论强化实际并没有那么大的经济下行程度，金融市场如何做出实际反应，不详且只有随机观察应变。如果说宏观环境及经济基本面所影响的金融市场主基调相对清晰使得金融市场实际反应又基本上属于“沉闷或杂乱”的话，这些可看成价格内的特征，那么类似官方机构对经济评估所造成对金融市场的“额外”影响就属于价格外的声音干

扰，可能不止于此的是，媒体、社会、金融市场内各种声音或争执的影响，更为沸扬纷乱，将造成金融市场承受较为复杂的扰乱，但市场最终选择出的线条可能是有干扰却事后看简单；

其三，如果说凡事辩证且可以构成 2019 年金融市场不多亮点的话，就是美元长期趋势性转跌、人民币合理程度阶段回升特征对金融市场体系的影响，但预计幅度不会剧烈且过程复杂。对于“人们选择性过度看重”从而使得其实际影响过大的“人民币对美元”这个单一汇率，应当严斥其过去一贯的“该跌时跌得少、该涨时涨得多”特性，以防止其超出合理上涨部分的夸大性破坏宏观经济与微观经济。因为，2019 年经济压力增大且本就难以平衡，如果人民币对美元升值过度超出合理部分，对宏观经济将构成超额的压力，而在“三年强制性供给侧改革”之后，微观领域并不能保证自觉约束，因人民币升值激发的各种乱象可以使微观经济重蹈覆辙，最终会放大到宏观经济压力；

其四，在已有 2018 年直观画出的一些市场两段式特征之后，2019 年“两段式”会相对清晰的几率升高，这是总体沉闷预期下也算不多的突出特性。综合考虑，2019 年的两段式可能是先跌后涨，这点对于近年来的金融市场沉闷而言，可算是不多的好处与容易之处。然而，也存在难点，其在于期间沉闷时间过长或时机难以确定，并也还可能因出现客观意外变化或非客观的人为打乱而无法兑现——为此，在已经预料各种声音干扰金融市场整体并预料到在大宗商品市场存在主次因素争执不定情形的前提下，我们要特别针对商品期货市场提前指出两点：

1、经过 2018 年针对中国基建投资下滑严重而准备了更多项目之后，按照年末的中央经济工作会议部署，还会扩大城际交通、物流体系、城市市政建设、农村环境和房屋等方面的投资力度，2019 年基建投资将比 2018 年好转且可能适度提振总体投资局面；同时，因为产能过剩而使得过去占固定资产投资比例大的工业投资，2019 年也将促进企业技改升级及产业信息化投入来提升经济质量，从而使得工业固定资产投资有所恢复性增加。这些在投资领域的可能变化对需求端定价大宗商品存在合理支持，但金融市场的人为评估就可能出现对于主次基本因素的分歧，形成对市场的波动影响与结果；

2、在最近三年，供给侧改革实现了在经济总量中占比甚高的传统产业效益转正并提升了中国经济可持续增长的质量，非常来之不易。供给侧改革只是手段而不是最终目的，加强微观经济根基、调整经济结构来提升经济质量才是目的，就今后长时期都是主要矛盾的供应本身而言（据 2018 年底的中央经济工作会议论述），改善并达到新的高质量、高效供给才是其目的。为此，2018 年末的中央经济工作会议已经提出继续坚持深化供给侧改革，并且“必须坚持以供给侧结构性改革为主线不动摇，更多采取改革的办法，更多运用市场化、法治化手段，在‘巩固、增强、提升、畅通’八个字上下功夫”。实际上，中央已经将“供给侧改革”长期化、制度化、市场化、法制化。现在还不清楚中央政府在 2019 年如何准备供给侧改革后续配套的具体举措，我们认为：其一，应当强硬地规制所有

事实生产过剩的产业及企业，以保证微观经济可持续的高质量发展环境；其二，作为承担服务于实体经济功能的中国大宗商品期货市场，应当主动尽职责，拿出实际有效的办法制约那些偏离国家政策要求主线过大而盲目制造过剩的产业和企业。

其五，假如非要提前就给出“意外”不可的话，那就是我们在经济展望中所指出的，世界经济尤其是发展中地区经济增长不仅没有严重下滑反而强劲。如果实际显现了，企业和市场感受就完全“意外”，那么，这是金融市场在 2019 年可能遇到的向好、而不是过去实际所显现的总是年年向坏的“意外情形”。

此外，值得指出的是：金融市场总是建立在前期基础之上的相对变动，因此，人为划分年度预期只是参考和为了描述的方便，市场实际是连续的流水，可以改变相对路径，需要动态评估。年年金融市场里国内外的各种展望其实是一种人为僵化，因为市场实际并非按自然年度划断。例如：2018 年四季度内外金融市场的大幅波动会根据变化还可能延续、累积到 2019 年，并再以此作为基础来影响人为划断的 2019 年后续，这一基础如何，之后的所谓 2019 年金融市场路径也可能相对地叠加变化不同；再例如：因为人为展望和其它原因，年年的“春季情结”基本是国内外金融市场人为制造的，并往往总是对投资者造成推高后下跌的伤害，2019 年仍可能存在这种躁动倾向，但可能幅度比历年缩小，那么这类惯例的短期躁动对投资者伤害也可能在 2019 年会相对较小。

六、政 治

我们在 2016 年、2017 年末的《宏观年报》中连续两年指出：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。2018 年，从世界各地政府、民间社会对和平环境、经济增长、民生改善、就业增加的诉求看，明显比 2017 年加强；国际社会对中国提出的“人类命运共同体”新发展理念的理解也更加深入，并出现了更为广泛的认同和实施促进发展的强烈愿望，也已经初步体现到行动上了。

影响力下降的美国，在 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后，2018 年，重新死灰复燃，表现得更为积极破坏，但是已经更加被孤立，连“北约”都可能并最终朝向“欧洲人自己的安全防卫组织”。与此同时，以美国传统媒体和金融势力为主的阵营，在失落从而格格不入之后，其与全球社会大众为敌的“新公敌”角色，2018 年也因为金融扰动全球显得影响力增强，并可能沾沾自喜，但是 2018 年未能、将来最终也不可能独善其身。

美国 2018 年表演的越积极，就越会加强除美国之外广大地区的凝聚力，这是朝向世界积极进取方向的有利因素；但是，美国越失落，也就越会找帝国的存在感，就会变本加厉地竭尽所能破坏，虽然其只不过自导自演很想给全球看但其实只能给自己看的“没我地球一定不转”的笑话，但给世界和平与发展进程增添的麻烦和实际破坏，却需要全世界来分摊。

全球冲突地区形势趋于好转；但是，2018 年显现增加了一些新的国家的小规模冲突，加之应对难民问题依旧是长期艰巨任务，表明需要世界协力合作推动经济增长，才是实现和平发展环境的根本解决之道。中国 2018 年在多方面为世界及地区和平与发展做出了积极努力，其贡献也受到国际社会的重视与好评，中国仍应当坚定地顺势扩大努力，并对世界向好发展主动积极贡献。

七、收 支

在 2017 年世界货物贸易从连续两年负增长、连续五年近零增长后大幅反弹到增长高于 10% 的基础之上，2018 年世界货物贸易继续在高基数上迅猛增长 10% 以上，其中进口增速高于出口增速，这既有货物量增加因素也有价格提振因素的贡献（其中包括油价），但均反映了世界经济的复苏。有必要指出的是，2017 年-2018 年货物贸易总额增速是以美元计价且美元总体处在高位实现的，实际的货物流比数据所显示的还要更加强劲。

2017 年-2018 年，全球各地的货物贸易收支逆差扩大，起到了提振经济复苏的杠杆作用，主要得益于全球消费出现微弱复苏，实际上，发展中地区大多数经济体的总体经常账户逆差扩大现象比货物逆差更明显，这充分反映了广大民众的基本消费还具有很大潜力，这是经济可持续复苏的有利基础，只是还没有找到有效途径释放投资、就业、增加民众收入。

十年来正是因为经济低迷之下货物逆差反而在扩大，只有发展中地区经济增长强劲了，债务乃至逆差才可能会、也一定会下降，改善“经济低迷与逆差扩大及债务加重”这种十年来的不正常局面。

世界货物国际贸易（世行加权数据）

货物贸易	出口 同比%	进口 同比%	差额 万亿美元	出口 同比%	进口 同比%	差额 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	-6.6	-12.946

2006年	15.4	15.2	-7.079	2016年	-2.9	-5.3	-11.888
2007年	15.5	15.4	-8.165	2017年	10.3	12.2	-13.607
2008年	14.7	14.7	-9.364	2018年	11.3	13.4	-15.344
2009年	-21.9	-24.3	-6.748	(2018年为依据前三季数据推算,待修正。)			

2018年,大约有超过30个中小规模国家的经常账户赤字大幅扩大,因为不得不增加进口满足大众消费需求。在这些国家中,有的是在2017年出现动用黄金储备来满足进口消费之后,2018年只有任有经常账户赤字的扩大,即便这些发展中或极不发达国家储备捉襟见肘,也将满足消费和改善民生放在了首位。

在充分显示更多地区有强烈的发展经济意愿的同时,更应当谴责所有大国经济体尤其是众多高储备国家,应当看得见世界经济在严重地区结构差距下并非没有增长前景、也不是“零和游戏”,需要担起责任,主动增加对广大发展中地区投资,促进共同发展并对彼此都有实在好处。

预计2019年,随着大国经济增速放慢和全球通胀适度回落后对计价金额的下拉作用,世界货物贸易增速将适度放慢,但是,我们不认为会大幅下滑。其一是需求基础刚性仍然存在;其二是企业跟随或促进物流地区结构改变会部分提振需求及贸易量;其三是即便贸易摩擦和投资保护主义抬头,仅因为美元适度回落和发展中地区本币适度走强,就可以在数据上抵消保护主义的负面影响。对于中国企业而言,无论压力被迫还是主动求变,均应该积极顺应大势所趋,努力拓展新的贸易地区结构,减少不再现实的过度依赖发达国家。

世界官方储备 (世行数据)

官方总储备	总余额			比较 GDP	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	12.85	15.53	
2001年	2.1782	6.18	4.44	2011年	10.6407	10.69	16.68	
2002年	2.5545	17.27	5.09	2012年	11.4111	7.24	17.49	
2003年	3.1951	25.08	6.19	2013年	12.0836	5.9	18.08	
2004年	3.8976	21.98	7.27	2014年	11.9269	-1.3	17.36	
2005年	4.405	13.02	7.92	2015年	11.2416	-5.75	15.92	
2006年	5.3023	20.37	9.15	2016年	11.0201	-1.97	15.24	
2007年	6.6776	25.94	11.05	2017年	11.8108	7.18	15.84	
2008年	7.3565	10.17	11.99	2018年	12.2429	3.66	19.46	
2009年	8.5179	15.79	14.17	(2018年为依据前10月数据计算,待修正。)				

作为金融危机十周年之际的2018年,在长期以来全球社会高喊世界经济低迷的背景下,以各国政府、政府间国际组织指责经济低迷的口号最为响亮。

因为，正是各国政府尤其是众多发达或领先的经济体政府，把官方储备推到了 12 万亿美元的历史高位，也是这些政府形成了相当世界经济总量 1/5 的收缩杠杆，严重压缩了世界经济增长的动能。

在世界经济如此长时期低速、广大发展中地区需要投资和就业的前提下，2018 年官方储备与世界经济规模的比率居然接近 2006-2007 年、2003-2004 年这些经济高速增长时期的情形，因此，发达国家、大国经济体、领先经济体的政府该负有不可推卸的责任。

对于美国来说，如此多官方储备主要补贴了美国政府和其金融体系。2018 年，不止是俄罗斯、土耳其代表性地大举抛售美国国债并大增黄金储备，还有超过 20 个国家明显增持黄金来替代了美元资产，预计这种势头已经并将继续扩大。

对于提出“一带一路”战略得到全球积极响应、提出“人类命运共同体”新发展理念被寄予厚望、同时又是第一储备大国的中国来说，一方面，需要承认经历五年努力取得初步成效后的 2018 年在“一带一路”方面中国企业主动努力步入了一个低谷，另一方面，沿线地区有着强烈的发展经济愿望却急需支持甚至有的是“等米下锅”，为此，中国应当加快削减没有必要如此高的官方储备，尽快转化为对外投资以提振世界经济尤其是发展中地区经济，实现外方及中国企业的长期市场双赢。我们认为：在世界经济和中国经济 2019 年处在十字路口情形的考虑之下，中国官方储备不再只是应当削减 5000 亿美元规模，而是应当分三年左右削减 1 万亿美元。

❖ 免责条款

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