



太和智库  
Taihe Global Institute

# 太和寰宇财经月刊



张超、张家瑞

2017年5月刊 总第三期

太和智库  
北京市朝阳区世奥国际中心 A 座 2208  
010-84351977  
[public@taiheglobal.org](mailto:public@taiheglobal.org)



## 五月刊十大核心观点

1. CPI 将逐步走高，PPI 将持续下行，通胀压力增大；
2. 年内 PMI 逐月回落，工业增加值增速高点已过；
3. 固定资产投资高位回落，资金到位率下降抑制投资增速；
4. 房地产销售拐点已现，开发、投资增速将回落；
5. 消费增速将逐级回落，地产价格侵蚀消费能力；
6. 进出口回暖难以持续，外需不确定性较大；
7. 金融监管力度不减，节奏放缓；
8. 五月走势表明黄金价格超跌，原油价格将维持低位；
9. 美股边际风险加大，A 股短期超跌；
10. 债券市场对严监管反应过度，市场严重超跌。

# 目 录

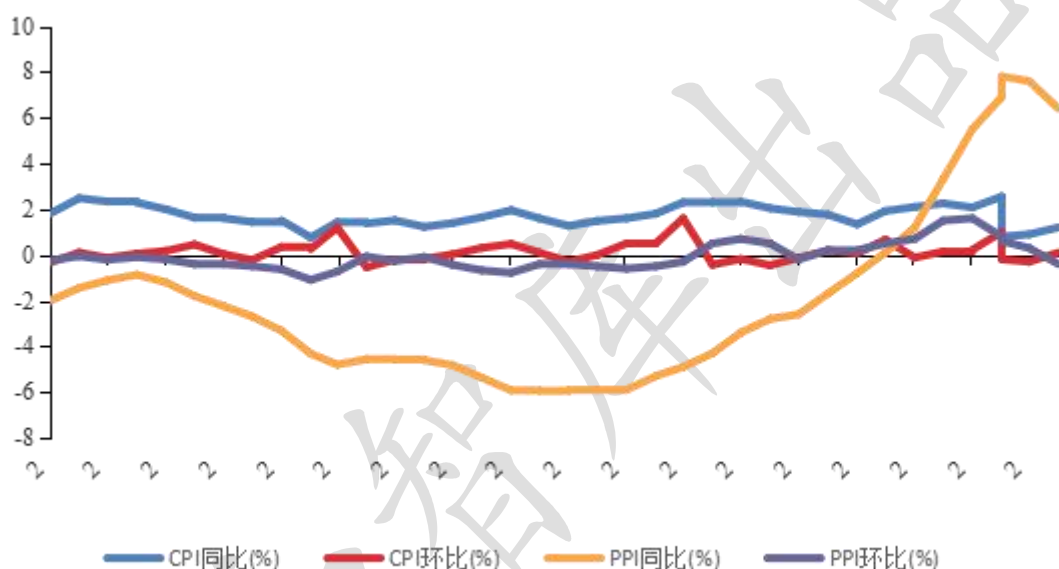
一、中国经济运行评析.....	1
(一) 宏观经济数据评述.....	1
1. 月度价格走势评述.....	1
2. 月度制造业 PMI 评述.....	1
3. 月度工业增加值评述.....	2
4. 月度固定资产投资评述.....	2
5. 月度房地产投资与销售评述.....	3
6. 月度社会消费总额评述.....	4
7. 月度进出口评述.....	4
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	5
1. 价格走势分析与预测.....	5
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	7
3. 工业增加值分析与预测.....	8
4. 固定资产投资分析与预测.....	9
5. 房地产投资与销售分析与预测.....	10
6. 社会消费总额分析与预测.....	12
7. 进出口数据分析与预测.....	12
二、中国金融数据点评.....	14
(一) 中国金融数据评析.....	14
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	16

三、全球金融市场走势预判.....	16
(一) 大宗商品市场评析.....	16
1. 黄金价格评述.....	16
2. 原油价格评述.....	17
3. 黄金价格预测.....	18
4. 原油价格走势分析与预测.....	20
(二) 全球股票市场评析.....	21
1. 欧美股市评述.....	21
2. 亚洲股市评述.....	21
3. 全球未来股市走势分析与预测.....	22
(三) 全球债券市场评析.....	23
1. 美国国债市场评述.....	23
2. 中国债券市场评述.....	24
3. 中国债券市场分析与预判.....	26
四、国际财经热点评析.....	27
(一) “一带一路”战略的机遇与挑战.....	27
(二) 金融监管的“紧”与“松”.....	29

## 一、中国经济运行评析

### (一) 宏观经济数据评述

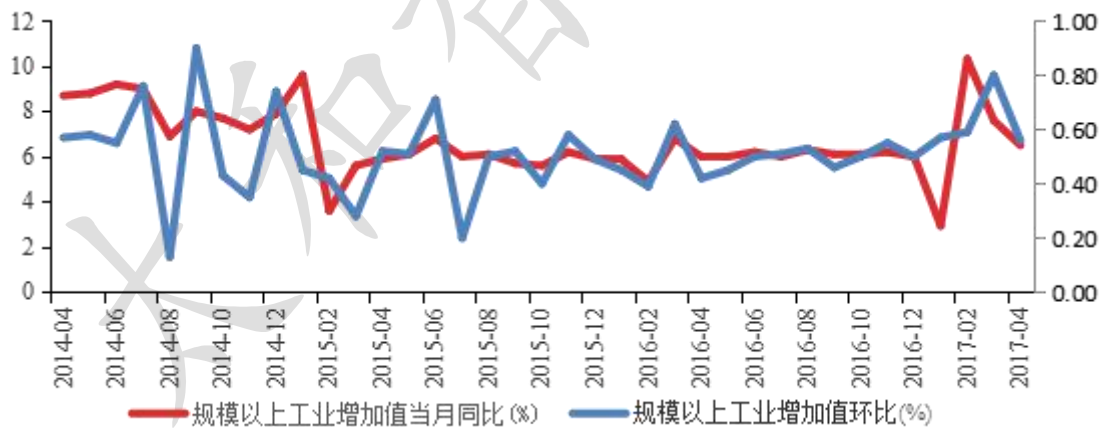
1. 月度价格走势评述。4 月份 CPI 和 PPI 数据，CPI 环比止跌回升，上涨 0.1%；同比上涨 1.2%，涨幅较上月扩大 0.3 个百分点；PPI 环比由升转降，下降 0.4%；同比上涨 6.4%，增速继续高位回落，较上月回落 1.2 个百分点。



2. 月度制造业 PMI 评述。4 月份制造业 PMI 数据为 51.2%，比上月降低 0.6 个百分点，回落至去年 10 月的水平。从分项数据看，生产指数为 53.8%，比上月回落 0.4 个百分点；新订单指数为 52.3%，比上月降低 1 个百分点；原材料库存指数为 48.3%，与上月持平；从业人员指数为 49.2%，比上月回落 0.8 个百分点；新出口订单指数为 50.6%，比上月下降 0.4 个百分点；原材料购进价格指数为 51.8%，比上月大幅回落 7.5 个百分点。

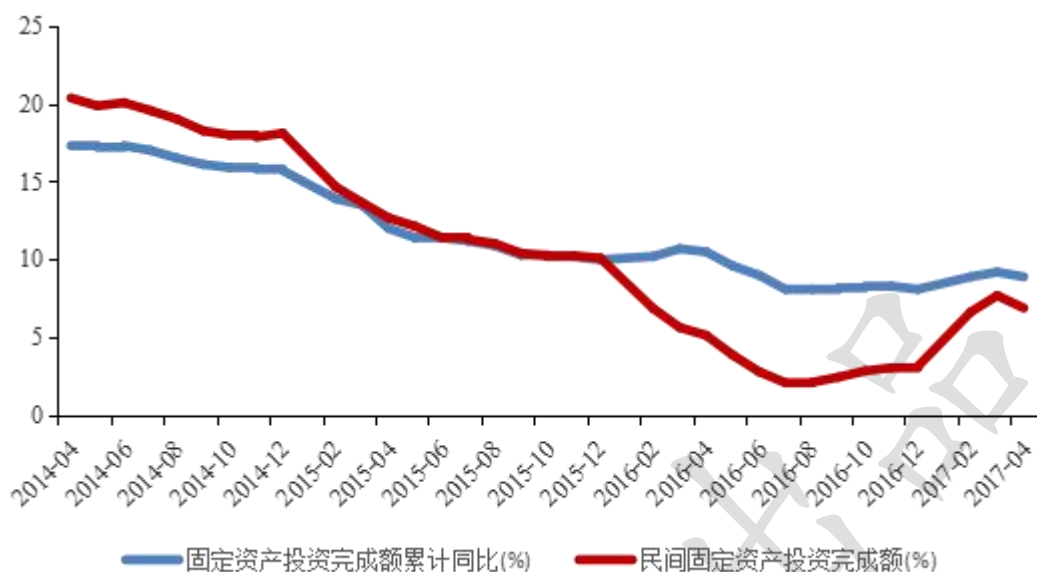


**3.月度工业增加值评述。**4月份规模以上工业增加值高位回落。其中：全国规模以上工业增加值同比实际增长6.5%，增速比上月回落1.1个百分点，但高于去年同期0.5个百分点；工业增加值环比增长0.56%，增速比上月回落0.27个百分点。1-4月份，规模以上工业增加值同比增长6.7%。

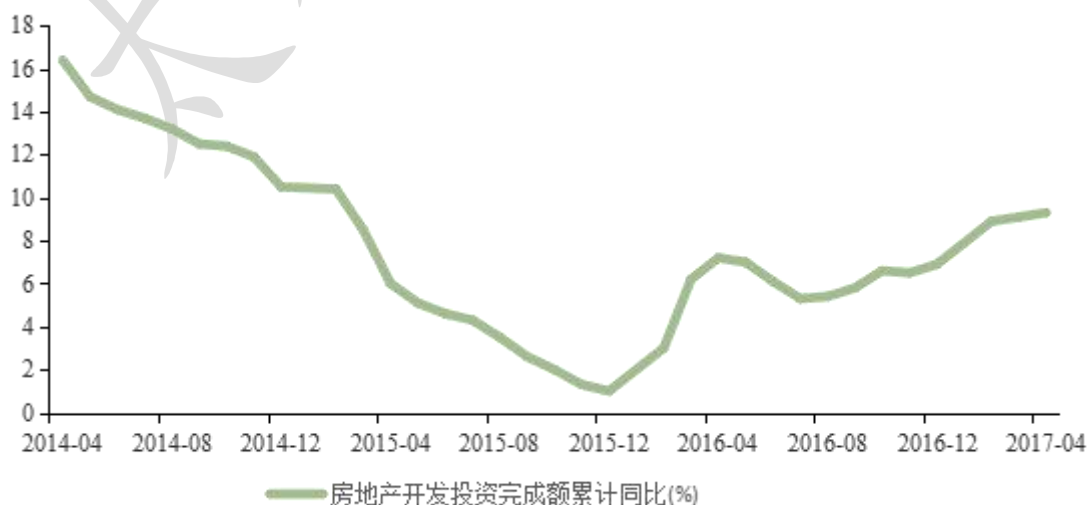


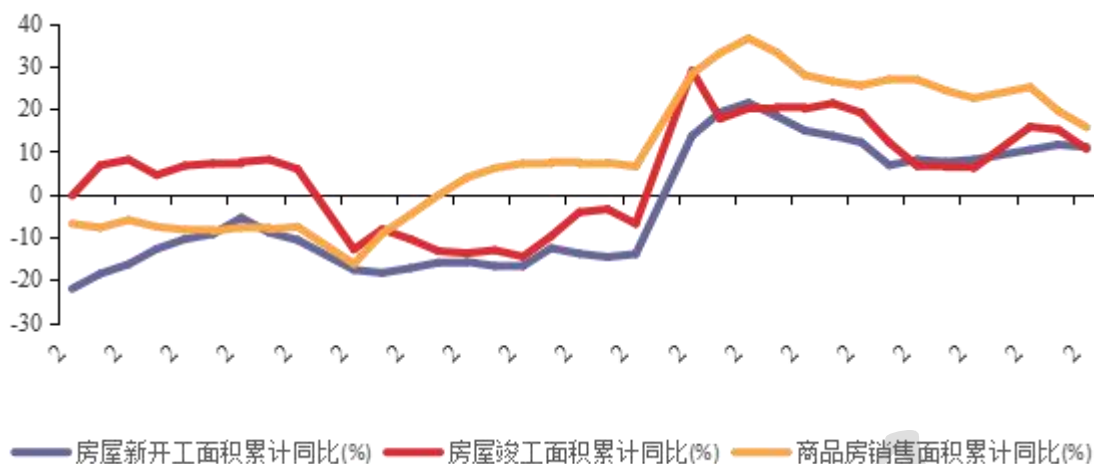
**4.月度固定资产投资评述。**1-4月固定资产投资同比增速持续回落。其中：固定资产投资额14.43万亿元，同比增长8.9%，增速比1-3月降低0.3个百分点，比去年同期下降1.6个百分点；固定资产环比增长0.71%，增速比上月下降0.16个百分点；民间固定资产投资8.81万亿元，同比增长6.9%，增速比1-3月降低

0.8个百分点，民间投资占总投资的比重为61%。

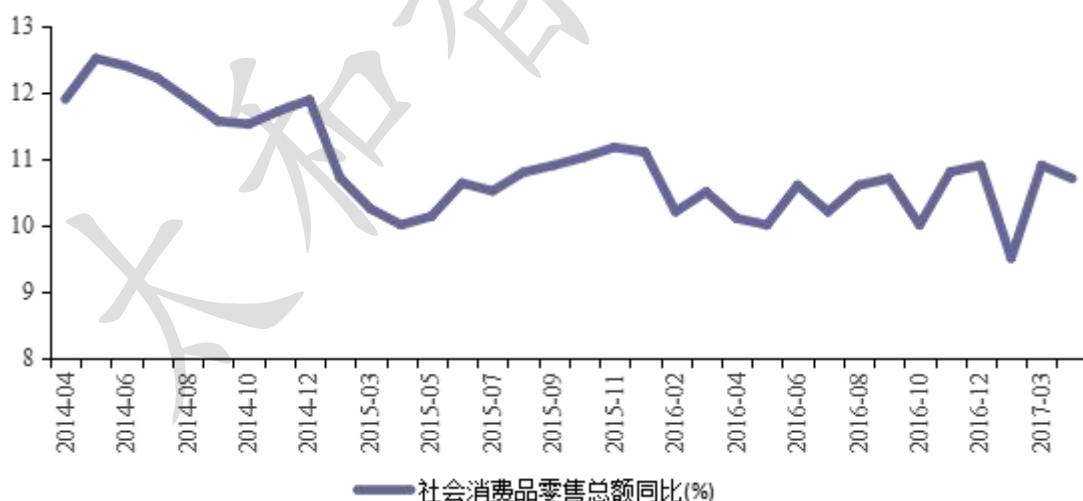


**5.月度房地产投资与销售评述。**1-4月份全国房地产开发投资与销售已现拐点。1-4月，全国房地产开发投资2.77万亿元，同比名义增长9.3%，增速比1-3月份小幅提高0.2个百分点，延续了房地产开发投资增速的上升趋势。房屋施工面积同比增长3.1%，新开工面积同比增长11.1%，竣工面积同比增长10.6%，增速回落4.5个百分点。





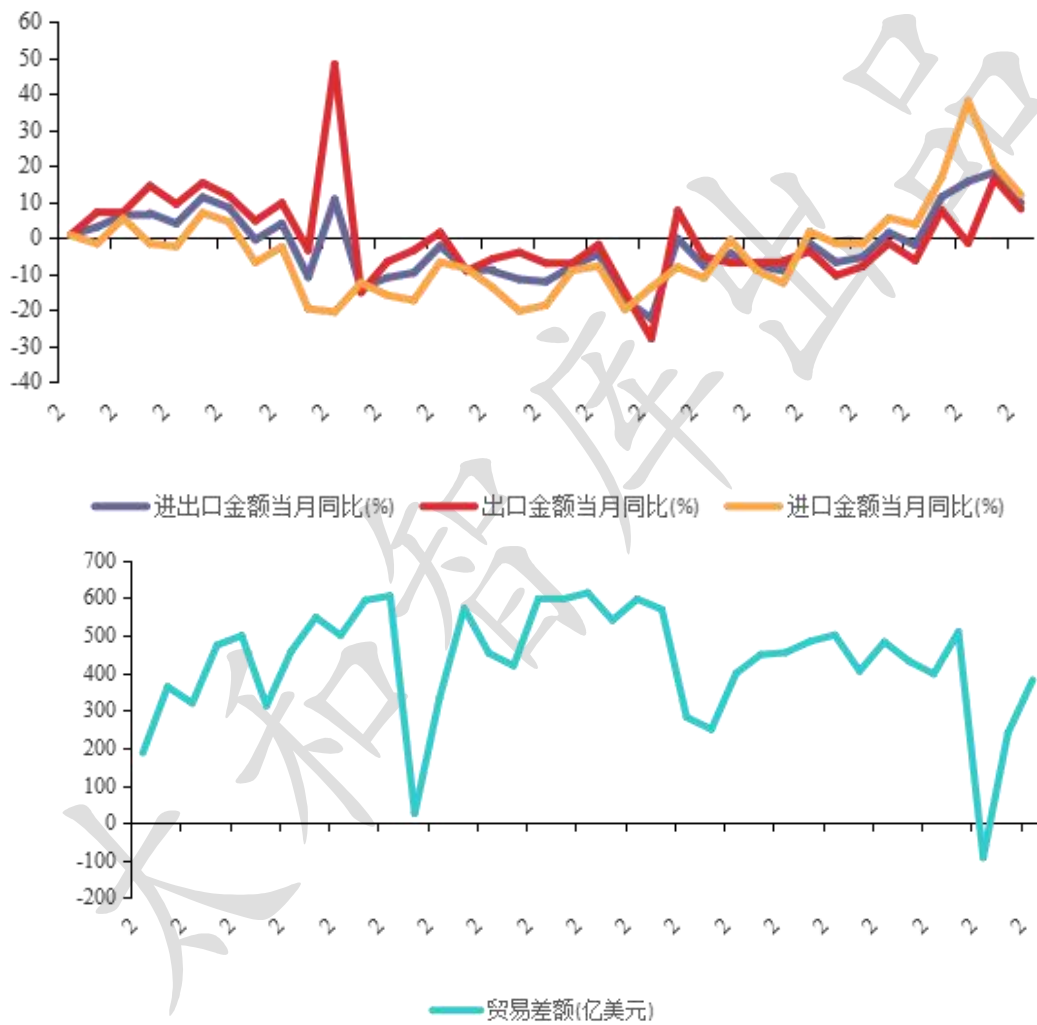
**6.月度社会消费总额评述。**4月社会消费小幅反弹。社会消费品零售总额 2.73 万亿元，同比名义增长 10.7%，增速较 3 月小幅回落 0.2 个百分点，高于去年同期 0.6 个百分点；环比增长 0.79%。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长 9.2%。2017 年 1-4 月，社会消费品零售总额同比增长 10.2%，高于 1-3 月同比增长 0.2 个百分点。



**7.月度进出口评述。**4月进出口增速放缓。4月进出口总值为 2.22 万亿元人民币，同比增长 16.2%，较上月 24.2%增速大幅下降。其中，出口总值为 1.24 万亿元，同比增长 14.3%，上月增速为 22.3%；进口总值为 9791 亿元，同比增长 18.6%，上月增速



为 26.3%；进出口顺差 2623.1 亿元。以美元计，4 月出口同比增长 9.7%；进口同比增长 11.9%；贸易顺差 381 亿，前值 239 亿。今年前 4 个月，货币贸易进出口总值 8.42 万亿元人民币，同比增长 20.3%。其中，出口总值 4.57 万亿元，同比增长 14.7%；进口 3.85 万亿元，同比增长 27.8%；贸易顺差 7150 亿元，收窄 26.2%。



## (二) 宏观经济数据走势分析与预测

**1. 价格走势分析与预测。**非食品价格上涨是推动 CPI 环比和同比上涨的主要因素。4 月非食品价格同比上涨 2.4%，拉动 CPI 上涨约 1.9 个百分点。其中，医疗保健价格上涨 5.7%，旅游价格上涨 4.2%，教育服务与其他用品和服务价格上涨 3.4%，居住价

格上涨 2.4%，交通和通信价格上涨 1.8%。从环比数据看，非食品价格上涨 0.2%，除交通和通信价格以外，相应分项均有不同程度的上涨，拉动 CPI 上涨 0.18 个百分点。4 月食品价格同比下降 3.5%，影响 CPI 下降约 0.73 个百分点。其中，食品烟酒价格同比下降 1.8%，鲜菜价格大幅下降 21.6%，蛋价格下降 11.4%，畜肉类价格下降 4.6%，其中猪肉价格下降 8.1%。粮食、食用油、水产品、烟酒等其他食品的价格上涨幅度相对有限。从环比看，食品价格环比下降 0.6%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点。其中各分项均有不同程度的下降。

PPI 同比继续高位回落，环比下降。4 月 PPI 同比上涨 6.4%，前值 7.6%，继续上个月高位回落的趋势；环比下降 0.4%，继 2016 年 7 月以来首次出现负增长。从环比数据看，生产资料价格环比下降 0.6%，影响出厂价格下降约 0.4 个百分点。其中，采掘工业价格下降 1.2%，原材料工业价格下降 0.8%，黑色金属材料类价格环比下降 1.1%，化工原料类价格下降 1.0%，影响 PPI 同比增速回落和环比下降。

价格指数走势与我们之前分析的结论一致。特别需要指出的是，4 月 CPI 的小幅回升是在权重较大的食品价格大幅回落的情况下出现的。这意味着 CPI 中非食品的部分价格上涨幅度显著扩大。这也验证了我们对 PPI 通胀通过生产资料传导到 CPI 的担心。当然，CPI 的这种上涨并不是经济回暖从而需求上升的结果。相反，这是生产成本上升推动的结果。

CPI 短期受“猪周期”影响将持续走高。目前猪肉价格对 CPI 影响显著，随着生猪“限养”清理的结束，生猪集中出栏结束，猪肉非市场因素供给回落，猪肉价格将触底反弹，这将进一步推高 CPI。

PPI 向 CPI 传导减弱。总体而言，2016 年至今的这一轮 PPI 高涨并不是经济改善的结果，而是货币刺激加上预防性补库存的结果。去年年底以来 PPI 走高主要是原材料价格因素所致，缺乏实际需求。随着需求减弱带来大宗商品价格暴跌，金融监管加强导致基建资金到位率下降、投资回落以及基数因素等综合影响，产能出清尚未结束，上游产品价格有下行压力，产能出清尚未结束，上游产品价格有下行压力，PPI 短期或将出现断崖式下跌。因此，成本上升推动 CPI 上涨的效应也将逐渐减弱。但 PPI 对 CPI 的传导仍然存在时滞性，这需要进一步观察行业层面价格数据的相对变化。

**2.制造业 PMI 分析与预测。**PMI 总指数与分项指数全面回落。4 月中国制造业 PMI 指数虽仍处于扩张区间，但比上月有较大幅度回落，并且结束了 2017 年一季度制造业 PMI 持续回升的态势，尤其是生产、新订单、从业人员、新出口订单、采购量、原材料购进价格、出厂价格等大部分分项指数均出现不同程度的回落，表明制造业景气出现回落。生产指数比上月降低 0.4 个百分点，新订单指数比上月大幅下滑 1 个百分点至 52.3%，反映市场供需两端的回落。新出口订单比上月回落 0.4 个百分点，未能

持续 2016 年底以来的攀升趋势，显示了外需回暖的不确定性。

去库存周期或已接近尾声。4 月产成品库存指数比上月回升 0.9 个百分点达到 48.2%，是 2015 年 4 月以来的新高；原材料库存与上月持平。此轮去库存周期或已接近尾声。

原材料价格下跌是 PMI 回落的主要因素。原材料购进价格指数为 51.8%，比上月大幅下降 7.5 个百分点，并连续 4 个月保持回落；出厂价格指数比上月回落 4.5 个百分点至 48.7%，降至荣枯线下方。

从企业规模分析，中小企业表现好于大型企业。大企业 PMI 指数为 52.0%，比上月回落 1.3 个百分点；中型企业 PMI 指数为 50.2%，较上月小幅下滑 0.2 个百分点；小企业 PMI 指数为 50.0%，比上月高 1.4 个百分点至临界点，并连续两个月上升，企业经营活动有所改善。

4 月制造业 PMI 指数回落，表明制造业景气出现短期回落，进一步支持“一季度将是 2017 年经济增长高点”的观点。展望后市，由于外需的恢复存在较大的不确定性，上游原材料价格持续回落，以及国内金融监管的趋严将进一步增加实体经济的经营成本，未来制造业 PMI 指数将逐月回落。随着国企改革提速，后续制造业的复苏回暖动力将切换至改革激发出的内生增长动力。

**3.工业增加值分析与预测。**三大门类工业企业增加值增速均下滑。其中：采矿业增加值同比下降 0.4%，持续 2016 年 10 月

以来的下行趋势；制造业同比增长 6.9%，增速比 3 月回落 1.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 7.8%，比 3 月回落 1.9 个百分点。

除集体企业外，各所有制企业工业增加值增速均有不同程度下滑。其中：国有及控股企业工业增加值增速比上月大幅回落 2.1 个百分点；外商企业工业增加值增速比上月大幅回落 1.6 个百分点；其他类型企业回落 1-1.5 个百分点。

不同行业增加值同比增速均有所回落，行业分化明显。4 月份，41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长。其中：通用设备制造业、专用设备制造业、医药制造业同比达到两位数增长，分别增长 10.8%，12% 和 11.9%。而汽车制造业、有色金属行业、电气制造业、计算机和通信制造业、热电力供应行业等众多行业工业增加值增速均有不同程度的下降。从产品分类看，除钢材、水泥、乙烯外，有色金属产量、汽车产量、发电量和原油加工量增速均出现同比下降。

工业企业发展不容乐观。4 月工业增加值的回落与 PMI 指数回落、固定资产投资增速回落相一致，一季度暂时性高增长或将逐步回归平稳。原材料价格的回落将使得采矿业和制造业增加值回落的压力加大，经济下行风险或将继续压低工业增加值。

**4. 固定资产投资分析与预测。**三大产业固定资产投资均有所回落。4 月第一产业累计投资同比增长 19.1%，是三大产业中增速最快的产业。第二产业投资增长 3.5%，均比 1-3 月回落 0.7 个

百分点，其中：制造业投资 4.54 万亿元，增长 4.9%，比 1-3 月回落 0.9 个百分点。第三产业投资增长 12.1%，比 1-3 月小幅回落 0.1 个百分点，其中基础设施、水利、公共设施投资同比均有大幅增长，成为拉动第三产业投资增长的主要动力。

计划投资增速回落。从施工和新开工项目情况看，4 月计划总投资增速回落 2.7 个百分点，新开工项目计划总投资同比下降 5.9%。

外商投资负增长扩大。4 月内资企业投资同比增长 9.6%，增速比 1-3 月份回落 0.4 个百分点；港澳台商投资同比下降 4.4%，降幅扩大；外商投资增速由正转负，同比下降 0.3%。

资金到位率持续下滑。从到位资金情况看，固定资产投资到位资金同比下降 1.4%，降幅比 1-3 月略有收窄。其中，国家预算资金、国内贷款、自筹资金、利用外资同比均下降，利用外资降幅进一步扩大。

固定资产投资总体不容乐观。1-4 月固定资产投资从 1-3 月的高位回落。从数据看，固定资产投资的增长动力仍主要来自基础设施投资，但制造业投资持续回落，目前在低位徘徊。综合判断，由于总投资增速和新开工项目计划投资均出现回落，未来固定资产投资增速将下滑，经济增长在一季度见顶后将缓慢回落。

**5. 房地产投资与销售分析与预测。** 房地产开发热情依然较高，但拐点隐现。1-4 月房地产开发投资增速延续了去年底以来的增长态势，创 2015 年 2 月以来的新高。土地购置面积同比增

长 8.1%，土地成交价款同比大幅增长 34.2%，均较 1-3 月有不同程度的提高。但从施工情况来看，房地产开发热情有所回落。房屋新开工面积同比增长 11.1%，较 1-3 月小幅回落 0.5 个百分点，竣工面积同比增速回落 4.5 个百分点。

房地产销售增长，但增速持续放缓。1-4 月份，商品房销售面积同比增长 15.7%，增速比 1-3 月份回落 3.8 个百分点，达到 2015 年 12 月以来的新低。4 月末，商品房待售面积 67469 万平方米，比 3 月末减少 1341 万平方米。三四线城市需求旺盛是房地产投资和销售增长的主要动力，但销售面积同比增速持续放缓。

房地产开发资金到位率小幅回落，增速维持低位。1-4 月份，房地产开发企业到位资金同比增长 11.4%，增速比 1-3 月份回落 0.1 个百分点。其中，国内贷款同比增长 17%，小幅回落；因国内对房地产融资调控的影响持续显现，企业转向境外融资。观察数据，地产企业利用外资余额虽然较低，但增速进一步加快，4 月同比大幅度增长 115.3%。

总体来看，未来房地产行业开发端和需求端热度或将持续回落。我们判断，随着房地产调控效应逐步显现，房地产销售面积或将进一步回落；虽然目前房地产开发投资增速较快，但随着待售面积的提高，销售端压力必将影响开发端，房地产开发增速将逐步回落。同时，房地产企业海外融资增速较快，但受到外债规模的限制，海外融资难以支撑行业融资规模，地产行业资金制约将

愈发明显。

**6.社会消费总额分析与预测。**农村消费增速快于城镇。4月，城镇消费品零售额同比增长10.4%，乡村消费品零售额同比增长12.6%。1-4月，城镇消费品零售额同比增长9.9%，乡村消费品零售额增长12.1%。农村消费增长继续高于均值。

受前期地产销售走强影响，相关消费增速较高。4月家具、建筑及装潢材料消费增速较快，分别为13.9%、13.4%；中西药品、石油及制品增速也高于均值，分别为12.6%、12.1%；粮油食品类、饮料类、家用电器和音像器材等也都保持两位数的增长。需要注意的是，汽车零售总额增长6.8%，增速较3月进一步放缓。考虑到汽车生产同比增长较快，将带来较大的去库存压力。

网络消费依然是消费增长主动力。1-4月份，全国网上零售额1.92亿元，同比增长32%。其中，实物商品网上零售额增长25.9%，占社会消费品零售总额的比重为12.9%，均有小幅提升。网上消费增速继续领先社会消费品零售总额平均水平。

**消费增速或将回落。**随着未来房地产调控效应显现和需求回落，相关行业的消费增速将逐步回落。汽车消费增速比上月回落，与我们前期预测一致，并将继续维持低速增长甚至负增长。随着经济下行压力增大，工业生产放缓，需求端也将受到抑制，预期消费增速会持续回落，且主要依靠农村消费市场和网上消费拉动社会消费总额的增长。

**7.进出口数据分析与预测。**大宗商品依然是进出口“主力”，



但拉动作用降低。分进出口商品类别来看，原材料商品继续拉动进出口增长，但随着大宗商品价格增速的回落和下跌，其对进出口的拉动作用减弱。今年 1-4 月，铁矿石进口 3.53 亿吨，进口金额以美元计同比增长 78.4%；铜矿进口 523.4 万吨，金额同比增长 25.8%；煤进口 6717.2 万吨，同比增长 33.2%，金额同比增长 146.8%；原油进口 1.24 亿吨，金额同比增长 69.8%；燃料油进口 477.4 万吨，同比增长 18.8%，金额同比增长 117.5%；钢材进口 422.9 万吨，金额同比增长 13.9%。但值得注意的是，大宗商品价格的下跌使得进口金额增速相比上月回落。出口方面，集成电路、汽车及汽车底盘、汽车零配件、机电产品、高新技术产品等传统劳动密集型产品是出口增长的主要拉动力。

对欧盟、东盟、美国、日本等主要贸易方的进出口均有回升。1-4 月与各主要地区 and 国家的进出口累计总值显著上升，其中，与欧盟贸易总值以美元计同比增长 9.1%，出口同比增长 7.1%，进口同比增长 12.3%。与美国贸易总值以美元计同比增长 13.5%，出口同比增长 11%，进口同比增长 19.9%。与东盟、俄罗斯、南非以及加拿大、澳大利亚等国的进出口均有两位数的大幅增长。

内外需持续性恢复的不确定性，使得进出口数据的长期平稳增长仍待观察。与 3 月的高增长相比，2017 年 1-4 月进出口数据增速有所回落，但相比去年同期仍然处于较好的水平，外贸增长逐步趋于稳定。其中，4 月欧盟 PMI 创下六年以来的新高，美国新增非农就业人数和失业率均超出预期，主要经济体经济的回暖

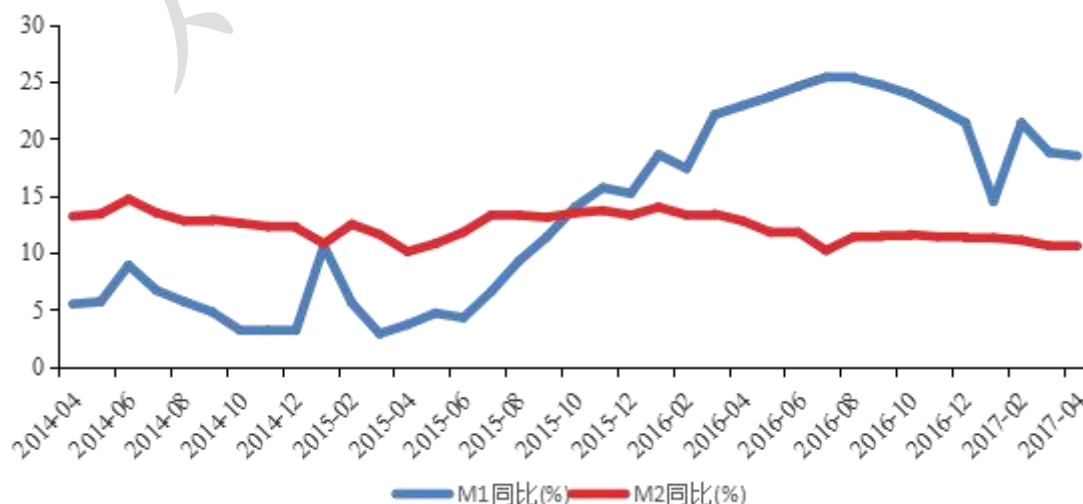
推动外需暂时性复苏，使得出口保持平稳。展望未来，进出口保持较快增长的基础仍不稳固。一是4月国内制造业PMI的回落，显示制造业生产和需求复苏缺乏持久的支撑；二是随着大宗商品价格触顶下滑，去年基数不断提高，大宗商品进口“量价齐升”将可能向“量价齐降”的局面转变，增速进一步趋缓。

## 二、中国金融数据点评

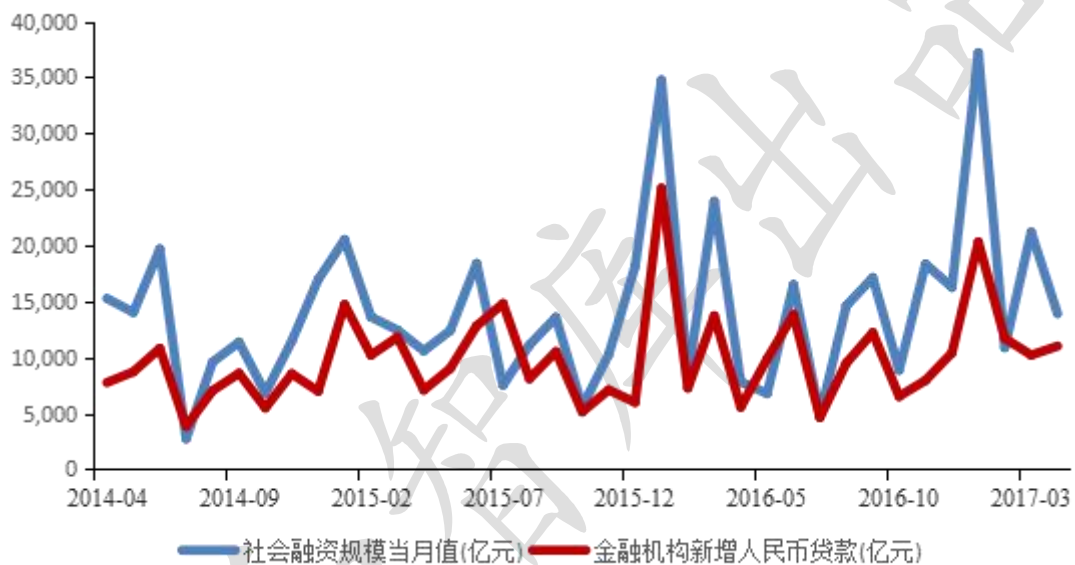
### （一）中国金融数据评析

中国人民银行公布金融数据显示：2017年4月新增社会融资规模1.39万亿元，高于预期1.15万亿元，低于前值2.12万亿元；新增人民币贷款1.10万亿元，高于预期0.82万亿元和前值1.02万亿元。4月M2货币供应同比增长10.5%，比上月小幅下降0.1个百分点；M1货币供应量同比增长18.5%，比上月下降0.3个百分点，均低于前值。

**M1和M2增速双双小幅回落。**4月M1和M2同比增速双双回落，总体保持平稳。随着未来金融去杠杆、房地产降温带来企业投资需求减少等因素的影响，M1、M2或将维持回落趋势。



严监管导致表外融资大幅减少，带动社会融资规模大幅收缩。4月新增社会融资规模1.39万亿元，比上月大幅减少7289亿元。其中，新增委托贷款、新增信托贷款、新增未贴现银行承兑汇票三项表外融资项目分别为-48亿元、1473亿元和345亿元，比上月大幅减少2087亿元、1640亿元和2044亿元，成为4月社会融资规模大幅减少的主要因素。



新增信贷环比小增，同比大增。4月金融机构新增人民币贷款1.1万亿元，比上月多增800亿元，同比大幅增加5444亿元。4月新增居民中长期贷款较上月微降至4441亿元，虽仍然维持在高位，但在一定程度上反映了住房抵押贷款的触顶；4月新增企业贷款5087亿元，比上月多增1401亿元，同比多增3672亿元。其中，新增企业中长期贷款5226亿元，同比多增5656亿元。在金融严监管压力下，债市利率走高，大量信用债放弃发行，使得企业债券融资仍处于435亿元的低位。加上表外融资规模收缩，信贷成为企业主要的融资方式。随着房地产调控的效应传导

至投资开发环节，未来新增社会融资规模，包括表内信贷和表外融资的供给和需求均可能会现回落。

## （二）中国货币及金融政策走势预判

表外融资或将继续收缩。金融监管趋严，且多个监管文件密集出台，形成共振效应。严监管下表外融资的收缩是社融规模下降的主要因素，这与我们上月的预测一致。就目前的数据来看，金融去杠杆的工作仍将继续，去杠杆的程度还未达到监管要求。因此我们预计未来银行表外融资长期下行已成趋势。

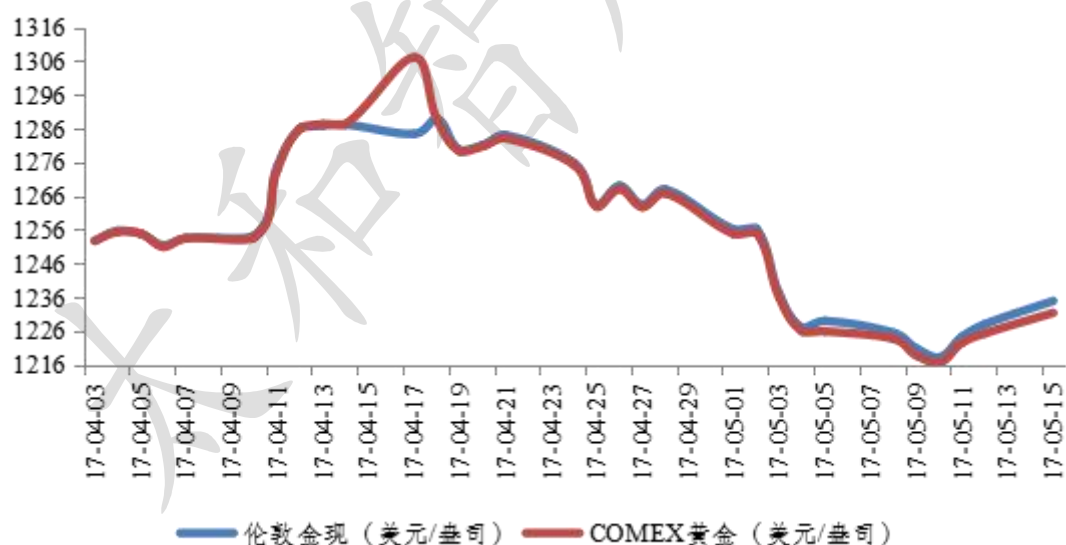
银行信贷“补涨”，但可持续性存疑。新增信贷小幅增长并处于同比高位，尤其是居民和企业中长期贷款维持在高水平，这主要体现为房地产贷款和一季度宏观经济形势平稳引发较高的企业投资需求。此外，银行信贷在一季度受到压抑，导致二季度出现反弹。但考虑房地产调控效应逐步显现，以及工业生产和投资的惯性减弱，经济下行风险将导致居民和企业信贷回落。短期内随着金融监管趋于稳定，社会融资规模，特别是表外非标资产可能有小幅回升。长期来看，企业中长期贷款和非标资产的变化与经济运行状况密切相关。如果企业中长期贷款维持稳定，而非标资产回落较快，经济将在低位调整；若中长期贷款与非标资产出现同步下降，经济大幅下行的风险将进一步增大。

## 三、全球金融市场走势预判

### （一）大宗商品市场评析

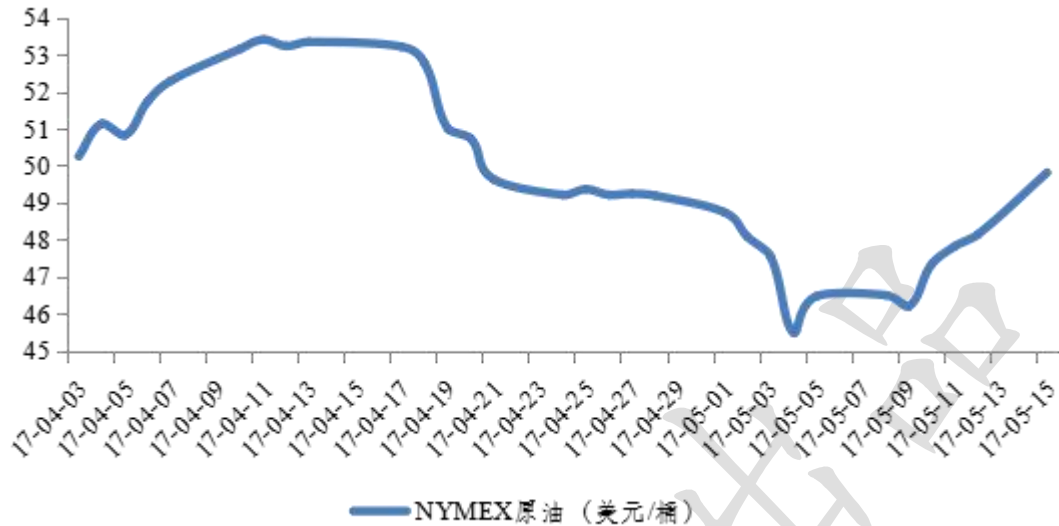
1.黄金价格评述。黄金价格大幅下跌。2017年4月至5月中

旬，黄金价格呈现出短暂上升后持续暴跌的趋势。国际现货黄金4月14日收盘价为1287.16美元/盎司，5月15日收盘价为1234.81美元/盎司，跌幅为4.07%；纽约商品交易所黄金期货4月13日收盘价为1290.1美元/盎司，5月13日收盘价为1227.8美元/盎司，跌幅为4.83%，同时，持仓量由336135手跌至214866手。上海期货交易所黄金期货的价格4月14日收盘价为287.7元/克，5月15日收盘价为279.4元/克，跌幅为2.89%，持仓量由259634手降至220070手。5月10日，三大黄金市场的黄金价格均刷新了3月底以来的最低值。其中，国际现货黄金价格跌至1218.1美元/盎司，纽约商品交易所黄金期货价格跌至1219.1美元/盎司，上海期货交易所黄金期货价格跌至277.05元/克。



**2.原油价格评述。**原油价格持续走弱。国际原油期货价格在4月下旬即跌破50美元/桶，之后一路下跌，至5月4日跌至今年以来的最低值，为45.49美元/桶，环比下跌11.03%，基本回吐了自去年11月底OPEC达成减产协议以来的所有涨幅。虽然

在5月中旬以来出现了震荡上扬的态势，但重新“站稳”50美元/桶的价格区间压力依然较大。



**3.黄金价格预测。**黄金价格大幅波动，短期下跌势头过猛，出现超跌的迹象，价格“超买”与“超卖”快速转换。从中期看，黄金作为重要的储备资产，其价格将会回归至合理空间。

4月以来黄金价格持续下跌主要受到地缘政治风险缓解、美联储加息预期上升等因素的影响。在地缘政治方面，4月美国几乎同时对叙利亚、阿富汗、朝鲜施加军事影响，激发市场的避险情绪升温，黄金价格曾一路上涨。但正如我们曾经分析的一样，由于短期、密集、成本高的大范围军事行动中“作秀”成分越来越多，黄金价格上涨存在“超买”，调整压力激增。4月下旬以来，地缘政治风险的缓解使得黄金价格急剧下跌。一方面，朝鲜半岛局势依然紧张，但尚未出现急剧升温趋势，总体可控；另一方面，4月底的法国大选马克龙击败了极右翼候选人勒庞，化解了投资

人对于民粹主义的担忧。另外，5月以来随着“对朝友善”的文在寅当选韩国总统，是舒缓紧张局势的积极信号，黄金价格进一步下跌。但是，正如4月报告中警示黄金价格存在“超买”一样，5月黄金价格存在明显“超卖”，不易盲目跟风抛售黄金。

在美联储加息预期方面，虽然美联储5月FOMC会议宣布维持联邦基金利率不变，但市场更为关注的是美联储对一季度以来美国经济走弱的看法以及加息的前瞻指引。一季度美国GDP增速疲软，通胀与消费数据也较为弱势，但美联储仍旧表态：“一季度经济增速的放缓可能是暂时性的”以及“支持消费继续增长的基本面依然稳健”。基于美联储对美国经济前景持有的乐观态度，在决议公布后，市场预期6月加息的概率由不足70%上升至接近100%，加上5月初公布的就业数据意外强劲，使得美元指数一改4月份的颓势，开始回升，同时黄金价格继续下跌。



值得注意的是，地缘政治风险的缓解以及6月份美联储加息

预期对于黄金价格的影响已基本释放，黄金价格的调整已基本到位，金价大幅下跌的局面不会持续，我们判断黄金价格短期将维持底部盘整。在中长期，黄金依然是面对各种风险时所必需的储备资产，其价格将会回归至合理区间。

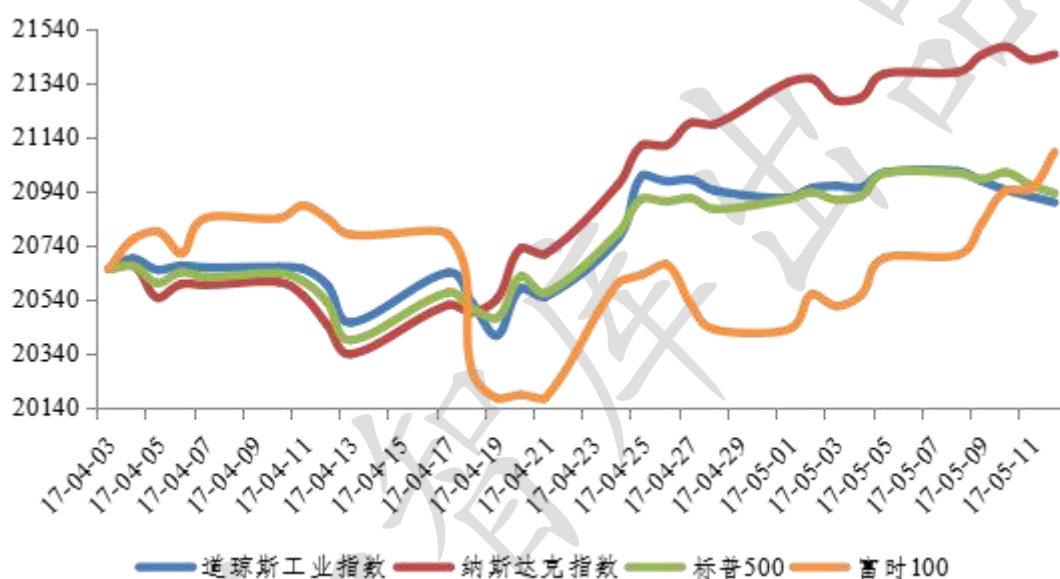
**4.原油价格走势分析与预测。**原油价格将维持低位震荡。从供给看，OPEC 和非 OPEC 产油国就延长原油减产协议达成共识，但市场普遍认为减产协议并没有改变全球原油供给过剩的局面，减产协议并不能有效约束美国、伊拉克、利比亚等国不断增加的原油产量。数据显示，5月初美国石油活跃钻井数增加了6座，达到703座，连续16周增加的同时再次刷新了2015年4月以来的新高。同时，美国能源资料协会（EIA）也称，美国2017年原油日产量将达931万桶，较2016年的887万桶增加44万桶，增幅将高于之前预期。

在需求方面，我们反复强调全球经济增长缓慢，石油需求依然疲弱。据美国能源资料协会（EIA）公布的数据显示，5月初美国炼厂开工率及加工量出现近两个月以来的首次下降。虽然接近夏季出行旺季，汽油库存却反常增长进一步印证了石油需求不足的客观情况。另外，据国际能源署(IEA)、美国能源资料协会(EIA)和 OPEC 三大机构预测,2017年石油需求增长将低于1.4%，疲软的原油需求将会压低原油价格。综上，在未来一段时间内，OPEC 和美国在原油供给方面的博弈与原油需求疲软以及美元强弱变化将引导原油价格在“40 美元/桶”价格区间震荡波动。

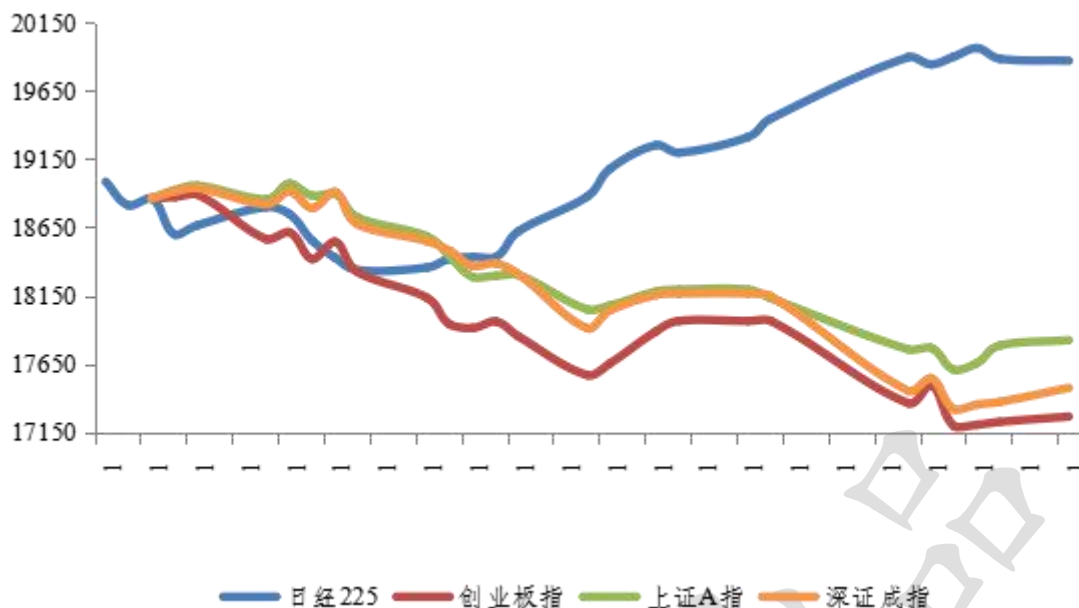


## (二) 全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。2017年4月至今，欧美股市整体上涨迅猛，美国三大股票指数中纳斯达克指数上涨最为强劲，环比涨幅达4.14%，道琼斯工业指数涨幅为1.55%，普500指数涨幅为1.76%。英国富时100指数在4月中下旬短暂下跌后很快反弹，至5月中旬再次突破7400点。



2. 亚洲股市评述。亚洲股市继续震荡下行。4月至5月中旬，除日经225指数外，包括上证A指、深证成指、创业板指等在内的亚洲主要股市均出现了震荡下跌的趋势。截至5月15日，上证A指、创业板指以及深证成指跌幅分别达到4.8%，5.77%和6.41%，成交量更是分别环比下跌了36.72%，10.63%和39.12%。4月中下旬以来，日经225指数增长势头强劲，至5月15日，环比上涨8.37%，成交量环比上涨了17.61%。尽管日经225指数表现良好，但亚洲股市4月以来震荡下行的态势使得未来股市行情仍不容乐观。



**3.全球未来股市走势分析与预测。**全球股市涨跌不一，欧美股市增长势头强劲，亚洲股市表现相对疲软。尽管欧美股市增速迅猛，但增长动能减弱，边际风险加大。因此，随着风险集中度的提升，全球股市震荡下行压力加大。

在欧美股市方面，一是美国经济政策存在较大不确定性。白宫推出了1986年以来最大规模的减税方案，包括企业所得税从35%降至15%、鼓励美元回流、个人所得税从7级简化为3级等等。方案一出，美国三大股指高位窄幅震荡，但除纳斯达克指数外均小幅收跌。如果未来特朗普的减税政策无法得到落实，那么股市风险集中度将会进一步提升。二是地缘政治风险缓解并不能为股市提供长期动力，经济基本面将主导股市。三是美联储表态与经济数据矛盾将增大市场博弈空间，“快加息”或“差数据”对于稳定股票市场预期均不利，股市风险加剧。

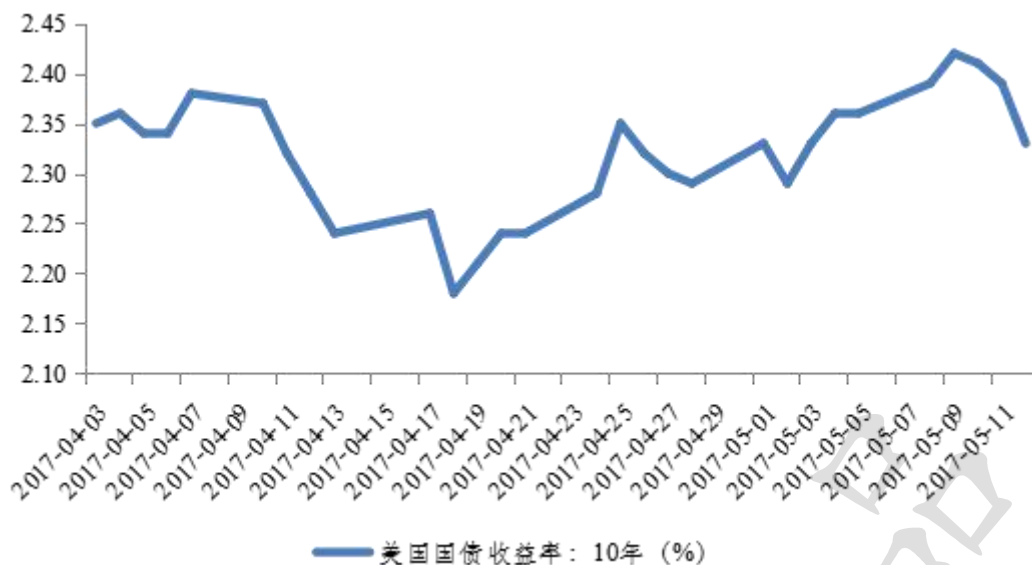
综上所述，尽管短期欧美股市走势强劲，但市场对特朗普新政的质疑，对美国经济真实状况的疑问以及股市增长乏力的担忧

将提升欧美股市风险集中度。

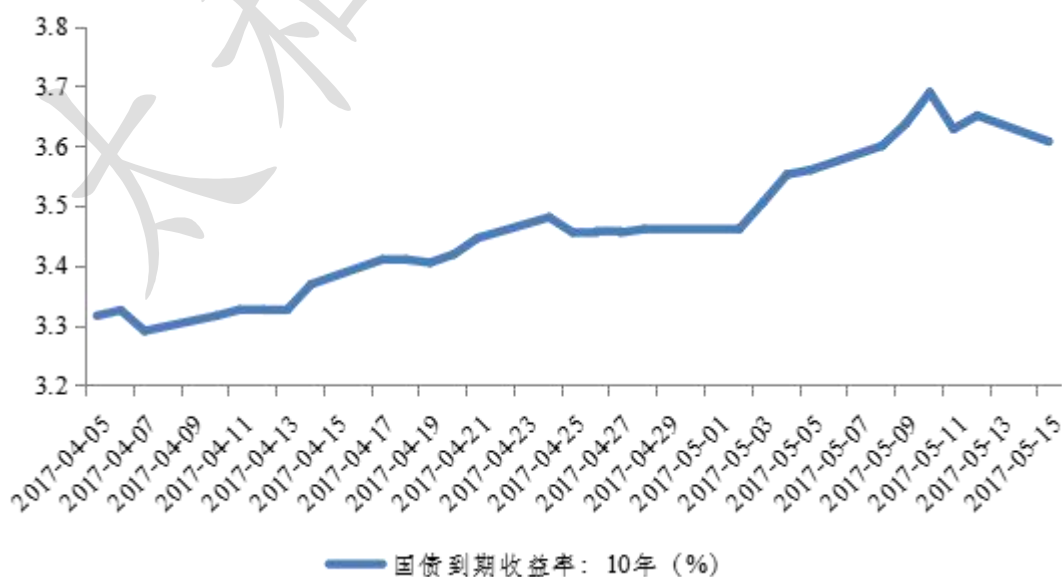
在国内股市方面，上证 A 指、创业板指以及深证成指均大幅下跌。其主要原因在于“一行三会”掀起的中国金融市场监管风暴使得资金面出现了阶段性紧张，市场对金融机构业务收缩的担忧加深。金融监管起初的目的是要防止市场中的套利问题，但是在监管日渐严厉的情况下，市场上出现了过度理解金融监管的现象，导致正规的金融产品也受到了不利影响。因此，在金融监管日渐趋严的背景下，市场上出现了短期超卖的迹象，需要一段时间进行修复和调整。综上，A 股短期、快速、连续的下跌已经令市场超跌，短期买点出现。

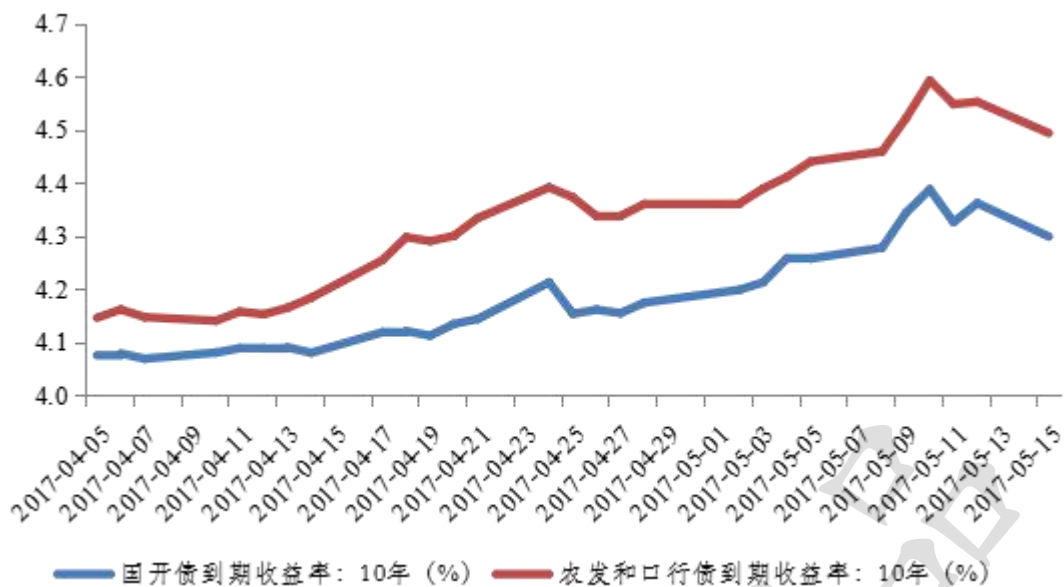
### （三）全球债券市场评析

**1.美国国债市场评述。**4 月中下旬以来美国国债收益率出现震荡上扬的态势。10 年期美国国债收益率在 4 月 18 日跌至 2.18% 的最低点后开始震荡上升，至 5 月 10 日已经达到 2.41%，涨幅为 10.55%。全球地缘政治风险下降，美联储对美国经济的乐观表态以及美国近期回温的就业数据引导美国债券市场收益率上扬。我们判断，在经济尚未出现本质好转之前，风险情绪的波动将使全球债券市场继续保持宽幅波动，美国国债债市短期继续上行空间较小。

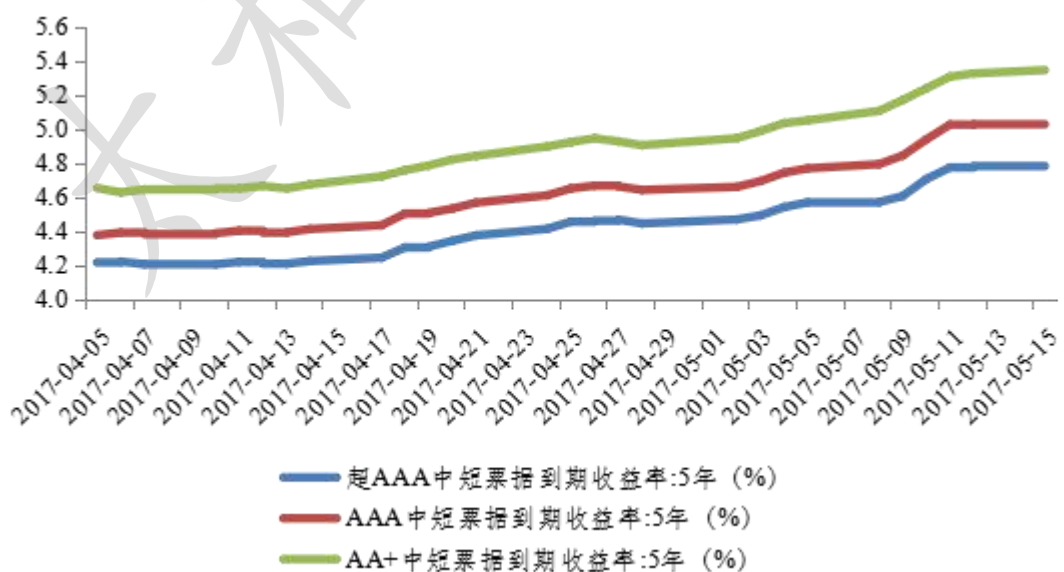


2. 中国债券市场评述。2017年4月以来，中国债券市场收益率呈现震荡上升的态势。在利率债方面，10年期国债到期收益率由4月初的3.31%上升到了5月15日的3.61%，环比上涨9.06%。国开债、农发与口行债的收益率也显著上涨，截止5月15日，10年期国开债到期收益率达到4.3%，环比上涨5.4%，10年期农发和口行债到期收益率达到4.5%，环比上涨7.66%。





在信用债方面，中短票据收益率一直处于震荡上升的趋势，且幅度要高于利率债，调整程度较大。从4月初到5月中旬，5年期超AAA、AAA、AA+中短票据收益率上升幅度均超过了50个基点，其中AAA和AA+中短票据收益率更是上升了70多个基点，迄今为止仍在逐步抬升，信用利差的探底过程仍未结束。



**3. 中国债券市场分析与预判。**我们认为，中国债券市场“超跌”明显。首先，在技术层面，2017年3月以来，中国债券市场各类债券的到期收益率均出现了迅速提升的现象。在利率债方面，10年期国债到期收益率从2016年10月初至2017年3月初的近5个月里上升了约20%，3月中旬至5月中旬短短的2个月内，10年期国债收益率又提升了近13%，同时，国开债、农发和口行债的到期收益率也都提升了10%以上。信用债方面，5年期AAA及AA+中短票据的到期收益率从2016年10月初至2017年3月初的近5个月里上升了约37%，而在最近的2个月内提升了近20%。这从技术上表明近期的债券市场存在着超卖现象。

其次，在监管层面，4月份掀起了一股金融监管的风暴，银监会两周内密集发布7个文件，包括“三套利”、“三违反”、“四不当”、“十乱象”等文件对银行业的同业、理财、投资等业务进行专项治理整顿，减少金融市场套利等风险行为。同时，在4月底中央政治局召开的关于金融安全的会议以及近期官方媒体的表态都重申了“一行三会监管全面趋严”的态度。日渐严厉的金融监管对债券市场的影响主要体现在三个方面：一是由于市场投资者集中度较高，且大都没有经历过危机，也缺乏应对、处理危机的措施，显得无所适。二是由于债券市场对冲工具相对较少，因此市场预期反转时，投资者市场预期的一致性非常强，市场共振产生了超跌现象。三是严监管的外溢共振效应，严监管原来是为了解决套利问题，现在“一行三会监管同步趋严”使得市场

上对监管过度解读，从而影响到了市场上正规产品的正常波动。

因此，无论是从技术层面还是从监管层面去分析，近期债券市场“超卖”都需修复和调整。5月中旬央行发布的《2017年第一季度中国货币政策执行报告》也指出要高度重视防控金融风险，加强金融监管协调，有机衔接监管政策出台的时机和节奏，同时指出金融监管是要解决金融风险而不是去创造新的风险。因此，在杠杆仍然没有显著降低的情况下，要想化解债券市场存在的问题，仍需要金融监管长期、稳定的操作而避免“运动式”、“短期化”监管操作。我们判断，化解金融高杠杆与规范市场运行可能需要几年的修复时间，即通过“以时间换空间”的策略对债券市场进行调整和修复。

#### 四、国际财经热点评析

##### （一）“一带一路”战略的机遇与挑战

5月14号，“一带一路”峰会在北京召开。29位外国元首、政府首脑及国际组织高官出席会议。习近平主席在峰会开幕当天发表重要演讲，对“一带一路”的背景、内涵、意义以及前景进行了系统的阐述。如果说在这次会议之前，世界对“一带一路”仍存有疑虑的话，这次会议之后，沿线国家参与“一带一路”建设和投资的热情有了显著提高。这其中起到关键作用的，恐怕还是这次峰会重点强调并提出了解决相关投资的融资问题。自2013年习近平主席提出“一带一路”战略以来，中国已经在各方面投入大量人力物力。在本次峰会上，习近平主席提出进一步推动丝路基金

建设，中国将追加 1000 亿人民币资金，支持“一带一路”建设。

“一带一路”战略还需考虑风控机制设计。值得注意的是，中国目前在“一带一路”上的投资侧重于基础设施建设，主要集中在铁路、公路、桥梁、发电等重点行业。对于目的地而言，这些基础设施建设有利于带动当地经济发展和投资，解决当地工人就业等问题，但对于中国而言，这些基础设施建设的投资带来的现金流和投资收益则相对有限。在资金利用上，中国自有资金所带动的其他国家“跟投”的杠杆效应并不明显。

“一带一路”投资的资金需求量巨大，但沿线国家经济落后，资本市场欠发达，这导致相关投资在当地融资可能出现困难。此外，这些沿线国家的资金成本也显著高于中国，在当地融资反而成了一种不经济的选择。为了推动“一带一路”战略实施，中国资本持续输出，这种做法的缺陷就是中国将承担绝大部分的投资风险。这些风险包括基础设施建设无法短期内带来足够的现金流，当地政治风险导致投资失败等等。因此，这次峰会重点讨论的一个议题就是疏通“一带一路”的融资渠道，打开大门欢迎所有的投资者参与，分担风险，同时加强互相监管，防止一个国家的资本单方面流动造成本国经济波动。

“不积跬步，无以致千里”是习近平主席在本次峰会上谈到的一个核心观点。“一带一路”的建设是一个长周期的投资。中国同时需要避免“一窝蜂”地把资金投到“一带一路”上来。可以说，用更长的时间评估项目的回报和风险，适当放缓脚步，也是对中国



投资的一种缓冲和保护。

“一带一路”肩负着人民币国际化的使命。通过“一带一路”战略的实施，中国投资者把人民币带到沿线国家，希望当地使用人民币，储备人民币，让人民币更加国际化。不过，这项使命还需要更多的工作来配合完成。就目前的情况看，相关国家使用人民币的意愿并不强，其主要担心的是人民币贬值，而这背后的担心就是中国国内宏观经济的发展以及中国对资本账户的开放。

“一带一路”是一个美好的愿景，但能否吸引其他国家参与，则主要要看中国的出资水平和国内宏观经济以及政策连续性。疏通融资渠道是习近平主席在这次峰会上强调的重点，但这恰好是中国需要动一番脑筋，仔细防范风险的地方。

## （二）金融监管的“紧”与“松”

中国人民银行于5月12日发布了《2017年第一季度中国货币政策执行报告》，统计了第一季度的金融数据，总结了货币政策操作和目标。相比以前的货币政策执行报告，这一次的报告引起了金融市场更大的关注，主要原因就是当前中国金融市场正处于监管趋严的大背景中，市场十分关心央行到底还“爱不爱”自己。事实证明，央行对市场还是“抬了一手”。否则近期出现的股市、债市、大宗商品市场“三杀”行情可能被进一步恶化，甚至引起恐慌性抛售的风险。

银监会在3月和4月密集发布了多份关于监管银行业务的文件，市场普遍理解为这是监管层为执行去年年底和今年年初政府

工作报告中“抑制金融泡沫，去金融杠杆”政策目标而采取的更加严格的监管措施。银监会发布的这些文件有很多内容剑指银行理财产品、委外业务等风险不明晰的投资。但实际上，相对于以前的监管标准，新的监管内容和要求并没有更加严格。那么市场为什么如此“草木皆兵”，对这些监管文件反响巨大呢？

我们认为主要有两个原因。一是这次大家更愿意相信监管层“玩真的”了。从中央经济工作文件，到央行货币政策，市场已经较长时间没有感受到监管层的“关爱”了。特别是央行一再强调货币政策要稳，同时又很长时间没有给市场提供额外的流动性，这对金融市场的信心造成了较大程度的打击。而银监会这次也要求金融机构自查，同时派员进行现场检查，预计后续还将有其他整改措施。此外，银监会发布的文件都冠以“银监发”这么高层级的抬头。这些行动，让市场不敢再“浑水摸鱼”。

二是金融机构自身的问题。说直白一点，只要监管机构没有“动真格”，金融机构总是有动机让杠杆能有多高有多高。特别是从上一轮中国货币宽松周期开始，金融机构持有大量流动性。不论这些流动性以什么形式存在，影子银行也好，SPV 也罢，这些流动性大量在金融市场内部空转，并且是在允许的情况下，以尽量达到一个类似“风险极限”的水平在转。很小的风险事件就可能引爆“金融杠杆”游戏的问题，而杠杆成了风险放大器。当前的监管趋严可能就是“很小的风险事件”，引发了整个金融市场巨大的波动。

不过，事实最终还是证明，央行仍然是“爱”金融市场的。当金融市场“民不聊生”的时候，央行终于开启了逆回购和中期贷款等工具，一周内向市场净投放了 3390 亿元人民币。同时，央行赶紧安抚市场：明确去杠杆的节奏将是温和的，要防止去杠杆变成金融市场风险爆发。尽管没有更多的宽松措施，但央行的这些行动还是极大地安抚了金融市场。

我们可以预期，金融监管的节奏将持续，但监管层不会允许风险事件的集中、大规模爆发。

作者：太和智库研究员、新声代经济学家 张超  
太和智库研究员 张家瑞

参与编辑：中国人民大学经济学院 黄泽清  
中国人民大学经济学院 韦祎

## 免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，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。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。