



太和智库  
Taihe Institute

# 太和寰宇财经月刊



张超、张家瑞

2017年7月刊 总第五期

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)



# 目 录

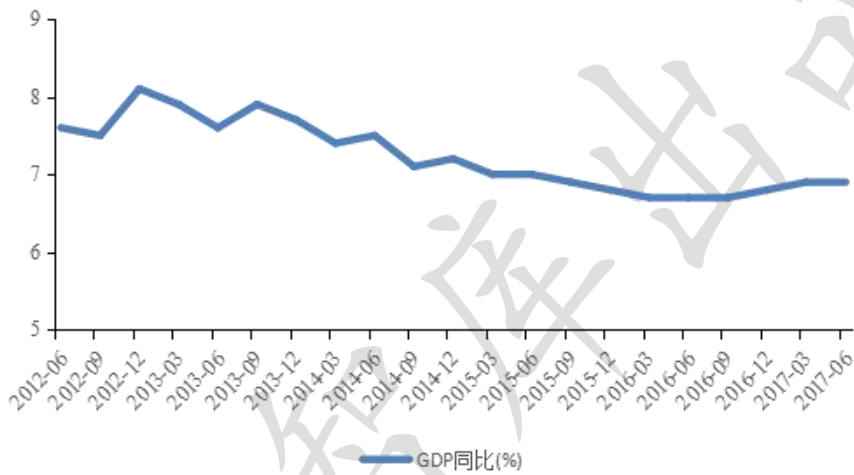
<b>一、中国经济运行评析</b> .....	1
<b>(一) 宏观经济数据评述</b> .....	1
1. 季度 GDP 评述.....	1
2. 月度价格走势评述.....	1
3. 月度制造业 PMI 评述.....	2
4. 月度工业增加值评述.....	2
5. 月度固定资产投资评述.....	3
6. 居民收入与月度社会消费总额评述.....	4
7. 月度进出口评述.....	5
<b>(二) 宏观经济数据走势分析与预测</b> .....	6
1. GDP 分析与预测.....	6
2. 价格走势分析与预测.....	8
3. 制造业 PMI 分析与预测.....	11
4. 工业增加值分析与预测.....	13
5. 固定资产投资分析与预测.....	15
6. 居民收入与社会消费总额分析与预测.....	18
7. 进出口数据分析与预测.....	20
<b>二、中国金融数据点评</b> .....	22
<b>(一) 中国金融数据评析</b> .....	22

(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	25
<b>三、全球金融市场走势预判.....</b>	<b>26</b>
(一) 大宗商品市场评析.....	26
1. 黄金价格评述.....	26
2. 原油价格评述.....	27
3. 黄金价格走势分析与预测.....	29
4. 原油价格走势分析与预测.....	30
(二) 全球股票市场评析.....	31
1. 欧美股市评述.....	31
2. 亚洲股市评述.....	32
3. 全球未来股市走势分析与预测.....	33
(三) 全球债券市场评析.....	34
1. 美国国债市场评述.....	34
2. 中国债券市场评述.....	35
3. 中国债券市场分析与预判.....	37

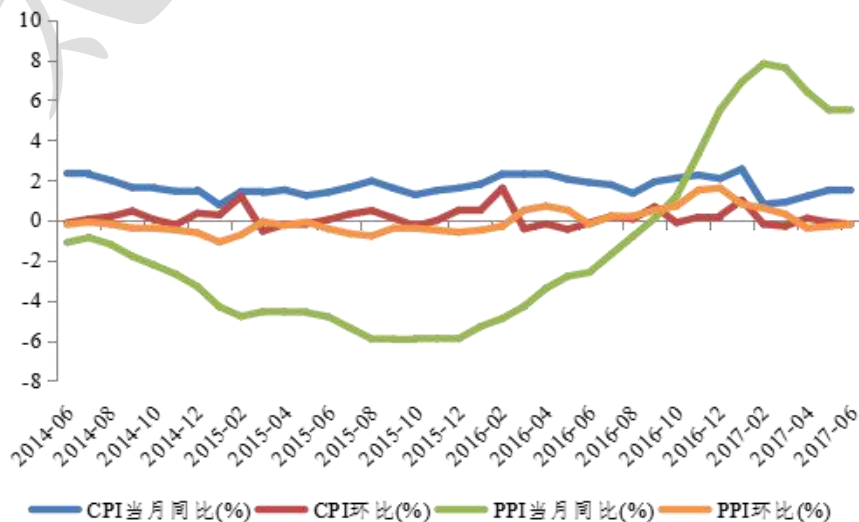
# 一、中国经济运行评析

## (一) 宏观经济数据评述

**1. 季度 GDP 评述。**2017 年二季度国内生产总值 20.08 万亿元，实际同比增长 6.9%，与第一季度持平，且超过市场预期 0.2 个百分点。2017 年上半年，我国国内生产总值 38.15 万亿元，同比上涨 6.9%，经济增速超预期，稳增长压力有所缓解。

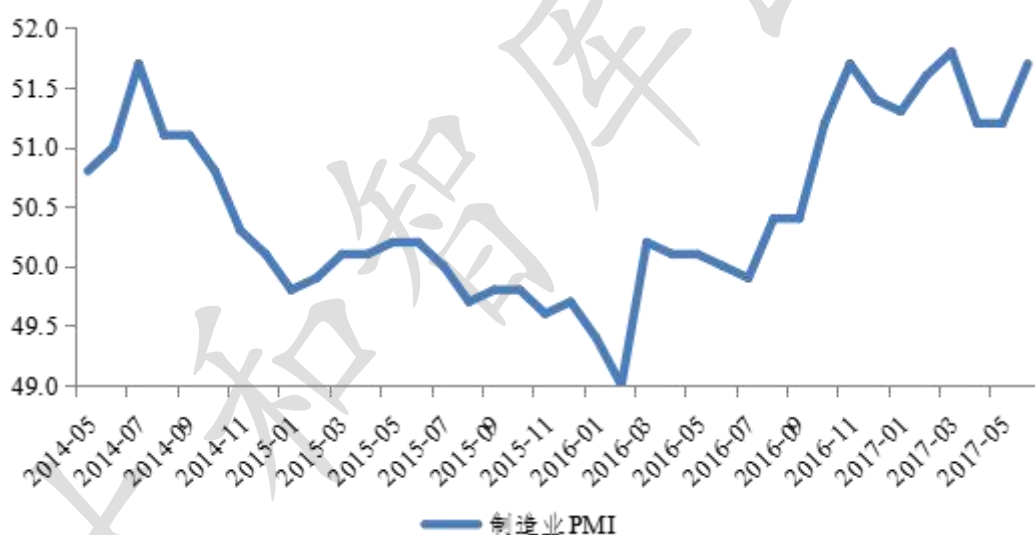


**2. 月度价格走势评述。**2017 年 6 月，CPI 环比下降 0.2%，同比上涨 1.5%与上月持平；PPI 环比下降 0.2%，同比上涨 5.5%与上月持平。6 月 CPI 和 PPI 同比涨幅走平但环比涨跌出现分化。

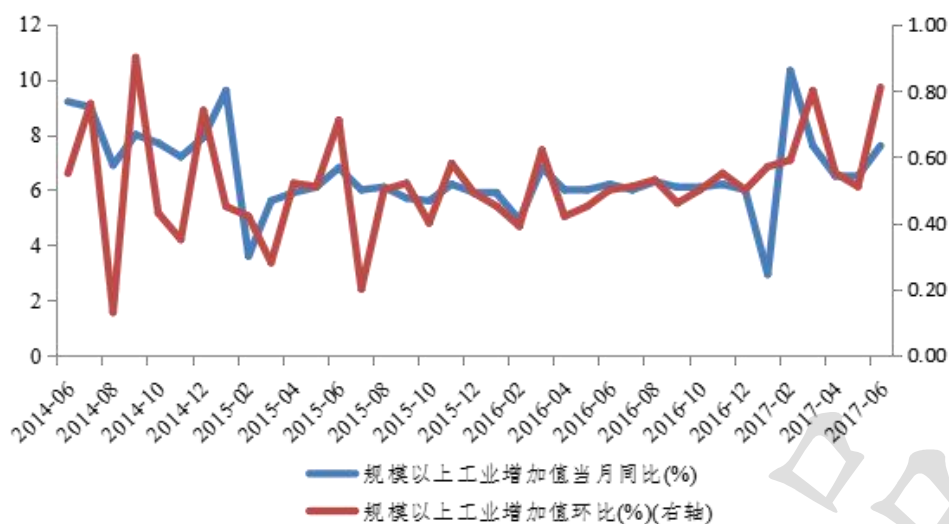


**3.月度制造业 PMI 评述。**6 月份制造业 PMI 数据为 51.7%，高于上月 0.5 个百分点，扩张态势加快。从分项数据看，生产指数为 54.4%，比上月上升 1 个百分点；新订单指数为 53.1%，比上月提高 0.8 个百分点；原材料库存指数为 48.6%，略高于上月 0.1 个百分点；从业人员指数为 49.0%，比上月回落 0.4 个百分点；新出口订单指数为 52.0%，比上月提高 1.3 个百分点；原材料购进价格指数为 50.4%，比上月提高 0.9 个百分点。

6 月，非制造业商务活动指数为 54.9%，比上月回升 0.4 个百分点。非制造业继续保持平稳增长，增速加快。

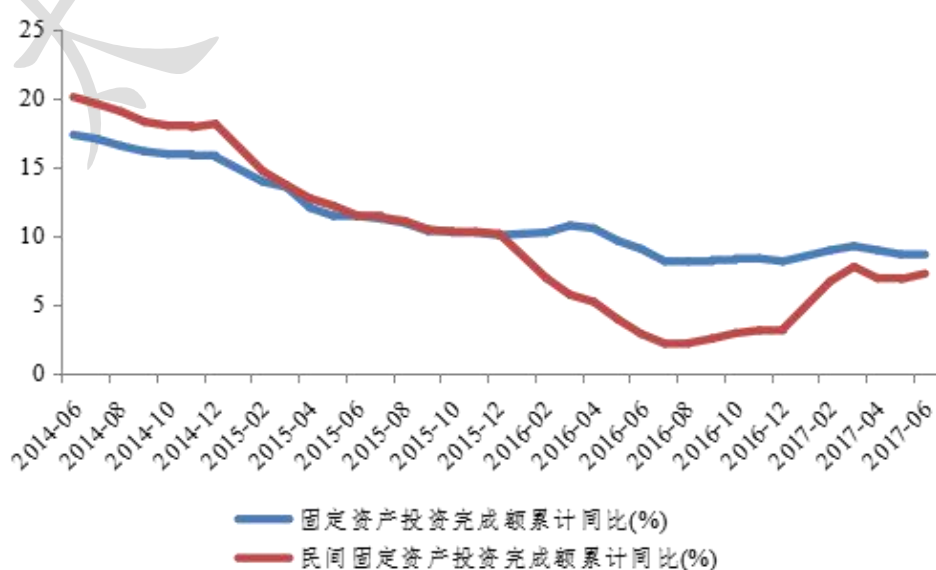


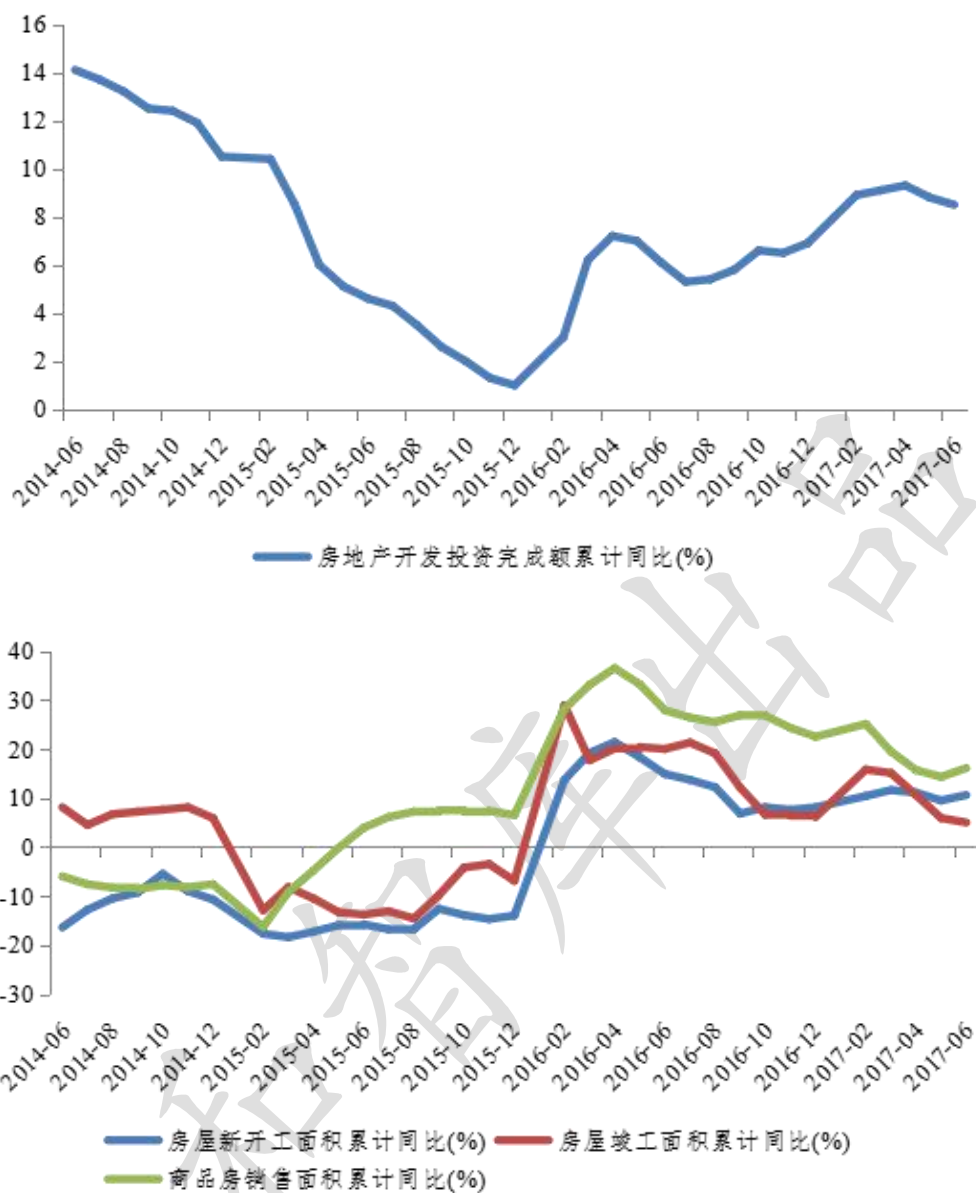
**4.月度工业增加值评述。**6 月规模以上工业增加值同比实际增长 7.6%，较上月增加 1.1 个百分点，且高于预期的 6.5%以及去年同期的 6.2%；6 月份规模以上工业增加值环比增长 0.81%，增速比上月上升 0.3 个百分点。1-6 月，规模以上工业增加值同比增长 6.9%。



**5. 月度固定资产投资评述。**1-6月固定资产投资数据。全国固定资产投资 28.06 万亿元，同比增长 8.6%，增速与 1-5 月持平；其中，6 月环比增长 0.73%，增速继续比上月增加 0.01 个百分点；1-6 月，民间固定资产投资 17.02 万亿元，同比增长 7.2%，比 1-5 月提高 0.4 个百分点，民间投资占总投资的比重为 60.7%，比 1-5 月回落 0.3 个百分点。

1-6 月，全国房地产开发投资 5.06 万亿元，同比增长 8.5%，增速比 1-5 月回落 0.3 个百分点。

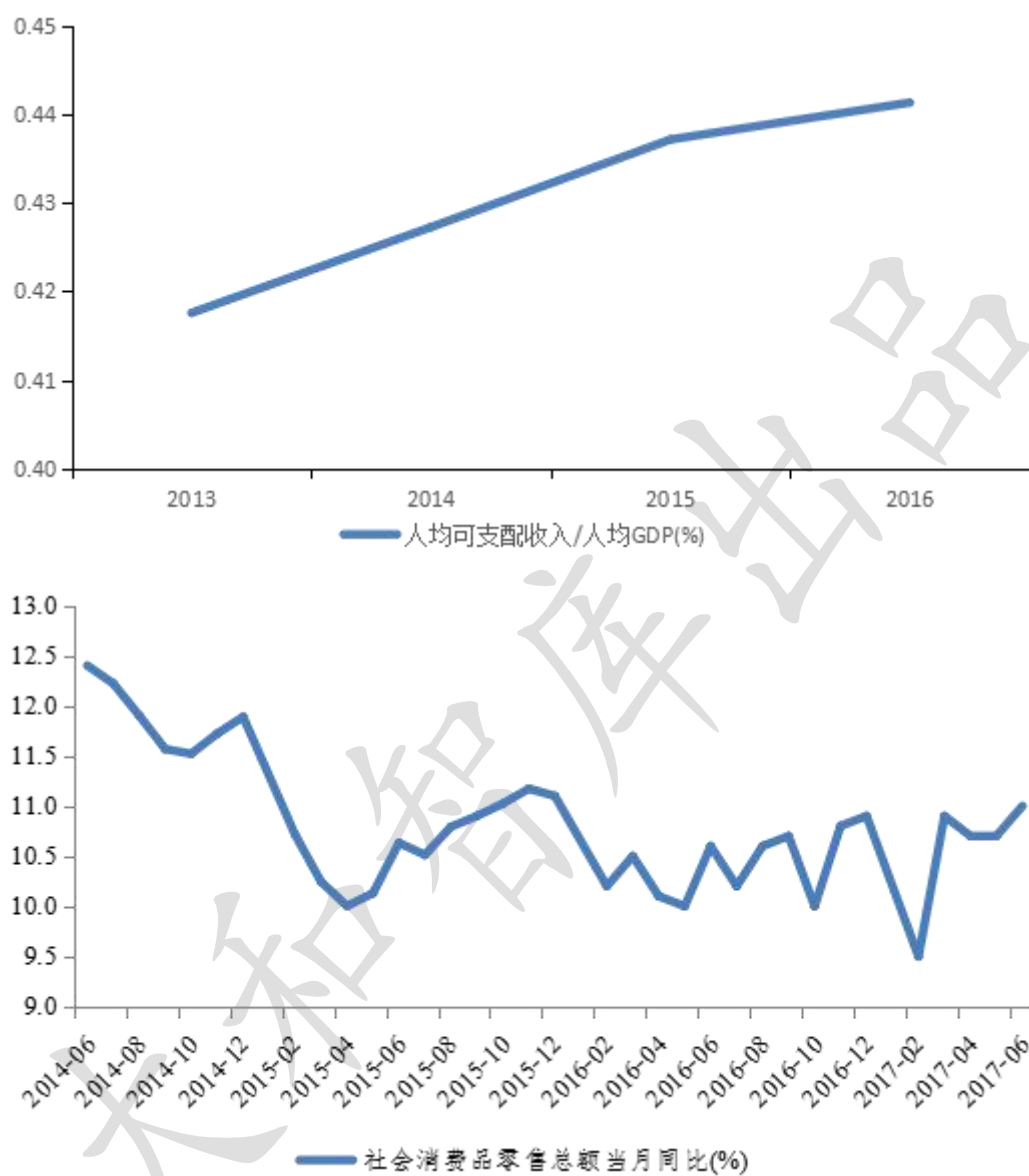




**6.居民收入与月度社会消费总额评述。**6月社会消费品零售总额 2.98 万亿元，同比名义增长 11.0%，增速比上月提高 0.3 个百分点，高于去年同期 0.4 个百分点。2017 年 1-6 月，社会消费品零售总额同比增长 10.4%，高于去年同期 0.1 个百分点。

2017 年上半年，全国居民人均可支配收入 1.29 万元，比上年同比名义增长 8.8%，增速比 2016 年上半年提高 0.1 个百分点；居民人均可支配收入中位数 1.12 万元，同比增长 7.0%，增速比

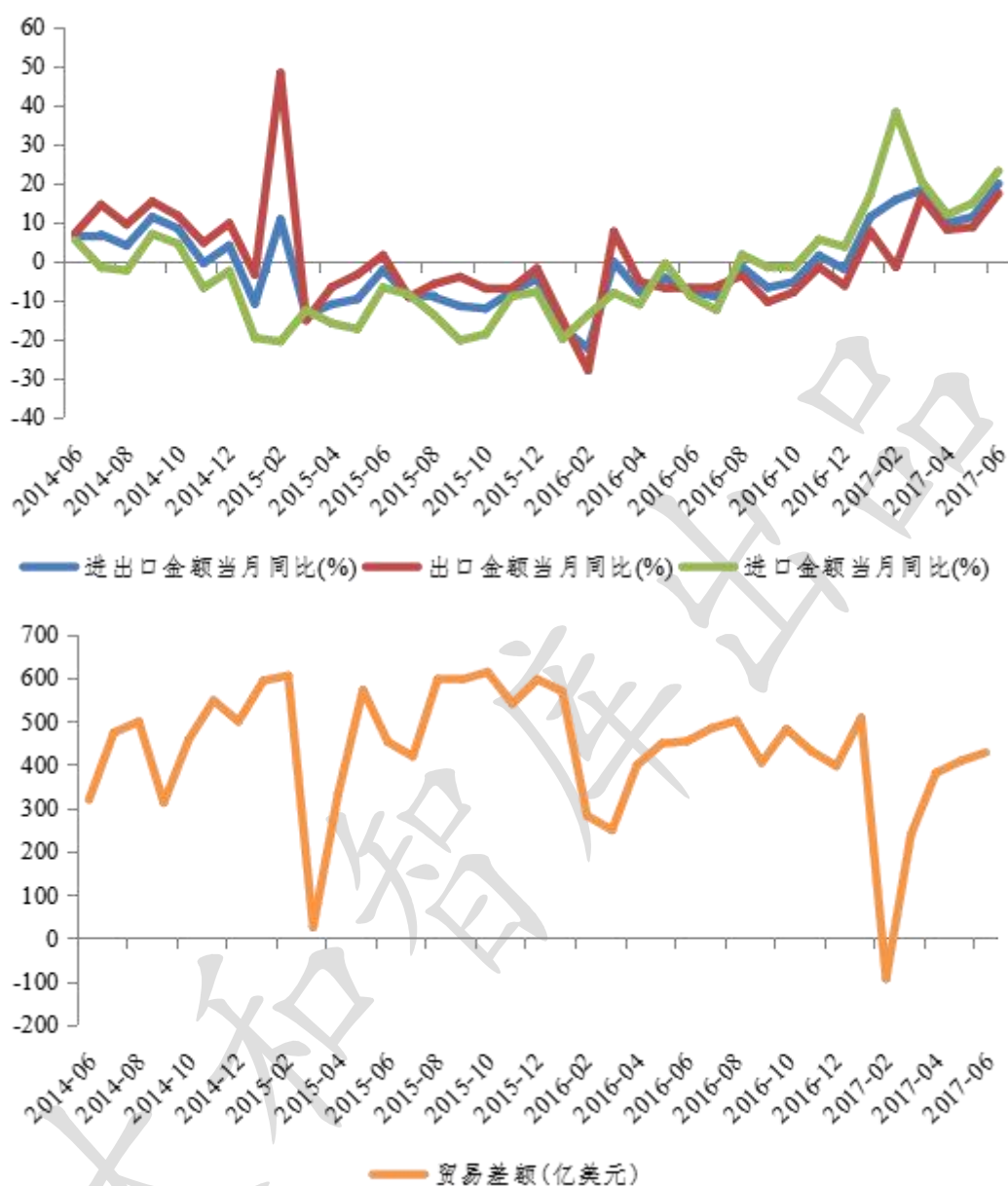
2016年上半年回落1.3个百分点。上半年全国居民人均消费支出8834元，比上年同比增长7.6%。



**7.月度进出口评述。**6月我国进出口总值为2.40万亿元人民币，同比增长19.8%。其中，出口总值为1.35万亿元，同比增长17.3%，预期14.6%；进口总值为1.05亿元，同比增长23.1%，预期22.3%；进出口顺差2943亿元，预期2751亿元，前值2816亿元。以美元计，6月出口同比增长11.3%，前值8.7%；进口同比增长17.2%，前值14.8%；贸易顺差427.7亿，前值407.9亿。



6月进出口增长再次超预期。



## (二) 宏观经济数据走势分析与预测

**1.GDP 走势分析与预测。**2017 年第二季度，第一产业增加值 13333 亿元，同比增长 3.8%，比上一季度上升 0.8 个百分点；第二产业增加值 82983 亿元，同比增长 6.4%，与上季度持平，但比去年同期小幅上升 0.1 个百分点；第三产业增加值 104491 亿元，同比增长 7.6%，比上季度小幅回落 0.1 个百分点，但比去

年同期上升 0.1 个百分点。三大产业对国内生产总值增长的贡献率分别为 3.3%，36.55%和 60.2%。第一、第二和第三产业增加值占国内生产总值的比重分别为 6.64%，41.32%，52.04%，虽然第三产业增加值占比仍是最高，但是三大产业增加值分别较上一季度增加了 1.85，2.58，-4.43 个百分点，这表明我国第二季度 GDP 增幅的超预期主要受益于第二产业的增长。一般而言，经济越发达，第三产业（服务业）在经济中的占比越高。而我国第二季度 GDP 增幅的超预期，主要受益于第二产业的增长。而第二产业工业部门的增长受益于 PPI 的上升和利润的回升以及制造业部门投资的增加等外生因素的作用，因此我国产业结构问题依然存在。

二季度 GDP 增长强劲，为全年稳增长奠定基础。2017 年第二季度 GDP 超预期增长主要动力来自于工业生产的增长以及企业利润的上升。一方面，6 月份规模以上工业增加值同比实际增长 7.6%，较上月增加 1.1 个百分点，且高于预期的 6.5%以及去年同期的 6.2%，其中三大行业的制造业增幅最为明显，同比增长 8.0%，较 5 月增长 1.1 个百分点，为半年内最高值。这也很好地解释了二季度第二产业增加值占比的大幅提升。另一方面，1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 29048 亿元，同比增长 22.7%，较去年同期大幅提升 16.3 个百分点，部分工业企业利润明显好转。具体来说，国有企业利润总额同比增速比股份制企业高出 15 个百分点，比私营企业高出近 22 个百分点，因此 1-5

月企业利润的上涨主要归功于国有企业。但国有企业利润增加主要是两个原因：一是 PPI 增加和去年的低基数；二是大量民营企业关闭。所以，利润增加并非效率改善，行业垄断程度的集中是在行政去产能的背景下实现的，未来这些企业的利润还能否持续上升值得怀疑。

2017 年上半年国内生产总值同比上涨 6.9%，实现全年 6.5% 的增长率已可谓板上钉钉。在下半年，由于工业增加值以及外贸可能从高位回落，同时，随着各地房地产调控的落地以及房地产企业融资的收紧，房地产开放投资可能也会放缓，整体投资增速预计也会降低，从而下半年 GDP 增幅很难超过上半年的 6.9%。这进一步验证了我们之前关于全年 GDP 走势呈现“前高后低”趋势的判断。

另外，在经济政策方面。刚刚结束的全国金融工作会议为下半年金融稳定和金融监管做出了铺垫，为防范金融风险而进行的严格监管问责和地方举债终身责任制将成为下半年经济工作的重点。在上半年经济数据较好的情况下，经济政策的空间将会加大，下半年金融监管、金融去杠杆等政策的力度或许会进一步加强。因此，下半年经济增长预期会不及上半年，全年经济增长呈现“前高后低”的走势。

**2. 价格走势分析与预测。CPI 非食品项成为上涨主动力。**6 月非食品价格同比上涨 2.2%，影响 CPI 上涨约 1.73 个百分点。

其中，医疗保健类价格上涨 5.7%，教育服务类价格上涨 3.2%，居住类价格上涨 2.5%。食品价格下降 1.2%，影响 CPI 下降约 0.24 个百分点。

**食品项同比、环比“同步下降”。**6 月食品项同比下降 1.2%，环比下降 0.7%。其中，畜肉类价格同比下降最大，达 10.5%，拉低 CPI 同比约 0.53 个百分点。具体而言，猪肉价格下降 16.7%，影响 CPI 下降约 0.51 个百分点；蛋价格下降 9.3%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点；鲜果和鲜菜因去年同月基数相对较低，价格分别上涨 9.9%和 5.8%，合计影响 CPI 上涨 0.28 个百分点。

**非食品项同比、环比“齐步上涨”。**6 月非食品价格同比上涨 2.2%，环比上涨 0.1%。其中，医疗保健价格同比上涨 5.7%；其他用品和服务价格同比上涨 2.8%；居住、教育文化和娱乐价格均同比上涨 2.5%；衣着、生活用品及服务、交通和通信价格分别同比上涨 1.4%、1.1%和 0.1%。医疗、教育文化、居住是非食品价格上涨主要动力，成为推高 CPI 同比上涨的主要动力。

**PPI 同比较上月持平，环比负增长。**6 月 PPI 同比上涨 5.5%，与上月持平；环比下降 0.2%，延续了上月负增长的趋势。数据显示工业品生产资料价格环比下降 0.2%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.2 个百分点。其中，采掘工业价格下降 1.7%，原材料工业价格下降 0.7%，加工工业价格上涨 0.1%。工业生产

者购进价格指数同比上涨 7.3%，涨幅比上月下降 0.7 个百分点，但继续维持在高位。

2017 年上半年 CPI 呈现出缓慢上行的态势。除去 1 月份受季节因素影响造成的 CPI 同比上涨 2.55% 外，2 月至 6 月 CPI 均呈现出温和上涨的趋势，同比涨幅分别为 0.8%，0.9%，1.2%，1.5% 和 1.5%。并且，半年来 CPI 的温和上涨均与非食品价格的上涨有关，2 月至 6 月，非食品价格平均涨幅超过 2.2%，而食品价格平均跌幅达到 3%。需要强调的是，随着食品价格走稳，未来食品价格环比可能出现转正的情况。由于非食品价格成为 CPI 上涨的主要动力，生产端价格向消费端价格的传导速度将会更快、更显著，未来 CPI 仍有进一步回升的可能，通胀压力会逐渐加大。

在 PPI 方面，2017 年上半年 PPI 呈现出逐渐回落的态势。除去受季节影响较大的 1 月份 PPI 数据外，2 月至 6 月 PPI 出现逐渐下降的趋势。关于 PPI 未来走势，我们从两个方面谈：一、原材料价格（国际大宗商品价格）走势预判。国际大宗商品价格的走势主要受生产需求和投资需求驱动。生产需求目前看比较疲软，尽管仍然在缓慢复苏。而投资需求主要受货币市场影响。国际货币市场目前看实在逐渐收紧的过程中，至少不会更宽松。而另一个就是中国的货币。二、货币政策走势：货币放水=PPI 上涨。由于中国目前经济趋稳，下半年央行放水的可能性不大。因

此 PPI 不会再大幅上涨。由此可知，产能过剩导致 PPI 下跌的基本面因素可能再次占据主导。但货币政策变化趋势是最重要的决定性因素。我们预计 PPI 同比涨幅将进一步收窄，而环比或将持续下跌。

**3.制造业 PMI 分析与预测。**制造业 PMI 指数已经连续 11 个月高于荣枯线，表面上体现了制造业不断扩张的态势,但要得出制造业已经“度过寒冬”的结论仍为时尚早。由于原材料库存和产成品库存数据的疲软，制造业生产和销售两端仍有较大压力。再综合今年上半年制造业 PMI 其他分项数据分析，我们预计下半年制造业 PMI 指数或将逐渐回落。指数虽仍能保持在荣枯线上方，但制造业整体仍需要做好“抗压”的准备。

为什么 PMI 指数超过预期，我们却不能盲目乐观？从分类指标来看，生产指数高达 54.4%，创 2014 年以来新高。新订单指数也比上个月提高 0.8 个百分点，为 53.1%。出口部门也有较好的预期，新出口订单指数为 52%，比上月提高 1.3 个百分点。仅从这些指标来看，制造业生产积极，需求旺盛。不过，我们需要注意的是，这种现象是否具有可持续性，或者说能持续多久？

首先，6 月产成品库存指数为 46.3%，比上月回落 0.3 个百分点。在 2017 年 1 季度中国经济出现短期“繁荣”之后，该指数已经连续 2 个月回落。事实上，即便是今年 1 季度中国宏观经济出现了亮眼的表现，该指数仍然只是在 47.5%左右波动。此外，该指数长期低于荣枯线，可见产成品库存的悲观预期一直制约企

业进一步扩大再生产。在 2016 年年底的时候产成品库存 PMI 指数仅有 44.4%，虽然经历了一季度的反弹，但目前重回下行通道，表明有效需求不足，企业对库存压力很敏感。

第二，观察原材料库存指数，6 月数据为 48.6%。该指数虽然比上个月略为提升了 0.1 个百分点，但从更长的时间区间来看，原材料库存指数也长期处于萧条状态。生产企业补充原材料库存的动力不足，因为产能长期过剩，下游需求不足。即便在 2016 年原材料价格大幅回升的情况下，企业出现了预防性（或投机性）补库存行为，原材料库存指数仍然显著低于荣枯线。由此可见，由于两头库存都处于萧条状态，因此我们很难认为制造业企业生产积极性已经真实回升。相反，我们认为生产指数的上涨更多是一种短期现象。

最后，分企业类型看，6 月 PMI 的上涨主要受益于大型企业的提升。具体而言，大型企业 6 月 PMI 指数为 52.7%，比上月提高 1.5 个百分点；中型企业和小型企业 PMI 指数则分别为 50.5% 和 50.1%，比上月分别回落 0.8 个百分点和 0.9 个百分点。这种结构性的差异也需要引起注意，因为大型企业主要以国企为主。国有企业库存和产能问题比民营企业更加严重，而去年“三去一降一补”的任务却主要落在民营企业身上。可以说，相对于国有企业，民营企业在更快地去库存和去产能。即便如此，民营企业的 PMI 指数并没有表现亮眼，这或许表明两个现象：一个是民营企业去库存和去产能压力仍大，另一个是民营企业的生产和销

售环境没有改善，在市场中缺乏竞争力和议价能力。相反，国有企业在库存问题更加严重的情况下，生产却在显著扩张。这或许也表明两个现象：一个是国企中存在短期的政策刺激因素，另一个是国企和民营企业在市场中的竞争地位显著不同。

总之，我们无法预期制造业已经彻底复苏回暖，因为结构性问题没有得到有效解决。这里的结构性问题有两个，一个是生产链条中的库存结构，一个是不同类型的企业结构。在两个结构性问题得到有效解决之前，我们预计 PMI 指数在下半年会逐渐回落。虽然“稳”字当头，使得 PMI 指数不会重新回落荣枯线下方，但制造业真正的复苏还需等待时日。

**4.工业增加值分析与预测。**分三大门类看，6月份，采矿业增加值同比增长 0.4%，继续保持着正向增长的态势，虽然增速较 5 月降低了 0.1 个百分点，但与去年同期相比增加了 2.8 个百分点；制造业同比增长 8.0%，较 5 月增长 1.1 个百分点，为半年内最高值；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.3%，增速较上月增加 0.9 个百分点。

分经济类型看，6月份，各所有制企业工业增加值增速均有不同程度上升，其中，国有控股企业增加值同比增长 6.8%，比上月提升 0.6 个百分点；集体企业增长 3.9%，比上月提升 0.7 个百分点；股份制企业与外商及港澳台商投资企业的同比增速分别为增长 7.7%和 8.0%，分别较上月大幅提升 0.9 和 2.1 个百分点。可见，就经济类型而言，股份制企业和外资企业对 6 月份工业增



加值大幅上涨的贡献较多。

分行业看，6月份，41个大类行业中有38个行业增加值保持同比增长。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速最高，达到14.6%；通用设备制造业，专用设备制造业，电气机械和器材制造业以及汽车制造业的同比增速均在12%以上，分别为12.3%，12%，12.3%和13.1%，与5月相比均有大幅提升。其他主要行业增加值均实现了不同程度的上升，其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长4.6%，电力、热力生产和供应业增长6.6%，农副食品加工业增长7.2%，纺织业增长4.9%，化学原料和化学制品制造业增长4.3%，非金属矿物制品业增长4.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长3.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长0.7%。分产品看，6月份，596种产品中有441种产品同比增长。汽车、发电量、十种有色金属的同比增速均超过5%。

上半年，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，较上一季度上升0.1个百分点，且高于去年同期0.9个百分点。其中，国有控股企业、集体企业、股份制企业以及外商及港澳台商投资企业的增加值分别增长6.2%，1.9%，7.1%，6.7%。同时，1-5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额29048亿元，同比增长22.7%，较去年同期大幅提升16.3个百分点。

上半年规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，超过了6.7%的预期值，表明我国工业增长稳定，企业效益持续改善。但

是，我国工业稳定增长的同时，结构性问题仍旧突出。分经济类型看，上半年，国有企业、集体企业的增加值增速低于股份制企业 and 外资企业，在一定程度上压低了全国规模以上增加值增速。事实上，随着金融监管的趋严和去杠杆的深入，国内各企业间长期积累的结构性矛盾会逐渐显现，我国工业企业在下半年仍然面临着众多不确定性。在经济增长内生性因素尚未激发之前，补库存的结束以及原材料价格的进一步回落或将会对工业增加值产生下行压力。

**5. 固定资产投资分析与预测。**1-6 月全国固定资产投资增速与 1-5 月持平，制造业投资继续小幅回升。分产业看，第一产业投资同比增长 16.5%，比 1-5 月回落 0.4 个百分点；第二产业投资增长 4%，比 1-5 月提高 0.4 个百分点；第三产业投资增长 11.3%，比 1-5 月回落 0.3 个百分点。第二产业增速继续回升，第一、三产业增速继续小幅回落。而第二产业的增长主要受益于 PPI 的上升、利润的回升以及制造业部门投资的增加等外生因素的作用，因此我国产业结构问题依然存在。

制造业投资同比增长有所回升。在第二产业中，制造业投资 8.68 万亿元，同比增长 5.5%，增速比 1-5 月提高 0.4 个百分点，已连续两个月保持回升。第三产业中除铁路运输业投资回落较快外，其他分项增速均有不同程度增长。

施工和新开工项目投资改善，资金到位率止跌回升，但外商投资和利用外资降幅同比扩大。从施工和新开工项目情况看，施

工项目计划总投资同比增长 19.7%，比 1-5 月提高 0.3 个百分点；新开工项目计划总投资同比降幅继续收窄 4.4 个百分点。从到位资金情况看，固定资产投资到位资金同比增长 1.4%，结束了连续 4 个月的负增长，止跌回升。其中，到位资金的增长主要来源于国家预算资金和国内贷款的增长，二者同比增速分别提高 2.3 和 3.5 个百分点，而利用外资同比降幅比 1-5 月扩大 0.8 个百分点。分投资主体类型看，内资企业投资同比增长 9.3%，增速比 1-5 月增长 0.1 个百分点，港澳台商投资同比下降 4.7%，降幅扩大 0.3 个百分点，外商投资继续同比下降，降幅扩大 2.7 个百分点。

房地产开发投资增速回落，但房屋施工面积、新开工面积和竣工面积、土地购置情况均有所回暖。1-6 月，全国房地产开发投资同比增长 8.5%，增速比 1-5 月回落 0.3 个百分点。其中，房屋施工面积同比增长 3.4%，比 1-5 月提高 0.3 个百分点；房屋新开工面积增长 10.6%，增速提高 1.1 个百分点；房屋竣工面积增长 5.0%，增速回落 0.9 个百分点。企业土地购置面积同比增长 8.8%，增速比 1-5 月提高 3.5 个百分点，土地成交价款增速提高 6.2 个百分点。

商品房销售面积和销售额、房地产开发企业到位资金同比增速回升。1-6 月，商品房销售面积同比增长 16.1%，增速比 1-5 月提高 1.8 个百分点，结束了自 2016 年 11 月以来的下滑趋势；商品房销售额同比增长 21.5%，增速提高 2.9 个百分点。同时，6

月末，商品房待售面积比 5 月末减少 1441 万平方米。1-6 月，房地产开发企业到位资金同比增长 11.2%，增速比 1-5 月提高 1.3 个百分点。其中，国内贷款、利用外资等均有不同幅度增长，利用外资增速回落。6 月，国房景气指数为 101.37，比 5 月份提高 0.19 点，是 2016 年 6 月以来的最高点。

1-6 月全国固定资产投资增速与 1-5 月持平，6 月环比增速回升。从分项数据看，制造业投资继续回暖，施工和新开工项目、资金到位率等情况均有好转。国家预算资金和国内新增贷款是固定资产投资资金增长的主要动力，外商投资和利用外资降幅扩大。1-6 月，民间固定资产投资增速回升，与全国固定资产投资增速的差距进一步缩小。未来，固定资产投资的增长主要取决于制造业投资和民间投资回暖的可持续性，而外商投资和利用外资走弱，将影响到位资金的长期中的稳定增长，从而给固定资产投资的增长带来不确定性。

1-6 月房地产开发和销售分项数据均同比增长，但从实际情况看，商品房待售面积的减少并不是房地产库存的减少，而是从地产商转移至居民端，因为房子卖给居民也是库存。特别在二、三线城市，居民已经拥有第二套、第三套甚至第 N 套住房，这些房产和买入的新房仍然处于闲置状态。当投资需求下降后，这些积压在居民手中的库存便会限制未来购房的需求。因此，房地产去库存压力仍然存在。房地产开发的短期回暖，将给未来房地产去库存带来更大的压力。海外融资占主导的融资结构，使得利

用外资增速回落将给未来资金到位情况带来不确定性。在未来，一方面，居民部门中长期贷款趋势和居民部门杠杆的增加，房地产市场的“火爆”难以再现；另一方面，货币政策趋紧打击了房地产市场投资的积极性，生产端和销售端都将受到压力。因此，随着未来居民端房屋面积积压，需求回落，房地产生生产和投资将面临较大的压力。

**6.居民收入与社会消费总额分析与预测。**6月，城镇消费品零售额同比增长10.7%，增速比5月提高0.3个百分点；乡村消费品零售额同比增长12.9%，略高于5月0.2个百分点。1-6月，城镇消费品零售额同比增长10.1%，乡村消费品零售额增长12.3%。2017年上半年，城镇居民人均消费支出11931元，同比增长6.7%；农村居民人均消费支出5174元，同比增长8.1%。农村居民消费增速远高于城镇居民。

按消费类型分，6月食品饮料类、服饰类等商品消费增速回落，家具、建筑及装潢材料等消费受房地产短期回暖影响增速回升。其中，粮油食品类、饮料类、烟酒类、服装鞋帽、中西药品等零售总额分别同比增长10.9%、10.6%、9.5%、7.3%、13.6%，增速比上月普遍回落。受1-6月房地产生生产和销售回暖影响，建筑及装潢材料零售总额同比增长15.2%，比上月增长4.2个百分点；家具零售总额同比增长14.8%，比上月提高1.3个百分点。汽车零售总额增长9.8%，增速比5月提高2.8个百分点，但仍维持在低位。1-6月，粮油食品、饮料、中西药品等多类商品保持

两位数增长，其中，建筑及装潢材料、家具等商品增速远高于其他商品。1-6月汽车零售总额同比增长5.2%，销售低迷。

2017年上半年，按消费类别分，全国居民教育文化娱乐、医疗保健、其他用品和服务消费同比增速分别为10.0%、11.9%、11.9%，是增长较快的三大消费类别。

1-6月，全国网上零售额3.11万亿元，同比增长33.4%，增速比1-5月提高0.9个百分点。其中，实物商品网上零售额增长28.6%，占社会消费品零售总额的比重为13.8%，均有所提升。网上消费增速继续高于平均水平。

6月社会消费品零售总额增速比上月回升，但从分项数据看，除了受房地产开发和销售回暖而带来的建筑及装潢材料消费增速提高，其他分项商品消费增速均有不同程度回落。尤其是，1-6月，汽车零售总额同比增速仅为5.2%，给汽车行业去库存带来较大压力。

2017年上半年，全国居民人均可支配收入增速比上年小幅增长0.1%，但人均可支配收入中位数增速同比回落。上半年全国居民人均消费增速低于人均可支配收入增速。因此，尽管2017年二季度GDP增速超预期，但从全国居民收入和消费数据来看，二者增长均不及预期。由于消费受房地产开发与需求影响较大，人均可支配收入中位数增长同比下降，城镇居民消费增速放缓，未来消费对经济的拉动作用将面临较大压力和不确定性。

**7.进出口数据分析与预测。**6月一般贸易进出口增长明显，其他贸易增速分化。6月一般贸易进出口总值同比增长20.5%，出口总值同比增长12.8%，进口总值同比增长30.2%。来料加工装配贸易、进料加工贸易、出料加工贸易以及租赁贸易等主要贸易方式进出口总值同比增长率分别为22.6%，15%，-3%，-10.2%。

**外需持续增长、内需逐渐回暖是6月进出口增长的主要动力。**在外需方面，美国、欧洲、日本的经济复苏明显。6月份美国制造业PMI指数为54.2，为2017年1月以来新高；欧元区制造业PMI达到57.4%，创下74个月以来的最高点；日本制造业PMI虽环比下滑，但仍显著高于荣枯线2个百分点以上。我国出口数据显示，6月对美国、欧盟出口增速创下今年以来最高值、而对日本、东盟增速下滑。具体来看，6月对美国出口增速累计同比为12.6%，较上月增加1.1个百分点；对欧盟出口增速为9.2%，较上月上升1.1个百分点；对日本、东盟出口增速分别为6.2%和9.5%，分别较上月下滑0.2和1.7个百分点。另外，我国机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，6月份我国机电产品出口累计同比为8.2%，较上月增加0.5个百分点。在内需方面，我国内需逐渐回暖。数据显示，6月我国铁矿砂、原油和钢材进口实现量价齐升，进口量同比增长9.3%、13.8%和5.3%，进口金额同比增长60%、59%和14.1%。房地产投资、基建投资仍保持高位的同时，我国6月制造业PMI为51.7%，环比上升0.5个百分点，表明我国内需逐渐回暖。

在全球经济日益复苏、国内需求逐渐回暖的背景下，2017年上半年，我国进出口总值 13.14 万亿元人民币，同比增长 19.6%，创 2011 年下半年以来的半年度同比最高增速。其中，出口 7.21 万亿元，同比增长 15%；进口 5.93 万亿元，增长 25.7%；贸易顺差 1.28 万亿元，收窄 17.7%。

上半年，一般贸易进出口比重提升，占进出口总值的 56.7%，较去年同期增长 0.4 个百分点，表明贸易结构出现优化；对美国、欧盟、东盟等世界主要经济体进出口增长显著，分别达到 21.3%、17.4%和 21.9%；机电产品、传统劳动密集型产品仍为我国出口的主力。上半年，我国机电产品出口 4.13 万亿元占出口总值的 57.2%。传统劳动密集型产品合计出口 1.48 万亿元，占出口总值的 20.5%。

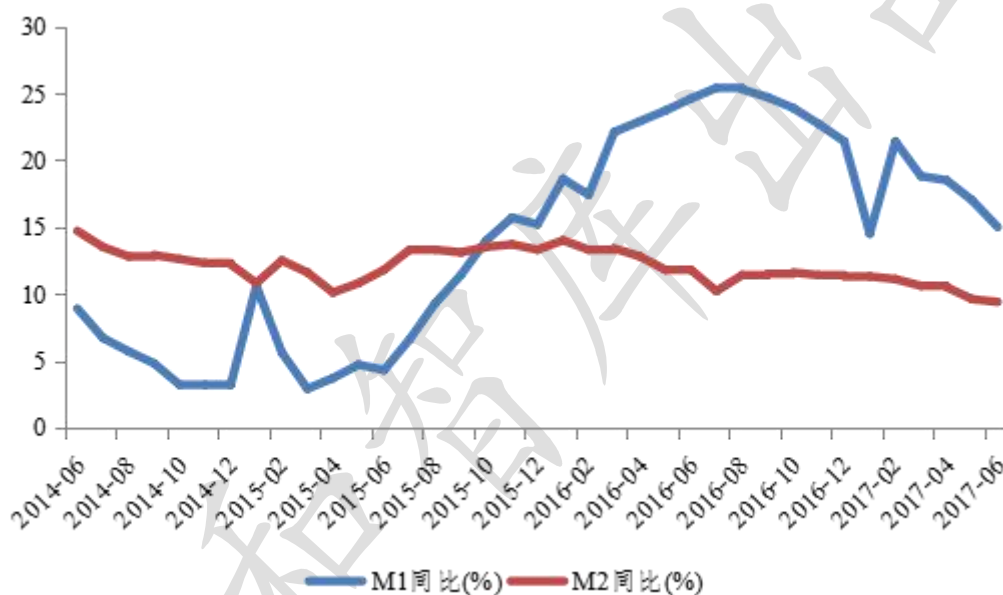
今年上半年，全球主要经济体的温和复苏、我国内需的逐渐回暖以及去年较低的贸易基数为我国贸易进出口的增长提供了有利支撑。由于近期美国、欧盟、日本经济均出现了不同程度的复苏迹象，预计下半年我国外需逐渐改善的状况仍将持续。然而，虽然我国 6 月制造业 PMI 为上半年次高点，制造业扩张步伐加快，但是在结构性问题没有得到有效解决的前提下，国内经济是否已经真正复苏回暖仍存疑问。因此，下半年我国进出口仍会面临众多的不确定性，但外贸发展稳中向好、外贸结构持续优化的基本面不会改变。



## 二、中国金融数据点评

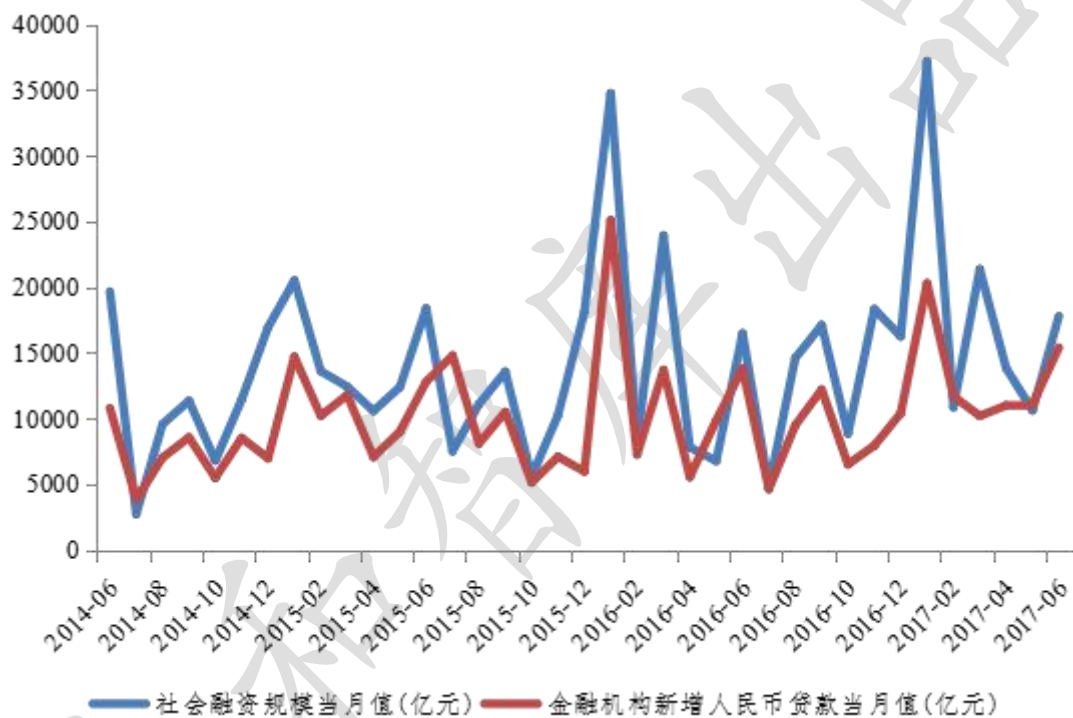
### (一) 中国金融数据评析

2017年6月新增社会融资规模1.78万亿元，预期1.5万亿元，前值1.06万亿元；金融机构新增人民币贷款1.54万亿元，预期1.3万亿元，前值1.11万亿元。6月M2货币供应同比增长9.4%，较上月下降0.2个百分点，同比增速再创历史新低；6月M1货币供应同比增长15.0%，较上月下降2个百分点。



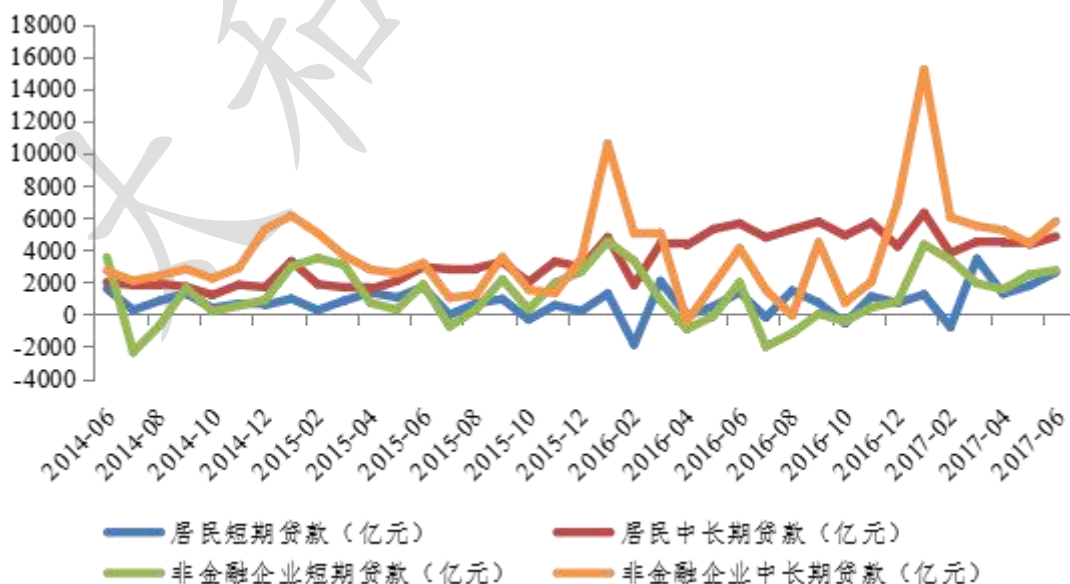
M1和M2增速仍在回落，货币政策稳中趋紧，金融监管发挥作用。M1同比增速自去年年底至今处于回落的趋势当中，尽管当前增速仍达到15%，但通过更长的时间周期观察可以发现，2017年以来央行的货币政策是稳中趋紧的，M1同比增速从去年年底高位逐渐回落。M2的增速同样处于逐渐回落的趋势当中，这显示国内货币创造活动放缓。另一方面，造成M2增速下滑的重要原因还有金融监管和去杠杆的大力执行，这使得除了企业贷款以外的其他货币创造途径受到抑制。尽管央行没有给出M2具

体结构的变化情况，但可以推算出6月非金融部门与金融部门同比增长率应分别在10%以上和1%以下。这从侧面反映出M2增速进一步放缓是金融体系降低内部杠杆的客观反映，M2派生的影子银行渠道受到压缩。另外，M2增速放缓也反映了存量货币周转效率的提高，随着金融去杠杆的深化，金融进一步回归为实体经济服务，M2的低速增长可能成为一种新常态。



**新增信贷总量超预期，企业中长期贷款回升。**6月金融机构新增人民币贷款1.54万亿元，预期1.3万亿元，比上月增加4300亿元，同比增加1533亿元。其中，中长期贷款增加10611亿元，环比增加1889亿元，同比增加867亿元。更进一步细分，居民户中长期贷款为4833亿元，比上月增加507亿元。由于居民中长期贷款主要用途是房贷，结合居民中长期贷款的近期数据可以看出，尽管6月房贷增速有所回升，但仍然难改整体下行的趋势。

一方面，房地产销售的增速仍在下滑，房价走势的不确定较高；另一方面购房政策趋严会限制一部分需求。因此，我们预期居民中长期贷款仍将继续回落。此外，在所有新增中长期贷款中，居民部分占总新增值的 31%，所占比例环比大幅下降 8 个百分点；而非金融企业的中长期贷款占比在逐渐增加，6 月非金融企业贷款增加 6952 亿元，其中非金融企业中长期贷款增加 5778 亿元，较前值的 4396 亿元大幅上升 1382 亿元，表现出了投资需求的暂时稳定。票据融资则进一步减少 1648 亿元。新增信贷总量超预期、居民户中长期贷款占比下降以及非金融企业中长期贷款大幅回升，表明随着金融监管趋严，非金融企业贷款需求表现良好，信贷继续保持着企业主要融资方式的地位。同时，居民户中长期信贷、房地产信贷增长势头回落，房地产市场步入平稳健康发展的轨道。



社融大幅超预期，表内规模提升，表外结构分化。6 月新增社会融资规模 1.78 万亿元，预期 1.5 万亿元，较上月的 1.06 万亿

元大幅提升近 7200 亿元。具体来看，新增人民币贷款 14478 亿元，较上月增加 2698 亿元。新增外币贷款 73 亿元。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-33 亿元、2465 亿元和-205 亿元，委托贷款和未贴现银行承兑汇票的降幅明显收窄，但信托贷款增幅却较为显著。另外，债券融资出现修复的迹象，当月增加-219 亿元，前值为-2462 亿元。社融数据表明，金融监督使得表外融资表内化，表内融资规模大幅提升。同时，受 MPA 考核的影响，表外结构进一步出现分化：由于信托贷款不计入 MPA 考核故显著增加，但委托贷款和未贴现票据则继续下降。另外，债券融资的反弹支撑了直接融资的回升，但是这种短期修复的可持续性仍待观察。

## **(二) 中国货币及金融政策走势预判**

2017 年上半年，M2 持续回落至个位数值，较 2017 年初降低 1.9 个百分点；上半年人民币贷款增加 7.97 万亿元，同比增加 4362 亿元，高于以往数年上半年的贷款增量；上半年社融增量中，贷款增量占比高达 74%，处于历史高位。

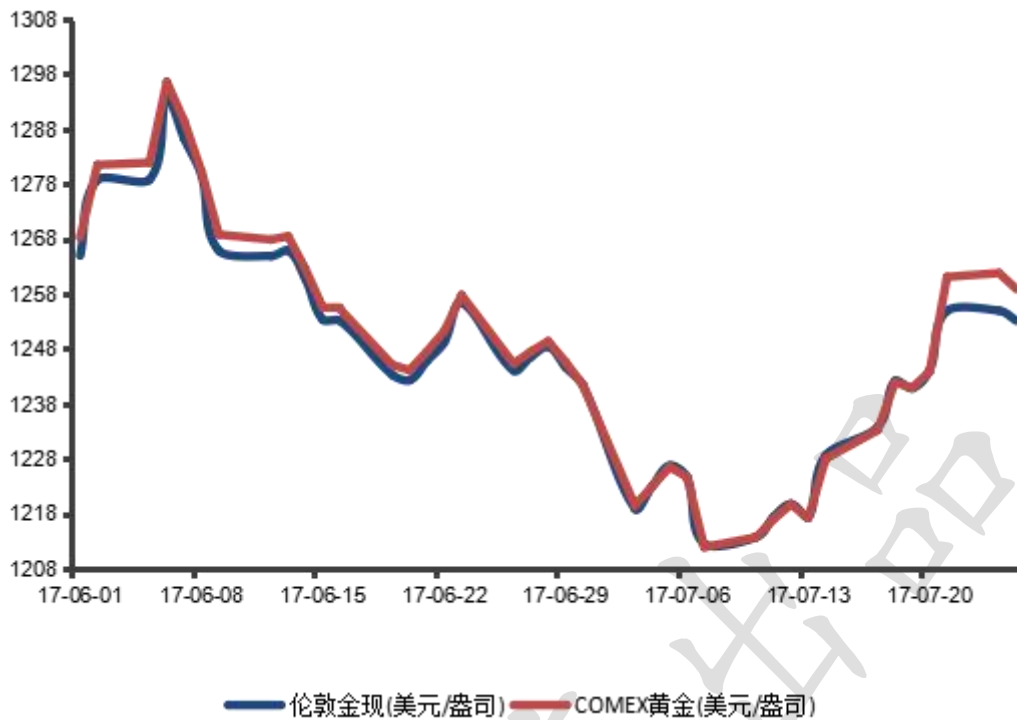
M2 的持续回落与信贷社融的稳步上升表明金融监管趋严的背景下表外融资逐渐收缩并开始转移至表内，金融去杠杆成果显著，且对实体经济的支持力度加大，这与我们上月的预测一致。在下半年，随着金融去杠杆的进一步深入以及加强金融监管效应的逐渐显现，M2 增速仍会大概率低于 10%，考虑到市场流动性的稳定，央行货币政策仍会继续保持中性。同时，上半年银行在

息差减小的情况下提前放贷收益使得下半年信贷额度减少，加上因住房信贷下降而表现出的居民中长期信贷占比的降低，下半年信贷增量可能会出现回落。另外，由于金融监管的深入以及 MPA 考核的影响，表外资产的结构将会继续分化，非标资产可能会持续转向信托融资。最后，由于当前国内经济运行良好，表内融资需求旺盛，强监管、去杠杆的政策基调仍会持续，货币政策将继续维持中性，加之 MPA 考核的持续进行，中小金融机构融资成本将会加大，未来发生更多信用违约的风险会进一步上升。

### **三、全球金融市场走势预判**

#### **(一) 大宗商品市场评析**

**1. 黄金价格分析。**黄金价格震荡下行后反弹，至7月中下旬，黄金价格回升至6月下旬水平，但仍低于6月初的高位。其中，6月至7月中旬，黄金价格在短暂上涨后持续震荡下跌。6月26日国际现货黄金收盘价为1244.05美元/盎司，7月25日收盘价为1253.13美元/盎司，下跌0.73%；纽约商品交易所黄金期货6月26日收盘价为1242.1美元/盎司，7月25日收盘价为1258.9美元/盎司，跌幅达1.35%。上海期货交易所黄金期货的价格6月23日收盘价为280.45元/克，7月21日收盘价为275.8元/克，降幅达1.66%。7月7日，国际现货黄金价格和纽约商品交易所黄金期货价格均跌至今年2月以来的最低点，分别达到1212.49美元/盎司和1211.9美元/盎司。



**2. 黄金价格预测。**前期地缘政治风险的缓和、美国非农数据超预期、美联储的货币政策处于逐渐紧缩的趋势中，这些因素均给黄金价格带来负面冲击，导致金价短期内震荡下行。不过从中长期看，我们依然维持之前的判断，由于美国经济复苏乏力、加息周期的效应已基本释放，预计黄金价格将逐步回稳，保持在合理水平。

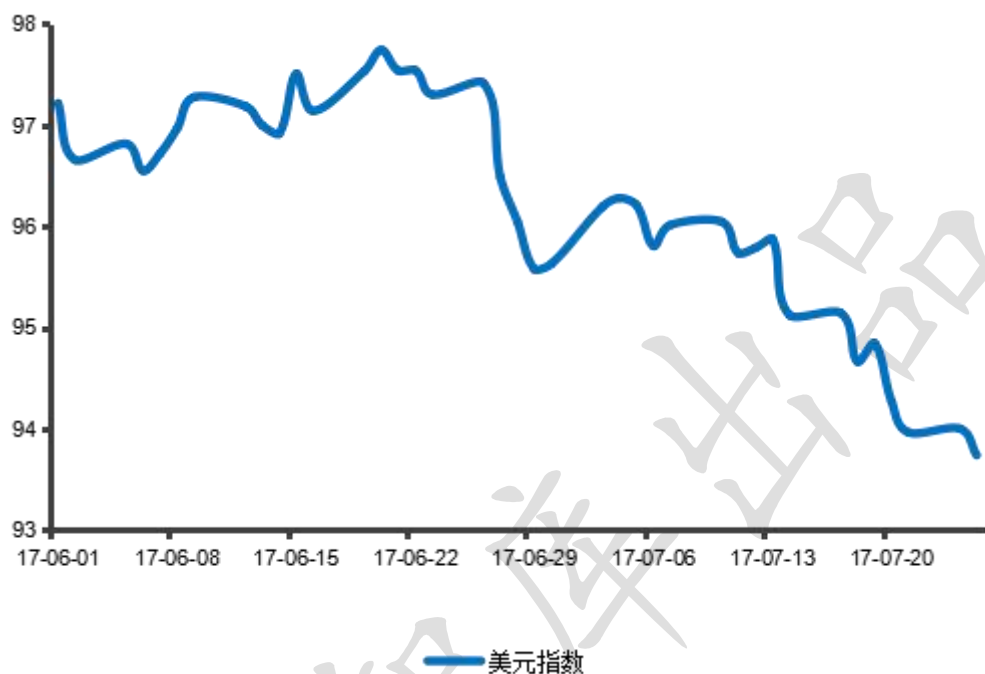
短期内地缘政治风险的缓和导致黄金价格下行。前期金价上涨的动力之一在于4-6月欧洲地缘政治风险的恶化。6月上旬，中东地区7个国家宣布与卡塔尔断交，作为避险资产的黄金价格迅速飙升至6月6日1293.65美元/盎司的高点。6月中旬，随着特蕾莎·梅宣布联合组阁，英国大选风险得到缓和，黄金价格随之下行。7月初G20峰会在德国召开，地缘政治风险短期内进一步缓和，黄金价格也保持持续震荡下行。

美国部分经济数据超出预期，给黄金价格带来下行压力。7月初，新公布的非农数据显示，6月新增就业人数为22.2万人，高于预期的17.7万人和前值13.8万人。此外，6月劳动参与率上升0.1个百分点。尽管与早先公布的ADP就业数据存在偏差，但非农数据超预期的表现稳定了市场情绪。6月29日，美国再次向上修正了一季度实际GDP增速，修正后数据为1.4%，初值为0.7%。由于向上修正了GDP，市场对美国经济复苏的担忧得到缓解，黄金价格则随之下跌。

欧洲多国央行表达紧缩意向，美联储年内再次加息预期保持不变，黄金价格下行压力增大。随着欧元区、英国、加拿大等发达经济体经济回暖，多国央行转鹰。6月底，欧洲央行德拉吉在公开讲话中出人意料表达了货币政策紧缩意向。随后，英国、加拿大等国央行也表示宽松型货币政策需要调整、加息进程将加快等观点。发达国家央行纷纷发表紧缩性货币政策观点，给黄金价格带来较大的下行压力。自6月下旬起，黄金价格一路下跌，并在7月3日和7月7日分别触及1218.9美元/盎司和1213.75美元/盎司的低位。6月底至7月初，随着非农就业数据公布、美联储加息和缩表预期等乐观因素的影响，美元指数止跌回升，在96左右水平徘徊。

不过，6月美国“小非农”ADP就业数据和核心PCE表现均不如人意。结合美国其他相关数据，例如生产效率增速放缓，贫富差距扩大，金融市场尤其是股票市场的风险扩大，我们判断

美国经济复苏十分疲弱，而美联储的紧缩货币政策节奏不会太快。因此，我们认为美元指数有回落的风险，从而黄金价格仍会得到支撑。

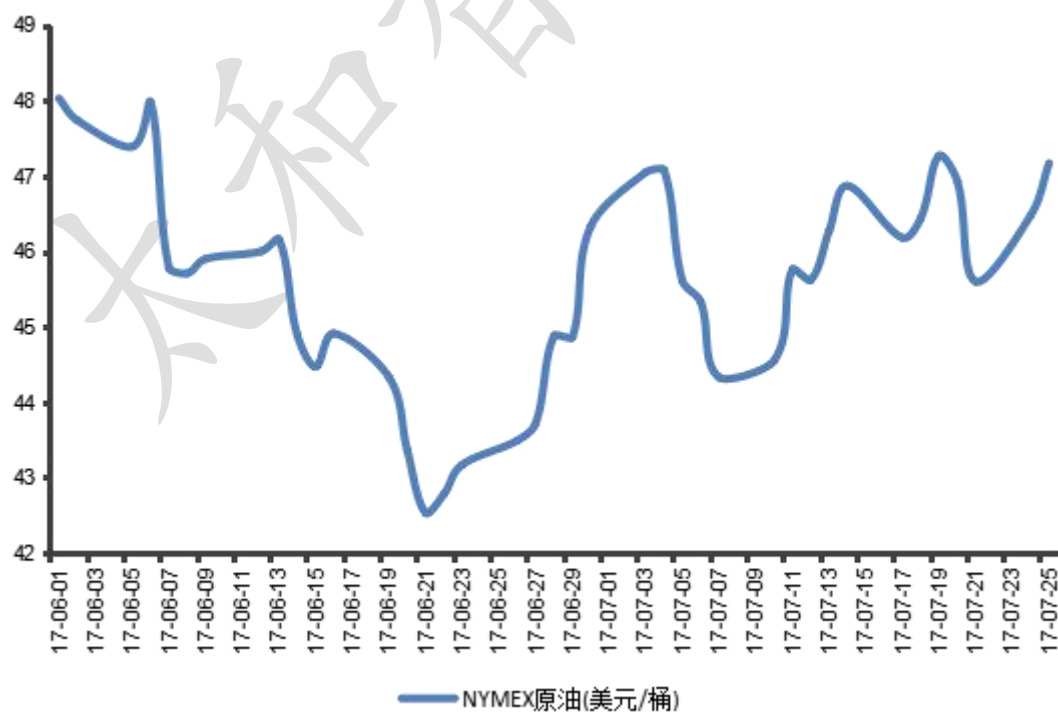


随着美国经济复苏效应减弱、各国央行鹰派言论效应释放，预期未来短期内黄金价格将止跌回升，中长期将保持在合理水平。尽管6月美国非农数据超出预期，但核心PCE、ADP就业数据等其他主要经济指标仍不尽如人意，经济复苏和增长后续乏力。同时，日本、澳大利亚等国央行仍维持宽松货币政策，随着欧洲央行紧缩货币政策效应释放，黄金价格下行压力将趋缓，预计未来会逐步回升至合理区间。

**3. 原油价格分析。**6月至7月中旬，原油价格大幅下跌后震荡回升。国际原油期货价格由6月1日的48.03美元/桶开始震荡下跌，至6月21日达到42.53美元/桶的低点。随后止跌回升，并于7月初再次下跌，随后回升至7月25日的47.17美元/桶。



6月原油价格下跌主要源于OPEC对于延长减产的协议不及市场预期、OPEC原油产量超预期、OECD和美国原油库存增加等因素。5月25日，OPEC和非OPEC产油国家达成的延长减产协议中，并未对减产幅度等细节作出进一步控制，市场反应不及预期，油价随之大幅下降。OPEC月报显示，由于不受减产协议约束的尼日利亚和利比亚两国增加原油产量，6月OPEC产油量每日增加超过30万桶。此外，由于下游消费不足，6月美国原油商业库存量减少不及预期，美国及其他对手国家页岩油增产，给石油价格带来压力。供应面的大幅增加，使得原油价格持续下行。而随着7月初EIA下调美国今明两年产油预期，中国等新兴市场国家夏季对原油的需求强劲，6月底至7月初，油价止跌回升，呈现V型走势。



**4. 原油价格预测。**未来原油价格将继续在低位震荡。当前

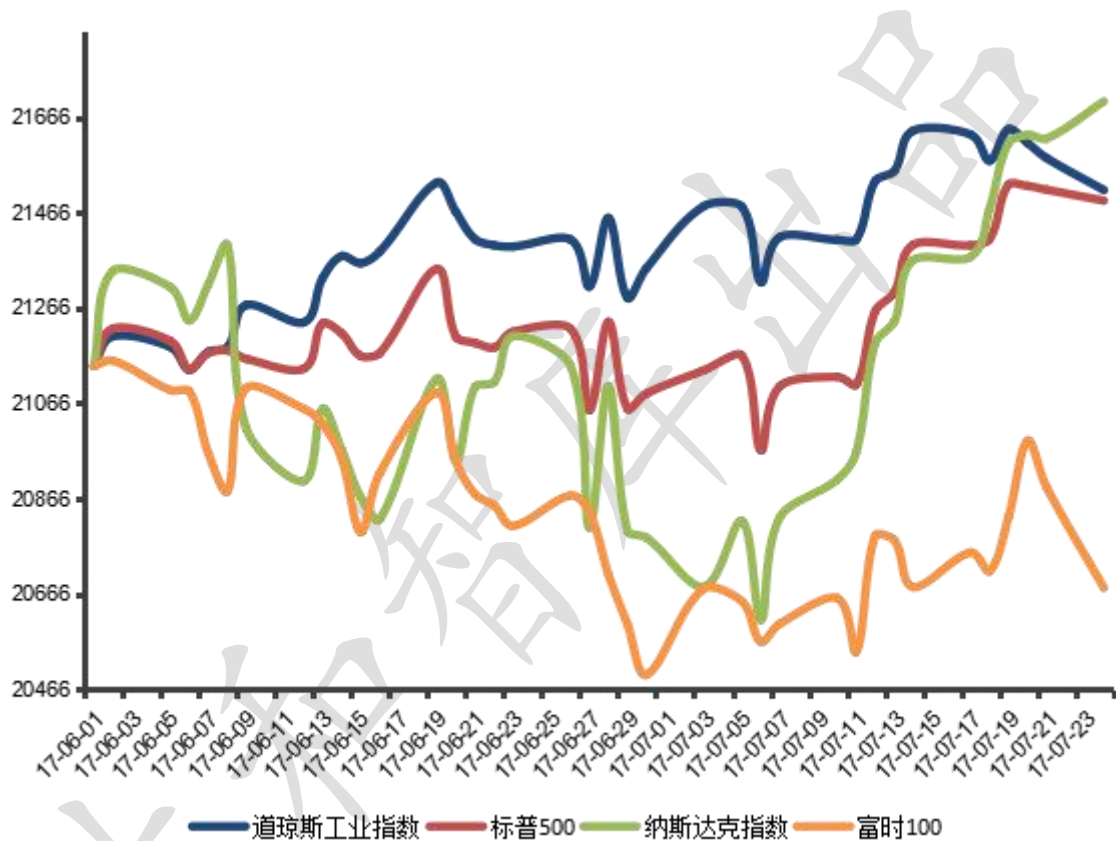
市场对于原油价格走势的重要关注点在于 OPEC 减产协议的达成与执行情况，以及国际市场需求变化。6 月，OPEC 月报显示原油产量增加 1.4%，达到 3261.1 万桶/日，较前值增加 39.35 万桶。原油增产主要源自尼日利亚和利比亚原油生产的恢复，以及沙特产量超过减产协议的上限。6 月，沙特产量较上月增加 19 万桶至 1007 万桶/日，超出减产协议中 1005.8 万桶/日的上限。作为影响油价的关键，OPEC 减产协议的执行情况一直是国际市场关注的焦点。月报显示，OPEC 国家 6 月的减产执行率大幅下滑，由上月的 95% 下降至 78%。尽管目前 OPEC 国家减产执行率仍处于历史高位，但 6 月沙特产量超出承诺减产的上限，进一步增加了减产执行率和原油价格的不确定性。

需求方面，OPEC 月报认为 2018 年全球的原油需求将下滑，美国经济复苏乏力也难以提升市场对原油的需求，原油市场或将出现供应过剩。而随着油价下跌，美国页岩油生产或将随之放缓，中东多国与卡塔尔的外交危机，也使得地缘政治风险不可忽视。因此，在供过于求基本面之下，未来油价或将继续在 40 美元/桶的区间维持低位震荡。

## （二）全球股票市场评析

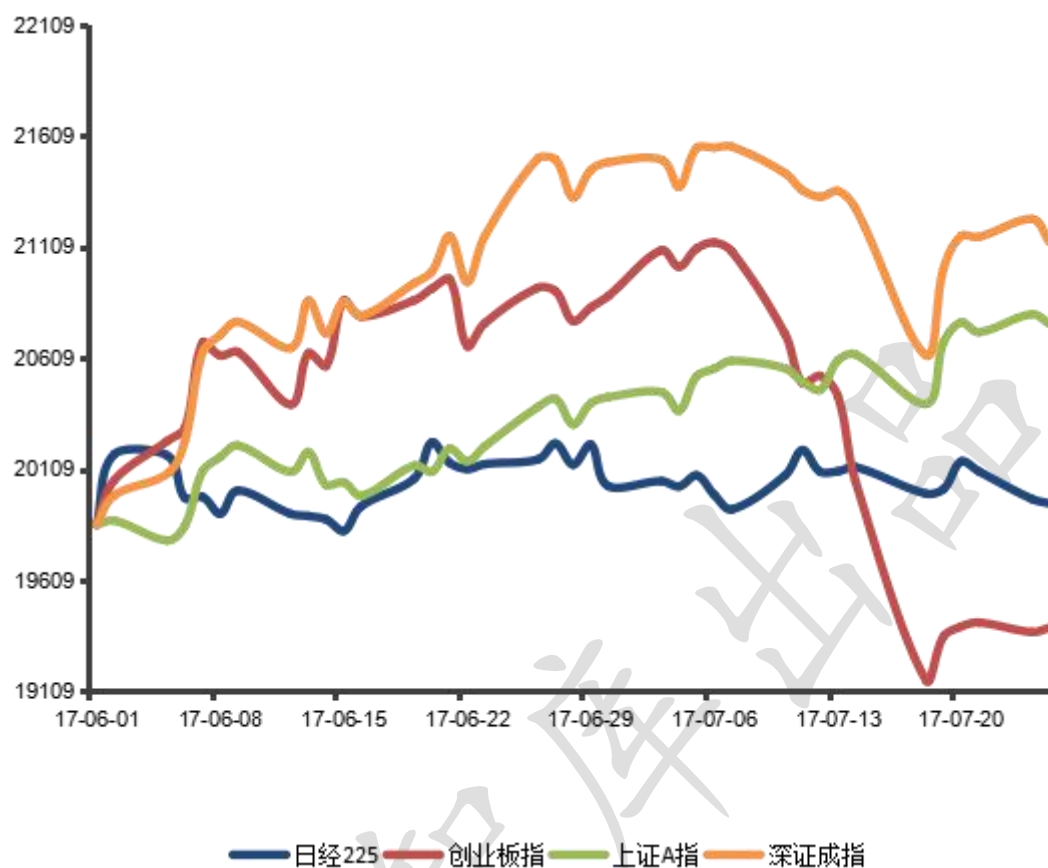
**1. 欧美股市评述。**2017 年 6 月至 7 月中旬，欧美股市震荡波动，出现小幅分化。美国三大股票指数中，道琼斯工业指数和标普 500 指数小幅震荡上行，纳斯达克指数在经历了震荡下跌后反弹，大幅上扬。截至 7 月 24 日，道琼斯工业指数报收于 21513.17

点，环比上涨 0.55%；标普 500 指数报收于 2469.91 点，环比上涨 1.3%；纳斯达克指数报收于 6410.81 点，环比上涨 2.32%。英国富时 100 指数整体呈现震荡下跌趋势，在 6 月初 7547.64 点高位持续震荡下跌，并于 6 月 30 日达到 7312.72 的低点。截至 7 月 24 日，富时 100 指数报收于 7377.73 点，环比下降 0.62%。



**2. 亚洲股市评述。**亚洲股市整体保持震荡上行。6 月至 7 月中旬，上证 A 指、深证成指以及创业板指等为代表的亚洲股市均小幅震荡上行，日经 225 指数震荡徘徊。其中，深证成指和创业板指 6 月上漲幅度较大，并从 7 月初开始大幅下跌。截至 7 月 25 日，日经 225 指数报收于 19955.2 点，环比下降 0.88%；创业板指报收于 1688.09 点，环比下跌 6.6%；上证 A 指报收于 3397.18 点，环比上涨 2.72%；深证成指报收于 10353.21 点，环比下降

0.13%。6月亚洲股市整体走向保持一致。



**3. 全球未来股市走势分析。**虽然6月全球股市出现分化，涨跌互现，但整体而言全球股市难言乐观。欧美股市中，虽然道琼斯工业指数和标普500指数有小幅上涨，但上行趋势不明显，整体处于震荡波动。纳斯达克指数在6月经历了震荡下跌，并于7月6日达到20611.52点的低位，此后小幅震荡回升。英国富时100指数持续震荡下跌。欧美股市延续了上个月的震荡态势，尽管美国非农就业数据的发布给股市带来短期的上涨空间，但中长期看，经济基本面的不确定性也增加了股市走向的不确定性。

美国经济复苏势头的薄弱和美联储年内加息预期，使得美国股市中长期内缺乏持续上涨的动力。6月美国经济数据出现分化，

美联储内部对于加息进程产生分歧，都给股市带来不确定性。尤其是，目前美股金融板块在美联储加息预期下走强，拉动道琼斯工业指数和普标 500 指数小幅上升，但这一效应不可持续，股市缺乏积极的基本面支持。

而就亚洲股市而言，日本股市是在宽松货币的支持下勉强度日，经济基本面不能给股市提供支持。日本经济增速在一季度出现回落至 1.3%，日本央行坚持宽松的货币政策，新的经济增长点难觅踪影，日经 225 指数缺乏经济基本面的支撑。

在国内股市方面，近一段时间由于金融严监管和央行货币投放力度的放缓，造成了流动性的阶段性紧张。这个股市带来了不小的负面冲击。不过，中国上半年的经济增速整体让人满意，企业利润，特别是国有企业利润仍然保持着较大幅度的回升。这些因素在一定程度上给国内股市提供了支撑。不过，正如我们一贯分析指出和强调的，中国经济的结构性问题并没有得到有效改善，投资增速仍将进一步回落，而企业利润的回升很大程度上受益于大宗商品市场和资本利得，企业的主营业务利润并未出现明显的改善。这些因素都给股市带来了不利的影响。我们预计国内股市将继续维持震荡的行情，前期由于流动性紧张的因素而超跌的个股存在投资机会，但中长期而言，股市仍然缺乏基本面支撑。

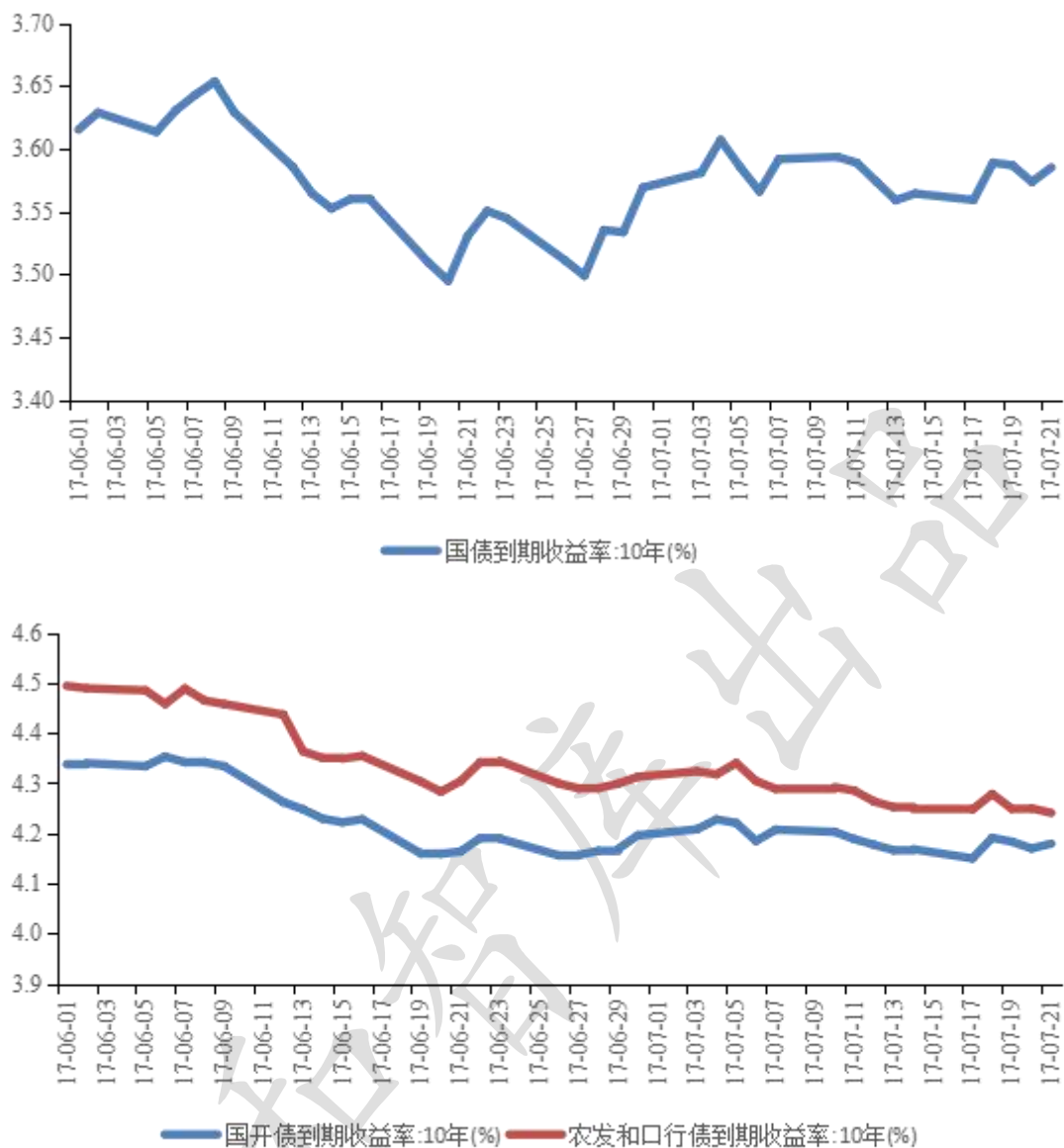
### （三）全球债券市场评析

**1. 美国国债市场评述。**2017 年 6 月至 7 月中旬，美国国债收益率出现震荡上行。10 年期美国国债在 6 月 26 日达到 2.14%

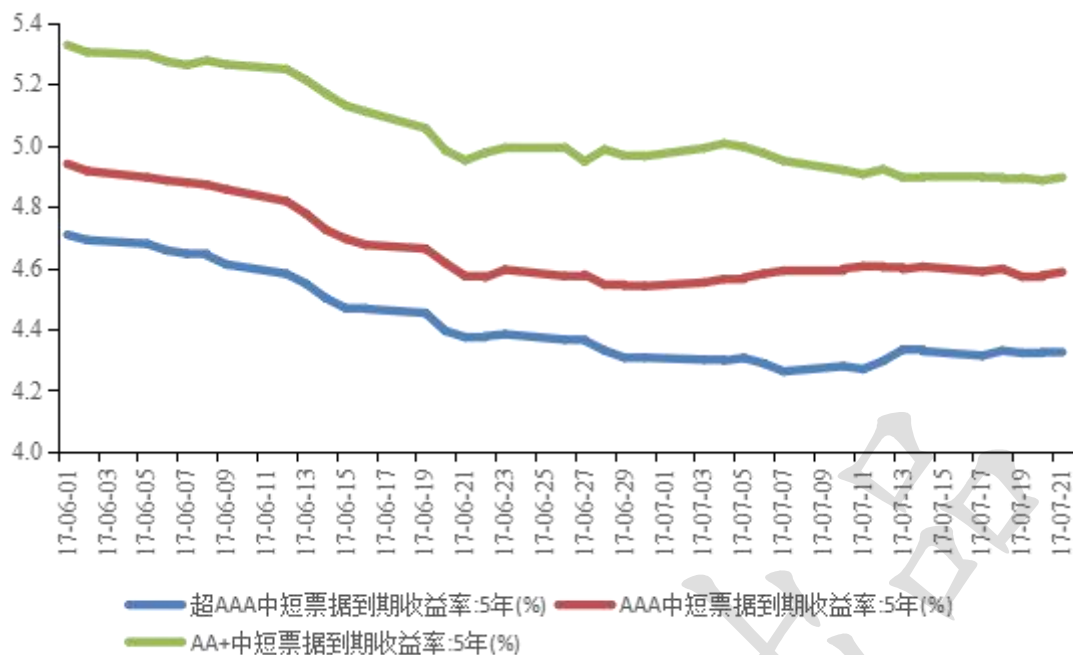
的低点后开始持续上行，并于7月7日达到2.39%的高位。7月初非农数据超预期，以及一季度GDP增速上修，都推动了美国国债收益率短期上涨。而随后经济数据出现分化，核心PCE再次放缓，收益率增速也随之放缓并出现震荡下行。



**2. 中国债券市场分析。**6月中国债券收益率延续了上月的下行趋势。在利率债方面,10年期国债到期收益率从6月8日3.65%的高位持续震荡下降,并于6月27日达到3.48%的低点后震荡小幅上行,随后下跌。10年期国开债、农发与口行债到期收益率同样自6月初开始震荡下行,6月21日至今下降速度放缓,保持小幅震荡下行。截至7月21日,10年期国债到期收益率为3.59%,10年期国开债到期收益率为4.18%,10年期农发和口行债到期收益率为4.24%。



在信用债方面，6月中短票据收益率同样延续了前期下行趋势，自6月初起持续下行，并从6月下旬起降幅趋缓，逐步保持平稳。其中，5年期超AAA和AAA中短票据收益率持续下降，并于期末小幅回升；5年期AA+中短票据收益率持续震荡下降。截至7月21日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据收益率分别跌至4.32%、4.59%和4.89%。



**3. 中国债券市场分析与预判。**6月，中国债券市场在今年上半年收益率持续上行之后迎来了反弹，10年期国债、国开债、农发和口行债，以及5年期中短期票据到期收益率均呈现下行趋势。债券收益率与近期经济数据的表现密切相关。5月工业增加值回落至6.5%，6月CPI和PPI均与上月持平，环比降幅扩大。经济回暖缺乏稳固的基础。另一方面，前期金融严监管效应减退，监管力度趋于缓和。6月数据显示社会融资规模大幅超预期，市场流动性短期改善，也有利于债券收益率转为下行。未来，债券收益率的走势，将在经济基本面基础上，随政策变化波动。考虑到当前杠杆仍然没有显著降低，金融去杠杆在未来仍将继续。因此预计未来随着中国经济回暖乏力，债券收益率将在低位震荡。



作者：太和智库研究员、新声代经济学者 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。