



太和智库
Taihe Institute

太和寰宇财经月刊



太和智库

2017年9月刊 总第七期

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



目 录

摘要：报告主要观点

一、财经热点评析.....	1
二、中国经济运行评析.....	6
(一) 宏观经济数据评述.....	6
1. 月度价格走势评述.....	6
2. 月度制造业 PMI 评述.....	7
3. 月度工业增加值评述.....	7
4. 月度固定资产投资评述.....	8
5. 月度社会消费总额评述.....	10
6. 月度进出口评述.....	10
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	11
1. 价格走势分析与预测.....	11
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	13
3. 工业增加值分析与预测.....	15
4. 固定资产投资分析与预测.....	18
5. 社会消费总额分析与预测.....	21
6. 进出口数据分析与预测.....	23
三、中国金融数据点评.....	26
(一) 中国金融数据评析.....	26
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	29

四、全球金融市场走势预判	30
(一) 大宗商品市场评析	30
1.黄金价格分析.....	30
2.黄金价格预测.....	31
3.原油价格分析.....	34
4.原油价格预测.....	34
(二) 全球股票市场评析	36
1.欧美股市评述.....	36
2.亚洲股市评述.....	36
3.全球未来股市走势分析.....	37
(三) 全球债券市场评析	39
1.美国国债市场评述.....	39
2.中国债券市场分析.....	40
3.中国债券市场预判.....	41

报告主要观点

8月中国经济数据全面走低，印证了年初我们对2017年中国经济“前高后低”的判断，“新周期”更是无稽之谈。

展望未来，我们对中国经济、金融数据判断如下：

1. 三季度GDP增速将回落，证伪“新周期”；
2. 货币政策将维持稳定，部分金融机构或感觉资金紧张，但降准无望；
3. CPI年内将持续走高，PPI将大幅回落；
4. PMI年内大概率下行；
5. 规模以上工业增加值高位回落，年内将低位波动；
6. 固定资产、房地产投资趋势回落，增速回落还未触底；
7. 排除季节性因素，居民消费增速维持低位徘徊；
8. 欧美需求难以维继，汇率压力突显，进出口持续走低；
9. M1、M2增速回落触底，金融去杠杆导致社融走高；
10. 短期贷款增加而中长期下降，企业长期投资需求疲软。

结合对全球经济基本面和货币政策的分析，我们对全球金融市场走势判断如下：

1. 由于外部风险的持续冲击，年内国际黄金的价格趋势走高，价格中枢将抬升至1300-1350美元/盎司区间；
2. 原油过剩供给正逐步改善，但需求回暖或将不及预期，预计年内原油价格将维持在45-55美元的区间震荡，没有趋势；

3. 美国经济基本面与预期的偏离越来越大，美股上涨动力衰退，预计未来 1-2 个季度将触发美股大幅回落；

4. A 股短期投机因素积累过快，4 季度将回调，幅度有限；

5. 中国债券市场在所谓“新周期”的过度乐观情绪支配下，已经明显超跌，债市对资金的敏感度将让位于对基本面的敏感度；

6. 无风险债券收益率基本触顶，信用利差将扩大。

一、财经热点评析

资金紧平衡，降准无望

八月底九月初，随着部分中小金融机构流动性出现紧张的迹象，金融市场特别是债市的行情不振，关于央行是否应该开始新一轮的宽松周期（例如重启降准）成为了讨论的热点。代表中小金融机构的一派观点认为央行应该降准，这样不仅能够“中性”地补充流动性，还能缓解中小银行压力，让他们更好地去杠杆；而代表大型金融机构的一派观点则认为央行应该维持现有货币政策，继续推动金融去杠杆。先不论谁对谁错，太和智库对于推动这一场论战起到了重要的作用，也清楚地阐述了自己的观点：不支持降准。

对于支持降准的观点，其主要逻辑是：当前金融市场，特别是中小金融机构流动性不足。最重要的证明就是商业银行减少超储，银行超储率长期下降，这显示了资金面越发紧张。而我国准备金率仍较高，显著高于绝大多数国家。因此，央行需要降准，给银行释放新的流动性。然而，关于这个逻辑有几个致命的缺陷。

首先，商业银行减少超储不能作为流动性紧张的证明。我们认为，超额储备的确是商业银行用来调节流动性的重要手段，但超额储备的变化不仅受到流动性充裕程度的影响，也受到银行资产配置要求的影响。回望 2008 年爆发金融危机的时候，年底央行紧急降准 2 个百分点，从规模上讲，这释放了大量的流动性。然而，由于当时处于金融危机，交易对手风险较高，没有好的投

资渠道，结果央行释放的流动性都变成了商业银行的超额储备，超储率从 2%左右跳升至 5%左右。2014 年央行重启新一轮降准降息的宽松货币周期，但央行释放新的流动性并没有刺激实体经济投资，而是变成商业银行的超额储备，因为没有好的资产可以投资。显然，超储率和法定准备金率的这种负相关关系并非简单的替代关系，还要考虑银行自身的资产配置问题。换句话说，不能简单地认为超储率下降就等于流动性不足甚至需要降准来弥补。

第二，不论货币环境如何，金融机构总是有动机提高杠杆率，或追求高风险高收益。中小金融机构更是如此，因此他们总是感觉到流动性紧张。早在今年年初的报告中，我们就特别指出部分中小银行和非银金融机构的运营是“刀背上行走”，杠杆率极高，营业风险极高，倒闭重组风险极高。比如某农商行用 1 个月的负债滚动 24 个月的资产。这种“疯狂”的行为，即便在普通时期，也极容易出现风险事件，资金链断裂，债务压力巨大，更何况当前整个国家层面在推进去杠杆。这些中小银行和非银机构，无时无刻不在感受着流动性紧张。这并不是因为央行货币供给不足，而实在是金融机构自己的操作问题。宏观上看，当前金融市场的流动性结构性失衡是去杠杆过程必然经历的阶段。当下大型银行流动性相对宽裕，中小银行和非银机构相对紧张，这种结构性失衡恰好反映了在金融去杠杆的背景下，流动性主动选择优质资产的倾向(Fly to quality)。客观而言，中小银行和非银机构的风险暴

露，体现为流动性紧张，但深层原因是机构的逐利性将风险偏好抬升至“天花板”，还有“规模效应”的内在冲动。因此，在流动性边际趋紧的时候，想当然地认为央行货币供给不足，这才得出央行降准能够缓解结构性问题这样的荒谬结论。

第三，金融监管和金融去杠杆引起流动性紧张，降准和金融去杠杆背道而驰。主张当前流动性紧张所以需要降准的人，首先需要回答下面这个问题才能逻辑自洽：央行维持当前的存款准备金率已经很长一段时间了，去年没有引起流动性紧张，为什么现在出现流动性紧张？在存款准备金率没有发生变化的情况下，流动性的紧张程度发生了变化，恐怕我们需要找寻其他的解释变量。事实上，当前流动性紧张的根本原因是金融监管趋严和金融去杠杆。我们理解，严监管的核心是挤出“监管套利”，表现为银行将大量表外资产转为表内；降杠杆的核心是“紧货币”，表现为金融资产总量与价格的双收缩。简单而言，银行表外资产不用交准备金，而表内资产不得不承担准备金的成本。因此，这成为降准可以缓解银行资金压力的理由。不过，假如真的因为银行将表外资产转为表内而引起流动性不足就选择降准的话，那是否与“严监管”和“去杠杆”之间形成死循环？中小银行缺乏负债来源，所以通过向大银行发行同业存单来拆借资金是必然现象。无论央行如何降准，中小银行仍然需要向大银行发行同业存单来拆借资金，除非这些中小银行从居民端吸收储蓄的能力得到显著提升。中小银行对同业存单的依赖，是自身信用建设、投资管理做得不

够好的问题，而非货币政策的问题。在吸引不到多元化投资的时候就去找央行要钱，这就好比让政府为中小企业的投资失误买单，不利于行业发展。

退一万步说，目前粗略估计，中小银行负债规模约为 57 万亿（2016 年末），按 2016 年末商业银行 168.6 万亿规模计算，即便仅降准 0.5%，也要释放大约 8440 亿元的流动性。这个数量的流动性相对于中小银行对 13 万亿规模的同业存单的依赖而言谈不上显著改善，但对于整个金融系统而言，0.5%的降准将释放的“高能货币”无疑将引起整个金融市场巨大的波动，而且降准这样的强烈政策信号基本上可以把金融去杠杆推入死胡同，之前所做的所有努力以及付出的全部成本将付之东流。我们认为，过去银行存在严重的资产错配问题，问题投资和影子银行风险由于表外的包装被粉饰，监管套利显现严重。而现在银行缩表，资源重新配置，从控制金融风险 and 宏观审慎的角度而言是必须要经历的。在这种情况下，降准无异于南辕北辙。

第四，我国法定准备金率高是历史遗留问题，是过去货币投放过度的产物。支持降准的另一个主要论点就是批判我国的高法定准备金率，尤其指出中国的存准率是主要经济体中最高的。的确，这是一个客观事实，但也是历史遗留问题。2001-2006 年经济过热，央行从 2006 年第二季度左右开始紧缩，两年左右的时间将存款准备金率从 7.5%提高到 17.5%。2009 年我国推出 4 万亿的刺激政策，经济再次表现出不正常的过热现象。于是央行再

次提高准备金率控制货币,到2011年的时候,准备金率高达21%。如此高额的法定准备金率,的确给资金带来了较高的成本,这是客观事实,但却也是历史遗留问题的反映。同时,我们也不能脱离经济谈金融,过去我国经济增长对货币的依赖较高,M2增速长期远高于GDP的增速,货币供给长期过剩是事实。因此,央行在价格工具为零的现实下使用数量工具来调节货币,而法定准备金率成为央行调节货币供给的重要政策手段之一。如此高的存款准备金率限制了货币的派生,防止经济过热,防止金融泡沫,防止金融对实体经济的挤出。2015年的股灾、债灾仍记忆犹新,央行降准释放流动性之后,实体经济未见起色,但金融泡沫前赴后继。

客观地讲,我国的法定存款准备金率究竟应该维持在怎样的一个水平,这仍然是一个需要进一步研究的问题。我们目前也暂时无法得出结论。我们认识到目前的这个存款准备金率对资源造成了浪费,但我们也非常清醒地认识到我国金融市场不缺货币,结构的问题不可能用总量的办法解决。当前的首要政策目标是金融去杠杆,化解过去货币供给过剩的遗留问题,而不是解决资金不足的问题。因此,我们认为当前降准是不合时宜的。事实上,关于央行是否应该降准的讨论,我们还应该先弄清楚一个根本问题,那就是我们站在谁的立场上来回答这个问题。如果从银行的角度来讲,将流动性管理的主动权交还给银行,降准显然对银行有利。但是从整个宏观经济的角度而言,解决银行业监管套利和

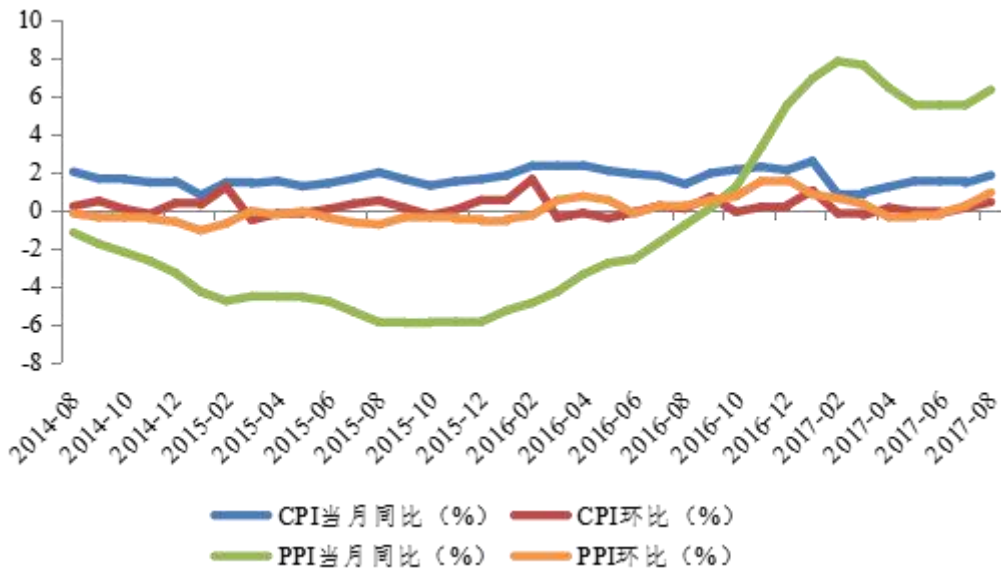
过度风险投资的问题，对过去资产错配进行纠正，需要金融严监管和央行控制货币供给。降准有“溢出”效应，极可能引起资产泡沫，特别是在当前中国货币供给过剩的背景下，这种可能性很高。我们注意到从 2014 年底开始，央行开启了较长一段时间的宽货币周期。虽然在 2017 年初政策意图转向，但实际上宽货币的客观事实并没有根本改变，还是在用时间换空间，只不过严监管的背景下，金融机构自己感觉到流动性紧张而已。在这种情况下，我们看到资金先后在股市、债市、房市，以及今年的大宗商品市场窜动。这个时候降准，无异于对金融泡沫的击鼓传花添油加醋。而一旦这个游戏再次开始，金融脱实向虚，挤出实体经济，将造成更大的损失。

因此，我们不能仅仅站在银行的角度来考虑降准这个问题，因为银行不会把降准的溢出效应以及所带来的宏观经济成本考虑进去。我们应该站在整个宏观经济发展以及长期货币政策规范化制定的角度来考虑这个问题。

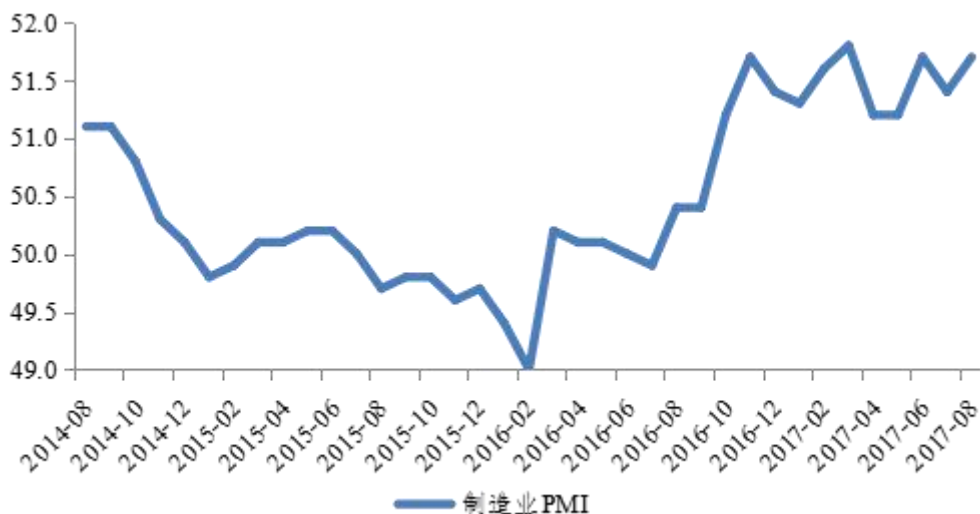
二、中国经济运行评析

（一）宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。2017 年 8 月，CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 1.8%，较 7 月份上升 0.4 个百分点，成为除 1 月份外的年内最高点；PPI 环比上涨 0.9%，同比上涨 6.3%，比上月增加 0.8 个百分点。

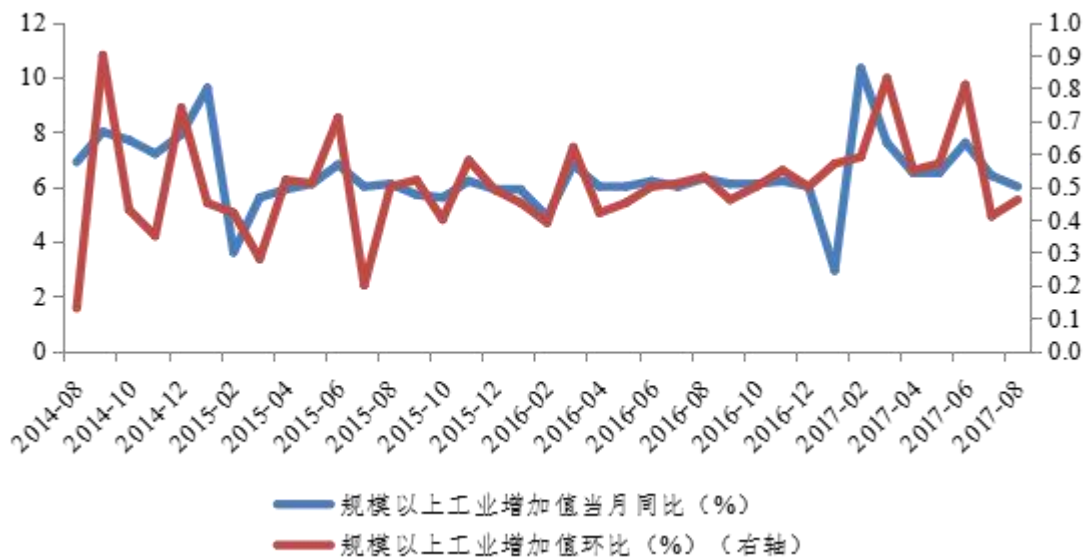


2. 月度制造业 PMI 评述。8 月份制造业 PMI 数据为 51.7%，较上月增加 0.3 个百分点，且高于预期 0.4 个百分点。从分项数据看，生产指数为 54.1%，比上月增加 0.6 个百分点；新订单指数为 53.1%，比上月增加 0.3 个百分点；原材料库存指数为 48.3%，比上月下降 0.2 个百分点；从业人员指数为 49.1%，较上月小幅下降 0.1 个百分点；原材料购进价格指数为 65.3%，比上月大幅上涨 7.4 个百分点。

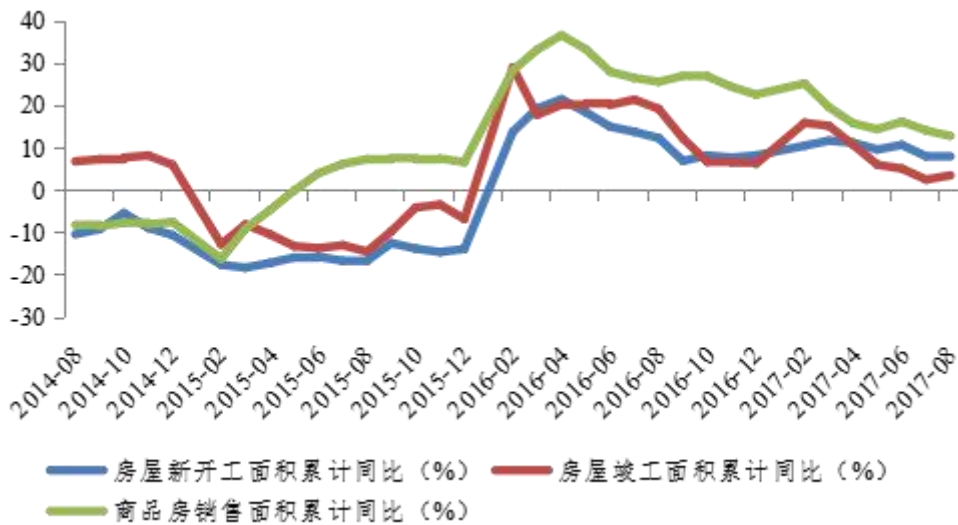
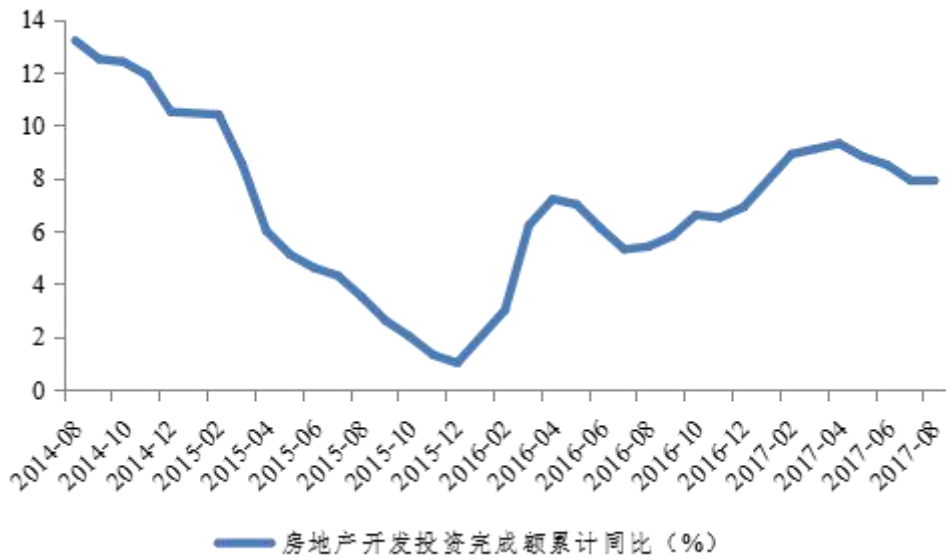
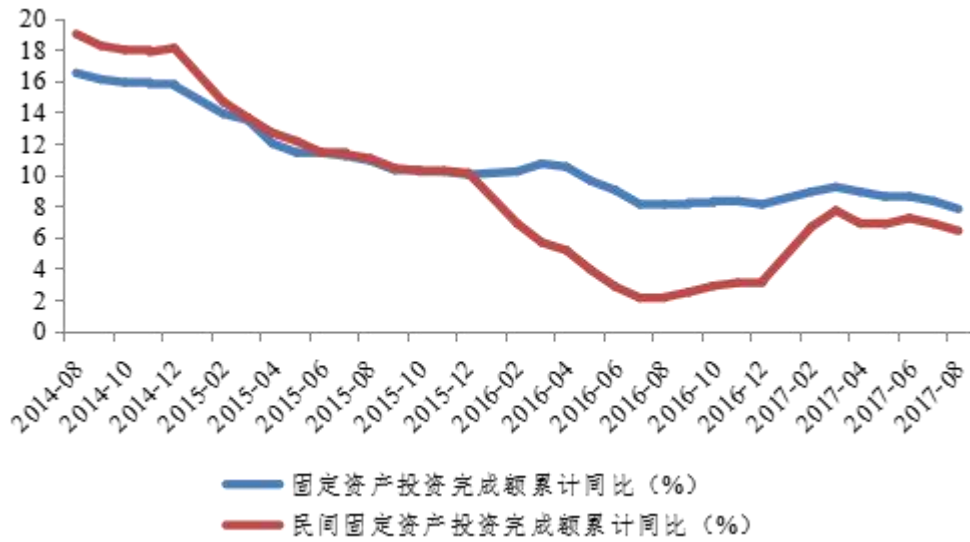


3. 月度工业增加值评述。8 月份规模以上工业增加值同比实

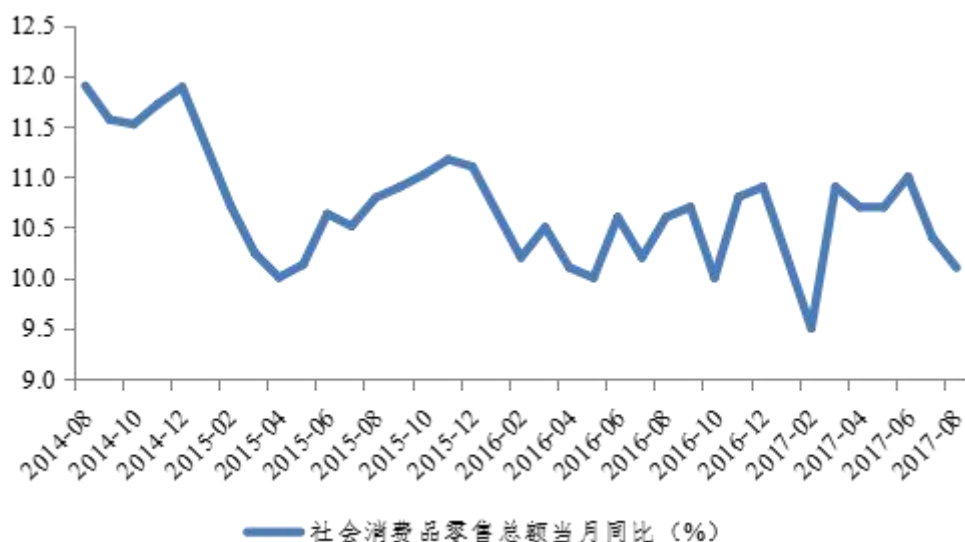
际增长 6.0%，较 7 月回落 0.4 个百分点，比去年同期低 0.3 个百分点，继续从今年 6 月的阶段性高位回落，且是 2017 年以来的最低值。8 月规模以上工业增加值环比增长 0.46%，增速较上月小幅提高 0.05 个百分点。1-8 月份，规模以上工业增加值累计同比增长 6.7%。



4. 月度固定资产投资评述。1-8 月，全国固定资产投资 39.42 万亿元，同比名义增长 7.8%，增速比 1-7 月份回落 0.5 个百分点，且低于去年同期 0.3 个百分点，创下 17 年来的新低；全国固定资产投资环比增速较 7 月上升 0.57 个百分点，涨幅缩小 0.04 个百分点；1-8 月，民间固定资产投资 23.91 万亿元，同比名义增长 6.4%，比 1-7 月回落 0.5 个百分点，民间投资占总投资的比重为 60.7%，与 1-7 月持平。1-8 月，全国房地产开发投资 6.95 万亿元，同比增长 7.9%，增速与 1-7 月持平。8 月固定资产投资创新低、房地产开发投资仍处于回落趋势。

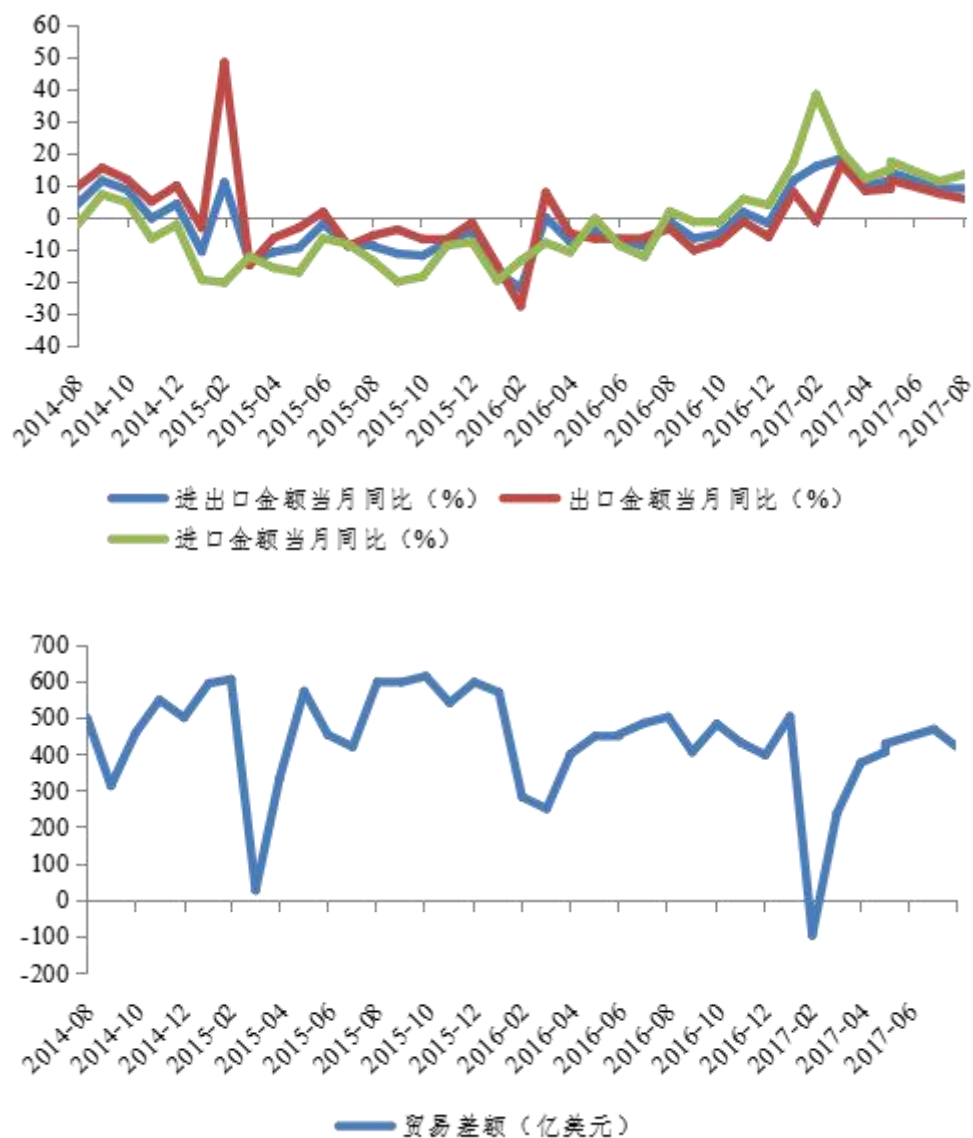


5. 月度社会消费总额评述。8月社会消费品零售总额3.03万亿元，同比名义增长10.1%，增速比7月下降0.3个百分点，且比去年同期低0.5个百分点，是今年以来的次低值。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长7.5%，比7月下降1.1个百分点。8月社会消费品零售总额环比增长0.76%，增速比7月低0.05个百分点，低于去年同期0.13个百分点。2017年1-8月，社会消费品零售总额同比增长10.4%，与1-7月持平。



6. 月度进出口评述。8月我国进出口总额为2.41万亿元人民币，同比增长10.1%，刷新了今年以来的单月最低增速。其中，出口总值为1.35万亿元，同比增长6.9%，预期8.7%，前值11.2%，出口回落明显；进口总值为1.06万亿元，同比增长14.4%，预期11.7%，前值14.7%，大幅超过预期；进出口顺差2865亿元，预期3357亿元，前值3212亿元，贸易顺差回落。以美元计，8月出口同比增长5.5%，前值7.2%；进口同比增长13.3%，前值11%；贸易顺差419.92亿美元，前值467.25亿美元。人民币汇率升值

在一定程度上压低 8 月整体贸易数据。



(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。食品价格同比降幅缩窄、环比由负转正，虽然食品仍然拉低 CPI 上涨，但力度开始缩小。8 月食品项同比下降 0.2%，降幅缩窄 0.9 个百分点，影响 CPI 下降约 0.04 个百分点。分细项看，畜肉类价格下降 8.4%，降幅较上月缩窄 1.4 个百分点，其中，猪肉价格下降 13.4%，影响 CPI 下降 0.39 个百分点；鲜菜价格上涨 9.7%，影响 CPI 上涨约 0.22 个百

分点。受季节性因素的影响，8月食品价格环比上涨1.2%，较上个月大幅提升1.3个百分点，影响CPI环比上涨约0.24个百分点，实现了由负转正。其中，蛋类价格环比上涨13.5%，较上月大幅增加10.3个百分点；鲜菜价格环比上涨8.5%。8月份的食品价格回升对CPI上涨的贡献较大。

非食品价格同比、环比均维持上涨态势，继续保持着推动CPI上涨的主要因素。8月非食品价格同比上涨2.3%，环比上涨0.2%。分项来看，其他七大类价格同比均有所上涨。其中，食品烟酒、医疗保健、居住、教育文化和娱乐以及生活用品及服务价格分别上涨0.4%、5.9%、2.7%、2.5%和1.3%，分别较7月份增加0.55、0.4、0.2、0.02以及0.16个百分点，且均创下了年内最高值。因此，住宅、教育以及医疗等非食品项目成为推动CPI上涨的又一内在结构性动力。

PPI同比大幅提升，环比创年内新高。8月PPI同比上涨6.3%，突破了连续3个月5.5%的增速；环比上涨0.9%，较上月大幅提升0.7个百分点，且创下年内新高。工业品生产资料价格同比上涨8.3%，影响PPI上涨约6.1个百分点。其中，采掘工业和原材料工业价格涨幅最大，分别比7月份增长了2.4和1.7个百分点，对PPI上涨的贡献较大。生活资料价格同比上涨0.6%，环比上涨0.1%，涨幅较为平稳。

2017年8月，PPI向CPI传导形式没有发生本质性变化，但食品和非食品两大因素对CPI上涨的贡献程度都在加大。一方

面，受季节性影响，食品价格同比降幅缩窄，环比大幅提升。在四季度，随着蔬菜水果等食品项目价格的进一步增加，CPI 进一步增大的压力较大。另一方面，非食品项目一直是推动 CPI 上涨的重要因素，8 月份住宅、教育以及医疗等分项的增速已经创下了年内新高，随着四季度服务及住宅需求的回升，各类非食品项目仍会维持在高位，对 CPI 造成进一步上行的压力。

在 PPI 方面，8 月份 PPI 的走高主要是受到了工业原材料价格上升的影响，PPI 向 CPI 传导的持续割裂会同上游产品价格的持续高涨一起限制下游企业生产积极性，从而影响到未来 PPI 的走向。我国制造业利润率本就不高，加上供给侧结构性改革的推进，生存环境比较艰难。虽然政府长期致力于通过降低实体经济的经营成本来提振民间投资热情、提升外资投资吸引力，从而刺激制造业的发展。但是，这一努力却被居高不下的上游产品价格对冲了很多，甚至于出现了下游制造业的经营成本不降反增的现象。这种状况的出现既不利于激发民间投资也不利于吸引外资。因此，上游产品价格的暴涨已经严重伤害了下游产业的健康运行，这种周期行业独角戏如果继续延续下去，将会对企业生产的积极性带来严重的负面影响，从而使得未来 PPI 出现掉头向下的可能。

2. 制造业 PMI 分析与预测。8 月中国制造业 PMI 指数为年内次高点，且高于去年同期 1.3 个百分点，短期走势平稳。从分类指数来看，生产指数上升 0.6 个百分点；新订单指数上升 0.3

个百分点，其中，出口订单指数为 50.4%，较上月下降 0.5 个百分点；进口指数为 51.4%，较上月回升了 0.3 个百分点，且创下 5 年来的新高；生产经营活动预期为 59.5%，较上月回升 0.4 个百分点，其同比增速已实现连续 4 个月的回升。需要强调，PMI 在手订单指数、产成品库存指数以及原材料库存指数分别为 46.1%、45.5%和 48.3%，分别较上月下降 0.2、0.5 和 0.2 个百分点，且长期处于荣枯线下方，表明制造业未来预期并不乐观，企业扩大再生产受到限制。出口订单指数为 50.4%，较上月下降 0.5 个百分点，且为年内次高点，反映企业仍然预期未来外需比较疲软；而进口指数为 51.4%，较上月上升 0.3 个百分点，且达到年内最高点，我们分析，该指数的上升与原材料价格上升有关。

分企业规模看，大型企业与中小型企业分化虽有所改善，但中小企业生存压力仍然较大。具体来看，大企业 PMI 指数为 52.8%，较上月小幅下降 0.1 个百分点；中型企业 PMI 指数为 51%，较上月回升 1.4 个百分点，且重回荣枯线上方；小企业 PMI 指数为 49.1%，较上月增加 0.2 个百分点，但仍低于荣枯线。

在非制造业 PMI 方面，中国非制造业商务活动指数为 53.4%，较上月下降 1.1 个百分点，但仍维持在扩张区间。其中，服务业商务活动指数为 52.6%，比上月回落 0.5 个百分点，增速有所放缓；建筑业商务活动指数为 58%，比上月大幅下降 4.5 个百分点，暗示地产行业增长放缓。在主要分类指标和其他分类指标中，除在手订单、投资品价格和销售价格较上月小幅上升外，

其余指标与上月相比均有所下降，但多数指标在荣枯线上方。

8月制造业 PMI 较 7 月回升 0.3 个百分点，且高于去年同期 1.3 个百分点，连续 11 个月位于 51.0% 以上的扩张区间。但是，本次制造业 PMI 的回升主要受短期原材料价格大幅上升的影响，而数量增长几无变化，因此并不能证明经济新周期及经济进一步回暖的结论。从结构数据来看，8 月制造业 PMI 生产指数和新订单指数的回升均表明企业短期生产热情充足，但是在手订单、产品库存以及原材料库存的持续走低，且长期低于荣枯线表明企业对于中长期的预期并不乐观。2017 年以来，制造业 PMI 的回升显著受到价格因素的影响，而价格波动的根本原因却是金融和货币。今年商品期货价格引领现货价格波动的特点使得原材料价格大起大落，虽然短期上升带动了制造业 PMI 的回升，但是在没有原材料数量同步增加的情况下，短期的价格因素并不能真正带动实体经济的复苏，目前仍无法得出经济持续回暖以及经济新周期到来的结论。另一方面，虽然企业增长之间的分化得到一定的改善，但是在出口订单指数持续下滑的情形下，出口压力的增大会进一步限制中小企业的生产热情，未来中小型企业仍然可能再次跌回荣枯线以下。因此，目前不易对经济盲目乐观，未来制造业 PMI 下行的概率依然较大。

3. 工业增加值分析与预测。分三大门类看，采矿业继续同比大幅下降，制造业同比增速有所回升。8 月，采矿业增加值同比下降 3.4%，降幅比上月扩大 2.1 个百分点；制造业同比增长

6.9%，较7月小幅回升0.2个百分点，增速高于三大门类工业增加值平均增速；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长8.7%，较7月下降1.1个百分点。采矿业的同比下降是拉低8月工业增加值同比增速的重要因素，其原因在于上游产业企业的重组、整合等供给侧改革的影响，以及基础原材料需求的疲软，可以看出需求端未见复苏向好的迹象。制造业同比增速小幅回升，是8月工业增加值增长的主要推动力，但需求端复苏的乏力也使得中游产业增速回暖的空间有限。水电、燃气生产和供应业受季节性影响继续保持在高位，但随着夏季结束，其增长或将回落。

分经济类型看，国有控股企业增加值同比大幅增长，增速远高于其他类型企业。8月，国有控股企业工业增加值同比增长7.8%，比上月提高1.1个百分点，且同比增速是2014年以来的最高值；集体企业同比下降2.1%，降幅较上月收窄；股份制企业同比增长5.8%，增速比上月继续回落0.9个百分点，且同比增速刷新近十年来新低；外商及港澳台商投资企业同比增长7.9%，增速比7月提高1.2个百分点。对比不同企业主体可以看出，国有企业、外商及港澳台商投资企业是拉动工业增加值的主要动力。尤其是国有控股企业的工业生产再创新高，可以判断今年前期宏观经济数据走强是政策“微刺激”和国有企业主导的结果，民间资本工业生产仍然疲弱，经济复苏难见新动力。需要强调，行政调控与政策刺激对于地方债务、国有企业负债、经济内生动力恢复等问题弊大于利，也会加大结构性改革的困难。

分行业看，8月，41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长，但大部分行业同比增速有不同程度的回落，专用设备制造业，汽车制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等行业同比增速有较为显著的提高。其中，专用设备制造业增长12.1%，比上月提高0.2个百分点；通用设备制造业增长10.7%，比上月回落0.8个百分点；汽车制造业增长14.5%，比上月大幅提高2.7个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业增长13.0%，比上月提高1.2个百分点。但从累计同比增速来看，通用设备、专用设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等重要行业同比增速均有小幅下降或保持不变。此外，农副食品加工业、纺织业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业等行业增加值同比增速均有不同程度回落。分产品看，8月，596种产品中有377种产品同比增长，数量比7月继续减少22种，是今年以来的最低值。

分地区看，8月，东部地区增加值同比增长5.4%，中部地区增长7.4%，西部地区增长4.0%，东北地区增长2.2%。除东北地区外，其他三大地区同比增速均回落，且东部、西部地区同比增速降至历史低位，中部地区同比增速也下降至2016年5月以来的新低。

8月规模以上工业总产值同比增速继续回落至今年以来最低值，未来走势也不容乐观。三大门类中采矿业增加值同比大幅下降与原材料价格上升之间的逆向差反映了需求的疲软，这也与我

们关于 8 月制造业 PMI 回升主要受短期原材料价格大幅上升影响的观点一致，原材料数量需求的增长难以踪迹。同时，从企业类型来看，工业增加值的增长主要来自国有控股企业和外资企业，其他类型企业增加值同比增速均持续回落。然而，工业增加值同比增速的回落，也说明前期政策刺激、国有企业主导的宏观数据走强是不可持续的。此外，分地区来看，除了国有企业占主导的东北地区外，东部、中部、西部三大地区同比增速均放缓，东部和西部甚至降至历史低位，进一步反映了国有企业在今年上半年稳增长中所起到的作用。

未来，随着库存周期的结束和原材料价格的回落，以及政策刺激和国企拉动作用效应的减弱，工业增加值的压力将进一步凸显。尤其是在结构性问题尚未解决、政策刺激加剧国企债务、僵尸企业等固有问题尚存、新的增长动力尚未出现的环境下，未来不同类型企业间的结构性矛盾或将进一步激化，给工业增加值的增长带来更多不确定性。

4. 固定资产投资分析与预测。全国固定资产投资同比增速连续 5 个月下滑，创 2017 年来最低值。分产业看，三大产业同比增速与上月相比均有所回落，其中第一产业投资同比增长 12.2%，较 1-7 月大幅回落 2.2 个百分点；第二产业投资增长 3.2%，回落 0.2 个百分点；第三产业投资增长 10.6%，回落 0.7 个百分点。

第二产业同比增速在谷底徘徊，而第一、第三产业同比增速

均有不同程度下滑。具体来看，在第二产业中，除了受季节原因造成的电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同比增长 2.6%，较 7 月上升 1 个百分点以外，其他行业投资的同比增速均存在不同程度的下滑。采矿业投资同比下降 7%，降幅进一步扩大 0.9 个百分点；制造业投资、工业投资同比增速为 4.5%和 3.8%，分别较 7 月回落 0.3 和 0.1 个百分点。在第三产业中，基础设施投资和公共设施管理业投资分别较 7 月回落了 1.1 和 0.6 个百分点，压低了第三产业投资的增速。尽管道路运输业投资、铁路运输业投资、水利等行业投资增速有所回升，但仍不足以抵挡基建投资的下滑对第三产业投资的压力。8 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）84,748 亿元，占第三产业的比重为 36.34%，比 7 月份的 36.1%上升了 0.24 个百分点。可见，基建投资仍然主导着第三产业投资的变动，国内经济并没有出现新的增长点，“新周期”预期落空。

分地区看，四大地区投资全面回落，但东北地区投资降幅收窄明显，和工业增加值的表现一致。东部地区、中部地区、西部地区以及东北地区投资增速分别为 8.8%、7.7%、10.1%和-6%，分别较上月回落 0.4、0.8、0.5 和提高 3.3 个百分点。东北地区投资的回温对第二产业投资增速的稳定贡献较大，但各大地区增速的全面走低仍对三大产业投资造成了下行压力。

资金到位率提升，但投资主体以及施工和新开工项目投资分化加剧。从到位资金情况看，固定资产投资到位资金同比增长

2.8%，增幅比 1-7 月提升 1.3 个百分点。其中，除自筹资金和其他资金增速有所回落外，国家预算资金、国内贷款等资金来源的同比增速均持续提升。从投资主体类型看，虽然各投资主体的投资增速较上月均有所回落，但内资企业投资与外商及港澳台投资增速分化严重。内资企业投资、港澳台商投资以及外商投资的同比增速分别为 8.4%、-4%和-6.7%。从施工和新开工项目情况看，施工和新开工项目计划总投资同比增长分别为 18.6%和 2.2%，分别比 1-7 月增加-0.8 和 2.2 个百分点。

房地产开发投资暂时平稳，但仍处于高位回落的趋势中。新开工和竣工面积出现分化，房地产市场仍然符合我们“触顶下滑”的判断。1-8 月，全国房地产开发投资同比增长 7.9%，与上月持平。其中，房屋新开工面积增长 7.6%，增速回落 0.4 个百分点；房屋竣工面积增长 3.4%，增速上升 1 个百分点。企业土地购置面积同比增长 10.1%，较上月回落 1 个百分点；土地成交价款同比增长 42.7%，较上月大幅提升 1.7 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继续回落。1-8 月，商品房销售面积同比增长 12.7%，增速回落 1.3 个百分点；商品房销售额同比增长 17.2%，增速回落 1.7 个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长 9%，增速回落 0.7 个百分点；国房景气指数为 101.42，较 7 月份持平。

1-8 月固定资产投资继续回落并创下 2000 年以来的最低值，三大产业中第一、三产业增速下滑明显。根据分项数据，虽然东

北地区降幅大幅缩短对制造业投资起到了一定的支撑作用，但各大地区投资的全面下降仍然对第二产业造成了下行的压力。同时，根据第三产业的分项数据，尽管部分行业投资有所提升，但仍不足以抵消因基建投资的下滑而造成的第三产业投资增速的回落。可见，基建投资仍然主导着第三产业投资的变动。因此前期宏观数据的走强在很大程度上来源于政府“微刺激”的作用，在金融杠杆、地方和政府债以及僵尸企业等各类结构性问题没有解决之前，“微刺激”并不能带来新的增长点，“新周期”也就无从谈起，未来投资增速就仍有下滑的可能。

1-8月房地产开发和销售情况均回落，这与我们前期预测一致。新开工面积的减少与竣工面积的增多表明房地产市场触顶，但是土地购置面积与土地成交价款出现了分化，开发商囤而不建的现象依然严峻。未来随着房地产调控政策以及金融去杠杆进程加快，二、三线城市的房地产销售有进一步回落的可能，房地产投资增速大概率持续下滑。由于新的增长点仍未出现，房地产投资的回落，加上制造业投资和基建投资受政策性因素的影响，未来固定资产投资仍然面临着较大的压力。

5. 社会消费总额分析与预测。8月，城镇消费品零售额同比增长9.9%，比7月下降0.3个百分点，是今年以来的次低值；乡村消费品零售额同比增长11.5%，比7月下降0.2个百分点，是今年以来最低值。1-8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12.1%。分地区来看，城镇和乡村消费同

比增速均连续两个月下滑，且乡村地区消费下降至年内低值，城镇地区消费增速对总体增速的贡献相对增大，在一定程度上反映乡村消费对社会总体消费拉动边际效应的减弱。

从消费类型看，大部分消费品同比增速均有较大幅度下滑，食品饮料类、家用电器和音像器材、建筑及装潢材料等商品消费同比增速有较大幅度下滑，化妆品和通讯器材消费增速则同比增加。8月，只有包括化妆品、中西药品、家具、通讯器材在内的四种类型商品保持两位数的同比增速，分别为14.7%、11.4%、11.3%、12.2%，商品种类比7月减少一半。其他类型商品中，粮油食品类、饮料类、烟酒类消费同比增速分别为8.5%、7.6%、4.2%，分别比上月下滑2.2、4.9、3.4个百分点；家用电器和音像器材、中西药品、文化办公用品、家具、建筑及装潢材料消费同比增速分别为8.4%、11.4%、5.8%、11.3%、8.8%，比上月分别下滑4.7、1.6、5.0、1.1、4.3个百分点。其中，汽车消费同比增长8.1%，比上月回落0.2个百分点，而8月汽车制造业增加值比7月大幅提高，未来或将存在较大的销售压力。

1-8月份，全国网上零售额4.25万亿元，同比增长34.3%，增速高于上月0.6个百分点。其中，实物商品网上零售额增长29.2%，占社会消费品零售总额的比重为13.8%，与上月持平。网上消费占社会消费品零售总额比重已连续三个月保持不变，对社会总体消费的拉动效应减弱。1-7月份，全国网上零售额3.66万亿元，同比增长33.7%。其中，实物商品网上零售额增长28.9%，

占社会消费品零售总额的比重为 13.8%。网上消费增速持续增长，领先社会消费品零售总额平均水平，成为拉动消费的主要动力。

8 月，社会消费品零售总额同比增速继续下降，并且多种类型消费均有不同程度下滑，反映了社会总体消费的回落。乡村消费增速继续下滑，网上消费占比继续保持不变，对总消费的边际贡献逐步减弱。8 月社会消费的全面回落，反映了居民部门的终端消费需求疲软，对经济复苏的拉动力有限。不过值得注意的是，近期消费信贷的高增速与社会消费品零售总额增速的回落相矛盾，说明消费信贷并非全部用于消费，有偏向于投资需求的迹象。随着未来消费贷监管的趋严，其对消费的负面影响或将给消费增长带来压力。

6. 进出口数据分析与预测。8 月一般贸易进出口增速回落，占比小幅提升。8 月一般贸易进出口总值同比增长 17.9%，较前 7 个月增速回落 1.2 个百分点。其中，出口总值同比增长 11.6%，进口总值同比增长 26%，分别较上月回落 0.8 和 1.8 个百分点，增速回落减缓。前 8 个月，我国一般贸易进出口占进出口总值 56.7%，较去年同期提升 0.4 个百分点。除加工贸易进口设备增速较上月大幅提升外，租赁贸易、来料加工贸易、加工装配贸易以及进料加工贸易等主要贸易方式进出口总值同比增长率均较上月下跌。

人民币升值、欧美经济震荡以及大宗商品价格上升是 8 月出口回落、进口上升的重要原因之一。8 月人民币兑美元汇率出现了快速上涨，形成了对出口的负面影响。外需疲软的基本面没有明显改善，也对我国出口构成限制。分企业类别来看，前 8 个月，我国民营企业进出口 6.87 万亿元，同比增长 18.3%，占前 8 个月进出口总值的 38.5%，较去年同期提升了 0.4 个百分点。其中，民营企业出口 4.62 万亿元，占前 8 个月出口总值的 46.9%，国有企业出口 1.03 万亿元，占比 10.5%。民营企业对出口贡献占比远高于国有企业，而民营企业主要以机电、轻工业产品为主，这些产品对于汇率变动非常敏感，人民币升值会对民营企业出口有较大压制。

8 月对主要经济体贸易增速不同程度下滑。前 8 个月，我国对美国、欧盟以及日本的出口金额同比增长 11.2%、8.6%和 5.4%，分别较前 7 月份的增速下降 0.9、0.9 以及 0.8 个百分点。同时，美国对我国启动“301 贸易调查”也给未来贸易增加不确定性。另一方面，虽然美国、欧洲和日本 8 月份的制造业 PMI 指数维持在扩张区间，但是经济复苏不确定性依然较大，外需的持续恢复仍值得怀疑，经济的高位波动可能也会对我国出口造成不利影响。

8 月进口额上升由价格主导，并不能反映需求回升。一是大宗商品进口增速下滑。从实物量看，8 月份铁矿砂及其精矿、原油、钢材量等大宗商品累计同比增速为 6.7%，12.2%和 0.8%，

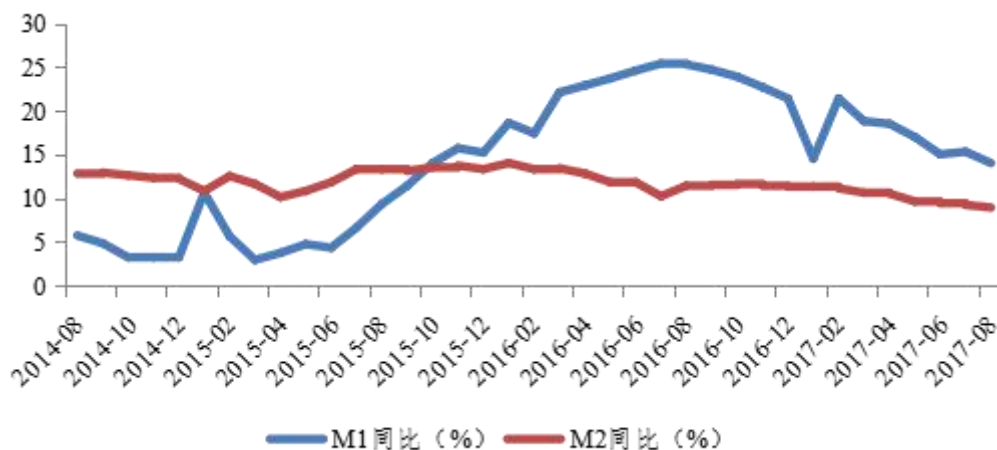
分别较上月下降了 0.8, 1.4 和 1.8 个百分点。二是进口金额大幅提升。在大宗商品进口价格变动中,除了煤和成品油价格出现了环比下跌,其他商品进口价格均出现环比上涨,铁矿砂、铜矿砂涨幅最大,分别为 10.95%和 8.17%。大宗商品总量变化较为稳定但价格波动却极为剧烈,在大宗商品需求没有显著变化的情况下,进口的上升更多是由大宗商品价格上升等短期价格因素造成的。

8 月进出口数据下行短期归因于人民币的快速升值,但长期隐忧并未消除。一是外需难以看到长久有效的复苏,即便在短期也存在下滑的可能。美国自然灾害短期对我国出口的影响还未显现,预计 9-10 月外贸数据将反映出美国需求的回落。二是全球贸易环境持续恶化,中长期外需不确定性较高。随着美国逆全球化趋势与政策不断加码,特朗普退出自贸协定、重启 301 贸易调查、欧盟反垄断调查等政策将持续对外贸形成压力。三是价格因素退潮,内需的短期支撑回落。随着国内去产能等供给侧结构性改革的推进,财政约束越来越严,原材料和产成品都将维持在需求疲软的状态,价格上涨等短期因素对进口的影响将会有所消退。四是结构矛盾依旧,内需恢复仍需时日。中国内需依然来自刺激政策,而经济内生动力的恢复缓慢。虽然宏观经济数据反映经济触底,但民营企业活力不高、国有企业债务过高、居民杠杆快速上升、金融去杠杆缓慢等深层次矛盾并未显著改善。

三、中国金融数据点评

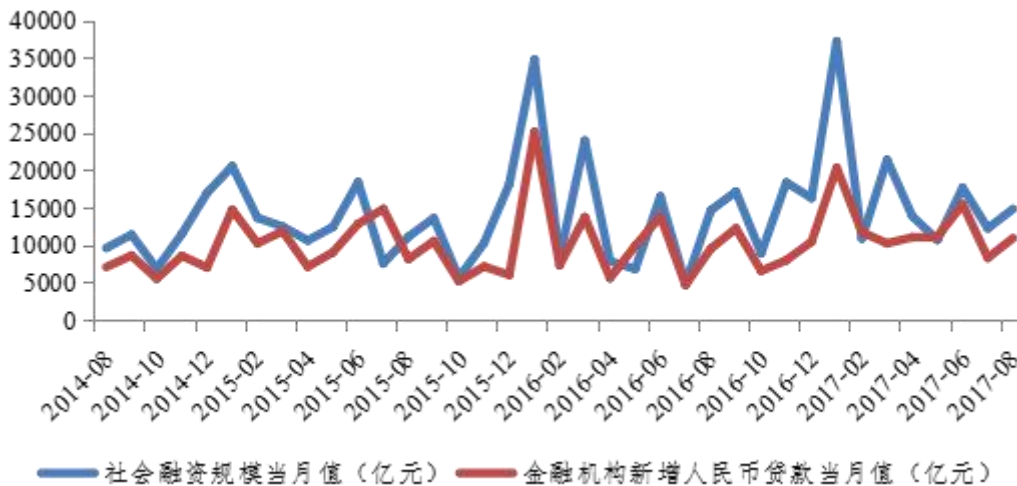
(一) 中国金融数据评析

2017年8月新增社会融资规模1.48万亿元，预期1.28万亿元，前值1.22万亿元；金融机构新增人民币贷款1.09万亿元，预期9500亿元，前值8255亿元。8月M2货币供应同比增长8.9%，增速比上月回落0.3个百分点，大幅低于去年同期2.5个百分点，再创历史新低；M1货币供应量同比增长14%，增速较上月回落1.3个百分点。



M2 增速继续刷新历史新低，增速或见底。8月，M2余额同比增长8.9%，增速较上月下降0.3个百分点，低于去年同期2.5个百分点，再次降至历史新低。M1余额同比增长14.0%，增速较上月回落1.3个百分点，大幅低于去年同期11.3个百分点。金融去杠杆的深化使得货币创造渠道收缩，是M2保持低增长“新常态”的主要原因。同时，考察金融机构存款情况可以发现，8月金融机构新增人民币存款1.36万亿元，环比多增5440亿元。其中，受近期货币基金监管影响，居民户新增存款由上月-7515

亿元增加为 2590 亿元；企业存款由上月-3697 亿元增加为 6069 亿元；财政存款由上月 1.16 万亿元大幅降至-3900 亿元。由于政府主导的基建等占固定资产投资比重较大，财政存款的减少也与 8 月固定资产投资回落相一致。在财政存款大幅减少从而对货币派生的负面影响减弱、企业和居民存款增加的情况下，M2 增速仍然持续下降，进一步说明金融去杠杆对 M2 增长的影响显著。未来，M2 低增长将成为常态，不过当前的增长速度或已触底。



社会融资规模保持稳定增长，但融资结构分化。表外融资持续收缩，融资回归表内。8 月新增社会融资规模 1.48 万亿元，环比多增约 2600 亿元，略低于去年同期 200 亿元。其中，社会融资规模中新增人民币贷款 1.15 万亿元，环比大幅增加 2348 亿元，高于去年同期 3531 亿元，融资需求回归表内。相应地，在金融去杠杆背景下，表外融资持续收缩。8 月新增社会融资规模中，新增委托贷款-82 亿元，环比少增 245 亿元，同比大幅减少 1514 亿元；新增信托贷款 1143 亿元，环比少增 89 亿元，增幅为今年以来次低值；新增未贴现银行承兑汇票 242 亿元。直接融资方面，

前期债券市场的过度调整抬高利率，也使得企业债券融资受到冲击。8月企业新增债券融资1063亿元，比上月少增1777亿元，比去年同期大幅减少2173亿元。非金融企业境内股票融资653亿元，略高于上月653亿元，保持稳定增长，但仍远低于去年同期的1075亿元，企业直接融资规模有限。

新增人民币贷款高于预期，企业生产性融资需求仍旺，但投资性需求减弱。8月金融机构新增人民币贷款1.09万亿元，比上月多增2645亿元，高于去年同期1413亿元。其中，企业部门新增贷款4830亿元，高于上月和去年同期，但从今年趋势来看，企业新增贷款增幅逐步收缩，企业整体贷款需求有逐渐减弱的迹象。其中，新增企业短期贷款695亿元，略高于上月69亿元，比去年同期大幅增加1867亿元，反映企业生产性融资需求仍然旺盛；新增企业中长期贷款3639亿元，比上月少增693亿元，降至今年以来最低值。由于经济增长的新动力仍难觅踪迹，企业投资性需求相对减弱。非银行金融机构新增贷款为-513亿元，较上月继续收缩，比去年同期大幅减少1976亿元，去杠杆效应显著。

居民部门新增贷款保持稳定，但短期信贷波动值得警惕。8月居民户新增人民币贷款6635亿元，比上月多增1019亿元，与去年同期变化不大。其中，居民户新增短期贷款2165亿元，比上月多增1094亿元，高于去年同期696亿元；居民户新增中长期贷款4470亿元，略低于上月和去年同期，增速保持稳定。值

值得注意的是，与居民部门消费性短期信贷高增长相对应的是 8 月社会消费品零售总额的持续回落，其中一个可能的原因在于，部分短期消费性贷款并未用于消费，而是以首付贷等新形式违规进入房地产市场，这也与房地产销售数据相一致。下一阶段，此类违规消费贷或将成为监管部门关注和打击的重点。

（二）中国货币及金融政策走势预判

8 月社会融资规模和新增信贷均高于预期，保持平稳增长，融资逐步回归表内，金融去杠杆效应显著。与之相对应，M2 增速继续回落，M2 低增长将成为常态。

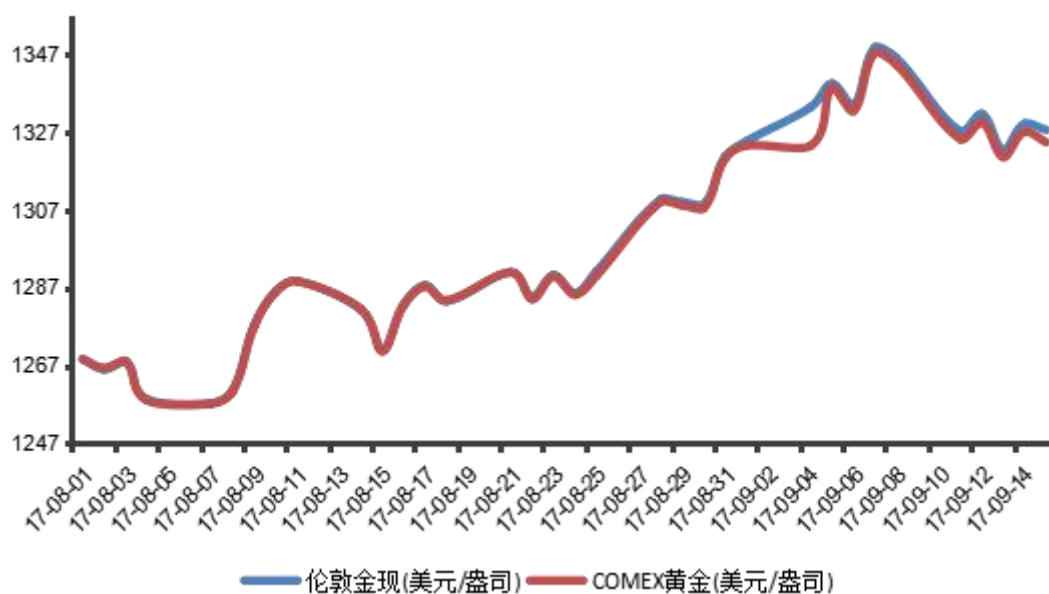
值得注意的是，尽管新增人民币贷款保持高位，但结构出现分化，新增短期贷款大幅增长，中长期贷款则整体呈现下降趋势。在经济增长新动能尚未出现的环境下，企业长期投资性需求疲软。同时，随着表外融资持续收缩，银行信贷增速趋缓，直接融资规模有限且波动较大，未来企业融资渠道和需求或将逐步收缩。此外，考虑到金融去杠杆的深化给房地产企业带来压力，首付贷等违规消费信贷将受到监管，房地产投资和需求同步受限，居民中长期贷款或将逐步回落，对新增信贷的贡献降低。未来社会融资规模和新增信贷将难以继续保持高增长。

由于银行信贷高增长的减弱，金融去杠杆尚在推进和深化中，货币政策难见宽松迹象。尤其是在金融监管影响下，对贷款用途真实性的监管等将进一步收缩货币派生渠道，未来 M2 增速反弹的可能性不大，或将保持当前的低位增长态势。

四、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。本月黄金价格持续强势上涨，但于9月上旬起开始回落。2017年8月至9月中旬，黄金价格延续7月初以来的震荡上行趋势，继续强势攀升，并在9月7日触及高位后回落。国际现货黄金8月15日收盘价为1271.15美元/盎司，9月15日收盘价为1327.59美元/盎司，环比上涨4.44%；纽约商品交易所黄金期货8月15日收盘价为1277美元/盎司，9月15日收盘价为1330.9美元/盎司，环比上涨4.22%。上海期货交易所黄金期货的价格8月11日收盘价为279.85元/克，9月15日收盘价为282.45元/克，环比上涨0.93%。9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分别攀升至1348.75美元/盎司和1354美元/盎司的高位，是近一年以来黄金价格的最高点。



2. 黄金价格预测。本月黄金价格持续攀升主要受外部因素影响。其中，美国国内政治局面的不确定性加剧、地缘政治风险影响尚存、美国经济数据继续不及预期、欧元区经济数据向好推动欧元上涨和美元走弱等多种因素的影响，黄金价格继续上涨至近一年来的高位。从中长期看，在外部冲击常态化和美元指数触底的情况下，2017年黄金的价格中枢将从年初的1100-1150美元/盎司抬升至1300-1350美元/盎司。

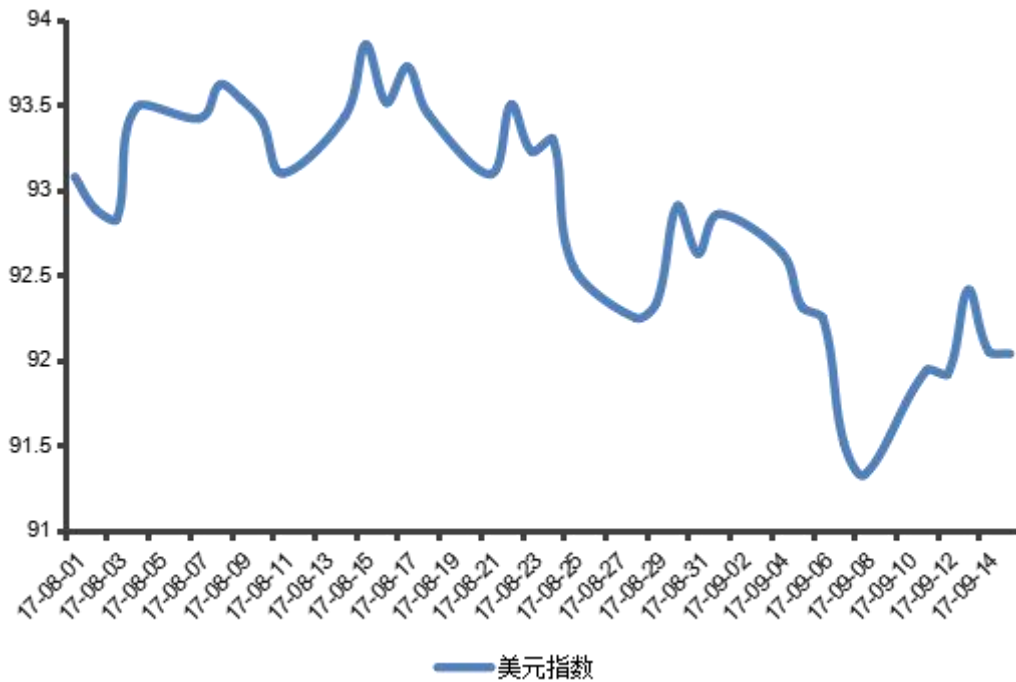
地缘政治风险继续发酵，美国国内政局动荡和特朗普政府面临的不确定性，使得市场避险情绪持续升温。7月以来，朝核问题等地缘政治风险骤升，引发朝鲜与美国及东亚国家的摩擦，市场避险情绪蔓延。8月9日，朝鲜对美国关岛发出战略导弹攻击威胁，伦敦现货黄金价格在当日迅速上涨1.31%。8月上旬，特朗普对朝鲜做出强烈回应；8月29日，朝鲜导弹进入日本领空等，冲突加剧。此外，西班牙、芬兰、德国等欧洲多国接连发生恐怖袭击或疑似恐怖袭击事件，市场避险情绪升温，黄金价格一路上涨，在8月28日突破1300美元/盎司。另一方面，美国政府面临债务上限和班底不稳的困境。8月中旬，特朗普被迫解散制造业委员会，并放弃设立与早前基建计划密切相关的基础设施顾问委员会；9月7日，美联储副主席费希尔突然宣布辞职，美联储面临多个高层职位空缺。不过，随着特朗普和两党在延长债务上限问题上达成一致，美元指数止跌回升，黄金价格也相应从9月7日的高点回落。对于地缘政治风险，从历史经验来看，预

计多方和谈将是解决问题的最终归宿，而美国国内政治风险对黄金价格的影响也以短期冲击为主。随着市场避险情绪的缓和，黄金价格短期回落，但不该长期上行趋势。

受经济复苏乏力和飓风哈维影响，美国近期经济数据不及预期，美元指数持续走弱；欧元区经济向好拉动欧元上涨，进一步给美元带来下行压力。9月1日新发布的8月美国非农数据以及就业市场的细化指标大多不及预期。其中，非农就业新增15.6万，低于预期，6月和7月的数据也下修；时薪环比增长0.1%，不及预期和前值；失业率回升至4.4%，高于前值4.3%；平均每周工时为34.3，不及预期和前值的34.5。尽管市场存在所谓的“8月魔咒”，但仍低于预期的非农和就业“答卷”给市场走势增添了更多不确定性。此外，飓风哈维和伊尔玛先后登陆美国，给当地经济带来冲击。美国劳工部数据显示，9月2日当周首次申请失业救济人数增至29.8万，增幅达26%，创2015年2月以来新高。另一方面，由于欧元区经济数据普遍向好，欧洲央行行长德拉吉在9月7日的讲话中暗示将会于10月份公布削减QE相关计划，这一消息也拉动欧元强势上涨，而美元指数继续下挫。在低于预期的经济数据和欧元区外部冲击下，9月8日，美元指数下探至91.326，比8月的最高点93.851下跌2.69%，黄金价格上涨至1350美元/盎司左右的高位。

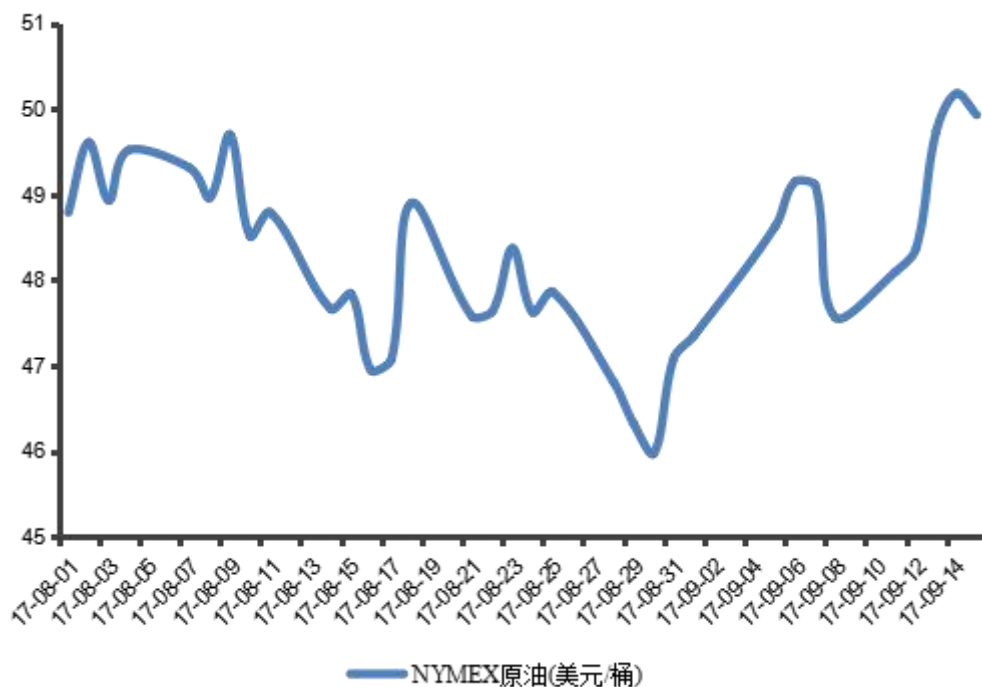
不过，9月14日最新公布的美国通胀数据好于预期，8月未季调CPI为1.90%，分别高于前值和预期值0.2和0.1个百分点，

美元指数应声上涨，黄金价格则继续回落。中长期来看，由于惨淡的8月非农数据以及0%的9月美联储加息预期相叠加，美元指数阶段性见底，继续贬值的空间有限，黄金价格也相应面临下行压力。



今年以来较长一段时期内，市场避险情绪的蔓延使得黄金的避险属性提高，外部冲击不断推升黄金价格持续、快速走高。在美国经济出现持续向好迹象之前，黄金价格仍有较为坚实的支撑。不过，在外部冲击常态化和美元指数触底的情况下，预期黄金的价格大幅下跌不可预期。长期来看，黄金的信用属性将持续发酵。美国经济数据持续低于预期，美元指数持续走弱，给黄金价格上涨带来动力。美国经济的虚假复苏以及美国债务问题的不断发酵将从根本上消融美元的信用支撑，市场对黄金的信用属性再认识，将长期支撑黄金价格上行。

3. 原油价格分析。8月至9月中旬，原油价格先震荡下跌后逆势上扬，呈现V型走势。在经历了前期的强势上涨之后，原油价格在8月出现整体震荡回落。8月30日，国际原油期货价格下跌至45.97美元/桶，相比8月1日的48.79美元/桶，月降幅达5.78%。进入9月以来，原油价格强势反弹，在9月初和中旬分别经历了两次上涨。9月14日，国际原油期货价格重新攀升至50.18美元/桶的高位。截至9月15日，国际原油期货价格为49.93美元/桶，重回8月初的价格水平。



4. 原油价格预测。前期原油价格持续震荡下行，主要因为OPEC减产协议执行情况不佳，以及美国页岩油产量的回升；同时，美国经济复苏不及预期也导致需求乏力，供需两方面因素使得原油价格在较长一段时期内持续低迷，8月30日NYMEX原油价格跌至45.97美元/桶的低位。而进入9月以来，供需两端均

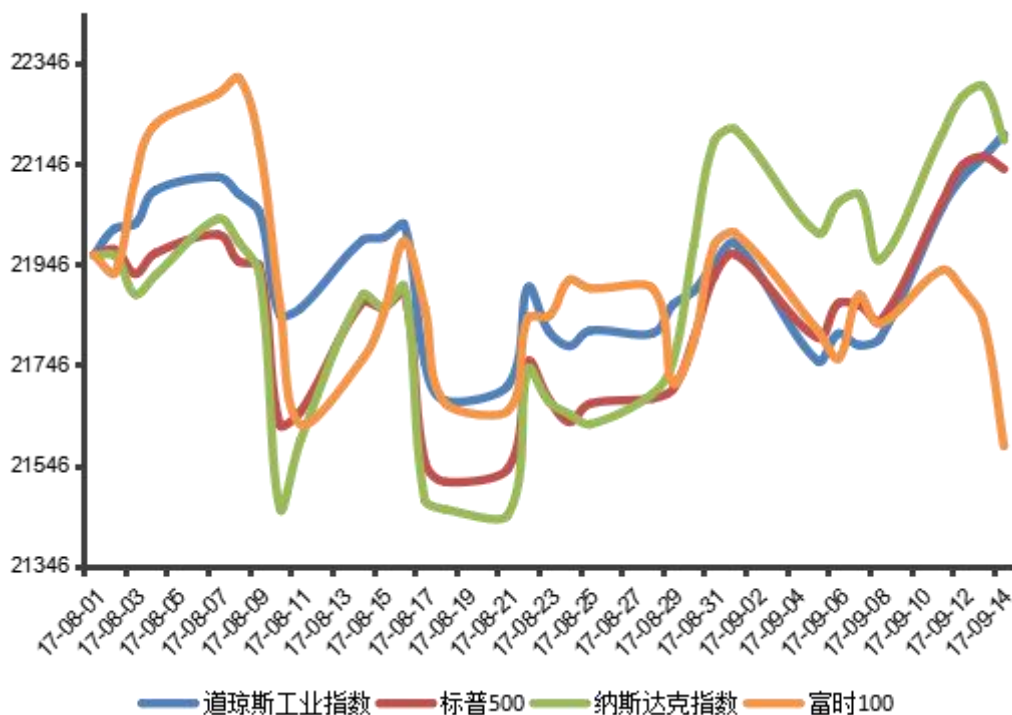
出现积极因素，拉动原油价格逆势上扬。9月13日OPEC月报显示，OPEC 8月原油产量下滑7.9万桶/日，至3276万桶/日。其中，沙特8月减产至995.1万桶/日，继续低于其产量上限；利比亚则因局势动荡影响其原油产量。同时，月报还下调了2018年非OPEC供应增长预期。同期发布的IEA月报同样显示，8月全球石油产出下降了72万桶/日，是近五个月来的首次下滑。受产出回落消息的影响，9月13日当日NYMEX原油价格上涨2.83%。

需求方面，OPEC继续上调2018年全球原油需求增长预期至135万桶/日，主要源自中国和欧洲的需求增长；同时上调2017年全球原油需求增长预期至142万桶/日。由于预估OECD国家的需求增长快于预期，IEA也将2017年全球石油需求上调至160万桶/日，为两年来最高。

自今年二季度末起，需求因素重新成为原油价格的主导。从中长期看，前期供给过剩、市场供过于求的局面正在逐步缓解。未来原油市场的核心仍在需求，需求的核心在美国和中国。尽管OPEC和IEA均对未来全球增长和原油需求保持乐观，但考虑到美国当前经济数据的疲弱，保守估计需求回暖或将不及预期，而中国的内需也并不能得到“有效复苏”的支持。预计未来油价将维持在45-55美元的区间震荡，等待经济信号明确后再选择方向。从目前已知数据分析，原油市场难有长期向上的动力，维持震荡下行是大概率事件。

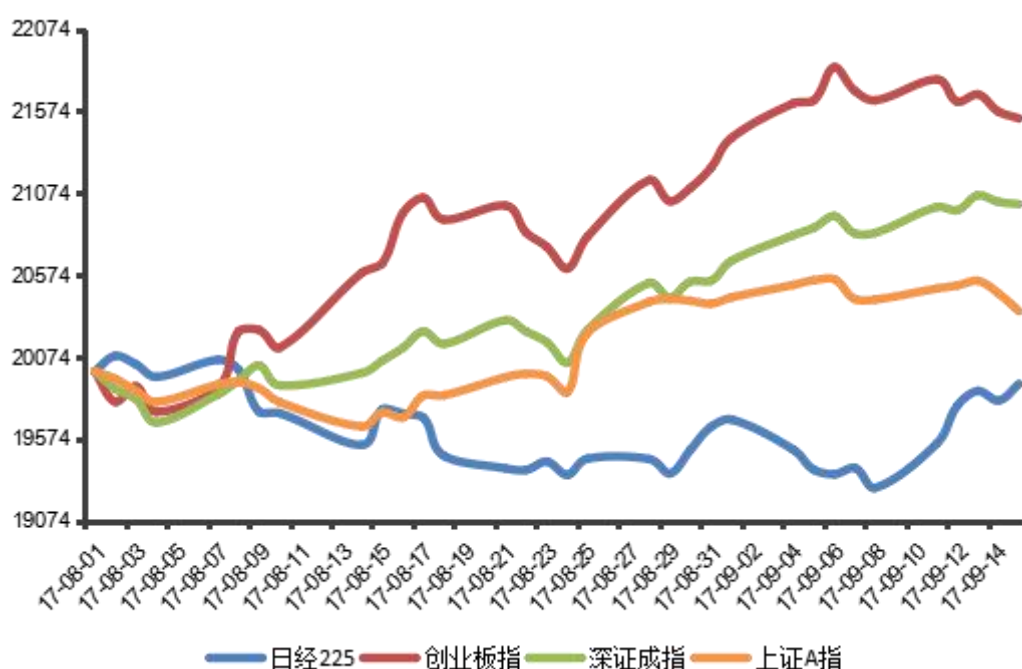
（二）全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。8月至9月中旬，欧美股市走势相同，在9月中旬开始出现分化。欧美几大股指在8月均呈现较大波动，整体小幅震荡下行；进入9月后开始震荡上扬，并在中旬开始出现小幅分化。截至9月14日，道琼斯工业指数报收于22203.48点，环比微涨0.95%；标普500指数报收于2495.62点，环比上涨1.21%；纳斯达克指数报收于6429.08点，环比上涨1.40%。8月18日，道琼斯工业指数和标普500指数分别下跌至21674.51点和2425.55的阶段性的低位；8月21日，纳斯达克指数下跌至6213.13点的低位。英国富时100指数波动幅度更大，在8月8日攀升至7542.73的高位后大幅下挫，几经震荡后于9月14日下跌至7295.39点的低位，跌幅高达3.28%，且难见反弹迹象。



2. 亚洲股市评述。8月至9月中旬，亚洲股市走向继续保持

分化，中国几大股指延续前期趋势继续上行，表现较好；日本股市整体小幅震荡下行，自9月中旬开始反弹。其中，日经225指数在8月延续了前期的下跌趋势，且下行幅度增大；进入9月后出现小幅反弹，并从9月中旬左右开始连续几个交易日上涨，重回8月初水平。上证A指、深证成指和创业板指均延续了前期的上涨趋势，保持不同程度的上行，其中创业板指波幅更为显著。截至9月15日，日经225指数报收于19909.5点，环比微涨0.79%；创业板指报收于1875.63点，环比上涨4.28%；上证A指报收于3511.85点，环比上涨3.14%；深证成指报收于11063.1点，环比上涨4.77%。



3. 全球未来股市走势分析。8月，全球股市表现继续分化。欧美股市主要受地缘政治风险等外部因素冲击，整体震荡波动；进入9月以来，随着负面冲击的效应减弱，欧美主要股市转为震荡上行。8月一波三折的朝鲜核风险、美朝地缘冲突、美国国内

政府的不稳定因素等，在推动黄金等避险资产走高的同时，也使得美国三大股指和英国富时 100 指数先后两次下挫。9 月初，朝鲜导弹试验没有继续推进，飓风伊尔玛给美国带来的冲击低于预期；恐慌情绪的消退，加上最新公布的美国 8 月 CPI 高于前值和预期，重振了市场信心。道琼斯工业指数、标普 500 和纳斯达克指数随之上扬，并分别于 9 月 14 日、13 日重回 22203.48 点、2498.37 点和 6460.19 点的高位。欧元区经济数据的向好使得富时 100 指数在 9 月出现小幅上行，但德拉吉在讲话中提及的 10 月缩减 QE 计划，也给市场带来下行压力，富时 100 指数在 9 月中旬短暂回升后再次出现下跌趋势。

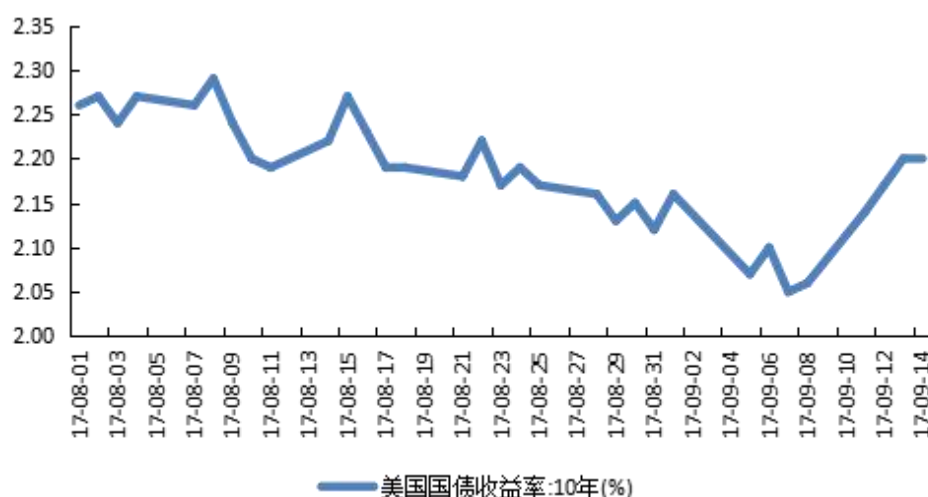
展望未来，我们坚持美联储年内加息 2 次的判断，低于市场预期，短期对美股有较强支持；从中长期看，由于美国经济基本面与预期的偏离越来越大，支持美股继续上涨的动力趋于边际衰退，预计未来 1-2 个季度内美国股指将大幅回落。

就亚洲股市而言，日本股市与经济基本面的偏离越来越大。一方面，8 月 29 日朝鲜发射导弹经过日本领空，短期地缘政治风险等外部冲击影响市场情绪。另一方面，在二季度经济数据下修，且 7 月第三产业活动指数、工业产出等数据符合预期的情况下，8 月日经 225 指数仍然持续走低，直至 9 月 8 日跌至 19274.82 点的低位。日本经济缺乏新增长点，日本央行长期执行宽松货币政策，使得日本股市多受外部因素冲击，未来走势有较大不确定性。

在国内股市方面，当前美联储偏鸽派的货币政策和美元走弱，给新兴市场股市带来利好。经历过 2015 年深度调整和 2016 年的缓慢复苏的中国股市，虽然目前不存在大涨的基础，但相比于全球其他股票市场，中国股市估值优势明显。需要强调，虽然 A 股维持中长期修复走势，但投机因素积累过快，“两融”上涨明显，加之对“新周期”炒作推高股指，短期股指将向下修正。同时，由于部分 A 股加入 MSCI 指数，全球股票市场联动性增大，外部冲击将影响 A 股走势。考虑到 8 月中国经济并未出现好转的迹象，预计国内股市将继续维持震荡的行情。

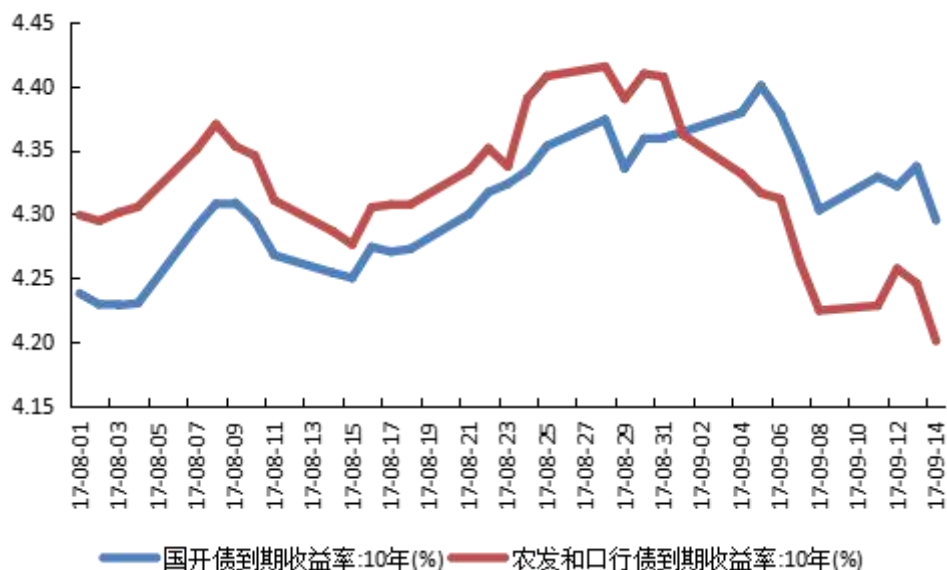
（三）全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。8 月至 9 月中旬，美国国债收益率继续保持下行趋势，在 9 月初跌至低位后触底反弹，出现小幅回升。其中，10 年期美国国债收益率继续从 7 月初的高位震荡下行，并在 9 月 7 日跌至 2.05%，是 2016 年 11 月初以来的最低值。随后逆势上扬，至 9 月中旬有较大幅度反弹。截至 9 月 14 日，10 年期美国国债收益率为 2.20%，环比微跌 0.9%。

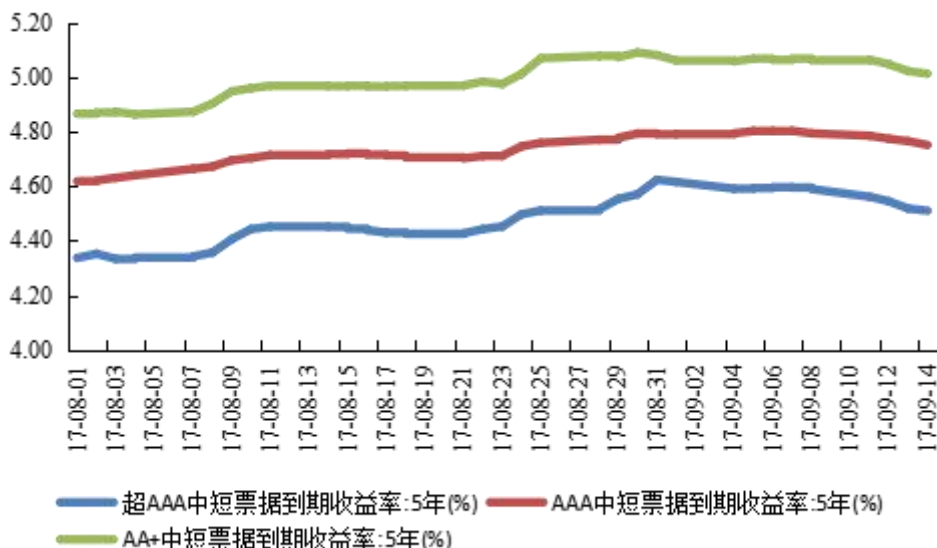


2. 中国债券市场分析。8月至9月中旬，中国债券市场波动较大。在利率债方面，国债收益率在8月中上旬震荡下跌，随后逆势上行，整体保持上涨趋势至9月初，呈现V型走势，后出现震荡回落。其中，10年期国债到期收益率于8月15日下跌3.578%的低位后反弹，持续上涨，并于9月5日攀升至3.668%的高位，随后回落。10年期国开债、农发和口行债到期收益率走向相似，但于9月初出现小幅分化。8月，10年期国开债、农发和口行债到期收益率整体呈现震荡上行。进入9月后，农发和口行债到期收益率率先大幅下行，跌至国开债到期收益率下方，并于9月14日跌至阶段性低位；国开债到期收益率在9月中上旬出现小幅回落。截至9月14日，10年期国债到期收益率为3.596%，10年期国开债到期收益率为4.295%，10年期农发和口行债到期收益率为4.201%。





在信用债方面，8月中短票据收益率继续平稳运行，整体呈现小幅上行趋势，其中超AAA中短票据到期收益率在8月有较明显上涨。截至9月14日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为4.51%、4.751%和5.012%，环比分别上涨1.33%，0.71%，0.92%。



3. 中国债券市场预判。8月中国债券市场表现出较大的波动性，10年期国债收益率在大幅下跌后反弹上行，随后再次下跌。

债市的短期波动与这段时期内流动性状况密切相关。9月初以来，央行公开市场操作投放资金等动作使得市场流动性短期内大幅改善，再加上8月进出口等数据回落，国债收益率转为下行。从中长期看，债市风险仍然集中于金融监管政策的走向，以及未来经济基本面的表现。8月宏观经济数据几乎全面回落，导致债券收益率缺乏上行的基础。中国债券市场在所谓“新周期”的过度乐观情绪支配下，已经明显超跌。无风险国债收益率基本触顶，信用利差的扩大在所难免。

参与编辑：中国人民大学经济学院

黄泽清

免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发给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。