



太和智库
Taihe Institute

太和寰宇财经月刊



太和智库

2018年5月刊

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

报告主要观点.....	1
一、中国经济运行评析.....	3
(一) 宏观经济数据评述.....	3
1. 月度价格走势评述.....	3
2. 月度制造业 PMI 评述.....	3
3. 月度工业增加值评述.....	4
4. 月度固定资产投资评述.....	5
5. 月度社会消费总额评述.....	6
6. 月度进出口评述.....	7
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	8
1. 价格走势分析与预测.....	8
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	11
3. 工业增加值分析与预测.....	13
4. 固定资产投资分析与预测.....	16
5. 社会消费总额分析与预测.....	20
6. 进出口数据分析与预测.....	22
二、中国金融数据点评.....	25
(一) 中国金融数据评析.....	25
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	30

三、全球金融市场走势预判	31
(一) 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.....	33
(二) 全球债券市场评析	36
1. 美国国债市场评述.....	36
2. 中国债券市场分析.....	36
3. 中国债券市场预判.....	38

报告主要观点

2018年4月，中国宏观经济数据整体表现较好，但需求复苏依旧乏力。受低基数、大宗商品价格上涨、近期加大制造业投资等客观因素影响，工业增加值、进出口、金融数据等有所回升，但PMI需求项指标、消费、企业信贷等数据下滑，显示实体经济需求仍较为疲软，加之外需不确定性增加等外部环境，宏观经济数据的持续向好仍待观察。

我们对本月中国经济、金融数据的分析及展望如下：价格方面，主要受食品价格回落和高基数影响，CPI继续回落，但大宗商品价格回升和核心CPI高居不下带来的长期通胀压力仍需警惕。同时，PPI的回升源自低基数和大宗商品价格上涨而非需求回暖，PMI新订单、新出口订单、进口指数等需求项指数均回落；杠杆消费的“寅吃卯粮”效应继续存在；社融和信贷超预期下，企业贷款却持续下滑，实体经济融资需求依然疲软，种种迹象显示内需复苏较弱。而基数效应和此前一段时间美元走弱带来进出口数据“虚高”，外需也是重要的不确定性来源。

近期，贸易摩擦引发制造业投资显著增长，拉动制造业增加值同比较快回升，是4月工业增加值大幅回升的主要动力，但未来的持续增长仍取决于需求端的复苏情况。相比之下，基建投资继续下行，房地产投资的持续放缓也将是必然趋势。

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

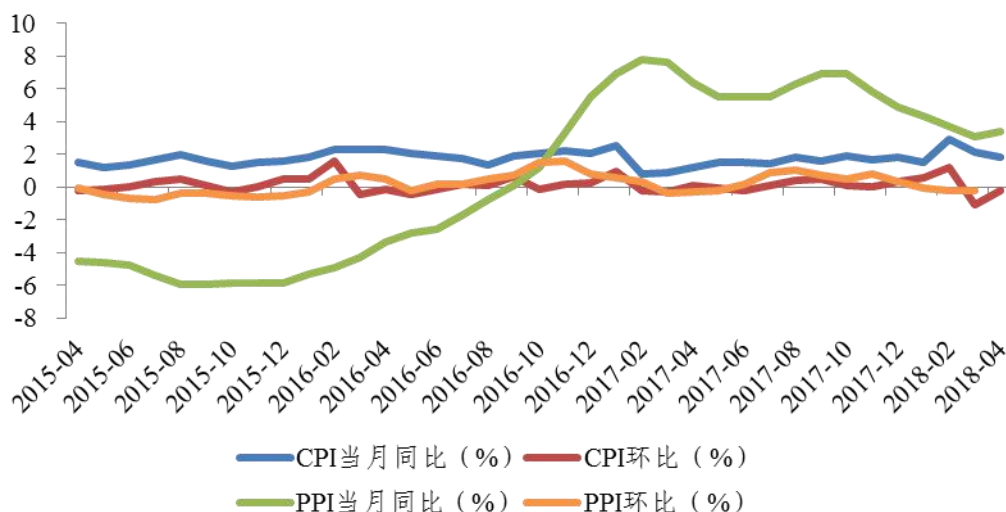
市场走势判断如下：尽管中美贸易摩擦暂时缓解，但是由于美国国债收益率居高不下，美元指数持续上扬，美国利率中枢有上升的可能，这种情况对于欧美股市构成利空。地缘政治的不稳定性以及全球市场的联动性，欧美股市的不景气也会影响到亚洲股市，随着实体经济去杠杆的深入，亚洲股市也将缺乏基本面的支撑。

中国债券市场方面，资管新规正式出台，无风险利率将面临较大的上行压力，从而债券的到期收益率也将面临着持续回升的可能。预计未来利率债供给规模将会受到一定程度的控制，从而在一定程度上对债券市场构成利空。信用债方面，企业融资压力加大，违约潮不断出现，未来投资低风险的资产，回避高风险资产将是更为可取的方向。

一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评述

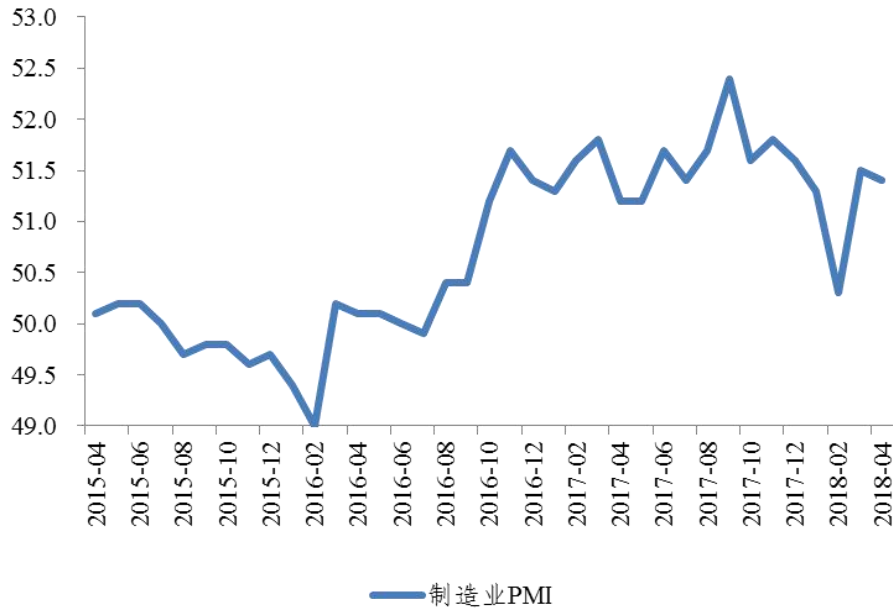
1. 月度价格走势评述。2018年4月，CPI同比上涨1.8%，涨幅较上月下降0.3个百分点，但高于去年同期；环比下降0.2%，降幅较上月收窄0.9个百分点。4月PPI同比上涨3.4%，涨幅比上月小幅回升0.3个百分点，结束了连续5个月的下跌趋势；环比下降0.2%，与上月持平。4月，CPI时隔两个月重回“1”时代，继续保持温和上涨；PPI则从低位略有回升。



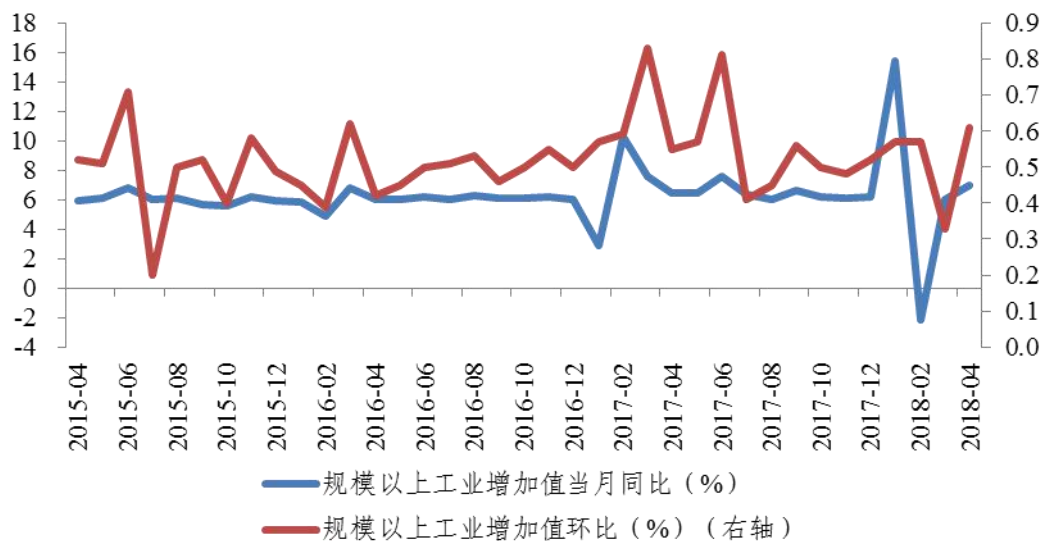
2. 月度制造业 PMI 评述。4月份制造业 PMI 数据为 51.4%，略低于上月 0.1 个百分点，继续保持在扩张区间。从分项数据看，生产指数为 53.1%，与上月持平；新订单指数为 52.9%，比上月回落 0.4 个百分点；原材料库存指数为 49.5%，比上月略降 0.1 个百分点；从业人员指数为 49.1%，比上月略降 0.1 个百分点；原材料购进价格指数为 53.0%，比上月回落 0.4 个百分点。

4月，非制造业商务活动指数为 54.8%，比上月继续回升 0.2

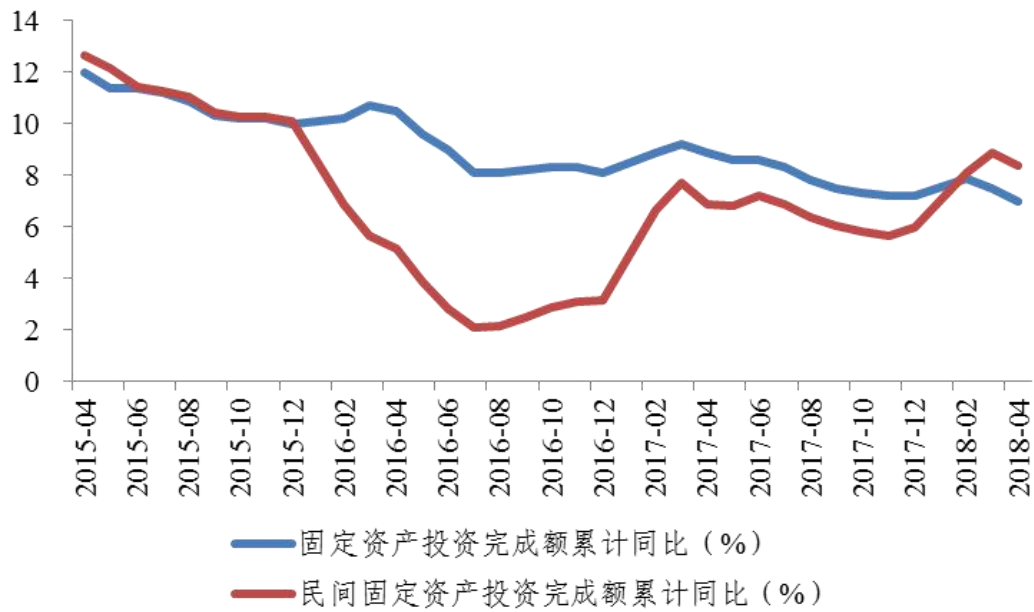
个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 54.1%，比上月提高 0.1 个百分点。

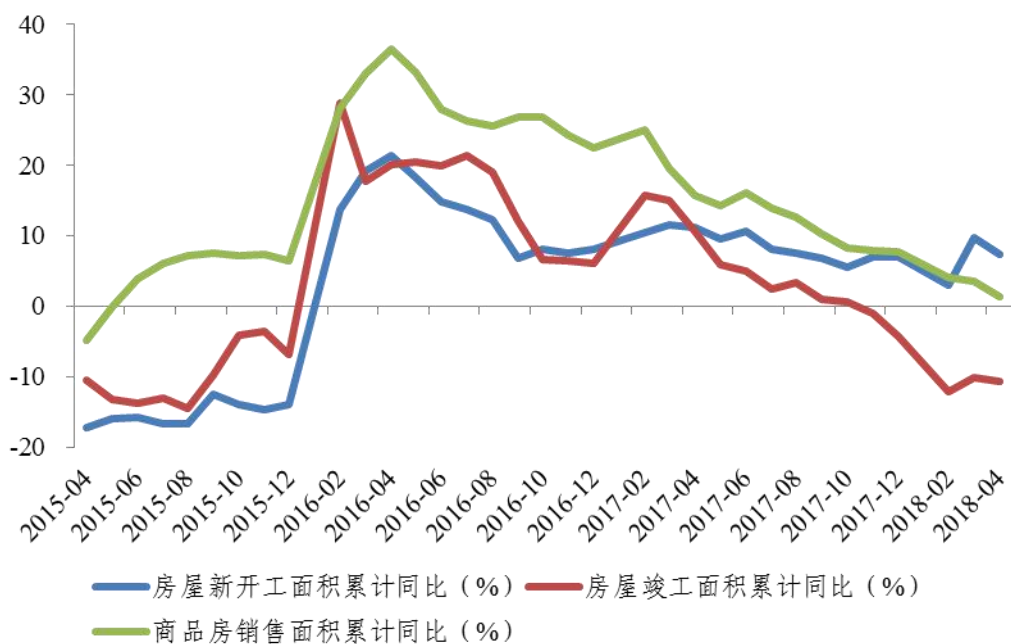


3. 月度工业增加值评述。2018 年 4 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%，增速较上月大幅提升 1 个百分点，且高于去年同期 0.5 个百分点。从环比看，4 月工业增加值环比增长 0.61%，比 3 月大幅回升 0.29 个百分点。1-4 月，规模以上工业增加值同比增长 6.9%。



4.月度固定资产投资评述。1-4月，全国固定资产投资15.44万亿元，同比增长7%，增速比上月降低0.5个百分点，且比去年同期回落1.9个百分点；1-4月，民间固定资产投资9.54万亿元，同比名义增长8.4%，较3月份回落0.5个百分点，但比去年同期增加1.5个百分点。

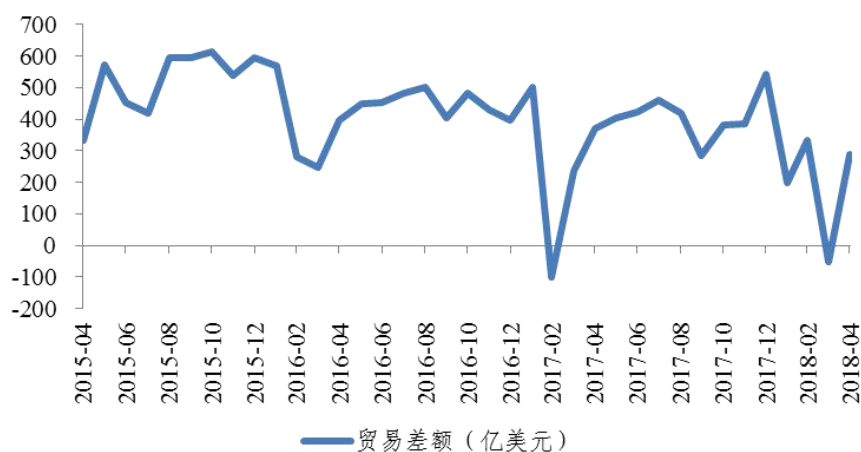
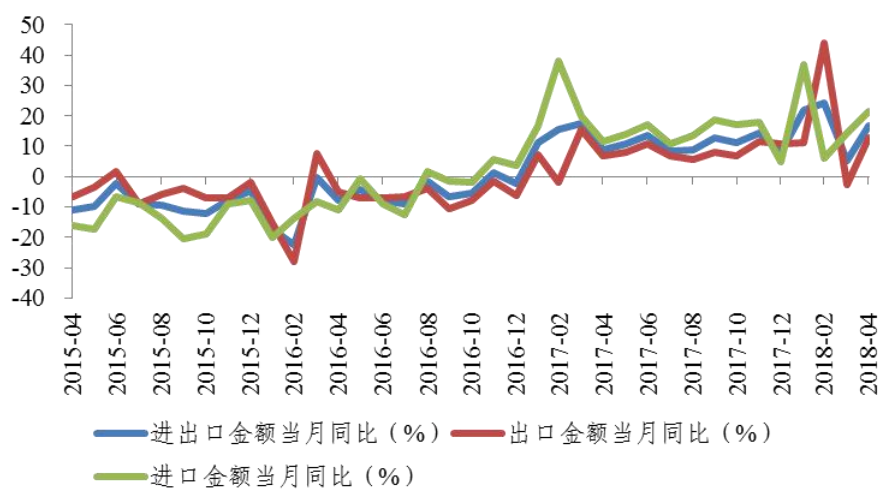




5.月度社会消费总额评述。2018年4月，社会消费品零售总额2.85万亿元，同比名义增长9.4%，增速较3月回落0.7个百分点，且大幅低于去年同期1.3个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长7.8%，增速比上月回落1.2个百分点。从环比看，4月社会消费品零售总额环比增长0.66%，比3月回落0.05个百分点。1-4月，社会消费品零售总额同比增长9.7%。



6.月度进出口评述。4月进出口总额为2.36万亿元人民币，同比增长7.2%，前值为减少2.5%。其中，出口总值为1.27万亿元，同比增长3.7%，前值为减少9.8%；进口总值为1.09万亿元，同比增长11.6%，前值5.9%；进出口顺差1828亿元，前值为逆差297.8亿元。以美元计，4月进出口总值为3720.9亿美元，同比大增16.7%，前值5.3%；其中，出口总值为2004.4亿美元，同比增长12.9%，前值为减少2.7%；进口总值为1716.5亿美元，同比大增21.5%，前值14.4%；贸易顺差287.8亿美元，前值为逆差49.83亿美元。在多种因素作用下，4月进出口由3月的低迷转好，多项指标高于预期。



(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。食品价格的回落和去年同期的相对高基数是4月CPI同比回落的主要因素。2018年4月CPI同比上涨1.8%，较上月继续回落，但相比去年同期的1.2%仍高出0.6个百分点。考虑到去年2、3月CPI同比增速均不到1%，去年同期较高的基数在一定程度上导致了本月CPI同比增速回落。此外，食品价格的回落是拉动4月CPI同比回落的主要原因。4月食品价格同比上涨0.7%，其中食品烟酒价格同比上涨1.1%，影响CPI上涨约0.32个百分点。蛋类、鲜菜、鲜果、水产品价格同比分别上涨14.9%、8.2%、4.2%、2.8%个百分点，涨幅比上月分别回落2.7、0.6、3.2、2.8个百分点。畜肉类价格同比下降8.8%，其中猪肉价格下降16.1%，降幅比上月扩大4.1个百分点，影响CPI下降约0.43个百分点。从环比看，食品烟酒价格环比下降1.2%，影响CPI下降约0.37个百分点。畜肉类价格下降4.1%，影响CPI下降约0.18个百分点，其中猪肉价格下降6.6%。值得注意的是，猪肉价格已经连续4个月环比下降，同比降幅扩大，这是导致CPI同比增幅回落的重要因素。

主要由服务业价格上涨拉动的核心CPI仍位于高位，且考虑到近期大宗商品价格上涨和贸易摩擦风险带来的进口价格上涨，给CPI带来上行压力。4月非食品价格同比上涨2.1%，环比上涨0.2%，均处于较高水平。4月衣着和居住价格同比分别上涨1.1%和2.2%，与上月持平；交通和通信价格上涨1.1%，涨幅

比上月扩大 0.8 个百分点；教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.0%和 5.2%。从环比看，在 4 月整体 CPI 和食品价格均环比下跌的情况下，除食品烟酒外的其他七大类价格均上涨。其中交通和通信、其他用品和服务价格分别上涨 0.6%和 0.4%，衣着、生活用品及服务、教育文化和娱乐、医疗保健价格均上涨 0.2%，居住价格上涨 0.1%。以服务业为主的非食品项价格趋势性上涨是影响 CPI 环比降幅不变的重要因素。受劳动力价格上涨和医疗体制改革等因素影响，服务业价格水平将在长期保持上涨趋势。同时，考虑到近期大宗商品价格出现回升趋势，贸易摩擦下中国拟对美进口猪肉等产品加征关税，进口商品价格的提升将给国内农产品等一系列产品的价格带来上涨压力，这些因素都使得未来通胀风险不容小觑。

大宗商品价格回升和去年同期的相对低基数影响 4 月 PPI 同比小幅回升。4 月 PPI 同比上涨 3.4%，较上月小幅回升 0.3 个百分点，但仍远低于去年同期。环比下降 0.2%，与上月持平。4 月 PPI 结束了连续 5 个月的下跌趋势，主要原因在于近期大宗商品价格回升和相对低基数。去年 4 月 PPI 同比增速大幅回落 1.2 个百分点，使得本月 PPI 基数相对较低，因此同比增速出现小幅上升，但环比的降幅则与上月持平。其中，生产资料价格同比上涨 4.5%，高于上月 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 3.38 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.1%，比上月下跌 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.03

个百分点。其中，石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比分别上涨 15.2%、10.2%、11.1%，涨幅比上月扩大 8.3、1.7、1.7 个百分点。通用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业价格同比涨幅与上月持平，计算机、通信和其他电子设备制造业，电力、热力生产和供应业价格则比上月降幅有所扩大。进一步说明大宗商品，尤其是原油价格的上涨是影响 PPI 同比涨幅回升的主要因素。

4 月 CPI 同比涨幅继续回落，去年同期相对高基数和食品价格的进一步回落是主要原因。PPI 同比小幅回升则是受去年同期相对低基数和近期大宗商品价格回升因素的影响。4 月以猪肉为代表的食品价格同比涨幅放缓、环比下跌是拉动 CPI 同比回落的主要因素，核心 CPI 仍处于高位。且考虑到近期大宗商品价格回升趋势，以及贸易摩擦下进口产品价格提升及其带来的“共振”作用，未来将推高通胀预期从而带来通胀压力。4 月进口金额的同比大幅增长即显示了这一效应。中短期来看 CPI 将保持在当前较为温和的水平，但未来贸易风险加剧或将逆转食品价格下行趋势，叠加服务业价格的持续上涨，长期来看，通胀水平的上升值得警惕。

4 月 PPI 的小幅回升主要受大宗商品价格上涨影响，生产资料价格的上涨是推动 PPI 回升的主要动力，而生活资料未见回升迹象。在主要行业出厂价格中，上游行业价格同比涨幅扩大，大

多数制造业出厂价格没有明显变化或小幅回落，需求的复苏难见踪迹，预计未来 PPI 仍将在当前的低位徘徊。

2.制造业 PMI 分析与预测。4 月制造业 PMI 较上月微跌，多数分项指标小幅回落，但整体高于去年同期，制造业生产保持平稳扩张，出口是不确定性的主要来源。在上月的高基数基础上，4 月 PMI 制造业指数为 51.4%，较上月微跌 0.1 个百分点，但高于去年同期 0.1 个百分点，且大幅高于 2016 和 2015 年同期的 50.1%，制造业生产保持平稳扩张。其中，生产指数为 53.1%，与上月持平；采购量指数为 52.6%，比上月回落 0.4 个百分点，高于去年同期 0.7 个百分点。生产和采购指数显示企业生产经营活动和预期保持在较高水平。从需求端来看，4 月新订单指数为 52.9%，比上月回落 0.4 个百分点，高于去年同期 0.6 个百分点；新出口订单指数为 50.7%，比上月回落 0.6 个百分点；进口指数为 50.2%，较上月下降 1.1 个百分点；从业人员指数为 49.0%，较上月微跌 0.1 个百分点。考虑到 3 月企业开工季市场需求较旺盛，虽然 4 月新订单指数有所回落，但仍高于去年同期水平，表明国内需求基本稳定。但值得注意的是，新出口订单指数较上月有较明显回落，这主要是受上月贸易摩擦升温预期导致企业出现抢抓出口订单的影响。随着全球贸易风险加大，外需仍存在较大的不确定性，影响需求端复苏的稳健性，3 月出口的大幅回落即是印证。此外，4 月原材料库存指数为 49.5%，略低于上月 0.1 个百分点，大幅高于去年同期 1.2 个百分点，库存水平降幅仍较

缓。考虑到需求复苏存在的不确定性，需要注意企业被动补库存现象。

分企业规模看，中小型企业 PMI 指数持续改善，大型企业 PMI 指数有所回落，企业生产与经营结构优化。4 月大型企业 PMI 为 52.0%，比上月回落 0.4 个百分点，与去年同期持平；中、小型企业 PMI 分别为 50.7%和 50.3%，比上月分别回升 0.3 和 0.2 个百分点，均高于去年同期。其中小型企业 PMI 继上个月重回荣枯线上方以后继续改善，企业生产经营结构得到优化，中小企业竞争力提高。特别是，4 月主要原材料购进价格指数继续回落至 53.0%，而出厂价格指数回暖，较上月上升 1.3 个百分点至 50.2%，预计企业利润，尤其是中小企业利润状况将改善。

4 月中国非制造业商务活动指数为 54.8%，较上月继续提高 0.2 个百分点。从分项指标看，新订单指数、投入品价格、销售价格、业务活动预期等主要指标均有不同程度回升，而新出口订单则较上月下跌 0.4 个百分点，再次显示外需和出口活动的不稳定因素。4 月中国综合 PMI 产出指数为 54.1%，较上月提高 0.1 个百分点，高于去年同期 0.2 个百分点，显示企业生产经营活动整体保持平稳扩张。

4 月制造业 PMI 整体与上月基本持平，略高于去年同期。其中新订单、新出口订单、从业人员、原材料购进价格等指数与上月相比均有小幅回落，考虑到 3 月的高基数，大部分数据仍高于去年同期水平。在主要分项指标中，新出口订单和进口指数较上

月有较明显回落；在国际贸易摩擦风险加剧环境下，外需的变化存在较大不确定性，是市场需求能否复苏和 PMI 能否持续改善的主要不确定来源。值得注意的是，从企业类型来看，中小型企业生产经营状况良好，PMI 持续位于扩张区间，且扩张程度已连续两个月优于大型企业，显示在去产能背景下中小企业竞争力和利润的优化。

4 月制造业 PMI 指数虽略低于 3 月 0.1 个百分点，但整体表现平稳，高于一季度平均水平，且非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数均有小幅回落，持续位于扩张区间，企业生产经营活动整体较好。未来 PMI 的走势与需求的复苏密切相关，国内需求回暖的转折点仍待观察，外需的复苏则存在较大不确定性。预计未来 PMI 出现持续、大幅度回升的可能性较低。该指数与国际贸易环境的变化密切相关，或将继续维持在当前水平波动。

3.工业增加值分析与预测。分三大门类看，受制造业投资增长的拉动，制造业增加值的同比大幅增长是工业增加值同比回升的主要动力。受近期环保限产力度较前期下降、大宗商品价格回升的影响，4 月采矿业增加值同比下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点。随着前期季节性因素的消退，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增长 8.8%，较上月回升 3 个百分点至正常水平。4 月制造业增加值同比增长 7.4%，比上月提高 0.8 个百分点，且高于去年同期 0.5 个百分点，是 2017 年 9 月以来的新高。制造业增加值的增长是拉动 4 月工业增加值大幅回升主要

动力。结合4月固定资产投资数据可以发现，制造业投资，尤其是高新技术投资增长较多，或与贸易摩擦背景下政府加大制造业投资有关。预计短期内制造业投资的增长将成为支撑制造业增加值、从而工业增加值增长的主要动力。

分经济类型看，除集体企业外，各类所有制企业工业增加值同比增速均有不同程度回升，其中国有企业提升幅度最大。4月，国有控股企业增加值同比增长7.7%，较上月大幅提升2个百分点，且是2017年8月以来的次高值；股份制企业增加值同比增长7.1%，比上月回升0.6个百分点；外商及港澳台投资企业增加值增长6.8%，比上月提高1.9个百分点；集体企业增加值同比下降6.4%。在贸易摩擦风险加剧、需求复苏低迷的环境下，以国有企业为主导的制造业投资、转型升级是工业增加值增长的主要动力，也使得国有企业生产和投资再次成为增长的主要拉动力。

分行业看，4月份41个大类行业中有37个行业增加值保持同比增长，其中橡胶和塑料制品业、通用设备制造业、汽车制造业等行业增加值同比有较大幅度增长。受大宗商品价格回升，以及制造业投资增长的影响，相关行业增加值同比增长较为显著。其中，橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业、金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业增加值分别增长6.6%、1.9%、5.4%、9.7%、13.2%、11.9%，较上月分别提高3.9、2.7、2.6、2.9、1.8、2.4个百分点。其中通用设备制造业、电气

机械和器材制造业等重要制造业行业均结束了前几个月同比下跌趋势。受贸易保护影响，且相关行业投资存在滞后效应，通信等行业增加值同比增速有小幅回落。整体来看，制造业投资增长，尤其是高技术制造业投资的增长，带动相关行业增加值的显著提升，制造业生产得到结构优化。分产品看，4月596种产品中有396种产品同比增长，比3月多60种。

分地区看，除西部地区外，其他三个地区工业增加值同比增速均有不同程度的回升，其中东部地区增长最为显著。4月，东部地区工业增加值同比增长8.4%，较上月大幅提高3.3个百分点，是2014年7月以来的新高；中部地区、东北地区同比分别增长7.5%、5.8%，较上月提高0.6和0.4个百分点；西部地区同比增长5.2%，较上月回落5.2%。整体来看，全国大部分地区工业增加值均有所回升。

4月规模以上工业增加值同比大幅回升，且高于去年同期水平，三大门类、主要企业类型、主要地区工业增加值同比增速均有不同程度的回升，其中制造业投资增长带来的制造业增加值提升，是拉动4月工业增加值整体回升的主要动力。

受贸易摩擦风险的影响，4月以国有企业主导的制造业投资，尤其是高技术制造业投资明显增长，带动制造业增加值同比增速显著回升，通用设备、专用设备、汽车等制造业增加值有较大幅度增长。总体来看，预计中短期内制造业投资的加快带来的制造业增加值增长，将是制成工业增加值增长的主要来源。但值得注

意的是，3、4月PMI指数同比回落，尤其是订单、新出口订单等需求指数均表现不佳，需求端复苏尚不明晰。随着贸易风险下外需不确定性加剧，以及国企主导的制造业投资边际效益趋缓，未来工业增加值的持续增长仍在很大程度上取决于需求的复苏情况。

4.固定资产投资分析与预测。第一产业投资降幅加大，制造业投资有所回升，基建投资持续下行。固定资产投资增速回落明显，且降幅在扩大。其中，第一产业投资增速继续高位回落，第二产业增速小幅回升，第三产业增速持续下降。具体来看，第一产业投资同比增长16.8%，较1-3月份回落7.4个百分点，降幅扩大3.8个百分点；第二产业投资增长2.7%，较2月份提升0.7个百分点；第三产业投资增长9.3%，较3月份回落0.7个百分点。第一产业增速继续从高位回落，其原因可能是对于年初政府做出的乡村振兴战略以及将“精准扶贫”作为三大攻坚战之一等政策的消化，和我们此前的判断一致。随着政策实施的推进，前期对于第一产业的大量投资将会逐渐趋稳，其增速自然会有所下滑，预计未来其增速将回归至正常值。第二产业投资增速为2.7%，较上期小幅提升0.7个百分点。其中，制造业投资增速为4.8%，比3月份提升1个百分点，但较去年同期回落0.1个百分点。采矿业投资增速为-2%，较上月回落4.5个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增速为-8.4%，降幅缩小了0.5个百分点。值得注意的是，高技术制造业和装备制造业投资同比均增长

7.9%，增速比整体投资高出 0.9 个百分点，比制造业投资增速高出 3.1 个百分点，更是比第二产业投资增速高出 5.2 个百分点。因此，高新技术和装备制造业投资长期良好的增长态势表明国家对于产业的供给侧结构性改革取得了一定的效果，在很大程度上拉升了制造业投资以及固定资产投资的增速。事实上，在中美贸易摩擦及部分欧洲国家和美国政府的逆全球化的大趋势下，尤其是随着 4 月中旬“中兴事件”的持续发酵，我国高端制造业的确受到了一定的影响。这在一定程度上激励了国内相关行业的投资。4 月份铁路、船舶、航空航天和其他运输设备的制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业这两类中高端技术制造业的增速较 3 月份下滑明显，分别降低了 3.5 和 1.2 个百分点。随着未来中美贸易不确定性的持续以及我国供给侧结构性改革的推进，内部和外部的压力将共同迫使制造业转型升级，预计未来一段时间内，高新制造业投资会长期支持投资的增速。在第三产业中，基建投资同比增长 12.4%，较 1-3 月份降低 0.6 个百分点，且低于去年同期 10.9 个百分点，再次刷新了历史最低值。其中，水利管理业投资较上月回落 4.3 个百分点，公共设施管理业投资回落 2.6 个百分点，道路运输投资回落 0.7 个百分点，铁路运输业较上月降幅扩大 3.8 个百分点。因此，尽管基建投资持续下滑，但降幅有所缩小，其投资增速仍是各类增速中最快的，可见实体经济去杠杆依然任重道远。随着实体经济去杠杆持续推进，地方政府将受到较大的融资约束，预计未来基建投资仍会继续下行。

分地区看，除东北地区增速有所提升外，其他三大地区投资增速均出现明显回落。具体的，东部地区投资增长 5.7%，比上月回落 0.3 个百分点；中部地区投资增长 9.8%，增速回落 0.4 个百分点；西部地区投资增长 7.2%，增速回落 2.2 个百分点；东北地区增幅小幅回升，增速为 3.4%，较上月提升 2 个百分点。

内资企业投资降幅扩大，外商投资降幅缩窄。从投资主体类型看，内资企业投资增速回落 0.6 个百分点至 7.8%，港澳台商投资和外商投资的同比增速分别为-5.6%和-5.1%，降幅分别较上月缩窄 2.4 和 1 个百分点。

房地产开发投资小幅下滑、土地购置面积创新低、销售面积持续下降。1-4 月，全国房地产开发投资同比增长 10.3%，较上月小幅回落 0.1 个百分点，但仍为三年来次高点，且高于去年同期强 1 个百分点。其中，房屋新开工面积增长 7.3%，增速回落 2.4 个百分点；房屋竣工面积下降 10.7%，降幅扩大 0.6 个百分点，其中住宅竣工面积下降 13.8%。企业土地购置面积由正转负，同比增长-2.1 个百分点，较上月回落 2.6 个百分点，且较去年同期大幅下降 10.2 个百分点，创下历史新低；土地成交价款增长 23.6%，增速回落 6.7 个百分点。商品房销售面积和销售额、商品房待售面积以及房地产开发企业到位资金同比继续回落。1-4 月，商品房销售面积同比增长 1.3%，增速回落 2.3 个百分点；商品房销售额同比增长 9%，增速回落 1.4 个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长 2.1%，增速回落 1 个百分点，连续 4 个

月下行；国房景气指数为 101.37，较上月回落 0.13 个百分点，连续 4 个月下行。前期房地产开发投资增速的持续上升主要是由房地产企业被动补库存以及开发时滞性造成的，然而 1-4 月份房地产投资、销售、土地购置增速均大幅下滑，表明补库存对于房地产投资支撑作用开始下降。在居民去杠杆以及金融去杠杆的持续推行，流入房地产的资金将会持续缩小，加上房地产调控的持续进行，开发资金与销售资金也会受到双重制约，未来房地产投资的持续放缓将会是必然趋势。

1-4 月固定资产投资累计同比较上月回落 0.5 个百分点，且比去年同期回落 1.9 个百分点。根据分项数据显示，第一产业增速持续高位回落，其原因可能是对于年初政府做出的乡村振兴战略以及将“精准扶贫”作为三大攻坚战之一等政策的消化。随着前期第一产业投资的趋稳，预计未来其增速将逐渐回归至正常值。第二产业投资小幅回升主要在于制造业的支撑，而其中高新技术和装备制造业投资的大幅上升具有重要贡献。随着未来中美贸易不确定性的持续以及我国供给侧结构性改革的推进，内部和外部的压力将共同迫使制造业转型升级，预计未来一段时间内，高新制造业投资会长期支持投资的增速。第三产业中，基建投资再次刷新了历史最低值，但其投资增速仍是各类增速中最快的，可见实体经济去杠杆依然任重道远。在未来，地方政府将会因实体经济去杠杆的影响而受到较大的融资约束，预计未来基建投资仍会继续下行。

1-4月房地产开发投资小幅下滑、土地购置面积创新低、销售面积持续下降。整体数据与结构数据的全面下行表明房地产投资已不具备内生动力，且被动补库存对于房地产投资支撑作用也开始降低。随着房地产调控政策、居民去杠杆以及金融去杠杆的持续推行，流入房地产的资金将会持续缩小，开发资金与销售资金会受到双重制约，未来房地产投资的持续放缓将会是必然趋势。

5.社会消费总额分析与预测。4月消费增速大幅回落，且远低于去年同期，前期信贷支撑的消费增长已透支了居民的消费能力。4月社会消费品零售总额同比增长9.4%，比上月下跌0.7个百分点，且远低于去年同期的10.7%，时隔两个月消费增速再次跌落至个位数的同比增速。近一年数据显示消费增速呈下台阶式回落。其中，城镇消费品零售额同比增长9.2%，比上月回落0.7个百分点，跌至历史低位；乡村消费品零售额同比增长10.6%，较上月微跌0.1个百分点。正如我们以往分析指出，去年以来消费贷、居民短期贷款、银行信用卡等杠杆消费成为刺激消费短期增长的主要因素，但这一趋势不可持续。观察到4月金融数据显示居民户新增短期贷款较去年同期大幅提升472亿元，但消费同比增速、尤其是城镇消费品零售额增速降至历史地位，说明这一“寅吃卯粮”的模式已经过度透支、不可持续。事实上，自2017年四季度以来，消费同比增速已维持在10%左右的水平，今年一季度的暂时性反弹是杠杆消费刺激的结果，而非居民收入增长带

来的需求复苏，消费再次回落至低位不可避免。

从消费类型看，除少数商品外，各大类消费品零售额同比增速均有所回落，其中化妆品类、金银珠宝类、家用电器类等回落幅度最大。其中，受原油价格回升影响，石油及制品类商品零售额同比增长 13.3%，较上月提高 4.2 个百分点。相比之下，化妆品类、金银珠宝类、家用电器和音像器材类、日用品类等消费品零售额同比增速分别较上月大幅回落 7.6、14.5、8.7、4.9 个百分点，其他多数商品消费增速均有不同程度的回落。值得注意的是，汽车类消费增速与上月持平，前几个月同比回落，而 4 月汽车行业增加值仍保持同比回升，未来或将带来汽车库存压力。化妆品、金银珠宝、家用电器类等消费的大幅下降，也说明前期由杠杆消费支撑的高档消费、耐用品消费增长趋缓。

1-4 月，全国网上零售额 12.58 万亿元，同比增长 32.4%，增速较 1-3 月大幅回落 3 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 31.2%，占社会消费品零售总额的比重为 16.4%。网上消费与社会总体消费同步回落。

4 月份，社会消费品零售总额同比增速大幅回落，结束了 2017 年 12 月以来的短暂回升，时隔两个月再次跌至个位数的增长速度，且远低于去年同期水平。同时，4 月金融数据显示居民短期贷款仍居于高位，居民部门加杠杆对消费的刺激作用已趋于疲软，在居民收入没有明显增长情况下，杠杆消费透支了未来居民消费能力。此外，4 月多数中高档、耐用消费品零售额增速同

比出现大幅回落，消费升级任重道远。预计未来消费将继续维持在当前低位，甚至进一步出现阶梯式回落。

6.进出口数据分析与预测。4月进出口以人民币计价同比平稳增长，环比大幅高于前值，外需整体维持稳定；以美元计价的进出口同比均同比大幅增长，与去年同期低基数和美元同比走弱有关，使得美元计价下的同比增速出现“虚高”。4月人民币计价的出口同比增长3.7%，虽不及预期的4.0%，但较3月减少的9.8%相比有较大幅回升，说明外需仍维持在一定水平。4月数据显示，美日欧全球主要发达国家的制造业PMI虽环比有所回落，但仍位于扩张区间，需求整体较为强劲。美国制造业PMI虽环比走弱，但新订单指数仍保持在60以上的高位，就业、消费和通胀数据持续向好；日本、欧元区PMI则连续多月位于扩张区间。外需整体保持稳定，促使4月进出口数据一改上月的低迷，回归至正常水平。4月以美元计价的进出口金额同比大增，部分源于去年同期的低基数和美元同比走弱。近一年以来美元指数持续走低，由去年同期的100左右降至当前的92，降幅达8%，使得以美元计价的进出口金额出现“虚高”。同时，去年同期以美元计价的进出口同比增速分别为11.9%和8%，均不及预期与前值，同比的低基数使得今年4月同比增速偏高。二者共同作用下4月美元计价进出口金额数据出现超预期现象，而以人民币计价的进出口数据更加合理地体现了真实水平。

值得注意的是，4月进出口多项高于预期，尤其是出口由负

转正、进出口大幅增长，与 PMI 的新出口订单和进口指数的回落相背离，原因可能在于美国贸易保护政策落地之前企业出现“抢单”，同时贸易摩擦影响企业预期，但全球主要国家经济复苏良好，外需仍保持在一定水平。

从量和价的增长对比来看，价格因素，尤其是大宗商品的价格回升是进口超预期的主要拉动力，但同时需警惕输入型通胀压力。分产品类别和贸易方式看，机电产品、高新技术产品，以及一般贸易出口同比增长较快；进口额的超预期增长则主要来自近期大宗商品价格的回升。4月以人民币计出口同比增长3.7%，不及预期但远高于前值，其中机电产品出口额累计同比增长8.7%，高新技术产品出口增速保持两位数的高位；服装、鞋、家具等劳动密集型产品出口额同比继续下降。从进口看，主要大宗商品进口量同比小幅增长，而原油价格上涨对进口额的超预期大幅增长起到主要拉动作用。其中，铁砂矿及其精矿进口8292万吨，同比微增0.8%；未锻轧铜及铜矿进口44.2万吨，同比大幅增加47%；原油进口3946万吨，高于上月29万吨，同比增长15%。铜材及原油进口增长与企业开工加快生产、需求增加有关。同时，近期原油价格上涨对进口额拉动作用明显。1-4月原油进口量累计同比增长8.9%，成品油进口量同比增长10.6%，而二者均价分别上涨13.4%和8.6%，拉动原油和成品油原油进口额同比分别大增23.5%和20.1%，以美元计则同比增长高达32.3%和28.7%。价格的上涨也带来铜砂矿和铜材1-4月进口额同比大增23.8%和

26.9%，天然气进口额同比增长 55.8%。价量齐升是推动 4 月进口大幅上涨的主要动力。需要警惕的是，上月 CPI 数据显示当前通胀压力虽暂缓，但核心 CPI 仍居于高位，贸易摩擦风险则提高了未来通胀预期，大宗商品价格回升更带来输入性通胀的压力。未来需警惕贸易摩擦加剧与进口结构变化给国内带来的通胀风险。

值得注意的是，大豆和食用植物油 1-4 月累计进口量同比分别下跌 3.8% 和 16.6%，说明在贸易摩擦阴影下，企业已经开始寻求进口替代品，贸易摩擦影响显现。

受贸易摩擦影响，主要出口国结构发生变化，中国对欧盟、美国和日本的出口增速低于均值，对新兴市场国家出口则继续保持高增长，新兴市场国家是中国出口增长的主要动力来源。4 月中国对美国出口额 361 亿美元，1-4 月出口累计同比增长 13.9%；1-4 月对日本和欧盟出口累计同比增长分别为 7.7% 和 12.9%，其中对英国出口累计同比下跌 1.4%，出现负增长。对巴西、南非和俄罗斯继续保持出口同比高速增长，1-4 月出口额分别累计增长 28.3%、21.2% 和 21.1%。对东盟与“一带一路”沿线国家出口均保持同比高速增长。出口地区的变化一方面与美日欧等发达经济体经济复苏相对乏力有关，另一方面则突显了贸易摩擦加剧背景下，对美国等传统贸易伙伴的出口收缩，直接影响出口所在地的结构变化与进出口规模的增长。

4 月进出口环比有较明显回升，但与去年同期相比出口增长

平稳，进口受价格因素影响超预期增长。其中以人民币计出口由负转正，进口同比较快增长；以美元计进出口均大幅增长；贸易差额由上月的逆差转正。受去年同期低基数和美元走弱影响，美元计价进出口数据出现“虚高”，但人民币计价进出口数据仍高于预期。

其中，全球主要国家经济稳健复苏是维持外需稳定的主要动力。但不容忽视的是，美日欧等国制造业 PMI 虽仍维持在高位，但已连续几个月出现回落，再加上贸易摩擦加剧，未来外需能否继续维持仍待观察，从出口所在地结构变化来看，受美国主导的贸易摩擦加剧影响，美日欧等地区出口增长趋缓，未来外需的增长或将主要来自新兴市场国家。4 月进口的增长与企业开工、需求加快和贸易保护政策落地前企业“抢单”有关，考虑到 4 月 PMI 细项数据的回落，未来进口的持续增长仍然存疑，且需警惕大宗商品回升带来的输入型通胀压力。去年同期的低基数等多种因素使得 4 月进出口数据表现尚可，但正如以往分析指出，今年进出口的主要决定因素是外需，失去良好外部环境加上弱外需、多摩擦等不利因素将令全年贸易数据呈现“倒 V”型走势，我们预计在二季度后将出现加大幅度的回落。

二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

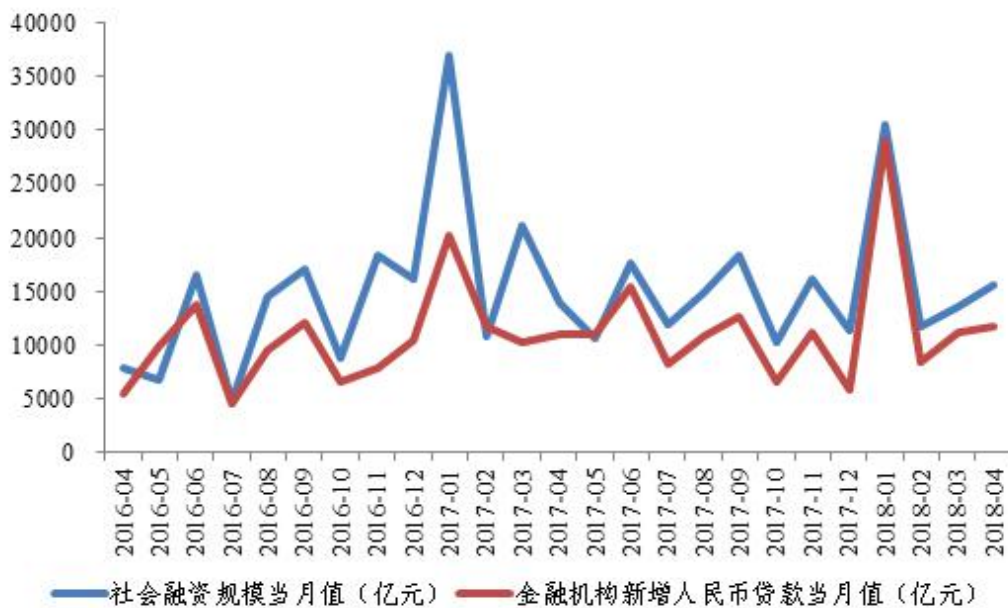
2018 年 4 月新增社会融资规模 1.56 万亿元，预期 1.35 万亿元，前值 1.33 万亿元，高于去年同期的 1.39 万亿元；金融机构

新增人民币贷款 1.18 万亿元，较去年同期增加 800 亿元，预期 1.1 万亿元，前值 1.12 万亿元。4 月 M2 货币供应同比增长 8.3%，预期 8.5%，前值 8.2%，小幅回升；M1 货币供应量同比增长 7.2%，较上月小幅回升 0.1 个百分点，预期 7%。



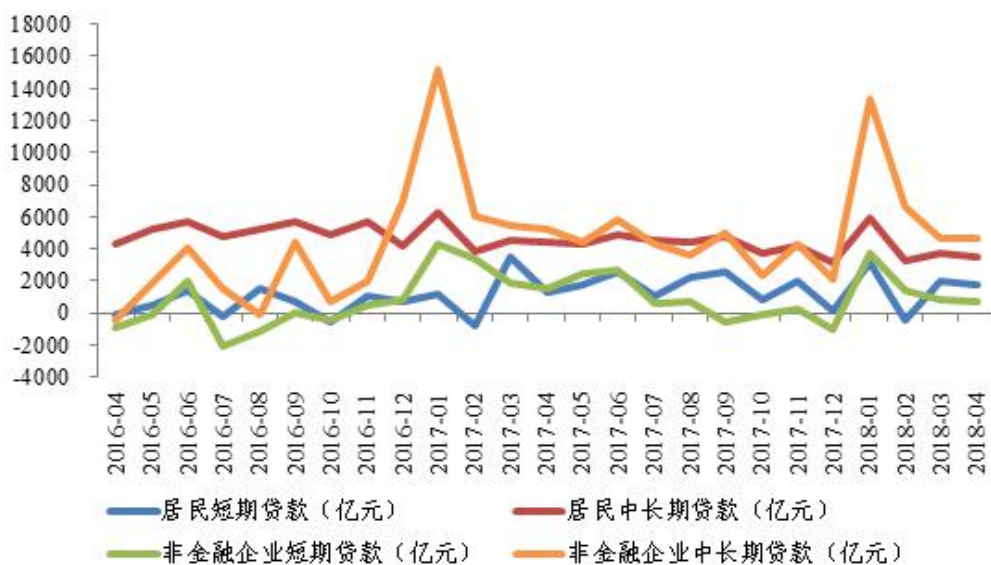
M2 增速小幅回升，企业存款显著增加。4 月，M2 余额同比增长 8.3%，较上月小幅回升 0.1 个百分点，但比去年同期降低 1.5 个百分点。M1 余额同比增长 7.2%，较上月回升 0.1 个百分点，但较去年同期大幅降低 11.3 个百分点。通过考察金融机构存款情况可以发现，4 月份，人民币存款增加 5352 亿元，较上月回落 9748 亿元，但较去年同期大幅提升 2721 亿元。其中，居民户存款减少 1.32 万亿元，降幅较去年同期进一步扩大了 1000 亿元；非金融企业存款增加 5456 亿元，较去年同期大幅增加 5004 亿元；受 4 月缴税以及地方债发行的影响，财政性存款增加 7184 亿元，较去年同期增多 759 亿元；非银行业金融机构存款增加 3618 亿元，较去年同期减少 1719 亿元。值得注意的是，居民存款大幅

下降，创下单月同比降低 1.32 万亿的记录，其原因在于银行表内存款利率比理财产品利率低太多，居民储蓄被大量分流到各类理财产品。此外，尽管人民银行降低了存款准备金率，但是企业存款的大幅提升主要是由于企业资金回流银行表内造成的。降准并没有导致银行的信用派生力度增加。因此，4 月份企业存款的大幅增加在一定程度上支撑了 M2 的回升。事实上，随着金融市场的不断深化，M2 统计指标的可测性、可控性和与经济的相关性都有所下降，在未来，随着真实去杠杆的到来和实体经济去杠杆的加速，居民存款仍会大概率下滑。然而，考虑到央行会通过更多降准来提供基础货币，未来 M2 仍会维持小幅震荡的走势。



4 月份社会融资规模超预期，非标降幅收窄。4 月份社会融资规模增量为 1.56 万亿元，较上一期增加了 2277 亿元且比去年同期增多 1720 亿元。超预期的社会融资规模与较低的存款水平表明尽管在实体经济去杠杆的作用下资本回归表内的意愿强烈，但表

内的承接能力相对有限。具体的，4月份社融新增人民币贷款1.1万亿元，较上月下降424亿元。三大非标方面，新增委托贷款和新增信托贷款降幅收窄、新增未贴现银行承兑汇票大幅增多。4月份，新增委托贷款减少1481亿元，降幅较上月缩窄369亿元，但较去年同期扩大1433亿元；新增信托贷款减少94亿元，降幅缩窄263亿元，但仍为2014年8月份以来的次低值，且较去年同期降低1567亿元；新增未贴现银行承兑汇票增加1454亿元，较上月大幅提升1776亿元，且较去年同期增多1110亿元。数据表明，尽管非标融资的降幅缩窄，但对于相关监管并没有明显放松，因此非标融资回流表内的意愿依然强烈，只是在信贷趋紧的情况下，银行汇票出现了大幅扩容。在直接融资方面，企业债券增加3776亿元，较上月增加432亿元，同比更是大幅多增3275亿元，继续维持增长势头；股票融资533亿元，较上月提升129亿元，但较去年同期回落236亿元。因此，在4月份债市出现调整的情况下，债券融资仍然能够大幅增长，表明在非标受限的影响下，企业融资需求存在向标准化产品切换的压力。而未贴现银行承兑汇票大幅增多则表明，在非标业务仍然处于严监管的背景下，受信贷供给有限的影响，包括债券在内的标准化资产仍然难以满足企业融资需求，迫使未承兑银行汇票规模上升，从而推高了社融规模。



4月新增人民币贷款超预期，票据融资和短期贷款是主力。4月新增人民币贷款1.18万亿元，环比增多600亿元，同比增多800亿元，预期1.1万亿元。新增人民币贷款小幅提升，其主要原因在于票据融资和短期贷款的显著提升。具体来看，企业部门新增贷款5726亿元，环比小幅提升73亿元，同比增加639亿元。其中，新增企业短期贷款737亿元，较上月减少92亿元，且低于去年同期817亿元，反映企业短期经营性贷款需求下滑趋势仍在继续；新增企业中长期贷款4668亿元，较上月小幅回升53亿元，但比去年同期减少558亿元，企业的投资需求仍然难见起色。企业投资需求和经营性需求的长期震荡下滑表明实体经济融资需求并没有真正显著回升，在经济动力仍显不足的情况下，“新周期”更是无从谈起。

居民部门新增贷款小幅下行，但短期贷款同比增幅明显。4月居民户新增人民币贷款5284亿元，比上月小幅下降489亿元，且比去年同期降低426亿元。具体来看，在居民中长期贷款方面，

居民户新增中长期贷款 3543 亿元，较上月下降 227 亿元，且较去年同期降低 898 亿元。在居民短期贷款方面，居民户新增短期贷款增加 1741 亿元，较上月下降 291 亿元，但较去年同期大幅提升 472 亿元。同时，由于 4 月份金融机构短期贷款及票据融资增加 2742 亿元，较上月大幅提升 2578 亿元，且较去年同期大幅提升 1902 亿元，推升了 4 月份贷款的增加，而在短期贷款方面，企业短期贷款在持续降低，居民短期贷款则在同期上涨。因此，居民短期贷款连续对人民币贷款提供支撑表明严厉的消费贷监管也没有消除居民短期贷款背后的稳定性因素，预计居民短贷的规模中枢会较此前上涨。但随着未来金融去杠杆的深化以及房地产去库存的持续加快，居民贷款有大概率回落的可能。

（二）中国货币及金融政策走势预判

4 月新增信贷及社会融资规模均超预期，M2 小幅回升，存款显著增加。居民存款的大幅下降与企业存款的大幅提升表明，银行表内存款利率长期低于理财产品利率，居民财富被大量分流出去。M2 的回升并非来自于人民银行降低了存款准备金率而派生的信用，而是由于企业资金回流银行表内导致的大规模企业存款增加造成的；社会融资规模超预期、非标融资降幅收窄、债券融资持续增长，表明尽管非标严监管仍在进行，但受信贷供给有限的影响，表内的承接能力相对有限，迫使未承兑银行汇票规模打开，推高了社融规模；信贷规模虽然超预期，但企业贷款持续下滑，经营性需求和投资性需求均较弱。在这种情况下，实体经

济融资需求依然疲弱，经济增长的动力仍旧缺乏，“新周期”的言论再一次被证伪；信贷规模的超预期源自于票据融资及居民户短期贷款的增多，在消费贷监管趋严的背景下，居民短期贷款的再次回升表明其存在某些稳定性因素对其进行了支撑。

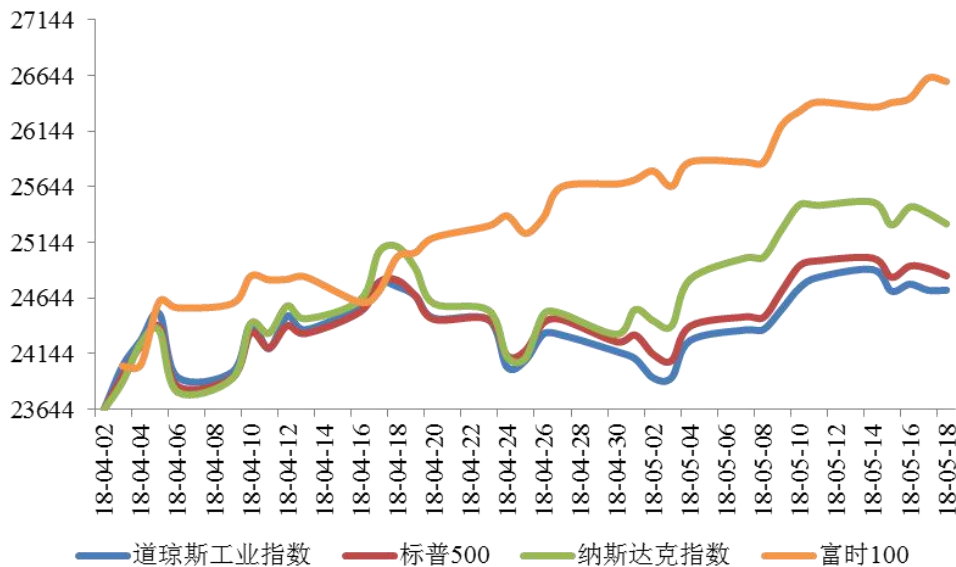
在未来，为打好“三大攻坚战”，金融监管势必会更加严厉，实体经济去杠杆仍会持续。一方面，银行表内信贷能力不容乐观，随着非标监管的持续趋严，债券融资以及未承兑银行汇票对于社会融资的支撑作用存在减弱的趋势，社会融资规模仍有回落的可能。另一方面，随着实体经济去杠杆的推进，房地产市场以及消费信贷监管会进一步加剧，居民中长期和短期贷款将大概率下滑，企业投资和经营需求仍将低迷，未来新增信贷也存在回落的可能。另外，未来财政存款不确定性加大，居民存款也存在被理财产品继续分流的趋势，但考虑到央行会通过降准来提供基础货币，未来 M2 走势仍将维持小幅震荡的情形。

三、全球金融市场走势评析与预判

（一）全球股票市场评析

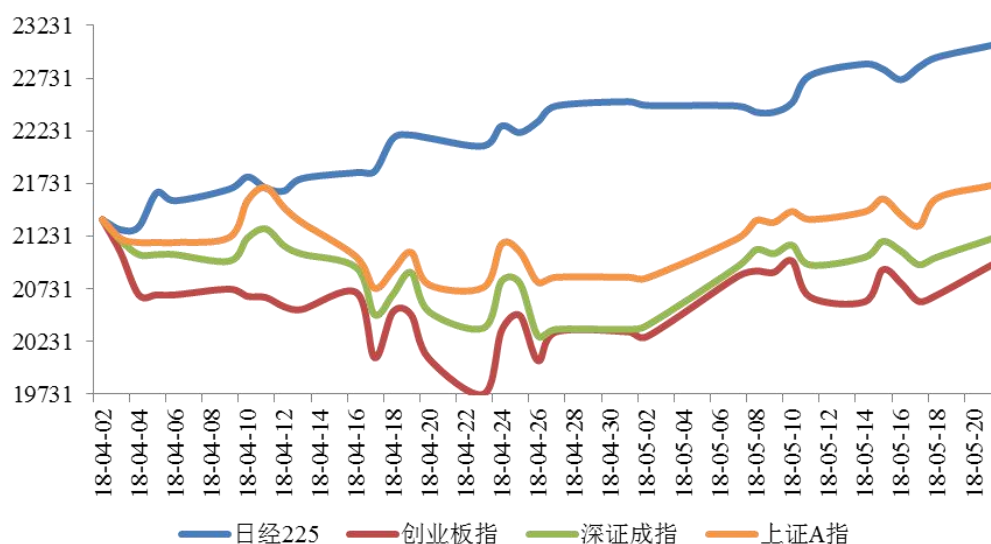
1. 欧美股市评述。4月至5月中旬，欧美股市存在分化的现象，美国三大股指低位震荡，欧洲股市则持续上行。以4月下旬为分界点，前期美国三大股指上浮明显，欧洲股市则是震荡下行；4月底以来，以富时100为代表的欧洲股市一改颓势，持续上行，截至5月18日，同比涨幅达到6.31%，并于5月17日接近7790的高点。与此同时美国三大股指则不断下行，于5月初触底后反

弹并震荡上行。其中，纳斯达克指数从4月中旬7295的最高点一路下行至5月初的7088点，之后缓慢回升，截至5月18日，回升至7354的高点，同比微涨0.81%；道琼斯工业指数由4月17日24786的高点一路下行至24日24024的当月最低点，单周降幅达到3.07%，之后逐渐上行，至5月18日回升至24715点；标普500指数的走向与道琼斯工业指数十分相似，4月底单周降幅接近3%，至5月18日回升为2713点，同比微涨0.16%。



2. 亚洲股市评述。4月至5月中旬，亚洲股市继续分化。日经225指数与欧洲股市走势相似，呈现不断上行的趋势，但涨幅不及欧洲股市。截至5月18日，日经225指数达到22930点，同比涨幅为3.48%。国内创业板指、深证成指和上证A指走势一致，呈现先大幅下行后缓慢回升的态势。其中，创业板指由4月2日的1900点跌至5月2日的1801点，同比跌幅超过5%，之后缓慢上行，截至5月18日回升至1836点；深证成指由4月初的10852点不断下行，至4月底跌破10300点，之后缓慢回升至

10761 点，同比上涨 1.73%；上证 A 指在 4 月 11 日达到 3360 的最高点后开始回落，于 4 月 26 日跌破 3220 点，之后震荡回升至 3345 点，同比涨幅为 3.3%。



3. 全球未来股市走势分析。4 月，全球股市的表现继续呈现分化的态势。首先，4 月 16 日，美国商务部对中国的中兴实施为期 7 年的禁运，“科技贸易战”可谓呼之欲出，而随着“中兴事件”的持续发酵，美国三大股指从 4 月 17 日起一路下行至 5 月初。5 月 3 日，美国财政部长姆努钦访华，开启了中美贸易谈判，市场对中美贸易摩擦升级的忧虑有所缓解，美国三大股指开始回升。5 月 15 日，国务院副总理刘鹤率领中方代表团访问美国进行贸易磋商。随后，美国财长姆努钦表示愿与中国搁置关税威胁，贸易摩擦进一步缓解。其次，4 月份以来美元指数持续上涨，截至 5 月 20 日，美元指数突破 94 点，同比上涨 4.5%。美元指数的疯狂上行对美国股市构成了威胁。事实上，美元升值部分原因在于美国国债收益率的不断走高。据统计，4 月份以来，美国 10

年期国债收益率突破3%，超过了七大主要发达市场，成为继2000年6月份以来的首次。在这种情况下，债券收益率的提升会刺激对利率的预期，从而进一步对股市产生不利影响。5月下旬以来，美国三大股指同时跳水，道琼斯工业指数和纳斯达克指数均出现了一月以来单日最大跌幅，标普500指数也展现了5月初以来的最大跌幅。加上5月底美联储会议对于加息的考虑，预计未来美股触顶将在下半年逐渐显现。最后，国际地缘政治的多样性同样为欧美股市增添了不确定性。4月初，俄前间谍中毒案出现“剧情反转”，英国方面承认不能确认神经毒剂来源，俄罗斯则称不期待收到道歉，但希望国际关系恢复正常；4月中旬，美英法三国以“叙利亚政府使用化学武器”为由对叙利亚首都大马士革等地实施空袭，地缘政治一度陷入紧张状态。5月9日，特朗普宣布退出伊朗核协议，并对伊朗实施“最高程度”的经济制裁。4月27日，朝鲜最高领导人金正恩在板门店跨过军事分界线，与韩国总统文在寅会晤。朝韩关系一度缓和，然而，5月16日朝鲜宣布因韩美联合军演的挑衅行为，将中止原定当天举行的北南高级别会谈，特朗普也单方面取消了朝美两国领导人的会晤，半岛局势再次升温。上述地缘政治的多变性使得欧美股市自4月份以来出现大幅震荡。

亚洲股市方面，日经225成为一枝独秀，国内创业板指、深证成指以及上证A指均在5月前震荡下行，5月3日后开始有所回升。4月中旬至5月初，受中美贸易摩擦及其带来的“中兴事

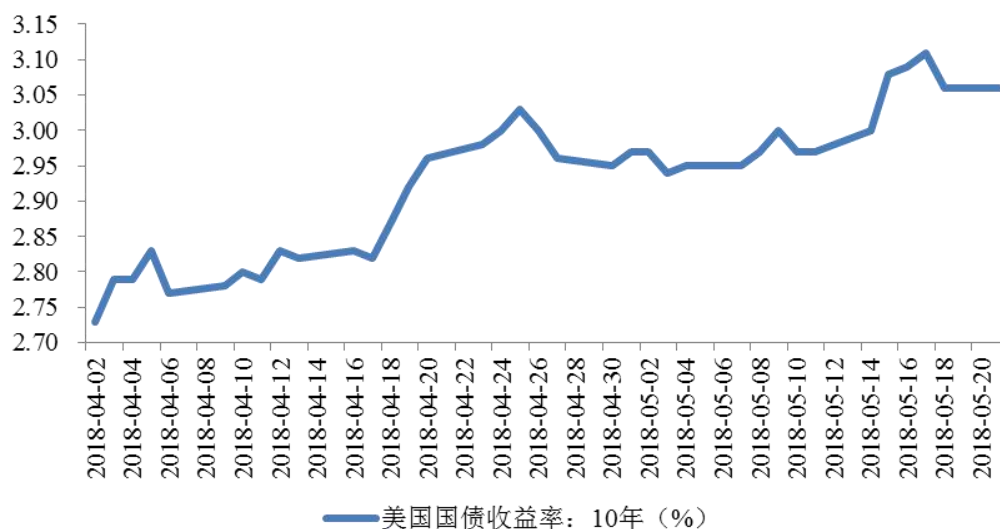
件”的影响，科技股大幅受挫，创业板指持续上行的趋势被打破，出现了震荡回调的走势。受中美贸易摩擦的影响，上证 A 指和深证成指也出现了类似的走向。随着 5 月份中美贸易摩擦逐渐降温，特别是国务院副总理刘鹤成功访美以及美国随后对中兴停止禁运，中美贸易摩擦暂时得以缓解，对国内股市也是利好。国内方面，4 月 27 日，资管新规正式出台，为了应对金融严监管而造成的流动性恐慌的影响，无风险利率面对较大上行的压力。在这种情况下，利率走高将会对于股市产生不利影响。尽管未来也存在为缓解市场压力而实施的“定向降准”的可能，但“降准”政策也只是为了稳定市场预期，缓解市场流动性，并非为实体经济注水。随着实体经济去杠杆的深入，未来股市将会面临更多的不确定性。

展望未来，短期来看，一方面，尽管中美贸易摩擦暂时缓解，但是由于美国国债收益率居高不下，美元指数持续上扬，美国利率中枢有上升的可能，这种情况对于欧美股市构成利空。加上美国是否真的放弃贸易摩擦仍未可知，因此在 11 月份美国中期选举之前欧美股市都将不容乐观。另一方面，朝鲜半岛局势的未来走向仍存在较大不确定性，朝美会谈如期举行的可能性在降低。同时，美国宣布退出伊朗核协议、巴以冲突升级、中东地区地缘政治不稳定因素提升。因此地缘政治的不确定性也会加剧股市的波动。从中长期看，由于美国经济基本面与预期的偏离仍在持续，支持美股继续上涨的动力趋于边际衰退，预计未来美国股指将会

在下半年出现回落。在亚洲股市方面，由于全球市场的联动性，欧美股市的不景气也会影响到亚洲股市。另外，在我国经济新动能依旧不足的情况下，一味地通过杠杆拉动的经济增长势必具有泡沫，随着实体经济去杠杆的深入，亚洲股市也将缺乏基本面的支撑。

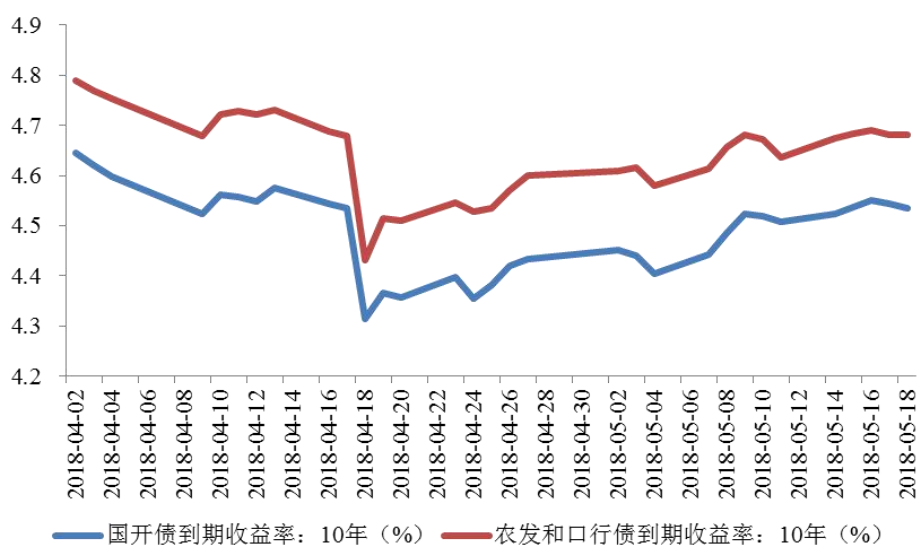
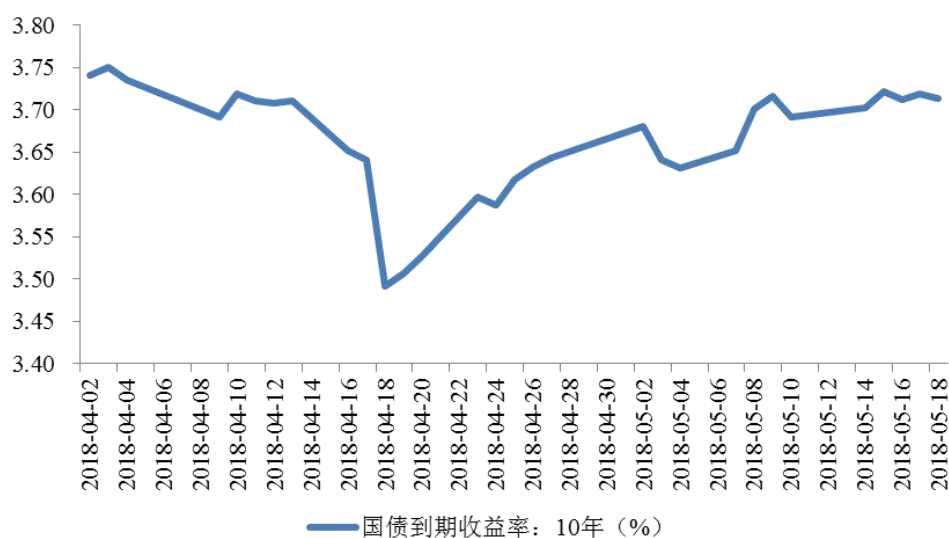
（二）全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。4月至5月下旬，美国国债收益率呈现震荡上行的趋势，且可大致分为两个阶段。第一阶段是4月初到4月底，美国国债收益率迅速上升，最高涨幅超过10%。之后，美国国债收益率在5月中上旬开始调整，并于5月下旬再次上升，最高点为5月17日的3.11%。截至5月18日，美国国债收益率同比上涨6.62%。

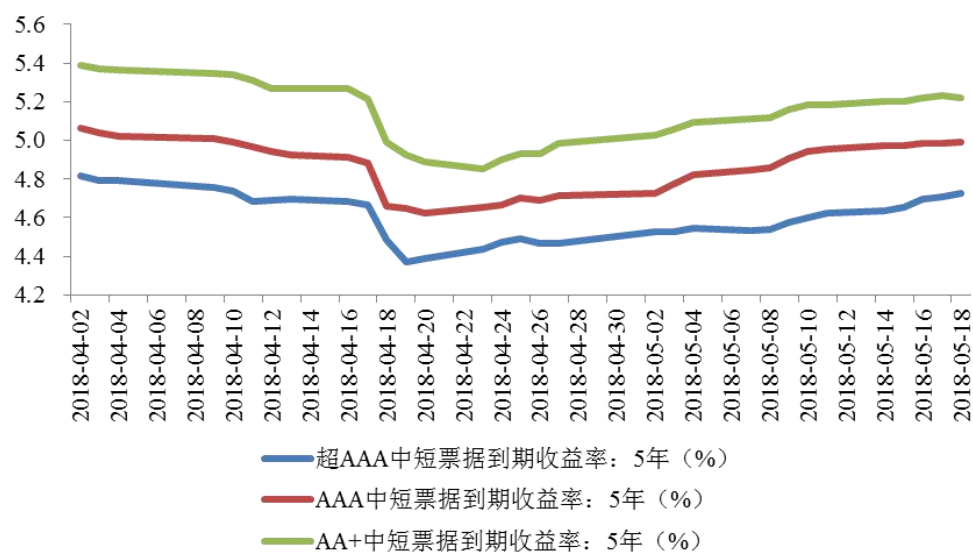


2. 中国债券市场分析。4月至5月中旬，中国债券市场收益率呈现出急速下行后迅速反弹的深“V”走势。在利率债方面，10年期国债收益率一路下跌，至4月18日达到最低点3.49%，半

月内跌幅达到6.68%。之后迅速回升，截至5月18日维持在3.71%左右，尽管同比涨幅超过6%，但仍低于月初的收益率。10年期国开债、农发和口行债的到期收益率走向相似，同样呈现深度反转的态势。4月18日，10年期国开债、农发和口行债到期收益率分别由月初的4.64%和4.79%降至4.32%和4.43%，半月内降幅高达6.9%和7.52%。之后，10年期国开债以及农发和口行债的到期收益率均震荡上行，截至5月18日，分别达到4.54%和4.68%。



在信用债方面，4月至5月中旬，中短票据收益率也呈现下行后缓慢回调的走势。超AAA、AAA以及AA+的到期收益率分别在4月19日、4月20日和4月23日达到最低点，之后缓慢回升。截至5月18日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为4.72%、4.90%和5.22%，同比分别提升5.32%、7.12%和4.56%。



3. 中国债券市场预判。4月中国利率债和信用债的到期收益率均呈现迅速下滑后缓慢上升的走势。此次债券收益率的加速下降源自国内市场流动性的变化。4月17日，中国人民银行决定，从2018年4月25日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点，并按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利。此举意在降低银行负债的稳定性与成本，缓解市场对于中期流动性紧张的预期。政策公布后，当日10年期国开债利率从4.54%降至4.31%，10年期国债利率

从 3.65% 降至 3.5%。之后，利率债在经历短暂调整后缓慢上扬。值得注意的是，5 月下旬，受美国国债收益率上行、加息预期调整以及通胀回升的影响，国债供给压力骤增。同时，国务院副总理刘鹤在“健全系统性风险防范体系”专题协商会上所说的投资是要承担风险的、借钱是要还的，表明政府存在允许违约、打破刚兑的可能。同时，4 月 27 日，资管新规正式出台，为了应对金融严监管而造成的流动性恐慌的影响，无风险利率面对较大上行的压力，从而债券的到期收益率也将面临着持续回升的可能。因此，预计未来利率债供给规模将会受到一定程度的控制，从而在一定程度上对债券市场构成利空。在信用债方面，5 月开始企业违约潮相继出现，其驱动因素在于企业融资压力的加大。由于资管新规正式出台，非标融资必然会持续萎缩，资金表外转表内将伴随着对信用风险容忍度的下降，净融资很难大幅上升，因此短期内信用债也存在利空。另外，宏观经济处于收缩的起始阶段，实体经济需求收缩、地方公共部门负债受限、逆全球化风险上升等多重因素的影响下，配置权益类资产的风险也在增加。事实上，对于债券市场而言，结构分化是系统性改变，虽然短期突发事件会影响节奏，但不会改变格局，良莠不齐的企业，鱼目混珠的市场依然需要净化。因此，在上述因素的综合作用下，未来投资低风险的资产，回避高风险资产将是更加可取的方向。

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

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。