



太和智库
Taihe Institute

太和财经

太和智库
2018年9月刊



关注时代需要
FOCUS ON CONTEMPORARY NEEDS

地址：北京市朝阳区世奥国际中心A座2208
电话：010-84351977 网址：<http://www.taiheinstitute.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. 月度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.....	277
三、全球金融市场走势预判.....	28

(一) 全球股票市场评析.....	28
1. 欧美股市评述.....	28
2. 亚洲股市评述.....	29
3. 全球未来股市走势分析.....	30
(二) 全球债券市场评析.....	32
1. 美国国债市场评述.....	32
2. 中国债券市场分析.....	33
3. 中国债券市场预判.....	34

报告主要观点

2018年8月，国内主要宏观经济与金融数据依旧延续前期的低迷态势，通胀预期抬升，而生产和需求依然疲软。在内外需求均疲弱、宽货币向宽信用传导不畅的环境下，经济复苏难见向好迹象。

具体而言，主要受食品价格上涨影响，CPI同比涨幅继续扩大，通胀预期继续抬升。但考虑到核心CPI运行尚且较为平稳，价格问题暂时可控。尽管制造业PMI小幅上升，生产情况有所反弹，但需求仍不容乐观，尤其是内外需求均趋于恶化，生产回升更多由成本因素推动。基建投资下滑持续拉低固定资产投资，制造业投资，尤其是高新技术产业投资升级加快，但见效周期较长，对经济的拉动作用尚需时日。在贸易摩擦和除美国外的主要国家经济复苏乏力影响下，进出口增速显著放缓，新兴市场国家对进出口的贡献趋弱。在经济低迷的形势下，尽管消费由低位小幅回升，但耐用品消费仍持续下滑，必需品消费增长，消费升级面临挑战。在生产与需求同步萎缩的形势下，尽管前期宽货币带来社会融资规模回升，但新增信贷回落，宽货币向宽信用传导不畅。

本月笔者对中国经济、金融数据展望如下：价格方面，工业和生活需求疲弱总体制约价格大幅上行，价格出现大幅上涨的概率较低。短期来看，PMI的走向依然取决于需求的变动情况，考虑到目前生产经营活动预期指数处于高景气区间，短期内PMI

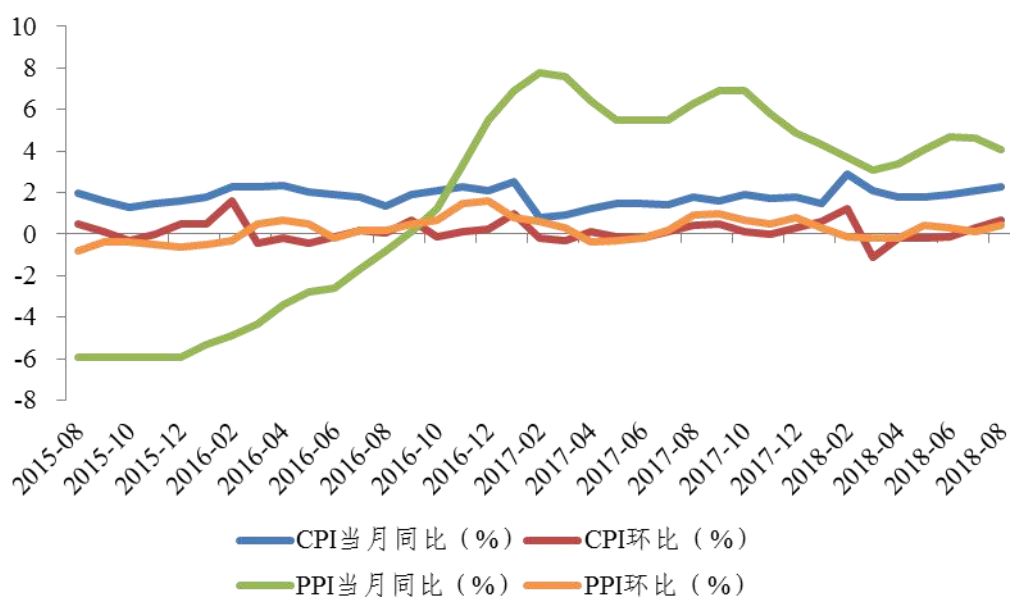
仍会大概率维持扩张态势。最后一个季度基建投资及对高新技术产业投资的扶持和增长，是固定资产投资和工业增加值的主要增长动力。但考虑到贸易摩擦、外需乏力，且投资拉动增长效应尚需时日，预计工业增加值将在较长一段时间内在当前低位徘徊。与笔者前期预判一致，随着货币化棚改的陆续结束，房地产投资土地购置面积和销售面积已出现回落，未来房地产投资的持续放缓将会是必然趋势。从内需看，信贷支撑已难以为继，消费将大概率继续走低；从外需看，贸易摩擦的加剧使得已迎来拐点的进出口数据面临较大压力。

结合对全球经济基本面和货币政策的分析，笔者对全球金融市场走势判断如下：“强有力”的经济基本面给美国股市带来支撑，但仍需十分警惕科技企业可能存在的泡沫及市场“恐高”情绪蔓延，给美股带来利空。中美贸易不确定性加剧，以及主要国家经济复苏疲软，经济和政策风险使得欧洲和亚太主要股市难见回暖迹象。中国债券市场方面，对利率债而言，考虑到经济基本面依旧薄弱，通胀预期的持续性存疑，货币政策宽松可期，利率债在中长期仍有多重利好，预计国债到期收益率将从高位回调；信用债方面，未来信用债利差或将持续扩大，目前仍以配置低风险资产为佳。

一、中国经济运行评析

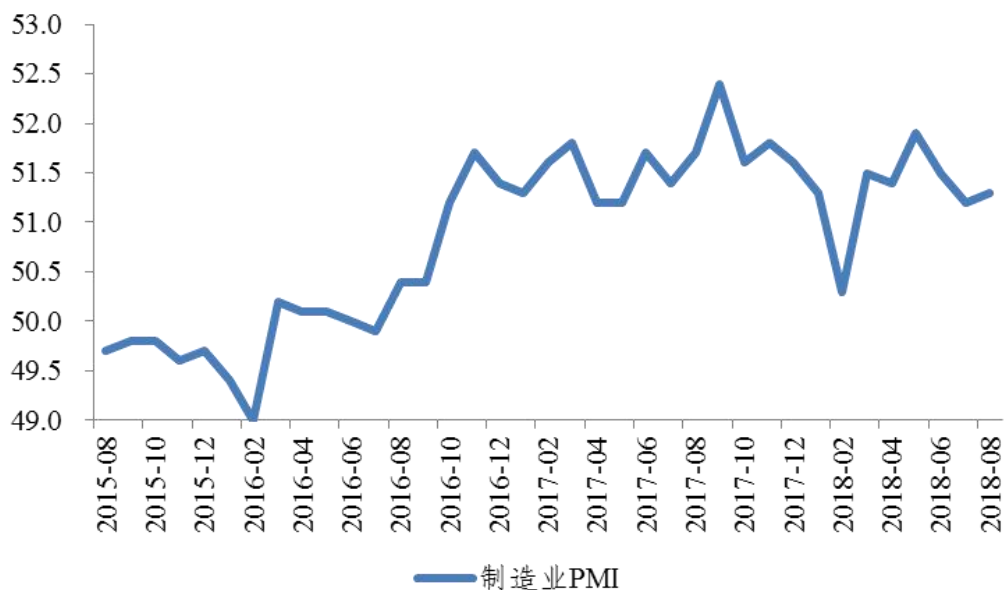
(一) 宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。8月CPI环比上涨0.7%，同比上涨2.3%，同比涨幅相较上月扩大0.2个百分点。PPI环比上涨0.4%，同比上涨4.1%，同比涨幅较上月回落0.5个百分点。

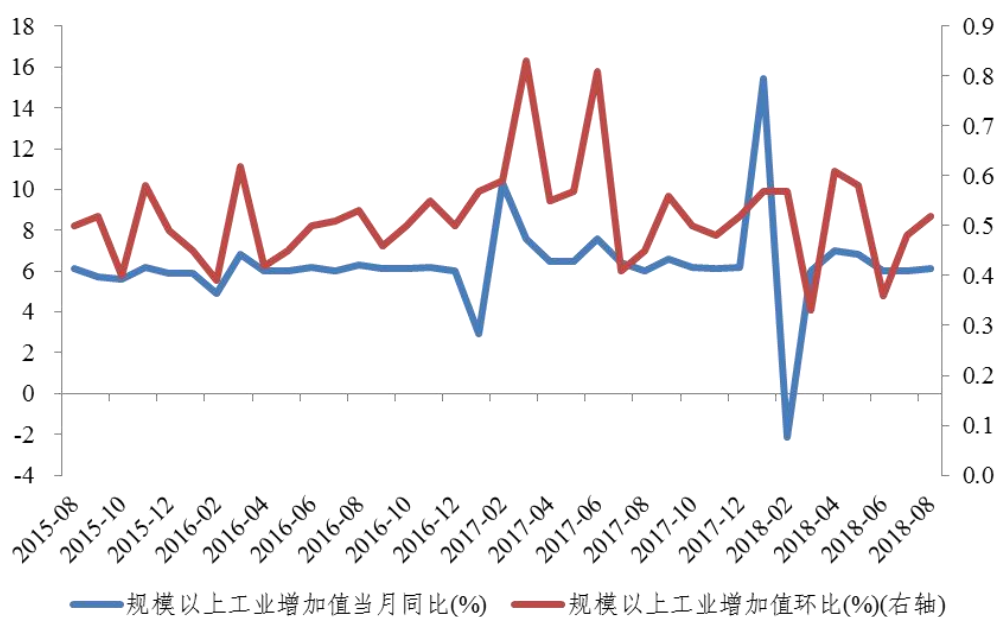


2. 月度制造业 PMI 评述。8月份制造业 PMI 数据为 51.3%，比上月上升 0.1 个百分点，制造业总体保持平稳态势。从分项数据看，生产指数为 53.3%，比上月提高 0.3 个百分点；新订单指数为 52.2%，比上月回落 0.1 个百分点；原材料库存指数为 48.7%，低于上月 0.2 个百分点；从业人员指数为 49.4%，比上月提高 0.2 个百分点；原材料购进价格指数为 58.7%，比上月大幅提高 4.4 个百分点。

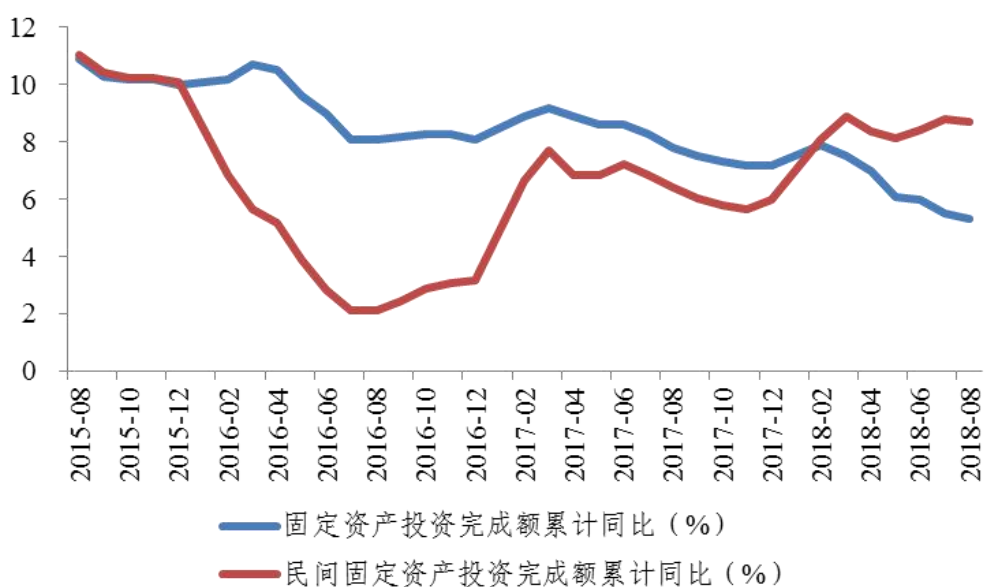
8月，非制造业商务活动指数为 54.2%，比上月继续回升 0.2 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 53.8%，比上月提高 0.2 个百分点。

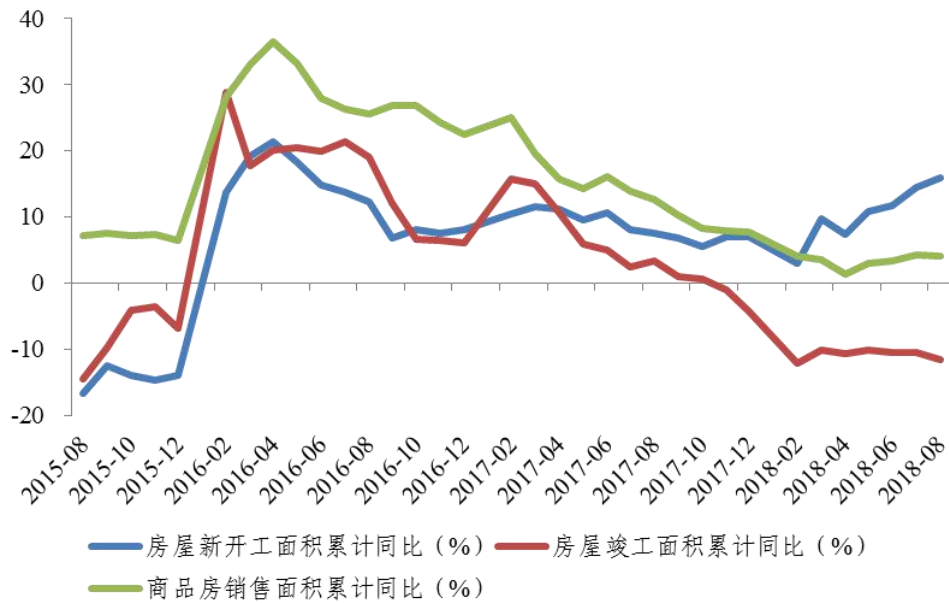


3. 月度工业增加值评述。8月，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.1%，较上月微涨0.1个百分点，同样高于去年同期0.1个百分点，但仍为年内次低值。从环比看，8月份，规模以上工业增加值比上月增长0.52%，较上月提高0.05个百分点。1-7月份，规模以上工业增加值同比增长6.5%，增速较1-7月份回落0.1个百分点。

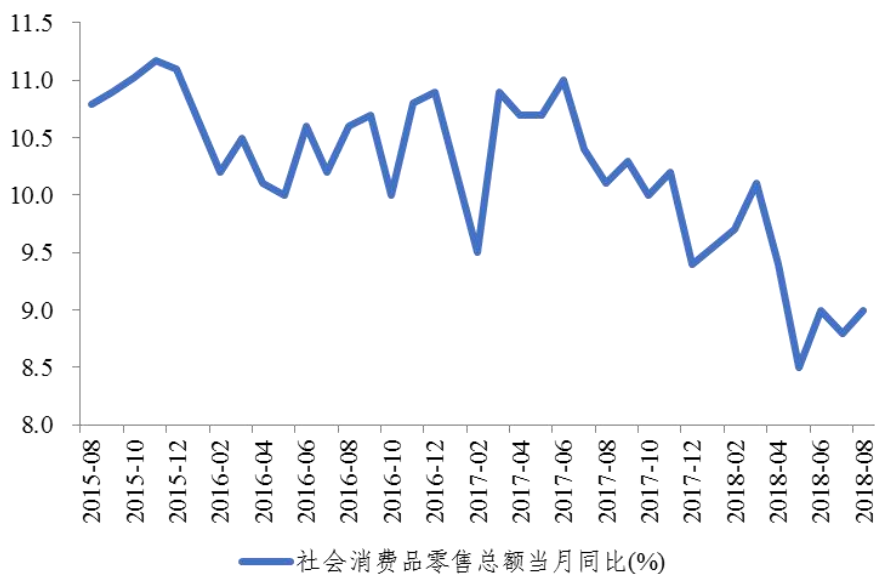


4. 月度固定资产投资评述。1-7月，全国固定资产投资35.58万亿元，同比增长5.5%，增速比上月降低0.5个百分点，且比去年同期回落2.8个百分点；1-7月，民间固定资产投资22.26万亿元，同比增长8.8%，增速比去年同期提高1.94个百分点。

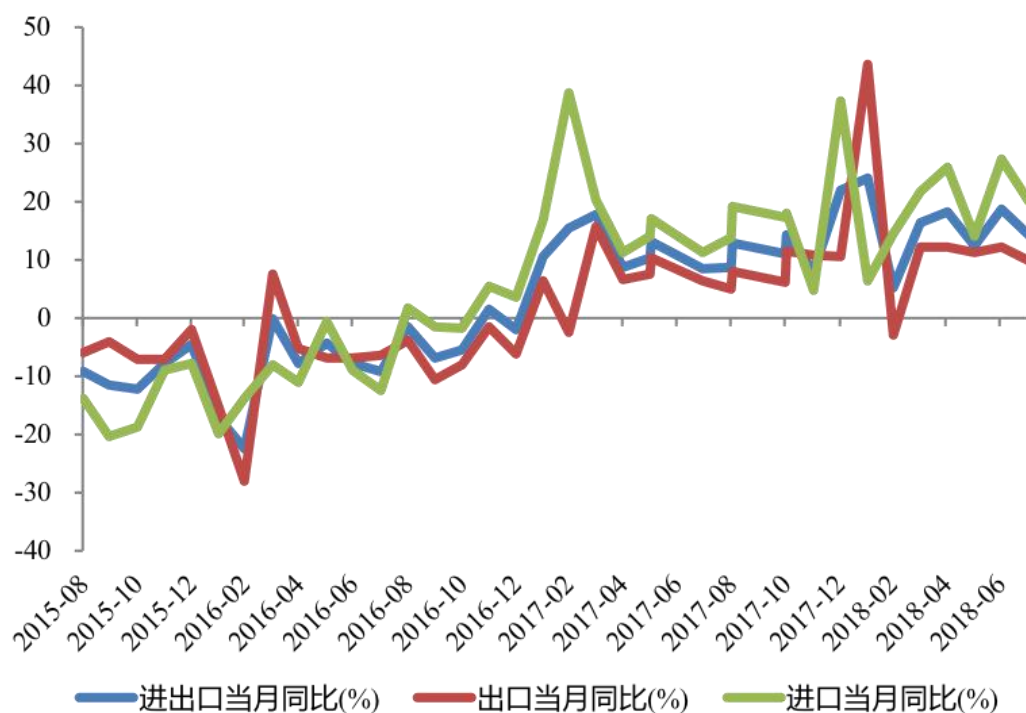




5. 月度社会消费总额评述。8月社会消费品零售总额3.15万亿元,同比名义增长9.0%,增速较7月小幅回升0.2个百分点,但大幅低于去年同期1.1个百分点。其中,限额以上单位消费品零售额同比增长5.7%,增速比上月增长0.3个百分点。从环比看,季度调整后的8月社会消费品零售总额环比增长0.65%,比6月降低0.04个百分点。1-8月,社会消费品零售总额同比增长9.3%,与1-7月持平。



6. 月度进出口评述。8月进出口总额为2.71万亿元人民币，同比增长12.7%，前值为12.5%。其中，出口总值为1.44万亿元，同比增长7.9%，预期5.7%，前值6%；进口总值为1.26万亿元，同比增长18.8%，预期12.1%，前值20.9%；进出口顺差1798亿元，前值为顺差1770亿元。以美元计，8月进出口总值为4069.5亿美元，同比增长14.3%，前值18.8%；其中，出口总值为2174.3亿美元，同比增长9.8%，前值为增长12.2%；进口总值为1895.2亿美元，同比增长20.0%，前值27.3%；贸易顺差279.1亿美元，前值为顺差280.5亿美元。





(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。食品价格上涨是推动8月CPI走高的主要因素。环比来看，受夏季高温和强降水天气影响，8月食品价格涨幅较大，月内环比2.4%，环比涨幅扩大2.3个百分点，影响CPI环比上涨约0.46个百分点。其中，鲜菜价格上涨9.0%，涨幅比上月扩大7.3个百分点。受高温天气和非洲猪瘟影响，猪肉市场供给偏紧，猪肉价格月内环比上涨6.5%，涨幅比上月扩大3.6个百分点。除了鲜菜猪肉外，禽类产蛋率亦受高温天气影响较为严重，蛋类价格环比上涨12.0%。非食品价格环比总计上涨0.2%，涨幅较上月回落0.1个百分点，影响CPI上涨约0.2个百分点。8月，尽管房租上涨较为明显，但由于其上涨仅拉动居住上涨0.5个百分点，且居住价格涨幅并不明显，因此房租上涨对于CPI影响较小。由于暑期出行旅游活动较多，机票、宾馆住宿和旅游价格分别上涨1.8%、1.2%和0.5%，成品油调价影响汽

油和柴油价格均上涨 0.3%。从同比数据来看，食品类中，猪肉价格下降 4.9%，降幅缩小，其对 CPI 的拖累在降低。鸡蛋、鲜菜和鲜果价格则分别上涨 10.3%、4.3%和 5.5%，食品价格合计影响 CPI 上涨约 0.33 个百分点。非食品价格总计上涨 2.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.98 个百分点，由于油价上调，能源价格同比上涨最为明显，汽油和柴油价格分别上涨 19.8%和 22.0%。此外，医疗保健价格上涨 4.3%，旅游价格上涨 5.6%，教育服务价格上涨 2.8%，居民科教文卫类项目的价格涨幅明显快于 CPI 平均水平，而居民的衣着、生活，以及交通和通信价格变化则不大，分别环比增长-0.1%、0.1%和 0.0%。

PPI 同比增幅下滑，生产资料上涨较为明显。8 月份，PPI 同比上涨 4.1%，增速较上月回落 0.5 个百分点。其中，生产资料价格同比上涨 5.2%，影响 PPI 上涨约 3.91 个百分点，生活资料价格同比上涨 0.7%，影响 PPI 上涨 0.18 个百分点。工业品价格上涨主要集中于上游行业，采掘和原材料价格同比上涨分别为 12.1%和 7.8%，加工行业价格同比上涨 3.5%。从细分行业来看，受能源价格持续上升影响，能源类行业出厂价格上涨最为明显，上游的石油和天然气开采业，以及下游石油、煤炭及其他燃料加工业同比分别上涨 39.6%和 22.7%。此外，黑色金属类产品中上游价格涨幅也较大，黑色金属矿采选业同比上涨 2.4%，黑色金属冶炼和压延加工业同比上涨 9.5%。而从环比情况来看，上游行业价格出现分化情况，其中有色金属类行业以及煤炭开采和洗

选业环比增长乏力，化学纤维制造业，黑色金属矿采选业，石油、煤炭及其他燃料加工业，以及石油和天然气开采业环比增长较为明显，分别达到了 2.0%、1.8%、1.7%和 0.8%。

8 月 CPI 同比上涨 2.3%，创 2018 年 2 月以来新高，动力主要源自异常气候和猪瘟等突发因素所导致的食品价格大幅上涨。但是随着高温多雨天气的结束以及疫情的控制，食品类价格将会逐渐回归均衡水平，虽然 CPI 短期仍存在走高的可能，但长期应会回归均衡。因为，从长期来看，原材料价格、医疗保健、教育服务以及住房价格等非食品项仍然是决定 CPI 长期走势的主导因素，稳定的核心 CPI 也意味着通胀率显著上升的可能性较低。在 PPI 方面，主导因素仍为原材料价格，相较于去年同期原材料价格显著上涨的情况，目前原材料价格边际上涨幅度较小，高基数效应导致原材料和上游制造业价格同比增速回落。本轮上游价格上涨的价格传导机制尚在发酵，上游的价格上涨，大概率会导致下游生活资料、耐用消费品价格在一定时滞期后回升。笔者判断，由工业品向生活品的价格传导机制将重新捋顺，此前积累的工业品价格压力将逐步在生活品价格上体现。

长期综合来看，虽然居民消费的短期不平衡和工业品价格的上下游传导机制在中短期内会导致一定的通胀压力，但是，工业与生活端的需求疲弱总体制约价格大幅上行。虽然房屋租赁价格的跳涨对推升 CPI 存在压力，但控制货币总量与打压囤积居奇双管齐下，租赁价格有望短期企稳。另一方面，衣着、生活、交通

和通信价格环比疲软,说明需求走弱,在供给总体稳定的情况下,价格出现大幅上涨的概率较低。

2. 制造业 PMI 分析与预测。8 月制造业 PMI 较上月小幅上升,制造业总体来看保持平稳扩张,生产情况有所反弹但需求仍不容乐观。8 月 PMI 指数录得 51.3,比上月略升 0.1 个百分点,低于去年同期 0.4 个百分点,制造业保持扩张态势。其中,从生产端来看,生产指数为 53.3%,高于上月 0.3 个百分点;在生产扩张的拉动下,采购量指数也出现回升。8 月采购量指数录得 51.8%,比上月上升 0.3 个百分点。从需求端来看,8 月新订单指数为 52.2%,比上月回落 0.1 个百分点,低于去年同期 0.9 个百分点;新出口订单指数为 49.4%,低于上月 0.4 个百分点,且低于去年同期 1.0 个百分点。与生产端数据反弹相反,需求端指标环比、同比数据均出现下滑,国内、外需求情况均不容乐观,且外需承压更重。总体来看,8 月份需求减弱,但生产扩张,这一被动补库存现象,主要是由 8 月份生产资料价格大幅上涨所造成的。相应的,原材料购进价格指数和出厂价格指数为 58.7%和 54.3%,相较上月分别大幅上升 4.4 和 3.8 个百分点。其他细分指数中,进口指数为 49.1%,较上月下降 0.5 个百分点,受贸易摩擦影响,进口指数连续三个月出现下滑;从业人员指数为 49.4%,较上月上升 0.2 个百分点。

分企业规模看,大型企业 PMI 指数延续回落,中小型企业 PMI 指数持续改善,企业分化有所缩小。8 月大型企业 PMI 为

52.1%，比上月回落 0.3 个百分点，比去年同期低 0.7 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 50.4%和 50.0%，比上月分别回升 0.5 和 0.7 个百分点。这是中、小型企业 PMI 自今年 5 月以来，首次同时站在荣枯线以上。货币政策定向中小企业的“宽信用”效果逐渐显现，中小企业融资困难得到一定缓解，景气度有所提高。

8 月中国非制造业商务活动指数为 54.2%，较上月提高 0.2 个百分点，非制造业扩张步伐持续小幅加快。从分项指标看，商务活动指数、投入品价格、业务活动预期等主要指标相较上月有所上升；新订单指数下降 0.4 个百分点，显示了非制造业内需稍显疲软。8 月中国综合 PMI 产出指数为 53.8%，较上月提高 0.2 个百分点，高于去年同期 0.1 个百分点，企业生产经营活动整体保平稳扩张。

8 月制造业 PMI 整体比上月小幅上升，但低于去年同期。在本月数据中，最值得注意的现象是生产和需求情况的分化。从生产端来看，生产持续扩张，且拉动了制造业用工量和采购数据上升；然而，制造业的需求景气度却出现回落，国内新订单数据略降，出口订单连续下降。造成这一现象的一大重要原因，是 8 月原材料价格的大幅上涨。在此前的文章中，笔者曾多次提示需警惕企业被动补库存的情况，这种由成本推动的生产扩张现象，往往是经济处于繁荣期末端的信号，由此导致的制造业扩张，并不具备可持续性。此外，受中美贸易摩擦的影响，涉外类制造业指数连续放缓，新增出口订单和进口指数均处于荣枯线以下。出口

的收缩，使得需求情况雪上加霜，考虑到中美最新一次贸易谈判依然未见成效，未来涉外类制造业活动大概率仍将维持疲软状态。

目前，制约 PMI 的最大问题仍然是国内外需求偏弱。虽然在生产扩张的推动下，8 月 PMI 小幅上升，但是没有需求支撑的生产扩张是一个值得警惕的情况。目前来看，本月生产数据向好主要是由成本推动，并非由需求拉动，而缺乏需求拉动的生产扩张，并不能带来经济的持续改善。长期来看，PMI 的走向依然取决于需求的变动情况，包括国际贸易环境的走向、财政及货币政策的作用效果。考虑到目前制造业 PMI 指数距离荣枯线仍有一定的安全边际，且目前生产经营活动预期指数处于高景气区间，短期内 PMI 仍会大概率维持扩张态势。

3. 工业增加值分析与预测。8 月工业增加值同比增速小幅回升，部分源自去年同期的低基数，但仍处于低位。分三大门类看，采矿业，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速的较大幅回升，是拉动工业增加值同比微增的主要动力，制造业增加值增速小幅回落。8 月规模以上工业增加值同比增长 6.1%，较上月和去年同期均微涨 0.1 个百分点，但仍为年内次低值，且已连续三个月在 6%左右的低位徘徊，生产的疲软得到进一步证实。若考虑到去年同期基数较低（为去年年内次低值），本月工业增加值的增长更不容乐观。分门类看，采矿业增加值同比增长 2.0%，较 7 月提高 0.7 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.9%，较上月增长 0.9 个百分点；制造业增加值增长 6.1%，

较上月微降 0.1 个百分点，且低于去年同期 0.9 个百分点，为历史次低值。中上游的采矿和电力、热力、燃气和水的生产和供应业的增长，是 8 月工业增加值增长的主要拉动力，制造业投资对生产的推动效应仍待观察。

分经济类型看，股份制企业增加值同比增速有显著回升，国有控股企业和外商及港澳台投资企业增加值增速则转为回落。8 月，国有控股企业增加值同比增长 5.6%，较上月回落 0.6 个百分点；外商及港澳台商投资企业增长 4.9%，较上月大幅回落 1.2 个百分点；集体企业下降 1.2%，降幅收窄 1.6 个百分点。国有企业继续从去年的高位增速趋势性下滑，贸易摩擦背景下外部环境的不确定性和主要国家经济复苏乏力，则对外商投资企业生产造成影响，同比增长跌至年内低位，这与笔者前期预判一致。股份制企业增长 6.4%，较上月提高 0.4 个百分点，是 8 月工业增加值同比增长的主要拉动力。

分行业看，8 月份 41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长，但主要行业中大部分同比增速下滑，除金属冶炼与加工等中上游行业，以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等少数制造业行业外，大部分中下游行业增加值同比增速均回落。8 月，受环保限产力度加大、供给减少因素影响，大宗商品价格在传统淡季价格仍止跌回升，同比和环比分别上涨 6.3%和 1.3%。受价格上涨影响，8 月有色金属冶炼和压延加工业，金属制品业，电力、热力生产和

供应业增加值同比增长 9.5%、4.4%、10%，较上月分别增长 3.9、1.9、1.2 个百分点。但从产量看，大宗商品产量涨跌不一，生铁、粗钢、十种有色金属、原油加工量、发电量等同比增速较上月均有所下滑，反映终端需求疲软传导并影响中上游行业生产。中下游制造业中，大部分行业同比增速下滑。其中，通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业、电气机械和器材制造业、橡胶和塑料制品业同比分别增长 5.9%、9.8%、1.9%，3.3%、2%，较上月分别回落 1、1.4、4.4、2.4、1.7 个百分点。其中，受需求持续低迷影响，汽车制造业同比继续大幅下滑。但值得注意的是，高新技术产业增加值增长仍较为显著。8 月计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 17.1%，较上月大幅增长 3.6 个百分点；1-8 月专用设备制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业同比增速均达到两位数，远高于其他传统行业。高新技术产业投资和相关产业工业增加值的增长，有望成为未来工业增加值的主要拉动力。分产品看，8 月 596 种产品中有 336 种产品同比增长，比 7 月减少 9 种。

分地区看，除东北地区外，东部、中部、西部地区工业增加值同比增速均有所回升。8 月，东部地区工业增加值同比增长 5.5%，较上月回升 0.8 个百分点，增速连续两个月回升；中部地区增加值同比增长 7.6%，较上月回升 0.7 个百分点；西部地区同比增长 7.2%，较上月提高 0.8 个百分点；东北地区同比增长 4.3%，较上月大幅下降 3 个百分点。

8月规模以上工业增加值同比增速较上月微涨0.1个百分点，但仍在6%左右的低位徘徊，为年内次低值。且考虑到去年同期低基数影响，8月工业生产的实际状况更不容乐观。工业增加值持续低迷，生产端的疲软得到充分印证。

展望未来，受大宗商品价格重新上涨影响，采矿、金属冶炼等等中上游行业增加值同比增速回升，但从产量看涨跌互现，终端需求的疲软已逐渐传导至上游生产。中下游制造业增加值同比小幅回落，且其中大部分行业增加值和产量同比增速均下滑，高新技术行业投资和生产的增长将成为未来拉动工业增加值增长的主要动力。

8月工业增加值持续低迷，且主要产品产量大部分同比下滑，生产端的疲软已成趋势。下半年基建投资及对高新技术产业投资的扶持和增长，将是未来工业增加值的主要增长动力。但考虑到贸易摩擦、新兴市场国家经济复苏乏力等外部环境，且投资拉动工业生产的增长尚需时日，预计工业增加值将在较长一段时间内在当前低位徘徊。

4. 月度固定资产投资分析与预测。第一产业投资增速企稳，制造业投资继续反弹，基建投资持续下行的趋势不变。固定资产投资增速继续下滑，1-8月份增速比1-7月份下降0.2%。第一产业、第二产业投资增速小幅增加，第三产业增速仍处于下降通道且降幅有所扩大。具体来看，第一产业投资同比增长14.2%，增速比1-7月份上升0.5个百分点；第二产业投资同比增长4.4%，

增速较上月提高 0.1 个百分点；第三产业投资同比增长 4.2%，增速较上月下降 1.5 个百分点。在第二产业中，增幅较大的细分行业与上月相同，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长录得 16.6%，增幅较 1-7 月收窄 0.4 个百分点，但仍是第二产业中同比增速最快的行业。金属制品行业、专用设备制造业、通用设备制造业和电气机械和器材制造业较去年同期增长幅度较大，分别达到了 14.0%，12.1%，7.7%和 7.9%。此外，与 1-7 月相同。电力、热力、燃气及水生产和供应业投资仍为第二产业中同比负增长最显著的行业，但降幅相较于 1-7 月收窄了 0.2 个百分点。此外，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增长 -4.7%，较 1-7 月收窄 1.5 个百分点。值得注意的是，制造业的结构升级趋势依然延续，在 1-8 月份，高技术制造业投资增长 12.9%，增速比 1-7 月份提高 0.7 个百分点，高技术制造产业同比增速高于全部制造业 5.3 个百分点。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.2%，增速比 1-7 月回落 1.5 个百分点。其中，水利管理业投资下降 3.6%，降幅扩大 2.9 个百分点；公共设施管理业投资增长 3.0%，增速回落 1.3 个百分点；道路运输业投资增长 9.3%，增速回落 1.2 个百分点；铁路运输业投资下降 10.6%，降幅扩大 1.9 个百分点。

分地区看，东部地区投资同比增长 5.7%，增速比 1-7 月份回落 0.1 个百分点；中部地区投资增长 9.2%，增速回落 0.1 个百分

点；西部地区投资增长 2.2%，增速回落 0.1 个百分点；东北地区投资增长 1.7%，增速回落 1.6 个百分点。

内资投资增长乏力，外商投资增速继续提高。内资企业投资同比增长 5.8%，增速比 1-7 月份回落 0.2 个百分点；港澳台商投资下降 6.8%，降幅扩大 0.4 个百分点；外商投资增长 3.6%，增速比 1-7 月份提高 0.5 个百分点。

房地产开发投资小幅回落、销售额小幅增加。1-8 月，全国房地产开发投资同比增长 10.1%，较 1-7 月下降 0.1 个百分点，但高于去年同期 2.2 个百分点。其中，房屋新开工面积增长 15.9%，增速提高 1.5 个百分点；房屋竣工面积下降 11.6%，降幅扩大 1.1 个百分点，其中，住宅竣工面积 32460 万平方米，下降 13.2%。企业土地购置面积同比增长 15.6%，较上期增速提高 4.3 个百分点。土地成交价款增长 23.7%，增速提高 1.8 个百分点。商品房销售面积增速回落 0.2 个百分点，但同期销售额增速略增 0.1 个百分点，反映了商品房单位价格的上涨。房地产开发企业到位资金同比增长 6.9 个百分点，增速比 1-7 月份提高 0.5 个百分点。到位资金增长主要来自于自筹资金以及定金及预收款增长，受政府对房地产企业海外资本市场融资限制的影响，利用外资资金下降显著，1-8 月份较去年同期下降 68.8%。国房景气指数为 101.98，比 7 月份提高 0.1 个百分点。

1-8 月固定资产投资累计同比较上月回落 0.2 个百分点，比去年同期回落 2.5 个百分点。其中第二产业投资持续增长，主要

得益于新经济产业的持续发力，高新技术和装备制造业的增长贡献明显。出于国内产业升级的主动需要，和外部贸易环境恶化的客观影响，制造业持续升级是国民经济发展的必然选择，也将成为持续支撑固定资产投资的主要动力。此外，笔者曾经分析，在过去基础设施建设趋于饱和是基建投资持续回落的主要原因，但是，在未来几个月，一部分有助于“调结构、补短板”的新基础设施建设项目将陆续开工，未来几个月基础设施投资逐步放缓的趋势也将得到初步扭转。在积极的财政政策下，新型基建的投入将会成为带动固定资产投资的新增长点。

在房地产方面，2018年房价上涨的主要原动力来自有棚改货币化推动的三四线城市房地产投资需求的扩张。自今年5月起，PSL贷款审批逐步收紧，2018年8月新增PSL贷款仅91亿元人民币，明显低于2017和2016年同期数据。PSL贷款发放速度的放缓，将同时抑制三四线城市住房的新增供给和新增需求，进而对三四线房价产生降温作用。此外，房地产调控风向亦有所收紧，在7月的政治局会议中，明确提出了“坚决遏制房价上涨”，措辞较之前的“遏制房价过快上涨”更为严厉，房地产调控政策大概率将进一步收紧。反映在数据上，统计局发布的70个大中城市住宅销售价格月度报告显示，一线城市和三线城市新建商品房价格环比分别上涨0.3%和2.0%，但同比涨幅均出现回落。目前，房地产投资正处于从高速增长过渡至增长趋稳的转变阶段，在部分二三线城市，已出现比较明显的分化态势，随着三四线棚改放缓

和房地产调控政策趋严，房地产投资逐渐降温是必然趋势。

5. 社会消费总额分析与预测。8月消费同比增速小幅回升，但远低于去年同期，且季调后的环比继续下降。8月社会消费品零售总额同比增长9.0%，增速比7月小幅回升0.2个百分点，但仍低于去年同期1.1个百分点，且已连续三个月在9%左右的低位徘徊。其中，城镇消费品零售额同比增长8.8%，较7月回升0.2个百分点；乡村消费品零售额同比增长10.2%，较上月回升0.1个百分点。本月消费同比增速低位回升，但增长依旧乏力。结合近几个月居民信贷数据可以发现，新增居民短期贷款同比无论增加或减少，消费增长始终处于趋势性低位，表明在居民部门加杠杆的背景下，信贷对消费的刺激作用已十分微弱；同时，在各项经济数据低迷、经济复苏和收入增长乏力的环境下，居民的有效需求和购买力也持续疲软。

从消费类型看，尽管大部分商品零售额同比增速小幅回升，但家具类、通讯器材类、汽车类等耐用消费品零售额同比增速显著下滑。其中，服装鞋帽、针纺织品类，家具类，通讯器材类，汽车类等耐用品消费同比分别增长7%、9.5%、6.4%、-3.2%，较上月分别大幅下降1.7、1.6、3.2、1.2个百分点。其中汽车消费同比下滑幅度持续扩大，也传导并影响汽车行业生产同比增速的下滑。相较之下，与前几月不同的是，8月粮油、食品类，饮料类、烟酒类、日用品类等生活必需品零售额同比增速小幅回升，分别增长10.1%、8.1%、7%、15.8%，较上月分别提高0.6、1.3、

0.7、4.5 个百分点。耐用品消费的下滑和生活必需品消费的小幅上涨这一结构性的变化，在一定程度上说明了内需的低迷和有效需求的乏力。

1-8 月，全国网上零售额 5.52 万亿元，同比增长 28.2%，增速较 1-7 月回落 1.1 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 28.6%，较 1-7 月小幅回落 0.5 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 17.3%。在消费增速整体趋势性下滑的同时，实物商品网上零售额的占比仍保持着上升的趋势，这表明需求疲软下网上消费越来越多地成为居民选择的消费渠道。

8 月份，社会消费品零售总额同比增速小幅回升，但增速低于 1-8 月平均水平，仍在低位徘徊。特别是，结合信贷数据可发现信贷对居民消费的刺激作用已十分微弱，经济低迷下收入增长缓慢和有效需求的不足，是消费持续低迷的根本原因。8 月消费结构性变化显示，汽车等耐用品消费持续下滑，而生活必需品消费略有上升，受购买力影响居民的消费结构升级将面临挑战。

8 月消费的低位回升难成趋势，在人民币信贷对消费刺激趋弱的情况下，即使未来货币政策有稳健偏宽松迹象，但对消费拉动作用或将有限，因为当前经济增速放缓背景下，收入的缓慢增长和有效需求的不足，仍是制约居民消费增长的主要原因。若考虑到全球货币政策紧缩的大趋势，我国的货币政策、财政政策腾挪空间将较为有限；在经济出现实质性向好之前，未来消费将持续在当前低位徘徊，甚至存在进一步下滑的可能。

6. 进出口数据分析与预测。8月中国进出口同比增速明显放缓，尽管以人民币计价的进出口总额和出口总值增速小幅增长，且高于市场预期，但以美元计价的进出口和出口、进口同比增速均下滑，贸易摩擦和外需不振的压力初步显现。以人民币计，8月进出口总额同比增长12.7%，较上月略增0.2个百分点。其中，出口总额同比增长7.9%，高于上月1.9个百分点；进口总额同比增长18.8%，较上月降低2.1个百分点。出口的小幅回升和进口的减少使得8月顺差略增至1797.5亿元，比去年同期减少1026.5亿元。以美元计，8月进出口总额同比增长14.3%，较上月下降4.5个百分点；其中出口总额同比增长9.8%，较上月增速下滑2.4个百分点，进口总额同比增长20.0%，低于上月7.3个百分点。由于近期人民币的快速贬值有了企稳的趋势，人民币兑美元汇率基本稳定在6.8-6.9左右，以人民币计价的进出口金额存在一定程度的“虚高”；若考察以美元计价数据，进出口和出口同比增速已经明显下滑，且出口总额的环比增长为-0.5%，季调后的进出口、出口和进口总额环比均为负值，分别为-2.8%、-2.6%和-3.0%。在外部贸易摩擦和内需不足的双重影响下，进出口的增长已现颓势。值得注意的是，在进出口数据中，人民币计价的出口总值相对增长较快且高于预期，部分原因在于8月23日美国对160亿美元中国产品加征关税带来的企业抢单出口效应；8月美国经济数据持续向好也提供了较好的外需环境。

从贸易方式与结构来看，一般贸易增速和占比与上月基本持

平，来料加工装配贸易和进料加工贸易增速有着明显上升。出口方面，机电、高新技术产品等制造业出口增长较快，企业抢单出口是重要的影响因素；劳动密集型产品出口则整体继续下滑。进口方面，8月汽车和汽车底盘进口大增，农产品进口继续增速放缓，贸易摩擦的影响继续发酵；以能源为代表的大宗商品进口量价齐升，促成了进口金额同比大幅增加。以美元计，8月一般贸易进出口总额同比增长17.7%，较上月下降4.2个百分点。从进出口结构上来看，8月机电产品、高新技术产品等制造业出口金额均呈现上涨态势，但综合前8个月，中国机电产品出口同比增长13.91%，占出口总值的42.92%，服装、纺织品、家具、箱包、玩具等产品出口金额同比均有不同程度的下降，占比进一步下降，贸易结构继续优化。

进口方面，8月以人民币和美元计价的进口同比增速均环比走弱，与PMI进口指数保持一致。国内工业生产和固定资产投资持续走弱，对进口的需求下降，是进口同比增速下滑的主要原因。分细项看，大豆、谷物等农产品进口数量和金额增速同比小幅回升，但仍然处于低位，汽车和汽车底盘、机床、塑料等产品进口数量有所下降，尤其是汽车行业持续、较大幅下降趋势明显。因此整体来看，由于贸易摩擦带来的影响已逐步被消化，但从汽车、农产品进口等分项数据来看，贸易摩擦在特定行业的效应还在显现。

从出口目的地来看，8月对美出口增速有较为明显的增长，

对欧盟、日本等主要贸易伙伴出口增速放缓，对巴西、南非、印度、韩国等新兴市场国家出口增速继续下滑。对美出口增长主要受加征关税预期下企业抢单因素和美国经济向好（制造业 PMI 持续攀升，再创三年来新高）两方面因素影响，随着贸易摩擦的深入，这一现状的持续性存在较大不确定性。与新兴市场经济体贸易主要受经济因素影响，新兴市场经济体经济复苏疲软，以及土耳其货币和债务危机爆发，基本面叠加危机效应使得新兴市场国家进出口整体疲软，对中国出口的贡献呈现下滑趋势。

8月以人民币和美元计价的进出口数据表现均弱于前几个月，只有以人民币计价的出口有较显著的增长，但这主要是与对美出口的抢单因素密不可分。从外需和贸易环境，以及国内生产与需求均疲软的现状来看，未来进出口的走势并不乐观。

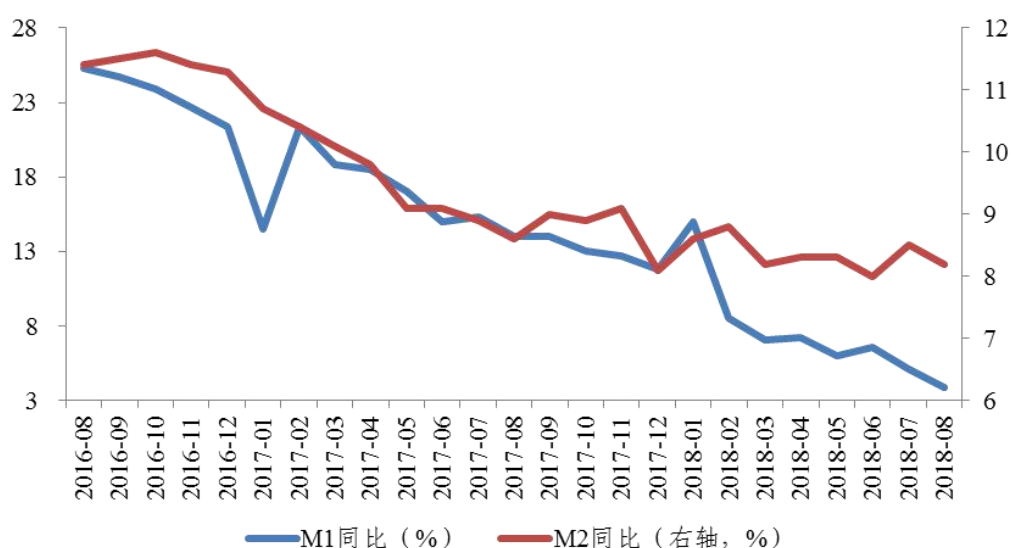
其中，以美国为代表的发达国家经济稳健复苏是维持外需稳定的主要动力。但不容忽视的是，美日欧等国制造业 PMI 虽仍维持在高位，但除了美国以外，其他主要发达国家贸易伙伴的制造业 PMI 略显颓势，再加上贸易摩擦加剧，考虑到不少新兴市场国家国内经济表现不佳，未来外需能否继续维持仍待观察。若8月尚存的企业抢单因素消退，贸易摩擦走向的不确定性将使出口增速的增长不可持续。内需疲软对进口的影响已持续显现，但下半年基建投资的增长或将对进口起到一定的拉动作用。但正如之前的分析指出，今年进出口的主要决定因素是外需，外部贸易环境恶化和主要贸易伙伴国的需求不足等不利因素整体将使得

未来的进出口数据不容乐观。

二、中国金融数据点评

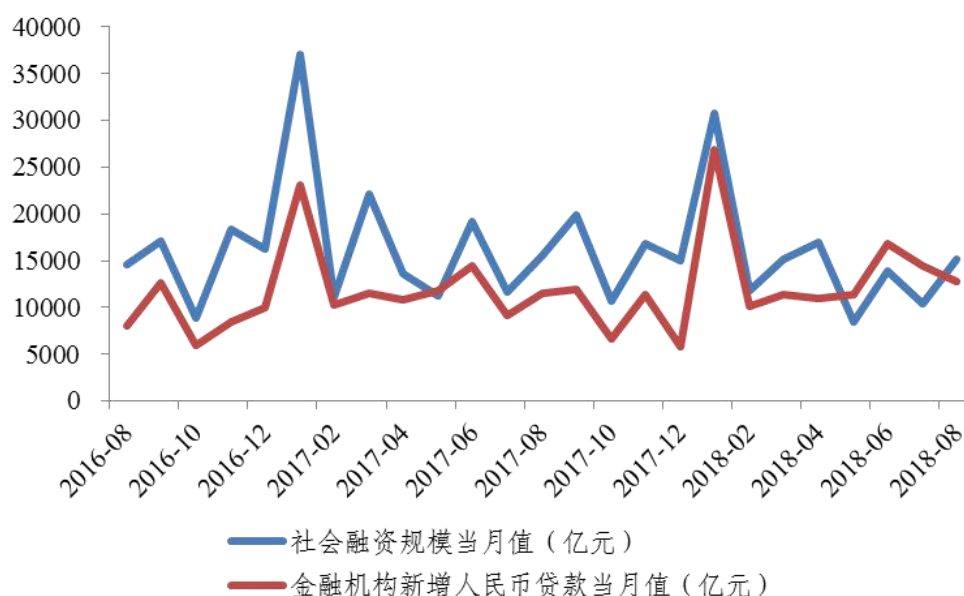
(一) 中国金融数据评析

2018年8月新增社会融资规模15200万亿元，较去年同期减少376亿元，预期13000亿元，前值10415.3亿元；金融机构新增人民币贷款12800亿元，同比多增1900亿元，预期14000亿元，前值14500亿元。8月M2货币供应同比增长8.2%，预期8.6%，前值8.5%；M1货币供应量同比增长3.9%，较前值回落1.2个百分点。



M2 增速回落且不及预期。8月，M2余额同比增长8.2%，低于上月0.3个百分点，且比去年同期少0.4个百分点。M1余额同比增长3.9%，较上月增速降低1.2个百分点，低于去年同期10.9个百分点。M2增速再度回落，反映了目前存款派生能力依然不足。而8月份地方债发行速度加快使得不计入M2统计口径的财政存款增加较多，也对M2增速产生了制约作用。

从存款情况来看，8月人民币存款余额175.2万亿元，同比增长8.3%，增速分别比上月下降0.2个百分点，且低于去年同期0.7个百分点。



8月社融规模超预期，表外融资降幅收窄。8月份社会融资规模增量为15200亿元，较上期增加4799亿元。其中表内信贷新增1.28万亿，较上月增长668亿元，且同比增加14.57%。表外方面，8月环比减少2674亿元，但较上月少减了2212.17亿元，降幅有所收窄。其中，委托贷款环比减少1207亿元，较上月多减256.52亿元；信托贷款减少688亿元，未贴现银行承兑汇票融资减少779亿元，分别较上月少减503.91亿元和1964.78亿元。信托贷款和委托贷款的企稳，主要得益于7月20日发布的资管新规补充通知，在维持基本原则不变的前提下，边际放松了对于非标资产的约束。此外，票据融资的持续增加是支撑近期社融的主要力量，这也反映了目前商业银行风险偏好较低，银行更倾向使用风险相对较低的票据方式融出资金。在直接融资方面，企业

债券融资增加 3376 亿元，较上月多增 1138.61 亿元。非金融企业境内股票融资 141 亿元，环比减少 34.34 亿元。由于 A 股市场持续低迷且成交量萎缩，新股发行亦受到较大影响，本月发行量已降至 2013 年 11 月以来新低。但是，企业债券融资规模则远超市场预期，8 月净增 1138.61 亿元。企业债券融资规模的激增，主要得益于 7 月份以来宽松的货币环境以及央行对大中型银行配置信用债的窗口指导。信用债市场流动性干涸的局面虽得到一定缓解，但从具体结构来看，新增债券发行偏重于相对高评级的企业债券，中小企业融资困难的情况依然存在，市场风险偏好的修复仍需观察。

8 月新增人民币贷款有所下降。8 月新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比多增 1900 亿元，环比少增 1700 亿元，低于预期 1200 亿元。具体来看，企业部门新增贷款 6127 亿元，环比少增 374 亿元，同比增加 1297 亿元。其中，企业短期贷款减少 1748 亿元，较上月多减 713 亿元，比去年同期少增 2443 亿元；新增企业中长期贷款 3425 亿元，较上月少增 1450 亿元，且比去年同期少增 214 亿元。

（二）中国货币及金融政策走势预判

在新增人民币贷款增速不及预期的情况下，8 月份社融超预期，主要受益于表外融资降幅明显减少以及企业债券发行规模的大幅增加。资管新规补充通知在一定程度上放松了对表外融资的限制，预计在短期，表外融资规模缩减的节奏将继续有所放缓。

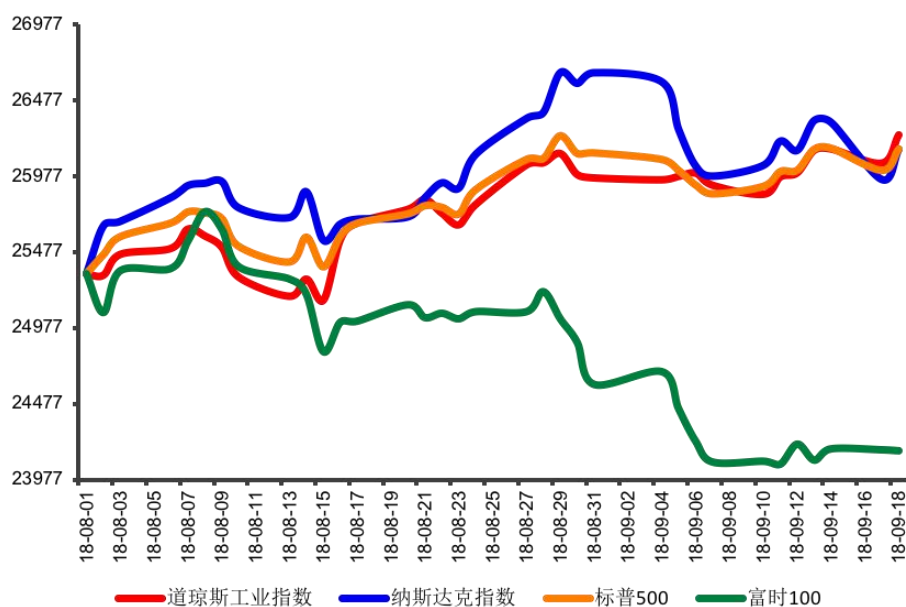
但是，资管新规限制表外融资的大前提并没有发生根本性的改变，因此非标类融资总体仍将呈现负增长态势。企业债券融资规模的大幅度扩张，反映出货币宽松对融资市场的积极作用已经逐步显现。然而，企业债融资规模激增的同时，在间接融资渠道中，新增人民币贷款数据相对疲弱，说明目前仍有大量资金淤积在银行体系之内。由于目前实体经济不容乐观，银行的风险偏好相对较低，融出资金，尤其是向民营企业融出资金的意愿较弱，从宽货币到宽信用的传导效果仍待观察。相对乐观的是，8月银行间资金面相较7月小幅趋紧，在供给没有较大改变的情况下，银行间资金的趋紧大概率反映了资金在银行间的淤积程度有所减弱，资金已经在通过投资地方债和企业债，以及发放银行信贷的形式，逐渐流出银行体系。从货币供应量来看，M2增速继续下滑，M2-M1剪刀差继续扩大，结合8月社会投资数据来看，企业整体投资需求并不旺盛。因此，即便银行体系从宽货币到宽信用的传导机制打通，由于缺乏相应的需求，货币政策是否能够最终传导到终端下游并实现刺激经济增长的目的，仍有很大的不确定性。

三、全球金融市场走势预判

（一）全球股票市场评析

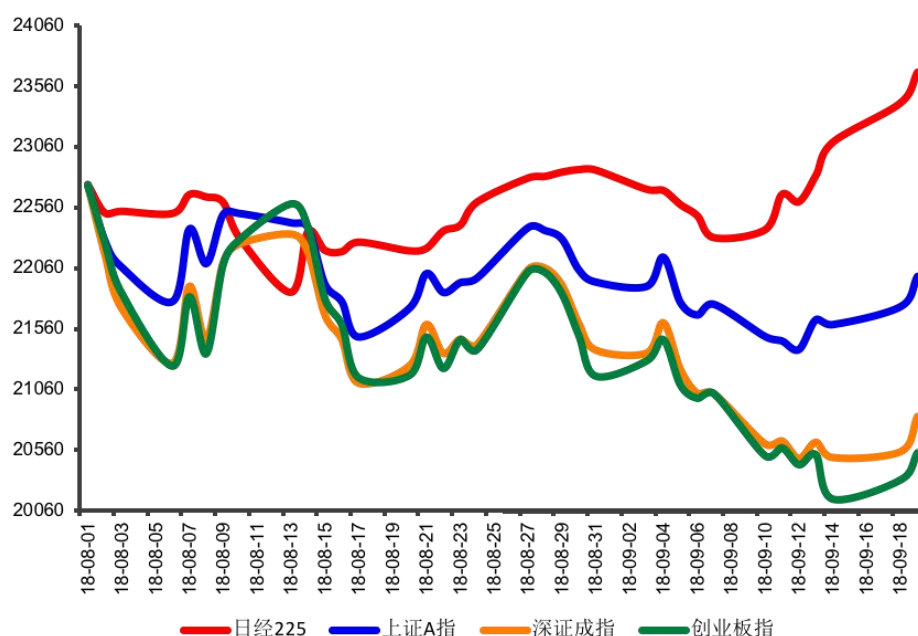
1. 欧美股市评述。8月至9月中旬，欧美股市走势出现分化。美国三大股指整体震荡上扬，纳斯达克指数更在8月底短期内迅速攀升；相比之下，英国富时100指数则连续下行。其中，8月中上旬，美国三大股指保持震荡平稳运行，并自8月中旬开始加

快上涨，纳斯达克指数和标普 500 指数均在 8 月下旬连续创历史新高。其中，纳斯达克指数在 8 月 27 日首次突破 8000 点，并在 29 日上探至 8109.69 点的高位，连续四日创收盘记录新高；标普 500 指数在 8 月 29 日创下 2914.04 点的历史高位。进入 9 月，三大股指出现短期回调，随后继续震荡上扬。与美国股市的高涨相反，英国富时 100 指数自 8 月中旬开始持续震荡下行，8 月底下跌速度加快，出现连续断崖式下滑，随后在 9 月初 7300 点左右的低位趋稳。截至 9 月 18 日，道琼斯工业指数报收于 26246.96 点，环比上涨 2.25%；标普 500 指数报收于 2904.31 点，环比上涨 1.9%；纳斯达克指数报收于 7965.11 点，环比上涨 1.79%；富时 100 指数报收于 7300.23 点，环比大幅下跌 3.42%。



2. 亚洲股市评述。8 月至 9 月中旬，亚洲股市首先整体震荡运行，随后于 9 月初开始出现分化。日经 225 指数在 8 月上旬出现短暂下行后回调，保持震荡上涨，并于 9 月初开始快速上行。

中国三大股指则整体表现不佳，深证成指和创业板指保持几乎一致的走势，在8月初快速下跌后反弹，并于8月中旬再次转为下行，至8月下旬小幅回调后继续转为震荡下跌态势，并在9月初加快下跌速度。上证A指保持大致相同的运行趋势，但下跌幅度相对较小。截至9月19日，日经225指数报收于23672.52点，环比大幅上涨6.64%；上证A指报收于2859.84点，环比上涨1.2%；深证成指报收于8248.12点，环比下跌1.98%；创业板指报收于1392.4点，环比大幅下跌3.02%。



3. 全球未来股市走势分析。8月，除美国三大股指外，全球股市主要指数均表现低迷，整体呈现震荡下行态势，直到9月中旬上旬，下行趋势有不同程度的缓解及回调。经济数据稳健向好和企业业绩持续增长，是支撑美国三大股指上涨的主要动力。8月中旬公布的美国7月制造业产出和非农生产率均达到三年来最高值，零售销售环比增长0.5%，大幅高于预期的0.1%，经济复

苏推动国内需求强劲增长，8月底美国商务部将二季度GDP上修为4.2%。稳健的经济增长态势下为美股三大指数在8月整体上行提供了基础。此外，7-8月美股财报季中大部分企业业绩均优于预期，拉动美股强势上涨；8月财报季进入尾声，但9月在苹果发布会等事件酝酿及企业业绩稳健背景下，苹果、亚马逊等科技企业股价仍在低迷的全球市场中持续上涨，美国小企业乐观情绪指数更在9月初达到历史高位，推动纳斯达克指数在8月底至9月初快速攀升，并首次突破8000点的高位。整体来看，美国股市已逐步由经济基本面主导，以科技板块为主的企业业绩表现亮眼，则是短期内推高股市的重要推动力。

但就全球市场来看，风险事件频发和贸易摩擦不确定性加剧，避险情绪日益加重，仍持续影响全球股市，带来欧洲和亚太股市的低迷。8月初美国对土耳其发起制裁，包括美股在内的全球股市在8月10日左右出现不同程度的下跌，日经225指数在8月7日至13日下跌幅度高达3.5%。在土耳其里拉暴跌、美国加重对俄罗斯的制裁等风险事件扰动下，加上欧洲多数行业企业财报表现不佳，8月份经济信心指数下行，经济疲软和风险事件共同导致欧洲主要股市持续低迷，英国富时100指数自8月初至9月初近一个月内持续下跌，环比跌幅达3.42%。未来，随着风险事件影响的消退，以及欧美贸易摩擦有望走向缓和，欧洲主要股市或将结束8月持续低迷的现状，但股市能否走出低迷，将在更大程度上取决于经济数据的表现。此外，持续位于高位的美股尽管

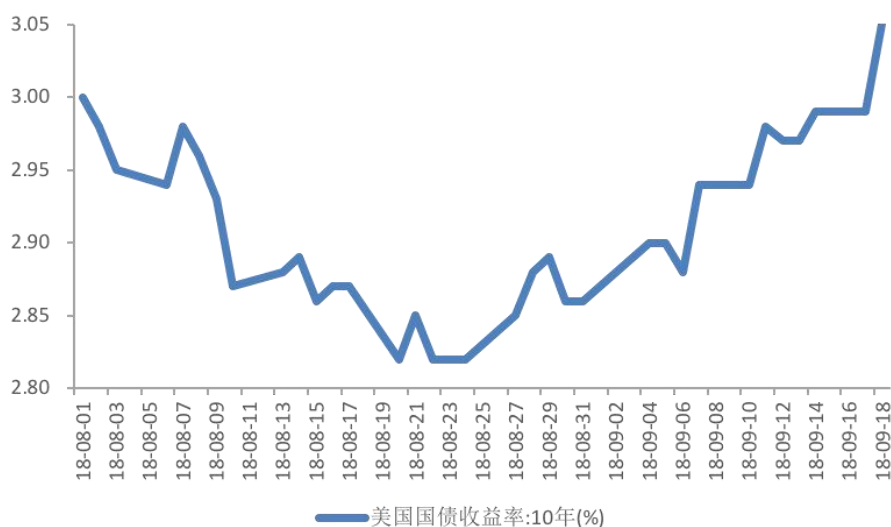
有基本面的支撑，但市场“恐高”情绪日益加剧和蔓延，多家分析师认为科技公司拉动股市上涨的动能已见顶，甚至类比 21 世纪初科技泡沫破灭的历史。考虑到美国中期选举的不确定性，以及 9 月 17 日美国继续对中国 2000 亿美元商品加征关税，美中贸易摩擦尚未见缓和，处于高位的美股仍需十分警惕政策风险的冲击。

中国股市方面，8 月中国股市仍深受经济增长乏力、内需疲软和严峻的外贸环境多重利空因素的影响，继续震荡下行。8 月上旬，以计算机为代表的科技行业板块在近期高新技术投资增长的拉动下表现较好，拉动创业板指出现较大幅度的回调，但随后 8 月中旬一系列经济数据公布，三大股指再次转为下跌。8 月 21 日，随着“国家队”入市，中国市场止跌反弹，上证 A 指和深证成指分别上涨 1.31% 和 1.60%，但 8 月经济数据的公布使得政策利好未能持续。政策风险方面，尽管 8 月底至 9 月初，中美新一轮贸易谈判将重启等消息，但 9 月 17 日美国仍继续对中国加征关税，贸易摩擦的阴霾难见缓和。当前，无论是短期的贸易风险和市场情绪因素，还是中长期的基本面因素，中国股市均难见走出低迷的动力，短期政策性资金的支持难以为继。

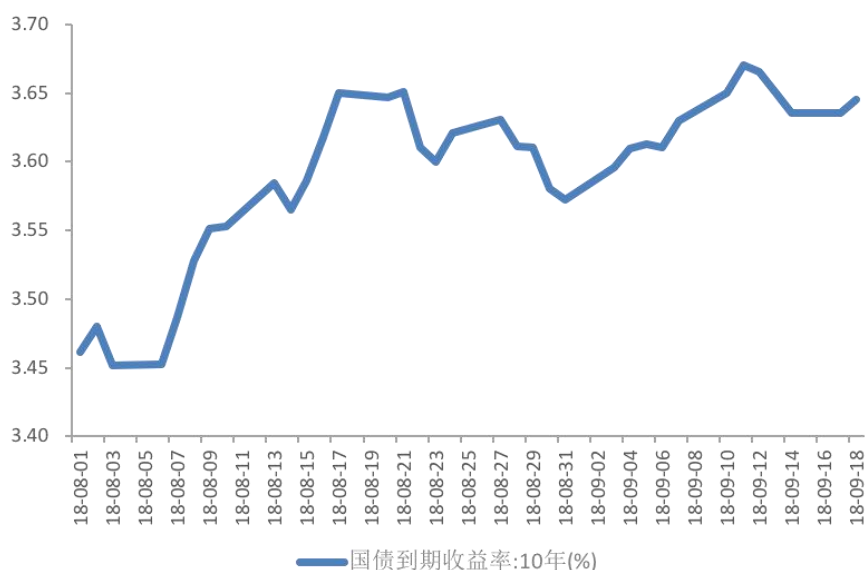
（二）全球债券市场评析

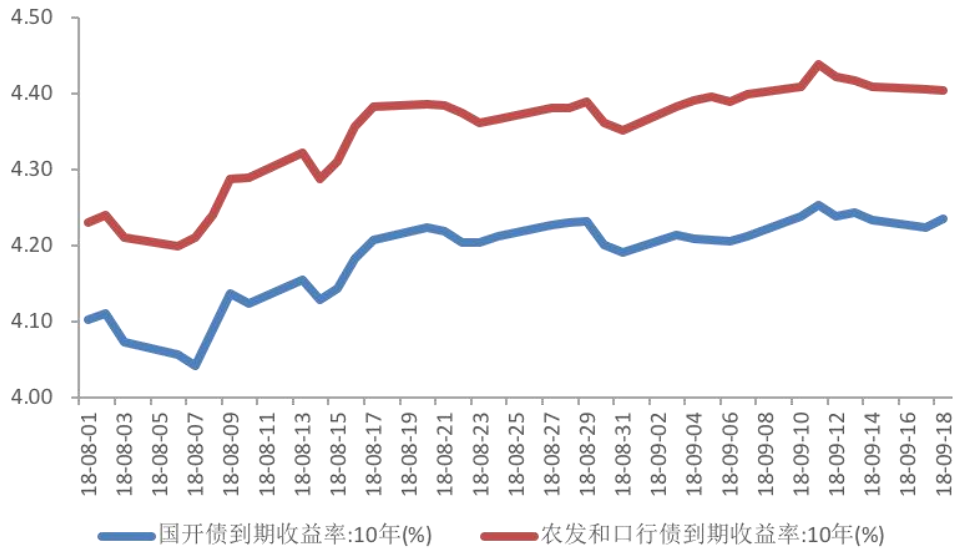
1. 美国国债市场评述。8 月初至 9 月中旬，美国 10 年期国债收益率呈现 V 字型走势。8 月中上旬，10 年期国债收益率从 3% 的高点一路下行至 2.82%，自 8 月底起，随着零售销售等数据的亮眼表现，美联储加息预期稳固，国债收益率逆势上行，一直

攀升至9月18日的3.05%，重回高位。

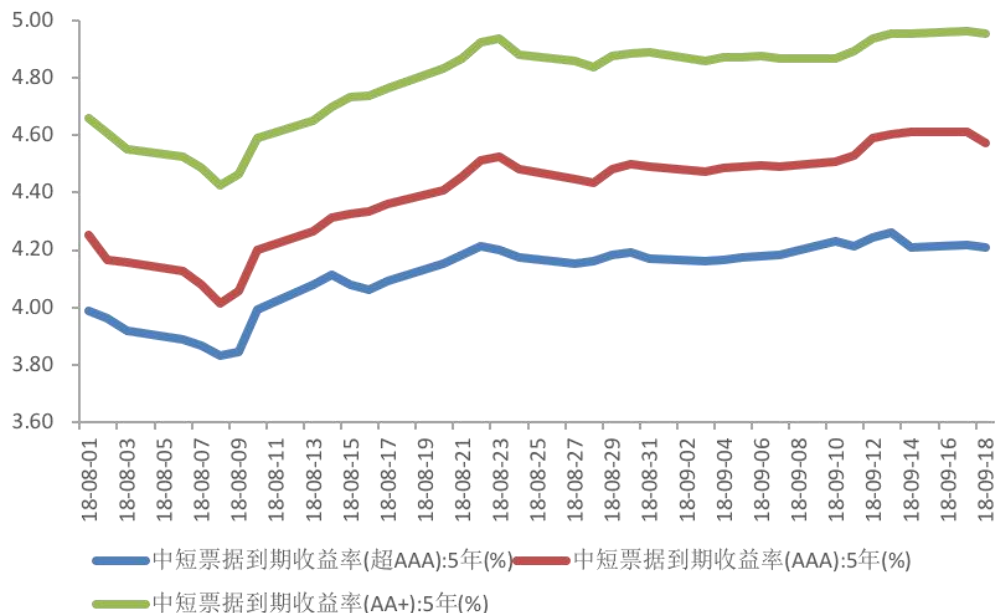


2. 中国债券市场分析。8月初至9月中旬，中国债券市场收益率整体呈现曲折上行。在利率债方面，10年期国债收益率在8月中上旬经历了快速上行，随后小幅震荡下调，自9月初继续上扬。截至9月18日，10年期国债利率攀升至3.645%。10年期国开债、农发和口行债到期收益率在8月至9月中旬呈现持续上行，至9月中旬上涨幅度趋缓。截至9月18日，10年期国开债、农发和口行债到期收益率分别升至4.234%和4.404%。





在信用债方面，8 月初中短票据收益率经历了小幅下行，随后震荡上扬，并于 8 月底至 9 月初走势趋缓，其中超 AAA、AAA 票据与 AA+ 票据的利差逐步扩大。截至 9 月 19 日，5 年期超 AAA、AAA 和 AA+ 中短票据到期收益率分别上行至 4.209%、4.571% 和 4.954%。



3. 中国债券市场预判。8 月至 9 月中旬，利率债受经济基本面、货币供应、政府债券发行等多重因素影响，国债到期收益率

出现两次上升和两次回调，整体震荡上行；信用债则自8月中旬起持续上行。8月初，政治局会议再次强调积极财政政策要加大力度，一方面表明政府债券发行规模将加大，另一方面结合“宽货币”预期对经济复苏的正面引导，供求两方面因素对国债形成一定的利空，10年期国债收益率快速攀升。8月下旬，随着7月公布的经济数据继续疲软，国债收益率转为小幅下行。自9月初开始，通胀预期和美联储加息预期增强，制约央行短期内宽松货币的步伐，政府债券发行加快，利率债再次调整，到期收益率继续上扬。未来，考虑到经济基本面依旧薄弱，由食品价格推升的通胀预期将逐步回落，货币政策有望进一步宽松，利率债在中长期仍多重利好，预计国债到期收益率将从高位回调。

从信用债来看，近期以国有企业为主体的去杠杆再次深化，前期央行加量投放MLF等“宽货币”操作在本月趋缓，加上当前通胀预期抬头，短期内货币或将保持中性偏松，给信用债，尤其是高风险信用债带来压力。8月至9月中旬，中短票据到期收益率温和上扬，利差扩大。未来一段时期内，尽管整体偏宽松的货币政策环境有望传导至宽信用，同时资管新规细则放松、监管部门对降低中小企业融资成本等问题的重视，在一定程度上将给信用债带来利好，但从金融数据来看，社会融资规模及非标融资依旧疲软，再加上规范影子银行、打破刚性兑付、禁止资金池监管措施的大环境，以及各类信用债违约事件层出，未来信用债利差扩大或将持续扩大，目前仍以配置低风险资产为佳。

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。