



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

## 滞涨初现

太和智库 2019年11月 刊



关注时代  
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路顺迈金钻大厦23层  
电话：010-84351977 网址：[www.taiheinstitute.org](http://www.taiheinstitute.org)

# 目 录

报告主要观点.....	1
<b>一、中国经济运行评析.....</b>	<b>3</b>
<b>(一) 宏观经济数据评述.....</b>	<b>3</b>
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.....	6
<b>(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....</b>	<b>8</b>
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.....	14
4. 月度固定资产投资分析与预测.....	17
5. 社会消费总额分析与预测.....	21
6. 进出口数据分析与预测.....	24
<b>二、中国金融数据点评.....</b>	<b>27</b>

(一) 中国金融数据评析.....	27
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	29
<b>三、全球金融市场走势预判.....</b>	<b>30</b>
(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.....	32
4. 原油价格预测.....	32
(二) 全球股票市场评析.....	33
1. 欧美股市评述.....	33
2. 亚洲股市评述.....	34
3. 全球未来股市走势分析.....	35
(三) 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

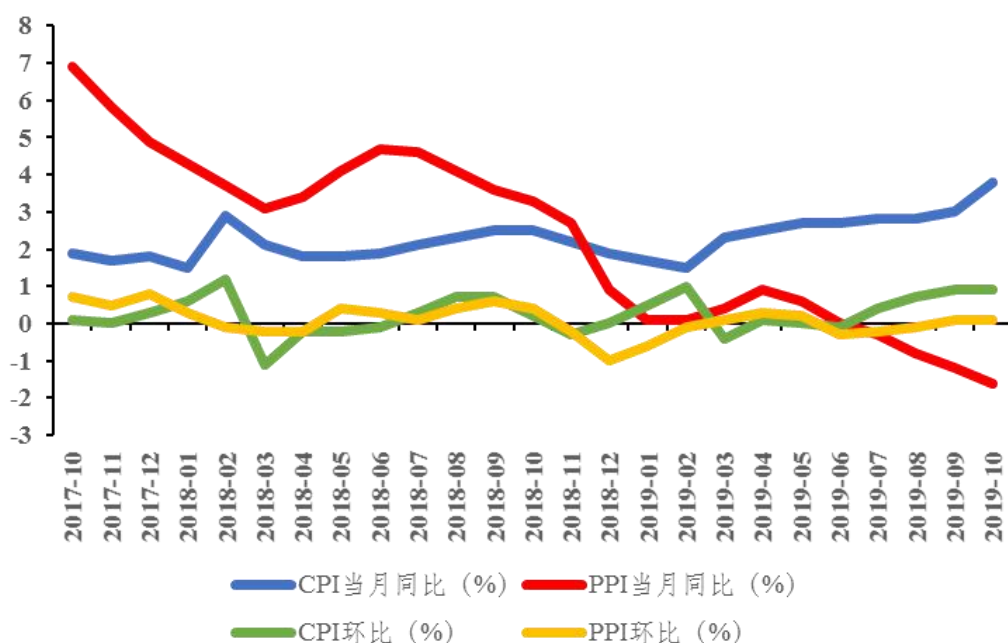
10月中国经济、金融数据情况如下：CPI同比涨幅创6年以来新高，而PPI降幅创2016年7月以来新低。剔除食品价格后通胀温和，需求低迷与通胀并存，滞涨初现。考虑到通胀结构分化愈发明显，短期内价格因素不会对货币政策产生明显掣肘。PMI连续半年低于荣枯线下方，四季度大概率维持低位震荡的走势。工业增加值数据不及预期，三大部门中居于上游的采矿业增速的大幅回落是本次数据增速回落的重要原因。在内需放缓、外需不稳的情况下，中下游行业最先受到伤害。固定资产投资增速继续回落，制造业投资增速小幅回升，基建投资增速再度回落。在逆周期政策刺激效率不断走低的背景下，内需并未有效改善，预计未来固定资产投资增速仍将随着政策性的短期刺激而在5%-6%左右震荡。10月房地产投资增速小幅回落，但仍然表现出一定的韧性。社会消费超预期下滑，处于近年来的历史低位；汽车销售降幅走扩，扣除价格因素后的消费更不容乐观。贸易数据方面，出口数据有所回暖，但进口数据无论按人民币计还是按美元计仍继续下滑。虽然幅度有所收窄，但衰退型顺差仍在延续。金融数据方面，失去地方政府专项债的支撑，受信贷拖累，10月社融下滑。考虑到地方政府专项债对社融的重要性，如果部分明年新增专项债在今年发行，则后期社融数据或可迎来一定程度上的改善。

经分析全球经济基本面和货币政策，太和财经对全球金融市场走势判断如下：黄金市场方面，由于贸易乐观情绪帮助美国主要股指升至创纪录高位，随着美国股市的持续上涨，市场中的避险情绪明显降温，金价遭遇了较大的挫折，其价格呈现先震荡后下行的走势。但同时也要看到当前市场对贸易的未来走向有些过于乐观，中长期来看黄金具有较大的投资价值。全球股市方面，当前全球经济增长放缓已经成为现实，中美双方基本面都存在着一定问题，巨额债务对经济持续增长的压力持续存在。股市是经济的晴雨表，在基本面不佳，政策方面也无较强刺激性政策的情况下，美股在近期的走势良好，这与当前美国经济基本面不完全一致，后期并不排除股市发生反转的可能。太和财经对全球股市的中长期走势持有谨慎态度。中国债市方面，贸易摩擦前景和货币政策仍将是影响金融市场的两大关键因素。在贸易战前景好转但仍存在风险、投资者对经济看法分歧增大的情况下，不宜进行左侧交易。从稍长期来看，在货币政策和财政政策的双重刺激下，国内经济可能出现类似今年一季度的阶段性复苏，这使得做多债市的风险稍高于股市，投资者操作仍须以谨慎避险为主，不建议投资者大幅增仓。稍长期来看，股市机会大于债市。

## 一、中国经济运行评析

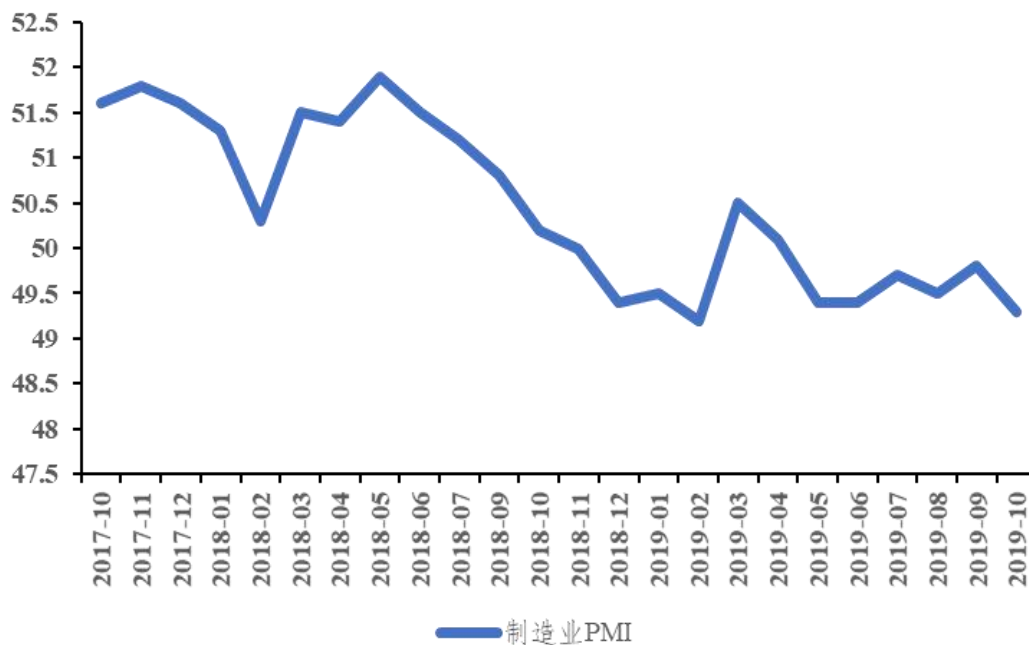
### (一) 宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。10月，CPI同比上涨3.8%，较上月扩大0.8个百分点；环比上涨0.9%，与上月持平。PPI同比下降1.6%，较上月回落0.4个百分点；环比上涨0.1%，与上月持平。

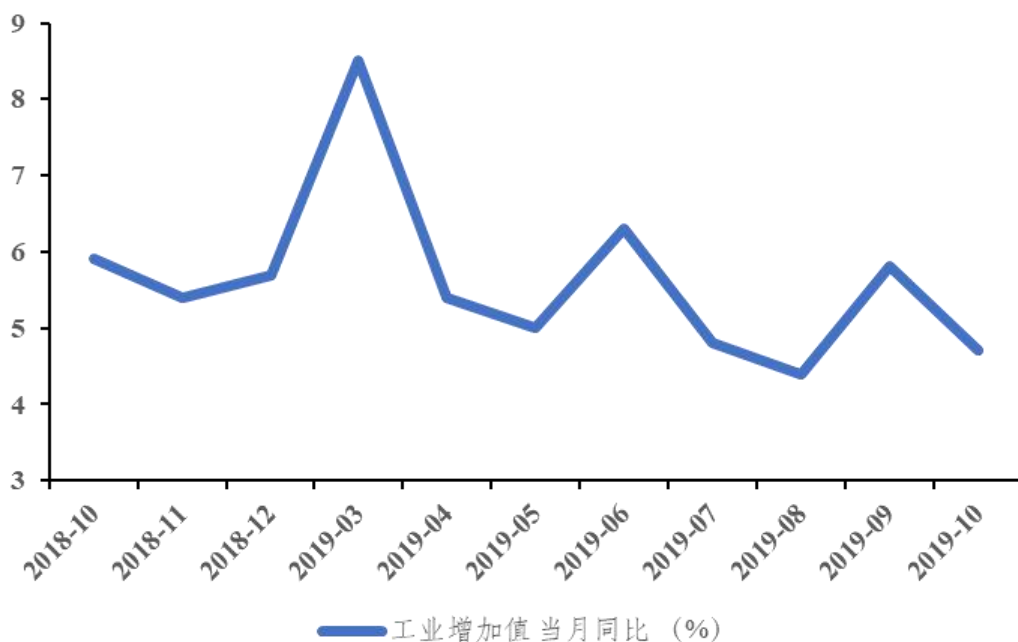


2. 月度制造业 PMI 评述。10月制造业 PMI 数据为 49.3%，较上月下降 0.5 个百分点，已连续六月处荣枯线下方。从分项数据看，生产指数为 50.8%，较上月回落 1.5 个百分点；新订单指数为 49.6%，较上月下降 0.9 个百分点；原材料库存指数为 47.4%，较上月小幅下降 0.2 个百分点；从业人员指数为 47.3%，比上月上升 0.3 个百分点；原材料购进价格指数为 50.4%，较上月回落 1.8 个百分点。分企业规模看，大型企业 PMI 为 49.9%，较上月回落 0.9 个百分点；中型企业 PMI 为 49.0%，比上月上升 0.4 个百分点；小型企业 PMI 为 47.9%，较上月回落 0.9 个百分点。非

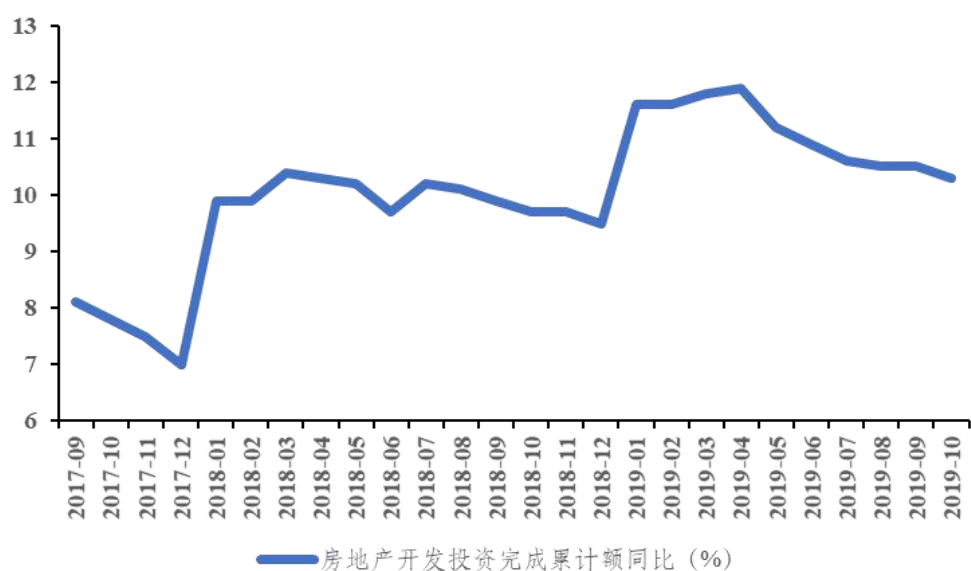
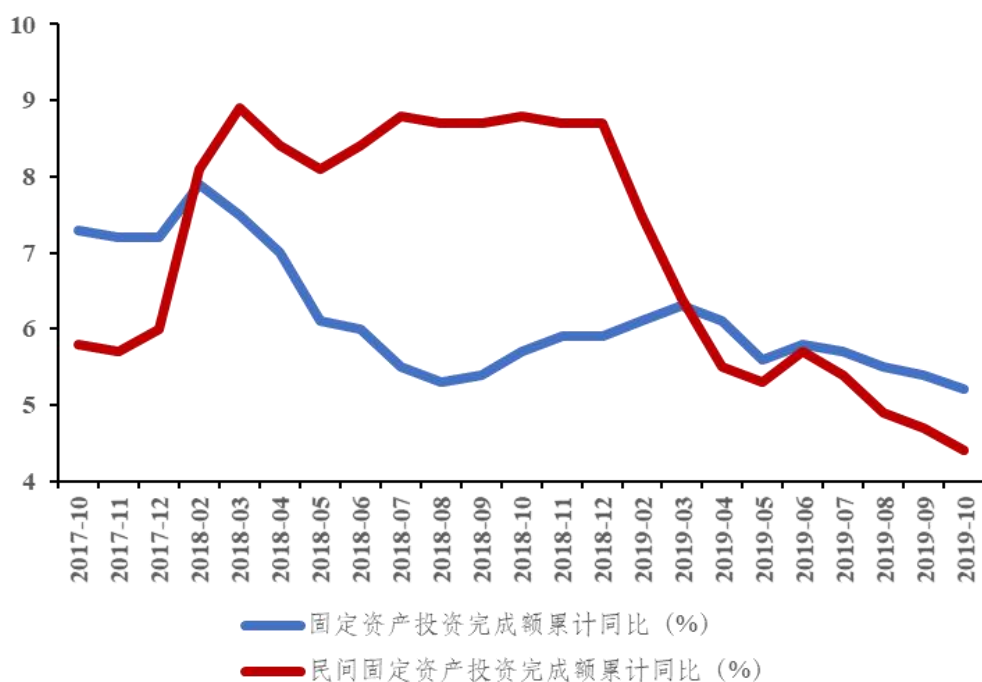
制造业商务活动指数为 52.8%，较上月下降 0.9 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 52.0%，较上月回落 1.1 个百分点。



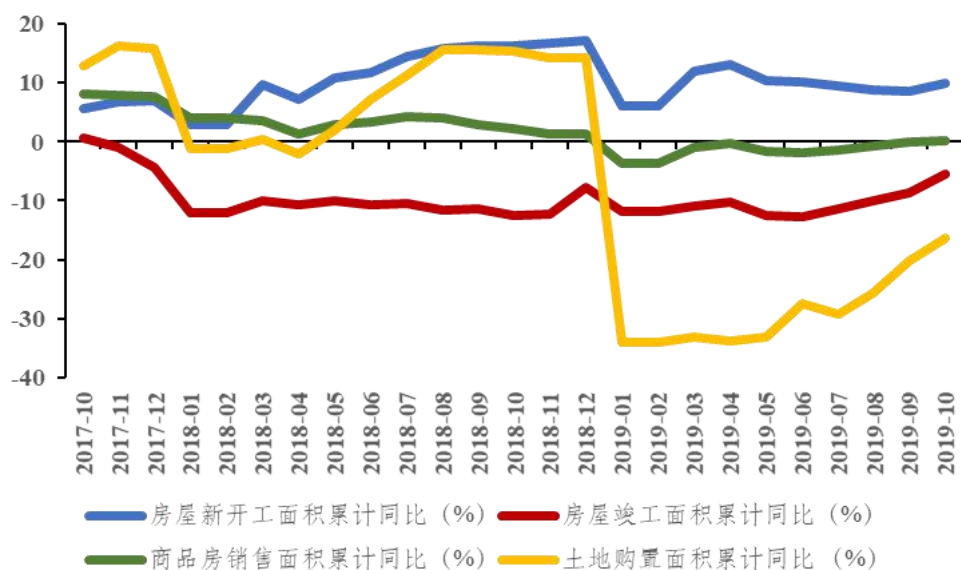
**3. 月度工业增加值评述。**10 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 4.7%，低于预期值 5.4%，前值 5.8%。从环比看，10 月份规模以上工业增加值较上月增长 0.17 个百分点。



**4. 月度固定资产投资评述。**1-10月，全国固定资产投资（不含农户）51.09万亿元，同比增长5.2%，增速比1-9月回落0.2个百分点；1-10月，民间固定资产投资29.15万亿元，同比增长4.4%，增速比1-9月回落0.3个百分点。





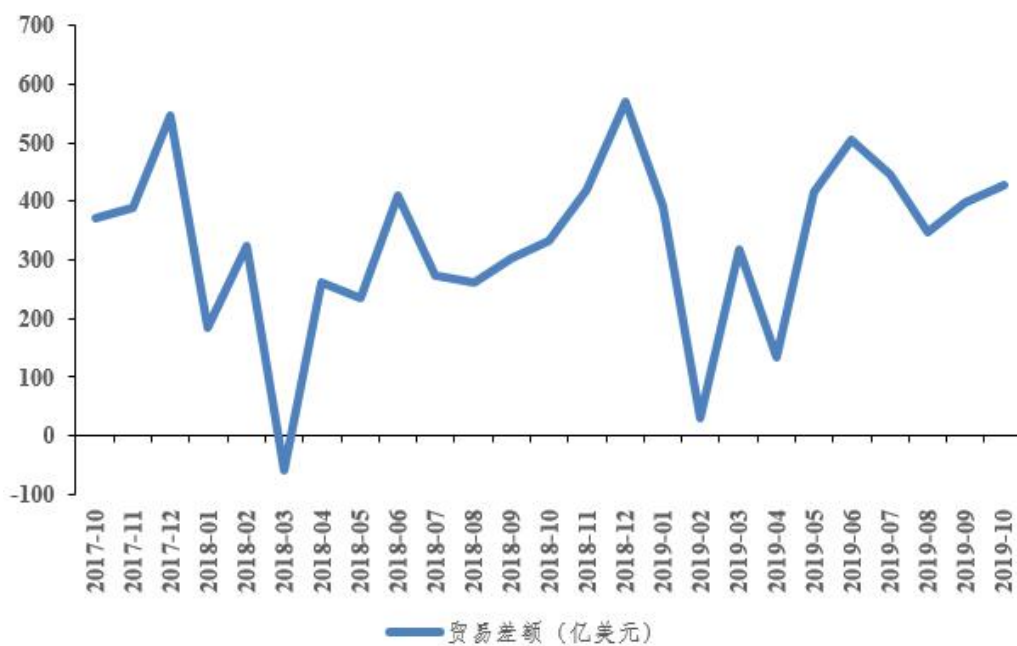
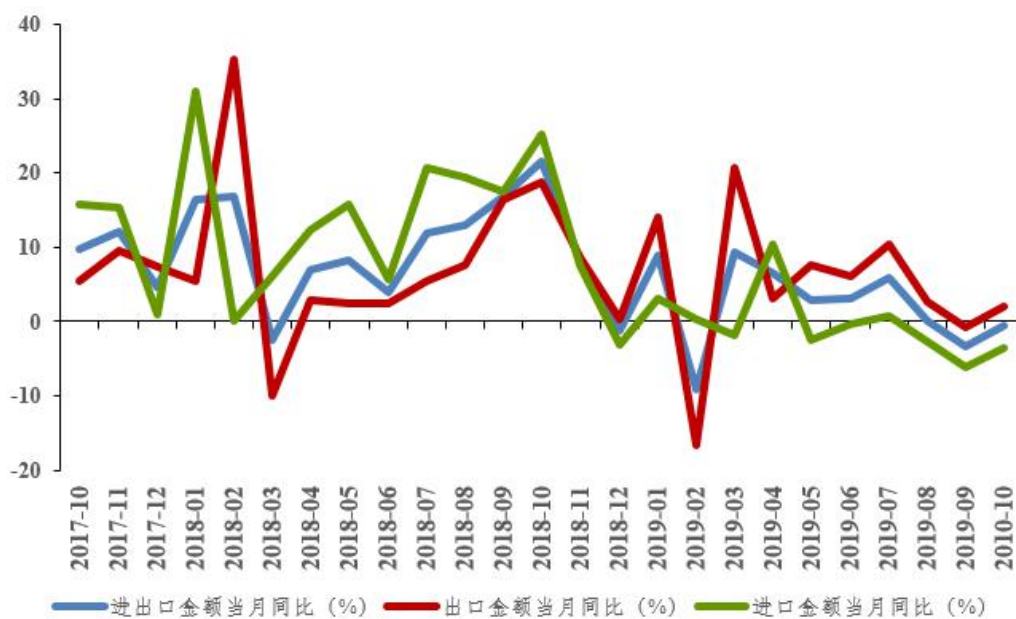


**5. 月度社会消费总额评述。**10月社会消费品零售总额3.81万亿元，同比名义增长7.2%，增速较9月下滑0.6个百分点，同时低于去年同期1.4个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长1.2%，增速较上月回落1.9个百分点。



**6. 月度进出口评述。**10月全国进出口总额为2.71万亿元，比去年同期下降0.5%，前值下降3.3%，贸易顺差3012.8亿元，

环比扩大 9.50%。其中出口 1.50 万亿元，同比增长 2.1%，前值下降 0.7%；进口 1.2 万亿元，同比下降 3.5%，前值下降 6.2%。以美元计，10 月进出口总值 3830.5 亿美元，同比下降 3.4%，贸易顺差 428.1 亿美元，环比扩大 8.0%。出口总额为 2129.3 亿美元，同比下降 0.9%，前值下降 3.2%；进口总额为 1701.2 亿美元，同比下降 6.4%，前值下降 8.5%。



## (二) 宏观经济数据走势分析与预测

**1. 价格走势分析与预测。**猪肉价格大幅走高，继续推动 CPI 高位运行。10 月 CPI 同比上涨 3.8%，印证了太和财经在上月提出的 CPI 仍有“破 3”的可能的判断。具体而言，食品价格同比上涨 15.5%，涨幅较上月提升 4.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 3.05 个百分点，影响程度较上月提升 0.56 个百分点。在食品价格中，受非洲猪瘟等因素的影响，供给减少导致猪肉价格进一步上涨，涨幅较上月大幅扩大 32.0 个百分点，达到 101.3%，影响 CPI 提升 2.43 个百分点，占 CPI 涨幅的近三分之二。在猪肉价格的带动下，10 月份禽肉类价格上涨 17.3%，影响 CPI 上涨约 0.21 个百分点；鸡蛋价格上涨 12.3%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点；水产品价格上涨 2.7%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；粮食价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。与上月不同的是，鲜菜价格下降 10.2%，鲜果价格由涨转降，下降约 0.3 个百分点，两项合计影响 CPI 下降约 0.28 个百分点

环比方面，CPI 上涨 0.9 个百分点，涨幅与上月相同。其中，食品烟酒价格上涨 2.7%，影响 CPI 上涨约 0.84 个百分点。食品中，禽肉类价格上涨 2.5%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点。受供给不足的影响，猪肉价格大幅上涨 20.1%，影响 CPI 上涨约 0.79 个百分点。此外，由于鲜果和蔬菜供应充足，鲜果价格下降 5.7%，鲜菜价格下降 1.7%，分别影响 CPI 下降约 0.10 和 0.04 个百分点。鸡蛋价格由升转降，下降 1.5%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点；

水产品价格下降 1.1%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。

在非食品方面，七大类价格除交通和通信有所下降外，其余 6 大类全部上涨。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 5.5%、2.1%和 1.9%，衣着、生活用品及服务、居住价格分别上涨 1.2%、0.6%和 0.5%。整体而言，非食品类价格变化与上月类似，非食品类价格对 CPI 上涨仅为 0.7%，再次创下 3 年来新低，与食品价格的高位上涨形成鲜明的对比，CPI 结构分化较为显著。

**PPI 同比仍然为负，且跌幅扩大，环比与上月持平，大宗商品价格走弱与同期高基数效应是导致 PPI 同比下降的主要原因。** PPI 较上月继续回落 0.4 个百分点，同比下降 1.6%，再次刷新了 2016 年 7 月以来的最低值。其中，生产资料价格同比下降 2.6%，降幅比上月扩大约 0.6 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.95 个百分点；生活资料价格同比上涨 1.4%，涨幅比上月扩大约 0.3 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.36 个百分点。可见，PPI 分化更加严重，生产资料价格连续 5 个月的负增长是 PPI 持续下行的主要原因。分行业看，增速回落明显的行业仍然集中于石油和天然气开采业以及石油、煤炭及其他燃料加工业，前者下降 17.9%，降幅较上月扩大约 4.5 个百分点；后者下滑 12.0%，降幅较上月扩大约 2.4 个百分点。另外，化学原料和化学制品制造业，下降 6.2%，扩大约 0.7 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 6.1%，扩大约 0.3 个百分点，

也在不同程度上拖累了 PPI 同比增速。

环比方面，10 月 PPI 环比微涨 0.1%，涨幅与上月持平。其中，生产资料价格较上月持平，生活资料较上月上漲 0.3 个百分点。分行业看，40 大工业行业中价格下降的有 16 个，主要集中于金属加工相关行业。其中，受国际原油价格变动的影响，煤炭开采和洗选业以及化学原料和化学制品制造业虽仍在下降，但前者降幅继续缩小，后者降幅有所扩大。另外，石油和天然气开采业价格大幅下降，降幅扩大；石油、煤炭及其他燃料加工业价格继续下降。实际上，10 月 PPI 下行除了原材料价格因素外，前期基数以及需求的持续疲软对工业品价格造成的拖累也不容小觑，预计未来 PPI 仍会下行，年末会因低基数而得到一定改善。

总体来看，10 月 CPI 再次刷新同比涨幅纪录，但主要是食品成本上升推动，与需求关联不大。PPI 同比降幅的扩大则仍然是内需疲软的背景下高基数和大宗商品价格下行造成的。

实际上，10 月 CPI 的再次走高更加突出了结构性问题。一方面，扣除食品和能源后的核心 CPI 涨幅仍然是 1.5%，居住类、服务类、工业消费品价格都是相对稳定甚至是略降的，结构性通胀已经较为明显。另一方面，结合 10 月份进出口增速的再次下行可知，国内需求的持续性疲软并没有改善，作为内需重要拉动力消费水平自然也不会有太大起色，而当前消费不足与 CPI 不断走高已经形成了非常明显的矛盾，究其原因，主要是因为 CPI 的上涨动力源自供给端，需求端波动不大。因此，这种结构

性的通胀并不会对未来货币政策的宽松性方向产生严重制约，尽管一定程度上会影响货币政策的施展空间。11月5日央行下调MLF利率5个基点正是对上述现象的阐释。预计在未来一段时期内会出现稳健宽松的货币政策与结构性通胀并存的局面。

PPI方面，由于石油、天然气等大宗商品价格走弱，PPI失去了原材料价格的支撑，在内需疲软的背景下，未来PPI同比增速能否回暖取决于刺激性政策的落地效果。实际上，面对持续下行的PPI以及生产价格和生活价格的结构分化，企业运营的实际成本在不断走高，虽然央行近期频繁推出了下调MLF利率等逆周期政策，但效果并不明显。尽管中美贸易摩擦有所缓和，但10月份出口的再次下行表明，全球经济的持续低迷仍然会给外需带来诸多不确定性，因此，内外需不振将导致PPI无法从根本上获得上涨动力。当然，考虑到去年11月份PPI基数开始走低以及近期原油等大宗商品价格回升的综合作用，未来工业品价格不排除存在小幅回升的可能。此外也要注意货币刺激下大宗商品金融属性激发其价格上涨。

**2. 制造业 PMI 分析与预测。**10月制造业PMI较上月下降0.5个百分点，仍然位于荣枯线以下。制造业景气度在上月轻微回暖后再次下行，整体景气度较上月有所恶化，经济结构性调整还需时日，中国经济还在“过冬”。从分项数据看，生产指数较上月回落1.5个百分点，制造业生产扩张步伐放缓，即使在政府不断实施逆周期政策的条件下，相关企业也并未表现出生产扩张

的积极性。

具体来看，10月新订单指数为49.6%，较上月下降0.9个百分点，降至荣枯线以下。这表明下游需求有所回落，制造业产品订货量有所减少。原材料库存指数为47.4%，较上月小幅下降0.2个百分点，仍位于临界点之下；产成品库存指数为46.7%，较上月下降0.4个百分点。原材料库存和产成品库存持续在低位波动，表明新的库存周期尚未开始，企业仍处于观望状态，这也从侧面验证了需求的疲软和企业补库存意愿的走弱。值得注意的是，尽管美国方面将对我国3000亿美元征税清单产品启动排除程序，但该程序中带有针对中国制造2025的表述，而根据相关报道，中方则要求协议细则中包含取消此前加征关税的条款，加大了双方达成最终协议的难度。未来新出口订单进一步反弹回升的空间再次被压缩，在全球经济没有出现本质性复苏的背景下，回升的程度和持续性值得怀疑。除此之外，从业人员指数为47.3%，比上月上升0.3个百分点，但同比来看，较去年同期的48.1%下降0.8个百分点，制造业就业情况仍属严峻。

从价格角度看，受国际原油价格持续震荡、中美持续贸易争端背景下的汇率波动的影响，10月原材料购进价格指数较上月回落1.8个百分点至50.4%。与此同时，原材料出厂价格指数较上月回落了1.9个百分点至48.0%，购进价格指数和出厂价格指数差值持续扩大，相关企业利润空间进一步承压。

分企业规模看，大、中、小型企业 PMI 增速差异扩大，增速分化明显，结构恶化进一步加剧。大型企业 PMI 为 49.9%，较上月回落 0.9 个百分点，低于临界点；中型企业 PMI 为 49.0%，较上月上升 0.4 个百分点；小型企业 PMI 为 47.9%，较上月回落 0.9 个百分点。贸易摩擦对以国有企业为代表的大型企业的影响扩大，企业规模保护程度走低，使得大型企业 PMI 指数连续三月处于扩张区间后再次回至收缩区间；由于缺乏规模保护，贸易争端的不确定性对小型企业的影响有所扩大，其指数持续处于收缩区间。

10 月非制造业商务活动指数为 52.8%，较上月回落 0.9 个百分点，这表明非制造业总体保持扩张态势，但增速有所放缓。其中，新订单指数较上月下降 1.1 个百分点至 49.4%，低于临界点；值得注意的是，新出口订单指数回升 0.8 个百分点至 48.1%，非制造业外需有回暖迹象，但持续性仍有待观察。

制造业 PMI 数据不及预期，制造业供需两端意愿并未出现实质性好转。虽然就业情况小幅改善，但形势依然严峻，四季度经济下行压力进一步增大，中国经济“八年抗战”进入了最艰苦的时期。

在外需方面，美联储刚刚宣布年内第三次降息，这会大概率引导全球央行的普遍降息浪潮。俄罗斯、印尼、菲律宾、土耳其均已经开启降息周期，加拿大和日本在近期的议息会议上也存在大概率降息的可能，另外，即便欧洲央行宣布维持三大关键利率



不变，但也重申将重启每月 200 亿欧元的净资产购买计划。这表明，在贸易摩擦不确定性持续升高的背景下，外需仍然表现乏力，且短期内不会改变。

在内需方面，中国经济结构调整带来的下行压力叠加结构性债务问题高企，双重挤压导致内需不振。路透社 10 月 29 日报道称，据消息人士透露，中国拟提前启动明年 1 万亿地方债额度的发行。其中，广东省财政厅年内将大概率发行批准额度的 80%。云南省也已经对今年发行总额 150 亿元的政府专项债券——土地储备专项债券进行了信息披露。各地纷纷提前发放专项债券的举动表明，在经济下行、CPI “破 3” 的背景下，宽松性货币政策在一定程度上受到了掣肘，而货币政策的“稳步不前”将必须由财政政策予以补充，否则宏观经济进一步下行的压力将会倍增。但是正如太和财经反复强调的，降准、扩大信贷投放、引导 LPR 下行以及加大基建等逆周期政策刺激的效率在不断走低，中国经济结构性调整在短期内是难以完成的。预计未来 PMI 仍将维持于荣枯线下震荡，四季度经济回暖的压力进一步扩大。

**3. 工业增加值分析与预测。**采矿业与制造业工业增加值在上月回升后高位回落，电力、热力、燃气及水生产和供应业有所加快。具体来看，采矿业降幅最大，增加值同比增长 3.9%，较上月回落 4.2 个百分点；制造业同比增长 4.6%，较上月回落 1.0 个百分点；受冬季供暖需求增加的影响，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.6%，增速加快 0.7 个百分点。

分经济类型看，四大类型企业工业增加值均有不同程度回落。其中，股份制企业同比回落最为明显，10月份录得5.4%，较上月少增1.5个百分点；国有及国有控股企业同比增长4.8%，增速较上月微幅回落0.1个百分点；外商及港澳台投资企业同比增长2.1个百分点，较上月回落0.8个百分点；私营企业同比增长5.4%，较上月回落1.3个百分点。

分行业看，10月份41个大类行业中有31个行业增加值保持同比增长，但大多数行业增速均有所放缓，中上游行业同比增长幅度大于下游。与上月不同的是，黑色金属冶炼和压延加工工业下滑明显、有色金属冶炼和压延加工工业保持较快增长，分别录得6.3%和9.1%。同时，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长率在上月回升至两位数后再度回落，录得8.2%；高新技术产业同比增长8.3%，较前值增速回落2.7个百分点。值得注意的是，在下游行业中，较上月的0.5个百分点，汽车制造业同比大幅增长4.9个百分点，增幅大幅扩大。而从产量来看，汽车同比下降2.1%，其中轿车同比下降8.7%，降幅均有不同程度的收窄。受新能源补贴退潮影响，新能源汽车同比下降39.7%。此外，农副产品加工业同比下降2.7个百分点。

分地区看，各地区增速均有不同程度回落，其中东北地区回落最为明显。东部地区增加值同比增长3.6%，较上月增长回落1.6个百分点；西部地区增长5.8%，较上月回落2.4个百分点。中部和东北地区同比分别增长6.5%和3.2%，增速分别回落1.0

和 5.0 个百分点。

10 月份，工业增加值数据不及预期，三大部门中居于上游的采矿业增速的大幅回落是本次数据增速回落的重要原因。在前期的报告中太和财经指出，采矿业工业增加值高增长的背后是 2019 年初以来采矿业固定资产投资的两位数高增长，从 10 月数据看，采矿业固定资产投资的增速已经出现回落，并传递到了生产端，造成采矿业工业增加值的下行。在中下游行业中，最值得关注的是高新技术制造业增速的再次放缓，与出口联系紧密的电气机械和器材制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业的增速也呈现了不同程度的回落。这表明，在内需放缓、外需不稳的情况下，中下游行业首先受到了伤害。同时，考虑到食品价格上涨所引致的结构性通货膨胀，未来消费需求也会进一步受到抑制，而随着消费需求的走弱，未来中下游行业将会承受更多的压力。

事实上，当中下游行业利润空间被挤压至极限时，上游行业也必然遭受需求下滑的影响。得益于大宗商品价格上涨和供给侧结构性改革的推动，上游企业一度处于上涨的态势，但这一现象必然会随着需求端的持续疲软及其向生产端的传递而出现逆转，10 月上游行业数据表现不佳恰好证明了这一点。不仅如此，受中美贸易摩擦以及外需走势不明朗的影响，高新技术行业的增加值也面临着下行压力。数据显示，高新技术行业增加值的同比增速在 2019 年三季度高位下滑，而 10 月的增速在经历了 9 月份的

季末调整后再次回落到 9% 以下。实际上，在经济结构调整的“转型期”，大力发展高新技术产业是未来我国经济增长的重要驱动力。而如果需求疲软传递到生产端并造成了高新技术产业工业增加值的下滑，那么在未来一段时间内，整体工业增加值也会因失去重要的支撑力而继续下行。

诚然，不能否认 10 月工业增加值下行的确存在一定的季节性因素，毕竟 2019 年前三季度的季末工业增加值数据都出现了高位调整的走势。但是，三季度 GDP 增速仅勉强保住 6%，市场预期四季度甚至会跌破 6% 的关口，IMF 和世界银行也都下调了对我国经济增长的预期，可见在世界经济整体放缓的背景下，我国也难以独善其身。特别是在当前货币政策因物价上升而受到掣肘、财政政策因地方政府高杠杆而隐忍不发的情况下，我国经济进一步下滑的压力仍然存在，工业增加值阶段性下滑的走势或将在未来持续存在。

**4. 月度固定资产投资分析与预测。**固定资产投资增速连续四月下滑，刷新年内最低值。其中，第一产业投资增速降幅扩大，第二产业投资增速小幅提升，第三产业投资增速回落，基建投资增速下滑。具体来看，第一产业投资 11375 亿元，同比下降 2.4%，降幅比 1-9 月份扩大 0.3 个百分点；第二产业投资 152020 亿元，增长 2.3%，增速较上月提升 0.3 个百分点；第三产业投资 347485 亿元，增长 6.8%，增速回落 0.4 个百分点。其中，基础设施投资同比增长 4.2%，增速较 1-9 月份回落 0.3 个百分点。

第一产业投资增速延续了前期的颓势，且降幅继续扩大。第一产业投资回落的原因，一是投资增速边际递减，二是去年同期高速增长所引起的基数效应，三是受产业周期影响。三者共同导致了1-10月份第一产业固定投资的滑落。随着下半年基数效应的消退，预计第一产业固定投资数据会逐渐得到改善。

第二产业投资增速有所回暖，但持续性存疑。分项来看，制造业投资增长2.6%，增速比1-9月加快0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长1.9%，增速加快1.5个百分点。这表明4月份开始实施的制造业减税措施在一定程度上缓释了制造业的税收负担，在内部需求疲软，外部不确定性增强的大环境下，对制造业投资产生明显提振作用。虽然制造业投资总体增速持续回升，但内部分化也在持续。具体来看，化学原料和化学制品制造业、医药制造业仍然能够保持较高增速，而金属制品业、运输设备制造业、电气机械和器材制造业的投资则在继续回落。这表明在上游行业投资复苏的同时，下游行业投资持续萎缩，制造业增速分化加剧。政府近期降低MLF利率等稳健宽松的货币政策并没有很好地引导资金流向中下游企业，随着出厂价格提高和上游行业复苏，中下游行业的利润空间被进一步压缩。尽管计算机、通信和其他电子设备制造业等高技术产业投资增长较快，但制造业结构的分化和转型很难在短期内改变。

第三产业投资增速轻微回落，再次验证了太和财经过去对“基建补短板”的时滞性问题的预判。基建投资增速同比增长

4.2%，增速较前值回落 0.3 个百分点。这表明基建并未按照市场预期那样持续发力，基建补短板政策的刺激效果仍未显现。由于“基建补短板”的落实存在一定的时滞性，因此在经济下行压力加大的背景下，政府通过刺激基建来提升需求的可能性仍然存在，考虑到近段时间中央反复提及“六稳”而不言“去杠杆”，未来地方政府会大概率通过举债加杠杆来继续为基建融资。

分地区来看，东部地区投资增速持平，中部地区提升，西部及东北地区均继续回落。东部地区投资同比增长 4.0%，增速与 1-9 月份持平；中部地区投资增长 9.3%，增速提升 0.2 个百分点；西部地区投资增长 4.9%，增速回落 0.6 个百分点；东北地区投资下降 4.5%，降幅收窄 0.1 个百分点。

分经济类型来看，内资企业固定资产投资同比增长 5.4%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点；港澳台商投资企业固定资产投资增长 2.3%，增速轻微回落 0.1 个百分点；外商投资企业固定资产投资增长 2.0%，增速加快 0.2 个百分点。

房地产开发投资增速回落，土地购置面积降幅收窄，销售面积增速由负转正。1-10 月全国房地产开发投资 109603 亿元，同比增长 10.3%，增速较 1-9 月份回落 0.2 个百分点。其中，房屋新开工面积增长 10.0%，增速提升 1.4 个百分点；房屋竣工面积下降 5.5%，跌幅收窄 3.1 个百分点。企业土地购置面积同比下降 16.3%，较上期跌幅收窄 3.9 个百分点。土地成交价款下降 15.2%，较上期跌幅收窄 3.0 个百分点。商品房销售面积同比增长 0.1%，

增速今年以来首次由负转正，较 1-9 月份提升 0.2 个百分点。10 月末，商品房待售面积 49323 万平方米，比 9 月末减少 23 万平方米。国房景气指数为 101.14，比 9 月提升 0.06 点。同时，房地产企业融资环境有所收紧，到位资金增速回落 0.1 个百分点至 7.0%。

房地产投资数据在上月回升后，再次小幅回落。但房地产投资数据并未呈现失速下行趋势，反而呈现出一定的韧性，无论是房屋竣工面积还是土地购置面积，又或是商品房待售面积，其增速回落的幅度均呈现不同程度的收窄。央行实施的全面降准、实行 LPR 定价方式以及下调 MLF 等措施的落地，势必会释放大量流动性，如果不加强对房地产市场的监管，大量货币仍然会流向其中。事实上，近几次的政治局会议已经反复强调了不以房地产投资作为刺激经济的手段。然而，在整体经济不景气的背景下，房地产投资的韧性仍然较大，其对于企业信贷以及居民贷款造成的挤压也很难在短期内得到改善。

1-10 月固定资产投资增速继续回落，制造业投资增速小幅回升，基建投资增速再度回落。制造业投资的回升归因于“减税降费”政策落地后的刺激对制造业投资有一定推动，但内外需求的持续疲软使得企业投资意愿仍然低迷；基建投资的下行反映出基建补短板效果不显著，这一方面在于大部分地区专项债发行完毕，另一方面则表现为 10 月社融规模下行所引致的大量资金缺口。综合来看，企业融资难的现象并没有得到改善，预计下一步

逆周期政策将着力于基建补短板的资金落实方面。然而，尽管11月13日国务院常务会议要求降低部分基建项目的资本金，允许发行权益型、股权型金融工具筹集资本金，但是在逆周期政策刺激效率不断走低的背景下，即使基建投资得以增加，内需也未必能够改善。预计未来固定资产投资增速仍将随着政策性的短期刺激而在5%-6%左右横盘震荡。

10月房地产投资增速小幅回落，但房地产在回落过程中仍然表现出一定的韧性。实际上，政府已经反复强调“房住不炒”的核心理念，房地产投资的居高不下对于国内经济资源的挤占已经到了十分明显的地步，无论是人民币中长期贷款的增多、居民消费的缩小还是工业的持续下行，都是对房地产挤占流动性的反映。就未来而言，一方面，央行稳健宽松型货币政策释放的流动性有再次回归房地产的可能；另一方面，政府对房地产行业的管控也将继续加大。因此，虽然未来房地产投资的韧性仍然继续存在，但震荡下行的趋势已不可避免。

**5. 社会消费总额分析与预测。**汽车销售降幅走扩，扣除价格因素后的消费更不容乐观。10月汽车销售同比减少3.3%，比上月多减1.1%，较去年同期少减3.1%。汽车消费的低迷是前期消费能力透支、宏观经济下行、中等收入人群的有效需求不足共同作用的结果，短期内汽车消费难有明显改观，将继续拖累社会消费数据。另外，值得关注的是，10月份社会消费品零售总额扣除价格因素实际增长4.9%，为2003年以来的历史最低点。今



年下半年以来，社会消费数据同比名义增长较为低迷，但是由于今年下半年的CPI处于高位，仅关注社会消费的同比名义增长率容易忽视问题的严重性，剔除价格因素后，可以发现下半年的消费数据一直处于低迷状态，10月消费实际同比增速更是跌破5%。

从消费类型看，必需品消费保持坚挺，非必需品消费下滑明显。10月，必需品中粮油食品类、饮料类、日用品类分别同比增长9.0%、9.5%和12.0%，较上月分别变动-1.4%、0.6%和0%，均高于社会消费整体增速，处于高位。非必需品中，化妆品类、金银珠宝类、家用电器和音像器材类、通讯器材类、建筑及装潢材料类分别增长6.2%、-4.5%、0.7%、22.9%和2.6%，较上月分别变动-7.2%、2.1%、-4.7%、14.5%和-1.6%。可以看出，除了通讯器材类以外，可选消费的其他分项均有不同程度的下滑，而通讯器材的消费是5G正式商用带来的换机潮带来的扰动，并不是趋势性的根本改变。10月消费结构性下滑再次印证了太和财经之前的判断：生活必需品的大幅涨价会对可选消费产生较大的制约作用。面对必需品价格的快速上涨，生活必需品的需求弹性较小，在人均收入增长缓慢的情况下，必需品消费的涨价对可选消费产生挤占作用。同时，居民本身对必需品价格的关注度较高，如果生活必需品价格持续上涨，对居民消费心理带来的压力会逐步增大，一旦突破大多数居民的心理临界点，可选消费将承受更大的压力。

在网络消费方面，1-10月，全国网上零售额8.23万亿元，

同比增长 16.4%。其中，实物商品网上零售额增长 19.8%，较 1-9 月回落 0.7 个百分点，而其占社会消费品零售总额的比重则较上月持平，达到 19.5%。实物商品网上零售额中增速较高的仍然主要是吃、穿以及用类商品，增速分别为 34.8%、7.1%和 16.6%。

10 月的社会消费超预期下滑，处于近年来的历史低位。其主要原因既有汽车销售继续下滑的老原因，也有高 CPI 带来的可选消费低迷这样的新因素。但是，无论是汽车消费，还是可选消费，其原因都是长期的，短期内这些负面影响得到有效改善的可能性不大，社会消费短期内预计将继续低迷，大幅反弹的可能性微乎其微。并且，值得指出的是，我国非食品 CPI 今年一直处于低位，并缓慢下滑，目前已从年初的 1.7%下滑到 10 月的 0.9%。相较于必需品，非必需品的价格增速偏低，甚至部分分项 CPI 转负。同时，从消费的分项数据来看，非必需品消费金额近期也较为低迷。太和财经认为，近期非必需品消费的价格和数量数据值得关注，如果相关数据继续恶化，我们需要警惕消费下滑引发企业利润减少、生产积极性降低，甚至引发居民、企业之间产生互相作用的负反馈。

从数据来看，“新周期”的谎言已经被彻底戳破，10 月份的社融、消费、投资、工业数据都在阐述一个事实：经济“断崖”下跌风险较小，但持续下行的压力逐渐加大。央行今年以来逐渐加码的逆周期政策也在侧面印证这一事实。11 月 5 日，央行按期续做 4000 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率调降 5BP 至 3.25%。

但是，太和财经认为当前的逆周期调控政策的力度只能对市场信心有所增强，对实体经济的刺激作用还有待增强。因此，太和财经认为进一步降息需要提上议程，即使不采取直接调整贷款基准利率的方式，也应继续在市场上引导 LPR 继续下降，以应对当前下行的宏观经济形势。

**6. 进出口数据分析与预测。**10 月进出口数据同比下降，但降幅有所收窄。其中按人民币计，出口数据有所回暖，如期回升，但无论按人民币计还是按美元计，进口数据均继续下滑，虽然幅度有所收窄，但衰退型顺差延续。一方面，出口回暖源于中美贸易争端的缓和，数据表明 10 月中国对美国和非美地区的出口均有回升。另一方面，进口降幅收窄则是可能因为冬季供暖而导致的大宗商品进口量的季节性增多。总体而言，10 月内需状况因季节性问题的改善而得到一定改善，外需也因全球宽松货币政策和中美贸易摩擦缓解的影响而小幅企稳，但由于内外需在本质上并没有显著的变化，因此进出口的短暂性改善很难改变未来衰退型顺差的走势。

分国别来看，10 月仍延续以往态势，对欧盟、东盟和日本等主要市场进出口稳定增长；对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体；同时，虽然贸易争端有缓和趋势，10 月对美进出口数据并未出现明显改善。10 月，我国对欧盟进出口总值为 3.98 万亿元，增长 8.3%，占我国进出口总值的 14.9%；其中对欧盟出口累计增长 10.4%，进口累计增长 5.1%。我国对东盟进出口总值

为 3.54 万亿元，增长 11.9%，占我国进出口总值的 13.8%；其中出口累计增长 16.1%，进口累计增长 7.0%。根据 10 月单月数据，我国与欧盟、东盟之间贸易保持稳定。尽管近期中美双方达成了若干共识，我国对美国进出口总值为 3.07 万亿元，下降 10.6%，占我国进出口总值的 12.0%，其中对美出口下降 6.8%，进口下降 21.5%，但市场普遍认为中美贸易摩擦进一步缓和仍需时日。中美贸易摩擦表象为贸易之争而实质为国家竞争，美国政界及民众对中国态度与认识未发生根本性转向，贸易摩擦的缓和是暂时的。另外，考虑到美国近期经济数据的反弹并不具有持续性，因此我国对美外需仍不乐观。同时，欧元区经济也呈现了疲态，未来出口数据仍有可能回落。

在进口方面，无论是以美元计还是以人民币计，10 月进口均出现大幅下滑，这表明内需不足状况并未改善，预计衰退型顺差在此后一段时间内仍将大概率延续。

就进口产品结构来看，10 月我国原油、铜矿砂等大宗商品进口量持续增加，铁矿砂、大豆进口量持续减少，价格方面，原油、天然气与铁矿砂价格延续上涨趋势，煤炭价格在上半年未出现下跌后持续上涨。其中，前十个月进口原油 4.15 亿吨，增加 10.5%，进口均价上涨 6.5%；煤炭 2.76 亿吨，增加 9.6%，进口均价上涨 1.9%；天然气 7710 万吨，增加 7.9%，进口均价上涨 20.1%。此外，进口铁矿砂 8.77 亿吨，减少 1.6%，进口均价上涨 41.0%；大豆 7069 万吨，减少 8.1%，进口均价下跌 10.8%。10

月国际油价出现波动，同时受中美贸易战影响，大豆进口量连续大幅下滑。近期进口增速持续下行但降幅收窄，虽然和大宗商品价格变动有一定的联系，但主要原因仍然是国内需求持续疲软。实际上，10月PMI数据再次跌破荣枯线以下表明我国经济下探过程仍然没有结束，在“八年抗战”最艰苦的时期，国内需求很难有出色的反应，进口数据很难有太大起色。

10月份进出口超预期，印证了之前进出口状况将在第四季度有所缓和的观点。但考虑到国外市场低迷态势并未出现扭转、需求的不确定性仍然较大，且近期人民币汇率因为贸易谈判将达成协议的预期而升值，对出口的支持有所减弱，长期来看，未来出口仍然难有起色。在进口方面，经济的持续走弱、内需疲软仍然是拉低进口的重要因素。此次进口的继续回落，表明逆周期政策的效果并不显著，没有全面对冲经济结构调整出现的摩擦性需求不足。虽然近期政府推出专项债额度提前下达、本周下调MLF等逆周期政策，但内需似乎并没有太大起色，印证了太和财经“时间换空间”的经济政策趋势判断。

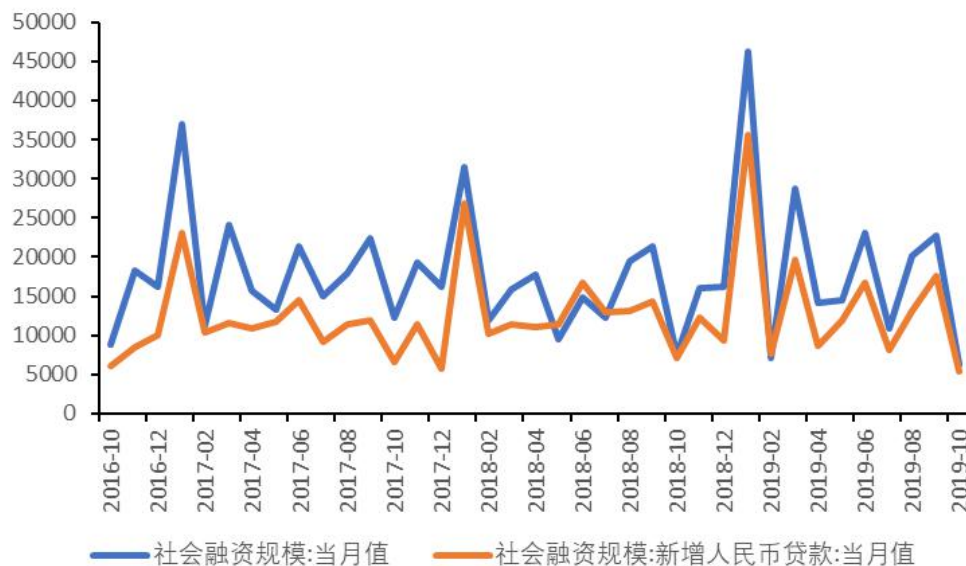
实际上，近期我国举办的第二届国际进口博览会再次体现了在进口下滑的背景下，国家对于增加进口量的决心。但是，由于我国正处于转型与结构调整的“痛苦期”，传统行业持续走弱与全社会高负债现状形成共振，制约内需增长，进口疲弱很难在短期通过政策性引导而得到本质性改善。在内需持续疲软的背景下，如果全球经济下行的速度因各国央行降息政策而有所放缓，

那么衰退型顺差的压力或将持续增大。但是，不排除进口量会因季节性和进博会释放的利好信号而得到改善的可能，在外需不确定性仍然存在的情况下，预计四季度衰退型顺差也将进一步缩窄。

## 二、中国金融数据点评

### （一）中国金融数据评析

2019年10月新增社会融资规模6189亿元，较去年同期少增1185亿元，预期0.80万亿元，前值2.27万亿元；金融机构新增人民币贷款增加5470亿元，同比少增1671亿元。10月M2货币供应同比增长8.4%，前值8.4%；M1货币供应量同比增长3.3%，较前值低0.1个百分点。



失去地方政府专项债的支撑，受信贷拖累，10月社融如期下滑。太和财经曾预计：如四季度不提前发行一定额度的明年地方政府专项债，社融的数据将会很不理想。从今年6月开始，我们可以看到地方政府专项债占社会融资的比例一直居高不下，一

直稳定在 10%左右，部分月份高达 40%，相较于去年，社会融资对地方政府专项债的依赖性有所提高。因此，当三季度如期将今年地方政府专项债发行完，地方政府专项债券融资净减少 200 亿元，同比多减 1068 亿元。这种情况下，社融数据下滑就不足为奇了。同时，值得关注的是，10 月的人民币贷款对社融的拖累较为严重：对实体经济发放的人民币贷款增加 5470 亿元，同比少增 1671 亿元。今年 6 月份以来，除了 9 月，各月人民币贷款增量均不及去年同期。另外，相较于地方政府专项债和人民币贷款，其他融资渠道数据较为平稳，对社融影响较小：委托贷款减少 667 亿元，同比少减 282 亿元；信托贷款减少 624 亿元，同比少减 742 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 1053 亿元，同比多减 600 亿元；企业债券净融资 1622 亿元，同比多 99 亿元；非金融企业境内股票融资 180 亿元，同比多 4 亿元。

信贷数据不佳的主要原因在于居民部门。分析信贷的各项细分数据不难发现，居民部门贷款对信贷整体数据拖累非常明显，尤其是住户部门短期贷款同比少增 1284 亿元。而住户部门中长期贷款则保持相对稳定，10 月新增 3587 亿元，同比少增 143 亿元，其主要原因在于经济下行的影响逐渐从企业层面更深层次地传导到居民层面，以及今年居高不下的 CPI 对居民消费的深刻影响。从三季度的消费数据来看，去除汽车的社会消费数据整体尚可，但是生活必需品的消费数据远比可选消费的数据亮眼。而居民短期贷款主要源自于居民的可选消费，而非必需品消费。因此，

高企的 CPI 涨幅，尤其是以猪肉为代表的食品价格快速上涨，对居民部门短期贷款的影响不容忽视，预计未来一段时间内，处于高位的食品 CPI 将持续对居民可选消费、居民短期贷款产生负面影响。

**M2 增速持平，M1 增速微降。**10 月，M2 余额同比增长 8.4%，与上月持平。M1 余额同比增长 3.3%，较上月增速下滑 0.1 个百分点。今年以来 M1、M2 数据相对平稳，说明我国的货币政策仍处于稳健宽松的状态。

## **（二）中国货币及金融政策走势预判**

10 月金融数据低于市场预期，也低于去年同期，虽在意料之中，但是居民部门信贷数据的下滑仍值得关注和警惕。今年二季度以来的食品价格上涨速度较快，早期的蔬菜瓜果，再到现今的猪肉、禽肉，涨幅均远高于去年同期。居民部分对生活必需品的消费虽然弹性很小，但是在收入整体增长缓慢的情况下，生活必需品的大幅涨价会对可选消费产生较大的制约作用。而今消费对于国民经济的影响越来越大，我国的最终消费支出占国内生产总值的比重已经连续 8 年上升，因此，如果生活必需品涨价的势头不能得到及时遏制，其对经济增长的负面影响将是深刻而全面的。毕竟消费为代表的需求和供给是一体两面，在可选消费增长不足的情况下，企业层面也会逐渐得到负面的反馈，从而形成互相作用。

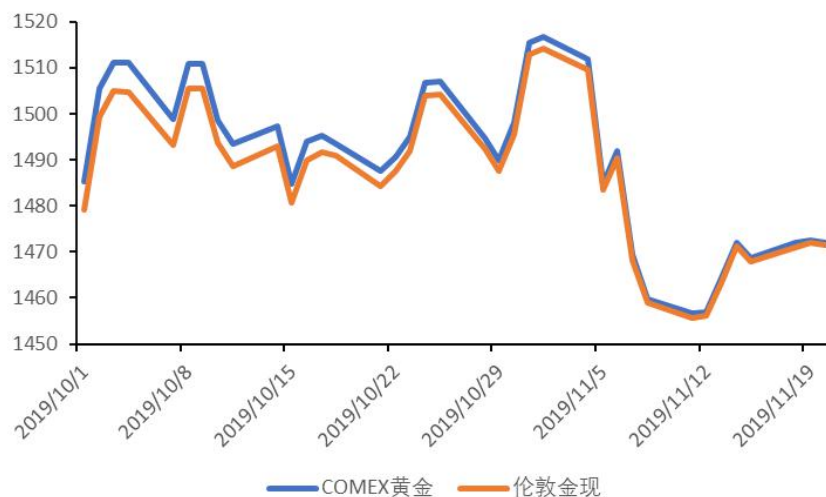


对于后期社融数据，太和财经认为还需要关注以下两点。一方面，央行在货币政策方面的动作：11月5日，央行按期续做4000亿元1年期MLF操作，中标利率调降5BP至3.25%。根据定价规则，MLF是LPR的锚，而LPR是贷款市场的报价利率。5BP的微调不能解决问题，但是可以说明态度。如果后续MLF和LPR联动下降，会对人民币贷款形成一定刺激作用，后期社融数据的压力也将有所缓解。另一方面，2020年专项债额度已经提前下达。在接下来的两个月内，可能提前下发2020年部分新增专项债。考虑到地方政府专项债对社融的重要性，如果部分明年新增专项债在今年发行，那么后期社融数据迎来一定程度上的改善是可以期待的。

### **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。**2019年10月至11月中旬，黄金价格呈现先震荡后下行的走势。进入十月后，黄金价格一直在1480-1520美元/盎司之间震荡，然而进入11月之后，黄金价格在微涨之后，迅速进入快速下行阶段，一度跌破1460美元/盎司。截止2019年11月20日，国际现货黄金、纽约商品交易所黄金期货分别收于1471.5美元/盎司、1472.0美元/盎司，分别较10月初下跌0.51%和0.89%。



**2. 黄金价格预测。**近日，黄金价格走势持续显示颓势。其主要原因在于贸易乐观情绪帮助美国主要股指升至创纪录高位，随着美国股市的持续上涨，市场中的避险情绪明显降温，金价遭遇了较大的挫折。

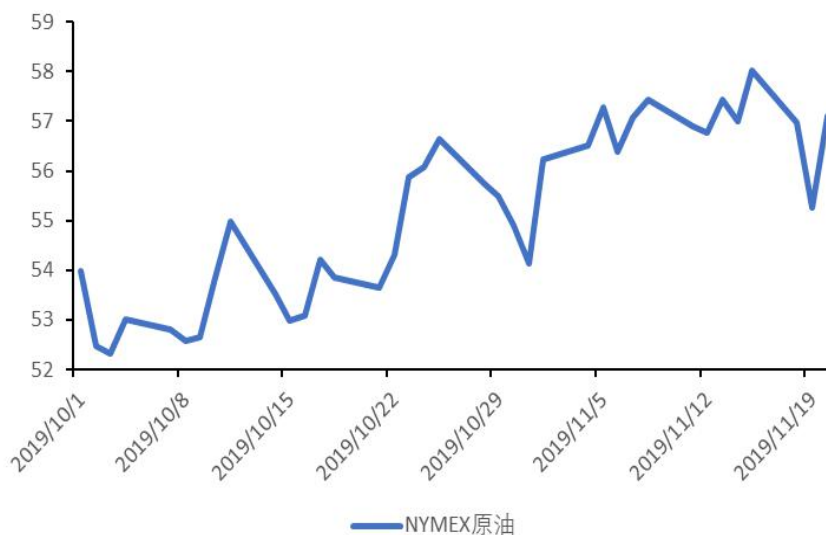
但是，我们也要看到当前市场对贸易的未来走向有些过于乐观。市场上很多人认为中美贸易争端的第一阶段协议的主要分歧仅在于中方在关税方面的要求和美方要求中方承诺采购农产品的数量。然而美国内部的消极因素仍然存在，中美双方在根本利益方面依然有很大分歧。美方最为不满的是中国高端制造对美国的威胁。中国拥有高端技术本身就是美国的威胁，这是美国不允许出现的现象。早在日本大阪会晤时，特朗普就承诺部分恢复华为供货。然而，目前美方一方面部分恢复华为供货；另一方面却四处活动威逼盟国封杀华为，美国联邦通信委员会更是投票禁止华为和中兴的设备出现在 FCC 的通用服务基金资助的项目中。

另外，虽然美股近期表现尚可，太和财经依然认为美国经济的基本面依然有恶化的趋势。美国 9 月份零售增长率环比下滑

0.3%，为今年2月以来首次下滑。尽管美国10月零售销售数据环比增长0.3%，高于预期值0.2%，但其主要受汽油价格上升的影响，其可持续性有待观察。同时，美国10月进口物价指数跌幅大于预期，录得-0.5%，远低于预期的-0.2%。考虑到消费对美国经济的重要性，太和财经认为美国经济并没有市场估计的那么乐观。

综上所述，太和财经认为当前的市场情绪存在过于乐观的可能，一方面对于经济增长放缓的严重性认识不足，另一方面中美贸易争端的走向其实仍有变数。因此，黄金的短期回调是正常的，但是中长期来看黄金依然具有投资价值。

**3. 原油价格分析。**10月至11月中旬，原油价格呈现震荡上行的走势，其中11月18日一度上探至58.17美元/桶。截止11月20日，国际原油期货收于57.09美元/桶，较10月初大涨5.76%。



**4. 原油价格预测。**近期原油走势持续向好，太和财经认为其主要原因在于短期利好因素主导下市场情绪较为高涨，但是原

油的价格最终还是取决于供求关系。

需求方面，从当前经济疲弱趋势来看，据 OPEC2019 年 9 月份预测，2019 年 4 季度石油需求 10089 万桶/日，同比增长 130 万桶/日，同比增速 1.27%，到 2020 年 4 季度石油需求 10206 万桶/日，同比增长 110 万桶/日，同比增速 1.16%，2020 年石油消费同比增速预计将持续下行。同时，我们还需要关注中美两国是否能达成第一阶段贸易协议，可以看到目前两国在部分问题依然有较大分歧，协议也难以真正解决双方在核心利益上的冲突。因此，我们不宜对未来的原油需求过于看多。

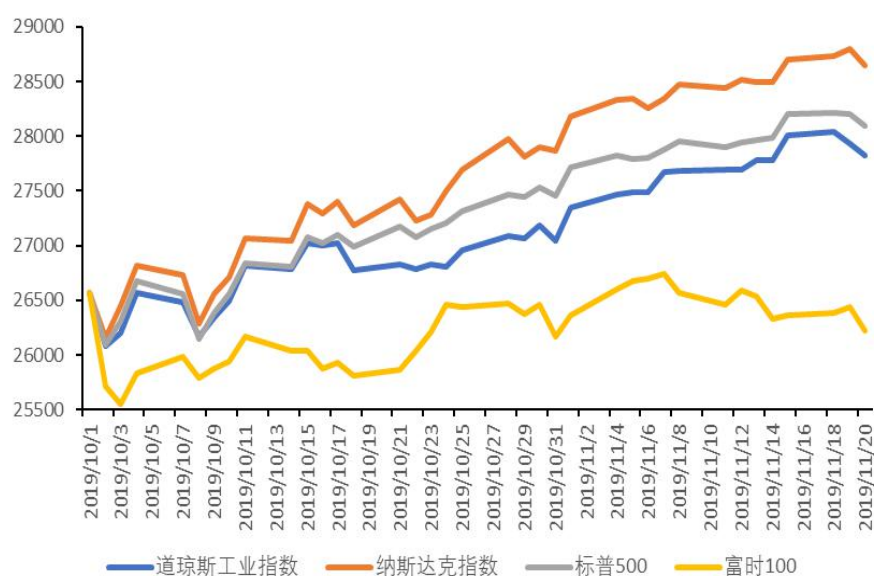
供给方面，近日来中东的重要产油国的政治局势相对缓和，但是需要注意石油输出国组织 (OPEC) 与俄罗斯将在 12 月 5 日召开会议。现行减产措施再延长三个月至 2020 年中将对未来短期内的原油走势造成较大影响。

综上所述，虽然中美贸易争端缓和和部分经济数据回暖对原油价格形成了一定支撑作用，但是我们也要看到利空的因素也在积蓄力量，短期来看原油价格可能会继续走高，但是对于原油的中长期走势应持有更为谨慎的态度。

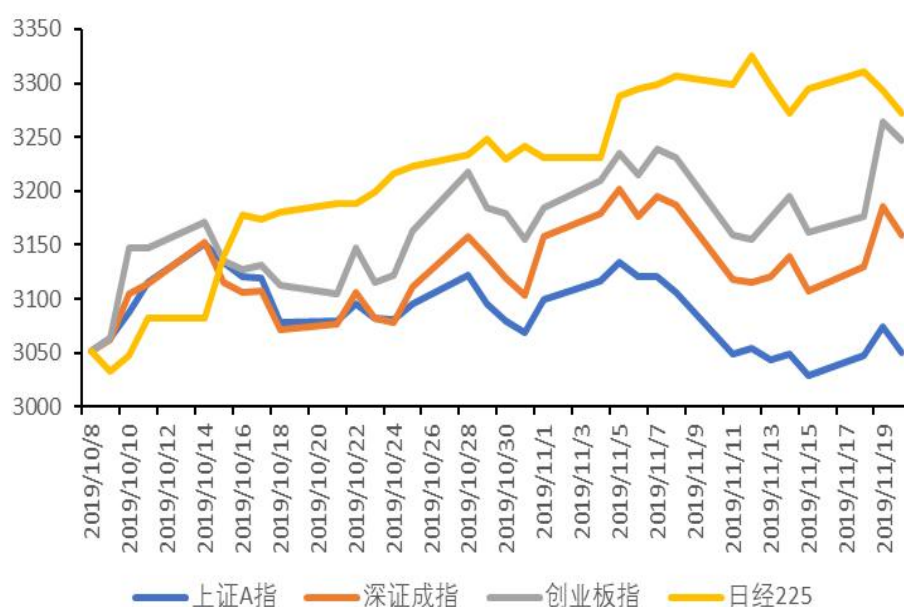
## **(二) 全球股票市场评析**

**1. 欧美股市评述。**10 月至 11 月中旬，欧美股市表现有所分化：美国三大股指一路震荡上行，而富时 100 却持续震荡，未能上攻。截止 11 月 20 日，道琼斯工业指数收于 27821.09 点，纳斯达克指数达到 8526.73 点，标普 500 收于 3108.46 点，富时 100

收于 7262.49 点，相较于 10 月初，分别变动了 4.70%、7.81%、5.72%和-1.33%。



**2. 亚洲股市评述。**10 月至 11 月中旬，亚洲股市整体走势也有所分化：上证 A 指持续震荡后微跌，而其他股指则是一路震荡上行。截止 11 月 20 日，上证 A 指、深证成指、创业板指、日经 225 分别收于 3049.94 点、9809.05 点、1719.66 点和 23148.57 点，相较于 10 月初，分别变化了-0.07%、3.53%、6.38%和 7.23%。



**3. 全球未来股市走势分析。**美股方面，美股在近期的走势良好，这与当前美国经济基本面不完全一致。太和财经认为当前美股市场的关注重点主要集中于货币政策的走向，而非经济基本面。所以，在货币政策的引导下，美股的走势很可能继续向好，但是值得指出的是，股市的持续向好是需要经济基本面支撑的，没有良好经济基本面的牛市一旦转向，结果会是灾难性的。美联储主席鲍威尔近期在一次讲话表达了对美国经济的乐观看法：即使美国失业率接近 3.6% 的 50 年低位，但美国经济依然有足够的空间让工资增长，从而进一步提高就业率。但是，鲍威尔也表示，目前美国年化通胀率仍然低于联储的 2% 的目标水平，持续的低通胀意味着短期内不太可能需要更高的利率。

A 股方面，高频经济数据反映的基本面基本符合我们之前的预期，即经济下行压力依然很大，10 月的社融、消费、工业、投资数据均不理想。中国经济目前还在困难期，金融数据的低迷反映了居民部门和企业部门都在遭遇困境，消费数据下滑，工业数据不及预期，投资增速持续减慢，无一不在明示，经济的低谷正在进行中，曙光还有一段距离。另外，央行于 11 月 16 日发布的 2019 年第三季度《中国货币政策执行报告》也值得我们关注。在报告中，央行较以往更加强调了“逆周期调节”，再结合近期的 MLF、LPR 利率先后下调，太和财经认为当前的不利因素虽然占主导，但是逆周期调节等积极因素也在发挥作用。

综合来看，中美两国都在遭遇类似的问题，即巨额债务对经

济持续增长的压力持续存在。美国股市虽然在货币政策的刺激下，继续上涨，短期内仍有上涨的动力，但是我们也要看到股市与基本面的背离，后期并不排除股市发生反转。而中国股市方面在宏观经济下行的巨大压力下，预计短期内仍将保持震荡，如果逆周期政策未能充分发挥作用，后期股市下行的压力较大。

### （三）全球债券市场评析

**1. 美国国债市场评述。**10月20日至11月20日，美债走势相对较为平稳。自10月10年期美债收益率在贸易摩擦缓和的影响下短期重上1.8%之后，美债收益率基本围绕1.8%-1.9%反复震荡。10月初，美联储FOMC临时会议宣布逆回购操作和购买短期国库券计划后，利率曲线短端下行幅度较大，结束了美债长短期收益率倒挂现象。11月份，相较于再创新高的美股，美债表现较为平淡。



**2. 中国债券市场分析。**在货币政策和市场流动性方面，11月5日，央行降低MLF利率5BP。随后在11月18日，央行以

2.5%的利率开展了 1800 亿逆回购操作，利率较此前降低 5BP。

目前，MLF 利率在央行的利率调控系统中，起到至关重要的作用。一方面，在新的 LPR 信贷利率报价机制下，MLF 成为信贷利率的锚。本次 MLF 利率下调，是新的 LPR 报价机制形成后的第一次降息。通过“半市场化”的形式，以央行下调 MLF 利率传导央行的降息意图，同时也引导银行调整加点，最终将市场操作利率传递至信贷市场。而从本次调降 MLF 利率的效果来看，月末公布的一年期、五年期 LPR 报价下降 5BP，降幅与 MLF 降幅一致，略低于市场预期。值得思考的是，央行调降 MLF，除了在纸面上反映出的 5BP 以外，实际上也应起到传递了央行降息的意图，引导商业银行合理报价的作用。但是作为 LPR 报价主体的 18 家较活跃的商业银行，却并没有对加点做出调整。这或许是由于 LPR 实施初期，银行对新规则的不熟悉而相对保守。

而从央行角度出发，受制于通货膨胀高企的压力，央行在实施降息时相对谨慎。11 月调降 MLF 或将是一个较长的降息周期的开端，但是，在通胀压力下，降息的速度和幅度大概率仍将偏向保守。此外，除了小幅度降息，数量上，央行也进一步扩大了宽松的力度。除了继续扩大 MLF 投放以外，为缓解银行间流动性压力，增加逆周期调节力度，央行在 11 月 18 日、19 日两天分别进行了 1800 亿元和 1200 亿元的逆回购操作。年关将至，市场预期央行将在 12 月进一步投放银行间流动性，但 12 月是否会进一步降息，仍有待观察。



受央行在 11 月一系列降息措施影响，利率债终于迎来反弹。以国开债活跃券 190215 为例，11 月 4 日 MLF 利率调降的消息公布后，市场对降息信号有所反应，收益率在随后两个交易日内自 3.73 附近下降至 3.67。随后收益率稍有上行后开始缓慢下行。终于，11 月 18 日调降逆回购利率，彻底引发了市场对降息的想象力，此后两个交易日内收益率急下 9BP。总体来看，本次降息虽然幅度不大，但却明确了央行在相对较高的通胀压力下，将稳增长目标置于防通胀目标之前的政策倾向。从 190215 在 11 月 4 日收于 3.7327 起，至 11 月 21 日报收 3.5477 止，190215 收益率几乎下行近 20BP。一级市场上，国开债招标全场倍数变化不大，但实际边际中标利率稍高于二级市场利率，一定程度上反映了投资者对利率债需求的复苏。

**3. 中国债券市场预判。**11 月份以来，无论中美市场，波动的主要来源均为货币政策的调整以及市场预期的转变。在上一期报告中，太和财经曾提到，国开债收益率在 3.6%-3.7% 这一区间内，属于相对较为尴尬的位置，在贸易战前景好转但仍存在风险、投资者对经济看法分歧增大的情况下，不宜进行左侧交易。之后国开债的走势也印证了太和财经的判断。在一个多月的时间内，国开债在 3.6%-3.7% 的这一段无支撑无阻力的区间内宽幅震荡。展望接下来一个月，贸易摩擦前景和货币政策仍将是影响金融市场的两大关键因素。第一，在贸易战方面，达成第一阶段协议的前景仍存在一定的变数。一方面，美国国会通过《香港人权与民

主法案》，极大可能激怒中国政府，进而影响贸易谈判进程。目前特朗普面临较大的连任压力，需要贸易战缓和和短期对经济进行刺激。但是，即便特朗普否决国会法案，几乎全票通过的《香港人权与民主法案》大概率也将以参众两院超三分之二议员的支持再次驳回特朗普的否决而最终生效。此外，中美双方虽已达成框架协议，但中方要求美方撤销贸易战以来加征的全部关税，而美方则要求中方在知识产权保护、技术转让和农产品进口方面做出具体的承诺。双方短期内仍无法在第一阶段协议框架下达成一致。第二，在货币政策方面，11月份的一系列降息举措，表明了央行稳增长的倾向，一定意义上也吹响了一轮降息周期开始的号角。由于当前国内经济增长问题仍无法得到有效解决，在面对高通胀压力的情况下，进行有节奏的适当宽松仍非常必要。此外，在11月下旬，财政政策也出现了一些积极的信号。不过，在未来一个月的时间内，除非再次出现较强刺激，否则无论股市还是债市，走出单边行情的可能性不大。而从稍长期来看，在货币政策和财政政策的双重刺激下，国内经济可能出现类似今年一季度的阶段性复苏，这使得做多债市的风险稍高于股市。在2019年的最后一个月里，由于短期内大幅度宽松的可能性较小，且目前贸易摩擦前景已在资产价格中充分反映，下注贸易战前景的风险大于收益。因此，不建议投资者大幅增仓。稍长期来看，股市机会大于债市。

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  
太和智库研究员 欧阳睿

## 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。