



太和智库
Taihe Institute

太和财经

中国经济乍暖还寒

太和智库 2019年4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.....	6
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	7
1. 价格走势分析与预测.....	7
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.....	21
6. 进出口数据分析与预测.....	23
二、中国金融数据点评.....	27
(一) 中国金融数据评析.....	27
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	33
三、全球金融市场走势预判.....	35

(一) 大宗商品市场评析	35
1. 黄金价格分析.....	35
2. 黄金价格预测.....	36
3. 原油价格分析.....	36
4. 原油价格预测.....	37
(二) 全球股票市场评析	38
1. 欧美股市评述.....	38
2. 亚洲股市评述.....	39
3. 全球未来股市走势分析.....	39
(三) 全球债券市场评析	41
1. 美国国债市场评述.....	41
2. 中国债券市场分析.....	42
3. 中国债券市场预判.....	45

报告主要观点

本月中国经济、金融数据情况如下：CPI 同比上涨 2.3%，较上月提升 0.8 个百分点。食品价格高位反弹，猪肉价格由降转升，推高 CPI 同比增速。PPI 同比上涨 0.4%，环比由负转正，原油等大宗商品价格的走高仍是主要原因。制造业 PMI 显著回升，但同比不及去年同期，言经济回暖为时过早。规模以上工业增加值同比大幅回升，高于去年同期水平，但其对工业部门的正面意义仍需工业企业利润总额增速进一步确认。固定资产投资增速回升，但从结构上来看，其增长主要依靠第三产业支撑，在第二产业中，制造业的增长依旧乏力。房地产开发投资小幅提升，房地产市场逐渐复苏，但其更多的是一种“纸面数据”，无法解决现阶段经济发展所存在的实际问题。社会消费品零售总额增速回升，其动力主要源于价格和杠杆。进出口数据超预期是受春节错位影响，预计下月的进出口数据将回落调整。金融数据方面，社融数据超预期，贷款结构有待改善，“宽信用”效果明显；M1-M2 剪刀差的负向缩窄，但并不表明企业对经济前景的预期明显改善。

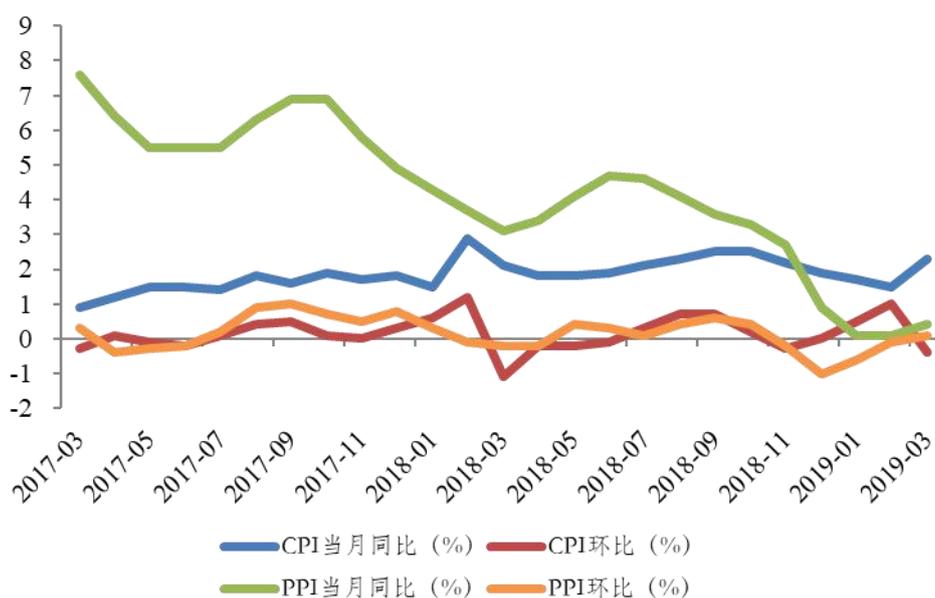
结合对全球经济基本面和货币政策的分析，全球金融市场走势判断如下：黄金市场方面，近期黄金价格受挫的主要原因在于全球股市的短期向好，但中长期支撑股市持续走高的基本面并未出现，金价也会在短期震荡调整后逐渐回升。原油市场方面，在地缘政治和减产的双重影响下，原油价格有望再创新高，但是并

没有持续上涨的基础。全球股市方面，美联储货币政策态度“转鸽”和部分超预期的经济数据是支撑美国股市向好的主要支点；A股的上行则主要得益于相对宽松的货币政策。一旦货币政策转向，经济增长矛盾将会不断激化，牛市也必将得到调整。中国债市方面，不论是当前的预期差，还是市场情绪，都不足以成为支持利率债从此步入熊市的依据。债券市场目前存在超跌，未来存在快速反弹的可能，考虑到基本面情况，目前波段操作中，超跌时做多，与超买时的反向操作相比，相对安全。

一、中国经济运行评析

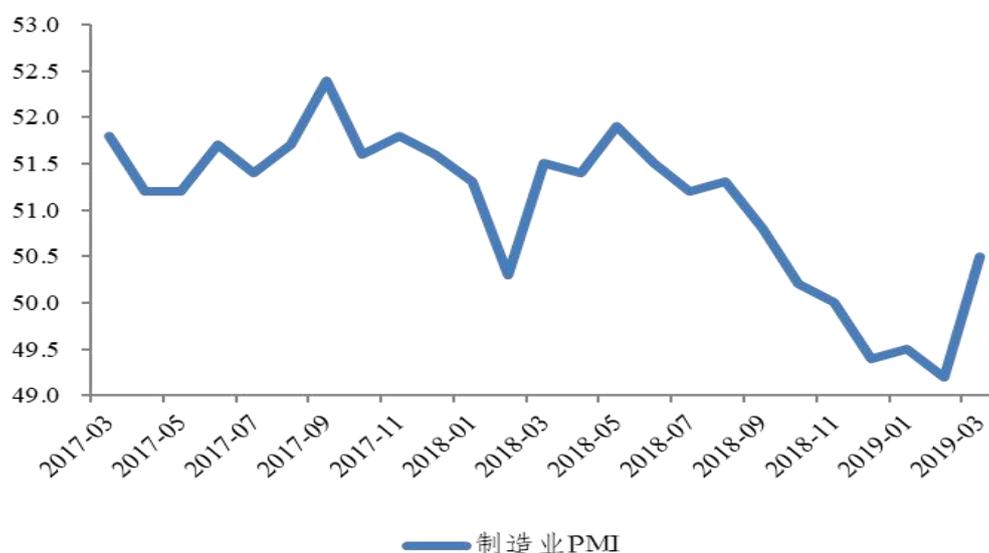
(一) 宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。3月，CPI同比上涨2.3%，较上月大幅提升0.8个百分点；环比涨幅-0.4%，较上月回落1.4个百分点。PPI同比上涨0.4%，较上月提升0.3个百分点；环比上涨0.1%，较上月提升0.2个百分点。

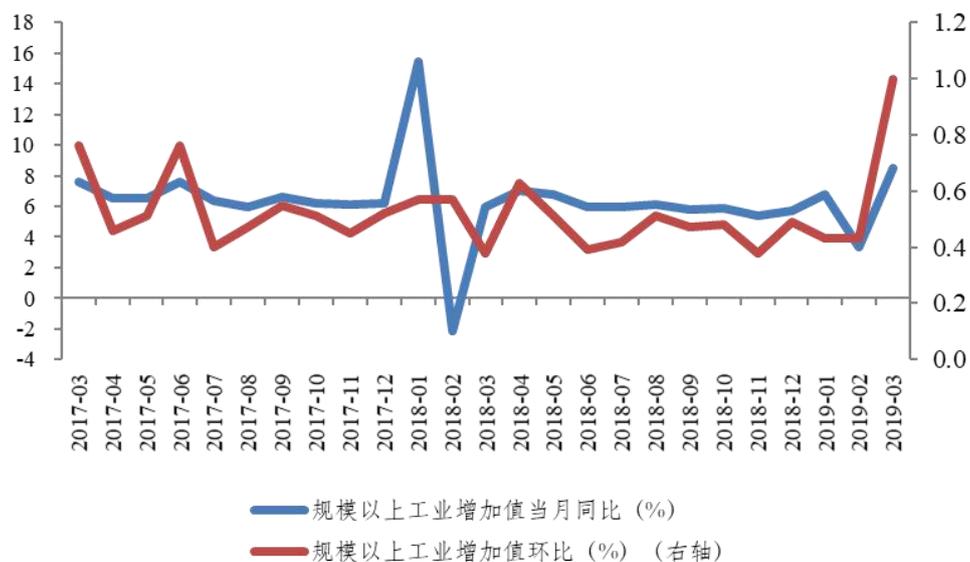


2. 月度制造业 PMI 评述。3月制造业 PMI 数据为 50.5%，较上月回升 1.3 个百分点，重回临界点以上。从分项数据看，生产指数为 52.7%，较上月提升 3.2 个百分点；新订单指数为 51.6%，比上月提升 1.0 个百分点；原材料库存指数为 48.4%，高于上月 2.1 个百分点；从业人员指数为 47.6%，较上月微升 0.1 个百分点；原材料购进价格指数为 53.5%，较上月回落 1.6 个百分点。分企业规模看，大型企业 PMI 为 51.1%，低于上月 0.4 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 49.9%和 49.3%，分别较上月提升 3.0 和 4.0

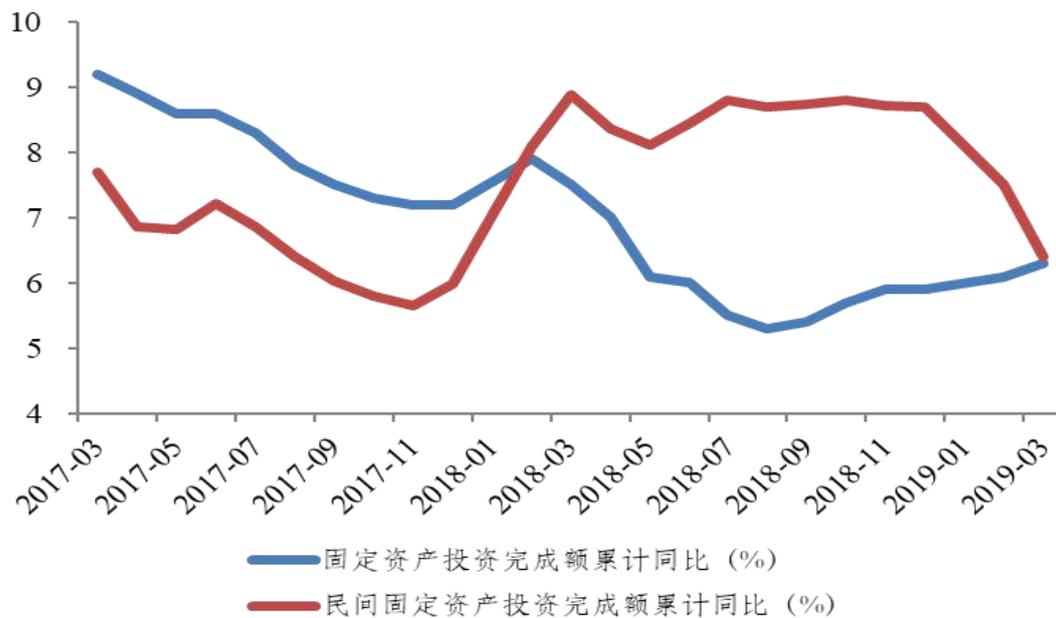
个百分点。非制造业商务活动指数为 54.8%，较上月提升 0.5 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 54.0%，较上月提升 1.6 个百分点。

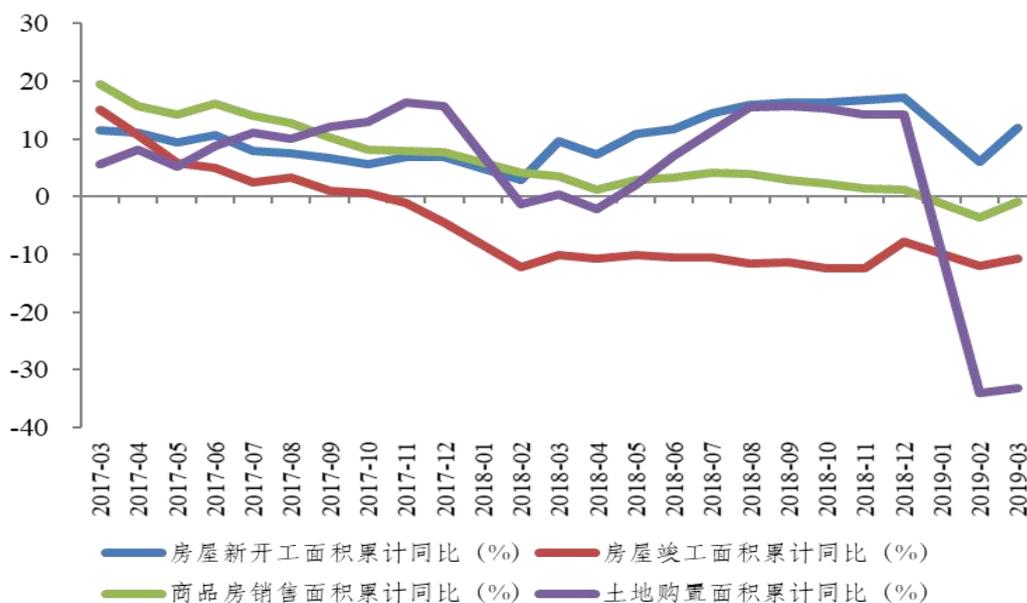


3. 月度工业增加值评述。3月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 8.5%，较 1-2 月份提升 3.2 个百分点，高于预期 6%，高于去年同期 2.5 个百分点。从环比看，3 月份规模以上工业增加值较上月增长 1%。一季度规模以上工业增加值同比增长 6.5%。

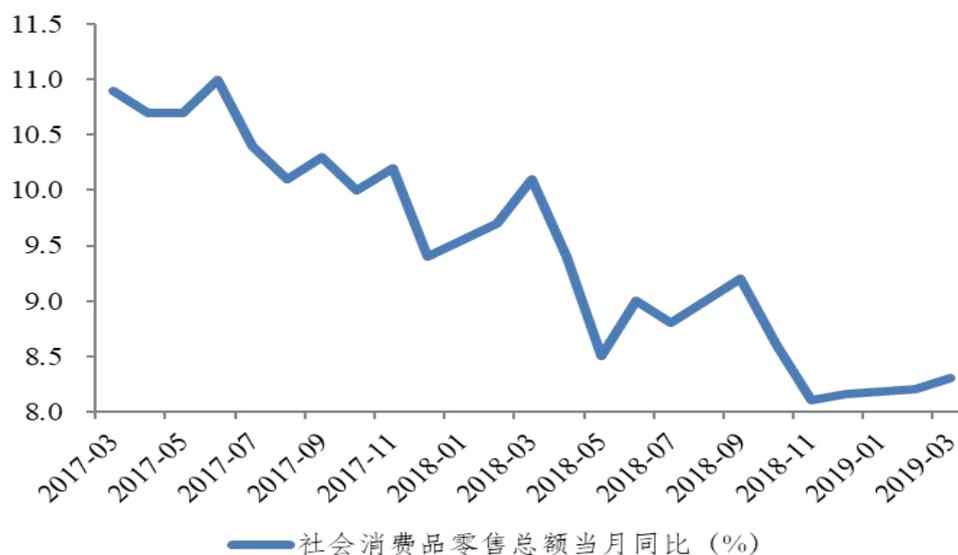


4. 月度固定资产投资评述。1-3 月，全国固定资产投资 10.19 万亿元，同比增长 6.3%，增速比上月提高 0.3 个百分点，比去年同期回落 1.2 个百分点；1-3 月，民间固定资产投资 6.15 万亿元，同比增长 6.4%，增速比 1-2 月回落 1.1 个百分点。



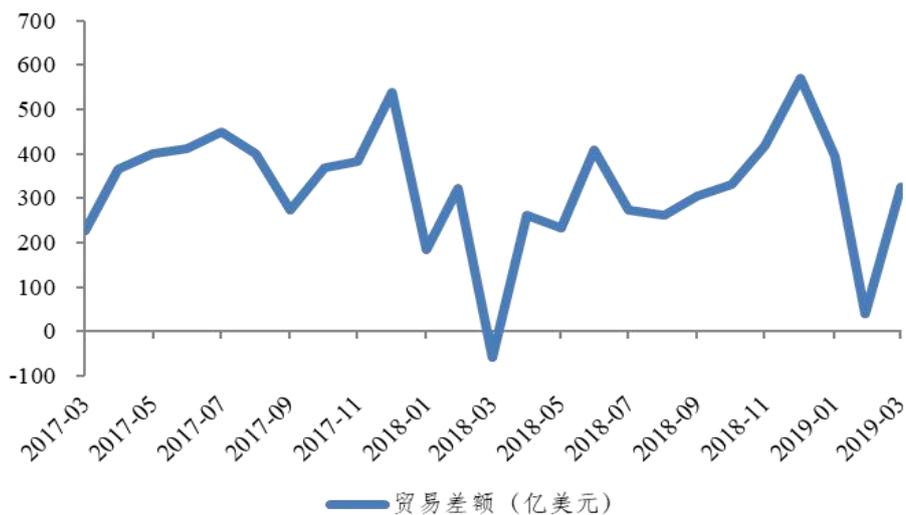
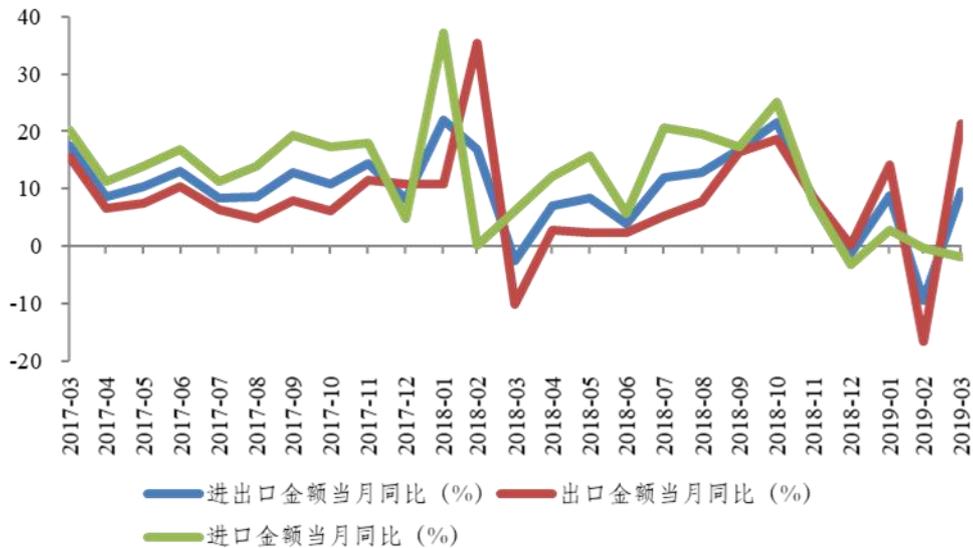


5. 月度社会消费总额评述。2019年一季度，社会消费品零售总额 9.78 万亿元，同比名义增长 8.3%，增速较去年同期大幅下降 1.5 个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长 4.1%，增速比去年同期少增 4.4 个百分点。



6. 月度进出口评述。一季度进出口总额为 7.01 万亿元，比去年同期增长 3.7%，贸易顺差 5296.7 亿，扩大 75.2%。3 月进出口总额为 2.46 万亿元，同比增长 9.6%。其中出口 1.3419 万亿元，

同比增长 21.3%，预期增长 6.3%，前值下降 16.6%；进口 1.1207 万亿元，同比下降 1.8%，预期增长 2.6%，前值下降 0.3%。以美元计，3 月出口总额为 1986.7 亿美元，同比增长 14.2%，预期增长 6.5%，前值下降 20.7%；进口总额为 1660.3 亿美元，同比下降 7.6%，预期增长 0.2%，前值下降 5.2%。



(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。食品价格高位反弹，猪肉价格由

降转升，推高 CPI 同比增速。3 月 CPI 同比上涨 2.3%，刷新去年 10 月份以来的最高值，且高于去年同期 0.2 个百分点。具体而言，食品价格上涨 4.1%，涨幅较上月大幅提升 3.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.82 个百分点，较 2 月的影响程度提升 0.68 个百分点。在食品价格中，猪肉价格上涨 5.1%，较上月大幅提升 9.9 个百分点，是猪肉同比价格连续 25 个月下降后的首次上涨，影响 CPI 提升 0.12 个百分点。在前期分析中已经提到，尽管非洲猪瘟疫情会促使生猪养殖户加快出栏速度，但短期供给的提前可能使得中期生猪出栏受限，促使猪肉价格回升。随着生猪供给的大幅收缩，加上猪周期触底，新一轮猪周期重新开启，未来猪肉价格可能会不断创下新高。事实上，由于猪肉分项在 CPI 篮子中的权重约为 2.5%，因此本轮猪肉价格的上涨很有可能直接推动未来 CPI 的基点，从而持续带来通胀压力。除了猪肉价格大幅提升外，受春季低温阴雨天气的影响，鲜菜价格也加速上涨，同比提升 16.2%，影响 CPI 上涨 0.42 个百分点。非食品方面，3 月份非食品价格上涨 1.8%，较上月提升 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.46 个百分点，较 2 月的影响程度增多 0.12 个百分点。七大类价格同比全部上涨，医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格等耐用性商品价格上涨明显，分别上涨 2.7%、2.4%和 2.1%，衣着、其他用品和服务价格分别上涨 2.0%和 1.9%，生活用品及服务、交通和通信价格分别上涨 1.2%和 0.1%。总体而言，非食品类价格上涨对 CPI 上涨贡献较为稳定。

环比方面，CPI 环比涨幅为 0.4%，较上月回落 1.4 个百分点。其中，食品价格下降 0.6%，涨幅比上月大幅回落 4.1 个百分点，影响 CPI 下降约 0.19 个百分点。鸡蛋、水产品和鲜菜价格分别下降 6.0%、3.6%和 2.6%，同牛肉、羊肉和鸡肉合计影响 CPI 下降 0.21 个百分点；猪肉疫情负面影响渐消，猪肉价格环比增长 1.2%，影响 CPI 上涨 0.03 个百分点。非食品价格下降 0.2%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点，影响 CPI 下降 0.18 个百分点。

PPI 环比由负转正，同比小幅回升，原油等大宗商品价格的走高仍是主要原因。PPI 同比上涨 0.4%，涨幅较上月提高 0.3 个百分点。其中，生产资料价格由降转升，同比上涨 0.3%，较上月提高 0.4 个百分点，影响 PPI 总水平上涨 0.24 个百分点。生活资料价格上涨 0.5%，涨幅较上月提升 0.1 个百分点，影响 PPI 总水平上升约 0.14 个百分点。环比方面，PPI 环比上涨 0.1%，实现了去年 11 月以来的首次上涨，增速较上月提升 0.2 个百分点。其中，生产资料价格环比上涨 0.2%，生活资料价格环比持平。实际上，本次 PPI 同比和环比的提升离不开国际大宗商品价格的影响。具体而言，在主要行业中，涨幅扩大的行业主要为石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业以及黑色金属冶炼和压延加工业，环比增速分别上涨 5.6%，2.3%和 1.1%，较上月分别扩大了 0.6、1.4 和 0.8 个百分点。另外，计算机、通信和其他电子设备制造业以及电气机械和器材制造业虽然仍在下降，但降幅开始收窄。可见，与上月逻辑类似，国际原油、天然

气等大宗商品价格的持续回暖仍然是本次 PPI 环比小幅反弹的主要原因。

总体来看，3 月 CPI 同比涨幅的走高主要是受到食品价格，特别是猪肉价格回升的影响，PPI 的小幅反弹则仍然主要归因于原油等大宗商品价格的升温。

在 CPI 方面，3 月份 CPI 的走势验证了上月关于“CPI 有重回 2%可能”的判断。事实上，随着猪肉疫情的好转、上一轮猪周期的触底以及新一轮猪周期的开启，未来猪肉价格可能会持续走高。由于猪肉价格是 CPI 篮子里的重要指标，因此其上涨有可能提升 CPI 的中枢，从而带动国内通胀水平的持续上行，预计二季度 CPI 有突破 2.5%甚至接近 3%的可能。不过，随着本月增值税率的下调，有可能会拖累 CPI 走高，从而在一定程度上缓和国内的通胀水平。

在 PPI 方面，未来 PPI 仍有走高的可能，但在二季度末将会大概率下行。究其原因，一方面，原油等大宗商品价格对于 PPI 的支撑局面在短期仍会持续存在。另一方面，始于去年四季度的基建补短板可能会带动二季度基建、地产的回暖，从而推动钢铁、水泥等工业品价格走高，从而支撑 PPI。但是，正如前期报告中反复强调的那样，在经济仍处于动能转换期时，国内需求的低迷并未完全消失。加上供给侧结构性改革并没有使得中下游行业更好地支撑上游行业的生产价格，工业部门的通缩风险仍然存在。因此，尽管二季度初 PPI 会大概率回升，但在疲软的需求端已经

传递到生产端的情况下，PPI 在二季度末仍将面临回落的可能。

2. 制造业 PMI 分析与预测。受春节效应影响，3 月制造业 PMI 较 2 月显著回升，但同比不及去年同期，言经济回暖为时过早。在生产端方面，生产指数回升 3.2 个百分点至 52.7%，重回荣枯线以上。3 月生产指数的反弹主要受春节节后效应影响，由于今年春节主体落在 2 月内，3 月份的复工效应较为明显。但同比来看，生产指数较去年同期的 53.1% 下滑 0.4 个百分点，制造业生产仍未走出阴霾。值得注意的是，与过去数年春节前后月份原材料库存指数基本不变的现象不同，2019 年 3 月原材料库存指数较上月上升 2.1 个百分点。企业补库存对短期新订单增加产生了一定促进作用，PMI 回升是否源于经济回暖还需进一步确认。

在需求端方面，新订单指数较上月提升 1 个百分点至 51.6%，但需求的回暖也存在季节性影响。过去三年，春节后月份新订单指数较春节期间月份新订单指数分别上升 2.3、0.2 和 2.8 个百分点。受全球经济放缓影响，新出口订单指数的走势与近期贸易摩擦缓和并不一致，3 月份新出口订单指数较上月上升 1.9 个百分点至 47.1%，较去年同期降低 4.2 个百分点，低于荣枯线。结合本月新订单指数的回升可以发现，需求的提升主要源于国内需求的改善拉动，而非源于国际需求环境改善拉动。

从价格角度看，受国际原油价格上涨和部分生产资料价格上涨的影响，3 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别提

高 1.6 和 2.9 个百分点至 53.5%和 51.4%，企业的采购意愿走强。

分企业规模看，大型企业 PMI 小幅下滑，但高于制造业整体水平，中小企业 PMI 回升，但仍在荣枯线以下。3 月大型企业 PMI 为 51.1%，较上月回落 0.4 个百分点；中型企业 PMI 为 49.9%，环比上升 3.0 个百分点；小型企业 PMI 为 49.3%，环比上升 4.0 个百分点。与大型企业一枝独秀相比，中小型企业持续承担着经济走弱的压力。

3 月份，非制造业商务活动指数为 54.8%，较上月回升 0.5 个百分点。除投入品价格和业务活动预期指数小幅下滑外，主要分项指数均有提振。商务活动指数和新订单指数分别回升 0.5 和 1.8 个百分点，而在其他分类指数中，新出口订单较上月下滑 1.7 个百分点至 49.9%，重回荣枯线以下。

3 月制造业 PMI 录得 1 个百分点的回升，但主因是 2 月春节抑制效应结束后，3 月企业复工明显。在外需方面，出口订单指数继续在低位震荡，外需依然不见本质好转；在内需方面，新订单指数的回升表明内需似乎已逐渐开始回暖。然而，随着原材料价格的持续走高，价格指数有可能继续上升，企业利润，特别是中小企业的利润仍存在进一步压缩的可能。

实际上，与 3 月制造业 PMI 回升不同的是，前两个月的工业企业利润较去年同期大幅回落，增速下滑了 24 个百分点。这表明，制造业 PMI 的回升并没有良好的企业盈利基础。尽管随着基建补短板的持续推进，未来基建投资有逐渐走高的可能，但

是正如反复强调的，经济的企稳并不能靠大规模投资刺激来实现。在经济创新不足的情况下，一味的政策刺激只会对未来的经济发展带来隐患。因此，即使政策刺激下的工业回暖能够在一定程度上支撑 PMI 走高，但随着其效率的走低，第二季度的制造业 PMI 就仍有回落的可能。另外，尽管中美贸易谈判已经取得了实质性的进展，但由于国际经济形势的走弱，未来外需仍有继续回落的可能。因此，在当前内需不稳外需回落的情况下，未来制造业 PMI 的走势还需进一步观察。

3. 工业增加值分析与预测。分三大门类看，采矿业快速回暖，制造业高速增长，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速略有回升。3 月份，采矿业增加值同比增长 4.6%，增速较 2019 年 1-2 月份回升 4.3 个百分点；制造业增长 9.0%，提高 3.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.7%，提高 0.9 个百分点。

分经济类型看，私营企业、股份制企业增速亮眼，外商及港澳台商投资企业增速由负转正，国有控股企业增速回升相对较慢。出口大幅回升为工业生产提供支撑，降税预期提振企业信心。3 月份，国有控股企业增加值同比增长 4.7%，较上月略升 0.3 个百分点；股份制企业增长 10.0%，较上月提升 3.6 个百分点；外商及港澳台商投资企业增长 4.2%，较上月提升 4.5 个百分点；私营企业增长 14.2%，较上月提升 5.9 个百分点。工业增加值增速与出口增速高度相关，3 月出口大幅增长 21.3%，与 1-2 月相比大

幅提升 21.2 个百分点，陡增的出口需求拉动工业生产增长。此前出台的增值税率下调政策诱使企业增加库存，促进了上游企业的生产活动。私营企业和股份制企业对市场 and 政策变化反应较快，工业增加值增幅较国有控股企业更为明显。

分行业看，41 个大类行业中有 40 个行业增加值保持同比增长，汽车制造业增长由负转正，纺织业、非金属矿物制品业和通用设备制造业增速提振明显。计算机、通信和其他电子设备制造业等重要制造业行业 and 高新技术产业增速回暖。3 月 PMI 重回荣枯线上，高技术制造业、装备制造业 and 消费品制造业 PMI 明显高于制造业总体 PMI，需求短期企稳促进多种制造业门类增速回升。其中，纺织业、非金属矿物制品业 and 通用设备制造业增速分别较上月提升 8.8 个、6.6 个 and 9.7 个百分点。计算机、通信和其他电子设备制造业增长 10.2%，电力、热力生产和供应业增长 7.2%。分产品看，3 月份，605 种产品中有 414 种产品同比增长。其中高新科技产品增速显著，移动通信基站产量增长 153.7%，城市轨道交通车辆产量增长 54.1%，新能源汽车增长 41.6%。

分地区看，全境同比增速回升，东部地区同比增速回升最快。3 月，东部地区增加值同比回升 10.3%，较 1-2 月提升 7.2 个百分点。中部地区增长 9.6%，西部地区增长 7.5%，东北地区增长 8.0%；分别较 1-2 月提升 0.9，1.7 和 3.7 个百分点。

3 月规模以上工业增加值同比大幅回升，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的同比增速均实

现较快增长。3月工业增速大幅回升固然有减税利好和内需企稳的因素，但3月出口因季节性因素遽增也是3月工业增速亮眼的原因。在外需没有实质性好转，4月出口几乎必然下降的背景下，3月工业增加值的高速增长难以持续。

值得注意的是，观察过去三年规模以上工业企业利润总额同比增速和规模以上工业增加值同比增速的数据，从2017年末开始，利润总额增速在增加值增速相对稳定的情况下大幅下滑。工业部门并没有从工业增加值增长中获益。原因是随着去产能和去库存政策的施行，上游行业的原料价格大幅上涨，中下游企业由于缺乏议价能力而不得不接受成本的上升。在整体利润增速疲软的背景下，工业企业利润在上游和中下游之间出现再分配，中下游企业利润增速下降更为显著。显然，由于缺乏利润增长作为支撑，短期内因为需求波动导致的企业增加值增长只是一个扰动因素，并不具备可持续性。



此次工业增加值大幅增长对工业部门的正面意义，仍需3月工业企业利润总额增速确认。预计工业企业利润总额增速将会有一定程度的回升，但下游企业需求不振，中游企业利润寡薄的现象将依然存在。3月工业增加值的暴涨可能只是昙花一现，工业部门尚未迎来春天。

4. 月度固定资产投资分析与预测。一、二产业投资增速下滑，基建投资持续发力。相较于总量数据，分项更能够说明结构性问题。固定资产投资总量的同比增速虽然有所提高，但从产业分项来看，结构仍存在一定问题，其中，一、二产业增速均出现不同程度的回落，仅第三产业增速有所加快。具体来看，1-3月份，第一产业固定资产投资为2408亿元，同比增长3%，增速相较1-2月回落0.7个百分点。第二产业为33224亿元，同比增长4.2%，增速回落1.3个百分点。第三产业投资66240亿元，同比增长7.5%，增速较1-2月提高1个百分点，其中基建投资同比增长4.4%，较上月回升0.1个百分点。无论是从增长幅度还是增速角度来看，第三产业都是支撑1-3月固定资产投资增速回升的主要因素。

第一产业方面，自1-2月起增速出现较大幅度回落之后，本月再度延续回落态势。第一产业增速下滑主要存在两方面原因：第一，第一产业固定资产投资在过去几年一直保持较高速度增长，但固定资产形成额的不断积累终究会导致增长出现边际放缓。实际上，第一产业增速自2015年起已经呈现出回落趋势，只是回

落在进程中有所反复；第二，第一产业投资受政策导向影响较大。2017-2018年的农业结构性供给侧改革，导致了社会资源阶段性地向第一产业倾斜。在2018年一季度，第一产业固定资产投资完成额在政策的引导下出现了剧烈反抽，造成了1-3月第一产业的高基数效应。而此后政策效用的逐渐消退，又导致了2019年一季度增速的“断崖式”下跌。但这一放缓仅仅意味着农业供给侧结构性改革阶段性“新常态”的形成，不应被解读为消极信号。

而经济增长亟需解决的主要问题，实际上来自于以采矿业和制造业为主要构成的第二产业。与第一产业不同的是，第二产业数据存在低基数效应，受制于2018年初的去杠杆进程，2018年1-3月第二产业固定资产投资完成额同比增长仅为2%。而即便在低基数的基础上，今年3月的4.2%的同比涨幅，依旧创下自2018年7月起同比增速的新低。具体来看，除高新技术制造业长期保持高速增长之外，采矿业、化学原料和化学制品制造业等偏上游行业在固定资产投资方面也表现出了较高增速。这反映了当前第二产业的两条主线——一方面，制造业结构升级继续延续和上游行业的复苏。另一方面，以有色金属冶炼和压延工业和农副食品加工工业为代表的中下游制造业，表现则不如人意，同比分别下降17.1%和6.7%。上游行业投资的复苏和下游行业投资的萎缩，在一定程度上也源于宽松的货币政策环境，其背后的理论依据，可以用庞巴维克的“迂回生产”框架解释：当货币环境放松时，投资更优先考虑上游行业，生产链有拉长的趋势。而第三产业在

2019年第一季度则表现得相对强势，反映了“基建补短板”的积极财政政策正逐渐释放。

固定资产投资反映的是行业整体扩大再生产的能力和意愿，因此结合固定资产投资数据和工业增加值数据分析，更具有前瞻性意义。综合一、二、三产业数据对比分析，以第三产业拉动的固定资产投资存在一系列的结构性问题。第一，综合目前财政政策相关数据来看，财政支出同比增加15%，第三产业固定资产投资额同比加速，不难发现自2018年下半年提出的基建补短板政策正在逐渐发挥对投资的拉动作用。但与此同时，值得注意的是，基础设施建设容易造成对生产资源的挤占。结合制造业投资同比回落1.3个百分点，以及另一统计口径下民间固定资产投资同比回落1.1个百分点等数据来看，在基建高速增长的同时，其对私人部门和其他行业的挤出效应也在逐渐显现。此外，基础设施建设对原材料的大量需求，对上游工业的复苏具有良好的拉动作用，但与此同时，也存在抬高原材料价格，挤压中下游利润空间的不利影响。而此前的分析曾多次指出，当前经济下滑的根源，便是中下游企业利润空间受到上游原材料价格上涨，以及下游终端消费需求疲软两方面的挤压。

从地区来看，东部地区投资增速加快较为明显，同比增加4.3%，较1-2月提高1个百分点。中部地区投资同比增长9.6%，增速略升0.2个百分点。西部地区投资增长7.8%，增速提高0.2个百分点。而东北地区投资增长2.9%，增速回落2.8个百分点。

分经济类型来看，内资企业投资同比增长 6.4%，增速与上月数据持平；港澳台商投资增长 2.8%，增速提高 2.8%；受贸易摩擦或将得到妥善解决的乐观预期影响，1-3 月，外商投资大幅增长 8.7%，增速提高 5.3 个百分点。

房地产开发投资小幅提升、土地购置面积、销售面积继续增加。1-3 月，全国房地产开发投资同比增长 11.8%，较 1-2 月提高 0.2 个百分点，高于去年同期 1.4 个百分点。其中，房屋新开工面积增长 11.9%，增速提高 5.9 个百分点；房屋竣工面积下降 10.8%，降幅收窄 1.1 个百分点，其中住宅竣工面积增长率下降 8.1%。企业土地购置面积同比下降 33.1%，较上期降幅收窄 1 个百分点。土地成交价款下降 27.0%，降幅扩大 13.9 个百分点。商品房销售面积同比下降 0.9%，降幅比 1-2 月收窄 2.7 个百分点。商品房销售额同比增长 5.6%，增速提高 2.8 个百分点。商品房待售面积相较上月末减少 605 万平方米。国房景气指数为 100.78，自 2019 年 1 月降至最低点 100.56 后，连续两个月反弹。

结合商品房销售数据，以及此前公布的社融和金融数据所展示的居民部门长期贷款的显著增加、居民部门新增存款向企业部门存款的大规模迁移可以得出较为明确的结论，房地产市场有所复苏，这是带动 3 月份金融、经济数据全面回暖的一大原因。目前中国经济能否复苏的关键所在有二：第一，中下游制造业企业的利润空间能否打开；第二，从“宽货币”到中小民企的“宽信用”传导渠道能否打通。然而，靠房地产推动的经济增长，实际

上对于解决以上两大问题弊大于利。不可否认的是，由于房地产上下游关联行业众多，房地产行业对于总体经济的拉动作用较为明显。但是，房地产行业对于上游行业资源的占用，一般大于对下游行业需求的带动。因此由于房地产销售复苏所导致的建设增加，以及随之而来的上游资源消耗，很容易引起原材料价格的进一步上涨，从而进一步挤占中下游制造业的利润空间。此外，在货币政策宽松节奏放缓的情况下，信用质量相对较好的居民贷款、房地产企业贷款，极易对中小民企融资形成挤占，从而弱化“宽信用”的政策效果。因此，如果后续更多证据证明经济总量上所反映的复苏迹象，在微观上更多的表现为房地产行业的复苏，而非制造业的复苏，则这种复苏对于解决目前经济的主要矛盾，效果并不十分显著。与此同时，房地产市场的复苏，极有可能进一步推高居民部门杠杆，在增加宏观金融系统风险的同时，也会限制居民消费能力的释放。

1-3月固定资产投资累计同比较上月增长6.3个百分点，增速提高0.3个百分点。但从结构上来看，固定资产的增长，主要依靠第三产业支撑。而在第二产业中，制造业的增长依旧乏力。民间投资完成额增速下滑，中下游民企生产经营依旧承压，民企扩大再生产在能力和意愿两方面均受到抑制。积极的财政政策在短期内对社会投资形成的支撑作用，长期来看则造成资源分配的扭曲。实际上，第三产业加速与民间投资放缓的趋势几乎同时出现，在时间点上表现出了高度重合。不可否认，“基建补短板”

在短期内确实对经济，尤其是上游行业，具有极强的拉动作用，但从长期来看，其对企业部门造成的资源侵占（金融资源、人力资源、以及原材料资源），无疑会对中小民企造成进一步打击。在以能否从“宽货币”过渡至“宽信用”，以及如何恢复中下游企业盈利能力为主要经济矛盾的当下，基建刺激无异于饮鸩止渴。以第三产业带动的固定资产投资增速加快，并不能表明目前经济面临的基本问题得到缓解。而从另一个维度来看，在金融数据公布后做出的、有关部分金融资源流入房地产市场而非流入制造业的猜测，在房产销售数据公布后得到了印证。与基建相似，房地产行业对于上游行业具有极强的拉动作用，在短期内能够较快的改变宏观经济读数，但同时也会对制造业的资源形成侵占。需要再次强调：由房地产市场回暖所带动的经济复苏，更多的表现为“纸面数据”的复苏，而非真正意义上能够解决现阶段经济发展所存在的实际问题而获得的可持续的复苏。对于所谓的经济触底，应持谨慎态度。

5. 社会消费总额分析与预测。3月消费同比增速小幅回升，但远低于去年同期。回升动力主要源于价格和杠杆。3月社会消费品零售总额同比增长8.7%，增速比1-2月小幅回升0.5个百分点，结束了连续三个月的低位徘徊，但依旧远低于去年同期的10.1%。其中，城镇消费品零售额同比增长8.5%，较1-2月回升0.3个百分点；乡村消费品零售额同比增长9.4%，较上月回升0.2个百分点。3月消费同比增速低位回升，但其主要动力来源于杠

杆，持续增长的动力并不足。结合近期社融数据可以发现，3月住户部门新增短期贷款4294亿元，创下历史新高。个人消费性贷款在住户部门新增短期贷款中占据较大比重，而消费类短期贷款的提升一方面是因为1-2月住户短期贷款数据不太理想，贷款需求后移；另一方面是因为银行零售转型，在大中小型银行都纷纷与互联网公司合作的背景下，消费贷款在消费场景中的渗透率提升。但是，在居民杠杆率高企的大背景下，贷款驱动消费增长是对未来消费的透支，并不可持续。收入的增长和有效需求才是居民消费增长的长期动力，而这正是当前经济所面临的问题。在经济出现实质性向好，企业盈利明显改善之前，对未来消费的走势需保持谨慎。

从消费类型看，必需消费和可选消费的增速均回升。必需品的回暖动力源于价格，可选消费的反弹是前期大幅回落的修正。必需消费中的食品类、饮料类、服装类、日用品类零售增速分别提高至11.8%、12.1%、6.6%、16.6%。可选消费中，除了汽车类零售降幅扩大，而通讯器材类、石油及制品类零售增速回升，地产相关的家电、家具、建材类零售增速分别也上升明显，对消费拉动作用明显。必需品消费中，3月份，食品烟酒价格同比上涨3.5%，衣着同比上涨2.0%。而可选消费方面，通讯器材消费在2018年11、12两个月均负增长，家具在今年1-2月同比增幅仅0.7%，石油及制品消费也在去年12月和今年1-2月表现十分低迷。价格驱动回暖是对未来的透支，而修正则是对前期低迷的补

偿，但是两者均不可持续。

3 月份，社会消费品零售总额同比增速小幅回升，但增速大幅低于去年同期水平。结合信贷数据后，可发现消费的主要动力源于居民部门增加杠杆，但是在企业基本面尚未根本性改善的大前提下，仅靠杠杆推动消费很难持续。另外，分类型观察发现，必需品消费回暖源于价格，耐用品消费回暖源于前期大幅回落的修正，但是两者都不是推动消费持续增长的因素。

3 月消费的低位回升难成趋势，因为在当前经济增速放缓背景下，制约居民消费增长的关键矛盾在于收入的缓慢增长和有效需求的不足，杠杆、价格等短期因素带来的刺激都是短期的，刺激效果也会越来越弱。因此，在经济出现实质性向好之前，未来消费有可能僵持。

6. 进出口数据分析与预测。3 月出口增长迅猛，支撑起一季度进出口数据；进口数据恶化，衰退型顺差显现。3 月份出口数据超过预期，但主要是出口金额的增长率亮眼，而这背后很大程度上受益于出口价格的上升。一季度我国出口价格总体上涨 4.4%，海关总署估算，出口价格上涨对一季度出口增长的贡献达到了 66.3%。



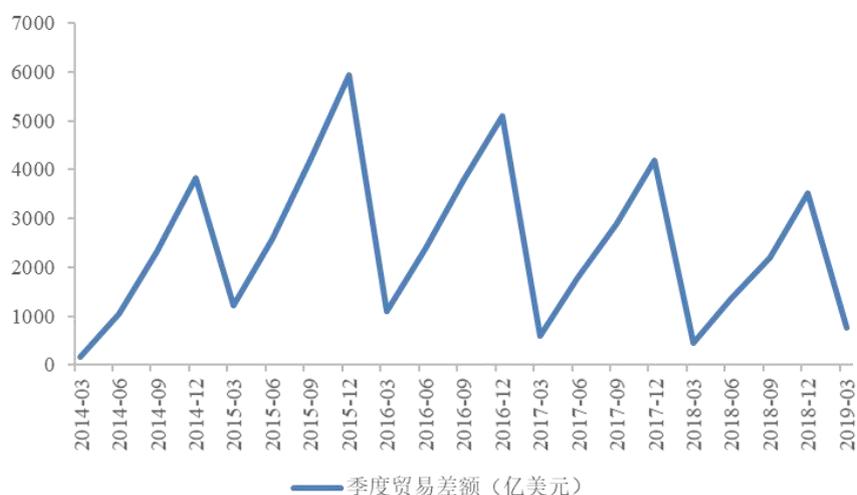
观察过去五年一季度数据可以发现，一方面，自 2017 年以来，一季度数据存在季节性回升的倾向，本次进出口增速超预期也具有一定的季节性。另一方面，2018 年 3 月出口数据明显偏低。因此，去年较低的基数以及春节后企业返工是 3 月出口提振的两个主要原因。另外，“一带一路”沿线国家等新兴市场和欧盟日本等市场需求相对前期有所回暖进一步促进了出口增长；近期提升出口退税税率，降低增值税税率和调低社保缴费费率等一系列措施对出口企业产生较大利好。

分国别结构来看，一季度对“一带一路”沿线国家等新兴市场贸易比重上升，对欧盟、东盟、日本等主要贸易伙伴进出口增长，对美进出口下行明显。我国一季度对“一带一路”沿线国家合计进出口约 2 万亿元，同比增长 7.8%，高出外贸整体增速 4.1 个百分点，占我国外贸总值的 28.6%，比重提升 1.1 个百分点。

“一带一路”的贸易潜力正在逐渐释放，我国对外贸易战略也在逐渐调整。今年一季度对欧盟进出口总值同比增长 11.5%，占外

贸总值的 15.8%。其中出口增长 14.4%，进口增长 7.3%。对东盟贸易总额增长 8.1%，占外贸总值 13.3%，对日本贸易总额增长 3.2%，占外贸总值 7.2%。欧洲与日本经济的小幅回暖，且国际贸易摩擦现缓和迹象，进出口数据得到一定支撑。在中美贸易摩擦的影响下，我国 3 月对美进出口仅微增 0.1%，其中出口同比增长 10.6%，而进口同比下降 21%。整个一季度我国对美国进出口同比下降 11%，其中出口下降 3.7%，进口下降 28.3%。前期贸易摩擦对中美贸易影响深远，叠加美国国内经济下行，政治动荡程度加剧，短期内中美贸易难见起色。

在进口方面，3 月份进口增速大幅低于预期，与出口形成鲜明的对比。在国内需求不景气的情况下，本轮大宗商品价格的上行并没有显著支撑进口金额的增速。具体而言，一季度进口总额增速为 0.3%，较去年同期 12.2% 的增速减少 9.9 个百分点，逼近 15、16 年经济萧条时的增速水平。与此同时，进口商品的价格却达到 3.5% 的增速。可见，进口的增多并不是由国内需求提升引起，而是主要源于大宗商品价格的提振。



尽管第一季度贸易顺差扩大 75.2%，但是除去季节性因素，2015 年以来一季度贸易差额存在逐年递减的趋势，虽然本季度贸易差额有少许回弹，但衰退型顺差的走势已经十分明显。因此，前期需求不足所导致的进口下滑的惯性仍然存在。

就进口产品结构来看，3 月份大致延续上月趋势。第一季度原油、天然气和成品油等商品进口量增加，煤、铁矿砂和大豆等商品进口量减少。一季度原油进口 1.21 亿吨，进口量增加 8.2%；天然气量价齐涨，进口量增加 17.8%，进口均价上涨 28.2%；成品油进口 872 万吨，增加 5.8%。此外，进口铁矿砂 2.61 亿吨，减少 3.5%，进口均价上涨 12.8%；煤进口 7463 万吨，减少 1.8%；大豆进口 1675 万吨，减少 14.4%，进口均价上涨 8.8%。煤改气工程的推进和国际原油价格总体上涨推高了天然气的进口量和价格。

3 月份进出口数据超预期受春节错位影响，预计 4 月份进出口数据将回落调整。2019 年春节为 2 月 5 日，较前一年春节早 11 日；与之近似，2016 年春节为 2 月 8 日，较前一年春节早 11 日。2016 年进出口于 3 月份显著提升，但在 4 月份回落调整，预计今年相似的情况也会出现。

考虑到全球经济增速未见起色，传统海外主要市场的经济动能不足，贸易争端短期内难以结束，我国国内经济转型仍在路上，企业、政府等在去杠杆的压力下需求疲软，进出口数据短期很难出现实质性好转，仍会在 4 月下探并在低位徘徊。但中期利好仍

需进一步关注“一带一路”地区出口需求的增长和国内税费改革后对消费的促进作用。因此综合而言,在经济持续承压的背景下,转型仍然任重道远。

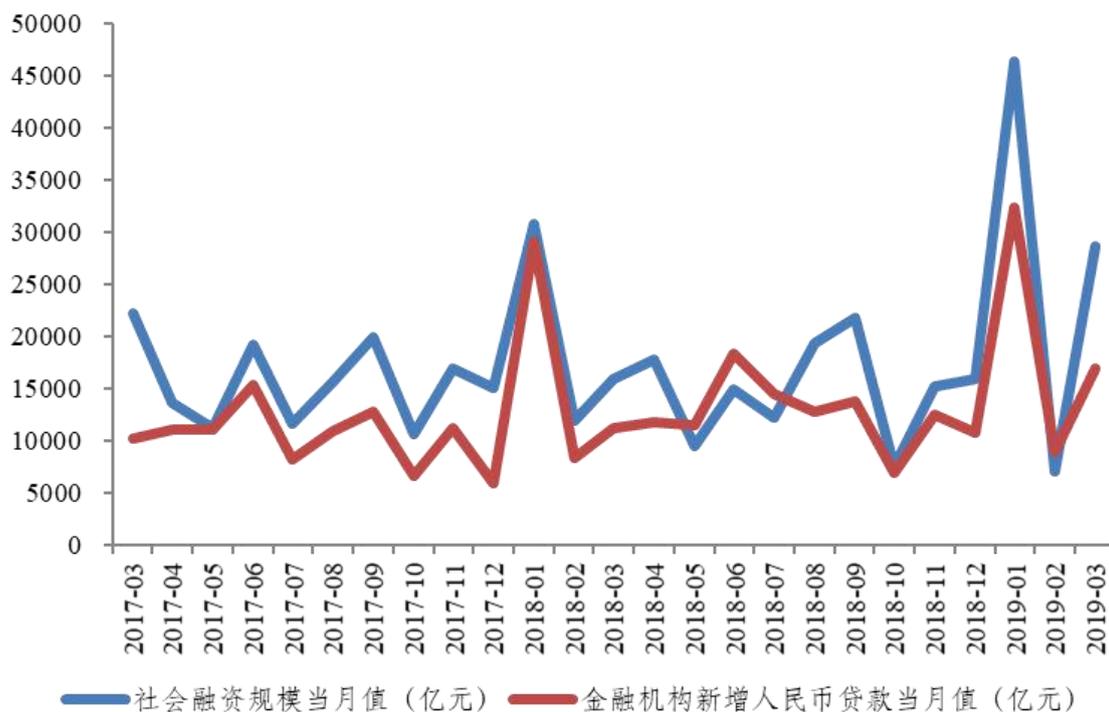
二、中国金融数据点评

(一) 中国金融数据评析

2019年3月新增社会融资规模2.86万亿元,预期1.85万亿元,前值7030亿元;而人民币贷款增加1.69万亿元,预期1.25万亿元,前值8858亿元。3月M2货币供应同比增长8.6%,预期8.2%,前值8.0%;M1货币供应量同比增长4.6%,预期3%,前值2%。

社融数据超预期,贷款结构有待改善。由于2月份的社融低谷和春节假期这一季节性因素,社融3月份出现反弹已成为市场普遍预期。然而,高达2.86万亿的新增幅度,还是大大超过了市场的预期。社融数据公布前后,债市活跃券收益率瞬间飙高,表明社融远超预期这一新信息,此前完全没有在资产价格(即市场参与者对宏观经济预期的均衡点)中得到体现。而作为社融最重要一环的新增人民币贷款规模,也大大高于市场预期。3月,人民币贷款为1.69万亿,比上月多增8042亿元。从总体数据来看,“不成功就会更用力”的货币政策,终于在一季度末打通了货币传导通道,而政策传导的决心也最终实现了从“宽货币”到“宽信用”的突破。结合早前公布的重上荣枯线的PMI,重回“2时代”的CPI,以及超预期的进出口数据,各项数据相互印证,

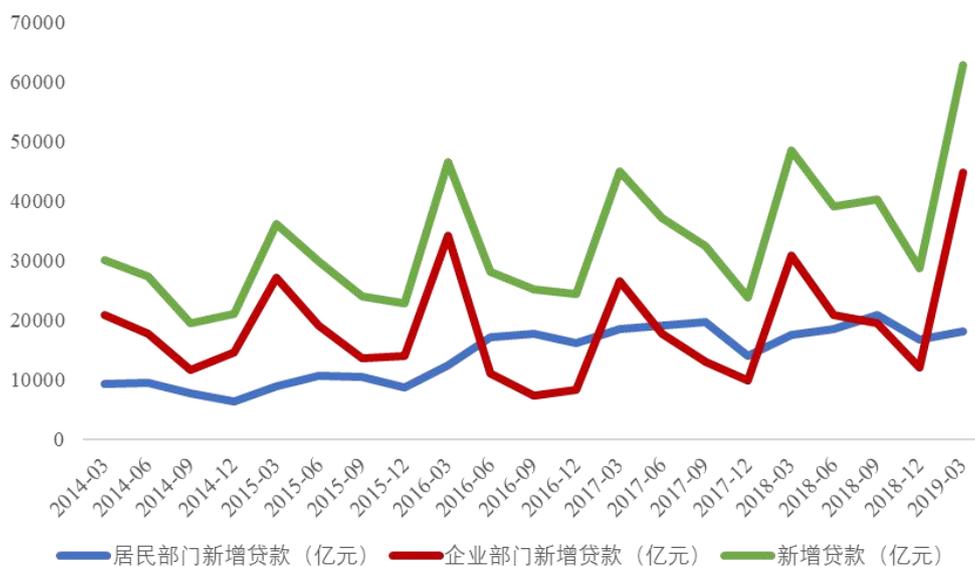
似乎经济触底反弹的乐观预期若隐若现。



然而，暂且不考虑已披露的经济数据，仅针对3月份单月的社融数据做进一步观察，不难发现隐藏在亮丽表面下的贷款增长存在一定的结构问题。虽然新增贷款规模远超预期，但是，从贷款部门来看，相较于上月，本月居民户新增人民币贷款多增了9614 万亿（8908 万亿- (-706 万亿)），而企业部门仅多增 2318 万亿（10659 万亿-8341 万亿）。可以说，3 月份最主要的融资增长实际上来源于居民部门贷款，尤其是消费贷款的大幅增加；而企业部门由于前期的高基数，多增幅度不大。而导致居民贷款大幅增长的原因，至少有以下两点：第一，股市和楼市的回暖对居民部门的贷款需求起到刺激作用。除了用于正常购房需求的长期居民贷款以外，近期银监系统不断开出的罚单也表明，在股市小牛和楼市回暖的当下，消费贷款用于资本市场投资或流入楼市的

现象有所抬头。第二，站在银行的角度，同为相对低风险品种的居民贷款与票据贷款之间存在一定的相互替代关系。在银行风险偏好仍然较低，且票据贷款被扼制的情况下，银行也有用短期居民贷款冲量的需求。然而，无论居民部门贷款放量的背后逻辑如何，可以肯定的是，相比于投入于企业部门的贷款，居民部门贷款对当下经济结构的改善作用相对有限。不可否认的是，居民贷款可以从增加消费和拉动房地产产业链两个方面刺激经济增长。然而，当下货币政策能否发挥效用的关口，并不在于宽松的条件下居民消费能否起到拉动经济增长的作用，而是在于宽松的货币政策能否最终高效流入融资紧张的中小民企。因此，新增人民币贷款的超预期增长虽然是利好，但仅就由居民部门信贷大幅增长所拉动的贷款数据超预期来讲，其所隐含的实际经济意义，可能相较于“纸面数据”大打折扣。

第一季度数据亮眼，“宽信用”效果初显。进一步地，社融的增长是否有意义，需要关注的重点在于“流动性”是否进入了企业部门。受传统的年初信贷放量、春节假期等因素影响，一季度的单月数据指示意义相对较弱。因此，对于企业部门新增信贷这一重要数据，应当选取季度同比数据作为比较口径。

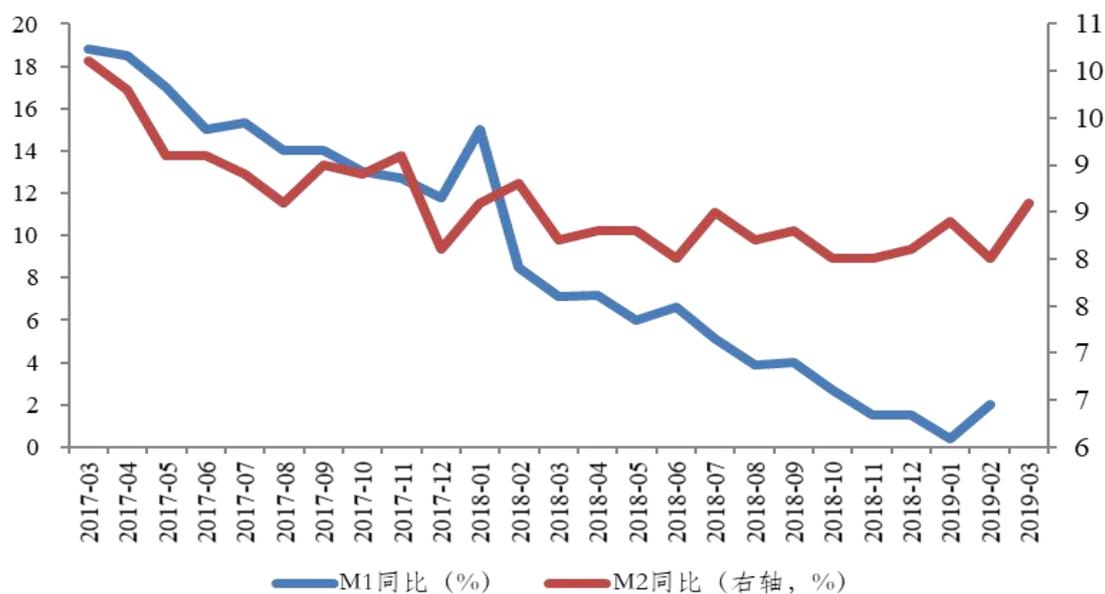


从上图中可以得出两点结论：第一，一季度是放贷大月，往往伴随着企业部门新增贷款放量；第二，2019年一季度新增社融和信贷量均创五年来新高。同比来看，2019年一季度新增贷款相较于2018年一季度多增1.39万亿元。自2019年1月社融超预期开始，企业新增贷款放量的号角便已吹响。实际上，上文所提到的3月份新增企业部门贷款的环比多增幅度较小，存在一个更加积极的解释：1月份以来的企业部门新增贷款一直处于较为强劲的水平，且相较于居民部门更加坚挺。由于表现相对稳定，企业部门新增贷款增长并没有扮演3月份社融超预期的“支撑因素”。但从绝对量上来看，一季度企业部门新增贷款占据了主导社融规模的地位。尽管一季度各月的社融数据先后出现了票据套利、春节回落、以及居民部门增长快于企业部门等扰动情况，但是整个一季度企业部门信贷绝对量创出新高，毋庸置疑的反映了在央行的引导和压力下，货币政策由“宽货币”向“宽信用”的传导正在发生。不过，这仅仅意味着货币传导机制初显打通迹象，

这些资金在企业中间能否被高效地利用将十分关键。如果这些资金效率太低，这将限制企业未来的融资能力和投资能力。因此，短期内融资的上升和狂欢并不能说明经济已经触底反弹。

除人民币贷款之外，其他项目中，未贴现银行承兑汇票新增1365亿元，较上月多增4468亿元。委托贷款和信托贷款分别增长了-1070亿元和527亿元。在资本市场融资方面，企业债券本月增长3275亿元，境内股票融资增长118.54亿元。

M1、M2 均超预期，M1-M2 剪刀差负向收窄。3月，M2余额同比增长8.6%，高于上月0.6个百分点，且高于预期0.4个百分点。M1余额同比增长4.6%，较上月多增2.6个百分点，高于预期1.6个百分点。



在货币供应量方面，最引人关注的是，M1自年初触及0.4%的低点之后，本月大幅回弹至4.60%。与此同时，M2小幅上升，M1与M2的剪刀差从年初的-8%缩小至-4%。一般来讲，剪刀差

的负向缩小最直接的经济意义就是经济活动的活跃度有所提升。但是，需要注意的是，存款的迁移也存在两个需要关注的维度。第一个维度是短期存款与长期存款之间相互转化的情况，直接对应了企业现金管理中存款期的转化，这一维度一般被认为更能够直接反映企业经营活动是否活跃，以及企业对未来经济前景的预期是否良好。由于金融机构信贷收支表的长短期存款细分数据尚未公布，在此暂不针对这一维度进行分析。而另一个维度则是存款在居民部门与企业部门之间的迁移，从已公布的金融机构人民币存款数据来看，3月份居民户新增人民币存款8800亿元，而企业新增人民币存款则高达1.9万亿元。居民部门与企业部门资金流动最重要的两条渠道是工资支付以及居民消费。工资支付是资金由企业流向居民，而消费则是由居民流向企业。由于大多数的居民消费类型相对比较稳定，一般认为，能够引起较大规模的居民部门资金向企业部门迁移的消费主要是房产购置。而结合近期房地产市场回暖，以及社融数据中心居民部门长期贷款大幅增长的情况，虽然数据公布不全，仍可大胆推测，M1本轮的超预期增长的推力，很有可能更直接的来自于房地产交易活动导致的居民存款向房地产企业活期存款的迁移，而非来自于制造业企业内部现金管理的期限变化。当然这一推测仍需要在金融机构信贷收支表和房地产数据公布后再度评估。但无论如何，从目前所掌握的情况来看，M1-M2剪刀差的负向缩窄，并不能武断地解读为企业对经济前景的预期明显改善。

（二）中国货币及金融政策走势预判

从社融数据来看，一季度社融改善明显，在持续放水和监管施压的双重作用下，货币政策的传导机制终于显现出打通的迹象。一季度的社融值得欣喜，但是，从“宽货币”到“宽信用”的道路才刚刚开始。

在从“宽货币”到达“宽信用”的过程中，极为重要的一环是信用、信心的修复。然而 2019 年，债券市场民企爆雷的情况仍屡屡发生，其中亦不乏背景雄厚的企业主体。关注一级市场发行情况不难发现，低信用质量的民营企业融资依旧困难，而若隐若现的城投债务问题，则极有可能进一步打击市场信心。资本市场信用事件频发，直接导致了同时身为银行间市场主要参与者和信贷最主要提供者的银行机构，其自身信用偏好仍呈现为相对收紧。从某种意义上讲，当前社会融资放量，或许并非金融机构的主动选择。一个重要表现在于，2018 年末到 2019 年初，在银行间资金供给量较大，且资金利率较低的情况下，持续宽松的货币政策仍无法有效倒逼银行扩大信用创造规模。而政府最终采用干预指导的方式，虽然能够在一定程度上打通货币传导的关节，但也埋藏下了隐患。如果经济疲软的时间持续超预期，此前零星出现的中小银行不良率激增的现象，有可能会进一步蔓延。

除了各种货币政策工具之外，通过“发声”引导市场预期实际上也是央行掌握的最重要工具之一。三月末央行对降准谣言“报警”的举动值得引起投资者的注意。央行对于降准谣言的强

烈反应，有可能是给市场释放出宽松节奏将有所放缓的信号。第一，从政府主观意图来看，由于市场上存量资金已经接近“泛滥”，“不成功便会更用力”的宽松思路逐渐转变为通过干预手段引导资金完成“宽信用”这一环节。第二，客观上讲，CPI 走高预期的不断加强，挤压了进一步大规模宽松的政策空间。区别于此前持续灌输流动性，未来监管操作可能更侧重于就现有资金供给进行指导分配。因此，未来社融仍有持续改善的空间，但更多的是体现为逐渐消化目前淤积在银行间的资金。作为市场参与者需要注意的一点是，在宽松节奏放缓的同时，银行间资金又存在从市场逐渐流入实体的结构化改变，这对于此前一直宽松的市场资金环境将造成一定的冲击。实际上，在 4 月上旬，银行间市场已经能察觉到市场资金存在边际收紧的迹象。

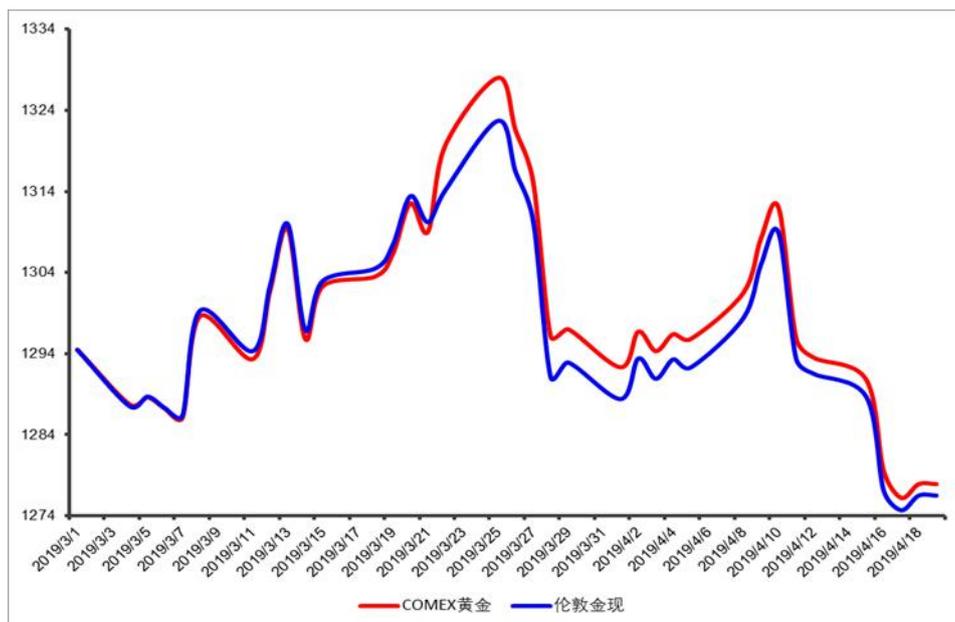
最后，需要说明的是，三月份经济和金融数据有所好转，并不意味着经济已经触底。从最为简单的经验法则来讲，对于经济趋势的确认，至少应需要连续三次同向的变化，而 PMI 此前连续走低，且连续三个月位于荣枯线以下而确认的经济疲软，不应因一次春节之后月份的超预期反弹便贸然断定触底回升。而在进出口方面，诚然中美贸易摩擦解决的契机已经出现，但春节错位因素也在 2016 年和 2015 年的三月导致进出口的大幅跳升，随后季节性影响消失，四月份进口数据重归尘土。在 2018 年的年度报告中已指出，去杠杆造成的民企融资困难只是经济下滑的表象和导火索。而究其根本，困扰中国经济增长的主要因素是债务杠

杆效率恶化，以及行政化“三去一降一补”对中下游民营企业利润空间的挤压。相对于容易出现结构性问题的货币宽松，四月起开始实行的无差别的大规模减税降费，对于民营企业经营环境的改善更有意义。然而，随着上游原材料价格新一轮走高，目前来看中小民企的利润空间仍存在被进一步压缩的可能。在经济数据普遍超预期，且内外部利好频出的当下，不否认经济情况相较于一片哀鸿的 2018 年更能让人看到希望。但无论是金融机构的信用偏好修复，还是企业利润的恢复，都需要更长的时间去发酵。因此，从一季度社融数据来看，货币传导初见成效，但经济言底尚早。

三、全球金融市场走势预判

(一) 大宗商品市场评析

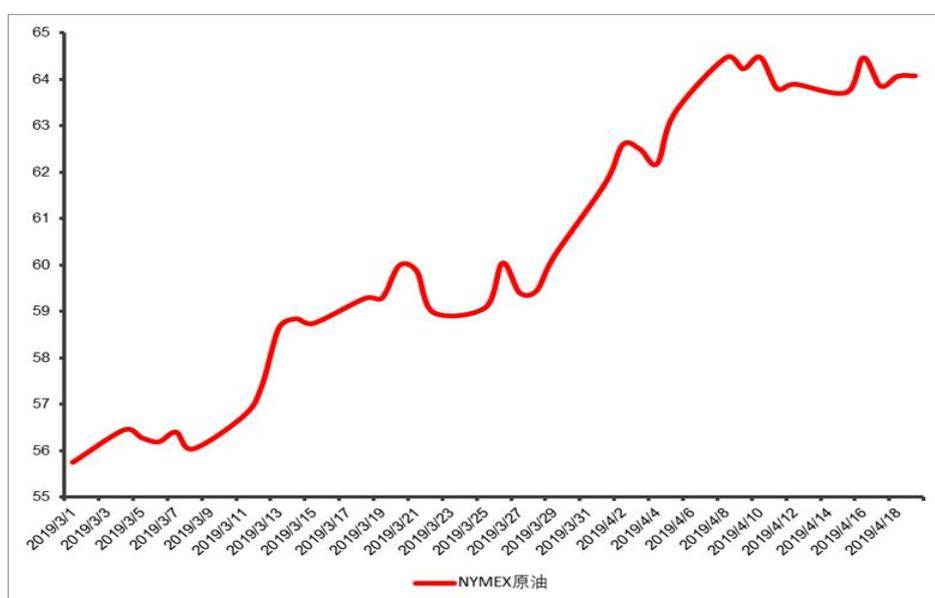
1. 黄金价格分析。黄金价格略显颓势。2019 年 3 月至 4 月中旬，黄金价格呈现先涨后跌的态势。4 月 18 日，国际现货黄金价格和纽约商品交易所黄金期货价格跌至近三个月最低点，分别降至 1270.70 美元/盎司、1273.0 美元/盎司。国际现货黄金 3 月 1 日收盘价为 1293.47 美元/盎司，4 月 19 日收盘价为 1275.51 美元/盎司，微跌 1.39%；纽约商品交易所黄金期货 3 月 1 日收盘价为 1294.5 美元/盎司，4 月 19 日收盘价为 1277.9 美元/盎司，跌幅为 1.28%。



2. 黄金价格预测。近期黄金价格遭遇了较大挫折。其主要原因在于全球股市表现较好，投资者抛售避险资产，资金涌入股市。同时，由于近期未发生较大的风险事件，投资者整体情绪较为乐观，重要经济体增长较好。美国2月贸易逆差意外收窄，3月份零售销售的超预期回暖，美国经济的基本面目前仍较好。中国方面，一季度经济同比增长6.4%，工业增加值、消费和投资增速比前两月有所加快，市场预期也有了更为积极的改善。因此，近期金市的低迷就不足为奇了。但是，全球股市的良好走势很难长久。正如之前反复强调的，作为世界上最大的两个经济体，美国和中国都存在效率下降、杠杆高企的问题。因此，如果没有新的经济增长点，不难预见全球经济增长将进一步放缓。再结合各大经济体较为宽松的货币政策，金价短期内会有所震荡，但是中长期仍有投资价值。

3. 原油价格分析。3月至4月中旬，原油价格呈现震荡上行趋势。国际原油期货价格从1月2日的55.75美元/桶一路上行至

4月19日的64.07美元/桶。近期原油价格上涨主要源于减产和地缘政治。由于沙特阿拉伯继续超额履行减产协议，3月份欧佩克原油日产量大幅度减少，而委内瑞拉在遭受美国制裁之后又大规模停电，导致原油产量骤降。调查显示，3月份欧佩克原油日产量3023万桶，为四年多来最低水平，比2月份原油日产量又减少57万桶。



4. 原油价格预测。在地缘政治和减产的双重影响下，原油价格有望再创新高，但是并没有持续上涨的基础。这一论断主要来自于未来全球原油需求下滑以及供给难以持续下降。

供给方面，美国对伊朗的严厉制裁已经落地，预计会导致伊朗原油产量较此前预期减少40-45万桶/天。但是，美国方面已经要求沙特增加原油产量来弥补美国结束伊朗石油进口的制裁豁免造成的供应缺口，尽管沙特方面表示需要先观察对市场的影响。

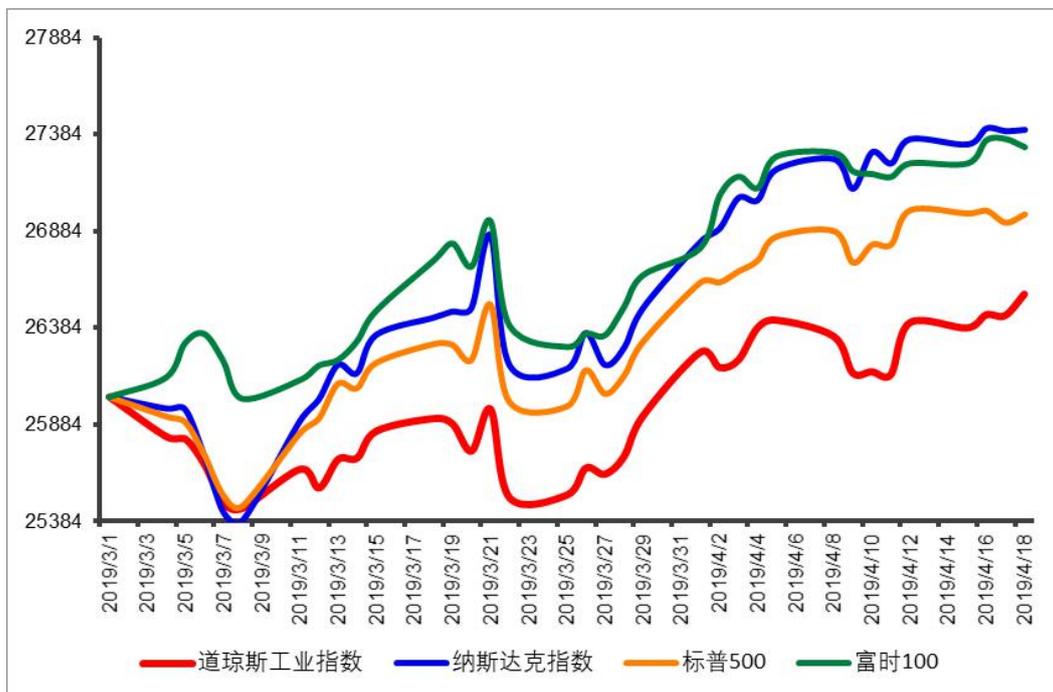
需求方面，美国、中国等主要原油需求国经济走弱对需求的负向影响是显而易见的，世界银行和多家投行都预测全球经济在

未来两年大概率进一步走弱，整体弱于 2018 年，那么相应的全球原油需求增幅也将出现下滑。

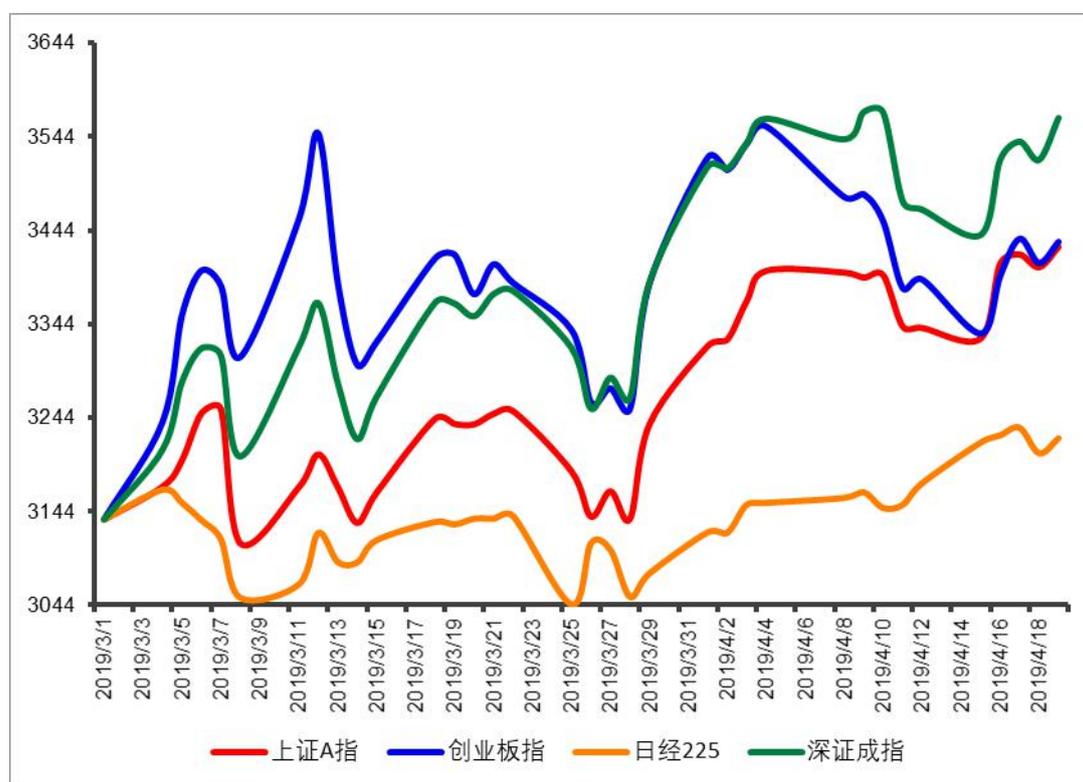
因此，虽然地缘政治风险的爆发以及主要产油国减产会在短期内给油价上涨提供动力，但是中长期来看，考虑到美国的页岩气对油价上涨形成的制约作用，原油仍将处于供过于求的局面，因此未来油价短期有望再创新高，但是中长期来看，没有持续上涨的基础。

（二）全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。3 月至 4 月中旬，欧美股市走势基本一致，都呈现震荡上行的态势。美股三大股指已经逼近近五年来的最高点，基本收复了去年四季度的失地。截止 4 月 18 日，道琼斯工业指数收于 26559.54 点，纳斯达克指数达到 7998.06 点，标普 500 收于 2905.03 点，相较于 3 月初，分别上涨 2.05%、5.30%和 3.61%。



2. 亚洲股市评述。3月至4月中旬，亚洲股市整体走势与欧美股市类似，呈现震荡上行态势。相比于日经225，中国三大股指呈现更强的波动性。A股在3月初一路上涨，于3月12日达到高峰，上证A指上探收盘于3205.2点，创业板指收于1773.43点，深证成指收于9841.24点。随后，A股进入回调时期，截止3月28日，上证A指、创业板指、深证成指分别下挫至3136.72点、1626.82点和21033.76点。随后，A股市场情绪有所恢复，一路震荡上行，截止4月19日，上证A指、创业板指、深证成指分别收于3425.9点、1715.8点和22200.56点，相较于3月初，分别上涨9.25%、9.44%和13.64%。



3. 全球未来股市走势分析。综合来看，3月至4月中旬，全球股市表现良好，主要经济体股市整体上行。美联储“转鸽”的货币政策态度和部分超预期的经济数据是支撑美国股市向好的

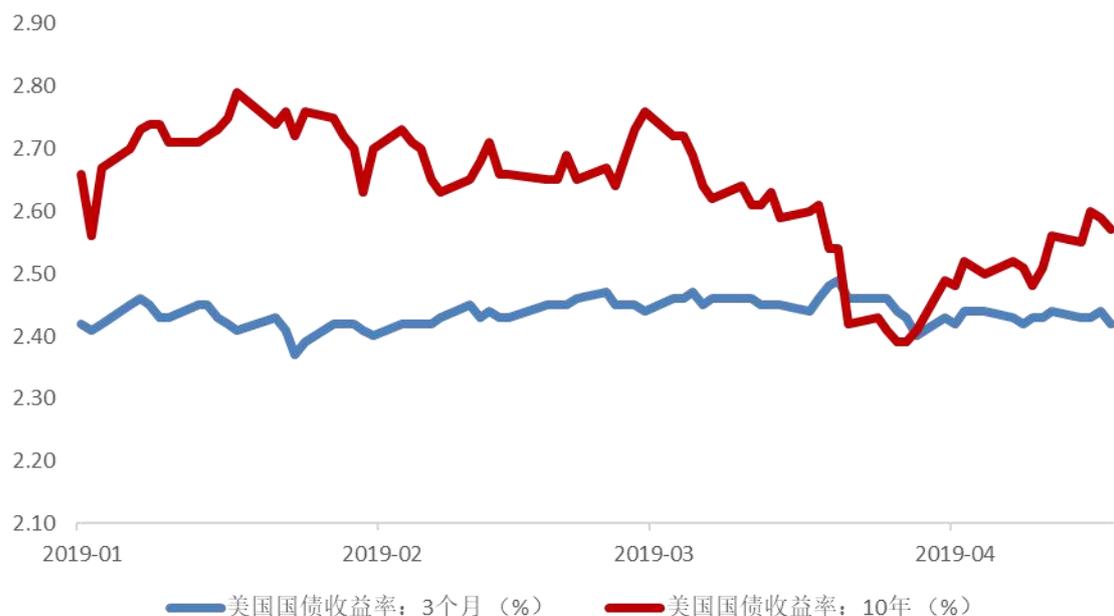
主要支点。今年以来，美股的利好因素不断，美联储对于加息的态度越发软化，提出暂缓加息，中美经贸磋商也进行了多轮，目前传出的消息都比较正面。另外，近期美国部分经济数据也好得超出预期：美国3月零售销售月率增加1.6%，好于预期的增加1%，前值为下滑0.2%；而3月核心零售销售月率为1.2%，也好于市场预期的0.7%，前值则下滑0.4%。美国截至4月13日当周初请失业金人数降低至19.2万人，好于预期的20.5万人，前值为19.6万人；美国截至4月13日当周初请失业金人数四周均值为20.13万人，也优于前值的20.7万人。同时美国2月贸易赤字收窄至8个月新低，表明净出口将在2019年初对国内生产总值产生积极贡献。荷兰国际集团ING经济学家奈特利乐观地表示，预计美国一季度GDP增速为2.5%。而中国股市方面，其良好表现则是宽松货币政策和经济数据转好综合发力的结果。在2018年下半年宽松货币政策的持续发力下，2019年一季度GDP同比增速6.4%，略高于市场预期0.1个百分点，同时固定资产投资增速、工业增加值增速以及社会融资增速均超预期回升，我国经济增长初步企稳。随着经济的初步好转，市场情绪越发乐观，推动我国股市继续走牛。

但是，从中长期来看，依然不能看好未来全球股市的走势。美国方面，虽然美联储宣布将暂缓加息，提升了投资者的风险偏好，但是美国企业利润的压力一直都存在，并且这一部分风险尚未反映在二级市场上。因此，虽然近期美国经济基本面尚可，中

美谈判的利好有望放出，对于短期美国股市较为看好，但是从中长期来看，依然需持有谨慎态度。中国方面，虽然当前的经济数据尚可，但是离经济企稳反弹还有一段距离。在第二产业中，制造业的增长依旧乏力。民间投资完成额增速下滑，上游行业投资复苏，但中下游民企生产经营依旧承压。更为值得关注的是，在中共中央政治局4月19日召开的会议中，谈及对宏观调控“六个稳”目标的退出和坚持结构性去杠杆，这意味着去年下半年以来宽松的货币政策或将面临挑战。本轮股市的反弹主要动力源于宽松的货币政策，一旦货币政策转向，那么“放水无熊市”的逻辑就将发生变化。后期，除非经济增长的结构性矛盾得到改善，经济数据持续改善，否则牛市应该已经基本调整到位。

（三）全球债券市场评析

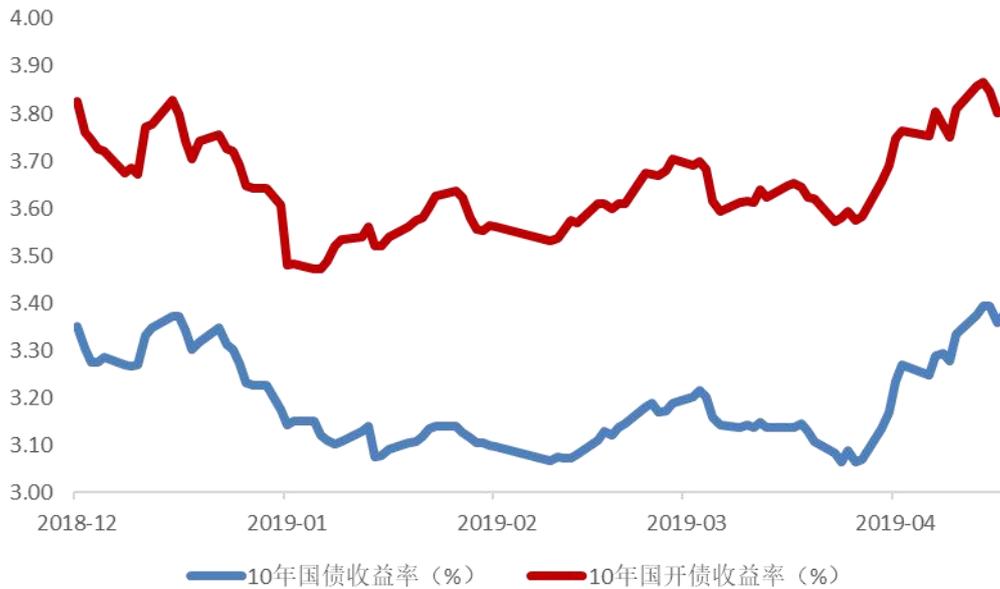
1. 美国国债市场评述。3-4月，美国10年期国债收益率波动剧烈，呈现出“V”字反转态势。由于3月FOMC会议对外下调了美联储的经济预期，加之欧洲经济数据不及预期，美国债券市场一度陷入恐慌。投资者避险情绪浓厚，3月21日，10年期国债收益率单日内下行幅度高达12BP。10年期-3月期国债收益率出现倒挂。但此后随着海外风险释放，以及美联储官员表达对经济的信心，投资者情绪逐渐稳定，10年期收益率稳步上升，收益率倒挂现象在3月的最后一个交易日结束。



从历史经验来看，收益率倒挂是一个危险的信号，其往往预示着经济衰退的临近，虽然本次倒挂持续时间较短，但仍值得投资者警惕。目前美国长短期利差偏窄，欧洲政治经济的不稳定、美国与多国在贸易问题上存在分歧，以及美国国内经济增长的进一步放缓，都有可能再度引发投资者的避险行为，进而引导十年期国债收益率暴跌而再次出现倒挂。

从美联储3月会议纪要来看，在1月硬撑经济强劲增长后，3月份美联储首次承认美国经济增长存在放缓的迹象，除失业率进一步降低外，其他主要经济指标均不如人意。在具体政策上，美联储选择暂不加息，且从点阵图来看，极有可能在2019年全年保持观望状态。与此同时，美联储将放缓缩表节奏，并在2019年9月结束缩表。会议纪要向市场传递了“偏鸽”的信号，但从点阵图来看，在可预见的未来，没有官员认为应重启降息。

2. 中国债券市场分析。



3月末到4月，中国利率债市场经历了一波较大幅度的单边下跌。以国开活跃券190205为例，在不到一个月的时间里，到期收益率从最低3.57%，一路上行至3.8%以上。对比同时期的股票市场，仅3月末股债表现出较明显的负相关，此后债市走出了一段相对独立的单边行情。资产的独立行情，往往受市场短期预期和情绪的左右，甚于基本面的映射。在3月末到4月中旬的债券行情中，预期差和情绪因素的作用展现得淋漓尽致。从时间点来看，利率债行情的几次关键节点，分别对应了几次超预期事件的发生。首先，3月末美联储议息会议首次调低美国经济增长预期，承认美国经济增长存在阻碍，且再一次做出不加息的决定。美联储的官方“偏鸽”声明，叠加欧洲PMI数据低于预期，在全球市场引发动荡，美国市场3月期国债收益率与10年期国债收益率出现倒挂。这一海外超预期事件对国内债市也有所波及，在3月末，利率债收益率明显下滑，190205收益率一度逼近3.55%。

之后，随着中国国内超预期的 PMI、CPI 等经济数据陆续公布，国内利率债开启了“暴跌模式”。与此同时，4月初央行对于降准谣言的坚决辟谣，也向市场传递了进一步宽松可能推迟的信号。全面超预期的经济数据外加央行的预期管理，将阶段性“熊市”的氛围逐渐推高。而真正将“熊市”推向高潮的是月中公布的大幅超预期的金融和社融数据。一季度贷款猛增，让市场对于“宽货币”走向“宽信用”充满信心，投资者预期再一次向乐观靠拢，又进一步推动债券收益率的上行。

但是，如前文对于经济数据、金融数据的分析，超预期的数据在结构上并没有“纸面反映”的那么乐观。数据的超预期只是表象，在本轮利率债大跌中，重点在于“投资者预期的超预期”。从这一点来讲，相较于经济和金融数据，政府及央行针对经济 and 政策的发声，以及货币政策的一些转变，对投资者的影响更大。诚然，央行和政府官员在不同场合的发声，都或多或少的提到了一季度经济数据超预期，货币政策应“松紧适度”。但是在相对乐观的市场中，这些信息被向着乐观的方向加以过度解读，伴随着利率债的暴跌，一时间市场上甚至出现了货币政策将趋于紧缩的言论。就市场的反应来看，不乏投资者认为，监管机构眼中的经济已经触底。然而，在上文中已经提到，尽管3月份国内外各种利好先后出现，但并没有足够的证据表明中国经济基本面已经见底。在经济尚不能言底的当下，货币政策并不具备收紧的条件。不过，目前央行在货币松紧的取向上，确实有一丝“投鼠忌器”

的意味。一个主要的制约因素是，叠加猪瘟扩散影响的猪周期逐渐启动，超预期地抬高了通胀水平。在稳增长促就业和控制通胀两个政策方向上，央行较之前更加慎重。因此，在当前经济数据超预期的形势下，央行也稍稍倾向于放缓宽松的节奏，以兼顾通胀。但这也仅仅意味着在宽松的大前提下，针对宽松的节奏进行调整。此外，另一个政策转变在于，针对从“宽货币”到“宽信用”的传导机制，目前更倾向于调整结构，而非在数量上继续放松，这实际上是在金融体系内和实体经济之间带有干预色彩的再分配，而非紧缩。不过，放缓和结构调整两个因素叠加，确实导致部分投资者形成货币政策倾向中性的预期。四月份市场的几次流动性紧张，又加深了投资者的这一预期。

除了预期，市场情绪也是造成债市下跌的重要因素。年初以来，大多数债市投资者都能够意识到，在当前的收益率水平，利率债没有太大的上涨空间。而基于经济和金融数据超预期，以及市场对货币政策意图的猜测，市场上空头情绪很容易被点燃，这使得本就缺乏多头力量的市场，迅速失去了支撑。情绪能够影响价格，但不能改变基本面，而目前市场对于低评级债券的态度仍未发生根本性的转变。投资者对于经济增长，以及经济结构（上下游、所有制、规模）不协调的担忧依然存在。

3. 中国债券市场预判。不论是当前的预期差，还是市场情绪，都不足以成为支持利率债从此步入熊市的依据。事实上，虽然经济前景相较于2018年底更能让人看到希望，但并未见底的

基本面，并不足以支撑收益率爆发式地上行 30BP，债券市场目前存在超跌。在一个收益率的阶段高点，未来某一新信息的刺激，极有可能引发一轮快速反弹。此外，4月初受 PMI 超预期提振，股市表现抢眼，上证指数就势站上 3200 点，突破了 2018 年 5 月的前期高点。但在上攻 3200 点失败以后，股市表现“后劲不足”，成交量也略有收缩。实际上，股市的持续火爆，起源于投资者预期的改善，转而又加强了投资者的乐观预期。而后期股票市场的逐步冷静，也有助于债市寻底稳定。考虑到基本面情况，目前波段操作中，超跌时做多，与超买时的反向操作相比，相对安全。

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，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。