



太和智库
Taihe Institute

太和财经

一季度结构性数据释放积极信号

太和智库 2020年4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

目 录

报告主要观点.....	1
一、中国经济运行评析.....	5
(一) 宏观经济数据评述.....	5
1. 季度 GDP 走势评述.....	5
2. 物价走势评述.....	5
3. 制造业 PMI 评述.....	6
4. 工业增加值评述.....	6
5. 固定资产投资评述.....	7
6. 社会消费总额评述.....	8
7. 对外贸易评述.....	8
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	9
1. GDP 走势分析与预测.....	9
2. 物价走势分析与预测.....	12
3. 制造业 PMI 分析与预测.....	15
4. 工业增加值分析与预测.....	18
5. 月度固定资产投资分析与预测.....	21
6. 社会消费总额分析与预测.....	25

7. 对外贸易数据分析与预测.....	26
二、中国金融数据点评.....	29
(一) 中国金融数据评析.....	29
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	30
三、金融市场走势预判.....	33
(一) 债券市场评析.....	33
(二) 股票市场评析.....	36
1. 欧美股市评述.....	36
2. 亚洲股市评述.....	36
3. 未来股市走势分析.....	36
(三) 大宗商品市场评析.....	38
1. 黄金价格分析.....	38
2. 黄金价格预测.....	38
3. 原油价格分析.....	39
4. 原油价格预测.....	39
热点分析 1：不能奢望二季度恢复经济增速.....	11
热点分析 2：QE 的麻烦在后面.....	35

报告主要观点

太和财经 2020 年 4 月刊对 2020 年 3 月以及一季度中国经济、金融数据分析如下：

1.2020 年第一季度 GDP 下滑幅度，符合新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响下的市场预期目标。在疫情全球扩散和全球经济持续疲软的背景下，实现经济“翻一番”的目标较为困难。尽管如此，一季度经济增长的结构性数据仍然释放了一些积极的信号，疫情影响下经济结构分化明显，第三产业成为支撑 2020 年一季度 GDP 的主要产业类型。从需求层面看，高新技术产业投资成为新的亮点，但消费需求仍然不足。

2.2020 年 3 月的物价重回“4 时代”，物价失控风险正在消除。猪肉供给的回暖与消费低迷将引发结构性通缩风险；同时，工业品价格在终端消费走弱的背景下也难有较大起色，大概率将持续走弱。预计 2020 年 CPI 价格走势将呈现出一种年初走高，随后逐渐走低的趋势。

3.伴随国内疫情防控持续向好等因素，2020 年 3 月 31 日公布的 3 月制造业 PMI 重新回升至荣枯线上。全球产业链仍将受到进一步冲击。货币政策需避免“利率陷阱”。

4.工业增加值降幅大幅缩小。在经历疫情期间近两个月的生产活动停滞，我国工业增长速度正在逐渐步入正轨。但是值得警惕的是，无论是考虑到疫情暴发前就已经出现的内需不稳，还

是疫情期间全球经济的衰退，全球产能过剩的问题仍会对我国工业发展造成一定程度的制约。

5.考虑到疫情带来的直接冲击正在逐渐消退，2020年1-3月中国的投资增速在触底后开始反弹。但最值得关注的制造业投资增速承压仍然严重，基建投资虽然可以一定程度上拉动经济，但是消费和贸易两大拉动力的衰退很难仅仅通过基建投资来对冲。

6.国内疫情逐步好转，社会消费继续萎缩但有所缓和。生活必需品消费继续表现出韧性，而可选类消费增速继续保持同比下滑；网上消费仅出现小幅萎缩，一定程度上反映了消费渠道的替代效应。

7.贸易数据方面，疫情防控的“时间差”推高2020年3月中国外贸数据。但全球疫情扩散对贸易链的冲击将至少持续12个月。未来二至三个季度内全球贸易将面临冷战后最困难的时期。中国国际贸易或将不能延续2020年3月出现的增长态势，衰退型顺差将逐步缩小。

8.金融数据方面，央行公布的2020年3月金融数据有所改善，社融、贷款、M2增速均超预期，但存贷利差的扩大与金融歧视的加重将引起“资金空转”。未来定向监管与资金定向投放力度将会加强。

太和财经对2020年3月至4月中旬全球金融市场走势解读如下：

1.债市方面，2020年3月债市在海外疫情暴发的背景下，国

内债券收益率进一步下降，但从 10 年期国债收益率的走势来看，市场依然对中长期的经济增长抱有信心，应当关注“两会”后利率债的供给情况。长端存在大量供给的情况下，市场情绪可能趋于谨慎，只要货币政策基调并未转向，那么长端利率依然具备进一步下行的基础，但此过程中要关注波动性逐步放大的风险。

2.股市方面，2020 年 3 月至 4 月中旬，受疫情和油价的影响，欧美股市先暴跌，再震荡反弹，呈现深 v 字走势；受美股的影响，亚洲股市波动明显，整体呈现先下跌，再弱势反弹的走势。美股的反弹已经基本到位，后期面临着较大的下跌压力。3 月下旬开始的美股反弹是以美联储兜底一切为前提。面临危机，美联储大有不成功便更用力的态势，对此，市场给予了较好的反馈。因此，美联储在二季度逐步减少资产购买和回购操作规模是大概率事件。A 股方面，短期的运行逻辑没有发生根本性改变：资金面处于信心修复期，短期内难有大量资金流入，A 股交易额将处于中低位。当前 A 股市场多空因素交织，右侧交易机会的拐点尚未到来，短期内继续在 2700-2900 点做箱体震荡的可能性较大。

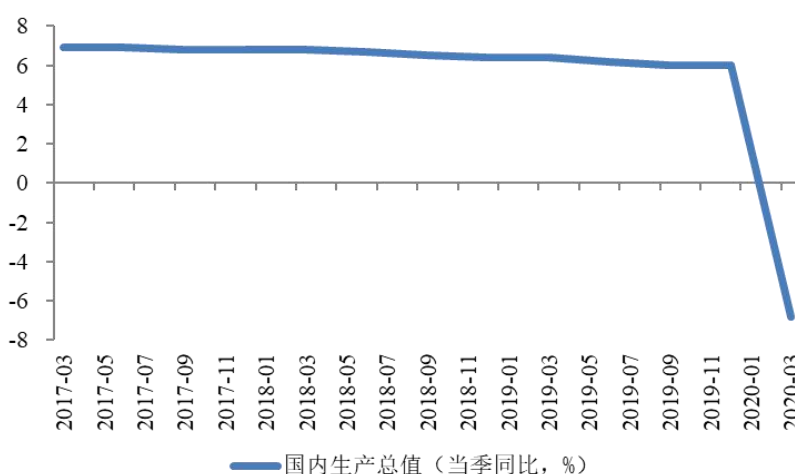
3.大宗商品方面，近日的黄金价格走势重演了 2008 年金融危机时的黄金走势，即一开始美股走熊，黄金价格上行，之后由于流动性等问题，出现卖出一切换成美元的情况，黄金价格暴跌，最后，流动性危机暂缓，黄金作为避险资产，价格重又上行。而 3 月中旬的黄金暴跌被认为是短期的流动性危机所导致的，这并不改变黄金走牛的长期逻辑。原油方面，3 月至 4 月中旬，原油

价格呈现震荡下行的走势，其背后的根本原因在于疫情利空全球经济增长，石油需求下滑。从短期看，考虑到疫情之下，全球石油需求的急剧萎缩，预计原油市场短期波动将持续加大，近期的移仓风险也值得关注，对短期的石油走势持悲观态度。

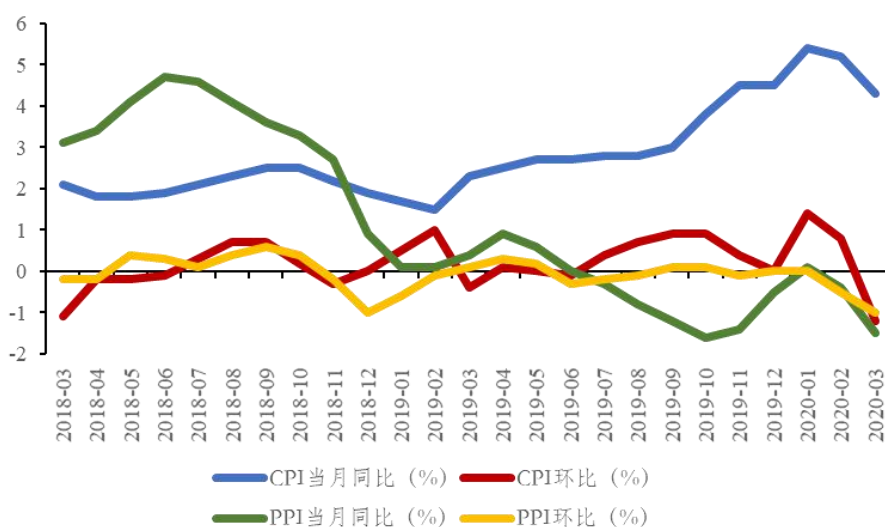
一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评述

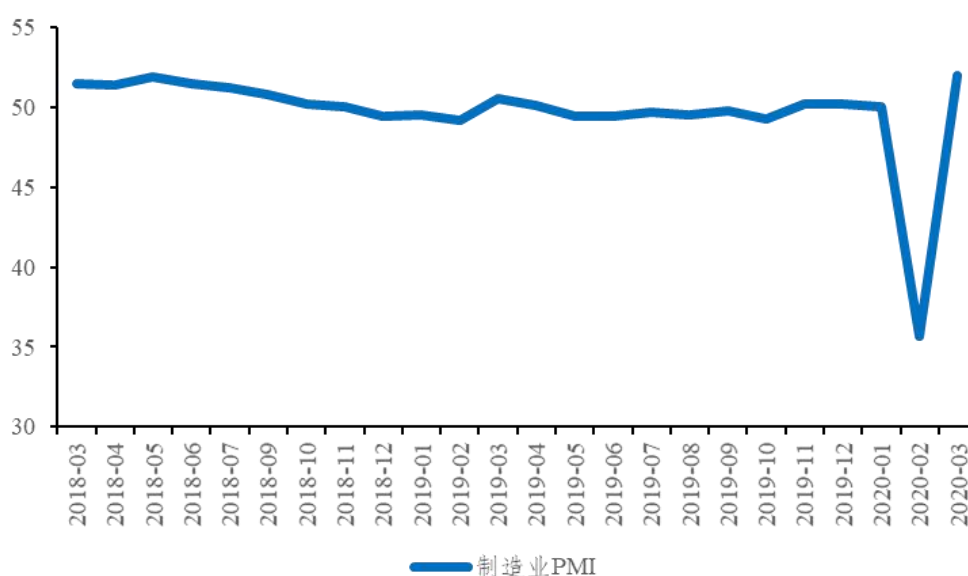
1. 季度GDP走势评述。2020年第一季度国内生产总值20.65万亿元，实际同比下降6.8%，较2019年一季度回落13.2个百分点。



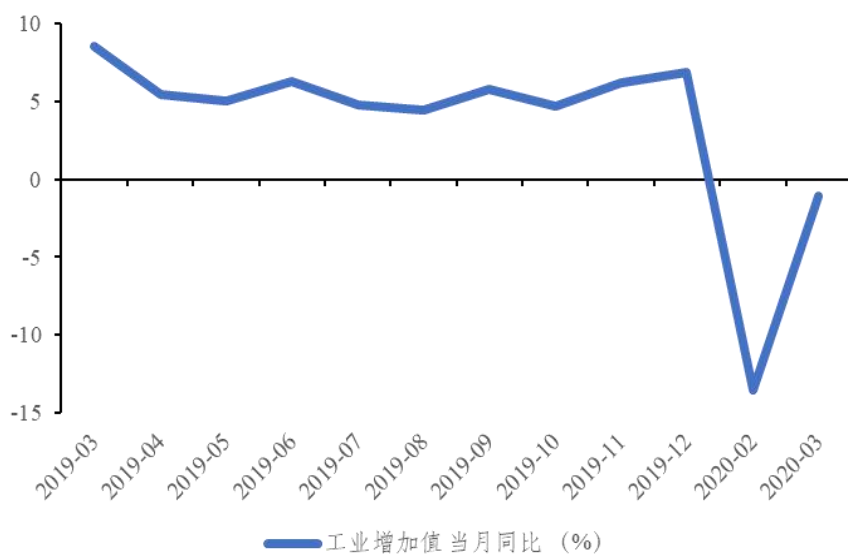
2. 物价走势评述。2020年3月，CPI同比上涨4.3%，预期4.7%，增幅较上月回落0.9个百分点；环比下降1.2%，由升转降。PPI同比下降1.5%，预期下降1.1%，降幅较上月扩大1.1%；环比下降1.0%，降幅较上月扩大0.5%。



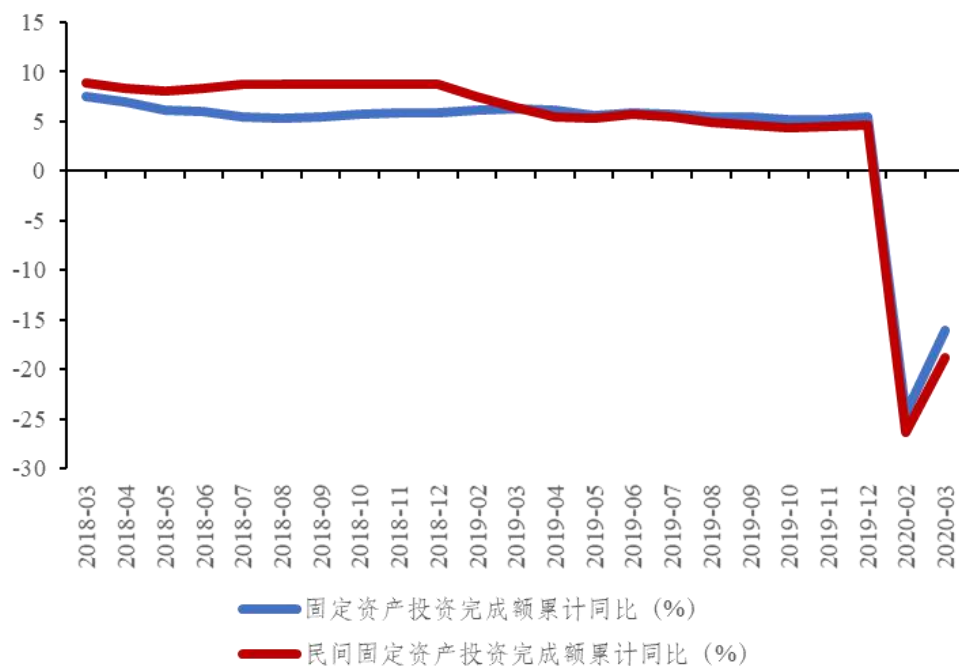
3. 制造业 PMI 评述。2020 年 3 月制造业 PMI 为 52%，重新回升至荣枯线上。从分项数据看，生产指数为 54.1%，比 2 月回升 26.3 个百分点，制造业生产量环比大幅反弹；新订单指数为 52%，比 2 月回升 22.7 个百分点，制造业市场需求回暖；原材料库存指数为 49%，比 2 月回升 15.1 个百分点，但仍然低于枯荣线；从业人员指数为 50.9%，比 2 月回升 19.1 个百分点。



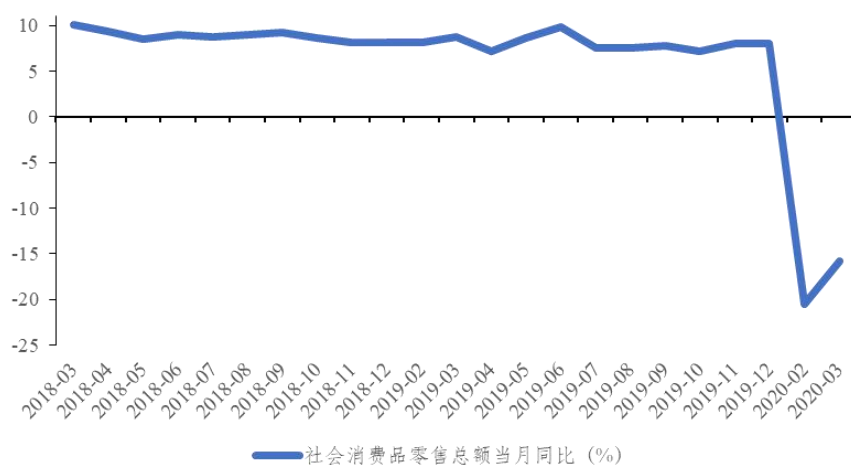
4. 工业增加值评述。2020 年 3 月规模以上工业增加值同比实际下降 1.1%，降幅大幅缩小。从环比看，2020 年 3 月规模以上工业增加值比上月增长 32.13%。2020 年第一季度，规模以上工业增加值同比下降 8.4%。



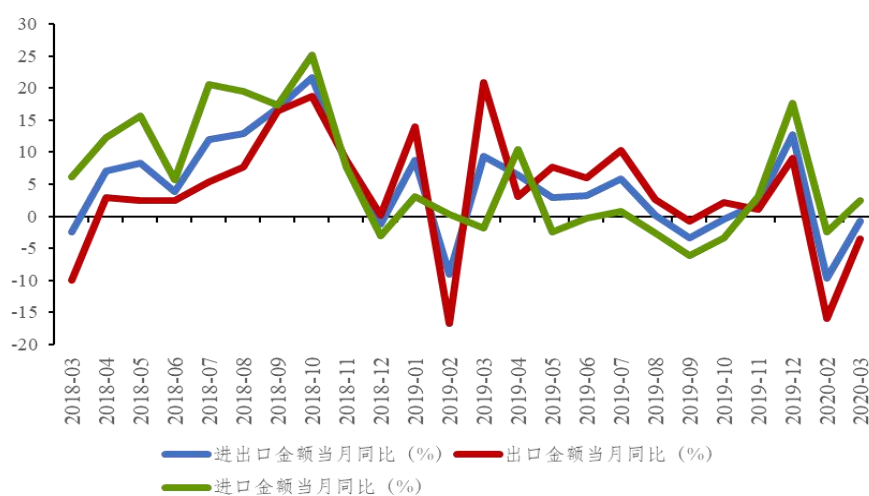
5. 固定资产投资评述。2020年1-3月，全国固定资产投资（不含农户）84145亿元，同比下降16.1%，降幅比1-2月份收窄8.4个百分点。其中，民间固定资产投资47804亿元，下降18.8%，降幅收窄7.6个百分点。从环比速度看，3月份固定资产投资（不含农户）增长6.05%。

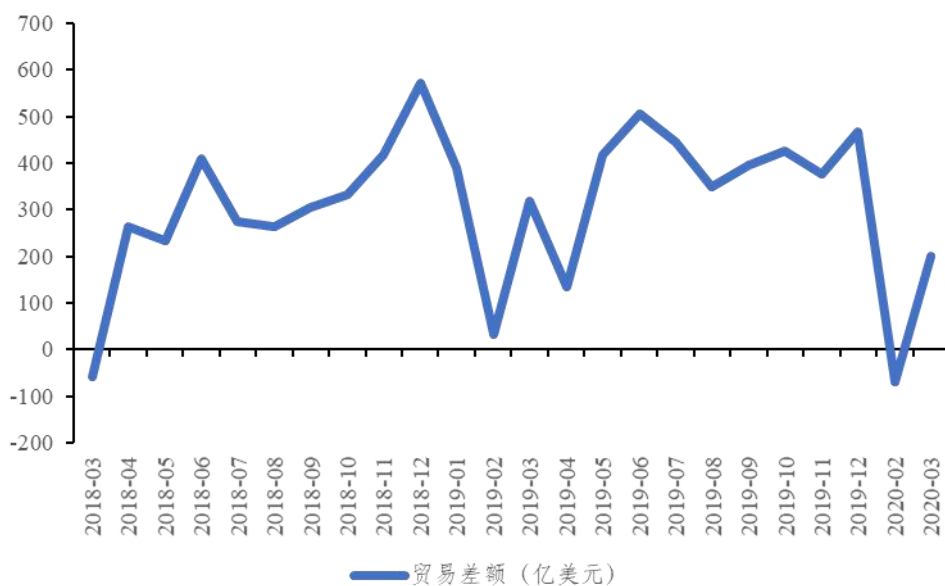


6. 社会消费总额评述。3 月份社会消费品零售总额 2.65 万亿元，增速同比下降 15.8%，降幅比 1-2 月份收窄 4.7 个百分点。



7. 对外贸易评述。2020 年 3 月全国进出口总额为 2.45 万亿元，比去年同期下降 0.8%，降幅较 1-2 月收窄 8.7 个百分点，贸易逆差转为贸易顺差 1394.2 亿元。其中出口 1.29 万亿元，同比下降 3.5%；进口 1.16 万亿元，同比增长 2.4%。按美元计，2020 年 3 月，我国进出口总值 3504.0 亿美元，下降 4%。其中，出口 1851.5 亿美元，同比下降 6.6%；进口 1652.5 亿美元，同比下降 0.9%；贸易顺差 199 亿美元。





(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. GDP 走势分析与预测。疫情影响下经济结构分化明显，**第三产业成为支撑 2020 年一季度 GDP 的主要产业类型。**分产业看，2020 年一季度第一产业增加值 10186 亿元，下降 3.2%；第二产业增加值 73638 亿元，下降 9.6%；第三产业增加值 122680 亿元，下降 5.2%。受疫情直接冲击，2020 年一季度三大产业增加值全面回落，其中，第二产业降幅最为明显，一方面在于疫情影响下的“复工难”，另一方面在于初步复工后国际疫情恶化对外需构成负面冲击。第三产业增加值的回落则主要在于疫情对于餐饮、旅游等消费的负面冲击。

在三大产业的占比方面，第一、第二和第三产业增加值占国内生产总值的比重分别为 4.93%、35.66%和 59.41%，分别较去年增加-2.18、-3.31 和 5.49 个百分点，第三产业的主导作用继续增强。在三大产业的贡献率方面，与第一、第二产业相比，第三产业贡献率依然较高。可见，受疫情的影响，三大产业增加值均

出现了不同程度的下滑，但第三产业无论是在占比还是在贡献率方面均表现突出。实际上，随着国内疫情在3月份得到控制，第三产业中服务业商务活动指数已经由1-2月的30.1%大幅上升至3月份的51.8%，服务业业务活动预期指数也比1-2月回升了17.1个百分点至56.8%。因此，即便受疫情的影响，第三产业对于GDP的支撑力度仍在增强。

2020年一季度国内生产总值同比下降6.8%，符合疫情影响下市场的普遍预期，但今年实现“翻一番”目标的难度将非常大。因为该目标意味着2020年全年GDP应维持在5.5%的增速以上，也意味着后三个季度的平均增速应达到8%左右。在疫情全球扩散和全球经济持续疲软的背景下，这一目标的实现是极为困难的。尽管如此，一季度经济增长的结构性数据还是释放了一些积极的信号。首先是产业内部的结构优化仍在继续，第三产业成为支撑一季度经济增长的关键性产业，其中，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业增加值分别增长了13.2%和6.0%。其次是投资需求中高新技术制造业成为投资的“一枝独秀”，其中，3月份的高新技术制造业同比高速增长8.9%，工业机器人和发电机组产量分别增长12.9%和20.0%。最后，尽管消费整体恢复程度不足，但网上消费水平仍然相对稳定，成为支撑消费的关键因素。

综上所述，太和财经预计二季度GDP会因为投资的回升而恢复正向增长，但由于对外贸易链的断裂与全球产能过剩问题的

暴露，二季度 GDP 增速将依然远低于去年同期水平和过去五年均值。

热点分析 1：不能奢望二季度恢复经济增速

一季度中国 GDP 增速尽管符合预期且出现了一些积极的信号，但也暴露出许多问题，从而导致二季度经济发展难度进一步加大。一方面，在疫情影响下，外需持续疲软是比较确定的，这会进一步抑制二季度的出口水平，从而冲击国内就业水平。另一方面，基建的缓冲作用边际递减，且其后遗症十分严重。

我国主要贸易伙伴的疫情仍然处于“上升期”，疫情的拐点乐观估计也不会早于二季度中下旬，因此贸易链的恢复时点也不会早于二季度中旬。虽然有些国家在疫情得到有效控制之前试图强行恢复经济，但疫情的传播是客观的现实，并不会随主观的意愿改变，全球疫情拐点到来之前，任何的放松不但不利于贸易链的彻底恢复，甚至在疫情的“反复冲击”下会产生不可逆的损伤。外需持续疲软是我国面对的最紧迫挑战，短期看紧迫性甚至高于内需疲软。

高新技术产业投资成为新的亮点，但消费需求仍然不足。在高新技术产业中，一季度计算机及办公设备制造投资增长 3.2%。电子商务服务投资增长 39.6%，专业技术服务投资增长 36.7%，科技成果转化服务投资增长 17.4%。由于输入型病例增多，疫情

防控形势难言乐观，国内消费的动力仍然不足。居家消费促成了相对稳定的网上零售额，其中实物商品网上零售额增长了 5.9%。随着各地消费券政策的实施，预计未来消费将会进一步增长，但其增长势头仍然要视国际疫情的控制程度而定。在内、外需均存在较大压力的情况下，虽然中国经济是最早挺过疫情“洗礼”的大型经济体，但经济增速不会出现 V 型反弹，二季度中国经济增速大概率保持低速正增长。

2. 物价走势分析与预测。随着疫情在中国大陆境内逐步得到控制，2020 年 3 月的价格走势符合太和财经“逐步走低”的判断。虽然 CPI 同比增幅仍然维持在“4”以上的高位，但排除食品价格后，CPI 同比、环比均表现出大幅收敛趋势。值得注意的是，猪肉价格的大幅波动仍然是短期内的决定性因素，即使在疫情结束后也将影响 CPI 短期走势。

具体而言，食品烟酒类价格同比上涨 13.6%，影响 CPI 上涨约 4.10 个百分点。食品中，畜肉类价格上涨 78.0%，影响 CPI 上涨约 3.44 个百分点，其中猪肉价格上涨 116.4%，影响 CPI 上涨约 2.79 个百分点；鲜果和鲜菜价格分别下降 6.1%和 0.1%，合计影响 CPI 下降约 0.12 个百分点；水产品价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；蛋类价格上涨 1.9%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点。

在非食品方面，七大类价格的同比增速四涨三降。其中，文

教类和娱乐类价格涨幅处于第一梯队，分别上涨 5.3%和 2.5%；医疗类与生活服务价格涨幅处于较温和状态，分别上涨 2.2%和 0.3%；交通通信、衣着、居住价格分别下降 3.8%、0.3%和 0.1%。非食品类价格在 2020 年 1-2 月短暂快速上涨后出现涨幅收窄，尤其是非必需类消费更是出现同比价格回落的情况，与食品类价格形成对比，CPI 结构分化的问题仍然较为明显。

受季节和疫情因素影响，一些工业企业停工停产，需求减弱，2020 年 3 月全国工业生产者出厂价格同比下降 1.5%，环比下降 1.0%。其中，生产资料价格同比下降 2.4%，降幅比上月扩大 1.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.79 个百分点。生活资料价格同比上涨 1.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.32 个百分点。可见，PPI 也存在较为显著的分化，生产资料价格的降幅扩大是 PPI 持续下行的主要原因。

分行业看，由于国际原油市场受到较大冲击，价格大幅度下降，主要行业中，价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，同比下降 21.7%，扩大 21.3 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，同比下降 10.6%，扩大 9.8 个百分点；化学原料和化学制品制造业，同比下降 5.3%，扩大 1.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业，同比下降 3.9%，扩大 3.0 个百分点；煤炭开采和洗选业价格同比下降 3.6%，降幅收窄 0.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格由涨转降，同比下降 3.5%。

环比方面，生产资料价格下降 1.2%，降幅扩大 0.5 个百分点；生活资料价格由平转降，下降 0.2%。分行业看，主要行业中，下跌幅度扩大的有石油和天然气开采业下降 17.0%，扩大 6.0 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业下降 7.8%，扩大 3.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业下降 3.5%，扩大 2.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降 1.9%，扩大 0.5 个百分点。上述四个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.67 个百分点。同时，农副食品加工业价格由涨转降，下降 0.5%；煤炭开采和洗选业价格由平转涨，上涨 0.3%。实际上，3 月 PPI 的下滑除了原材料价格因素外，疫情导致的需求下滑是更为重要的原因。考虑到疫情对国内需求的冲击并未消退，预计未来 PPI 下行的风险仍将扩大。

总体来看，2020 年 3 月 CPI 重回“4 时代”，处于相对高位，但高位的价格与终端消费品需求的下降并不矛盾。PPI 增速进一步下行则是受季节和疫情因素影响，一些工业企业停工停产，需求减弱；同时，大宗商品价格的波动也造成了一定程度的影响。

实际上，3 月 CPI 的结构性分化反映出结构性通胀向结构性通缩转变的迹象。太和财经比较了 2019 年同期的各项细化数据发现，猪肉生产周期成为影响结构性问题的主要因素。以畜肉类价格为例，2019 年 3 月的畜肉类价格同比上涨 4.7%，并从 2019 年 3 月开始呈现出逐月递增的态势，而 2020 年 3 月以畜肉类价格为代表的食品价格环比出现下滑。考虑到猪肉生产周期，表明猪肉长期供应压力不断增大的局面将从 3 月起逐步改善。因此，

预计 2020 年价格走势或将呈现出一种年初走高，随后逐渐走低的趋势。同时值得注意的是，国内需求的持续疲软也在于预期收入增长的走弱，在疫情之后这种情况只会加剧而非缓解，而当前的 CPI 高企与消费不足的“畸形”矛盾将向价格与需求同步回落转变，结构性通缩出现的可能性会有所提高。

PPI 方面，由于石油、天然气等大宗商品价格的走低，PPI 在一定程度上受到了原材料价格的拖累，在内需疲软、疫情导致复工复产延后等不利背景下，未来 PPI 同比增速变化存在较大不确定性。尽管近期国际油价波动较大，但这并不是预判未来 PPI 持续走低的根本原因，油价的波动不能成为全球经济复苏困难以及国内经济持续下行的障眼法。而全球刺激性政策的落地、疫情变化、产业链受损程度以及修复能力是影响 PPI 的决定性因素。综上所述，内需不振、外需不稳将会成为限制未来一段时间内 PPI 回弹的两大因素。

3. 制造业 PMI 分析与预测。2020 年 3 月 PMI 数据回升至荣枯线上的主要原因在于国内疫情防控向好，以及多项保障复工复产政策效应的显现。但需要注意，作为一项环比计算的短期经济数据，最新公布的 3 月 PMI 的回升和 2 月的大幅下行形成了一种对比：2 月的大幅下行是疫情在全国蔓延后对未来景气度预期过度悲观的反映，而 3 月的上行则是国内疫情控制后，企业复工复产带来的对制造业等行业景气度的积极预期。从各种景气度衡量指标来看，我国生产生活秩序稳步恢复，企业复工复产明显

加快。其中，2020年3月的生产经营活动预期指数为54.4%，较上月回升了12.6个百分点；业务活动预期指数为57.3%，较上月预期回升了17.3个百分点，这表明随着各项应对经济下行政策的显现，企业对未来生产预期持较为乐观的态度。截至2020年3月30日，全国采购经理调查数据结果显示，大中型企业复工率已经达到96.6%，其中制造业企业复工率为98.7%，相较2020年2月，我国相关行业景气度没有进一步恶化，经济结构出现企稳迹象。分企业规模看，大、中、小型企业PMI分别为52.6%、51.5%和50.9%，分别比上月回升16.3、16.0和16.8个百分点。非制造业商务活动指数为52.3%，比上月回升22.7个百分点；综合PMI产出指数为53.0%，比上月回升24.1个百分点。

然而，考虑到组成我国PMI指数的样本多为较为容易复产复工的中上游大型企业，下游中小微企业的景气状况并不如PMI数据体现的那么乐观，因此经济扩张的进程会由于产业链上下游无法同步回暖而受到较为明显的制约。具体来看，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别从2020年2月的51.4%和44.3%下跌到2020年3月的45.5%和43.8%，同时，产成品库存指数从2020年2月的46.1%上升到2020年3月的49.1%，这表明库存有被动累积的现象。

2020年3月份PMI较2月大幅回升，主要体现的是中上游企业对未来预期的向好。由于PMI是环比指数，这主要体现在企业对未来政府政策刺激的预期。实际上，从公布的数据上看，

企业生产经营压力仍然较大，PMI的这种短期回升的可持续性还有待观察。

尽管3月的制造业PMI出现大幅反弹，但从长期来看，这并不能证明未来中国经济将持续向好。从长期来看，内需恢复仍需时日，外需受全球疫情扩散的影响而继续衰退。产业链冲击导致的需求不足是未来PMI无法维持在荣枯线上的主要风险。

一方面，尽管3月的多项景气度指标较为乐观，但企业生产经营压力仍然较大。数据表明，当前反映资金紧张和市场需求不足的企业比重分别为41.7%和52.3%。这表明，3月的数据回暖多为环比效应与政策效应的显现，我国经济长期缺乏创新等内生增长动力的问题仍然制约着经济发展，企业生产意愿提高与国内需求回升困难的矛盾现象并存。太和财经认为，一味追求数据的亮眼而忽略内需不足、盲目加大政策性刺激式的生产将对前期供给侧结构性改革的成果造成浪费，产能过剩等问题的重新出现将在未来成为制约中国经济发展的重大风险。

另一方面，考虑到受全球疫情扩散的影响，外需仍处于持续衰退状态，世界主要经济体并未出现明显的需求好转迹象。以美国市场调查公司Markit公布的数据为例，美国3月综合PMI指数为40.5%，制造业PMI为49.2%，均不同程度的低于荣枯线。我国的数据同样显示出外需疲软的状态，我国制造业新出口订单指数和进口指数分别为46.4%和48.4%，处于较低水平。如果全球主要经济体无法在短时间内有效控制疫情扩散，全球经济复苏

的进程将难以顺利展开，考虑到近期全球股市的下行以及原油价格的持续下跌等信号均体现出未来经济有出现危机的风险，我国制造业出口将随之受到影响。届时，即使我国已经走出疫情，国际需求的回落也会拖累国内制造业 PMI 以及国内经济的发展。

4. 工业增加值分析与预测。疫情之下，在经历春节后近两个月的生产活动停滞，我国工业增长速度正在逐渐步入正轨。但是值得警惕的是，本次疫情对我国工业增长是一次非常严峻的考验，无论是考虑到疫情暴发前就已经出现的内需不稳，还是疫情期间全球经济的衰退，多重挑战都会对我国工业的进一步发展造成一定程度的制约。

分三大门类看，2020年3月份，除采矿业由降转升外，制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业仍处于负增长状态，但降幅均有明显收窄。其中，采矿业增加值同比增长4.2%，2020年1-2月份下降6.5%；制造业下降1.8%，降幅收窄13.9个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业下降1.6%，降幅收窄5.5个百分点。

分经济类型看，3月份，国有控股企业增加值同比下降2.5%；股份制企业下降0.2%，外商及港澳台商投资企业下降5.4%；私营企业下降0.5%。整体来看，各经济类型均遏制住了进一步大幅下滑的趋势，其中股份制企业与私营企业的回升最为明显，体现了民营经济决定我国经济发展质量的重要地位；而国有控股企业抗风险能力走低以及效率逐渐缺失的特点则被本次疫情慢慢

放大。随着国内疫情逐渐得到控制，各地的复工复产正在快速展开，截至 2020 年 4 月 14 日，我国规模以上工业企业的复产复工率已经达到 99.9%，预计从 2020 年第二季度开始，我国工业生产有望转正。但是，值得指出的是，一方面，长时间的停产停工对企业的现金流产生毁灭性打击，而且在短期内，已经非常脆弱的内需也很难立刻恢复；另一方面，随着国外疫情的暴发，欧美股市和正常经济活动都处于混乱状态，外需不振已成定局。在这种情况下，未来工业增加值虽然仍有望反弹，但是反弹力度和速度将受到很大限制。

分行业看，3 月份，41 个大类行业中有 16 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业下降 4.8%，纺织业下降 5.5%，化学原料和化学制品制造业增长 0.7%，非金属矿物制品业下降 4.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 4.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长 2.8%，通用设备制造业下降 5.4%，专用设备制造业下降 2.2%，汽车制造业下降 22.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 0.5%，电气机械和器材制造业下降 0.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.9%，电力、热力生产和供应业下降 1.7%。

分地区看，3 月份，西部地区首先出现回升，东部地区、中部地区、东北地区的降幅正在逐渐收窄。东部地区增加值同比下降 0.7%，中部地区下降 0.8%，西部地区增长 4.3%，东北地区下降 7.1%。

无论是分行业、分地区、分门类还是分经济类型来看，2020年3月的工业增加情况都在出现不同程度的好转。工业增加值增速的回升虽然体现了供给端正逐渐走出困境，但受疫情影响，一段时间内我国内需疲软的现象无法得到根本性改善，叠加外需惨淡的不利因素，双重因素将对未来工业生产的供给形成巨大制约。

制造业将面临更为严峻的考验。**首先**，在疫情和全球经济衰退的冲击下，国外的生产活动受到很大影响，全球产业链乃至贸易链面临长时间的断裂。结合2020年3月贸易数据来看，如果不依靠进口，国内一些企业很难独立完成生产，国内部分行业也势必受到影响。在全球产业链结构逐步转变的不稳定背景下，如何动用国产替代等一系列手段确保制造业平稳运行是未来值得关注的问题。**其次**，受影响较大的行业，尤其是其中的小微企业面临的不仅仅是现金流危机，短期内的盈利困难正在变成未来的生存风险。当前的部分支持政策已初步落地，更多的刺激性手段仍需改进，进一步的减税、退税政策还有待推出。**最后**，当外需内需都出现大幅滑坡时，积极有效的财政政策提升总需求，对经济起到托底作用是非常必要的，但是财政政策需要有的放矢，找准目标，而不是简单粗放，否则对于支持企业生存没有太大的实际意义。

太和财经认为，当前企业资金出现紧张的主要原因仍在于自身现金流的紧张，且多为需求不足以及消费无法得到提振所致，

在此背景下，大规模财政刺激应稍加克制，大水漫灌式的政策刺激已经无法体现出效率。在全球央行降息的浪潮下，建议应采取利于经济结构调整的财政策略，避免普适性刺激政策，着力避免在欧美出现的利率陷阱，谋划长远经济发展。

5. 月度固定资产投资分析与预测。考虑到疫情带来的负面影响在我国正在逐渐消退，2020年1-3月的投资触底后开始回弹。分产业看，第一产业投资1643亿元，同比下降13.8%，降幅比2020年1-2月份收窄11.8个百分点；第二产业投资25253亿元，同比下降21.9%，降幅收窄6.3个百分点；第三产业投资57249亿元，同比下降13.5%，降幅收窄9.5个百分点。虽然第一产业投资降幅收窄，但由于第一产业在疫情到来之前就已经表现出颓势，投资增速的边际递减叠加产业周期的影响，加之疫情带来的严重影响，三者共同导致了1-3月份第一产业固定投资的继续滑落。随着疫情在国内得到进一步遏制，预计第一产业固定投资数据会逐渐得到改善，但也难以达到同期水平。

太和财经在前期报告中提出，第二产业投资增速回暖的持续性是存疑的，本次第二产业投资增速回弹力度最弱也印证了这一观点。分项来看，采矿业投资下降3.2%，降幅收窄0.6个百分点；制造业投资下降25.2%，降幅收窄6.3个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长2.0%，2020年1-2月份为下降6.4%。由于内部需求疲软问题在国内早已出现，现在叠加外需衰退的不利因素，第二产业投资增速回暖更为困难。此外，伴随全

国大范围的复产复工，电力、热力、燃气及水生产和供应业由降转升。制造业投资总体增速的回弹力度仍然较弱，同时，化学原料和化学制品制造业，尤其是医药制造业投资随着疫情的控制正在退潮，而金属制品业、电气器械和器材制造业，特别是运输设备制造业的投资则受疫情影响较大从而在短期内继续走低。

第三产业投资下降幅度为三者最低，但基建投资承压仍然严重。具体来看，3月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降19.7%，降幅比2020年1-2月份收窄10.6个百分点。其中，水利管理业投资下降13.6%，降幅收窄14.9个百分点；公共设施管理业投资下降20.5%，降幅收窄11.6个百分点；道路运输业投资下降17.5%，降幅收窄11.4个百分点；铁路运输业投资下降28.6%，降幅收窄3.1个百分点。

分地区看，全国各地区3月份第三产业投资均出现明显下滑，以湖北为代表的中部地区仍然为全国重灾区。其中，东部地区投资同比下降12.3%，降幅比2020年1-2月份收窄7.9个百分点；中部地区投资下降27.8%，降幅收窄4.9个百分点；西部地区投资下降10.8%，降幅收窄14.2个百分点；东北地区投资下降14.2%，降幅收窄4.7个百分点。分经济类型来看，内资企业投资同比下降16.3%，降幅比2020年1-2月份收窄8.5个百分点；港澳台商企业投资下降13.0%，降幅收窄10.4个百分点；外商企业投资下降9.0%，降幅收窄7.0个百分点。

房地产开发投资降幅收窄，各项细分指标均有不同程度好

转。2020年1-3月份，全国房地产开发投资21963亿元，同比下降7.7%，降幅比1-2月份收窄8.6个百分点。其中，住宅投资16015亿元，下降7.2%，降幅收窄8.8个百分点。具体而言，房屋新开工面积28203万平方米，下降27.2%，降幅较2020年1-2月份收窄17.7个百分点；企业土地购置面积1969万平方米，同比下降22.6%，降幅比2020年1-2月份收窄6.7个百分点；土地成交价款977亿元，下降18.1%，降幅比2020年1-2月份收窄18.1个百分点。商品房销售面积21978万平方米，同比下降26.3%，降幅比2020年1-2月份收窄13.6个百分点。同时，房地产企业融资环境有所好转，房地产开发企业到位资金33566亿元，同比下降13.8%，降幅比2020年1-2月份收窄3.7个百分点。

考虑到疫情暴发时房地产投资数据的下滑就低于整体，在疫情影响正常经济活动的特殊时期继续呈现出的韧性非常明显，各项细化数据均有不同程度的好转。考虑当前的宽货币政策，释放的大量流动性往往更为轻易地流入韧性较强的房地产行业。尽管“房住不炒”的核心精神已经被反复强调，但在第一季度经济数据严重下滑的背景下，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效应很难在短期内得到改善，不排除其在疫情结束后持续作为一个对冲手段。

伴随我国疫情大幅好转，2020年1-3月固定资产投资增速触底后如期反弹，但最值得关注的制造业投资增速仍然承压较大，基建投资虽然可以一定程度上拉动经济，但是消费和贸易两大拉

动力的丧失是难以仅仅通过基建投资来进行对冲的。随着疫情的逐步稳定和中央一系列稳投资政策的落地实施，太和财经仍然认为我国的投资力度将不断加大，投资短期下降的局面将逐步扭转。尤其值得注意的是，本次高新技术产业的投资增幅非常明显，如果能够借此契机，找到除房地产以及基建投资之外的经济增长点，高新技术产业方面的投资将成为最“健康”并能够有合理回报的一项投资。另外值得注意的是，尽管近期中央反复提及“新基建”概念，但是太和财经坚持认为，刚刚起步的“新基建”的市场规模还未达到独当一面的程度；同时，考虑到无论是新还是旧，其投资驱动经济增长的本质并未发生根本性变化，虽然在GDP大幅下滑的背景下，“新基建”投资可以在短期内起到一定程度的缓冲作用，但长期来看，内需和外需很难在短时间内复苏，如果因为盲目进行投资而导致债务高企等问题，那么“新基建”将再次导致“旧问题”的显现。如果考虑到“新基建”建设以及后期运营维护成本相对较高的特性，不排除急于求成式投资后“新问题”出现的可能性，这将对前期多项改革获取的成果造成浪费。

房地产方面，本月房地产投资增速出现一定回暖迹象，其回弹的速度与力量继续体现着较高的韧性。由于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，都一定程度上反映了房地产对流动性的挤占。展望未来，尽

管政府对房地产行业一直采取着较多的管控措施，但为应对疫情带来的冲击，央行实施的宽松型货币政策所释放的流动性仍有再次回归房地产的可能。因此，未来房地产投资的韧性仍然继续存在，前期预判的震荡下行趋势或将由于疫情影响而出现变化。

6. 社会消费总额分析与预测。国内疫情好转，社会消费继续萎缩但有所缓和。2020年3月份社会消费品零售总额同比下降15.8%，降幅比1-2月份收窄4.7个百分点。其中，城镇消费品零售额录得2.30万亿，同比增长-15.9%；乡村消费品零售额录得0.35万亿，同比增长-15.1%。

从消费类型上看，生活必需品消费继续表现得较为有韧性，而可选类消费增速继续保持同比下滑。其中，食品、饮料类增长较为稳定，同比增长分别为12.6%、4.1%。服装鞋帽类、金银珠宝类、家用电器和音响器材类以及家具类，同比降幅均超过20%。

线下消费大幅下降的同时，网上消费仅表现小幅萎缩。2020年3月份，全国网上零售额22169亿元，同比下降仅为0.8%。其中，实物商品网上零售额18536亿元，同比增长5.9%，占社会消费品零售总额的比重为23.6%。

无论是从经营地、消费类型还是消费模式上来看，2020年3月各维度消费数据降幅缩窄但并不显著。尽管企业逐渐复工、物流配送逐渐恢复，供给端正在恢复，但市场预期的报复性反弹消费并未如期出现。

消费恢复的滞后，不仅与居民收入有关，还可能同时与境外

病例输入、无症状感染者不断增多以及国内企业一定程度的价格上调有关。截至4月8日，全国16省市近50个城市已推出消费券政策，金额从数百万元到上亿元不等。政府正努力通过消费券增加民众购买力与消费需求，进而提振消费、带动生产与投资增长，加快经济复苏。

从长期经济状况来看，居民实际可支配收入增长不足、居民负债过多杠杆过高，一定程度上限制了居民消费能力；从当前来看，未来消费的不确定性，在于国外疫情扩散，受输入性病例影响，国内消费势头仍然不足，总体需求仍然疲软；且在第二季度，进出口受疫情持续影响，会导致消费与外贸问题叠加，使国内疫情后经济复苏困难加大。对此，全国各城市根据自身情况已陆续推出不同金额的消费券政策，这一定程度上有助于刺激未来消费的短期增长。

7. 对外贸易数据分析与预测。疫情防控的“时间差”推高3月中国外贸数据。我国的疫情防控取得了显著成果，全国范围的复工复产在3月全面铺开，与全球疫情的全面扩散有将近一个月的“时间差”，因此，2020年3月中国外贸数据报复性反弹并强于预期。具体来看，中国3月进出口数据降幅缩小与国内外疫情发展的错位以及春节错位效应相互对冲。我国疫情在2020年3月已经得到初步控制，而日本、欧盟、英国与美国等贸易伙伴的疫情则是在3月逐渐恶化，疫情发展时期的错位为我国的进出口提供了近一个月的缓冲时间。然而，由于上述地区的疫情防控在

3月中旬开始全面崩溃，外需的疲软在3月数据中并没有体现。与此同时，由于2019年春节在2月份，因此2020年3月份进出口数据受去年同期高基数的拖累有所拉低。在多空双重因素的影响下，我国出口贸易继续下滑但降幅有所收窄。

一方面，进口数据稍好于出口数据并出现由降转升，这主要归因于国内疫情初步控制后的内需回弹，铁矿砂、原油、煤等大宗商品和肉类等重点民生消费品进口较快增加。2020年第一季度，我国进口铁矿砂2.6亿吨，同比增加1.3%；进口原油1.3亿吨，同比增加5%；进口煤9577.8万吨，同比增加28.4%；进口天然气2465.6万吨，同比增加1.8%。2020年3月进口出现同比上涨的另外一个重要推手就是农产品进口，特别是猪肉进口增幅明显。在落实中美贸易协定第一阶段的窗口期，农产品进口增幅较大可以理解。其中进口大豆1779.2万吨，同比增加6.2%；进口猪肉95.1万吨，同比增加1.7倍；进口牛肉51.3万吨，同比增加64.9%。值得注意的是，2020年第一季度猪肉进口较2019年第四季度增加了1.7倍，这种与民生消费相关的进口提升与“猪周期”相互叠加，高位运行的猪肉价格将逐步回落，与太和财经前文《物价压力或转“通缩”》相互印证。中国进口数据的超预期并不代表我国内需改善。综合2020年3月价格数据以及PMI数据来看，内需不稳、外需不振将成为长期存在的问题。

分国别来看，2020年3月以及2020年第一季度的贸易结构趋势性变化更加突出。其中，对欧盟、美国和日本等传统贸易伙

伴的进出口下降，对东盟、“一带一路”沿线国家的进出口同比继续增长。2020年第一季度，我国对东盟进出口 9913.4 亿元，同比增长 6.1%，占我国外贸总值的 15.1%，东盟成为我国第一大贸易伙伴；对欧盟进出口 8759.3 亿元，同比下降 10.4%；对美国进出口 6680.1 亿元，同比下降 18.3%；对日本进出口 4656.8 亿元，同比下降 8.1%。此外，我国对“一带一路”沿线国家进出口 2.07 万亿元，同比增长 3.2%，高出整体增速 9.6 个百分点。事实上，考虑到前期中美贸易争端、全球需求疲软以及当今疫情等因素的影响，我国贸易结构可能在一定程度上出现根本性的逆转，并且在长期内得以延续。

受到疫情和春节错位的双重影响，无论是按人民币计还是按美元计，我国 2020 年 3 月以及第一季度的出口与进口均受到了不同程度的影响。考虑疫情全球范围内扩散的因素，预计 2020 年前三个季度都将与全球需求疲软相随，而需求的持续疲软对全球贸易链的冲击不会少于 12 个月。

另一方面，产业链的冲击反而不是现在的主要矛盾，产业链外迁的风险也不必夸大。首先，产业链的特点是变迁而非变化，短期内不会有明显的改变；其次，疫情是一面“照妖镜”，疫情防控是一套综合体系而非单一的政策变化，反映的是社会总成本管控的综合能力，相信没有哪家理性的企业愿意将自身转移至防控无力的“体系”下；第三，产业链的更迭是多组“串联电路”的“再并联”过程，单一的企业转移不会影响体系，哪怕是最重

要的企业发生转移也不会带来体系转移，因为产业配套的缺失是单独一个企业无法承受的成本冲击。因此，我国应抓住疫情的窗口期，转危为机，弥补我国相对短板的中高端市场高附加值产业链条。

综上所述，太和财经认为全球疫情泛滥将导致经济衰退，甚至是长时间的经济萧条，贸易链的断裂将长期制约贸易的增长。同时，未来二至三个季度内全球贸易将面临冷战后最困难的时期。中国或将不能延续 2020 年 3 月出现的增长态势，衰退型顺差将逐步缩小。

二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

2020 年 3 月新增社会融资规模 5.16 万亿，较去年同期多增 2.2 万亿元；金融机构新增人民币贷款 3.04 万亿元，同比多增 1.79 万亿元。3 月 M2 货币供应量同比增长 10.1%，前值 8.8%；M1 货币供应量同比增长 5%，前值 4.8%。3 月份社融整体大超市场预期。3 月社融爆发式增长，既有政策推动、债务置换以及贷款需求后移等因素，也蕴含着一定资金空转的可能性。3 月份的金融数据和实体经济出现了较大背离，一方面 GDP 增长、PMI 数据显示实体经济刚刚开始复苏，但尚未回归正轨，另一方面 3 月份的社融远高于去年同期。



(二) 中国货币及金融政策走势预判

从分项数据看，2020年3月社融的主要增量来自于新增贷款、企业债券和政府债券。具体来看，新增人民币贷款30374亿元，同比多增18788亿元；新增企业债券9953亿元，同比多增9689亿元；新增政府债券6363亿元，同比多增2950亿元，环比多增4539亿元。

人民币贷款方面，整体期限结构不佳，企业贷款增长明显，居民贷款增长相对较弱。2020年3月企业贷款大幅增加9841亿，其中短期贷款同比多增5651亿元，中长期贷款同比多增3070亿元。企业部门的贷款需求以短期贷款为主，而短期贷款的主要作用是补充现金流以维持企业生存，中长期贷款才是企业扩大生产的重要来源。中长期贷款增长乏力说明终端需求出现萎缩，国内外经济不确定性加大，企业普遍投资意愿不足。同时，居民部门2020年3月新增贷款同比多增984亿元，也出现了短期贷款需求较强而中长期贷款需求不足的情况，其中短期贷款同比多增

850 亿元、长期贷款同比多增 133 亿元。一方面，这是由于房地产和汽车销售未回归常态，居民中长期贷款需求相对较弱；另一方面，疫情对于住户部门的收入和对未来经济的预期打击明显，住户部门的消费欲望有边际下滑的问题。综上，在政策刺激和客观融资需求的推动下，2020 年 3 月新增贷款的冲高是必然的，但是中长期贷款增长较弱表明实体经济的真实融资需求依然不足。

太和财经认为 2020 年 3 月金融数据整体走强有以下几点原因：一是资金需求较为旺盛。3 月份国内疫情得到基本控制，实体经济逐步复工复产，企业之前的贷款需求得到集中释放。二是宽松货币政策预期逐步落地。宽松货币政策下，企业融资利率下行，部分企业存在以低息新增债务置换高息存量债务的行为。自降准、增加再贷款再贴现额度等政策落实之后，金融体系流动性充裕，企业融资利率较往年有明显下行，多地国有企业和上市公司出现以低息融资置换原有高息融资的行为。三是存贷套利空间逐步加大。宽松货币环境造成部分企业融资成本低于理财收益，部分企业存在套利行为。截至 3 月 31 日，一年期 AAA 和 AA+ 中债企业债到期收益率中枢分别为 2.42% 和 2.61%，较去年同期分别下行 76.80、74.80 个 BP，且有进一步下行的趋势。而同期一年期银行理财预期收益率普遍高于 3.5%。可以看出，理财收益和融资成本之间的利差可高达 100 个 BP，中间存在着较大的低风险套利空间。

另一方面，3月金融机构人民币存款总量新增4.16万亿元，同比多增2.44万亿元，环比多增3.14万亿元。财政存款3月收缩7353亿元，同比多减425亿元，环比多减7561亿元。企业存款新增31860亿元，同比多增12621亿元，环比多增29020亿元；居民存款新增2.35万亿元，同比多增1.47万亿元，环比多增2.47万亿元。分析数据不难发现，由于抗疫与扶持政策发力，政府部门的存款下降幅度较大，而企业存款却大幅上涨，尤其环比更是多增了近3万亿元，远远高于贷款增量。如果理财收益和企业融资成本之间的利差持续存在，资金空转的现象有进一步扩大的可能。

2月以来，政府的逆周期调控政策逐步加码，地方债放量发行；3月16日实施普惠金融定向降准；新增再贷款再贴现额度5000亿元，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月27日的政治局会议明确下一步货币政策六大目标；3月30日央行又宣布将7天逆回购利率下调20基点；3月31日国务院常务会议明确“增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元”。宽松的货币政策、积极的财政政策、企业债务置换以及企业复产的客观需求共同促成了3月社融的超预期增长。同时，4月3日央行宣布的中小银行定向降准1个百分点尚未实施，传统政府债券以及特别国债的发行尚未完成。短期来看，政府部门的加杠杆、低息的融资环境以及充裕的流动性对社会融资将起到较大的支撑作用，但也表明未来货币政策进一步放宽的空间不会太大。

但是，今年的经济形势依然严峻，疫情对内部经济的冲击尚未完全消化，外需又面临着大幅萎缩的威胁。2019年前三季度，货物和服务净出口对GDP增长贡献率达19.6%，外贸带动就业人数约1.8亿人。但是，随着疫情的全球性蔓延，我国主要贸易伙伴欧洲、日本、美国先后进入疫情的暴发期，国际评级机构惠誉更是将2020年全球经济增速预期由2.5%大幅下调至1.3%。在海外疫情冲击之下，二、季度的主要矛盾将集中于外需。同时，根据3月份住户部门的贷款数据，可以看出疫情对于居民的收入和消费欲望打击明显。后续即使国内居民生活正常化，消费也难以弥补外需的萎缩。目前来看，政策层面有通过提高政府负债、加大投资带动实体负债增长的倾向，但是考虑到我国投资效益存在边际递减的问题，居民部门加杠杆的动力不足，太和财经对今年后续的经济走势持有谨慎态度。预计未来央行的货币政策会延续宽松，但力度不会增加。同时需要关注庞大的资金刺激与疲弱的需求预期叠加，资金空转与资金套利行为将成为二、三季度金融市场突出的风险点。

三、金融市场走势预判

（一）债券市场评析

3月债市在海外疫情暴发的背景下，中国国债收益率进一步下降，其中以2年期、5年期国债为代表的中短端利率下降约50-60bp，明显快于10年期长端利率。从10年期国债收益率的走势来看，市场依然对中长期的经济增长抱有信心，因此始终在

2.5%-2.6%左右徘徊不前。这与我国目前相比于其他央行较为克制，坚定“以我为主”的货币政策有关。展望利率后市，可以从以下几个角度进行观察。

首先，中美利差持续维持在 200bp 左右的高位，虽然 4 月 3 日中国人民银行表示中美利差处于合适的区间，但 200bp 已是过去数十年的历史极值，倘若继续上升，中国国债将成为全球低收益环境下的凸点，海外资金势必流入，对人民币汇率造成升值压力，不利于我国贸易行业的复苏。在国际金融市场动荡的背景下，人民币汇率是否能保持相对稳定是货币国际化中的试金石。因此，从中美利差及汇率角度来看，我国长端利率具备下行基础。

其次，从期限利差角度观察，10 年期和 2 年期的国债期限利差亦处于历史高位，收益率曲线陡峭化是过去一个月的趋势。美联储尚处于无限 QE 时期，在海外经济尚未复工的情况下，短端利率不存在突然上行的可能性。在流动性溢出效应下，资金会逐步带动长端利率进一步下行。

最后，应当关注两会后利率债的供给情况。长端存在大量供给的情况下，市场情绪可能趋于谨慎。但纵观历史，驱动债市牛熊的始终是货币政策而非供给，只要货币政策基调并未转向，那么当前的长端利率依然具备进一步下行的基础。

热点分析 2：QE 的麻烦在后面

在连续祭出 QE、无限 QE、2.3 万亿企业贷款支持等措施后，美联储资产负债表规模迅速飙升至史无前例的 6.4 万亿美元，较 3 月初增长 2.1 万亿美元。QE 设计初衷在于政府负债从财政部的左口袋掏到央行的右口袋，在保持总负债不变的情况下，将堆积在国债市场的避险资金挤到风险偏好更高的企业债、信贷、权益等市场以帮助实体经济的复苏。大量 QE 购买国债能降低国债收益率，迫使寻求收益的资金涌入其他市场并帮助有效降低信贷市场的利率。但是此次美联储国债回购的可持续性值得探讨。

首先，在财政部尚未配合发行国债的背景下，巨额 QE 将抽走美国国债市场的流动性。如果美国财政部之后扩大赤字发行国债，美联储直接购买，则美联储实质上在践行争议巨大的现代货币理论（MMT）。

其次，巨额 QE 在短期内可能并无太大负面效应，但长期的副作用不容忽视。其退出可谓难上加难，此前美联储曾进行过短暂的温和缩表，但随后又开始降息扩表。参考日本在 QE 道路上的经验，基本可以概括为“扩表易、缩表难”，所购资产将长期留存在央行表内，且一旦出现波动，市场均条件反射式依赖于央行持续不断的购债。

最后，在压低美国市场整体收益率环境后，资金未必会如美联储所愿进入到企业债、信贷等市场。不排除巨额 QE 后美元信

用的长期根基受到影响，资金开始流出美元资产，并流入收益相对较高的中国资产的可能性。在过去数十年持续QE的背景下，美联储的工具箱早已为市场所熟知，市场对政策的预期差正在逐步缩小，这对于美联储的预期管理并非好事。

（二）股票市场评析

1. 欧美股市评述。3月至4月中旬，受疫情和油价的影响，欧美股市先暴跌，再震荡反弹，呈现深V字走势。截至4月24日，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500和富时100分别收于23775.27点、8634.52点、2836.74点和5752.23点，相较于3月初，分别变动了-10.97%、-3.55%、-8.20%和-13.56%。

2. 亚洲股市评述。3月至4月中旬，受美股的影响，亚洲股市波动明显，整体呈现先下跌，再弱势反弹的走势。截至4月24日，上证指数、深证成指、创业板指和日经225分别收于2808.53点、10423.46点、2003.75点和19262.00点，相较于3月初，分别下跌了5.47%、8.42%、6.17%和9.75%。

3. 未来股市走势分析。3月上旬和中旬，在疫情和油价的双重冲击下，美股3月9日、12日、16日以及18日连续4次出现熔断。市场暴跌导致美国资本市场出现流动性危机，VIX指数飙升，非银机构面临份额赎回、追加保证金、削减风险头寸的压力，不得不卖出大量流动性好的资产。同时，高杠杆投资、同质化交易策略和量化交易系统更是加剧了市场的踩踏，欧美市场急剧下跌。

面对流动性危机和潜在的大规模的企业信用风险，美联储迅速降息至 0-0.25%，采取大规模资产购买计划，启动 CPFF（商业票据融资支持工具）、PDCF（一级交易商信贷便利机制）、MMLF（货币市场共同基金流动性工具）、TALF（定期资产抵押证券贷款工具）、SMCCF（二级市场公司信贷融资工具）等一系列恢复市场信心和流动性注入措施，开启与多国央行的美元流动性互换，并宣布建立大众企业信贷计划。同时，美国财政也针对疫情和受灾企业、居民提供了一系列的财政拨款。货币政策和财政政策的双管齐下，使股市出现较大程度的反弹。

但是，太和财经认为，美股的反弹基本已经到位，后期仍面临着较大的下跌压力。3月下旬开始的美股反弹是以美联储兜底一切为前提。面临危机，美联储大有不成功便更用力的态势，对此，市场给予了较好的反馈。但是，根据 2008 年金融危机的历史经验来看，美联储长时间持续购买大量有毒资产¹的可能性较低。同时，美元是国际货币，如果美联储继续大量购买有毒资产，美联储资产负债表稳定性下滑，美元的公信力将受到冲击，其后果会相当严重。因此，太和财经认为，美联储在二季度逐步减少资产购买和回购操作规模是大概率事件。届时，美股将进一步消化疫情的影响，并面临高收益债市场暴雷的压力，美股继续往下调整的可能性较大。

中国 A 股方面，短期的运行逻辑没有发生根本性改变：资

¹ 在市场情况良好的时候，资产面临的多方面的不良影响都被暂时掩盖了起来，而当危机降临的时候，潜在的所有因素就会积聚在一起爆发出来，这样的暂时稳定资产叫做“有毒资产”。

金面处于信心修复期，短期内难有大量资金流入，A股交易额将处于中低位；从政策面来看，面对危机，政府陆续推出积极的财政政策、货币政策和产业政策，以对冲经济下行部分压力；消费不振，外需下滑，基本面也存在较大压力；外部市场震荡也会对A股造成压力。因此，太和财经认为，当前A股市场多空因素交织，右侧交易机会的拐点尚未到来，短期内继续在2700-2900点做箱体震荡的可能性较大，5月两会召开的相关情况值得重点观察。

（三）大宗商品市场评析

1. 黄金价格分析。2020年3月至4月中旬，黄金价格呈现先跌后涨的走势。截至2020年4月24日，国际现货黄金、纽约商品交易所黄金期货分别收于1729.60美元/盎司、1753.60美元/盎司。

2. 黄金价格预测。近日的黄金价格走势重演了2008年金融危机的黄金走势，即一开始由于美股走熊，黄金价格上行，之后由于流动性等问题，出现卖出一切换成美元的情况，黄金价格暴跌，最后，流动性危机暂缓，黄金作为避险资产，价格上行。

3月中旬的黄金暴跌，太和财经认为是短期的流动性危机所导致的，不改黄金走牛的长期逻辑。3月中旬，在疫情和油价双重冲击下，美股多次触发熔断。对冲基金、资管公司为了应对Margin Call（追加保证金通知）和降低投资组合的风险价值，被迫抛售一切流动性强的资产，导致市场进一步震荡，进而迫使非

银机构进一步卖出资产，从而形成负反馈循环。黄金因此受到拖累，价格也随之暴跌。但是，也要看到，随着美联储采取 PDCF、大规模资产购买计划以及开启和多国央行的美元流动性互换之后，美元的流动性危机得到明显缓解。

整体看，预计黄金走势将继续整体向上。短期看，目前唯一的潜在利空是美国通胀预期可能二次探底，而美联储出台的一切刺激政策均是在阻断通缩预期，与 2008 年政策相比反应更加迅速果断，有理由相信通缩预期能控制住。此外，当前的经济环境对黄金的利好因素较多。一方面，美联储的宽松货币政策预计将持续较长时间，实际利率将较长时间处于低点。同时，美联储在本次危机中兜底一切的态度大大损害了美元的公信力，黄金将因此受益。另一方面，在全球经济衰退、政治局势不稳定的动荡环境下，黄金作为传统的避险资产，凸显投资价值。

3. 原油价格分析。3 月至 4 月中旬，原油价格呈现震荡下行的走势。截至 4 月 24 日，WTI 纽约原油收于 17.26 美元/桶，较 3 月初大跌 63.67%，而期间更是出现了“负油价”的历史奇观。

4. 原油价格预测。近期原油走势持续下跌，其背后的根本原因在于疫情利空全球经济增长，石油需求下滑。IMF（国际货币基金组织）发布新一期《世界经济展望报告》，预计 2020 年全球经济将萎缩 3.0%，2021 年世界经济将部分反弹，但 IMF 称其预测具有“极大不确定性”，最终结果可能要差得多，具体取决于疫情发展情况。同时，4 月 15 日，国际能源署预估，4 月全球石

油需求将减少 2900 万桶/日，至 25 年内最低水平，预估 2020 年石油需求较上年减少 930 万桶/日。

从供给方面看，经过多轮谈判，OPEC+各产油国就减产协议达成共识：今年 5-6 月将减产 970 万桶/日，7-12 月将减产 770 万桶/日，2021 年 1 月至 2022 年 4 月将减产 580 万桶/日。虽说本轮减产幅度创纪录，但减产规模仍不及市场预期。同时，由于美国、加拿大以及巴西等非 OPEC+成员国具体减产情况难以估算，短期来看，产油国减产无法完全抵消需求的萎缩。

另外，2020 年 5 月份的美原油期货合约将在 4 月 21 日进行交割，而新旧原油期货合约之间存在巨大价差，本月的原油展期费用将远远大于以前，这又将对原油期货和现货价格造成较大扰动。综上，短期看，考虑到疫情之下，全球石油需求的急剧萎缩，原油市场预计短期波动将持续加大，近期的移仓风险也值得关注，太和财经对短期的石油走势持有谨慎的态度。

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。