

太和寰宇财经月刊



张 超、张家瑞

2017年4月 刊 总第二期

太和智库

北京市朝阳区世奥国际中心 A 座 2208 010-84351977 public@taiheglobal.org



目 录

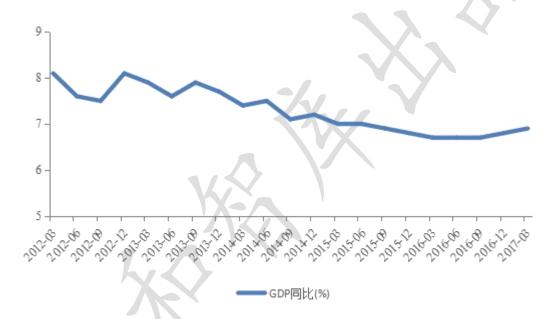
一、中国经济运行评析	1
(一)宏观经济数据分析	1
1. 季度 GDP 分析	1
2. 月度价格走势分析	2
3. 月度制造业 PMI 分析	3
4. 月度工业增加值分析	4
5. 月度固定资产投资分析	6
6. 月度房地产投资与销售分析	8
7. 月度社会消费总额分析	9
8. 月度进出口分析	11
(二)宏观经济数据走势预测	13
1. GDP 走势预测	13
2. 价格走势预测	13
3. 制造业 PMI 预测	14
4. 工业增加值预测	14
5. 固定资产投资预测	14
6. 房地产投资与销售预测	15
7. 社会消费总额预测	15
8. 进出口数据预测	15

二、中国金融数据点评	16
(一) 中国金融数据分析	16
(二)中国金融政策走势预判	18
三、全球金融市场走势预判	19
(一)大宗商品市场评析	19
1. 黄金价格分析	19
2. 黄金价格预测	20
3. 原油价格分析	21
4. 原油价格预测	22
(二)全球股票市场评析	23
1. 欧美股市分析	23
2. 亚洲股市分析	24
3. 全球未来股市走势分析	24
(三)全球债券市场评析	25
1. 美国国债市场分析	25
2. 中国债券市场分析	26
3. 中国债券市场预判	28
四、国际财经热点评析	29
(一)美联储加息频率将不如预期	29
(二)"最严厉"的地产新政为何"哑火"	31
(三)中国金融市场监管趋严	33

一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据分析

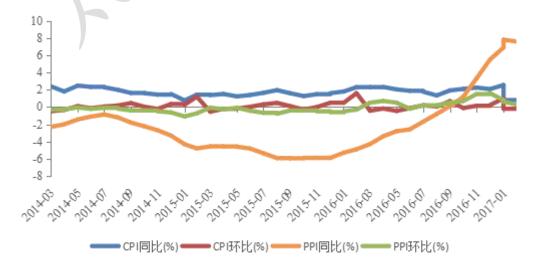
1. 季度 GDP 分析。一季度国内生产总值 18.07 万亿元,实际同比增长 6.9%,预期 6.8%,前值 6.8%,创 2015 年三季度以来新高。一季度国内生产总值环比增长 1.3%,预期 1.5%,前值 1.7%。一季度 GDP 增速延续了去年三季度以来的平稳增长势头,国民经济运行开局良好。



经济结构不断优化。一是第三产业占 GDP 比重较上季度提高 8 个百分点。其中,2017 年第一季度第一产业增加值 8654 亿元,同比增长 3%;第二产业增加值 7 万亿元,同比增长 6.4%,比上季度小幅增长 0.3 个百分点;第三产业增加值 10.2 万亿元,同比增长 7.7%,比上季度回落 0.6 个百分点。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 4.8%、38.7%、56.5%。二是消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 77.2%,高于 2016年全年消费支出对国内生产总值增长的贡献率 12.6 个百分点。

一季度 GDP 延续去年回升走势。GDP 超预期增长主要动力来源于两部分,一是自 2016 年下半年基础原材料价格上涨带来的企业补库存,二是房地产量价齐升引发的投资加快和"类地产"消费需求的增长。数据显示,一季度三大行业中采矿业增加值同比下降 0.8%,较 1-2 月降幅明显收窄;制造业增长 8.0%,电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.7%,较 1-2 月均回升 1.7 个百分点。另一方面,由于房地产行业繁荣带动,第三产业增加值和同比均有显著增长。但高频数据显示,3 月全国地产调控收紧,销售面积大幅回落;而且从地产开发环节看,地产开发商拿地意愿减弱,开发进度放缓,且地产开发商到位资金明显下降,表明房地产对经济的拉动作用逐渐递减。

2. 月度价格走势分析。3月 CPI 环比下降 0.3%, 跌幅较上月扩大 0.1 个百分点, 同比上涨 0.9%, 较上月涨幅扩大 0.1 个百分点; PPI 环比上涨 0.3%, 涨幅较上月回落 0.3 个百分点, 同比上涨 7.6%, 较上月回落 0.2 个百分点, 同比涨幅从高位回落, 价格拐点已出现。



CPI 受食品价格影响维持低位。3 月 CPI 同比上涨 0.9%, 环比下降 0.3%, 食品价格的持续回落拉低 CPI 数据, 非食品价格维持温和增长。其中,食品项鲜菜、蛋类价格下降幅度较大,对CPI 造成明显拖累,肉类价格也有所下降,粮食、食用油价格略有上涨,奶类变化不大。非食品项中,医疗保健、衣着各分项均有所上涨,推动 CPI 上行。

PPI 受原材料价格影响高位回落。3月 PPI 同比上涨 7.6%,前值 7.8%,环比上涨 0.3%,涨幅较上月回落 0.3 个百分点,预计后续或将继续回落。黑色、有色金属材料类价格涨幅对当月 PPI 上涨有持续拉动,但煤炭、石油、天然气开采环比价格由升转降,原材料价格拐点已出现,对 PPI 的影响将逐渐显现。

3. 月度制造业 PMI 分析。3 月份制造业 PMI 数据为 51.8%,较上月回升 0.2 个百分点,维持平稳扩张态势。从分项数据看,生产指数为 54.2%,比上月提高 0.5 个百分点;新订单指数为53.3%,比上月回升 0.3 个百分点;原材料库存指数为 48.3%,较上月下降 0.3 个百分点;从业人员指数为 50%,较上月提高 0.3 个百分点;原材料购进价格指数为 59.3%,比上月回落 0.9 个百分点。

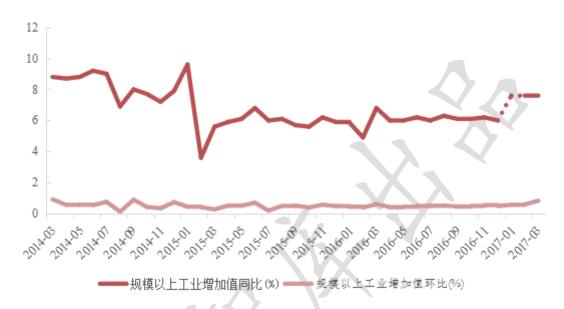


PMI 数据只能说明短期乐观。3 月中国制造业 PMI 指数为近5年来新高,从短期看,生产、需求双双回升,反映了经济预期乐观。生产指数大幅攀升 0.5 个百分点至 54.2%,上升幅度连续两月维持在 0.5 个百分点之上;原材料购进价格指数下滑 4.9个百分点至 59.3%,整体水平仍处于高位。

加库存周期见顶。PMI产成品库存指数经历2月大幅攀升后下降0.3个百分点,达47.3%;原材料库存指数下行0.3个百分点至48.3%,两大库存指数仍然处于临界线以下,整体处于去库存进程中。

大型企业明显好于中小企业。大企业 PMI 指数为 53.3%,与上月持平;中型企业 PMI 指数为 50.4%,较上月下滑 0.1 个百分点;小企业 PMI 指数为 48.6%,较上月大幅攀升 2.2 个百分点,相对于荣枯线的距离更近。

4. 月度工业增加值分析。3 月份,全国规模以上工业增加值 同比实际增长 7.6%,比 1-2 月份增长 1.3 个百分点,高于去年同 期 0.8 个百分点,是 2015 年 2 月以来的新高。从环比看, 3 月份规模以上工业增加值环比增长 0.83%, 比上月小幅增长 0.23 个百分点,是 2014 年 10 月以来的新高。2017 年一季度,规模以上工业增加值同比增长 6.8%。



三类部门进一步分化。3 月份,采矿业增加值同比下降 0.8%, 持续 2016 年 10 月以来的下降趋势;制造业同比增长 8.0%,增速比 2 月提高 1.7 个百分点,是 2015 年 3 月以来的新高;电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 9.7%,增速比上月上涨 1.7 个百分点,比去年同期大幅增长 4.9 个百分点。分门类数据高增长显示 3 月工业增长值势头良好,但值得注意的是,在基础原材料价格高企的同时采矿业增加值反而持续下降,说明采矿业实际生产活动并不容乐观。

除集体企业外,国有、股份、外资企业均反弹。3月份,国有控股企业增加值同比增长7.7%;集体企业增长1.5%,股份制企业增长7.9%,外商及港澳台商投资企业增长7.1%。

行业分化加剧。3月份,41个大类行业中有33个行业增加值保持同比增长。其中,通用设备和专用设备制造业,汽车制造业,计算机、通信和其他电子设备制造业增速最快,分别同比增长10.6%、13.5%、12.3%和16.1%,且除汽车制造业以外,同比增速与上月相比均有较大幅度提高。但制造业的高增长将给后续带来较大的销售压力,尤其是汽车制造业,自2015年底以来持续保持两位数的高增长趋势,将压低未来增速,并带来库存压力。3月数据显示汽车制造业已连续4个月出现增速放缓,并且从产量来看,3月汽车产量同比增长4.8%,比去年同期大幅下降4.1个百分点,其中轿车产量同比下降4.8%。此外,乙烯、钢材、原油等产品产量均出现同比下降。

5. 月度固定资产投资分析。一季度全国固定资产投资 9.38 万亿元,同比名义增长 9.2%,增速比 1-2 月份提高 0.3 个百分点,同比下降 1.5 个百分点;全国固定资产投资完成额环比增长 0.87%,增速比上月小幅增长 0.01 个百分点;民间固定资产投资 5.73 万亿元,同比名义增长 7.7%,增速比 1-2 月份提高 1 个百分点,民间投资占总投资的比重为 61.1%。



民间投资增速继续回升。一季度固定资产投资累计值同比增长 9.2%,其中民间投资同比增长 7.7%,是 2016 年 2 月以来新高。

制造业投资增速低于均值。分产业看,第一产业投资同比增长 19.8%,增速比 1-2 月份提高 0.7 个百分点。第二产业投资同比增长 4.2%,增速比 1-2 月提高 1.3 个百分点。其中制造业投资 2.9 万亿元,同比增长 5.8%,低于去年同期 0.6 个百分点,且制造业投资增速远低于总投资增速。第三产业投资同比增长 12.2%,增速与 1-2 月份持平。第三产业投资显著增长,其主要动力来自基础设施投资,1-3 月基础设施投资 1.9 万亿元,同比大幅增长 23.5%。在民间投资中,第二产业固定资产投资同比增长 4.9%,制造业投资同比增长 5.4%,同样低于总投资增速;第三产业同比增长 9.8%,增速提高 0.4 个百分点。

投资资金到位率负增长,外商投资回升乏力。从施工和新开工项目情况看,施工项目计划总投资同比大幅增长 21.7%,但国

家预算、贷款、外资、自筹等所有细分项资金到位率均出现负增长,制约了未来投资的持续增长。从投资主体来看,内资企业投资同比增长 10%,增速比 1-2 月份提高 0.3 个百分点;港澳台商投资同比下降 2.7%,外商投资同比小幅增长 0.3%,其中 1-2 月份为下降 2.1%。

6. 月度房地产投资与销售分析。1-3 月,全国房地产开发投资 1.93 万亿元,同比增长 9.1%,增速比 1-2 月份提高 0.2 个百分点。房屋施工面积同比增长 3.1%,新开工面积同比增长 11.6%,增速提高 1.2 个百分点,竣工面积同比增长 15.1%,增速小幅回落 0.7 个百分点。



开发热情将逐步回落。房地产开发投资同比增长 9.1%,比去年同期高 2.9 个百分点。房屋新开工面积、竣工面积均持续保持两位数的高增长。房地产开发企业土地购置面积同比增长 5.7%,土地成交价款同比大幅增长 16.7%,增速比 1-2 月提高 4 个百分点。



房地产销售拐点到来。商品房销售面积同比大幅增长19.5%,增速比1-2月份回落5.6个百分点。3月末,商品房待售面积比2月末减少1745万平方米,是2015年底以来的新低。1-3月房屋销售势头较好,三四线城市旺盛的需求是房地产投资和销售的主要动力,但增速有所回落。

房地产国内信贷回落,境外融资飙升。1-3 月份,房地产开发企业到位资金3.57 万亿元,同比增长11.5%,增速比1-2 月份提高4.5 个百分点。其中,国内贷款同比增长10.7%,利用外资规模同比大幅度增长308.0%,延续了1-2 月的高增长趋势。在国内对房地产行业融资限制趋严的环境下,企业向境外融资转移,资金到位率增速平稳,外资增速较快。

7. 月度社会消费总额分析。3 月社会消费品零售总额 2.79 万亿元,同比增长 10.9%,增速较 2 月回升 1.4 个百分点,高于去年同期 0.4 个百分点,呈平稳增长态势。2017 年一季度,社会

消费品零售总额同比增长 10%,同比回落 0.3 个百分点。一季度,全国居民人均可支配收入 7184 元,同比名义增长 8.5%,实际增长 7%。全国居民人均消费支出 4796 元,同比名义增长 7.7%,实际增长 6.2%。



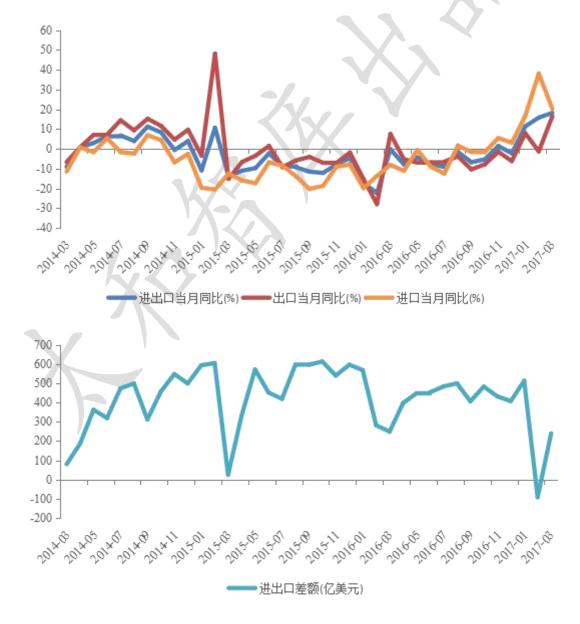
农村消费增速较高。3月城镇消费品零售额同比增长10.7%, 乡村消费品零售额同比增长12.2%。1-3月份,城镇消费品零售 额同比增长9.7%,乡村消费品零售额同比增长11.9%,城镇居民 消费增速低于乡村消费2.2个百分点。

地产相关消费保持较快增长。从主要消费品销量来看,家用电器和音像器材、家具、建筑装潢材料等主要商品零售额同比增速分别为12.4%、13.8%、17.8%,均保持两位数增长,且高于消费总体增速。

网上消费是消费增长主要动力。1-3 月份,全国网上零售额同比增长32.1%,继续大幅高于社会消费品零售总额增速,其中实物商品网上零售额同比增长25.8%,占社会消费品零售总额的

比重为12.4%。

8. 月度进出口分析。进出口总值为 2.31 万亿元人民币,同比增长 24.2%。其中,出口总值为 1.24 万亿元,同比增长 22.3%;进口总值为 1.07 亿元,同比增长 26.3%。进出口顺差 1643 亿元,较上月大幅提高 2247 亿元。以美元计,3 月出口同比增长 16.4%,前值-1.3%;进口同比 20.3%,前值 38.1%;贸易顺差 239 亿,进出口数据增长超预期。



各类贸易形式均呈现增长态势。其中,一般贸易进出口总值 同比增长 28.1%,出口总值同比增长 24.6%,进口总值同比增长 31.9%。来料加工装配贸易、对外承包工程出口货物、租赁贸易 等主要贸易方式总额均同比大幅度增长。

原材料商品"量价齐升"是进出口增长主要动力。数据显示,3 月原材料进口价格和数量均呈同步增长态势,但增幅回落。其中,3 月原油、成品油、铁矿石价格分别同比增长 66.7%、39.0%、80.5%,同比小幅回落;而 3 月原油进口达到创纪录的 924 万桶/日高点。相比之下,食用植物油、未锻轧铜及铜材、金属加工机床、自动数据处理设备及部件等产品进口同比有所回落。与上月数据相比,3 月大宗商品进口呈现"量价齐升"的特点,成为拉动3 月进口的主要因素。

具体来看,3月进口原油3895万吨,同比增长19.4%;进口金额以美元计同比增长99.1%,二者环比均增加23%。成品油进口270万吨,同比增长10.2%,环比增长13%;进口金额同比增长53.1%,环比增长14%。铁矿石进口9556万吨,同比增长11.4%,环比增长14%;进口金额同比增长101.1%,环比增长19%。钢材进口130万吨,同比增长2.4%,环比增长19%;进口金额同比增长11.2%,环比增长24%。总体来看,大宗商品的进口数量与价格的增长共同推动了3月进出口数据的高增长。

对主要贸易国出口均有回升。3月对美国、欧盟、东盟等主要地区的出口均有显著上升,同比增速均超过10%。自2016年

下半年以来主要国家的经济数据向好、外需回暖,是拉动出口回升的主要因素。从进口来看,大宗商品价格同比高增长是进口增速保持高位的主要原因。进口数据由2月的"价格拉动"变为3月的"量价齐升",反映国内短期增长动力回暖。

(二) 宏观经济数据走势预测

- 1. GDP 走势预测。我们判断全年 GDP 走势将呈现"前高后低"趋势,一季度 GDP 增速将是全年高点。原因有四:一是随着工业品价格从高位回落,企业补库存的意愿和动能将受到影响;二是随着各地房地产调控的落地以及房地产企业融资的收紧,地产销售必然传导至投资端,地产投资高增速不可持续;三是基建投资资金到位恐下滑,随着预算红线的实施、政府债务的规范以及金融去杠杆的影响,未来基建项目的资金到位率存在不确定性;四是全社会杠杆率提高以及居民收入增速下滑,消费对增长的贡献恐将回落,消费平均增速较去年的中枢下滑。
- 2. 价格走势预测。CPI 短期将维持低位,下半年将反弹。由于 CPI 篮子中食品占比较高,随着天气转暖,鲜果蔬菜供应增加,价格持续回落将拉低短期 CPI 同比增速;由于猪肉供给稳定且去年同期价格基数较高,猪肉价格或将继续回落。但今年农业生产受气候影响恐将结束连续丰收,食品价格存在较大的上涨风险。PPI 同比将逐步回落。从国际看,美国页岩油供给增加、石油需求疲弱,再叠加美国加息预期,打压原油价格上涨空间,原材料价格上涨空间有限。从国内看,投资增速减弱、房地产调控升级、

工业品需求疲软将引导 PPI 持续回落。

- 3. 制造业 PMI 预测。3 月制造业 PMI 持续反弹确认经济短期企稳,但长期趋势还需要结构性数据支持。一季度 PMI 总体仍保持强势,除受近期原油等大宗商品价格影响,导致原材料购进价格大幅下降以外,其余各项指标均相对强势,表明经济短期复苏趋势尚在延续,内外需求同步改善。但由于外需的持续恢复不可持续,经济触底反弹的持续性无法依托于贸易部门。再观察当下我国经济改革进程,结构性矛盾依然突出,中央对制度层面改革提出新的要求,政策导向对调结构、防风险愈发强调,后续制造业持续复苏还需观察。
- 4. 工业增加值预测。未来工业增加值的增长需要密切关注 非国有企业工业增加值变化和盈利能力变化。1-2 月份,全国规模以上工业企业实现利润总额1.02 万亿元,同比增长31.5%。但未来在去库存和去杠杆同步推进的情况下,企业利润,尤其是过剩产业企业利润存在较大不确定性。未来随着基础原材料价格回落,采掘业增加值进一步回落、制造业增加值大幅回落的风险较大。汽车行业成为下一阶段工业增加值变化的重点关注对象,在高投资与高库存同步情况下,当前汽车制造业的增加值和产量均出现不同程度的趋缓,未来行业增加值的增速和利润压力会突显。
- **5. 固定资产投资预测。**固定资产投资总体不容乐观。随着资金到位率的下滑和资金成本提高,投资高速增长可持续性存

疑。从投资结构看,前期投资增长动力来自基础设施,导致第三产业投资显著高于第二产业,且生产类固定资产投资依然比较低迷。同时,从投资主体看,港澳台和外商投资增长迟缓甚至下降,投资动力中内资与外资投资失衡应该更加值得关注。

- 6. 房地产投资与销售预测。一季度房地产投资高速增长动力主要来自三四线城市,未来随着调控加码和需求下滑,全国范围内销售回落是大概率事件。房地产投资增速快,竣工面积增速较快,难以实现快速去库存,后续房地产库存将提高。尤其是1-3 月商品房销售面积开始回落,房地产调控下国内需求的萎缩已初现端倪,未来去库存压力将进一步增大。同时,在国内监管趋严环境下,房地产行业资金来源发生本源性改变,贷款、非标通道受阻,海外融资将逐渐成为主力,但受外债规模管理限制,地产企业资金压力将越来越大。总体来看,未来房地产行业生产和需求端的高热度都将难以维持。
- 7. 社会消费总额预测。消费增速会持续回落。预期未来一段时间内消费将呈现以下三个主要特征:一是随着未来房地产调控和需求回落,相关行业的消费增速将逐步回落;二是耐用消费品,尤其是汽车由于前期被过度"刺激",目前已经透支增速,汽车消费将维持低速增长甚至负增长;三是全国居民人均可支配收入实际增长与 GDP 增速之差越来越小,且居民杠杆率逐步提高,消费总体呈现"受抑制"状态,消费增速将呈现"下台阶"状态。
 - 8. 进出口数据预测。进出口数据的强劲表现受益于前一阶

段我国经济回暖和地产、基建等拉动的大宗商品价格快速反弹,但内外需恢复的可持续性仍然存在较大不确定性。同时,虽然欧盟地区经济数据向好,中美贸易谈判"百日计划"等利好因素降低了我国对外贸易状况恶化的风险,但随着大宗商品价格触顶下滑,进出口增速将可能趋缓。总体来看,一季度进出口数据表现突出,但主要反映在原材料端,终端需求并未见大幅改善。随着地产调控趋严和去杠杆进程加快的双重影响,原材料进口价格和需求或将出现"双回落",进出口数据是否能维持长期向好,仍待继续观察。

二、中国金融数据点评

(一) 中国金融数据分析

中国人民银行公布的金融数据显示,2017年3月M2货币供应同比增长10.6%,M1货币供应量同比增长18.8%,均低于前值;金融机构新增人民币贷款1.02万亿元,低于预期1.2万亿元和前值1.17万亿元;新增社会融资规模2.12万亿元,高于预期1.5万亿元和前值1.15万亿元。



M2 和 M1 增速同步回落。3 月 M2 同比增长 10.6%,比上月下降 0.5 个百分点; M1 同比增长 18.8%,比上月下降 2.6 个百分点。M1 和 M2 剪刀差收窄。新增人民币贷款和存款的同步减少是 M2 增速放缓的直接原因。



贷款大幅减少。银行信贷的监管和限制,尤其是对过剩行业、房地产行业贷款规模的限制,是 3 月新增人民币贷款低于预期的主要原因。3 月金融机构新增人民币贷款 1.02 万亿元,环比少增 1500 亿元,同比少增 3500 亿元。其中,新增表内票据融资继续大幅减少 3861 亿元;非金融企业新增人民币贷款为 3686 亿元,环比少增 3628 亿元,同比少增 3007 亿元,非金融企业中新增中长期信贷规模同样比上月减少。

非标高企显示融资需求较旺。3月新增社会融资规模2.12万亿元,环比多增9721亿元,且高于预期。考虑到M2、M1增速降低和贷款大幅回落,因此社融高企的动力来自表外非标融资的快速增长。其中,3月新增委托贷款2039亿元,环比多增867亿元;新增信托

贷款 3221 亿元,环比多增 2050 亿元,且远高于去年同期的 732 亿元;新增银行承兑汇票 2388 亿元,由上月负值转正。而企业债券融资新增 220 亿元,相比去年仍处于低位,非金融企业境内股票融资增加813 亿元,同比多增 251 亿元。

(二) 中国金融政策走势预判

融资结构决定经济短期走势。考虑到三四线城市房地产基础价格和调控预期影响,未来居民中长期贷款将出现回落。同时需要关注企业中长期贷款,若企业中长期贷款与居民贷款同步回落,经济下行风险将较高;如果企业中长期贷款维持稳定,而非标资产回落较快,经济将在低位调整;若中长期贷款与非标资产出现同步下降,经济出现大幅下行的风险将进一步增大。

社融走势存在较大不确定性。3月新增社会融资规模增长高于预期显示了结构性融资需求旺盛,尤其是地产行业。但3月以来房地产调控政策密集出台,对地产供需两端的影响将逐步显现。同时,近期监管层陆续出台的严监管措施,也限制了金融机构的融资供给能力。例如3月底至4月初,银监会三次出台了针对银行业资产的监管政策,要求银行资产透明化,并严格限制过剩产能、房地产等行业非标融资活动。随着监管趋严,未来新增社会融资规模,尤其是表外非标资产的增速将存在较大不确定性。

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。黄金价格上演"V"字行情。2017年2月中旬至4月中旬,黄金价格呈现出短暂下跌后震荡上扬的趋势。国际现货黄金2月13日收盘价为1225.2美元/盎司,4月18日收盘价为1288.9美元/盎司,涨幅为5.2%;纽约商品交易所黄金期货2月13日收盘价为1226.1美元/盎司,4月18日收盘价为1309.9美元/盎司,涨幅为6.83%,同时,持仓量由273993手涨至336135手;上海期货交易所黄金期货的价格2月13日收盘价为276.4元/克,4月18日收盘价为286.9元/克,涨幅为3.8%,同时,持仓量由299460手降至234448手。若将时段缩短至最近一个月,黄金上扬幅度则更加明显:3月13日至4月18日,国际现货黄金价格涨幅为7.1%,纽约商品交易所黄金期货价格涨幅为8.83%。因此,2017年3月至4月中旬,黄金价格整体呈现了短暂下跌后迅速回升的"V"型走势。



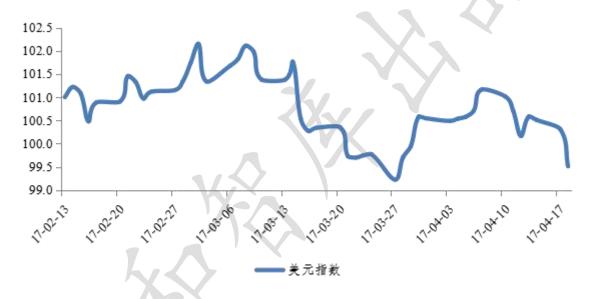
2. 黄金价格预测。黄金价格上升势头过猛,短期将会回调; 中长期黄金依然是最重要的储备资产,价格将维持趋势性上涨态势。

短期地缘风险推动黄金上行不可持续,金价短期内将回归理性区间,不易盲目追高。欧洲政治不确定性增加,市场避险情绪加剧; G20 财长和央行行长会议默许贸易保护主义,加大了世界对美国保护主义的担忧;美国几乎同步对叙利亚、阿富汗、朝鲜施加军事影响。这一系列非经济因素造成市场避险情绪高涨。虽然政治不确定性加大确实增加经济风险,但我们认为短期、密集、成本高的大范围军事行动中"作秀"成分越来越多,黄金价格短期超买矛盾突出,价格"暴涨"不可持续。一旦地缘局势缓和,黄金价格将会回归至理性区间。因此,短期内黄金不易盲目追高。

"特朗普交易"退潮支持中期黄金价格走强。特朗普推翻"奥巴马医改"的法案得不到足够票数支持,加深了投资者对特朗普新政策的担忧,后期的减税以及刺激财政的政策也极有可能变得难以实施。我们反复强调"特朗普交易"不可持续,而事实不断印证我们的分析。在这种情况下,美元遭抛售与美元指数下跌在中期支持黄金继续上行。

美元"拐点"到来支持长期黄金价格上升。虽然美国第四季度 GDP 终值及 PCE 物价指数终值均进行了上修短暂提振了美元指数,但长期来看美元"拐点"已经呈现,黄金强势的局面将会继续维持。美联储 3 月 14 日宣布将联邦基金利率上调 25 个基点至

0.75%-1%,然而这一加息措施并没有推动美元指数的上扬,反而使得其出现了连续数个交易日震荡下跌的情形。市场对美联储加息加快的预期较高,甚至预期美联储会在2017年完成四次加息,推升美元指数。然而美联储主席耶伦在多次讲话中反复重申其"鸽派腔调",市场情绪回稳,美元指数开始下跌。美国经济"外强中干"使得美元作为储值保值工具的吸引力下降,市场资金开始转向黄金市场,推动了黄金价格的上扬。



3. 原油价格分析。原油价格先跌后升,保持低位震荡。国际原油期货价格在3月初跌破53美元/桶,之后在3月底开始回升但仍没有突破3月初的价格,维持低位震荡。3月份原油价格下跌一方面在于供给过剩的情绪升温,另一方面在于美联储3月份的加息预期强劲。3月底以来油价的震荡上升则主要归因于市场对欧佩克(OPEC)减产的预期以及美军袭击叙利亚所引发的市场对原油供应面的普遍担忧。

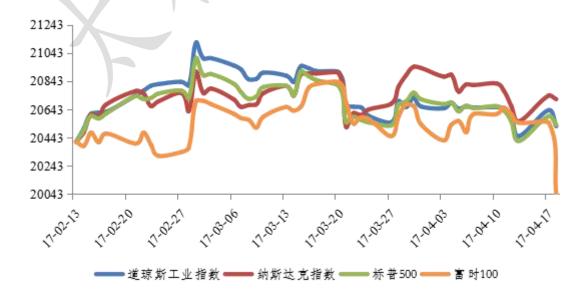


4. 原油价格预测。原油价格维持宽幅震荡。在经济基本面 上,一是供给方面,OPEC的减产执行率与美国原油产量的攀升 成为市场关注的焦点。据报道,科威特油长马尔祖克认为3月产 油国减产执行率"高于前两个月", OPEC 减产将给全球石油库存 下降带来"积极影响"。但美国石油钻井数连续12周增加,石油 钻井总数创自2015年9月以来的新高。随着钻井数量增加,美 国原油产量也在同步攀升,无疑是对 OPEC 减产提振油价的施 压。二是需求方面。市场长期以来一直关注 OPEC、美国、俄罗 斯等产油大国的产出情况却忽视了需求方面的分析。事实上,全 球石油需求疲软已经是公认不讳的事实。汽车销售可以作为石油 消费的先行指标,中国、美国近期汽车销量持续疲软,3月销售 数据更是远低于市场预期,汽车销售乏力必将引发石油需求疲 软。另外,对石油需求最强的亚洲各大经济体也因人口老龄化以 及对节能产品的推动而使得石油需求雪上加霜。据国际能源署 (IEA)、美国能源资料协会(EIA)和 OPEC 三大机构预测, 2017年 石油需求增长将低于1.4%,疲软的原油需求将会压低原油价格。

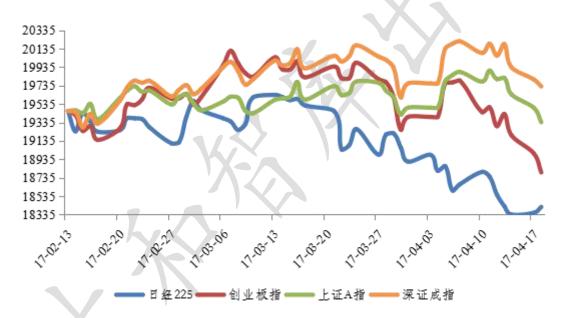
另一方面,虽然我们判断美元加息慢于预期,但美元进入新一轮加息周期已是不争的事实,美元的强弱变化将引发原油价格的短期波动。综上,我们认为在未来一段时间内"弱需求"将引导原油价格趋势性回落,而美元强弱短期引领油价波动,原油价格将从"50美元/桶"回落至"40美元/桶"价格区间。

(二)全球股票市场评析

1. 欧美股市分析。2017年2月中旬至今,欧美股市持续震荡,美国三大股票指数在3月1日均达到了峰值。其中: 道琼斯工业指数突破21000点; 纳斯达克指数突破5900点、标普500指数逼近2400点; 英国富时100指数也逼近了7400点。但3月下旬欧美各大股指均大幅度下跌使得整个3月份以及4月上旬欧美股市均在3月初的峰值处震荡徘徊。除了纳斯达克指数在3月30日超过月初峰值外,其余欧美股指均未出现良好的增长态势,上升势头乏力。



2. 亚洲股市分析。亚洲股市整体震荡下行。2月中旬至3月底,除日经225指数外,包括上证A指、深圳成指、创业板指等在内的亚洲主要股市整体出现了震荡上升的趋势,3月末短暂下跌后出现了一轮震荡调整,至4月6日,国内三大指数均达到近期的峰值,此后亚洲股市便开始一路下跌。截至4月18日,上证A指、创业板指以及深证成指跌幅分别达到2.25%,4.89%和2.03%。日经225指数跌幅达到6.19%。亚洲股市整体出现震荡下行,未来行情不容乐观。



3. 全球未来股市走势分析。欧美股市增长势头乏力,亚洲股市表现疲软,全球股市震荡下行压力加大,这与今年1月份以来股市的开门红形成强烈的对比,印证了我们关于全球股市风险集中度在提升的观点。我们判断 2017 年全球股市风险集中度显著提升。

首先,"特朗普交易"将要出现补跌的状况。特朗普欲推翻奥巴马政府之前的医疗法案,新推"特朗普医疗保健法案"受挫,后

续减税以及积极财政政策也难以实施。特朗普胜选以来描绘的"美好愿景"一一落空,股市回调风险将在未来的几个月进一步集聚和提升。2月中旬至今,道琼斯工业指数、纳斯达克指数的成交量分别下跌了13.35%,14.12%和7.3%,且欧美股市成交量的下跌表明市场交易风险和流动性风险都在加大。

其次,美联储主席耶伦近期已经多次发表言论称要循序渐进的加息,但又表示美国不能在收紧货币政策上等待太长时间,"前后反复"和"左右摇摆"的表态对于稳定股票市场预期不利。同时,法国、德国大选逼近,尽管荷兰大选使得民粹主义首战告负,但法国大选将会迎来对民粹主义的一次重大考验,如果具有反全球化倾向的右翼势力上台,那么其很有可能会效仿英国脱离欧盟,同时,意大利、希腊等欧洲国家的银行困境依然没有好转的迹象。因此,欧洲政治、经济不确定性的加大也会提升全球股市的风险。

综上所述,特朗普新政措施的遇阻、美联储政策风险以及全球政治与经济不确定性的增加会提升未来全球股市风险集中度, 2017年全球股市将不容乐观。

(三)全球债券市场评析

1. 美国国债市场分析。美国国债收益率"反复震荡"。年初美债以来,10年期美国国债收益率震荡上扬,在3月13日达到2.62%的峰值后开始一路下跌,截至4月中下旬已跌至2.18%,回归到了特朗普胜选总统之初的水平。市场逐渐消化了特朗普有关贸易保护主义政策、减税、放松监管、以及大规模基础设施建

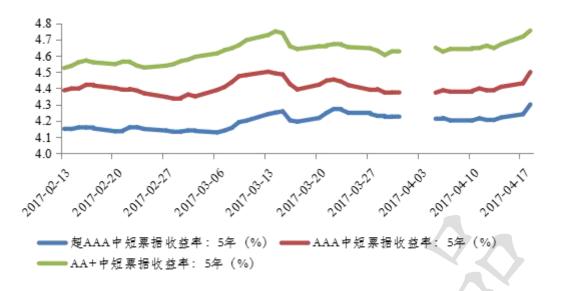
设等"再通胀"预期后,加之地缘政治风险升温,共同支撑了美国国债的需求,收益率出现下滑。



2. 中国债券市场分析。2017年2月中旬以来,中国债券市场收益率在经过1月的上升调整后整体表现为区间内震荡波动的态势。在利率债方面,10年期国债到期收益率由年初的3.1%已经上升到4月中旬的3.32%。但2月中旬至今的区间段内,10年期国债收益率一直在3.25%到3.45%之间震荡徘徊。国开债、农发与口行债的收益率也在经历过年初的调整后进入波动区间,10年期国开债收益率在4.05%与4.15%之间波动,10年期农发和口行债收益率在4.15%和4.3%间波动。



在信用债方面,中短票据收益率一直处于震荡上升的趋势。 从年初到4月中旬,5年期超AAA、AAA、AA+中短票据收益 率均上升了40个基点左右,迄今为止仍在逐步抬升,信用利差 的寻底过程仍未结束。



3. 中国债券市场预判。我们总体认为,未来一段时间中国债券市场在"紧货币"、"严监管"和"经济短期回暖"的共同影响下,债券市场短期调整还将继续。

首先,在货币政策方面。自 2017 年以来,全球各大经济体均陆续步入加息周期,货币政策开始趋紧,债券市场开始过紧日子。特别地,继 3 月 14 日美联储加息后,我国央行也开始全线上调逆回购及 MLF 利率 10 个基点,成为继 1 月底、2 月初中期借贷便利(MLF)和央行逆回购操作中标利率上调之后的再一次调整。因此,在金融去杠杆的大背景下,货币政策仍将维持偏紧的态势,债券市场调整压力依旧。

其次,监管收紧首先冲击债券市场。银监会两周内密集发布7个文件,包括"三违法、三套利、四不当、6号文"等等,这一系列的严监管措施目的是规范同业业务,减少金融市场套利等风险行为。在严监管的背景下,机构配置力量进一步减弱,同业存单收益率也有所反弹,债券抛售压力增大。另外,随着MPA考

核同步进行,表外理财正式被纳入广义信贷进行考核,政策套利与流动性套利的空间将被压缩,债券市场的供需不平衡加大,债券收益率易上难下,市场风险加剧。

最后,在经济基本面方面。3月份宏观整体回暖,制造业PMI稳步回升,创下近5年来新高,经济短期企稳,债市偏空因素加大。但长期来看,经济的回暖还需要结构性数据支持。

综上,在货币政策整体偏紧、金融监管日益趋严、实体经济 短期回暖的背景下,债券市场短期利空的压力剧增,收益率面临 上行的风险。长期来看,由于经济能否真正触底反弹仍需观察, 债市整体仍将处于多空交织的格局之中,疯狂"看多"与疯狂"看 空"债市都不是正确的选择。

四、国际财经热点评析

(一)美联储加息频率将不如预期

美联储在3月议息会议中决定提高基准利率 0.25%,并且宣布维持 2017 年有三次加息的预期不变。根据美联储自己的说法,2017 年三次加息的基础是美国就业市场的平稳恢复,同时在一定程度上预防通胀的出现。然而,我们的研究表明美联储加息进程将不如预期那么快,2017 年加息次数不会超过三次,更有可能只有两次。

首先,美国的经济复苏依然疲弱,就业市场的恢复更多的是 一种短期现象,或者说是"受益于"特朗普政策的短期现象。美国 最新的制造业指数、地产销售数据、房屋开工数据等已经表明美国经济短期高点已过,出现明显的回落迹象。

第二,美国金融市场债务杠杆已经增加到 2008 年金融危机之前的水平,加息过快将引发金融市场系统性风险。上一轮金融危机仍刻骨铭心,美联储 2004 年下半年快速加息,两年不到把利率提高了 4 个百分点,结果是住房抵押贷款大量违约,紧接着就是金融危机爆发。而 2008 年金融危机过后,美联储的救市措施和以往历次危机相比有过之而无不及。目前,金融市场的杠杆和风险再次积累到危险水平,一旦美联储快速加息,打乱了金融市场的杠杆周期节奏,便极有可能重蹈 08 年的覆辙。美联储不敢加息太快,主要担心的就是金融市场,特别是股票市场出现风险。

第三,特朗普的美国再伟大计划需要弱势美元为支持,更需要美联储宽松货币来帮助政府融资。这和美联储快加息显然是矛盾的。特朗普在最近的一些公开场合以及自己的个人推特上进一步强调了美国需要弱势美元的观点,引起了美元指数的下跌。同时,特朗普还公开表示支持耶伦连任,这似乎说明美联储在一定程度上和特朗普达成了一致。因此,我们更有理由相信美联储不会快速的加息。

上述三方面原因中,我们认为第二条原因是左右美联储加息 进程最核心的因素,即美国金融市场债务杠杆已非常高,加息过 快将引发金融市场系统性风险。例如美联储3月加息,金融市场 的反映也让人"大跌眼镜":美元下跌,金融市场普涨,金融市场 表现出了美联储减息的效果。这种现象的出现,究其原因,我们 认为是美联储过度引导预期所致。美联储本轮加息进程显得"扭 扭捏捏"是因为要充分"管理"加息预期,使得市场对加息提前反 应,甚至过度反应。美联储真的加息只是达到了金融市场的预期, 让金融市场对加息决定的解读符合美联储的观点。这种现象更进 一步证明了,美联储加不加息,主要取决于能不能让金融市场理 解和接受,会不会引起金融市场的风险爆发,而并非是实体经济 的表现。

(二)"最严厉"的地产新政为何"哑火"

继北京政府出台更加严格的住房限购政策以后,天津、青岛等城市也先后出台了相关房地产调控政策。这类政策出台的目的,显然是为了抑制房地产市场的投机行为,控制房价过快的上涨。限购,是政府调控房地产市场的主要手段。然而,就目前的情况看,这些政策的效果一般。

之所以效果一般,主要有三个原因。第一,土地财政是目前地方政府的主要财政收入之一。地价过高导致住房建设的成本也过高。这种现象在一线城市更加明显。一线城市房价过高的主要原因之一便是土地供给不足,地价过高。地方政府单边垄断土地供应导致地价快速上涨,而有实力高价拿地的都是大型国有企业。因此,在房地产建设的开始阶段,成本就已经很高了。而在三、四线城市,土地财政同样重要,而地方房地产开发和投资也

是当地政府 GDP 增长的重要贡献。因此,地方政府有充分的意愿提高地价并发展房地产。这在本源上也是导致房价上升的重要因素。只不过在大量地方城市过度发展房地产以后,土地价格和住房价格会出现瓶颈。

第二,宽松的货币政策,其效果包括两个方面,一方面是房地产开发商可以用更低的成本借钱投资拿地,可以等待更长的时间享受房价上涨的好处。在三、四线城市住房供给普遍过剩的情况下,我们并没有看到房地产开发商对银行贷款违约,一方面有地方政府的支持,另一方面便是借贷资金的成本很低,开发商的现金流还能够维持财务状况不会过快的恶化。一旦资金成本上升,开发商可能会不得不降价卖房以偿还贷款。宽货币效果的另一个方面是针对居民而言。住房抵押贷款利率低,居民将有更大的能力加杠杆,从而维持购房需求并保持房价上涨。2016年居民住房抵押贷款的大幅度上升就说明这个现象。一线城市房价翻倍,但需求依然旺盛,很大程度上就反映了居民加杠杆的能力。

第三,居民缺乏其他投资渠道。地价高决定了房地产的成本,货币宽松意味着老百姓有能力买房。可是如果问老百姓为什么要买房,这还需要第三个因素,那就是老百姓缺乏其他投资渠道。一方面,买房投资符合传统习惯,房地产投资收益率很高,且房价长期处于单边上涨的趋势。另一方面,我国资本市场不够发达,老百姓很难通过其他投资渠道获取同样甚至更高的投资回报。因此,买房投资成了"不得已"的选择。老百姓相信,政府无论如何

也不会让房价跌。这种心态,是导致无论政府怎样限购,老百姓仍然想投资房地产的重要原因。一种典型的现象就是,越是政府宣布即将限购,房地产交易中心就越发人满为患。

总之,房地产价格的调控仅仅依靠政府限购是不够的。只有 对以上三个原因做出反思和改变,才能真正让房地产市场健康发 展。

(三) 中国金融市场监管趋严

三月以来,金融监管层连续出台多项严监管措施,例如"三违法、三套利、四不当、6号文"等等。这体现了监管层对金融市场,特别是非银机构、主动负债模式运行的银行类机构的风险行为产生了担忧。关于监管政策出台的原因和影响我们有以下一些思考:

第一,监管层连续出台新的监管措施,这些一系列"严"的监管首要目的就是规范银行的同业业务,但又不仅仅是规范同业业务,更是要摸清楚系统性风险的"底",测算系统性风险的范围、波及面和影响程度。比如,要摸清金融产品底层资产情况。原来监管层是不了解的,或者金融机构可以通过技术手段调整资产分布,让监管层看不清,这也是所谓的"监管套利"现象之一。这种现象反映了我国金融市场的基础设施仍然不完善的核心问题。由于缺乏这些基础设施,监管层在分析和判断问题的时候缺乏有效的数据支撑。所以,我们在讨论严监管和细监管措施的时候必须要考虑这样的大背景。

第二点,这些政策的出台主要是为了限制前一阶段"疯狂"扩张的所谓创新业务。不能否认,有不少机构都在从事"套利"业务,在宽松的货币条件下,不做套利显得有些"傻",但部分机构,特别是一些中小金融机构的套利行为之疯狂也"世所罕见"!因此,出台新的规章制度,其主要目的就是打压不计后果的套利行为。需要强调,现在看"严监管"这个问题,更关键的是要看执行。如果真的是严格执行的话,那么确实会把银行同业业务规模压制得很"死"(这个"死"是相对而言)。严格执行与否以及执行效果如何,还需要未来两到三个月的时间观察。从公开数据看,我们认为要着重观察社融的变化情况。如果社融下降很快(在贷款变化不大的前提下),说明监管层在严格执行监管规章,表现为非标的资产的减少。

关于执行力度,我们的判断是:政策出台后的三个月以内执行力度会比较大,目的是摸清资产底细的前提下和扭转"套利预期",但又不至于把银行压死。至于严格执行的持续时间,我们认为不会低于三个季度,当然这还要和经济运行情况相挂钩。就目前掌握的公开数据分析,我们判断在今年不太可能看到金融监管会再次"放松"的迹象。

第三点,对于银行的经营而言,今年将是"大浪淘沙"的过程。 如前所述,如果严格执行新规章制度,再嵌套 MPA

考核,这对于部分激进机构来说杀伤力会很大。在新的监管制度下,一方面要求压缩银行和机构的资产规模、规范资产结构,

另一方面提高这些银行和机构的负债价格,更不用说这两个"小手段"还有互相印证和参考关系。因此我们认为,最早在今年的三四季度,我们就会见到中小银行的倒闭或者重组(有存保托底,监管层并不会太在意金融稳定问题)。或许这是"打击"金融市场的政策套利行为最有效的手段之一。

当然,宽松的货币政策正是这些金融机构能够套利的筹码。 在 2017 年中国货币政策稳重趋紧的情况下,金融机构的日子将 更加难过。而稳健的货币政策才是防止金融套利的最根本手段, 因为监管永远跟不上创新。

> 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 中国人民大学经济学院 韦 祎

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。