



太和智库
Taihe Institute

太和寰宇财经月刊



张超、张家瑞

2017年8月刊 总第六期

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

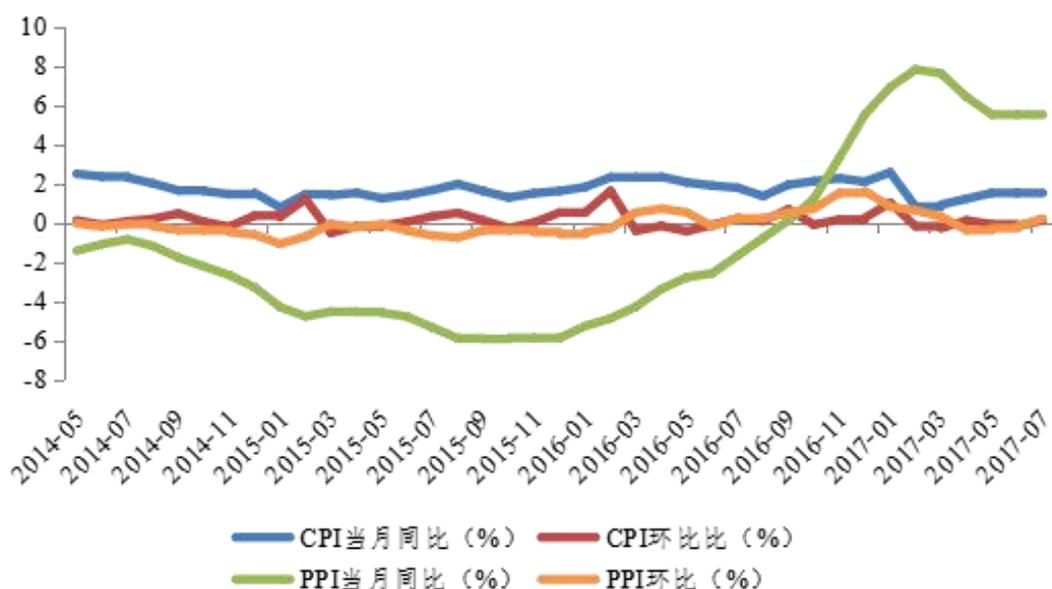
一、中国经济运行评析	1
(一) 宏观经济数据评述	1
1. 月度价格走势评述.....	1
2. 月度制造业 PMI 评述.....	1
3. 月度工业增加值评述.....	2
4. 月度固定资产投资评述.....	2
5. 月度社会消费总额评述.....	4
6. 月度进出口评述.....	5
(二) 宏观经济数据走势分析与预测	6
1. 价格走势分析与预测.....	6
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	8
3. 工业增加值分析与预测.....	9
4. 固定资产投资分析与预测.....	11
5. 社会消费总额分析与预测.....	14
6. 进出口数据分析与预测.....	15
二、中国金融数据点评	17
(一) 中国金融数据评析	17
(二) 中国货币及金融政策走势预判	20
三、全球金融市场走势预判	21

(一) 大宗商品市场评析	21
1.黄金价格评述.....	21
2.原油价格评述.....	22
3.黄金价格走势分析与预测.....	25
4.原油价格走势分析与预测.....	26
(二) 全球股票市场评析	27
1.欧美股市评述.....	27
2.亚洲股市评述.....	28
3.全球未来股市走势分析与预测.....	29
(三) 全球债券市场评析	30
1.美国国债市场评述.....	30
2.中国债券市场评述.....	31
3.中国债券市场分析与预判.....	33

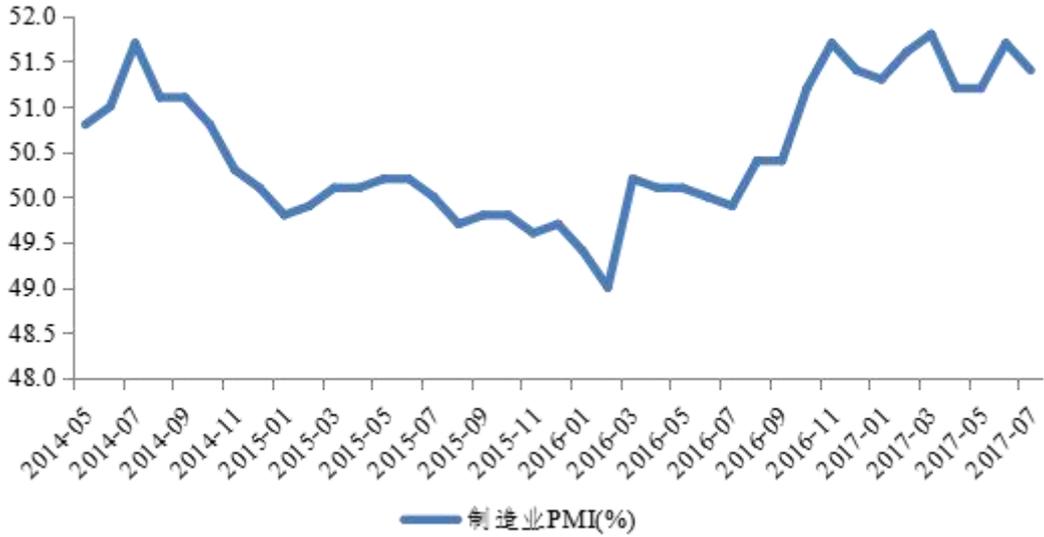
一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评述

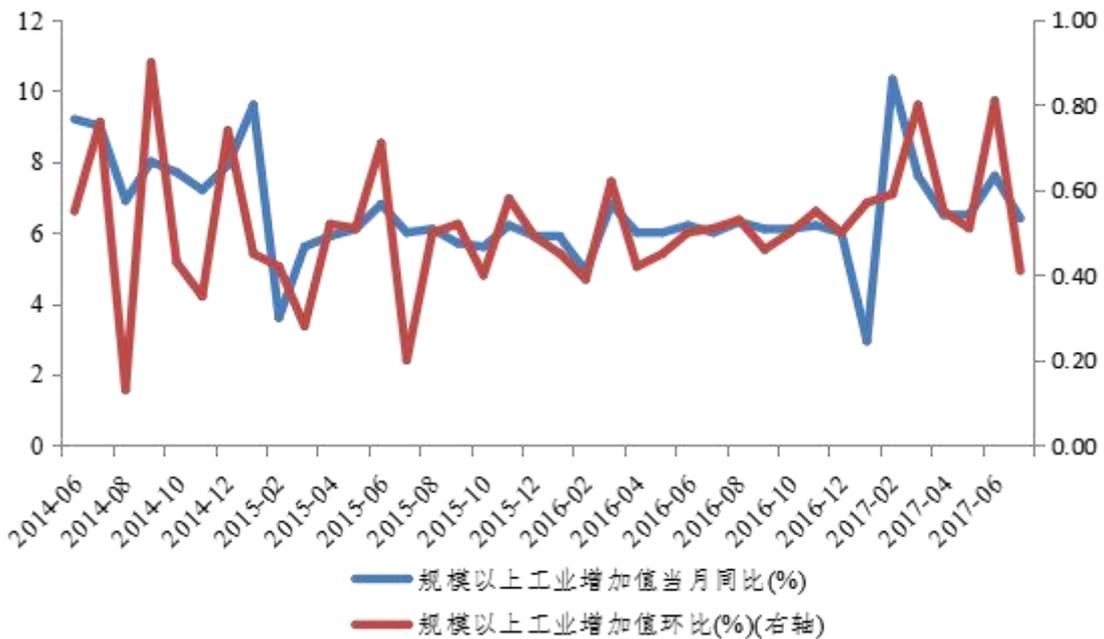
1. 月度价格走势评述。2017年7月，CPI环比上涨0.1%，同比上涨1.4%，较上月回落0.1个百分点；PPI环比上涨0.2%，同比上涨5.5%，与上月持平。7月CPI环比增速较上月微幅上涨0.1个百分点，PPI环比由上月的-0.2%转正为0.2%。



2. 月度制造业 PMI 评述。7月制造业 PMI 数据为 51.4%，较上月回落 0.3 个百分点，且低于预期 0.1 个百分点。从分项数据看，生产指数为 53.5%，比上月下降 0.9 个百分点；新订单指数为 52.8%，比上月下降 0.3 个百分点；原材料库存指数为 48.5%，比上月小幅下降 0.1 个百分点；从业人员指数为 49.2%，较上月提高 0.2 个百分点；原材料购进价格指数为 50.1%，比上月增长 0.2 个百分点。

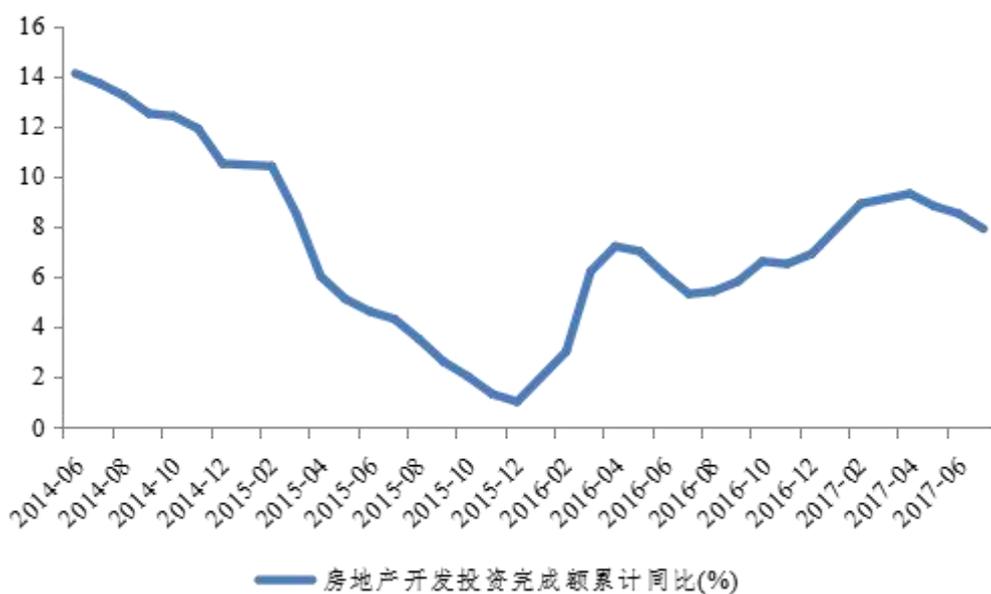
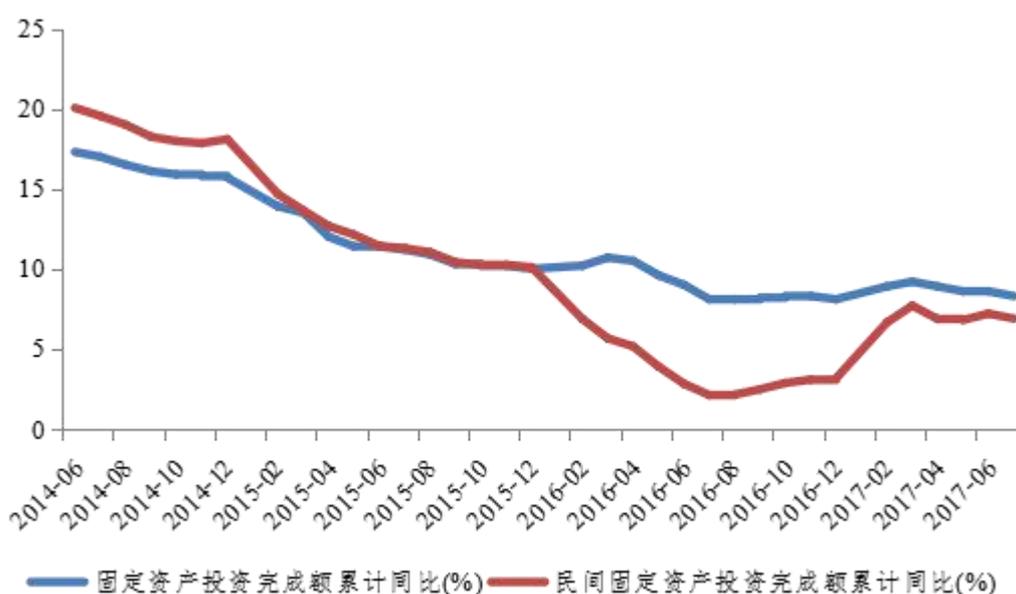


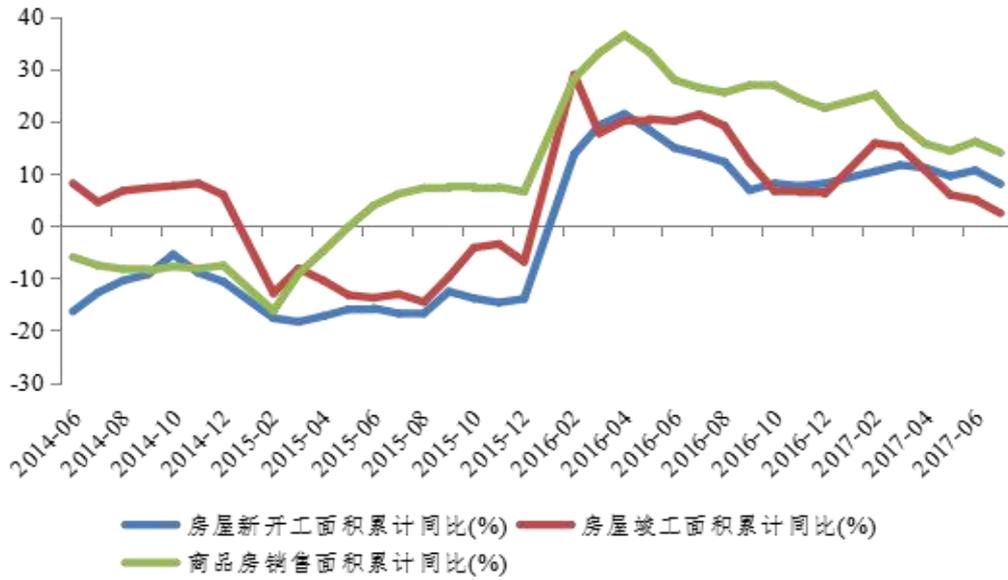
3. 月度工业增加值评述。7月规模以上工业增加值同比实际增长6.4%，较上月减少1.2个百分点，但高于去年同期0.4个百分点；7月份规模以上工业增加值环比上升0.41%，增速较上月大幅下滑0.4个百分点，为2016年2月份以来的最低水平。1-7月份，规模以上工业增加值累计同比增长6.8%。



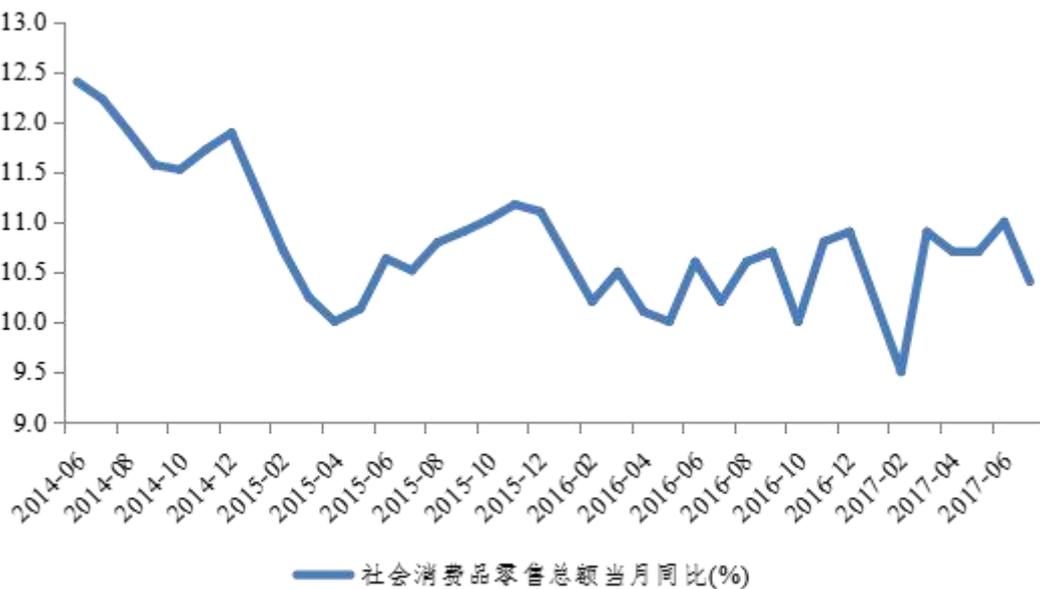
4. 月度固定资产投资评述。1-7月，全国固定资产投资33.74万亿元，同比名义增长8.3%，增速比1-6月份回落0.3个百分点，

但比去年同期增加 0.2 个百分点，环比增速较 6 月上升 0.61 个百分点；1-7 月，民间固定资产投资 20.46 万亿元，同比名义增长 6.9%，比 1-6 月小幅回落 0.3 个百分点，民间投资占总投资的比重为 60.7%，与 1-6 月持平。1-7 月，全国房地产开发投资 5.98 万亿元，同比增长 7.9%，增速比 1-6 月回落 0.6 个百分点。

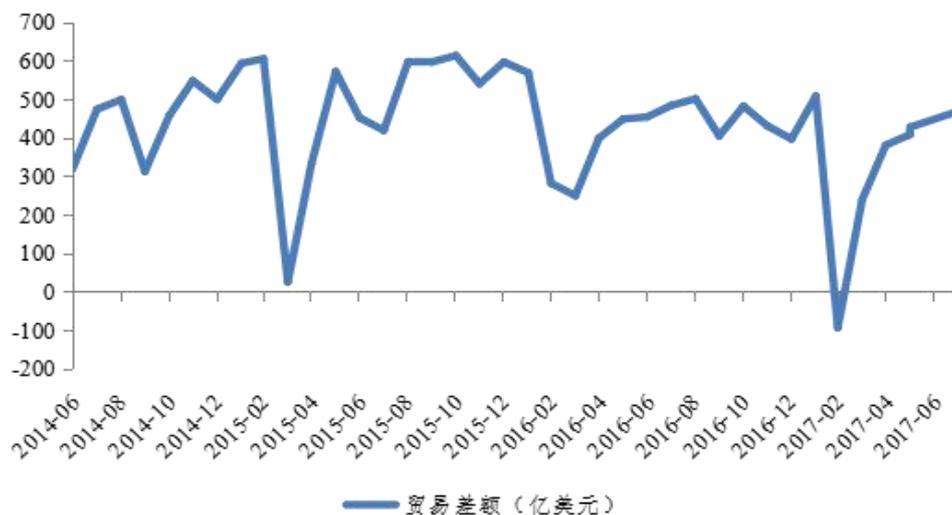
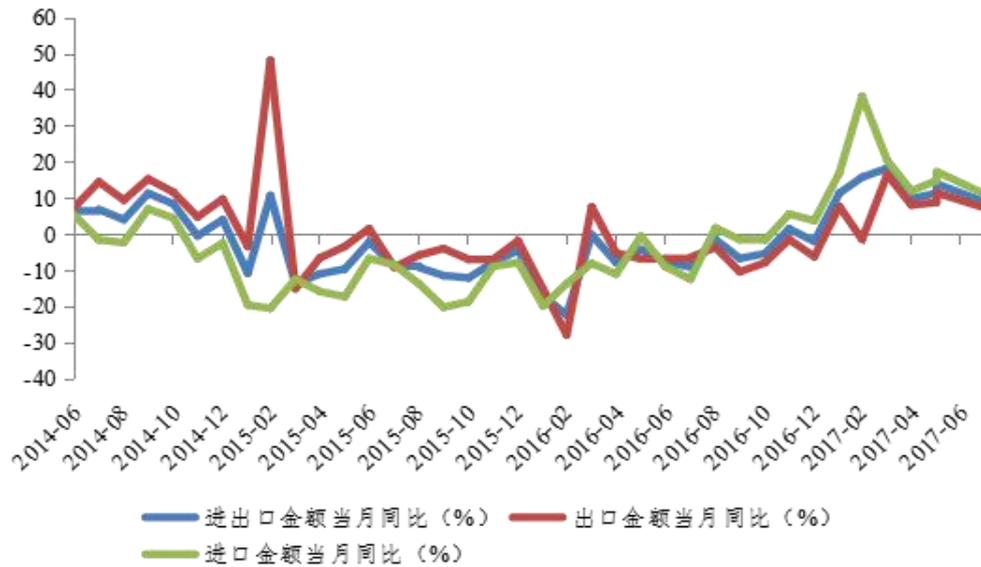




5. 月度社会消费总额评述。7月社会消费品零售总额 2.96 万亿元，同比名义增长 10.4%，增速较 6 月下降 0.6 个百分点，为今年 3 月份以来的最低值，但高于去年同期 0.2 个百分点。同比实际增长 9.6%，较 6 月回落 0.4 个百分点，且低于去年同期 0.2 个百分点。社会消费品零售总额环比增长 0.73%，较 6 月下降 0.18 个百分点，且低于去年同期 0.06 个百分点。限额以上单位消费品零售额同比增长 8.6%，较 6 月下降 1.6 个百分点。



6. 月度进出口评述。7月我国进出口总值为2.32万亿元人民币，同比增长12.7%，创今年单月最低增速。其中，出口总值为1.32万亿元，同比增长11.2%，预期14.8%，前值17.3%；进口总值为1万亿元，同比增长14.7%，预期22.6%，前值23.1%；进出口顺差3212亿元，预期2935.5亿元，前值2943亿元。以美元计，7月出口同比增长7.2%，前值11.3%；进口同比增长11%，前值17.2%；贸易顺差467.4亿，前值427.7亿。7月进出口双双下滑，回归常态。



（二）宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。非食品项同比走势温和，对 CPI 同比增速形成支撑。7 月非食品价格同比上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 1.62 个百分点。其中，医疗保健类价格同比上涨 5.5%，教育服务类价格上涨 2.5%，居住类价格上涨 2.5%，分别较上月下降 0.21、0.01 和 0.02 个百分点，显现温和走势。

食品价格同比、环比继续下跌。7 月食品项同比下降 1.1%，影响 CPI 下降约 0.21 个百分点，环比下降 0.1%。分项看，畜肉类价格同比下降最大，达 9.8%。其中，猪肉价格下降 15.5%，影响 CPI 同比下降 0.46 个百分点。受季节性因素影响，鲜果价格环比下跌 9.2%；猪肉价格环比下降 0.7%，两项合计影响 CPI 环比下跌约 0.18 个百分点。

非食品价格环比上涨居多。7 月非食品价格环比上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.13 个百分点。分项来看，七大细项环比四涨三降，其中，教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 1.0% 和 0.5%，居住、生活用品及服务价格均上涨 0.1%；衣着、交通和通信、其他用品和服务价格分别下降 0.4%、0.3% 和 0.1%。医疗、教育文化、居住和生活用品及服务是非食品价格环比上涨主要动力。

PPI 同比较上月持平，环比由负转正。7 月 PPI 同比上涨 5.5%，与上月持平；环比上涨 0.2%，结束了连续 3 个月的负增长，实现由降转升。数据显示工业品生产资料价格环比上涨 0.2%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.2 个百分点。其中，加工工业价格上涨 0.5% 推动生产资料价格的上涨。而采掘工业价格和原材料工业价格分别环比下降了 1.1% 和 0.2%，生活资料价格环比持平。

2017 年 7 月，非食品价格的上涨仍然对 CPI 温和上涨起到了支撑作用，而食品价格环比的连续下跌则拖累了 CPI 的上涨。7 月数据表明，目前影响食品价格的因素中，猪肉价格环比降幅持续收窄、蛋类价格环比连续两个月回升。预计随着下半年中秋节以及国庆节的到来，食品价格持续下跌的趋势会得以扭转。由于非食品价格成为 CPI 上涨的主要动力，生产端价格向消费端价格的传导速度将会更快、更显著，未来 CPI 仍有进一步回升的可能。

在 PPI 方面，7 月份 PPI 环比由负转正是上游企业去产能引起工业原材料价格大幅回升所导致的，加工工业价格上涨 0.5% 推动了生产资料价格的上涨。但是，工业品的需求主要来源于 2016 年大幅增加的正规和非正规地方政府负债。据统计，2016 年，地方政府债务发行量由 4 月的 2 万亿激增到了年底的 6 万亿。然而，随着清理负债和降杠杆压力的加大，工业品需求会首先出

现回落，继而会将压力传导至原材料，压低原材料价格。因此，PPI 持续上行是不可持续的。另外，随着 PPI 高基数效应的重现，未来 PPI 同比增速将会出现进一步的回落，预计在 PPI 同比涨幅持续收窄的情况下，环比涨幅仍会出现下跌的可能。

2. 制造业 PMI 分析与预测。7 月中国制造业 PMI 指数较上月轻微回落，但与上半年制造业 PMI 均值基本持平，整体走势平稳。从分类指数来看，制造业 PMI 指数回落主要源于生产指数和新订单指数的下降。生产指数下降 0.9 个百分点；新订单指数下降 0.3 个百分点，其中，出口订单指数为 50.9%，较上月下降 1.1 个百分点；进口指数小幅下降了 0.1 个百分点。同时，生产经营活动预期为 59.1%，较上月回升 0.4 个百分点。这表明，随着日、欧经济复苏的高位回落，我国外部需求开始放缓，经济内部需求增强。但是，产成品库存指数和原材料库存指数为 46.1%和 48.5%，分别较上月下降了 0.2 和 0.1 个百分点，且长期低于荣枯线，限制了企业的扩大再生产，因此产能过剩的问题仍然严峻。

分企业规模看，大型企业与中小型企业出现分化，中小企业生存压力加大。大企业 PMI 指数为 52.9%，较上月增加 0.2 个百分点，且连续两个月回升；中型企业 PMI 指数为 49.6%，低于荣枯线，且较上月下降 0.9 个百分点；小企业 PMI 指数为 48.9%，同样低于荣枯线且较上月下降 1.2 个百分点。

在非制造业 PMI 方面，中国非制造业商务活动指数为

54.5%，较上月下降 0.4 个百分点。其中，服务业商务活动指数为 53.1%，比上月回落 0.7 个百分点，但与去年同期相比提升 0.5 个百分点；建筑业商务活动指数为 62.5%，比上月上升 1.1 个百分点，企业生产增长势头依然强劲。在主要分类指标中，除新订单指数和从业人员指数有所回落外，其余指标与上月相比均有所提升。

7 月制造业 PMI 较 6 月小幅下降 0.3 个百分点，但高于去年同期 1.5 个百分点，连续 10 个月位于 51.0% 以上的扩张区间，继续保持平稳增长的发展态势。但是，从结构数据来看，7 月制造业 PMI 表明当前国际经济形势依旧不够明朗，外需出现回落。同时，企业增长进一步分化，中小企业生存压力增大，产能过剩依然严峻。随着全国金融工作会议对严监管的进一步明确，在未来，去杠杆和严监管仍是主旋律，结构性矛盾仍会逐渐显现。短期内，制造业可能会继续维持平稳的增长态势，但在长期是否会出现持续增长的趋势仍需观察。

3. 工业增加值分析与预测。分三大门类看，采矿业增加值显著下降，其余两大门类增加值虽保持增长态势但增速下滑。7 月份，采矿业增加值同比下降 1.3%，增速较上月降低了 1.7 个百分点；制造业同比增长 6.7%，较 6 月下降 1.3 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.8%，增速较上月大幅提升 2.5 个百分点。上游工业增加值的增速下滑有企业重组、整合的原因，但更重要的是基础原材料需求并未完全恢复；中游产业增

速大幅下行直接反映出需求端的萎靡；水电行业增加值增速反弹要考虑到季节因素，夏季需求拉高增速，但可持续性存疑。

分经济类型看，各所有制企业工业增加值增速升降不一，出现分化。其中，国有控股企业增加值同比增长 6.7%，较上月回落 0.1 个百分点；集体企业同比下降 3.6%，较上月大幅降低 7.5 个百分点；股份制企业与外商及港澳台商投资企业的同比增速均为 6.7%，分别较上月回落 1 和 1.3 个百分点。可见，就经济类型而言，集体企业、股份制企业和外资企业增速回落较快，国有企业则较为稳定。数据表明，不同所有制企业增加值增速缺口拉大，经济增长普惠性减弱，国有企业增加值的稳定很大程度上建立在牺牲其它所有制企业利润的基础上，我国结构性问题依然严峻。

分行业看，7 月份，41 个大类行业中有 37 个行业增加值保持同比增长，但增速较上月均有回落。其中，专用设备制造业同比增速最高，达到 11.9%，较上月回落了 0.1 个百分点；通用设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械和器材制造业以及汽车制造业的同比增速均在 11% 以上，分别为 11.5%，11.8%，11.7% 和 11.8%，与 6 月相比均有下降。其他主要行业增加值虽然都实现了不同程度的上升，但除了电力、热力生产和供应业增长 9.7%，增速较 6 月大幅提升外，其余各大行业增速均比 6 月回落。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 3.3%，农副食品加工业增长 6.0%，纺织业增长 4.3%，化学原料和化学制品制造业增长 2.3%，非金属矿物制品业增长

3.4%，有色金属冶炼和压延加工业增长 1.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 2.1%。分产品看，7 月份，596 种产品中有 398 种产品同比增长，较上月减少 43 种，各产品增速也出现了不同程度的回落。

7 月份，规模以上工业增加值同比和环比均出现大幅回落，与 7 月 PMI 的回落形成印证，而 PMI 的回落不仅在于外需的放缓，还取决于产成品库存和原材料库存增速的降低。因此，上半年 PMI 以及工业增加值的走高主要是库存周期的驱动，随着库存周期的结束，工业增加值也势必会下跌。分行业看，除了因受夏季高温影响带来的电力、热力生产和供应业的上升外，其余各行业增速普遍下滑，采矿业的跌幅更是进一步扩大。同时，在工业增加值增速普遍下滑的形势下，股份制及外企工业增加值下滑较多，国有行业的工业增加值则较为稳定，表明国有企业对基础原材料行业依然存在着高度垄断的状况，行业和产业结构性问题依然严峻。未来一段时间，库存周期的结束以及原材料价格的回落仍会对工业增加值产生下行压力。同时，随着严监管和去杠杆的深入，各企业间长期积累的结构性矛盾会不断显现，在经济增长内生性因素尚未激发之前，我国工业企业仍然面临着众多不确定性。

4. 固定资产投资分析与预测。1-7 月全国固定资产投资延续了 4 月份以来的回落趋势。分产业看，第一产业投资同比增长 14.4%，比 1-6 月回落 2.1 个百分点；第二产业投资增长 3.4%，

比 1-6 月回落 0.6 个百分点；第三产业投资增长 11.3%，与上月持平。因此，除第三产业增速持平外，第一、第二产业均有较大幅度的下滑。具体来看，在第二产业中，制造业投资 10.44 万亿元，同比增长 4.8%，增速较上月回落 0.7 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资 1.61 万亿元，同比增长 1.6%，较 6 月回落 0.9 个百分点；采矿业同比下降 6.1%，降幅较上月收窄 0.3 个百分点。第三产业中，除道路运输业和铁路运输业投资有所增长外，基础设施投资、水利管理业投资、公共设施管理业投资等多数分项同比增速均回落，导致固定资产投资总体增速回落。分地区看，东部地区、中部地区、西部地区以及东北地区投资增速分别为 9.2%、8.5%、10.6%和-9.3%，分别较上月增加 0.1、-1.6、-0.1 和 0.2 个百分点。因此，以房地产投资为主的东部地区和以基建为主的西部地区仍然是支撑固定资产投资的主要地区。

施工和新开工项目投资分化，资金到位率小幅上升，但港澳台及外商投资降幅扩大。从施工和新开工项目情况看，施工项目计划总投资同比增长 19.4%，比 1-6 月减少 0.3 个百分点；新开工项目计划总投资同比增长 1.9%，较上月提升 3.1 个百分点。从到位资金情况看，固定资产投资到位资金同比增长 1.5%，增幅比 1-6 月提升 0.1 个百分点。其中，国家预算资金同比较上月提升 1.6 个百分点，国内贷款、自筹资金、利用外资均同比下降。分投资主体类型看，内资企业投资同比增长 8.9%，增速比 1-6 月份回落 0.4 个百分点，港澳台商投资同比下降 5%，降幅扩大

0.3 个百分点，外商投资同比下降 5.7%，降幅进一步扩大至 1.7 个百分点。

房地产开发投资、新开工和竣工面积以及商品房销售面积均有回落，企业土地购置面积和土地成交价款则大幅提升。1-7 月，房屋施工面积同比增长 3.2%，比 1-6 月回落 0.2 个百分点；房屋新开工面积增长 8.0%，增速回落 2.6 个百分点；房屋竣工面积增长 2.4%，增速回落 2.6 个百分点。企业土地购置面积同比增长 11%，较上月大幅提升 2.3 个百分点；土地成交价款同比增长 41%，较上月大幅提升 2.5 个百分点。

商品房销售面积和销售额、房地产开发企业到位资金同比增速继续回落。1-7 月，商品房销售面积同比增长 14%，增速回落 2.1 个百分点；商品房销售额同比增长 18.9%，增速回落 2.6 个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长 9.7%，增速回落 1.5 个百分点；国房景气指数为 101.42，比 6 月份提升 0.04 点。

1-7 月固定资产投资继续回落，三大产业整体增速下滑明显，制造业投资、基础设施投资以及房地产投资等三大投资的增速均出现下滑。根据分项数据，东部地区和西部地区投资较为稳定，其中，受前期财政支出进度加快、相关资金提前拨付的影响，基建投资的下滑很多来自于财政支出增速的大幅下滑，这表明房地产投资和基建投资仍然是固定资产投资的主要推动力，国内仍然没有找到新的经济增长驱动因素，因此并不存在所谓的“新周期”。

随着房地产调控政策效应显现，1-7月房地产开发和销售情况均回落，这与我们前期预测一致。具体来看，房地产开发投资和销售面积、销售额的回落与土地购置面积的增加形成鲜明对比，加上新开工和新竣工面积的回落以及制造业和基建投资的下滑，反映出开发商普遍存在囤而不建的现象。因此，在经济增长内生动力仍未出现的情形下，制造业投资、基建投资以及房地产供求两端的下滑会使得未来固定资产投资和房地产开发投资均面临较大的压力。

5. 社会消费总额分析与预测。农村消费增长回落明显。7月，城镇消费品零售额同比增长10.2%，较6月回落0.5个百分点；乡村消费品零售额同比增长11.7%，回落1.2个百分点。1-7月，城镇消费品零售额累计同比增长10.1%，与1-6月增速持平；乡村消费品零售额累计同比增长12.2%，较上月回落0.1个百分点。

多数消费品增速均有所下降。除饮料类、石油及制品消费等消费增速稍有上升外，粮油食品类、服饰类以及家具、家电等各类消费品的同比增速均较上月有不同程度的回落。其中，粮油食品类、烟酒类、服装鞋帽纺织品类等零售总额分别同比增长10.7%、7.6%和6.4%，增速分别比上月下降0.2、1.9和0.9个百分点。家电和汽车零售总额同比增长13.1%和8.1%，分别比6月回落0.2和1.7个百分点。受房地产生生产和销售低迷影响，建筑及装潢材料零售总额和家具零售总额同比增长13.1%和12.4%，分别较6月大幅下降2.1和2.4个百分点。

1-7 月份，全国网上零售额 3.66 万亿元，同比增长 33.7%。其中，实物商品网上零售额增长 28.9%，占社会消费品零售总额的比重为 13.8%。网上消费增速持续增长，领先社会消费品零售总额平均水平，成为拉动消费的主要动力。

7 月份社会消费品零售总额名义增速和实际增速均较上月回落，实际增速更是对于去年同期增速。具体来看，农村消费品零售额增速与城镇消费品零售额增速相比降幅明显，为 2017 年的最低值，表明今年以来农村消费的增长主要来源于政策补贴，随着补贴阶段性的减少，农村消费增速也随之下降。特别地，因购置税减半优惠政策力度减弱以及消费提前透支的影响，汽车类零售增速回落明显。因此，目前社会消费品零售总额内部各项结构的增速受政策性因素影响较大。另一方面，随着房地产开发投资和销售增速的高位回落，与之相关的家具、建筑及装潢材料的消费随之下降。预计这一效应会随着未来房地产生产和需求的持续回落而继续显现。另外，由于实体经济持续低迷的影响，互联网消费成为了拉动消费增长的主要动力，在新的经济增长驱动尚未真正出现的情形下，实体经济仍会较为疲弱，因此预计网上消费增速或许会继续上涨。

6. 进出口数据分析与预测。7 月一般贸易进出口增速均回落，其他贸易增速分化。7 月一般贸易进出口总值同比增长 19.1%，出口总值同比增长 12.4%，进口总值同比增长 27.8%，分别较上月回落 1.4、0.4 以及 2.4 个百分点。除租赁贸易和出料

加工贸易增速较上月提升外，来料加工装配贸易、进料加工贸易以及加工贸易进口设备等主要贸易方式的进出口总值同比增长率均较上月下跌。

基数大、外需减弱以及大宗商品量价齐跌是7月进出口回落的主要原因。在基数方面，6月进出口同比增速迅猛使得7月环比数据看似乏力，但仅稍低于4-5月，且大幅高于去年同期，因此可以看作是回归常态。在外需方面，首先，7月19日的中美首轮全面经济对话并未就中美贸易谈判达成协议，增加了中美贸易的不确定性，7月中国或有意压减对美国的出口，使得对美国出口较6月下降10.9个百分点。其次，7月份对欧盟出口同比增长10.1%，较上月下降5个百分点，对韩国、澳大利亚等发达国家出口同比分别较6月下降7.3和5.6个百分点，但对日本出口增加了3.7个百分点。因此对发达国家出口的降低或是影响出口增速的主要原因。在内需方面，大宗商品量价齐跌。首先，从实物量看，7月进口铁矿砂及其精矿、原油、钢材量累计同比增速为7.5%，13.6%和2.6%，分别较上月下降了1.8，0.2和2.7个百分点。其次，从价格看，7月进口铁矿砂及其精矿、原油、钢材价格累计同比增速为50%，50.9%和13%，分别较上月下降了10，9.9和1.1个百分点。

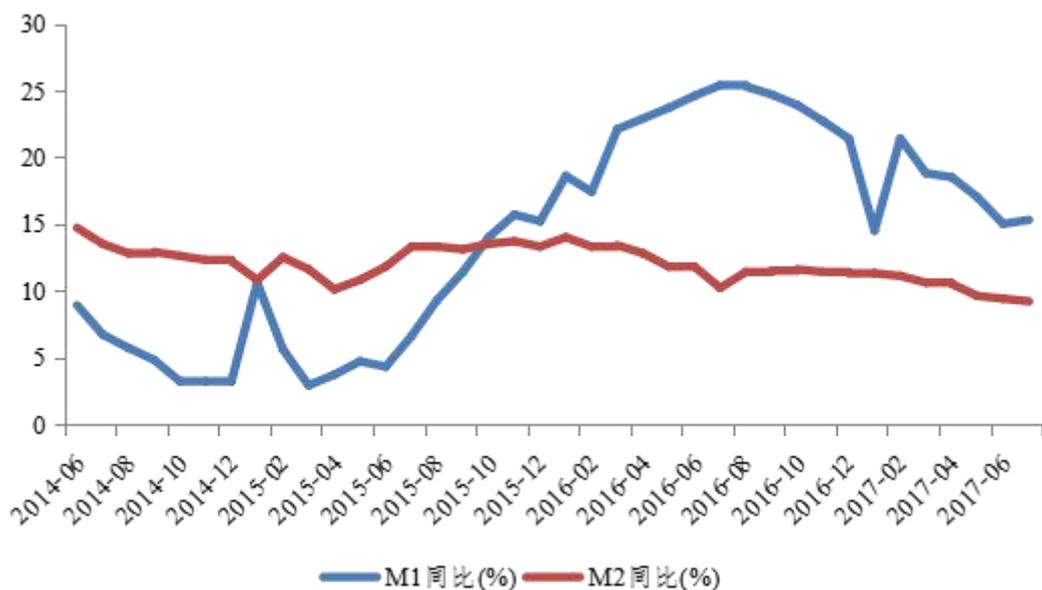
7月进出口虽然双双回落，但外贸出口先导指数较上月回升0.4个百分点，表明进出口增速回落并没有影响经济运行。随着

“衰退式贸易顺差”的持续，下半年进出口增速或不如上半年，但全年仍能够实现较好增长。一方面，下半年中国进出口仍面临外需不足的压力，同时，由于制造业 PMI 三大订单指数全部下降以及基建与房地产投资的稳定性趋于下降，下半年内需不足的程度可能要大于外需。另一方面，我国工业步入库存周期的下行阶段，企业的库存意愿、生产热情都有所降低，因此国内经济是否会持续复苏回暖仍存疑问。综上所述，下半年我国进出口仍会面临众多的不确定性，但外贸发展稳中向好、外贸结构持续优化的基本面不会改变。

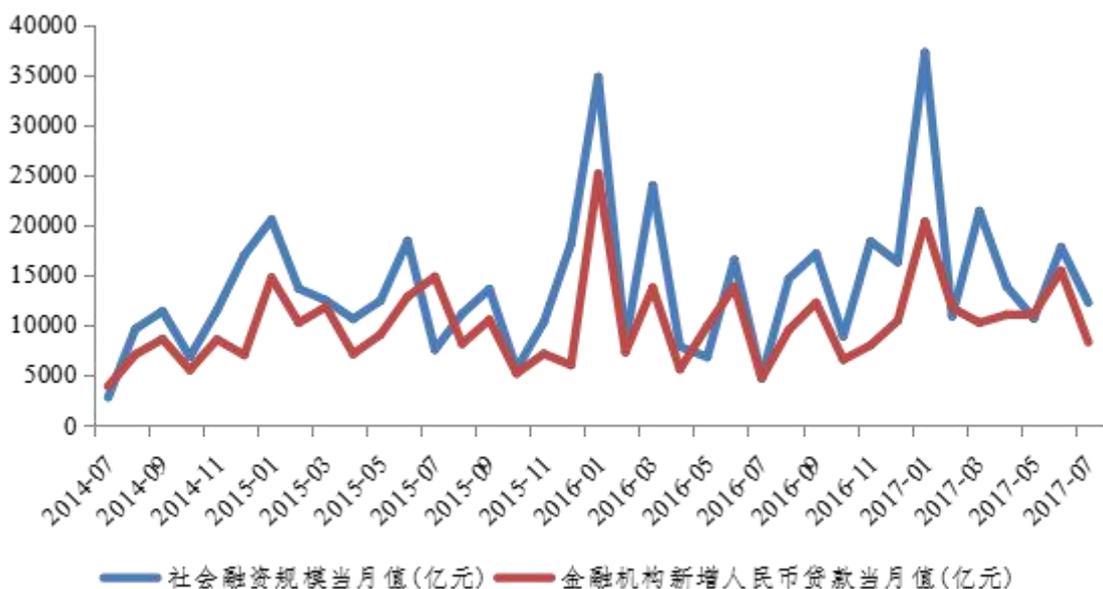
二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

2017 年 7 月新增社会融资规模 1.22 万亿元，预期 1 万亿元，前值修正为 1.78 万亿元。金融机构新增人民币贷款 8255 亿元，预期 8000 亿元，前值 1.54 万亿元。7 月 M2 货币供应同比增长 9.2%，增速比上月回落 0.2 个百分点，比去年同期低 1 个百分点，再创历史新低；M1 货币供应量同比增长 15.3%，高于上月 0.3 个百分点。



社会融资规模和新增信贷同比处于高位。7月社会融资规模增量为1.22万亿元，远高于去年同期7415亿元，显著高于季节性水平。金融机构新增人民币贷款8255亿元，比上月大幅降低，但同比多增3619亿元。其中，住户部门贷款增加5616亿元，居民中长期贷款增加4544亿元；非金融企业及机关团体贷款增加3535亿元，其中中长期贷款增加4332亿元；非银行业金融机构贷款减少851亿元。



新增信贷的同比高增主要来自居民中长期贷款。由于季节性因素，7月新增信贷比上月大幅减少7145亿元，但居民部门中长期贷款仅微降289亿元，仍保持在4544亿元的高位，占新增信贷的55.05%。居民中长期贷款的高增长显示居民住房需求仍高，但从房地产销售数据看，7月房地产销售面积和销售金额同比已出现较大幅度下滑。此外，计算居民户中长期贷款增速发现，居民中长期贷款已连续三个月出现同比负增长，相较于去年及年初的同比高增长，增速已明显放缓。随着未来购房调控政策趋严，居民中长期贷款增长空间将进一步受限。

企业部门新增贷款环比减少，但处于同比高位。7月，非金融性公司及其他部门新增人民币贷款3535亿元，环比减少3417亿元，但比去年同期多增3561亿元，处于同比高位。其中，企业中长期贷款增加4332亿元，比去年同期多增2818亿元。

表外融资继续收缩，企业中长期融资总量增幅有限。在金融严监管和去杠杆推动下，表外融资规模继续收缩。在7月新增社会融资规模中，新增委托贷款163亿元，同比少增1612亿元；新增信托贷款1232亿元，比上月大幅下降1249亿元；未贴现银行承兑汇票减少2039亿元，比上月多减少1834亿元。7月，在债市回暖下，企业新增债券融资2840亿元，由负转正，比上月多增3009亿元，同比多增632亿元。非金融企业境内股票融资536亿元，环比增加49亿元，比去年同期减少599亿元。

7月企业新增信贷规模处于同比高位，尤其是企业中长期贷

款同比增速高达 186%，但由于表外融资收缩、直接融资规模较小，因而企业总体融资规模较为有限。从社会融资规模构成来看，7 月新增委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票等表外融资，与债券融资和股票融资等直接融资方式累计占比之和仅为 23.03%，连续 4 个月处于下降趋势，对企业中长期融资总量增长贡献有限，这也与 7 月固定资产投资增速回落相一致。

M2 低增长常态化。7 月，M2 余额同比增长 9.2%，增速低于上月 0.2 个百分点，低于去年同期 1 个百分点，并再次达到历史新低。M1 余额同比增长 15.3%，增速高于上月 0.3 个百分点。自 2016 年末以来，M2 增速出现下台阶式放缓，连续三个月保持在个位数水平。相比之下，M1 同比增速小幅回升 0.3 个百分点，表明市场流动性尚未趋紧。M2 的同比低增长，部分原因是 7 月财政存款大幅增长，达到 1.16 万亿的历史高位，导致货币派生能力下降。另一方面，人民银行在 2017 年第二季度货币政策执行报告中指出，M2 增速降低是金融监管加强带来的资金链条缩短、多层嵌套减少的反映，这正是金融去杠杆深化的结果。若从新增贷款角度观察 M2 的构成可发现，7 月末金融机构新增贷款为负，而居民户和企业部门为主的非金融部门是新增贷款和货币派生的主要来源。

（二）中国货币及金融政策走势预判

7 月社会融资规模和新增人民币贷款虽比上月大幅下降，但均处于同比高位，并且随着金融去杠杆深化，融资渠道向金融机

构贷款集中，表外融资规模进一步收缩。同时，在全国金融工作会议强调发展直接融资背景下，7月以债券和股票融资为主的直接融资增加。

值得注意的是，目前银行信贷占主导、信贷高增的局面或将难以维持。上半年息差减小，银行提前放贷使得下半年信贷额度减少；同时，7月房地产销售大幅回落，未来居民中长期贷款或将逐渐从高位回落，对新增信贷的贡献会逐渐降低。目前M1增速保持稳定，货币政策难见进一步宽松的迹象，若下半年银行发放贷款空间受限，表外融资随着金融监管加强而进一步收缩，直接融资发展较缓且规模相对有限，未来社会融资规模或将继续走低，影响企业固定资产投资和对实体经济的支持力度。

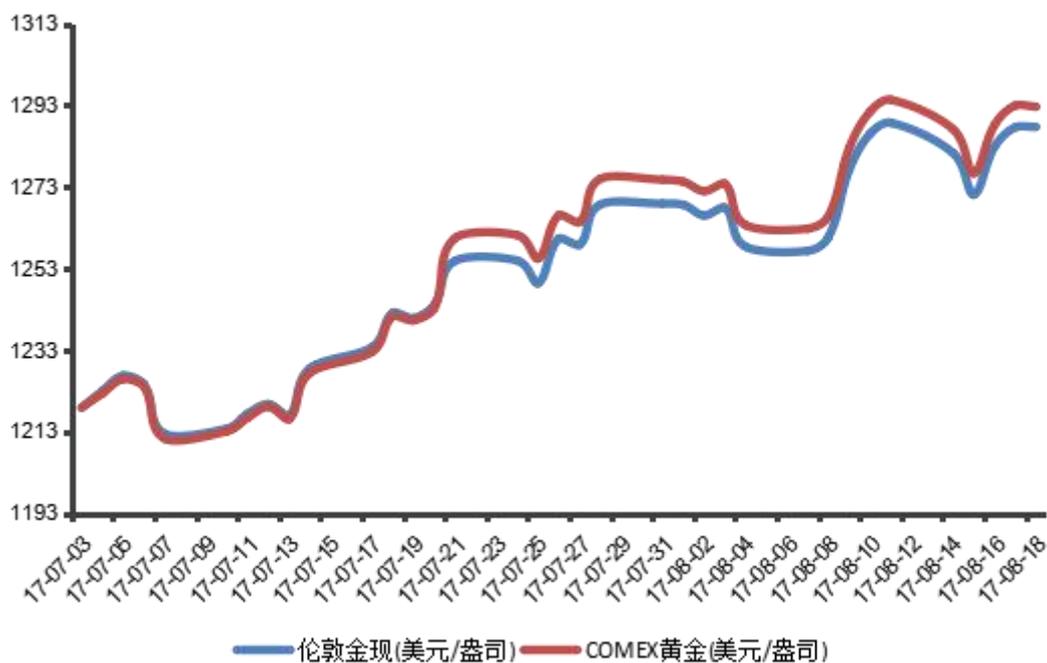
未来M2或将保持低位增长的常态。人民银行在第二季度货币政策执行报告中指出，“随着市场深化和金融创新，M2的可测性、可控性以及与经济的相关性亦在下降，对其变化可不必过度关注。”因此，在深化去杠杆的要求下，M2同比增速走低将保持常态。

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。黄金价格持续震荡上行。2017年7月至8月中旬，黄金价格保持上行趋势，并在8月初短暂下跌后继续震荡上扬。国际现货黄金7月18日收盘价为1242.15美元/盎司，8月18日收盘价为1287.75美元/盎司，环比上涨3.67%；纽约商

品交易所黄金期货 7 月 18 日收盘价为 1241.9 美元/盎司, 8 月 18 日收盘价为 1293.3 美元/盎司, 环比涨幅达 4.14%, 同时, 持仓量由 227057 手大幅涨至 376411 手; 上海期货交易所黄金期货的价格 7 月 14 日收盘价为 270.65 元/克, 8 月 18 日收盘价为 279.95 元/克, 上涨 3.43%。8 月 11 日, 国际现货黄金价格和纽约商品交易所黄金期货价格分别达到 1288.77 美元/盎司和 1295 美元/盎司的高点, 重回 6 月初黄金价格的高位。



2. 黄金价格预测。地缘政治风险再度加剧、美国经济数据不及预期及其引发的美联储鸽派言论等, 都给黄金价格上涨带来巨大推动力。从中长期看, 随着地缘政治风险等短期因素逐步缓和, 黄金将趋近稳定水平。但未来美国经济复苏乏力、美联储加息预期减弱, 预计黄金价格仍可维持在一定的高位。

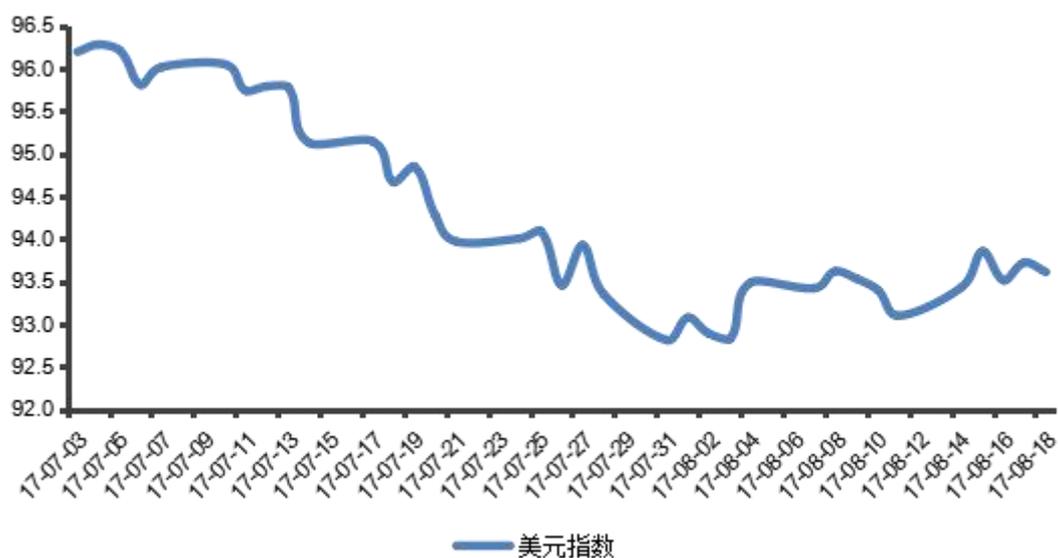
地缘政治风险再度加剧，拉动黄金价格大幅上涨。随着 6 月英国大选风波趋平、7 月 G20 峰会的召开，全球政治风险的缓和使得黄金价格在 7 中上旬走低。然而，进入 7 月以来，美国国内政治风险，以及与朝鲜的地缘政治风险加剧。7 月中旬，特朗普被爆出“通俄门”，引发美国政坛动荡。7 月底，特朗普最新医保法案被参议院投票彻底否决，遭遇其就任以来首个立法进程的失败。8 月上旬，美国对朝鲜半岛此前的地缘政治冲突发表强硬言论，而朝鲜也强硬回复，并提出军事威胁。在美朝两国激烈冲突下，国际市场避险情绪骤升，COMEX 黄金价格在 8 月中旬一周内快速上涨，从 7 月中旬 1250 美元/盎司攀升至 8 月中旬突破 1290 美元/盎司的高位。此外，西班牙、芬兰、德国等欧洲多国接连发生恐怖袭击或疑似恐怖袭击事件，加剧市场恐慌情绪，美国国内政治风险和全球地缘政治风险加剧，短期内抬高了黄金价格水平。尽管此次美朝政治冲突剑拔弩张，但从历史经验和长期来看，预计多方和谈将是解决问题的最终归宿。随着市场短期避险情绪的缓和，预期未来黄金价格将逐渐回落至合理区间，

美国多项经济数据不及预期，经济复苏乏力，黄金价格相应上涨。7 月底至 8 月初，美国多项经济数据出炉。其中，二季度 GDP 为 2.6%，略高于预期的 2.5%；但一季度 GDP 终值也被下修至 1.2%。二季度核心 PCE 指数同比增速下降至 1.5%，低于一季度的 1.8%。8 月初，美国最新失业和通胀数据显示，当周首次申请失业救济人数为 24.4 万，高于预期的 24 万；7 月 CPI 同比

增速为 1.7%，略低于预期的 1.8%；PPI 同比增速为 1.9%，，环比出现负增长，均大幅低于预期的 2.2%和 1.8%。美国多项最新经济数据表现不及预期，经济复苏仍难见起色，美元指数随之大幅下行，于 8 月 4 日突破 93.0 的低点。黄金价格相应上涨。

美联储和欧洲央行均发表鸽派言论，年内加息预期减弱，推动黄金价格上涨。7 月 27 日，美联储最新发布的货币政策会议纪要中，对缩表进程、未来通胀水平的预期等多项措辞进行了修改，缩表启动时间更加模糊，预期未来通胀将下行，给市场带来较大震荡，美元指数随之下跌。美联储的鸽派言论，以及多项经济数据不及预期，使得市场对美联储年内再度加息的预期跌至 38%。此外，尽管最新公布的欧元区 GDP 数据显示经济复苏向好，但或出于政策一致性的考虑，欧洲央行并未公开表达或透露退出量化宽松的信息。同时，由于英国 7 月 CPI 和核心 CPI 同比增速均不及预期，英国央行加息预期同样难以预料。多国央行的偏鸽派表现，也给黄金价格带来上涨动力。7 月下旬至月底，黄金价格一路上行。

因此，尽管二季度 GDP 数据超出预期，但通胀、失业等分项数据和结构性数据仍然显示美国经济复苏仍十分疲弱，美联储的紧缩性货币政策进程推迟，加息预期大幅降低，美元指数或将继续回落，黄金价格上涨也具有较稳固的支撑。

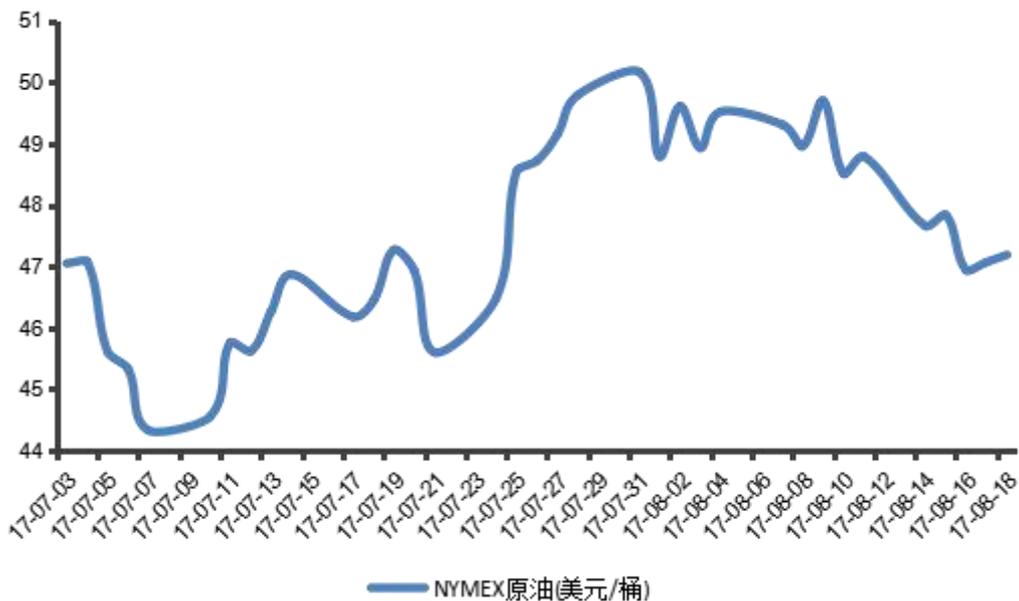


随着短期地缘政治冲突的缓和，黄金价格将从本月的高位逐步回落。但考虑到美国经济复苏乏力、美联储紧缩货币进程放缓，未来黄金价格在较长一段时期内仍可维持在一定的合理区间。6月、7月美国核心PCE、失业等经济数据均不及预期，以及美国国内生产效率下降等问题的困扰，使得美国长期经济复苏缺乏坚实基础。同时，预期欧洲、英国等央行年内将继续维持宽松货币政策取向，未来黄金价格将仍可保持在一定的水平之上。

3. 原油价格分析。7月至8月中旬，原油价格经历了7月初的下跌后反弹，随后震荡上行至月底，并于8月初开始下跌。7月7日，国际原油期货价格跌至44.33美元/桶的低点，随后震荡上升，至7月31日攀升至50.17美元/桶。8月初开始，原油价格连续震荡下行。截至8月18日，国际原油价格为47.19美元/桶，回落至7月中旬价格水平，与7月底相比跌幅高达5.94%。

OPEC原油产量超预期和美国原油库存增加等供给层面因素，是前期原油价格下跌的主要原因。7月初，美国能源署(EIA)

下调美国今明两年产油预期，中国等新兴市场国家夏季对原油的需求强劲，拉动原油价格在7月出现整体上涨，涨幅达6.63%。进入8月以来，随着夏季用油高峰逐步结束，原油需求减少。另一方面，美国页岩油产量连创新高，原油库存高居不下。据EIA7月的月度钻探生产报告显示，美国主要页岩油生产商的原油产量在8月将达到558万桶/日，连续第八个月攀升，再创历史新高。与此同时，OPEC仍未对原油减产达成具有约束力的一致性协议。需求的减弱和供给的持续增加，给原油价格带来下行压力。8月起，原油价格一路走低。



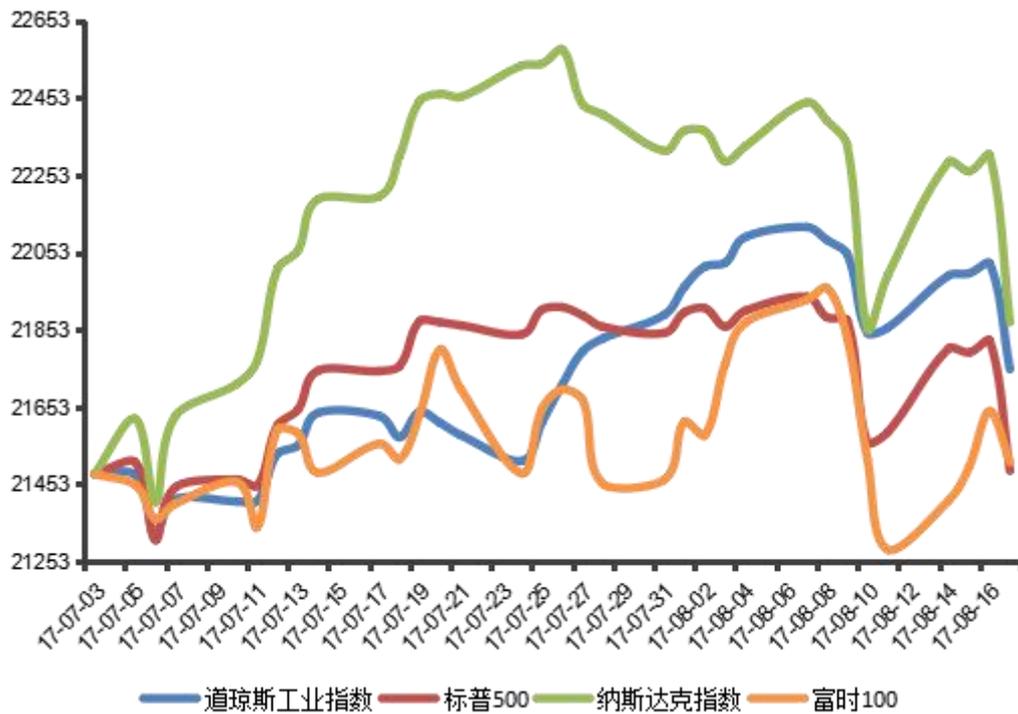
4. 原油价格预测。未来原油价格或将保持在低位震荡。供求状况是当前主导原油价格的主要因素。自今年3月以来，原油价格整体保持下行趋势，其主要原因在于美国原油产量的回升，以及OPEC减产未及预期。8月OPEC月报显示，OPEC国家7月原油产量增加0.5%，至3287万桶/日。其中，需要实施减产的

11 个成员国 7 月产量增至 2996.3 万桶/日，高于目标值 2980.4 万桶/日，减产执行率降至 86%。由于产量的增加仍然主要由沙特、利比亚和尼日利亚几国推动，因此未来 OPEC 减产协议执行情况的不确定性加大。

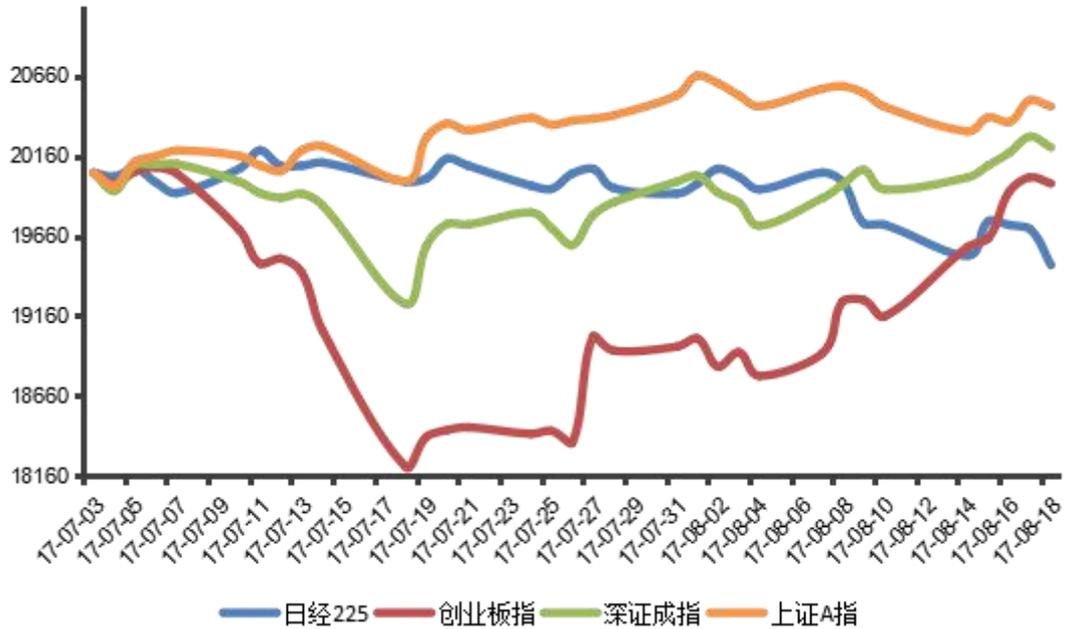
需求方面，OPEC 月报认为全球经济复苏获得持续动力，上调 2018 年全球原油需求。但我们认为，美国经济复苏缺乏坚实的基础，难以显著提升原油市场需求。另一方面，随着油价下跌，美国页岩油生产或将随之放缓，改善供给层面压力。考虑到当前全球原油供大于求的现状，未来油价或将继续在 40-50 美元/桶的区间维持低位震荡，短期内难见持续上涨的空间。

（二）全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。2017 年 7 月至 8 月中旬，欧美股市表现趋于一致，在经历了 7 月的小幅震荡上行后下跌，各大股指均出现较大波动。截至 8 月 17 日，道琼斯工业指数报收于 21750.73 点，环比微涨 0.56%；标普 500 指数报收于 2430.01 点，环比下跌 1.18%；纳斯达克指数报收于 6221.91 点，环比下跌 1.47%。英国富时 100 指数报收于 7387.87 点，环比微跌 0.22%。8 月 10 日左右，美国三大股指与英国富时 100 指数均出现大幅下挫。其中，8 月 10 日道琼斯工业指数下降 0.93%至 21844.01 点，标普 500 指数下降 1.45%至 2438.21 点，纳斯达克指数大幅下降 2.13%至 6216.87 点。8 月 11 日，英国富时 100 指数下降 1.08%至 7309.96 点。



2. 亚洲股市评述。7月至8月中旬，亚洲股市走向出现分化，并于8月上旬开始分化加剧。其中，日经225指数7月保持稳中小幅下行走势，进入8月后下行幅度加大；上证A指、深证成指均保持平稳上行趋势，8月中旬左右涨幅加快；创业板指经历了7月初大幅下挫后反弹，逐步上行，于8月中旬回升至7月初水平。截至8月18日，日经225指数报收于19478.23点，环比下跌2.61%；创业板指报收于1829.84点，环比大幅上涨8.26%；上证A指报收于3416.18点，环比上涨2.33%；深证成指报收于10618.3点，环比上涨5.09%。



3. 全球未来股市走势分析。7月，全球股市出现分化，受多重外部事件冲击影响，欧美股市大幅动荡，短暂小幅上涨后于后期纷纷下跌。整体来看，欧美几大股指环比均出现不同程度的下跌。虽然纳斯达克指数在7月表现良好，一度出现大幅上扬，但进入8月后同样出现大幅下挫，重回7月初水平。尤其是，当地时间8月9日，特朗普对朝鲜发声，表示其对美国构成的任何威胁都将招致“这个世界前所未见的火与怒”，将地缘政治风险推到新高度，全球市场避险情绪骤升，欧美股市全线下跌。

7月出炉的美国二季度企业利润数据和欧洲国家的经济数据的良好表现推动了欧美股市的上扬。但从基本面来看，美国7月数据表现不及预期，企业效率低下等经济结构性问题仍未解决，经济增长缺乏坚实的基础。短期来看，美联储加息预期影响仍然存在，中长期看，经济复苏的乏力和不断增加的外部冲击，都增加了股市走向的不确定性。

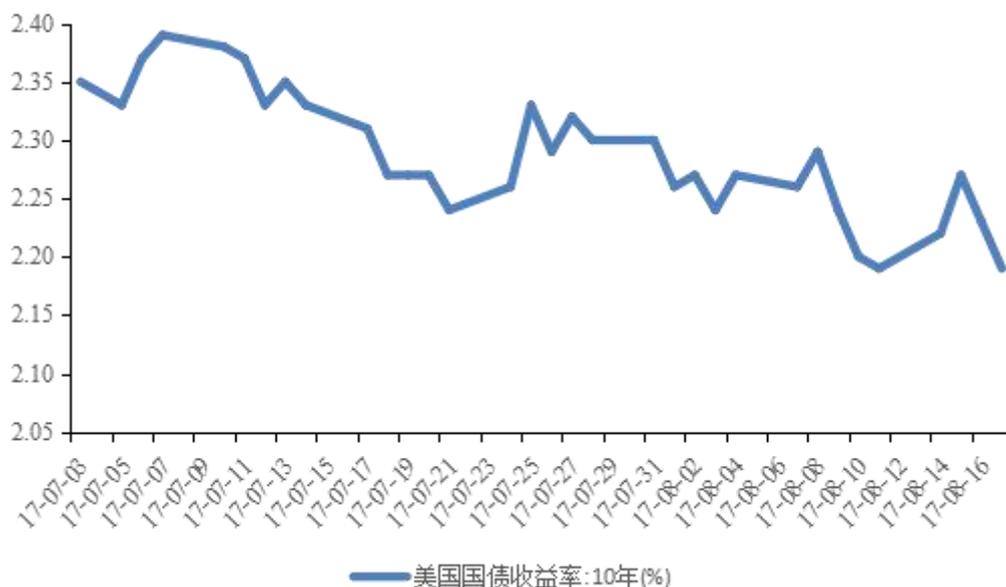
就亚洲股市而言，日本股市是在宽松货币的支持下勉强度日，经济基本面不能给股市提供支持。8月初公布的经济数据显示，二季度日本GDP增长率为4%，远高于预期值2.5%和前值1.0%，并保持了连续6个季度的扩张。消费、通胀水平等都有较好的表现。但相比之下，日经225指数仍保持平稳下行趋势，并在8月初出现更大幅度的下跌。建立在宽松的货币政策基础上、缺乏新增长点经济回暖，使得日经225指数缺乏经济基本面的支撑。

在国内股市方面，近期经济数据的良好表现，以及金融严监管效应发挥作用，7月国内几大股市均出现较大幅度的上扬。不过，正如我们一贯分析指出和强调的，中国经济的结构性问题并没有得到有效改善，投资增速仍将进一步回落，而企业利润的回升很大程度上受益于大宗商品市场和资本利得，企业的主营业务利润并未出现明显的改善。这些因素都给股市带来了不利的影响。我们预计国内股市将继续维持震荡的行情，前期由于流动性紧张的因素而超跌的个股存在投资机会，但中长期而言，股市仍然缺乏基本面支撑。

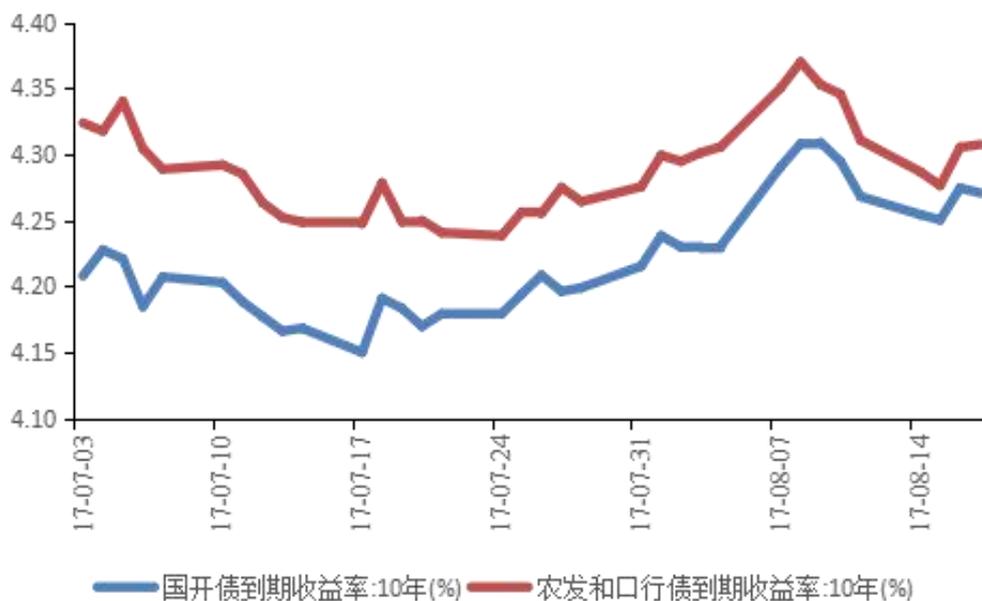
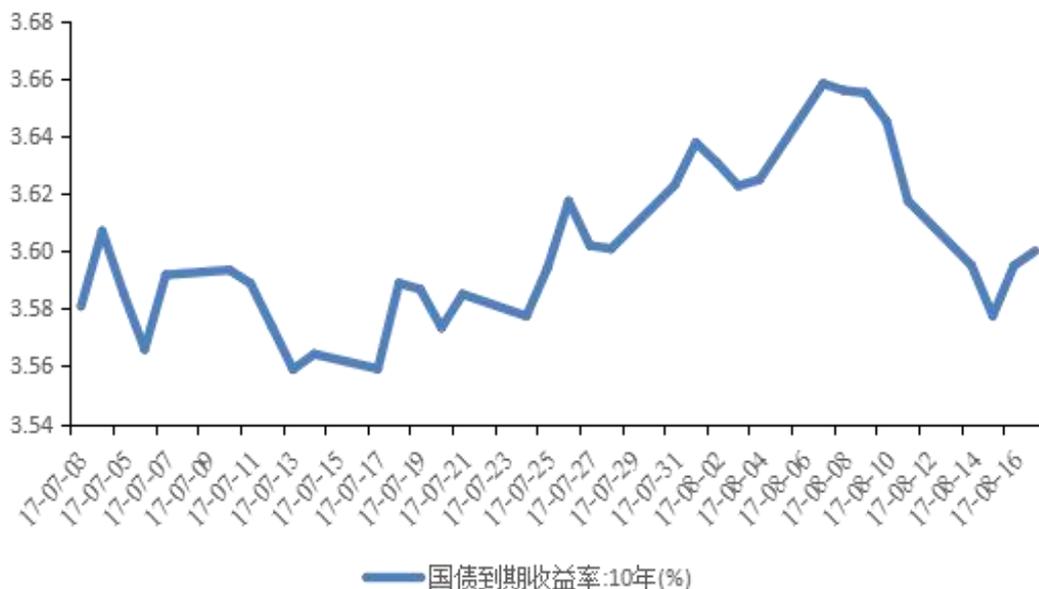
（三）全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。2017年7月至8月中旬，美国国债收益率保持震荡下行趋势。其中，10年期美国国债在7月7日达到2.39%的高位后持续下行。截至8月17日，10年期美国国债降至2.19%，降幅达5.19%。7月美国通胀、失业数据表现不

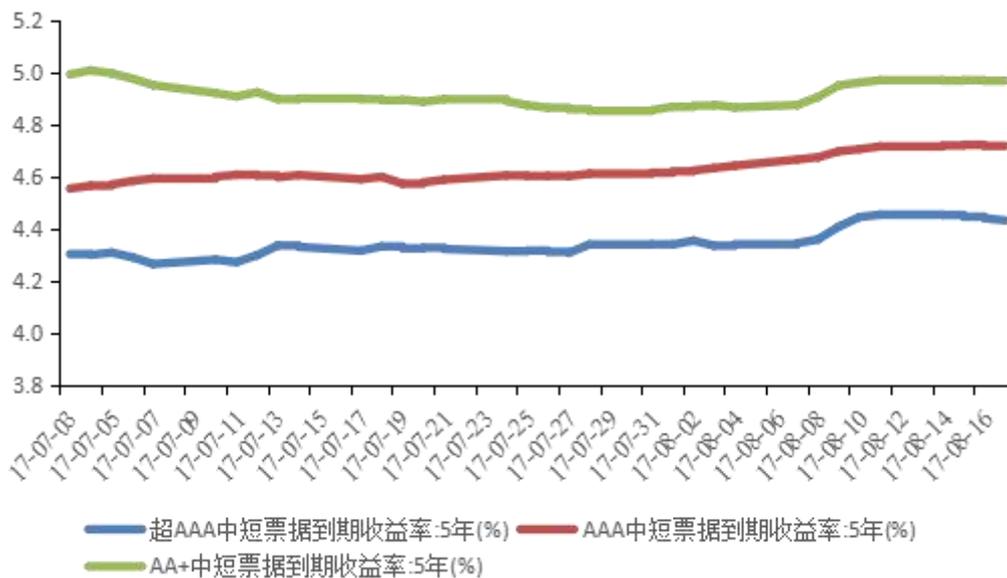
尽如人意，美联储年内再次加息预期大幅减弱，以及特朗普遭遇的国内政治风波，共同推动了美国国债收益率的下行。



2. 中国债券市场分析。7月至8月中旬，中国债券收益率整体呈现震荡走势。在利率债方面，7月中上旬，国债到期收益率震荡下行，从7月中旬开始转而上扬，而至8月中旬再次出现较大幅度下跌。其中，10年期国债到期收益率于7月13日跌至3.559%的低位后震荡上扬，于8月7日达到3.659%高位，随后迅速下跌至8月15日3.578%的低位，周跌幅达2.21%。10年期国开债、农发与口行债到期收益率呈现出同样的趋势，分别于8月8日和8月9日攀升至4.370%和4.309%的高位，随后出现较大幅度下跌。截至8月17日，10年期国债到期收益率为3.60%，10年期国开债到期收益率为4.27%，10年期农发和口行债到期收益率为4.31%。



在信用债方面，7月中短票据收益率整体平稳运行，未出现较大幅度波动，并于8月初开始呈现微小幅度上行。截至8月17日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为4.429%、4.712%和4.967%，环比小幅上涨。



3. 中国债券市场预判。前期利率债债券收益率的下行主要受益于短期内市场流动性改善和金融监管效应趋缓。从中长期来看，债市风险仍然集中于金融监管政策的走向，以及未来经济基本面的表现。7月金融数据显示社融规模和新增信贷规模均环比下降，表外融资进一步收缩，M2增速再创历史新低，偏紧的货币政策和金融去杠杆的推进，推动债券收益率上行。未来，金融监管政策更加注重协调性、常态化；货币因素趋紧是债市头上的“紧箍咒”，我们很难预期短期内债市有特别亮眼的表现。

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。