



太和智库
Taihe Institute

太和寰宇财经月刊



太和智库

2018 年 4 月 刊

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

摘要：报告主要观点

一、中国经济运行评析	3
(一) 宏观经济数据评述	3
1. 季度 GDP 评述	3
2. 月度价格走势评述	3
3. 月度制造业 PMI 评述	4
4. 月度工业增加值评述	5
5. 月度固定资产投资评述	6
6. 月度社会消费总额评述	7
7. 月度进出口评述	8
(二) 宏观经济数据走势分析与预测	9
1. GDP 分析与预测	9
2. 价格走势分析与预测	11
3. 制造业 PMI 分析与预测	13
4. 工业增加值分析与预测	15
5. 固定资产投资分析与预测	18
6. 社会消费总额分析与预测	21
7. 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.....	31
三、全球金融市场走势预判.....	32
(一) 全球股票市场评析.....	32
1. 欧美股市评述.....	32
2. 亚洲股市评述.....	33
3. 全球未来股市走势分析与预测.....	35
(二) 全球债券市场评析.....	37
1. 美国国债市场评述.....	37
2. 中国债券市场评述.....	38
3. 中国债券市场分析与预判.....	40

报告主要观点

3 月中国工业增加值、固定资产投资、进出口等重要经济数据全面下滑，金融数据表现逊色；一季度 GDP 增速符合预期，经济增长转向“降速增质”。

我们对本月中国经济、金融数据的分析及展望如下：

1. 一季度 GDP 增速及其结构性特点显示中国经济增长正在“降速增质”，预计 2018 年 GDP 增速将逐季走低；
2. CPI 和 PPI 均有较大幅度回落，当下通胀压力暂缓，但考虑到国际贸易环境显著改变，潜在的通胀或将成为贸易摩擦的中期成本，需要谨慎对待；
3. 外需拉动 3 月 PMI 走高，但与高频数据相背离，属阶段性反弹，或为昙花一现；
4. 季节因素对工业增加值干扰消散，增速回落真实反映需求情况，不同所有制、行业、区域工业增加值增速分化有所收敛，但整体下行趋势不改；
5. 三大产业投资增速全面下滑，由于资金与销售双收紧，房地产投资的反弹也将是昙花一现；
6. 消费的回升源于加杠杆，杠杆消费迹象明显，单月数据反弹或难以维持，消费增速将下台阶；
7. 进出口时隔一年再次出现逆差，外需回落将逐渐成为主导今年进出口贸易数据走向的主要因素；

8. 金融数据反映金融去杠杆持续加快，实体去杠杆也在加速，居民短期贷款增加，M2 增速走低将贯穿全年。

基于对全球经济基本面和货币政策的分析，我们对全球金融市场走势判断如下：

1. 地缘政治的多变性使得欧美股市自 3 月底以来出现大幅震荡调整。从中长期看，美国经济基本面与预期的偏离越来越大，支持美股继续上涨的动力趋于减弱，预计未来美国股指将继续回落；

2. 在中国经济新动能依旧不足的情况下，一味地通过杠杆拉动的经济增长势必产生泡沫，随着实体经济去杠杆的深入，亚洲股市也将缺乏基本面的支撑；

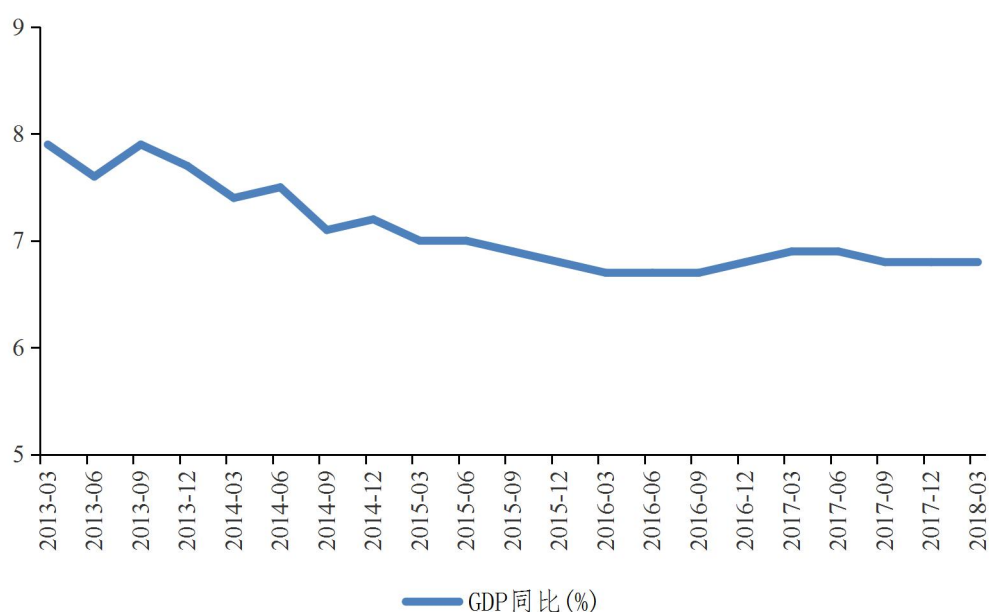
3. 对于债券市场而言，结构分化是系统性改变，虽然短期突发事件会影响节奏，但不会改变格局；

4. 定向降准短期有利于利率债，中期利多高评级信用债。

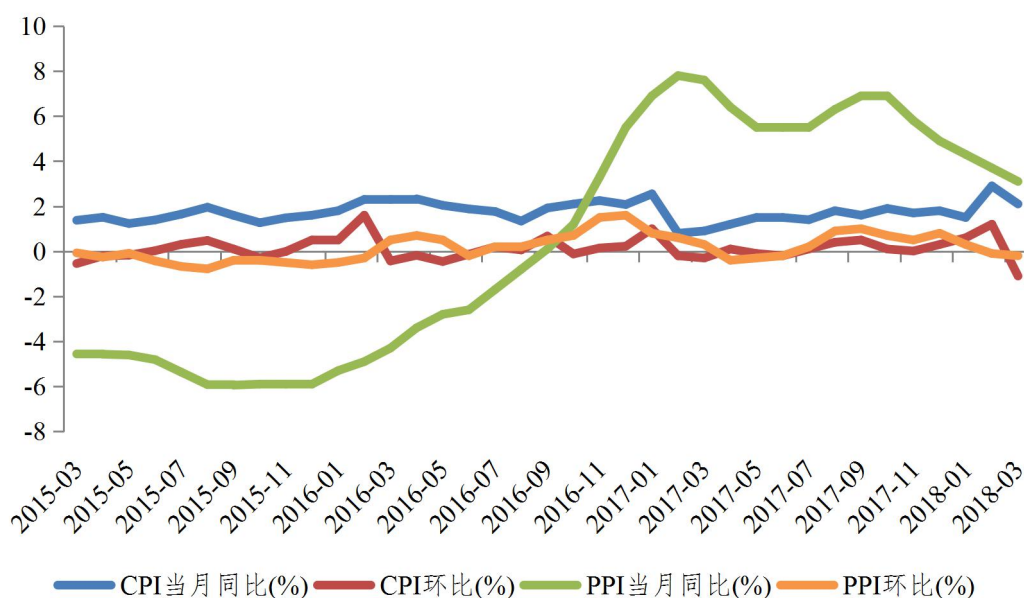
一、中国经济运行评析

（一）宏观经济数据评述

1. 季度 GDP 评述。2018 年一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%。分产业看，第一产业增加值 8904 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 77451 亿元，增长 6.3%；第三产业增加值 112428 亿元，增长 7.5%。

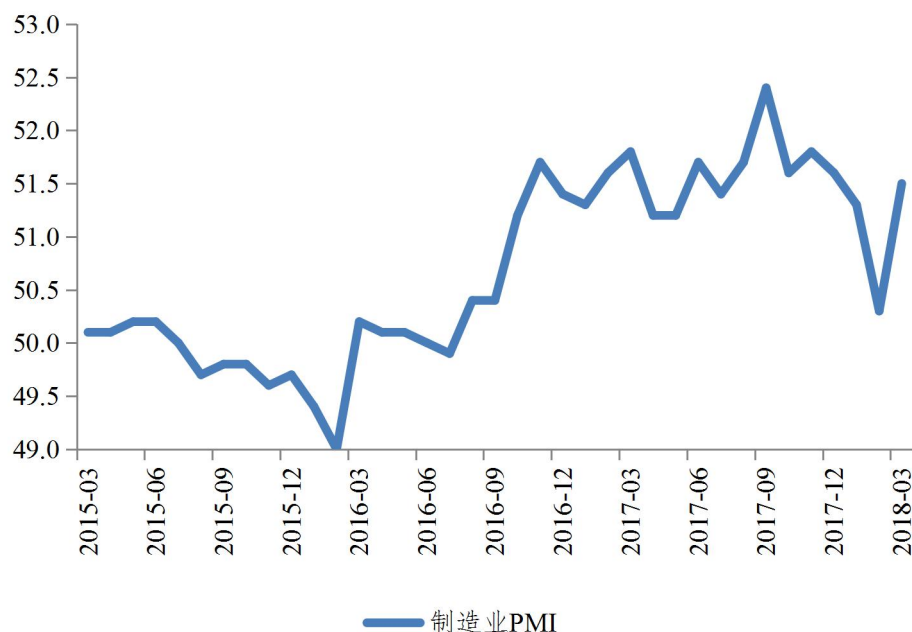


2. 月度价格走势评述。2018 年 3 月，CPI 同比上涨 2.1%，涨幅比上月回落 0.8 个百分点，但处于同比高位；环比下跌 1.1%，由升转降。一季度，CPI 同比上涨 2.1%。3 月 PPI 同比上涨 3.1%，涨幅比上月继续回落 0.6 个百分点，连续 5 个月下降；环比下跌 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。3 月，CPI 同比由上月高位回落，但仍维持在“2”以上水平；PPI 同比继续趋势性回落，创 2016 年 10 月以来的新低。

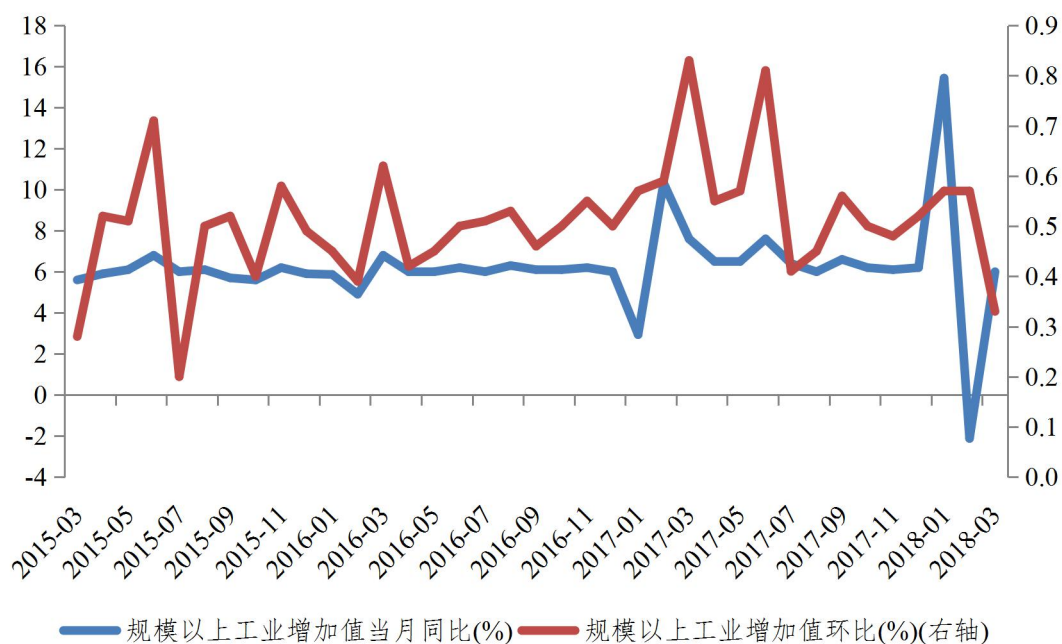


3.月度制造业 PMI 评述。3 月份制造业 PMI 数据为 51.5%，比上月回升 1.2 个百分点，高于预期的 50.6%，止跌回升。从分项数据看，生产指数为 53.1%，比上月大幅提升 2.4 个百分点；新订单指数为 53.3%，比上月提升 2.3 个百分点；原材料库存指数为 49.6%，比上月回升 0.3 个百分点；从业人员指数为 49.1%，比上月提高 1 个百分点；原材料购进价格指数为 53.4%，与上月持平。

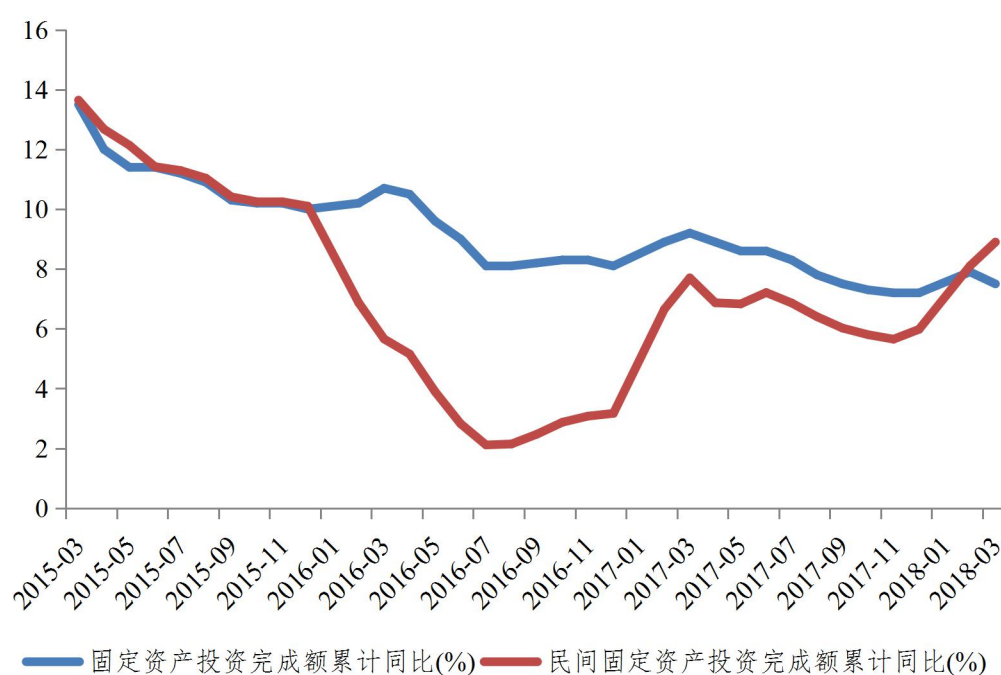
3 月，非制造业商务活动指数为 54.6%，比上月小幅回升 0.2 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 54.0%，比上月提高 1.1 个百分点。

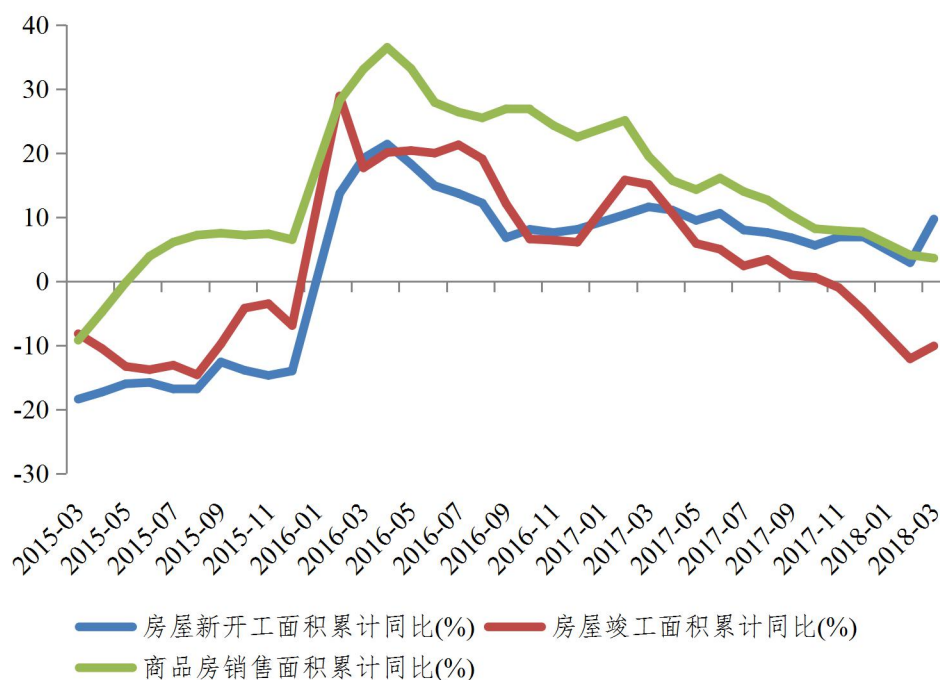


4.月度工业增加值评述。3月全国规模以上工业增加值同比实际增长6.0%，增速比1-2月大幅回落1.2个百分点，且远低于去年同期。从环比看，3月工业增加值环比增长0.33%，比2月大幅回落0.24个百分点。一季度，规模以上工业增加值同比增长6.8%。

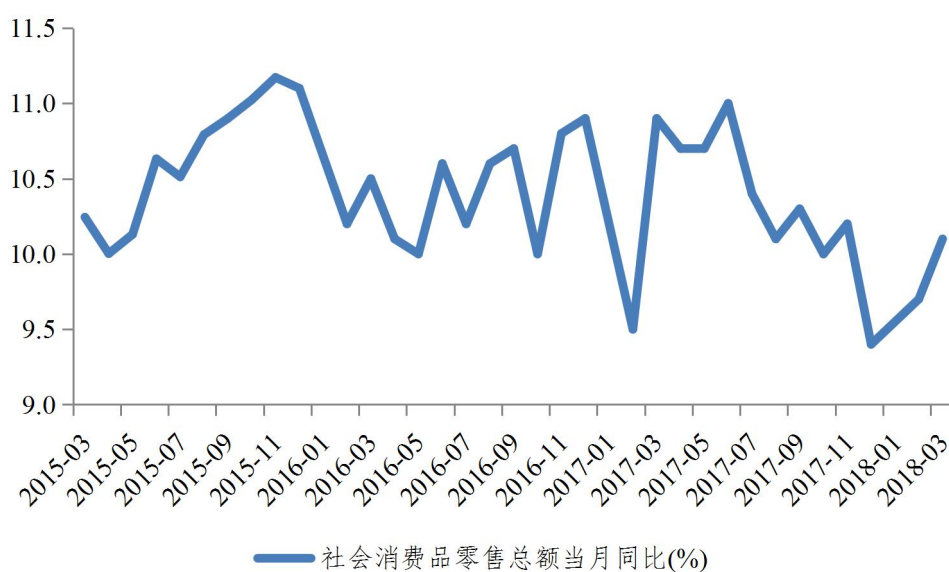


5.月度固定资产投资评述。1-3 月，全国固定资产投资 10.08 万亿元，同比增长 7.5%，增速比 1-2 月降低 0.4 个百分点，且比去年同期回落 1.7 个百分点；1-3 月，民间固定资产投资 6.24 万亿元，同比名义增长 8.9%，较 2 月份提升 0.8 个百分点，且比去年同期增加 1.2 个百分点。





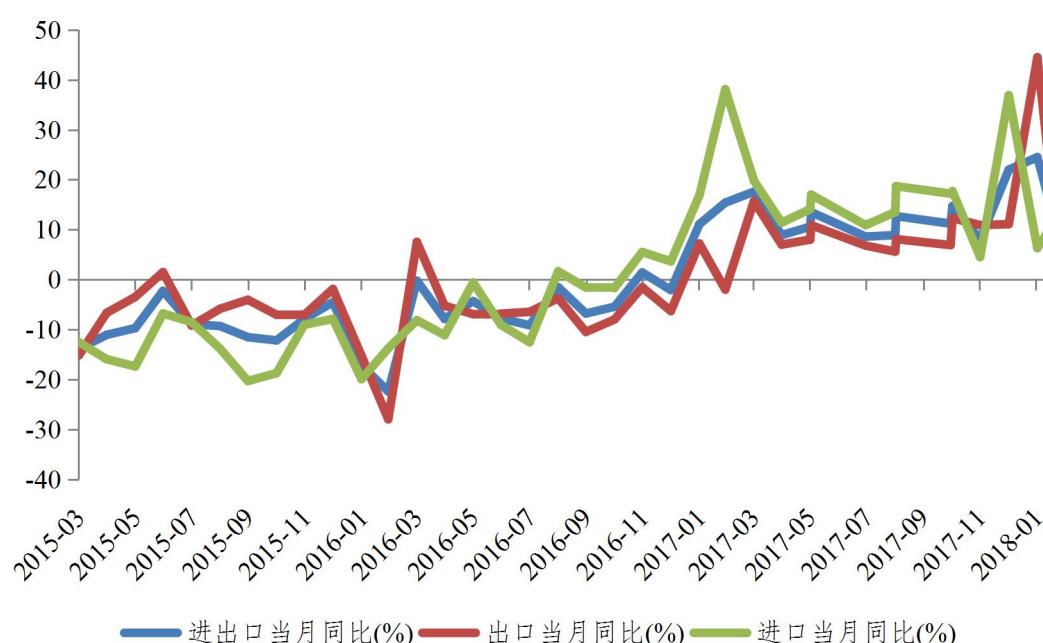
6.月度社会消费总额评述。3月社会消费品零售总额2.92万亿元，同比名义增长10.1%，增速比1-2月提高0.4个百分点，但低于去年同期0.8个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长9.0%，增速比上月提高0.7个百分点。从环比看，3月社会消费品零售总额环比增长0.73%，比2月小幅回升0.02个百分点。1-3月，社会消费品零售总额同比增长9.8%。

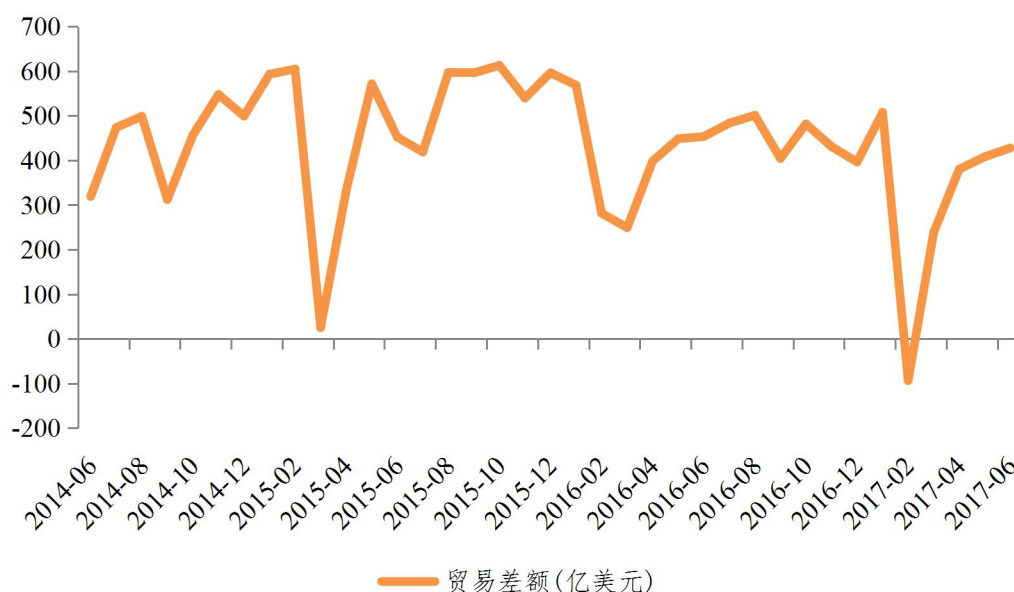


7.月度进出口评述。3月，以人民币计，中国进出口总额为2.25万亿元，同比减少2.5%，前值为增长16.9%。其中，出口总额为1.11万亿元，同比减少9.8%，前值为增长35.8%；进口总额为1.14万亿元，同比增长5.9%，前值为减少0.4%；逆差297.8亿元，前值为顺差2229.2亿元，时隔一年再次出现逆差。

以美元计，3月份进出口总额为3532亿元，同比增长5.3%，前值为增长24.5%；其中，出口总额为1741亿元，同比减少2.7%，前值为增长44.5%；进口总额为1791亿元，同比增长14.4%，前值为增长6.3%；逆差49.83亿元，前值为顺差337.52亿元。

2018年一季度，中国货物贸易进出口总额为6.75万亿元人民币，同比增长9.4%。其中，出口3.54万亿元，增长7.4%；进口3.21万亿元，增长11.7%；顺差3261.8亿元，收窄21.8%。





(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1.GDP 走势分析与预测。2018 年第一季度，第一产业增加值 8904 亿元,同比增长 3.2%,较 2017 年全年回落 1.2 个百分点；第二产业增加值 7.74 万亿元,同比增长 6.3%,较 2017 年全年提升 0.6 个百分点,但比去年同期降低 0.1 个百分点；第三产业增加值 11.24 万亿元,同比增长 7.5%,较 2017 年全年回落 0.8 个百分点。在三大产业的贡献率方面,一、二、三产业的贡献率分别为 2.3%、36.1%以及 61.6%,分别较去年提升-2.6、-0.2 以及 2.8 个百分点。第三产业贡献明显,高于第二产业 25.5 个百分点,其中,最终消费支出对经济增长的贡献率为 77.8%,高于资本形成总额 46.5 个百分点。

一季度的经济增长仍然是杠杆拉动。具体来看,一季度第二产业同比增速较去年全年提升了 0.6 个百分点。然而,若将时间轴拉长,可以发现第二产业的增速较去年同期下降了 0.1 个百分

点。事实上，一季度第二产业投资增速仅为 2%，刷新了 2000 年以来的最低值。在这种情况下，经济的平稳增长主要源于第三产业的贡献。在第三产业中，尽管消费贡献率显著提升，但支撑消费同比增长较快的主要动力来自于居民短期借贷带来的杠杆消费，因此杠杆是推动消费的主要因素，从而也是推动第三产业增长的主要因素。值得注意的是，一季度平稳的经济增长还来自于高新技术对第二产业的支撑作用。高新技术制造业投资同比增速比第二产业投资增速高出 5.9 个百分点，支撑了第二产业的增长。然而，加剧中的中美贸易摩擦剑指中国高新技术产业，国内部分高新技术制造业将受到不利影响，一定程度上会降低第二产业甚至是国民经济的增长率。

中国一季度 GDP 同比增长 6.8%，创 2009 年一季度以来的新低，虽超过市场预期 0.2 个百分点，但这绝不会是 2018 年 GDP 同比增速的最低点。我们预计 2018 年中国的 GDP 增速将逐级下台阶。如前文所述，一季度的经济增长动力仍然在于杠杆的拉动。在未来，居民加杠杆能力将受限，而供给侧结构性改革逐步深化，去杠杆必须真刀真枪推动。因此不论是投资还是工业增加值，都会继续回落。因此，我们判断 2018 年我国 GDP 增速将会呈现“逐季递减”的趋势。

当然我们也不必盲目悲观。在整体宏观形势处于去杠杆的压力下，经济增速仍能保持 6.8%，说明中国经济增长的韧性仍在。数据显示，一季度，第三产业增加值对国内生产总值增长的贡献

率为 61.6%，高于第二产业 25.5 个百分点；最终消费支出对经济增长的贡献率为 77.8%，高于资本形成总额 46.5 个百分点。我们需要警惕的是，支撑 GDP 增长的传统两大法宝——房地产和基建投资已经处于回落之中。未来随着去杠杆的进一步深化，GDP 增速回落也是必然。

2.价格走势分析与预测。受春节假期结束的影响，3 月 CPI 同比增速回落，但仍处于 2% 以上的高位，其中食品价格涨幅的回升是重要因素。2018 年 3 月，CPI 同比增长 2.1%，尽管比上月回落 0.8 个百分点，但仍维持在“2”时代，是 2017 年 1 月以来的次高值，且远高于去年同期的 0.9%，改变了去年保持在 1%-2% 之间的温和通胀水平。其中，食品价格同比上涨 2.1%，继续维持 2017 年 2 月以来的增长态势。食品烟酒价格同比上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.61 个百分点。分细项看，蛋类价格同比上涨 17.6%，鲜菜价格上涨 8.8%，鲜果价格上涨 7.4%，水产品价格上涨 5.6%，分别影响 CPI 同比上涨约 0.09、0.22、0.13 和 0.1 个百分点。畜肉类价格下降 6.1%，影响 CPI 下降约 0.29 个百分点；其中猪肉价格下降 12%，影响 CPI 下降约 0.32 个百分点。从环比看，受春节假期结束的影响，CPI 环比下降 1.1 个百分点，有较大幅度回落。食品项受季节因素影响环比降幅明显，3 月食品价格环比下降 4.2%。其中，食品烟酒价格环比下降 2.8%，影响 CPI 环比下降约 0.85 个百分点。其中，鲜菜价格下降 14.8%，

畜肉类价格下降 5.4%，分别影响 CPI 环比上涨约 0.45 和 0.24 个百分点。猪肉价格下降 8.4%，影响 CPI 下降 0.21 个百分点。

核心 CPI 同比增速小幅回落，但服务业价格仍维持较高水平，CPI 存在潜在上涨压力。3 月非食品价格同比上涨 2.1%，比上月回落 0.4 个百分点。其中，服务价格上涨 2.8%，比上月回落 0.8 个百分点，但仍高于去年同期 0.1 个百分点。分细项看，衣着和居住价格分别上涨 1.1%和 2.2%，与上月持平；生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐业价格分别同比上涨 1.6%、0.3%、2.2%，医疗保健价格同比增长 5.7%，比上月小幅回落 0.3 个百分点，但仍维持在高位。从环比数据来看，受季节因素影响，除衣着、居住和医疗保健外，上述各细项数据环比增速均有小幅回落。但值得注意的是，受教育、医疗体制改革的影响，上述两项价格同比持续上涨已经超过一年，服务业价格高企带来的核心 CPI 高位运行，给未来 CPI 上涨带来压力。

受大宗商品价格回落以及需求不足影响，PPI 同比继续趋势性回落，再创阶段性新低。3 月 PPI 同比上涨 3.1%，较上月继续回落 0.6 个百分点，创 17 个月以来的新低。其中，生产资料价格同比上涨 4.1%，较上月回落 0.6 个百分点，增速连续 6 个月下降，降至 2016 年 10 月以来的新低。其中，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、黑色金属冶炼业、有色金属冶炼业的出厂价格同比增速跌幅最大，分别比上月大幅回落 4.8、4.1、1.2、2.1、1.3 个百分点。从环比看，3 月 PPI 环比下

降 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。生产资料价格环比下降 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业出厂价格环比分别下跌 4.4% 和 2.0%，由升转降；燃气生产和供应业、水的生产和供应业等行业出厂价格降幅均有所扩大。

相较于生产资料价格下行，3 月生活资料出厂价格同比上涨 0.2%。因而，PPI 下行的主要原因是原材料价格因素的回落和工业需求的减弱，未来预期将继续保持趋势性回落态势。

3.制造业 PMI 分析与预测。受季节因素影响，3 月制造业 PMI 有明显回升，但同比仍偏弱，且可持续性存疑。3 月是春节节后复工、企业开工的旺季，PMI 比上月有大幅回升，且除原材料购进价格和出厂价格外，主要分项指标均有较大幅度提高，企业生产和需求旺盛。但从同比看，3 月 PMI 仍低于去年同期 0.3 个百分点。分项数据中改善最为显著的生产指数由上月的 50.7% 提升至 53.1%，回升幅度达 2.4 个百分点，显示企业开工生产活动旺盛。但观察发电耗煤等高频数据发现，3 月日均发电耗煤量同比增速下降 2.6%，是 2016 年 6 月以来首次增速下跌，环比增速也远低于往年同期水平。二者的背离使得生产回升的持续性仍待观察。

从需求看，3 月新订单指数与新出口订单指数分别为 53.1% 和 51.3%，均比上月大幅回升 2.3 个百分点。其中，外需的意外走强是推动需求提升的主要动力，可能的原因一方面在于春节季

节性因素，另一方面则是在中美贸易摩擦预期升温下，企业抢抓出口订单所致。随着全球贸易风险加大，外需的变化存在较大不确定性，需求端复苏的持续性存疑。

3月出厂价格走弱，而原材料库存与产成品库存均回升，企业可能进入被动补库存周期。3月主要原材料购进价格指数与上月持平，继续维持在2017年6月以来的低位；出厂价格指数为48.9%，比上月回落0.3个百分点。价格指数的回落与大宗商品价格增速下滑的趋势一致，未来对PPI、工业增加值、工业企业利润等数据的贡献将继续减弱。原材料库存指数为49.6%，比上月回升0.3个百分点，降幅连续三个月收窄；产成品库存指数为47.3%，降幅比上月收窄0.6个百分点。考虑到出厂价格走弱，而生产大幅回升，若需求继续走弱，企业可能进入被动补库存周期。

分企业规模看，各类型企业PMI均有不同程度改善，中小企业回升幅度明显。3月大型企业PMI为52.4%，比上月小幅回升0.2个百分点，继续位于扩张区间；中型企业和小型企业PMI分别为50.4%和50.1%，比上月大幅回升1.4和5.3个百分点，其中小型企业时隔九个月再次回到荣枯线上方，位于扩张区间。中小型企业经营状况的改善显示了去产能下中小型企业竞争力的提高，以及工业企业利润结构的优化。

3月中国非制造业商务活动指数为54.6%，较上月提高0.2个百分点。但分项看，新订单指数、投入品价格、销售价格、从

业人员等重要指标均有不同程度回落，新出口订单则大幅提高 4.5 个百分点，拉动非制造业 PMI 比上月小幅回升。中国综合 PMI 产出指数为 54.0%，较上月提高 1.1 个百分点。

3 月制造业 PMI 大幅回升，其中生产、需求就业等主要指标均有不同程度的改善，制造业企业，尤其是中小型企业生产经营状况良好。但值得注意的是，数据显示需求端的回升主要来源于外需的走强，而这或源自中美贸易摩擦预期下，企业抢抓订单带来的新出口订单大幅增长，可持续性存疑。此外，生产指数的回暖与高频数据相背离，价格指数继续回落，库存指数显示企业或将进入被动补库存阶段。3 月是企业传统的开工季，PMI 指数的回升在合理区间，且仍低于去年同期水平。考虑到外需意外走强等因素，我们认为 PMI 出现持续性回暖的可能性较低。随着大宗商品价格涨幅持续回落，其对 PPI、工业企业利润等各项经济指标的拉动作用将继续弱化。随着全球贸易环境恶化带来的外需的不确定性加剧，若国内需求端未见实质性、持续性的复苏，未来 PMI 指数或将继续走低。

4.工业增加值分析与预测。分三大门类看，受天气回暖的影响，电力、热力、燃气及水生产和供应业的大幅回落是影响 3 月工业增加值同比回落的重要因素，同时制造业和采矿业均有不同程度的回落。3 月电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长 5.8%，比上月大幅回落 7.5 个百分点。事实上，1-2 月工业增加值同比增长回升的主要动力来自于电力、热力、燃气及水

生产和供应业的季节性高位。随着季节效应的结束，该行业回归常态，整体工业增加值的增长也随之回落至低位。另一方面，制造业同比增长 6.6%，较上月回落 0.4 个百分点，是 2016 年 12 月以来的次低值。由于受短期价格回落影响，采矿业增加值继续回落，3 月同比下降 1.1%。三大门类增加值的全面回落导致 3 月工业增加值同比增速大幅下降。

分经济类型看，除集体企业外，各类型企业增加值同比增速均有不同程度回落。其中，国有企业增加值同比增速的回落最为显著。3 月，国有企业工业增加值同比增长 5.7%，比 1-2 月大幅回落 3.3 个百分点，是 2017 年 4 月以来的次低值。集体企业增加值同比增长 3.9%，增速比 1-2 月有明显提升；股份制企业增加值同比增长 6.5%，比 1-2 月回落 0.8 个百分点；外商及港澳台商投资企业同比增长 4.9%，比 1-2 月回落 1 个百分点。整体来看，各主要类型的企业工业增加值均有不同程度回落，尤其是国有企业增加值回落最为明显。与我们以往的分析 and 预期相一致，依靠政策刺激和国有企业主导的增长模式已面临边际回报下降，3 月数据更说明国有企业增长的高点已过，若民间资本和民营经济生产和需求的复苏仍不见起色，未来工业增加值将难以维持高增长。

分行业看，3 月份 41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长，不过医药制造、通用设备制造、电气机械和器材制造等行业增加值同比增速却继续回落。受 3 月企业开工季以及环保限产政策放松影响，黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼

和压延加工业增加值分别同比增长 5.2%和 5.9%，比 1-2 月提高 3.5 和 1.5 个百分点；电力、热力生产和供应业同比大幅下降 8 个百分点。同时，一些重要的中高端制造业增加值增速继续回落。医药制造业、通用设备制造业、电气机械和器材制造业同比分别增长 9.8%、6.8%、6.4%，比 1-2 月分别回落 2.5、2.3、1 个百分点。计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 12.8%，比 1-2 月仅提高 0.7 个百分点。分产品看，3 月份，596 种产品中有 336 种产品同比增长，数量比 1-2 月减少 48 种。

分地区看，除东北地区外，东部、中部和西部地区工业增加值同比增速均有较大幅度回落。3 月东部区增加值同比增长 5.1%，比 1-2 月大幅下降 1.8 个百分点，再创新低。中部地区同比增长 6.9%，比 1-2 月回落 1.3 个百分点，是 2015 年 5 月以来的新低。西部地区同比增长 6%，较 1-2 月大幅回落 2.4 个百分点。东北地区同比增长 5.4%，比 1-2 月同比提高 0.7 个百分点。整体来看，3 月全国大部分地区工业增加值同比增速全面回落。

未来工业增加值增速大概率会维持在当前低位，甚至有可能进一步回落。3 月规模以上工业增加值全面回落，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有较为明显的回落，共同影响 3 月工业增加值整体大幅回落。特别是，随着季节性因素消失，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增速大幅下降，将工业增加值整体拉回前期的低位。分企业类型看，国有企业增加值同比回落最为显著，其对增长拉动效应的高点已过。

与我们以往的预期相一致，由于国有企业对增长的动力已见顶，而民间资本和股份制企业生产的回升仍较为疲软，3月进出口数据显示外需不确定性增大，给工业增加值的增长带来多重压力。2018年工业增加值预计呈现“前高后低”，未来或将持续低迷。

5.固定资产投资分析与预测。三大产业投资全面回落，制造业投资降幅趋稳，基建投资持续下行。分产业看，三大产业投资增速全部下滑，其中第一产业投资增速回落较为明显，第二、三产业增速小幅走低。具体来看，第一产业投资同比增长24.2%，较2月份回落3.6个百分点；第二产业投资增长2%，较2月份回落0.4个百分点；第三产业投资增长10%，较2月份回落0.2个百分点。第一产业增速回落，高增速的可持续性仍需观察。由于中央将乡村振兴战略和“精准扶贫”作为三大攻坚战之一，以及去年同期基数较低，提升了1-2月份第一产业的投资。随着地方公共部门财政硬约束加强，第一产业投资增速会有所下滑。年内出现持续、大幅下滑概率较低，但是否能维持20%以上高增速仍需要进一步观察。

第二产业投资增速仅为2%，再次刷新2000年来最低值。其中，制造业投资增速为3.8%，比2月份回落0.5个百分点，且较去年同期回落2个百分点。因限产制约缓解以及对大宗商品价格回暖预期较强，采矿业投资增速为2.5%，较上月大幅提升15.5个百分点；但电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增速为-8.9%，降幅扩大了2.8个百分点。值得注意的是，高新技术制造

业投资同比增长 7.9%，增速比整体投资高出 0.4 个百分点，更是比第二产业投资增速高出 5.9 个百分点。因此，在制造业投资较为疲软的前提下，高新制造业投资还能保持良好的增长态势，表明国家的供给侧结构性改革取得了一定的效果，这在很大程度上支撑着制造业以及第二产业投资的增速。

需要强调，1-3 月份铁路、船舶、航空航天和其他运输设备的制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业这两类中，高端技术制造业的增速较 1-2 月份出现显著下滑，分别降低了 4.6 和 2.9 个百分点。除了经济内生动力减弱的原因，3 月中美贸易摩擦威胁上升也打压了投资预期。预计随着贸易摩擦甚至“贸易摩擦”威胁上升，我国高新技术投资所受负面影响将继续加大，未来有可能拉低第二产业投资增速。

在第三产业中，基建投资同比增长 13%，较去年全年降低 3.1 个百分点，且低于去年同期 10.5 个百分点，再次刷新了历史最低值。其中，水利管理业投资增速较去年回落 2.8 个百分点，公共设施管理业投资回落 2.2 个百分点，道路运输投资回落 0.2 个百分点，铁路运输业较上月大幅下降 8.5 个百分点。可见，在实体经济去杠杆的过程中，地方政府融资渠道的受限明显抑制了第三产业投资。

分地区看，除东部地区投资增速小幅回升外，其他三大地区增速均出现明显回落。具体而言，东部地区增 6%，比上月提升 0.3 个百分点；中部地区投资增长 10.2%，增速回落 0.5 个百分点；

西部地区投资增长 9.4%，增速回落 1.7 个百分点；东北地区增速更是大幅回落，仅为 1.4%，较上月下降 6.7 个百分点。

内资企业投资回落，外商投资降幅扩大。从投资主体类型看，内资企业投资增速回落 0.3 个百分点至 8.4%，港澳台商投资和外商投资的同比增速分别为-8%和-6.1%，降幅分别较上月扩大 4.4 和 3 个百分点。

房地产开发投资增速回升，但销售面积和房地产开发企业到位资金持续下降。1-3 月，全国房地产开发投资同比增长 10.4%，较上月提升 0.5 个百分点，且创下三年来最高值。其中，房屋新开工面积增长 9.7%，增速上升 6.8 个百分点；房屋竣工面积下降 10.1%，降幅收窄 2 个百分点，其中住宅竣工面积下降 14%。企业土地购置面积由负转正，同比增长 0.5 个百分点，较上月回升 1.7 个百分点，但较去年同期减少 5.2 个百分点；土地成交价款增长 20.3%，增速提高 20.3 个百分点。

商品房销售面积和销售额、商品房待售面积以及房地产开发企业到位资金同比继续回落。1-3 月，商品房销售面积同比增长 3.6%，增速回落 0.5 个百分点；商品房销售额同比增长 10.4%，增速回落 4.9 个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长 3.1%，增速回落 1.7 个百分点；国房景气指数为 101.50，较上月回落 0.16 个百分点。

未来三大产业投资增速均不容乐观。1-3 月固定资产投资累计同比较上月回落 0.4 个百分点，且比去年同期回落 1.7 个百分

点。分项数据显示，第一产业投资处于高位受益于“扶贫攻坚战”的政策支持，未来是否会保持高增速仍需观察。第二产业投资持续下滑，制造业投资仍旧疲软，尽管高技术制造业投资的稳步发展为第二产业投资提供了支撑，但受到3月下旬开始的中美贸易摩擦的影响，部分中高端技术制造业投资增速下滑明显。预计随着贸易摩擦甚至“贸易战”的风险加大，我国高新技术投资将受到较大的影响，未来有可能拉低第二产业投资增速。第三产业中基建投资持续下滑的原因主要在于清理PPP以及加强地方政府财政约束的作用。这表明，在实体经济去杠杆的过程中，地方政府融资渠道受限，未来第三产业投资大概率走低。随着2018年全球经济复苏的放缓、贸易摩擦加剧，未来主权债务危机与企业债务危机的叠加有可能引爆全面债务危机，全面的投资增速下滑将是一个趋势。

在房地产各类细项数据持续疲弱的情况下，1-3月房地产开发投资仍能继续提升的主要原因有两个：一是房地产企业购置土地后的地产开发有时滞性；二是房地产销售周期过后，房地产企业被动的补库存。但是，房地产投资增幅的缩小说明了时滞性和补库存已接近尾声，随着实体经济以及居民去杠杆的开展，政府对于房地产的调控将会愈加严厉，在开发资金与销售资金受到双重制约的情况下，房地产开发投资放缓将会是必然趋势。

6.社会消费总额分析与预测。3月消费增速有所回升，但低于去年同期，且居民短期借贷带来的杠杆消费是支撑消费同比增

长较快的主要动力，但依靠加杠杆将透支居民未来的消费能力。3月社会消费品零售总额同比增长10.1%，比1-2月回升0.4个百分点，但低于去年同期0.8个百分点。其中，城镇消费品零售额同比增长9.8%，比1-2月提高0.3个百分点；乡村消费品零售额同比增长10.7%，与1-2月持平，是2016年10月以来的次低值。值得注意的是，金融数据显示，3月居民户新增短期贷款增加2032亿元，较上月大幅提升2501亿元，是人民币信贷增长的主要来源，再加上银行信用卡取代消费贷成为刺激短期借贷的主力，杠杆消费明显。从一季度消费来看，社会消费品零售总额同比增长9.8%，其增速仍难以回到2016年及之前的高水平，且一季度居民收入数据显示，居民收入并没有显著大幅增加，居民消费出现“寅吃卯粮”。

从消费类型看，化妆品类、金银珠宝类、文化办公用品类等消费同比增速增长较快，通讯器材类、汽车类等消费同比有明显回落。其中，化妆品类、金银珠宝类、日用品类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类等消费品的同比增速较为显著，分别为22.7%、20.4%、16.9%、15.4%、6.8%、12.6%，比1-2月分别提高10.2%、17.4%、6.8%、6.2%、13.5%。值得注意的是，通讯器材类的消费增速今年以来已连续下滑，3月同比增速较1-2月大幅下降9.1个百分点。汽车消费同比增速也较1-2月份大幅下降6.2个百分点。考虑到3月汽车行业工业增加值仍同比较快增长，汽车类消费的疲软将可能带来库存问题。同时也说明居民对

于通讯器材和汽车等耐用品的消费增长正在趋缓。

1-3 月，全国网上零售额 1.93 万亿元，同比增长 35.4%，增速较 1-2 月回落 1.9 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 34.4%，占社会消费品零售总额的比重为 16.1%。网上消费增速持续高于社会总体消费增速。消费增速回升的动力是杠杆，但银行作为杠杆增长的动力源泉，却出现了“青黄不接”。

3 月份，社会消费品零售总额同比增速继续小幅回升，但低于去年同期，且一季度整体消费增速低于去年平均水平。特别是，对比 3 月金融数据可以发现，3 月消费的较快增长，主要来源于居民短期贷款的高增长及信用卡消费的攀升，其根源在于实体经济杠杆向居民部门的转移，而非真实需求的复苏。同时，一季度居民收入数据显示，居民收入并没有明显增长，在信用卡取代消费贷成为刺激居民短期借贷的主力、居民继续加杠杆背景下，“寅吃卯粮”将使得未来消费的增长难以为继。如果经济增速放缓，贸易摩擦加剧，预计未来消费将大概率阶梯式回落。

7.进出口数据分析与预测。3 月份进出口总额 3532 亿美元，同比增长仅 5.3%，以人民币计同比下降 2.5%，增速与上月相比有较大幅度回落。尽管 2 月份进出口同比大幅增长与春节因素有关，但外需回落是客观事实。其中，出口总额以美元计同比减少 2.7%，以人民币计大幅减少 9.8%，出口回落是进出口总额疲软的主要原因，其背后除了去年同期基数高、人民币升值影响出口、贸易摩擦阴霾笼罩市场外，外需回落是根本原因。

2018 年 3 月份，全球主要经济体 PMI 指数均不及预期，经济复苏仍旧乏力。外部需求疲软，叠加中美贸易摩擦潜在危机，国际市场环境充满较大不确定性，影响出口总额增长。值得注意的是，全球 PMI 数据与中国出口数据相关性较强，但 3 月部分细分出口数据却呈现大幅扩张。例如，成品油、钢材、铝及铝材、自动数据处理设备及其部件等大宗商品和高新技术产品的出口量较上月均有不同程度增长，分别为 92%、17%、22%、14%，其中成品油出口增长近一倍。我们认为，部分商品出口量的快速走高说明在中美贸易摩擦正式“落地”前，企业加紧扩大出口，预防性出口的加大也为未来出口快速回落埋下伏笔。

贸易摩擦和价格因素拉高进口总额，而进口数量变化较小，内需没有出现大幅回暖。3 月份进口总额回升较快，但数量增长不及金额增长幅度，价格因素占较大比重，且未来恐难持续。3 月份进口总额 1791 亿美元，同比增长 14.4%，高于上月 8.1 个百分点；以人民币计进口总额 1.14 万亿元，同比增长 5.9%。需要注意的是，无论以美元计还是以人民币计，3 月份进口总额同比增速均不及去年同期。

3 月份进口增长主要来自三方面因素，一是中国扩大开放付诸行动和人民币升值带来进口规模增长；二是在中美贸易摩擦背景下，一些产品出现提前放量进口，带来进口总额的快速增长；三是价格变化带来的金额回升。

观察细项数据，在加征进口关税的预期下，3 月份中国大豆、原油、铁矿砂、铜及铜材、汽车、金属加工机床等产品的进口额均有明显增长，且环比进口数量也有明显增长，分别增长 4%、21%、16%、2%、25%、24%、19%。而由于价格变化因素，进口金额增长幅度超过进口数量。例如，3 月份大豆进口数量比上月增长 4%，而进口金额增长 6%。从同比看，原油进口数量同比增长 1%，而进口额同比大幅增长 26%；铜及铜材进口数量同比增长 3%，而进口额同比大幅增长 22%。同时，3 月份贸易逆差达到 122.14 亿美元，以人民币计逆差 297 亿人民币，时隔一年再次出现逆差。

一季度，中国对主要贸易伙伴出口增长平稳，新兴市场国家及“一带一路”沿线国家出口增幅明显。1-3 月，中国对欧盟、美国、日本、加拿大出口总额同比分别增长 13.2%、14.8%、7.1%、11.5%，其中，对英国出口出现负增长，同比下降 1.9%。相比之下，中国对东盟、俄罗斯、南非、巴西等新兴市场国家出口同比分别增长 18%、23.7%、18.2%、33%，是中国对外出口增长的主力。3 月份，中国对美国进出口总额为 459 亿美元，同比减少 3%。其中，对美国出口总额同比减少 6%，进口总额同比增长 3%，贸易顺差比上月收窄 55 亿美元，环比下降 26%。

3 月份进出口数据不及预期，进出口总额同比增速大幅下降，以美元和人民币统计的出口总额均呈现同比负增长，且时隔一年再次出现逆差，未来走势不容乐观。值得注意的是，进口总额以

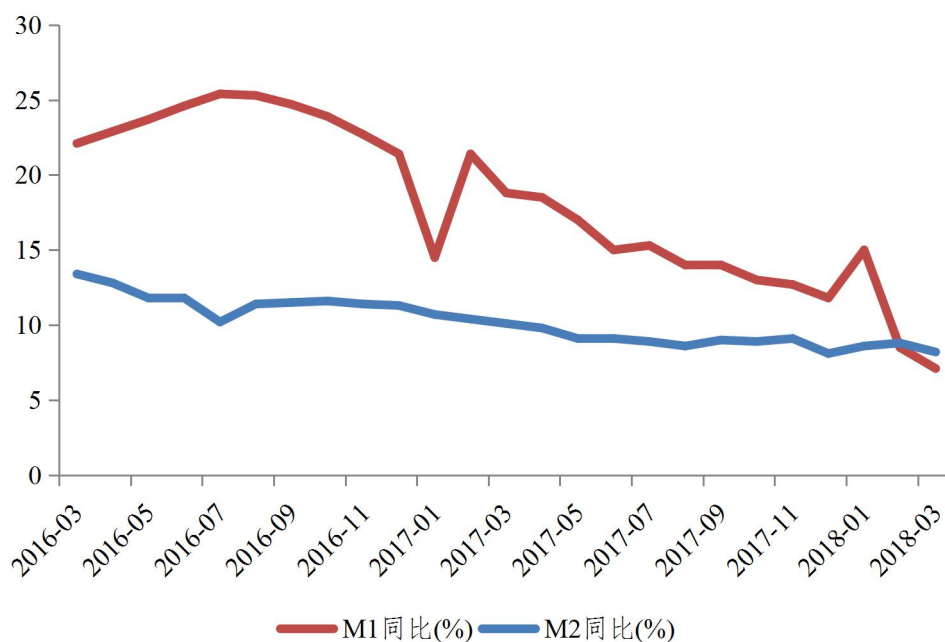
人民币计同比增长 5.9%，以美元计同比增长 14.4%，进出口总额以不同口径统计涨跌不一，说明汇率较大程度上导致统计数据偏差。2017 年年中以来，我们反复强调：“外需不可持续，最晚于 2018 年一季度出现回调”，外需回落将逐渐成为主导今年进出口贸易数据走向的主要因素。

3 月份进口额回升较快，但仍不及去年同期，从主要出口国别来看，受经济复苏乏力和贸易摩擦影响，中国与主要贸易伙伴的贸易总额增长表现平平，未来的增长空间在新兴市场国家。从主要商品进出口的量价变化来看，受贸易摩擦和加征关税预期影响，尽管部分商品在短期内出现出口扩大，但是我们预计未来将回落，并导致出口总额走低。这是因为，虽然 3 月部分贸易商品数据已经表现出“预防性进出口”增加的趋势，但由于生产、物流、库存、贸易商选择等因素限制，我们预计二季度数据将逐步出现“预防性进出口”数据的反弹。但在中美贸易摩擦阴影下，中国对美国出口及贸易总额或将在下半年出现较大幅度回落。由此可见，中美贸易摩擦的显现与发展也在改变全球贸易格局，重塑商品和服务贸易版图。今年中国对外贸易将无法再现类似 2017 年那样“完美”的外部环境支持。高基数、弱外需、多摩擦等不利因素将令全年进出口数据呈现“倒 V”型走势，预计二季度后或将加大回落速度。

二、中国金融数据点评

(一) 中国金融数据评析

2018 年 3 月新增社会融资规模 1.33 万亿元，前值 1.17 万亿元，低于预期的 1.8 万亿元，且低于去年同期的 2.12 万亿元；金融机构新增人民币贷款 1.12 万亿元，较去年同期增加 1000 亿元，预期 1.05 万亿元，前值 8393 亿元。3 月 M2 货币供应同比增长 8.2%，预期 8.9%，前值 8.8%，大幅回落；M1 货币供应量同比增长 7.1%，较上月回落 1.4 个百分点。

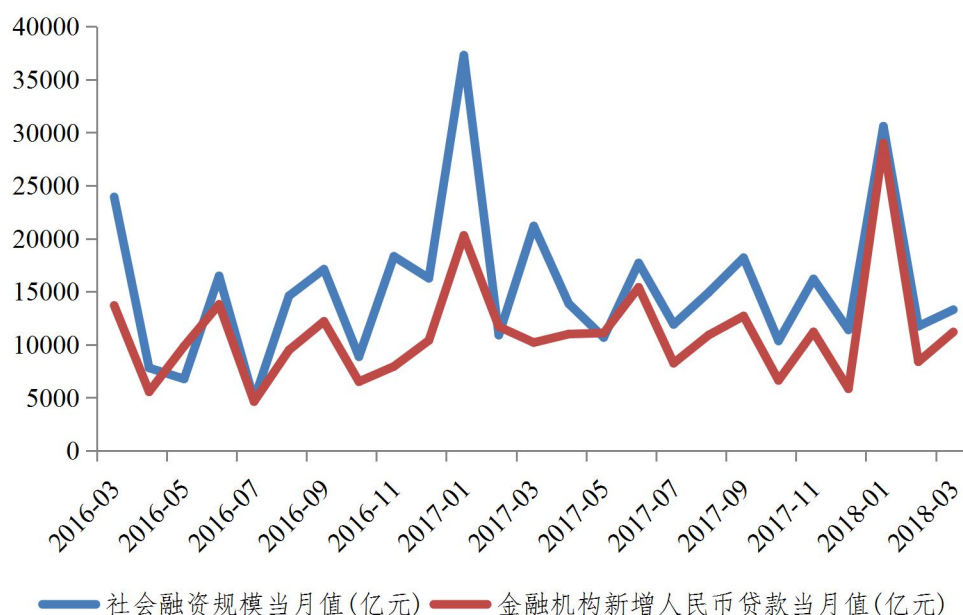


M2 增速大幅回落。3 月，M2 余额同比增长 8.2%，低于预期 0.7 个百分点，较上月回落 0.6 个百分点，且比去年同期降低 2.2 个百分点，成为历史次低点。M1 余额同比增长 7.1%，较上月降低 1.4 个百分点，且较去年同期大幅降低 11.7 个百分点。

观察 3 月金融数据，无论是居民和企业存款还是政府的财政存款，都出现了显著降低，在一定程度上拉低了 M2 的增速。通过考察金融机构存款情况可以发现，第一季度人民币存款累计增加 5.06 万亿元，同比增加 77 亿元。其中，住户存款增加 4.27 万亿元，非金融企业存款减少 1.21 万亿元，财政性存款减少 280 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.49 万亿元。

单独考察 3 月份的数据可以看出，虽然新增人民币存款增加了 1.51 万亿元，但是除了企业存款显著提升外，其他各项存款均在下降，其中居民户存款增加 5324 亿元，较上月大幅下降 2.3 万亿元，且较去年同期降低近 2000 亿元。另外，财政存款也出现了持续两个月的缩减，缩减规模已超过 1 万亿元。不仅如此，尽管非金融企业存款较上月显著提升，但较去年同期却显著降低了 1000 多亿元。财政存款的降低一方面在于严监管造成的财政收入的减少，另一方面则可能在于财政支出的季末效应有所降低。而居民存款的降低很可能是由于银行表内存款利率长期比理财产品利率低太多，居民将大量传统存款转为其他类型投资。

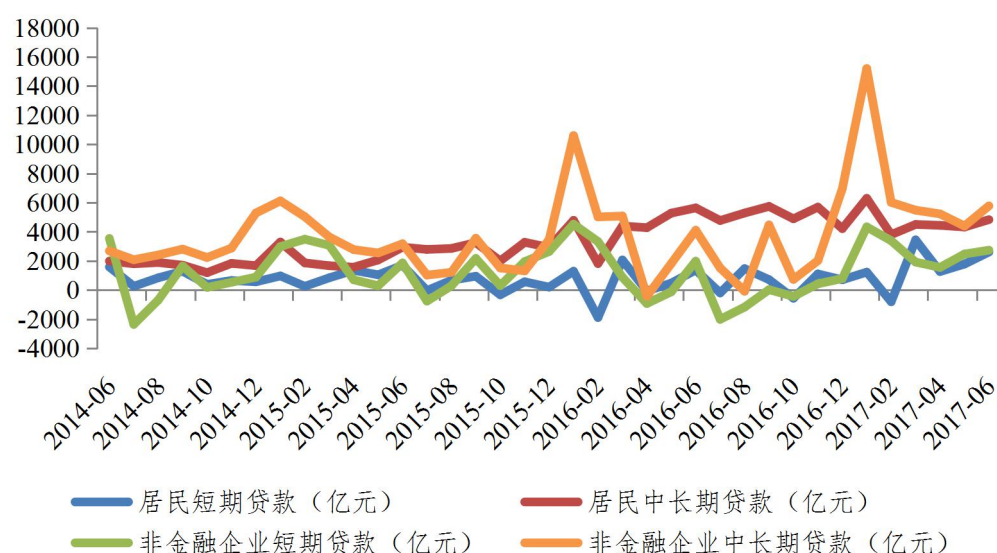
事实上，随着金融市场的改革加快，以及 M2 计算口径的调整，M2 统计指标的可测性和可控性在 2018 年有所下降。未来随着真实去杠杆的到来和实体经济去杠杆的加速，居民存款和财政存款大概率维持在低位波动，M2 增速的不确定性将增多。



3 月份社会融资规模不及预期。3 月份社会融资规模增量为 1.33 万亿元，尽管较上期增加了 1600 亿元但却比去年同期降低了 7900 亿元。如果考虑累计值，一季度社会融资规模增量累计为 5.58 万亿元，分别较 2017 年和 2016 年同期降低 1.33 万亿元和 1 万亿元。社会融资规模的持续走低反映出实体经济去杠杆正在进行。

社会融资规模的下降是由于非标持续减少造成的。3 月份，三大非标全面降低，其中新增委托贷款减少 1850 亿元，降幅较上月继续拉大，环比多减 1100 亿元，同比更是大幅减少 3888 亿元；新增信托贷款减少 357 亿元，环比下降 1017 亿元，出现了近 3 年来的第一次由正转负，且刷新了 2014 年 8 月份以来的最低值；新增未贴现银行承兑汇票减少 318 亿元，环比减少 420 亿元，且同比大幅降低 2708 亿元。在直接融资方面，企业债券融资增加 3440 亿元，环比大幅多增 2718 亿元，同比更是多增 3311

亿元。债券市场形势的持续改善在一定程度上支撑了社融规模，未来应增加对债市的信心。



3月新增人民币贷款超预期，居民短期贷款提升明显。3月新增人民币贷款1.12万亿元，预期1.05万亿元，环比多增2807亿元，同比多增1000亿元。新增人民币贷款显著提升，其主要原因在于居民贷款的大幅提升，而其中居民短期贷款提升最为明显。

具体来看，企业部门新增贷款5656亿元，环比减少1794亿元，同比增加1967亿元。其中，新增企业短期贷款829亿元，较上月减少579亿元，且低于去年同期1091亿元，可见企业短期经营性贷款需求下滑趋势仍在继续；新增企业中长期贷款4615亿元，较上月降低1970亿元，且比去年同期减少867亿元，可见企业的投资性需求也在降低。因此，尽管表外转表内在加速，但企业投资性需求和经营性需求的震荡下滑表明实体经济融资

需求处于回落趋势中。在公共部门举债投资回落的情况下，经济内生动力不足窘况逐步显现，“新周期”更是无从谈起。

居民部门新增贷款显著提升，但房地产贷款同比反而下降。3月居民户新增人民币贷款5733亿元，比上月提升2982亿元，但比去年同期降低2244亿元。具体来看，中长期贷款新增1.29万亿，同比少增了近1700亿，同比降幅达到了11.64%，其中房地产相关贷款下降5.41%。3月份新增中长期房贷仅有1月份的64.3%，同比少发了700亿房贷，降幅达到了15.56%。房地产信贷紧缩正在加剧，房地产市场的回落已经成定局。在居民短期贷款方面，居民户新增短期贷款增加2032亿元，较上月大幅提升2501亿元。

人民币中长期贷款和企业短期贷款均在下降，但3月份新增人民币贷款却在上升，这表明居民短期贷款对此做出了较大贡献。在消费贷监管趋严的背景下，居民短期贷款仍然大幅提升，这在一定程度上说明其背后必然存在某些稳定性因素对其进行支撑。随着未来金融去杠杆的深化，居民贷款月度波动将显著增大。

（二）中国货币及金融政策走势预判

3月新增信贷超预期，社会融资规模不及预期，M2高位回落。由于银行表内存款利率长期低于理财产品利率，居民和企业的财富被大量转移出去，压低了M2增速；社会融资继续由表外回归表内，但融资规模持续降低，近期的高融资量则有赖于债券市场的改善；信贷规模虽然超预期，但企业贷款持续下滑，经营

性需求和投资性需求均较弱。在这种情况下，实体经济融资需求依然疲弱，经济增长的动力仍旧缺乏，“新周期”的言论再一次被证伪；信贷规模的超预期源自于居民户短期贷款的大幅提升，在消费贷监管趋严的背景下，居民短期贷款的再次回升表明其存在某些稳定性因素对其进行了支撑。

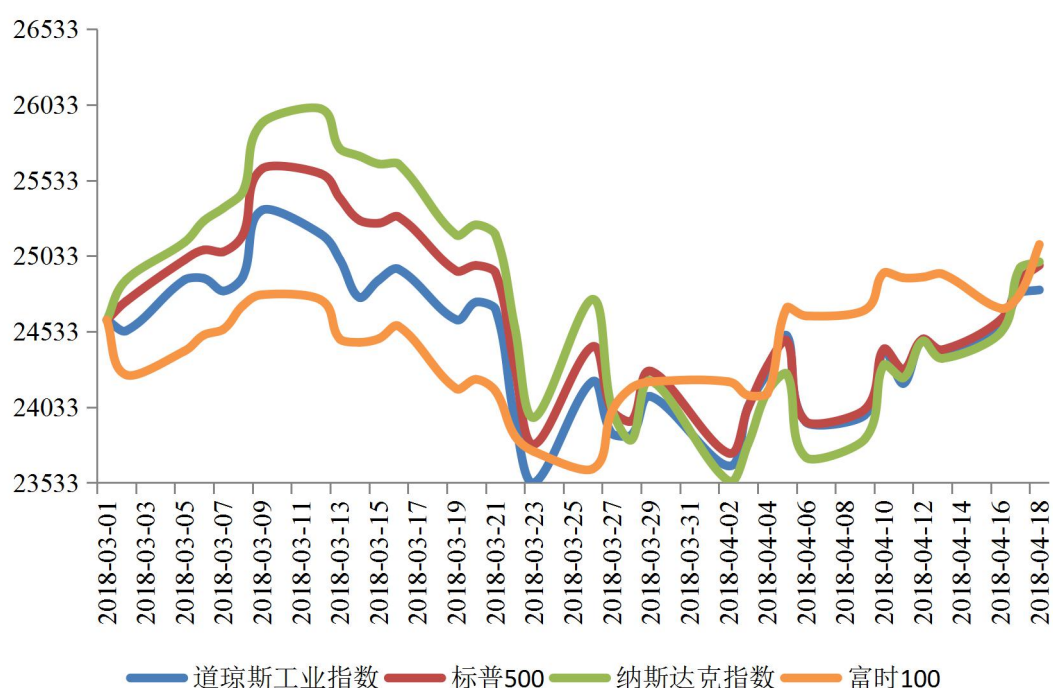
在未来，为打好“三大攻坚战”，金融去杠杆势必会继续深入推行，金融监管会更加严厉。一方面，随着非标的持续减少，债券融资是否能够长期支撑社会融资仍具有不确定性，社会融资规模仍有回落的可能。另一方面，随着房地产市场以及消费信贷的监管进一步趋严，居民中长期和短期贷款增速将放缓甚至回落，企业投资和经营需求仍将低迷，未来新增信贷也会随之回落。另外，由于实体经济去杠杆与地方政府财政整顿，财政存款不确定性也加大，预计未来 M2 走势将维持小幅震荡的情形。

三、全球金融市场走势预判

（一）全球股票市场评析

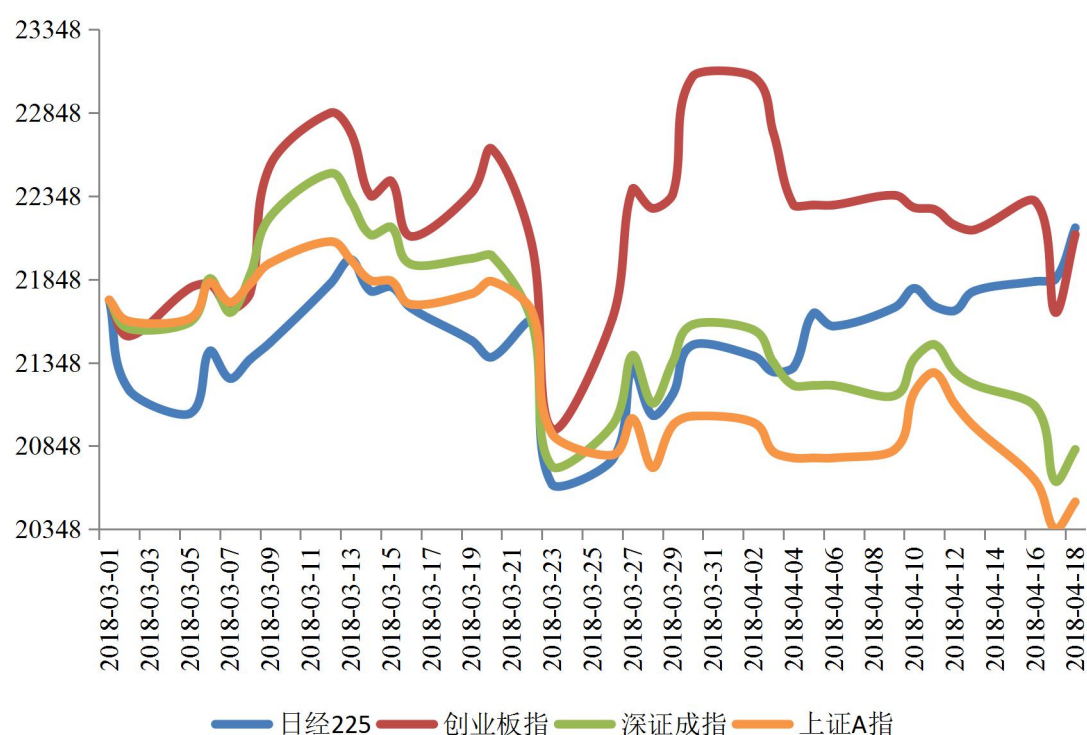
1. 欧美股市评述。3 月至 4 月中旬，欧美股市的走势大致相同，均出现了自 3 月中旬以来迅速下跌后至 4 月中旬震荡上行的态势。3 月初至 3 月底，欧美股市全面下行。纳斯达克指数从 3 月 1 日的 7180 点跌至 3 月 28 日的 7063 点，跌幅为 1.63%；道琼斯工业指数由 3 月 1 日的 24609 点跌至 3 月 29 日的 24103 点，跌幅为 2.05%；标普 500 指数由 3 月初的 2678 点跌至 4 月初的 2582 点，跌幅为 3.58%；富时 100 指数由 3 月初的 7176 点跌至

3月底的7057点，跌幅为1.66%。特别是在3月21日至3月23日，美国三大股指下跌最为明显，两日内跌幅分别达到4.81%、4.66%、4.57%。然而，3月底以来，欧美股指开始出现分化，欧洲股市持续迅速上行，美国股市则在低位徘徊后缓慢上行。一方面，英国富时100指数自3月26日便开始一路震荡上行，到4月18日已超过7300点，涨幅达到6.29%。另一方面，美国三大股指在4月10日前一直在低位震荡，自4月中旬才开始缓慢回升，纳斯达克指数、道琼斯工业指数、标普500指数在4月18日分别突破了7290点、24800点以及2710点，4月份涨幅分别为6.16%、4.92%和5.23%。



2. 亚洲股市评述。3月至4月中旬，亚洲股市也呈现了先一致后分化的走势。3月23日之前，亚洲股市整体走势接近，均

经历了月初短暂上扬后的震荡下行。日经 225 指数由 3 月初的 21724 点跌至 3 月 23 日的 20617 点，跌幅为 5.10%；中国创业板指由 3 月初的 1790 点跌至 3 月 23 日的 1726 点，跌幅为 3.58%；深证成指由 3 月初的 10943 点跌至 3 月 23 日的 10440 点，跌幅为 4.60%；上证 A 指由月初的 3428 点跌至 3 月 23 日的 3301 点，跌幅为 3.7%。然而，自 3 月底以来，亚洲股市却出现了分化。其中，国内创业板指异军突起，从 3 月 23 日一路上扬至 3 月 30 日已突破 1900 点，一周内最高涨幅达到 6.74%，之后开始震荡调整，报收于 4 月 18 日的 1822 点；日经 225 指数自 3 月底开始一直缓慢震荡上扬，于 4 月 18 日报收于 22158 点，4 月份涨幅为 3.6%；深证成指和上证 A 指则均呈现一路震荡下行的走势。截至 4 月 18 日，深证成指跌破 10500 点，4 月跌幅达到 3.33%。上证 A 指则再次跌回 3210 点附近，4 月跌幅为 2.29%。



3. 全球未来股市走势分析。3月，全球股市的表现继续呈现分化的态势。首先，3月上旬，美国非农数据表现良好助推了欧美股市，美国三大股指均于3月12日达到最高点，之后股市行情处于震荡之中。美联储3月份如期加息之后，特朗普在3月22日又签署总统备忘录，计划对从中国进口商品大规模征收关税，直接触发了中美贸易摩擦的升温。在这种情况下，美国各大股指震荡下行。尽管3月底有所回调，但随着4月初中国对美国展开贸易反击，即对从美国进口的128项产品加征15%或25%的关税，欧美股市又开始出现震荡下行的走势。事实上，美国挑起的贸易摩擦主要是基于两方面的考虑。一方面是在经济上重塑美国在高新技术领域的霸权。4月16日，美国商务部对中国的中兴集团实行为期7年的芯片禁运就是最典型的对其在高新技术领域霸权的维护。另一方面是在政治上将公众注意力由“通俄门”“骚扰门”等具体的政治事件中转移开，通过强硬的贸易态度来获得选民的支持率，从而为今年11月份的美国中期选举打下基础。

其次，欧美股市的此轮大幅调整离不开科技股的大规模跳水。发端于3月17日的Facebook信息泄露事件使得美国科技股大规模跳水。据估计，在3月底至4月初的半月之间，美国大型科技公司市值蒸发了近3000亿美元，其中Facebook、Alphabet、亚马逊、苹果和微软的市值分别减少了750亿美元、620亿美元、610亿美元、540亿美元和260亿美元。而且，随着近期“中兴

事件”的不断发酵，围绕该事件开展的中美之间高新技术产业的摩擦将会加深。为了维护高新技术领域的霸权，同时也为了中期选举的胜利，美国总统特朗普的行动将会持续对高科技股票价格造成压力，拖累欧美股市。

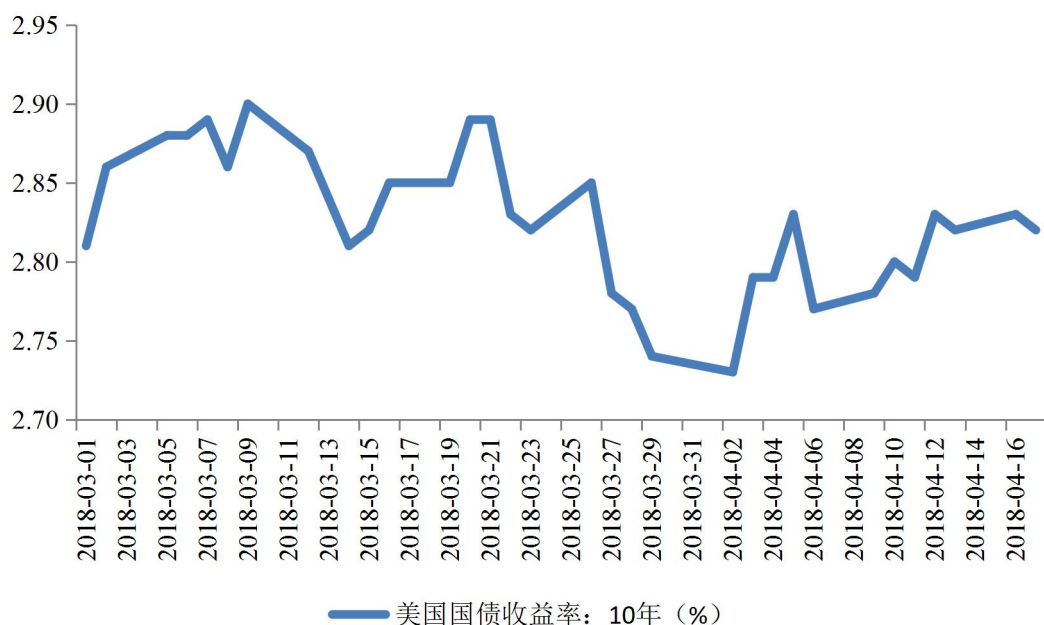
最后，国际地缘政治的多样性也为欧美股市增添了不确定性。3月中旬，时任美国国务卿的蒂勒森突然被白宫“开除”后，宣称“华盛顿是个卑鄙的地方”；4月初，俄前间谍中毒案出现“剧情反转”，英国方面承认不能确认神经毒剂的来源，俄罗斯则称不期待收到道歉，但希望国际关系恢复正常；4月中旬，美英法三国以“叙利亚政府使用化学武器”为由对叙利亚首都大马士革等地实施空袭，地缘政治一度陷入紧张状态。上述地缘政治的多变性使得欧美股市出现了3月底以来的大幅震荡调整。

亚洲股市方面，中国创业板指继续领跑亚洲股市。创业板指在经历了3月22日的中美贸易摩擦的冲击后迅速走高，再度引领亚洲股市的上涨。到了4月中下旬，由于中美贸易摩擦导致亚洲科技股受挫，创业板指开始有所回调，但未改变总体上行的趋势。4月份以来，上证A指和深证成指的下滑也在很大程度上受到了中美贸易摩擦的影响。尽管一季度数据表现较为平稳，但其中通过消费杠杆拉动的迹象较为明显。此外，4月下旬对商业银行施行的“降准”政策也只是为了稳定市场预期，缓解市场流动性，并非为实体经济注水。随着实体经济去杠杆的深入，未来股市也将面临较大压力。

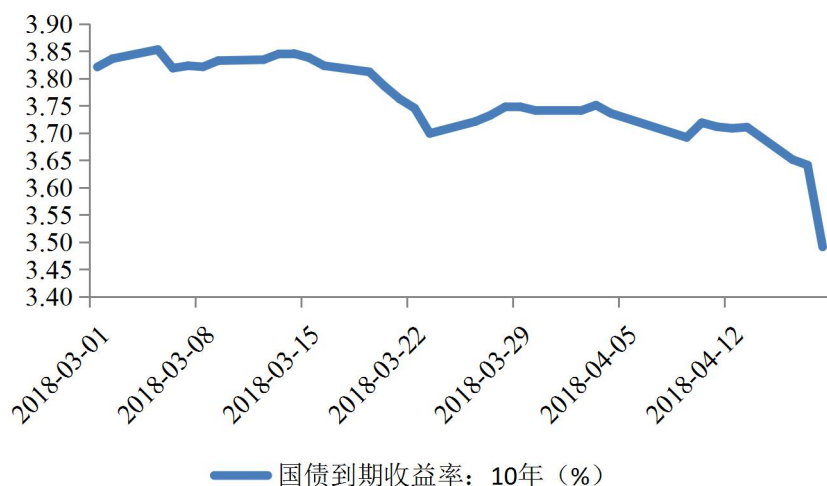
展望未来，短期来看，一方面，中美贸易摩擦在短期不会消失，甚至有可能升级为全面“贸易战”。在这种情况下，我们推测在 11 月份美国中期选举之前欧美股市都将不容乐观。另一方面，叙利亚危机虽然有所缓和，但中东局势背后所隐藏的美俄关系已经进入了新的关键期，加上朝鲜半岛局势的波动性以及伊朗核问题的悬而未决，国际政治局势依旧具有不确定性。从中长期看，由于美国经济基本面与预期的偏离越来越大，支持美股继续上涨的动力趋于衰退，预计未来美国股指将继续回落。在亚洲股市方面，由于全球市场的联动性，欧美股市的不景气也会影响到亚洲股市，加之本就受中美贸易摩擦影响的高新技术公司将进一步拖累股市。另外，在我国经济新动能依旧不足的情况下，一味地通过杠杆拉动的经济增长势必具有泡沫，随着实体经济去杠杆的深入，亚洲股市也将缺乏基本面的支撑。

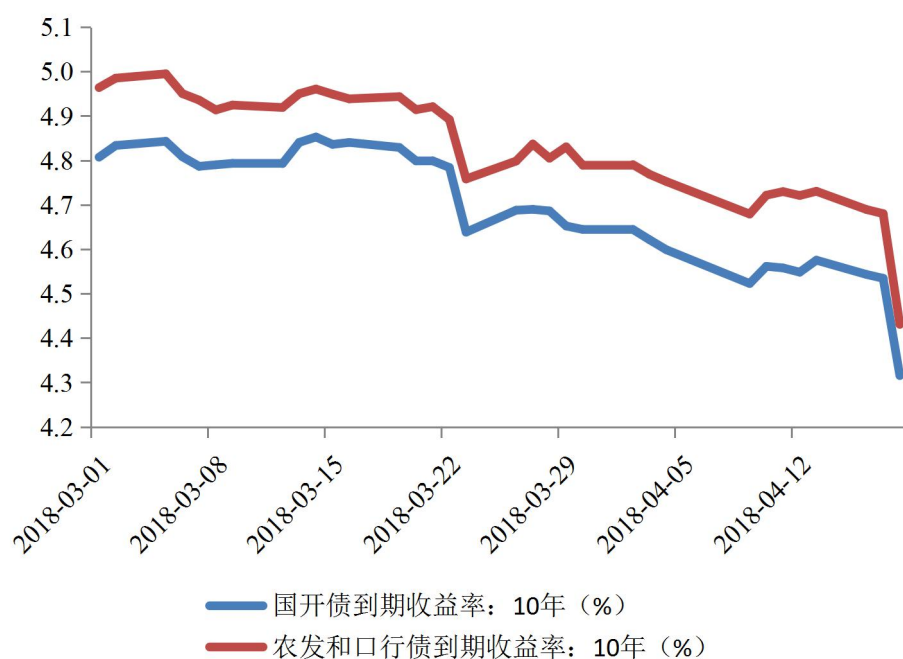
（二）全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。3 月至 4 月中旬，美国国债收益率继续保持震荡徘徊的趋势，在 3 月底跌至低位后触底反弹，出现小幅回升，之后又震荡下行。其中，10 年期美国国债收益率在 4 月 2 日达到 2.73% 的最低值，随后震荡上行，至 4 月中下旬回升至 2.82%。

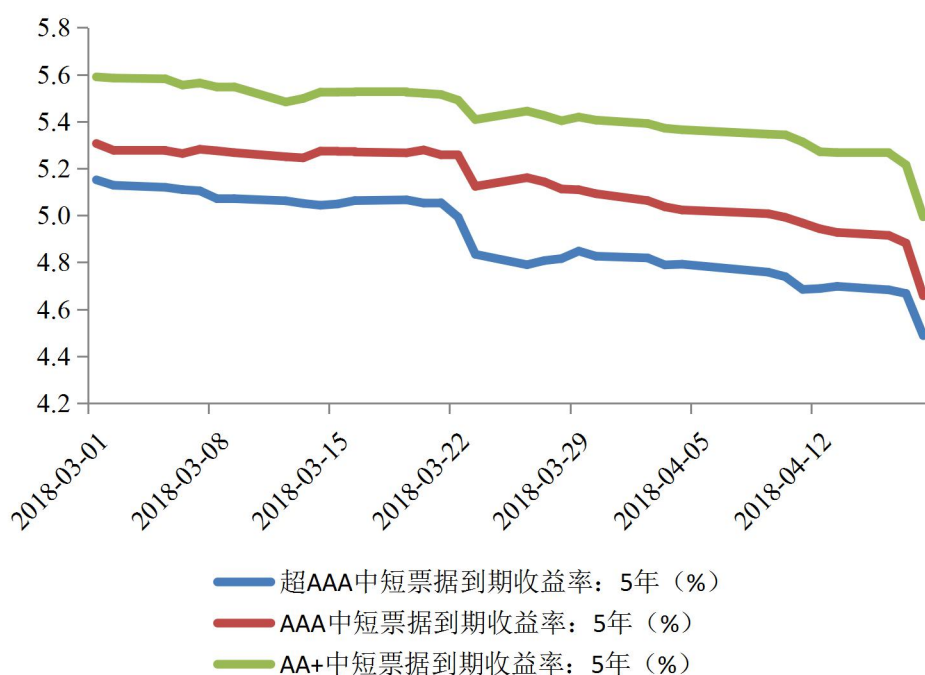


2. 中国债券市场分析。3月至4月中旬，中国债券市场收益率逐渐下行，并呈现逐渐加速下行的态势。在利率债方面，10年期国债收益率在经历3月23日至4月初的小幅反弹后开始加速回落，至4月下旬跌至3.49%的低点，月内跌幅达6.69%。10年期国开债、农发和口行债的到期收益率走势相似。3月，10年期国开债、农发和口行债到期收益率整体呈现震荡下行，并于4月中旬呈现加速下行态势，截至4月18日，10年期国开债以及农发和口行债的到期收益分别跌至4.3%和4.4%左右。





在信用债方面，3月中短票据收益率也呈现下行走势。3月以来，超AAA、AAA以及AA+的到期收益率均有明显下滑，3月底则开始加速下滑。其中，截至3月15日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为4.48%、4.65%和4.99%，环比分别下降11.36%、11.62%和9.64%。



3. 中国债券市场分析与预判。3 月中国利率债和信用债的到期收益率均呈现显著下行，并于 4 月中旬开始呈现加速下滑态势。此次债券收益率的加速下降源自国内市场流动性的变化。4 月 17 日，中国人民银行决定，从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点，并按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利。此举意在增加银行负债的稳定性，降低负债的成本，缓解市场对于银行间市场中期流动性紧张的预期。政策公布后，当日国债到期收益率就回落到了 4.12%。事实上，在逊色的经济数据与全球化受阻的“内外双困”局面下，央行定向降准对市场有“雨露均沾”的作用，但对于中国债券与股票市场的意义则不可同日而语。首先，债券市场与股票市场不同，市场规模与参与主体迥异，所以在“去杠杆”与利率市场化的大背景下，降准更多“恩泽”债市，是对全社会融资成本上升的一种缓释，而对于权益市场则意义不大。其次，宏观经济处于收缩的起始阶段，在实体经济需求收缩、地方公共部门负债受限、逆全球化风险上升等多重因素的影响下，配置权益类资产的风险较高。再次，银行类金融机构严监管与去杠杆并重，资金流向受到央行和银保监会的双重监管，在纵向与横向双重“穿透监管”下，资金流向权益类市场的可能性很小。最后，对于债券市场而言，结构分化是系统性改变，虽然短期突发事件会影响节奏，但不会改变格局。良莠不齐的企业，

鱼目混珠的市场依然需要净化。因此，定向降准短期有利于利率债，中期利多高评级信用债。

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

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。