



太和智库
Taihe Institute

太和财经

需求疲软，结构性通缩初现

太和智库 2020年5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.....	4
(一) 宏观经济数据评析.....	4
1. 物价走势评析.....	4
2. 制造业 PMI 评析.....	7
3. 工业增加值评析.....	9
4. 固定资产投资评析.....	11
5. 社会消费总额评析.....	14
6. 对外贸易评析.....	16
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	20
二、中国金融数据点评.....	28
(一) 中国金融数据评析.....	28
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	30
三、金融市场走势预判.....	30
(一) 债券市场评析.....	30
(二) 股票市场评析.....	32
1. 欧美股市评述.....	32

2. 亚洲股市评述.....	32
3. 未来股市走势分析.....	32
(三) 大宗商品市场评析.....	34
1. 黄金价格分析.....	34
2. 黄金价格预测.....	34
3. 原油价格分析.....	35
4. 原油价格预测.....	35
热点分析 1：“通胀”或“通缩”永远是货币现象.....	22
热点分析 2：利率上行空间受到挤压.....	31

报告主要观点

《太和财经（2020年5月刊）》对2020年4月中国经济、金融数据分析如下：

1. 2020年4月CPI重回“3时代”的主要原因在于食品类价格趋于稳定并开始下行。PPI增速进一步下行则是受需求疲软和大宗商品价格下行的影响。价格波动体现了经济供求关系失衡，但货币供给才是主宰价格变动的根本原因。

2. 我国2020年4月制造业PMI的回落主要归因于需求端，特别是外需的持续疲软，而生产恢复速度已接近峰值。内需恢复仍需时日，外需则受全球新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）扩散和经济衰退的影响而进一步疲软。需求不足是抑制未来PMI复苏的关键因素。

3. 我国疫情持续好转，2020年1-4月固定资产投资增速在一季度触底反弹后继续回暖，但基建投资的再度“出山”与房地产投资的拉动是数据好转的主要原因。基建投资虽然可以一定程度上支撑经济，但边际递减效应在整体需求匮乏的背景下越发凸显，过度的基建投资一定会导致杠杆率攀升、效率缺失等不良因素的显现，进而制约后续发展。

4. 消费方面，2020年4月份各维度消费数据的降幅均收窄，但主要反映了各项促消费政策落地后的短期效果。疫情对社会活动、商品流通的限制远未消除。消费数据往往受到短期波动的影

响，但消费的长期趋势一直受困于居民部门的举债过高与收入增长收窄。

5. 对外贸易方面，由于全球疫情短期内难以遏制，全球需求难以恢复。我国 2020 年前 4 个月的出口与进口均受到了不同程度的影响，尽管 2020 年 4 月单月的人民币出口数据超预期回弹，但更多考虑为非经济因素所致，并不影响太和财经关于未来出口贸易困难将增大的预判。未来，疫情的负面影响将长期存在。

6. 工业增加值方面，2020 年 4 月的工业增加情况符合太和财经前期预判，并重回上行轨道。工业增加值增速的回升虽然体现了供给端正在逐渐走出困境，但需求端的持续疲软最终也将传导至以工业部门为代表的供给端。

7. 2020 年 4 月份社融整体继续超过市场预期，社融的主要增量来源于企业债券和人民币贷款。M2 增速持续大幅走高，显示出在疫情对宏观经济带来严重冲击的背景下，央行货币政策对冲力度明显加大，货币供应量正在显著上升。

太和财经对 2020 年 4 月至 5 月中旬全球金融市场走势解读如下：

1. 债市方面，2020 年 5 月国内债市延续了 4 月底以来的收益率反弹势头。市场预期财政政策将进一步发力，利率债市场天量供给承压。总体而言，利空的因素居多，暂时看不到利率再下一个台阶的动力。

2. 股市方面，欧美股市一路震荡上行，在美联储空前的救

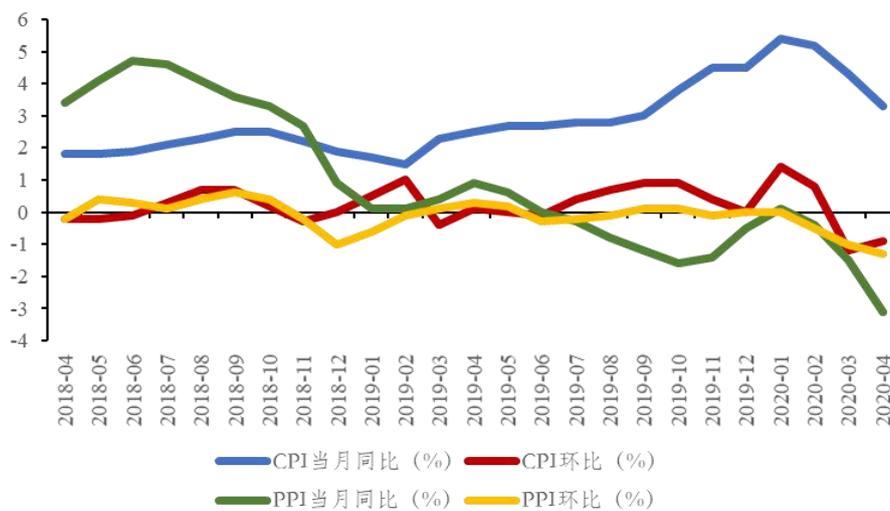
市力度下，美股的流动性问题得到了及时缓解。在市场恐慌情绪得到有效缓解后，美股迅速回升。受美股反弹的影响，亚洲股市整体表现较好。然而，美股的反弹已经到位，后期将面临着较大的回调压力。A股方面，长期向好的运行逻辑没有发生改变，但是也要正视A股短期存在回调的压力。

3. 大宗商品方面，黄金方面，由于全球资本市场的避险情绪需求下降，全球股市表现普遍较好，再叠加投资者对各经济体陆续重启的预期，黄金价格在高位区域承受了一定的压力，但只是小幅震荡，并未大幅回落。支撑黄金价格的几大因素并未发生根本性改变，黄金价格依然可以获得有力的支撑，预计黄金走势将持续处于高位。**原油方面**，原油价格呈现先下行，再震荡上行的“V”字走势。近期原油回暖明显，其背后的根本原因在于减产协议有助于油价达成新的平衡以及多国复工部分修复了投资者的悲观预期。从供给方面看，各国都承诺了一定程度的减产，供大于求的现象有所缓解。但是，需求不足才是当前油价低迷的根本原因。短期来看，产油国减产无法完全抵消需求的萎缩，原油没有大涨的经济基础。

一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评析

1. 物价走势评析。2020年4月，CPI同比上涨3.3%，增幅较上月回落1.2个百分点；环比下降0.9%，降幅较上月收窄0.3个百分点。PPI同比下降3.1%，降幅较上月扩大1.6%；环比下降1.3%，降幅比上月扩大0.3个百分点。



2020年4月CPI降至“3”时代，持续下行的物价水平印证了太和财经此前关于“物价压力或转通缩”的预判，物价压力进一步缓解。值得注意的是，2020年4月扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%，增幅较上月回落0.1个百分点。数据表明结构性通胀逐步收敛，短期内有通缩风险。虽然食品价格尤其是猪肉价格的涨幅明显收窄，但仍然是支撑CPI上涨的主要因素。具体而言，食品价格上涨14.8%，涨幅回落3.5个百分点，影响CPI上涨约2.98个百分点。其中，猪肉价格上涨96.9%，涨幅回落19.5个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨8.2%-20.5%，

涨幅均有所回落；鸡蛋价格由上月上涨 2.1% 转为下降 3.4%；鲜果和鲜菜价格分别下降 10.5% 和 3.7%，降幅分别扩大 4.4 和 3.6 个百分点。另一方面，非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐价格涨幅较为温和，分别上涨 2.2% 和 2.0%；而交通和通信、衣着、居住价格分别下降 4.9%、0.4% 和 0.3%。受疫情影响，内需不足导致非必需类消费品同比价格回落的情况仍然存在，CPI 结构分化的问题仍然较为明显。

环比方面，2020 年 4 月 CPI 下降 0.9%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。其中，食品价格下降 3.0%，降幅收窄 0.8 个百分点，影响 CPI 下降约 0.70 个百分点，是带动 CPI 环比下降的主要因素。食品中，由于天气转暖，鲜菜供应量增加，价格下降 8.0%，降幅收窄 4.2 个百分点；生猪产能加快恢复，猪肉供给持续增加，价格继续下降 7.6%，降幅扩大 0.7 个百分点；鲜果和鸡蛋价格均下降 2.2%。非食品价格下降 0.2%，降幅收窄 0.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.17 个百分点。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 7.5%、8.2% 和 3.7%；随着复工复产加快，出行需求增加，飞机票价格上涨 5.6%。

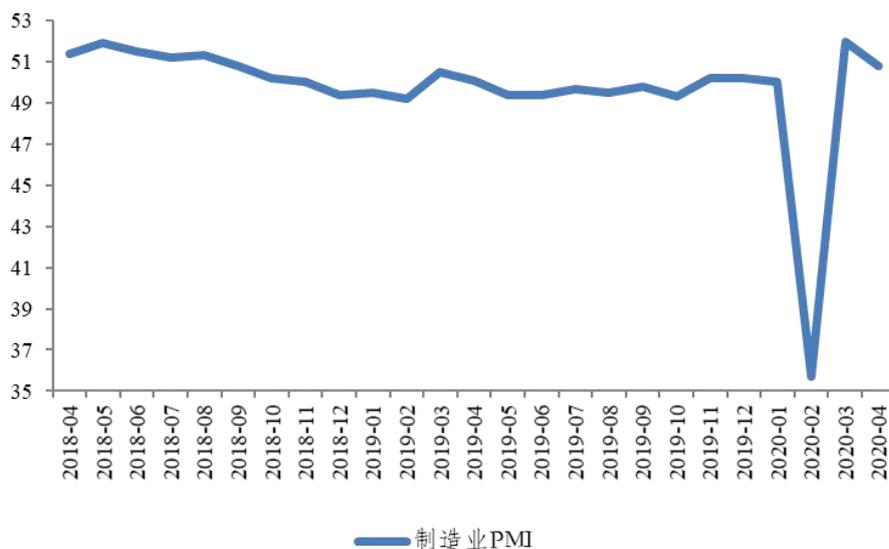
PPI 方面，受疫情和国际大宗商品价格持续下降等因素影响，国内工业品价格继续走低，同比下降 3.1%。其中，生产资料价格下降 4.5%，降幅扩大 2.1 个百分点；生活资料价格上涨 0.9%，涨幅回落 0.3 个百分点。可见，PPI 结构分化问题加剧，生产资

料价格的降幅扩大是 PPI 持续下行的主要原因。分行业看，主要行业价格降幅均有所扩大，其中，石油和天然气开采业价格下降 51.4%，扩大 29.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 19.8%，扩大 9.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 8.3%，扩大 3.0 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 7.3%，扩大 3.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格下降 6.0%，扩大 2.5 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 5.4%，扩大 1.8 个百分点。

环比方面，生产资料价格下降 1.8%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅收窄 0.1 个百分点。分行业看，从调查的 40 个工业行业大类看，价格下降的有 30 个，上涨的有 8 个，持平的有 2 个。受国际原油价格大幅度下跌影响，石油相关行业产品价格降幅继续扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降 35.7%，扩大 18.7 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 9.0%，扩大 1.2 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 3.0%，扩大 1.6 个百分点。上述三个行业合计影响 PPI 下降约 0.76 个百分点，占 PPI 总降幅的近六成。钢材和有色金属等行业产品价格降幅收窄。其中，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 2.2%，收窄 1.3 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.6%，收窄 0.3 个百分点。煤炭开采和洗选业价格由涨转降，下降 2.3%。医药制造业价格由平转涨，上涨 0.3%。从细分数据看，除和基建、房地产相关的钢材加工行业价格降幅收窄，

主要工业品价格走低均超预期。工业品价格持续、大幅走弱表明整体需求不足，基建不得不重新发力，石油价格的走低无法掩盖疫情导致需求持续疲软这一事实。疫情对国内需求的冲击远未结束，预计未来 PPI 将处于持续下行的趋势中。

2. 制造业 PMI 评析。2020 年 4 月公布的制造业 PMI 为 50.8%，较上月回落 1.2 个百分点，虽然制造业 PMI 继续保持在荣枯线以上，但扩张程度有所放缓。从分项数据看，生产指数为 53.7%，比上月回落 0.4 个百分点；新订单指数为 50.2%，比上月回落 1.8 个百分点；原材料库存指数为 48.2%，比上月回落 0.8 个百分点；从业人员指数为 50.2%，比上月回落 0.7 个百分点。分企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 51.1%和 50.2%，比上月回落 1.5 和 1.3 个百分点；小型企业 PMI 为 51.0%，比上月上升 0.1 个百分点。非制造业商务活动指数为 53.2%，比上月回升 0.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.4%，比上月上升 0.4 个百分点。



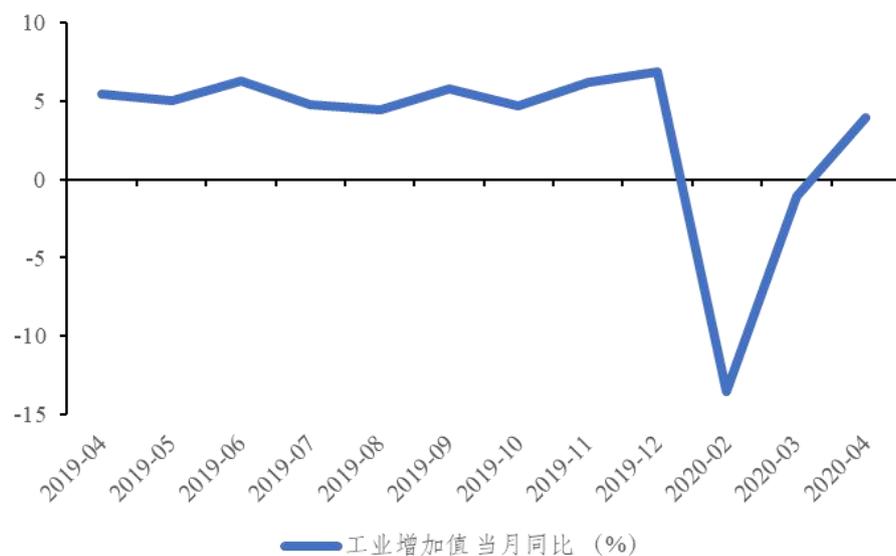
2020年4月制造业PMI数据再次位于荣枯线以上，表明我国制造业生产经营活动保持良性。但需要注意，4月制造业PMI数据较上月有所回落，表明我国经济恢复仍存在不小的阻力。

从供给端来看，2020年4月的生产指数为53.7%，虽然较上月有所回落，但仍然创下了自2018年9月以来的次高点，生产在有序加快。根据联防联控新闻发布会披露，截至2020年4月14日，全国规模以上企业复工率达到99%，中小企业复工率超过80%。同时，国家统计局给出的数据显示，截至4月25日，全国采购经理调查企业中，大中型企业复工率为98.5%，较3月调查结果上升1.9个百分点，其中制造业为99.7%，上升1.0个百分点。这表明，随着国内疫情得到有效控制，防控措施已经由应急性防控转为常态化防控，企业的复工复产得到进一步推进。

从需求端来看，整体而言，需求恢复慢于生产，需求受阻的现象仍然严峻。新订单指数回落1.8个百分点，为4月份制造业PMI的构成指数中降幅最大。尽管国内疫情已得到基本控制，但疫情对于需求的制约并未消除，消费反弹并不明显。其中，4月份进口指数为43.9%，较上月回落4.5个百分点，这表明疫情仍然明显限制了企业的海外订单，产销环节受阻。另外，值得注意的是，新出口订单PMI较上月大幅回落12.9个百分点至33.5%。出口订单大幅走弱表明国外需求明显收缩，且远未“触底”。因此，虽然国内复工复产基本完成，但在海外需求持续萎缩的情况下，未来制造业PMI的回升仍将受到限制。

从企业结构来看，大中小型企业 PMI 全部重回荣枯线之上。其中，大、中型企业的 PMI 虽然继续维持在荣枯线以上，但较 3 月份均有所回落。考虑到大中企业较多是容易复产复工的中上游企业，随着复工的基本完成，未来需求走弱的压力将替代复产的张力，PMI 走弱概率较高。4 月份小型企业的 PMI 继续回升，扩张速度加快，表明前期出台的一系列支持小微企业的政策正在逐渐发力。然而，小微企业的扩张还需要考虑 4 月份价格指数的影响。数据显示，4 月份主要原材料购进价格和出厂价格指数再次下跌，分别较 3 月份回落 3 和 1.6 个百分点。价格的回落加剧了经济通缩的担忧，进一步影响未来 PMI 和经济的走势。

3. 工业增加值评析。2020 年 4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%，由降转升（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月增长 2.27%。2020 年 1-4 月份，规模以上工业增加值同比下降 4.9%。



在经历疫情导致的国内生产活动停滞，我国工业增长速度正在逐渐步入正轨，并在 2020 年 4 月重回正增长区间。但是值得警惕的是，仍有多重不利因素给我国工业增长带来非常严峻的考验，在海内外需求严重不足的情况下，我国工业产成品无法及时转化，库存被动累积问题重新出现，工业增长的可持续性非常值得担忧。

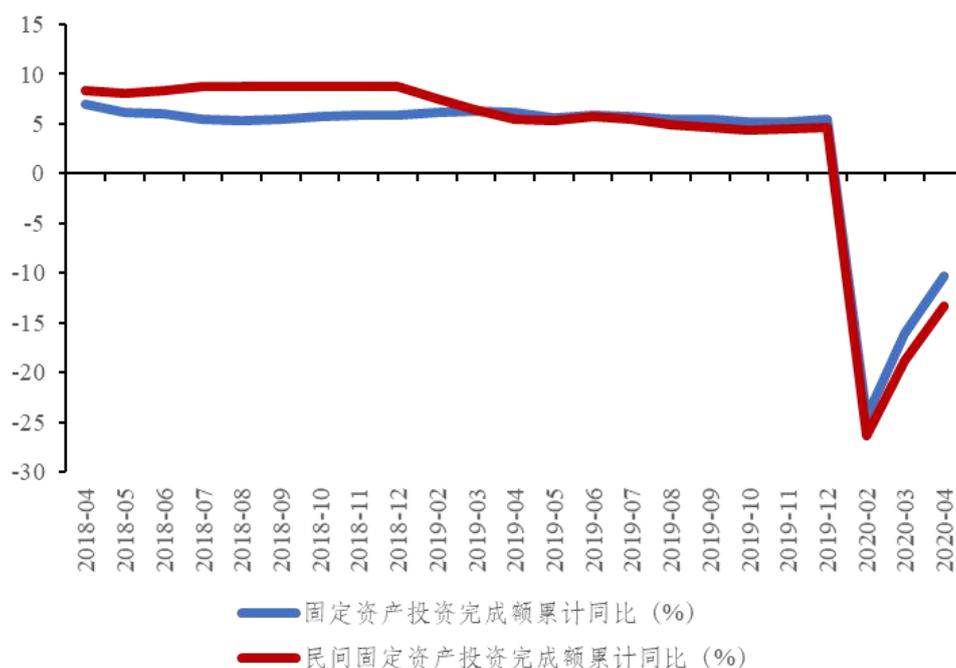
分三大门类看，所有门类增加值均处于正增长区间。其中，采矿业增加值同比增长 0.3%，增速比上月回落 3.9 个百分点；制造业增长 5.0%，3 月为下降 1.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 0.2%，3 月为下降 1.6%。

分经济类型看，2020 年 4 月份，国有控股企业增加值同比增长 0.5%；股份制企业增长 4.0%，外商及港澳台商投资企业增长 3.9%；私营企业增长 7.0%。整体来看，各经济类型均遏制住了进一步大幅下滑的趋势并扭转了下行态势，私营以及股份制企业增长活力较强，而国有控股企业增加值的恢复明显慢于前者，效率低下的问题并没有得到根本解决。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，而当下恢复的各项产能无法被下游企业及时地消化，因此并不能及时解决上游工业企业的现金流和库存周转问题；另一方面，由于国外疫情难以在短时间内得到控制，金融市场走势正在和实体经济运行情况脱钩，外需不振已成定局。在这种情况下，未来工业增加值继续反弹的力度和速度存疑。

分行业看，2020年4月份，41个大类行业中有28个行业增加值保持同比增长。其中，农副食品加工业增长3.0%，纺织业增长2.0%，化学原料和化学制品制造业增长3.2%，非金属矿物制品业增长4.2%，黑色金属冶炼和压延加工业增长4.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长6.9%，通用设备制造业增长7.5%，专用设备制造业增长14.3%，汽车制造业增长5.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长5.7%，电气机械和器材制造业增长9.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.8%，电力、热力生产和供应业下降0.2%。

分地区看，2020年4月份，东部地区增加值同比增长5.3%，中部地区同比增长4.5%，西部地区同比增长5.1%，东北地区同比增长2.8%。

4. 固定资产投资评析。2020年1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）136824亿元，同比下降10.3%，降幅比1-3月份收窄5.8个百分点。其中，民间固定资产投资77365亿元，下降13.3%，降幅收窄5.5个百分点。从环比速度看，4月份固定资产投资（不含农户）增长6.19%。



受基建投资再次发力等因素影响，投资增速出现V型反弹。分产业看，三大产业投资增速均在收窄。第一产业投资3102亿元，同比下降5.4%，降幅比1-3月份收窄8.4个百分点；第二产业投资40937亿元，同比下降16.0%，降幅收窄5.9个百分点；第三产业投资92785亿元，同比下降7.8%，降幅收窄5.7个百分点。其中，受产业周期以及季节性因素的影响，第一产业投资降幅收窄最为明显。

第二产业投资增速虽然继续回暖，但考虑到季节性因素以及国内需求的疲弱，其持续性仍然存疑。分项来看，采矿业投资下降9.2%，降幅扩大6.0个百分点；制造业投资下降18.8%，降幅收窄6.4个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长7.6%，增速提高5.6个百分点。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

制造业投资随着疫情的控制而正在退潮，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的影响较大从而在短期内继续走低。

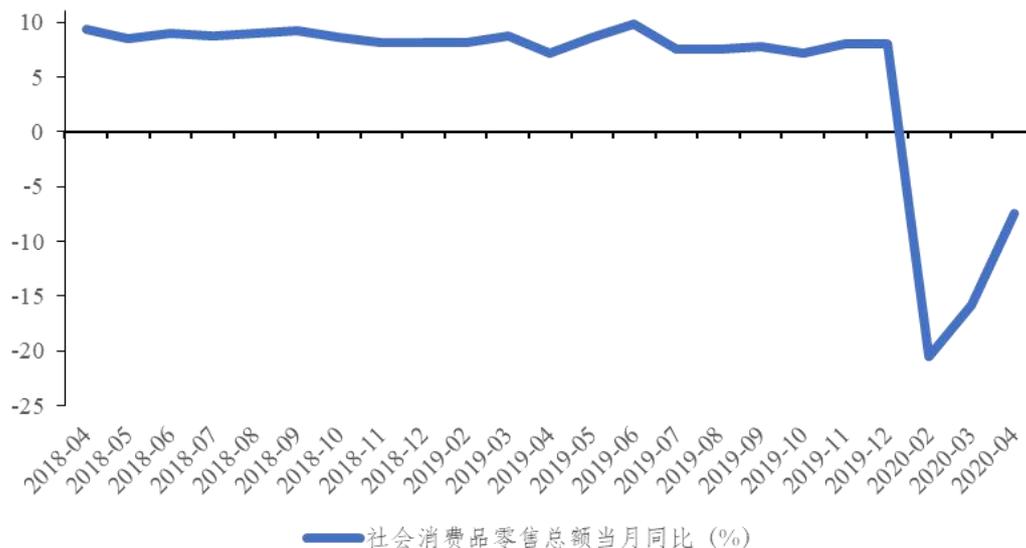
第三产业投资下降幅度继续收窄，**基建投资在内需不足的背景下重新发力**。具体来看，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 11.8%，降幅比 1-3 月份收窄 7.9 个百分点。其中，水利管理业投资下降 6.0%，降幅收窄 7.6 个百分点；公共设施管理业投资下降 13.6%，降幅收窄 6.9 个百分点；道路运输业投资下降 9.4%，降幅收窄 8.1 个百分点；铁路运输业投资下降 16.1%，降幅收窄 12.5 个百分点。

分地区看，全国所有地区的投资增速降幅均在收窄。东部地区投资同比下降 7.3%，降幅比 1-3 月份收窄 5.0 个百分点；中部地区投资同比下降 20.3%，降幅收窄 7.5 个百分点；西部地区投资同比下降 4.5%，降幅收窄 6.3 个百分点；东北地区投资同比下降 7.5%，降幅收窄 6.7 个百分点。分经济类型来看，内资企业投资同比下降 10.6%，降幅比 1-3 月份收窄 5.7 个百分点；港澳台商企业投资下降 6.6%，降幅收窄 6.4 个百分点；外商企业投资下降 1.3%，降幅收窄 7.7 个百分点。

房地产开发投资降幅明显收窄，各项细分指标均继续好转。2020 年 1-4 月份，全国房地产开发投资 33103 亿元，同比下降 3.3%，降幅比 1-3 月份收窄 4.4 个百分点。其中，住宅投资 24238 亿元，同比下降 2.8%，降幅收窄 4.4 个百分点。具体而言，房地

产开发企业房屋施工面积 740568 万平方米，同比增长 2.5%，增速比 1-3 月份回落 0.1 个百分点。其中，住宅施工面积 521043 万平方米，同比增长 3.8%。房屋新开工面积 47768 万平方米，同比下降 18.4%，降幅收窄 8.8 个百分点。住宅新开工面积 35248 万平方米，同比下降 18.7%。房屋竣工面积 19286 万平方米，同比下降 14.5%，降幅收窄 1.3 个百分点。住宅竣工面积 13709 万平方米，同比下降 14.5%。同时，房地产企业融资环境继续好转，房地产开发企业到位资金 47004 亿元，同比下降 10.4%，降幅比 1-3 月份收窄 3.4 个百分点。尽管“房住不炒”的核心精神一直被强调，但在经济数据严重下滑与后续需求难以提振的背景下，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。预计在一段时间内，房地产投资与基建投资将同时作为对冲下行风险的手段。

5. 社会消费总额评析。2020 年 4 月份，社会消费品零售总额 28178 亿元，同比下降 7.5%（扣除价格因素实际下降 9.1%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 8.3 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 25095 亿元，同比下降 8.3%。2020 年 1-4 月份，累计社会消费品零售总额名义值 106758 亿元，同比下降 16.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 97357 亿元，同比下降 15.5%。



伴随疫情影响的逐渐消退以及中央和地方密集出台减税降费、稳定和促进汽车消费以及发放消费券等多项政策措施，社零（社会消费品零售额）消费数据继续好转。具体而言，2020年4月份，城镇消费品零售额 24558 亿元，同比下降 7.5%，降幅比上月收窄 8.4 个百分点；乡村消费品零售额 3620 亿元，同比下降 7.7%，降幅比上月收窄 7.4 个百分点。2020年1-4月份，城镇消费品零售额 92413 亿元，同比下降 16.3%；乡村消费品零售额 14345 亿元，同比下降 15.4%。

从消费类型上看，商品零售 25871 亿元，同比下降 4.6%，降幅比上月收窄 7.4 个百分点；餐饮收入 2307 亿元，同比下降 31.1%，降幅比上月收窄 15.7 个百分点。2020年1-4月份，商品零售收入 98425 亿元，同比下降 13.1%；餐饮收入 8333 亿元，同比下降 41.2%。

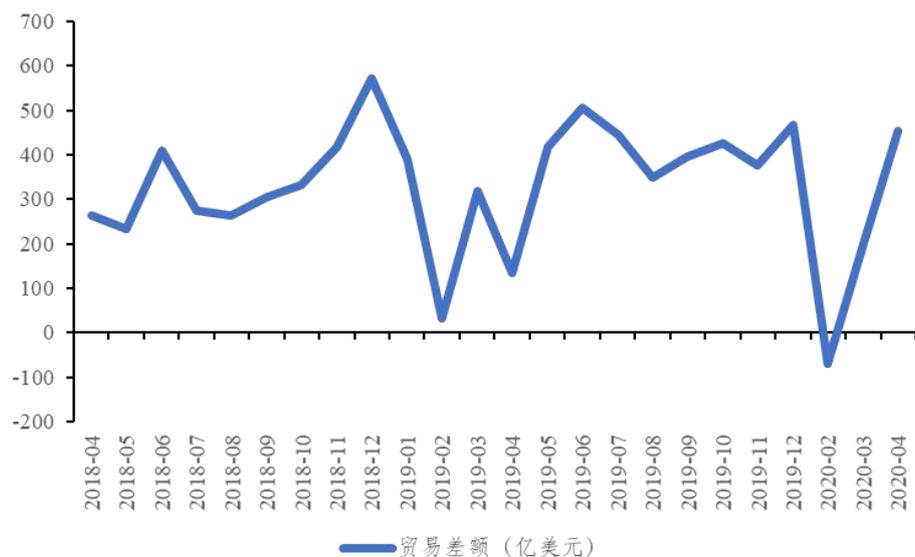
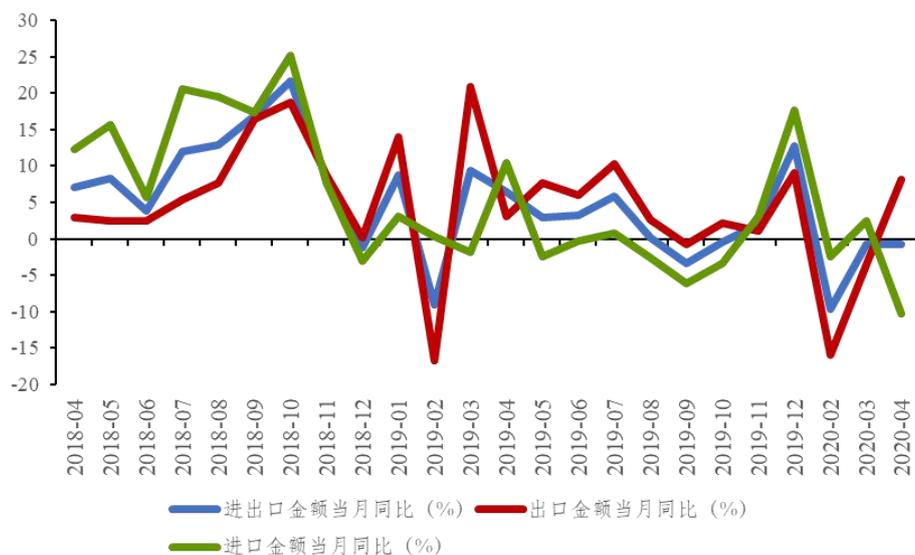
在线下消费持续下降的同时，网上消费由降转升。2020年

1-4 月份，全国网上零售额 30698 亿元，同比增长 1.7%，1-3 月份为下降 0.8%。其中，实物商品网上零售额 25751 亿元，同比增长 8.6%，占社会消费品零售总额的比重为 24.1%；在实物商品网上零售额中，食品类和消费类商品分别增长 36.7%和 12.4%，服装类商品下降 12.0%。尽管疫情好转为线下消费起到了一定的促进作用，但网上消费对实体消费的替代作用一直存在。

同时值得关注的是，汽车类商品销售对本次社零数据的改善起到了非常重要的作用。2020 年 4 月份，限额以上单位汽车类商品零售额与上年同月基本持平，而 2020 年 3 月份为同比下降 18.1%，回弹趋势明显。

6. 对外贸易评析。2020 年前 4 个月全国进出口总额为 9.07 万亿元人民币，比去年同期下降 4.9%，降幅比一季度收窄 1.5 个百分点。其中，出口 4.74 万亿元，同比下降 6.4%；进口 4.33 万亿元，同比下降 3.2%；贸易顺差 4157 亿元，减少 30.4%。按美元计，2020 年前 4 个月，我国进出口总值 1.3 万亿美元，同比下降 7.5%。其中，出口 6782.8 亿美元，同比下降 9%；进口 6200.5 亿美元，同比下降 5.9%；贸易顺差 582.3 亿美元，减少 32.6%。2020 年 4 月单月，我国外贸进出口 2.5 万亿元，同比微降 0.7%；其中，出口 1.41 万亿元，同比增长 8.2%；进口 1.09 万亿元，同比下降 10.2%；贸易顺差 3181.5 亿元，较上月增加 2.6 倍。按美元计价，4 月份我国外贸进出口 3552.2 亿美元，同比下降 5%；其中，出口 2002.8 亿美元，同比增长 3.5%；进口 1549.4 亿美元，

同比下降 14.2%；贸易顺差 453.4 亿美元，较上月增加 2.5 倍。



我国的疫情防控取得了显著成果，一个月左右的疫情防控“时间差”和亚洲相对的“安全区”继续支撑着 2020 年 4 月单月的中国外贸数据。但从累计数据来看，2020 年前 4 个月的出口数据下滑表明全球需求“危机”依然严重。

在出口方面，受到疫情的非经济层面以及去年同期的低基数影响，2020 年 4 月单月出口数据与预期背离较大，出现了大幅

回升的现象。从去年同期数据可以看出，2019年3月出口金额1.33万亿元，环比大幅增长45%，但2019年4月的出口金额环比增长仅为-2.7%。2019年同期低基数成为了2020年4月出口同比增速大幅反弹的重要因素。同时，考虑到全球经济活动停滞而我国复工已经基本完成，我国部分地替代了疫情严重国家的商品生产，这种生产替代效应也成为推动出口数据走高的因素之一。然而，需要强调，替代效应难以持续，一旦全球复产复工进程开始，出口替代效应难以支撑长期出口数据回升。

全球需求疲弱并未改观。分析2020年前4个月的累计出口数据可以看出，金额与同比的双下滑反映全球需求持续疲软。虽然4月数据走高，但更多是受到疫情相关的非经济因素的干扰所致，并不能反映全球需求回暖。此外，考虑到近期美元汇率持续位于历史高位，人民币兑美元的波动也一定程度上造成了出口数据的回弹。

进口数据再次返回下滑区间印证了太和财经关于“短期内国内需求回升困难”的预判。具体来看，尽管铁矿砂、原油、天然气、煤等大宗商品和肉类等重点民生消费品进口数量持续增加，但其他商品的进口数据涨跌互现。2020年前4个月，我国进口铁矿砂3.6亿吨，同比增加5.4%，进口均价为每吨631.1元，上涨10%；原油1.7亿吨，同比增加1.7%，进口均价为每吨2906.7元，下跌8.9%；煤1.3亿吨，同比增加26.9%，进口均价为每吨510.1元，下跌4.9%；天然气3232.8万吨，同比增加1.5%，进

口均价为每吨 2702.5 元，下跌 15%；大豆 2450.6 万吨，同比增加 0.5%，进口均价为每吨 2798.4 元，下跌 2.8%；成品油 961.3 万吨，同比减少 21.3%，进口均价为每吨 3486.8 元，下跌 5.5%；钢材 418.4 万吨，同比增加 7.4%，进口均价为每吨 7336.9 元，下跌 11.5%。此外，机电产品进口 1.88 万亿元，同比下降 0.3%；其中集成电路 1605.4 亿个，同比增加 31.1%，价值 6921.1 亿元，增长 14%；汽车（含底盘）23.8 万辆，同比减少 29.8%，价值 796.9 亿元，下降 22.9%。

进口数据率反映出工业生产部门真实需求疲弱。结合 2020 年 4 月的 PMI 数据可以看出，不论是原材料库存指数还是产成品库存指数，均出现了逐渐走高的趋势，这表明复工复产后的产品以及进口商品正在转化为库存而非销售，新订单指数的下滑也可以成为需求不足的佐证。

分国别来看，2020 年前 4 个月的贸易结构延续了今年第一季度的结构。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有所增长。2020 年前 4 个月，东盟为我国第一大贸易伙伴，贸易总值 1.35 万亿元，同比增长 5.7%，占我国外贸总值的 14.9%。其中，我国对东盟出口 7409 亿元，增长 3.9%；自东盟进口 6085.1 亿元，增长 8%；对东盟贸易顺差 1323.9 亿元，减少 11.5%。欧盟为我国第二大贸易伙伴，贸易总值为 1.23 万亿元，同比下降 6.5%，占我国外贸总值的 13.6%。其中，我国对欧盟出口 7190.1 亿元，下

降 6.6%；自欧盟进口 5155.6 亿元，下降 6.4%；对欧盟贸易顺差 2034.5 亿元，减少 7.1%。美国为我国第三大贸易伙伴，贸易总值为 9584.6 亿元，同比下降 12.8%，占我国外贸总值的 10.6%。其中，我国对美国出口 7022.8 亿元，下降 15.9%；自美国进口 2561.8 亿元，下降 3%；对美贸易顺差 4461 亿元，减少 21.9%。日本为我国第四大贸易伙伴，贸易总值为 6656.8 亿元，同比下降 2.1%，占我国外贸总值的 7.3%。其中，对日本出口 3028.6 亿元，下降 2.2%；自日本进口 3628.2 亿元，下降 2%；对日贸易逆差 599.6 亿元，减少 1%。同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 2.76 万亿元，增长 0.9%，占我国外贸总值的 30.4%，比重提升 1.7 个百分点。

（二）宏观经济数据走势分析与预测

分析 2020 年 4 月中国宏观经济数据可以发现，虽然国内经济的供需两端都出现了不同程度的好转，各项经济数据都有一定程度的回弹，但内需不振、外需疲弱的大环境并未发生实质性变化。**首先**，需求端的疲软使得经济景气度开始回落，无论是 PMI 中的库存指数走高，还是进口数据的再次下行，都足以证明需求端难以提振；**其次**，在投资方面，基建与房地产投资不得不再度出山挽救经济，令人担忧日后可能会大概率引发债务问题；**最后**，终端需求的不足也体现在消费数据上，尽管生产生活秩序恢复后相关数据有了一定回弹，但消费的长期趋势一直受困于居民部门的举债过高与收入增长收窄而不会改变。太和财经将结合上文经

济数据评析，在下文通过对各项数据的走势分析与预测，对上述观点作出进一步阐述与证明。

总体来看，价格波动是当下国内经济供求关系失衡的短期体现，而货币供给又是价格变动的长期根本原因。2020年4月CPI重回“3时代”的主要原因在于食品类价格趋于稳定并开始下行。PPI增速进一步下行则是受需求疲软和大宗商品价格下行的影响。

2020年4月CPI的结构变化以及工业品价格持续下行证明了结构性通胀向结构性通缩转变的进程已经开始。通过观察本次各项细分数据，猪肉价格已经进入下行通道，尽管处于相对高位的食物价格在未来一段时间仍然会作为推升CPI上涨的主要因素，但伴随着我国疫情防控的持续向好以及季节性因素带来的充足供给，这种支撑效应将逐步消退。但值得注意的是，和2020年一季度物价高企与消费不足的矛盾并存不同，价格的走低正在与需求疲软同步发生，预计在未来需求难以提振的背景下，价格水平仍有下行空间。

PPI方面，由于石油、天然气等大宗商品价格的走低，PPI在很大程度上受到了原材料价格的拖累，但本次PPI的超预期下行体现了背后更深层次的需求问题。太和财经通过分析各项细分数据后得出结论：在国内以及国外需求疲软的背景下，大部分工业行业面临着库存被动积累的风险，这将拖累企业的生产进程，进而导致工业品价格下滑。同时，由于全球的债务泡沫不断堆砌

导致市场“供大于求”，因此当前恢复的产能无法及时转化为企业利润，从而导致债务问题进一步严重。这种恶性循环造成的产能过剩或将需要几年的时间进行化解。由此可见，在当前市场供求关系失衡的状态下，需求问题并不在于“有效需求”不足，而是“无效需求”缺失，全球范围内“债务催生的供大于求的局面”将导致未来产生更为严重的问题。值得注意的是，考虑到基建投资的再次抬头，大量基建投资所需的原材料需求增多，预计未来 PPI 将大概率受到上游的影响而降幅收窄甚至重新上行。

热点分析 1：“通胀”或“通缩”永远是货币现象

为体现上游价格与货币供应量的关系，太和财经通过比较 M1 与 PPI 走势可以发现，PPI 走势往往滞后 M1 走势四个季度左右，从下图中也可以看出，将 PPI 数据时间区间滞后 M1 数据 12 个月份后，二者走势基本同步。这表明，上游企业价格对货币供应量非常敏感。



由于我国上游行业市场为垄断市场，而下游多为完全竞争市场结构，对价格变化并不敏感。这种市场结构的差异会导致价格传导的不畅，大量多余货币最终将被“钢筋水泥”所吸纳。因此，尽管结构性通缩已经出现，但无论是通胀还是通缩，其根本原因均为货币问题，货币供给的增多或将造成未来结构性通缩无缝衔接货币型通胀的现象。同时，考虑到当前多项“宽货币”刺激政策的落地，本就效率低下、利润走低的上游企业的杠杆率一旦再次抬头，将很难再次去除，未来债务问题尤其值得关注。

无论是从市场景气度方面，还是从投资、消费与对外贸易三大需求方面的数据来看，价格上体现出的需求端问题均有相对应的体现。市场景气度方面，我国 2020 年 4 月制造业 PMI 的回落主要归因于需求端，特别是外需的持续疲软，而生产恢复速度已接近峰值。事实上，4 月 PMI 的下行走势再次验证了太和财经关于“PMI 短期回升难以持续，企业预期反映为政府刺激”的判断。与 3 月的分析一致，太和财经认为在内需恢复仍需时日、外需受全球疫情扩散而继续衰退的背景下，需求不足是抑制未来 PMI 走强的关键因素。

国内复工复产已经接近尾声，供给端的作用开始回落。2020 年 3 月和 4 月的 PMI 指数都表明经济处于扩张区间，其中，疫情得到控制后生产指数的不断走高成为经济复苏的关键支撑。特别是 4 月底武汉疫情的清零、北京调低疫情响应等级，以及全国两会时间的公布更是加大了企业复工复产的信心。然而，随着复

工复产率接近峰值，其对于 PMI 以及经济的推动作用开始走低，随着内外需求的持续疲软，扩大需求成为推动经济企稳的关键。

另一方面，企业生产意愿的提高与国内需求回升困难、国外需求急剧下滑的矛盾现象仍然存在。考虑到全球疫情扩散的影响，外需仍处于持续衰退状态。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，我国制造业出口将随之受到影响。实际上，4 月份的新出口订单指数已经降至 33.5%。考虑到 4 月欧美疫情类似于我国 2 月的情形，且欧美应对疫情的能力远不及中国，新出口订单在 2-3 个月内难见回暖。在这种情况下，即使我国已经完全走出疫情，外需的回落也会拖累国内制造业 PMI 以及国内经济的发展。在内需方面，一般认为内需的修复速度取决于逆周期政策的实施力度，4 月份建筑业 PMI 高位回升 4.6 个百分点已经说明了这一点，未来地方政府以及国家发行特别债券的“宽财政”政策已基本明确。然而，正如太和财经反复强调的那样，一味追求数据的亮眼而忽略政策刺激的低效率将对前期供给侧结构性改革的成果造成浪费，如果内需仍然是通过政策刺激来支撑，那么预计产能过剩等老问题将会重新成为制约中国经济发展的重大风险。

投资方面，随着疫情在我国继续好转，2020 年 1-4 月固定资产投资增速在一季度触底反弹后持续回暖，但基建投资的再度“出山”与房地产投资的拉动是数据好转的主要原因。在投资方面，太和财经反复强调基建投资虽然可以一定程度上支撑经济，

即便考虑到所谓“新基建”投资发力带来的动力，边际递减效应在整体需求匮乏的背景下不会消失，过度的基建投资一定会导致杠杆率攀升、效率缺失等不良因素的显现，进而制约后续发展。随着中央一系列稳投资政策的落地实施，虽然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，但在需求疲软的大环境下，内生动力的缺失无法保证投资增速恢复至去年同期水平。

房地产方面，房地产投资增速下滑收窄，其回弹的速度与力量继续体现出“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，都是房地产挤占流动性的反映。就未来而言，**一方面**，央行宽松型货币政策释放的流动性有再次流入房地产市场的可能；**另一方面**，政府对房地产行业的管控也将继续加大。因此，未来房地产投资的韧性仍然存在，前期预判的震荡下行趋势或将由于疫情影响而出现变化。

消费方面，2020年4月份各维度消费数据的降幅收窄，主要是各项促消费政策落地后的短期反映，但疫情对社会活动、商品流通的限制远未消除，数据迟迟不能恢复至2019年同期水平也表明当下终端需求的严重不足。值得注意的是，消费数据往往受到短期波动的影响，例如2020年4月，多项逆周期调控政策的落地实施不仅使得市场活跃度在短期内有所增强，生活秩序恢复后市场情绪的变化也会导致消费的短期波动。但太和财经认为，在当前终端需求疲软的背景下，消费的长期趋势不会持续受

到短期波动的影响。

从影响消费的基本面来看，消费水平难以回到同期水平主要与居民的财务状况有关，居民部门的资产负债表并未处于相对健康的状态。一方面，从居民人均可支配收入累计增长这一数据可以看出，从2019年第一季度开始，居民人均可支配收入的同比增长就持续处于下行区间，并在2020年第一季度转为负值。另一方面，结合社融数据可以发现，住户部门贷款持续增加，2020年4月的增量尤为明显；从国家资产负债表中也可以发现，我国居民部门的杠杆率持续攀升，2020年第一季度达到了57.7%的高位，虽然这是前期被动压抑的需求集中释放的信号，但收入增长的持续下行与居民举债过高将成为限制未来消费水平的主要因素。随着结构性通缩的到来，终端需求不足的现象将长期存在，消费回弹的速度与力度值得继续关注。

对外贸易方面，由于全球疫情短期内难以遏制，全球需求难以恢复。无论是按人民币计还是按美元计，我国2020年前4个月的出口与进口均受到了不同程度的影响，尽管2020年4月单月的人民币出口数据超预期回弹，但更多考虑为非经济因素所致，并不影响太和财经对未来出口贸易困难增大的预判。未来，疫情带来的负面因素将长期存在，预计2020年前三个季度全球需求将会持续疲软，其对全球贸易链的冲击不仅会使我国未来的进口难以回暖，还会对我国的出口造成不可忽视的影响。尽管4月单月的出口回升存在一定的国际出口替代效应，但随着欧美主

要发达国家陆续“解禁”，这种替代效应或许难以持续推进。

截至 2020 年 5 月中旬，我国主要贸易伙伴国家的疫情仍处于“上升期”，且多国 PMI 指数屡创新低。在全球经济景气度持续低迷的背景下，疫情对我国贸易，尤其是出口方面的负面冲击将长期持续，为我国经济复苏带来了严峻考验。因此，外需的持续疲软是我国面对的最紧迫挑战。从短期来看，尽管我国内需恢复仍然艰难，但考虑到国内疫情防控已经进入新阶段，外需衰退带来的问题甚至比内需疲软更为紧迫。

需求端持续疲软难以提振，这样的不利影响最终也传导至了以工业部门为代表的供给端。无论是分行业、分地区，还是分门类、分经济类型来看，2020 年 4 月的工业增加情况符合太和财经前期预判，重回上行轨道，体现了供给端正在逐渐走出困境。然而结合 2020 年 4 月 PPI 数据可以看出，受疫情影响，通过货币政策可以令上游企业最先恢复，但考虑到一段时间内我国内需疲软的现象无法得到根本性改善，上下游的传导通道迟迟无法疏通，从而导致库存的被动积累。由于这种状态很难在短时间内得到改变，因此就未来而言，工业增加进一步上行的空间将受到压制。

就制造业而言，虽然 2020 年 4 月制造业增加值的同比增速回弹明显，但更为严峻的考验对我国制造业提出了更大的挑战。首先，从相关企业利润来看，面临亏损的企业数量同比大增，企业的现金流问题凸显。其次，国内终端需求难以提振、结构性通

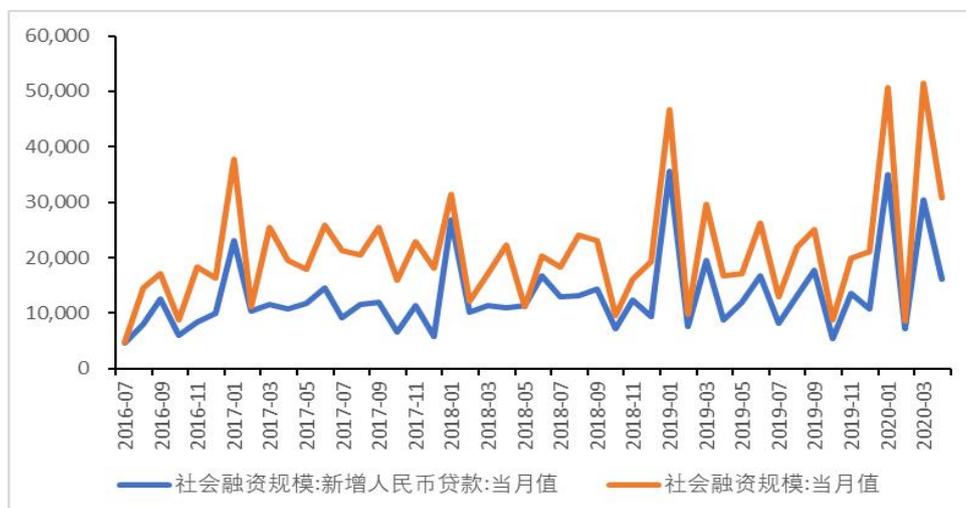
缩已经到来，这种不利因素将长期制约制造业的发展。最后，尽管企业产能在货币政策的扶持下得到恢复，但这种依靠逆周期调节恢复的产能并非内生动力所导致。由此可见，疫情的影响远未消退，一段时间内我国终端需求疲软的现象无法得到根本性改善，叠加政策性刺激的效率正在消失以及工业企业产能难以转化等因素，多重因素将对未来工业生产的供给形成巨大制约。

综上所述，需求端产生的问题将在很长一段时期内制约中国经济发展，而需求端的问题也将逐渐传导至供给端。在供求关系没有达到均衡之前，2020年第二季度结构性通缩的局面或将持续，但多重刺激性政策的实施与“宽货币”的逆周期调节使得结构性通缩不会持续很长时间。长期来看，货币型通胀是基本的规律。

二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

2020年4月新增社会融资规模3.09万亿元，较去年同期多增1.42万亿元；金融机构新增人民币贷款1.70万亿元，同比多增0.68万亿元。4月M2货币供应同比增长11.1%，前值10.1%。



4 月份社融整体继续超过市场预期。从分项数据来看，4 月社融的主要增量来源于企业债券和人民币贷款。太和财经认为，4 月社融数据超出市场预期主要由于以下三点：**一是**低息环境和监管部门的积极引导，使得金融机构对实体经济的支持力度加大。**二是**随着地方政府专项债的发行，刺激经济的基建项目逐步落地，相关融资需求得到稳步释放。**三是**资金空转的现象从担忧逐步变为现实。某公司的问询函答复显示，该公司新增贷款的融资成本最低到 3.2%，而理财可以达到 4% 以上，因此该公司将大量闲置资金投入理财的同时，依然积极向银行申请贷款。

人民币贷款方面，整体期限结构有所改善，企业贷款、居民贷款增长明显。分部门看，住户部门贷款增加 6669 亿元，其中，短期贷款增加 2280 亿元，中长期贷款增加 4389 亿元；企（事）业单位贷款增加 9563 亿元，其中，短期贷款减少 62 亿元，中长期贷款增加 5547 亿元，票据融资增加 3910 亿元。整体看，4 月的贷款数据结构改善明显：**一方面**，4 月的企业贷款增量主要来源于中长期贷款，而 3 月的增长来源于短期贷款。中长期贷款的增加说明部分企业已经进入积极生产的状态。**另一方面**，居民部门的短期贷款、中长期贷款增加明显。考虑到 4 月份汽车消费、房地产销售数据较为理想，不难看出，随着国内生活日趋正常化，前期压抑的需求在 4 月有一定的集中释放。

M1、M2 增速继续增加。4 月，M1 余额同比增长 5.5%，M2 余额同比增长 11.1%，比上月分别提高 1 个百分点和 0.5 个百

分点。M2 增速持续大幅走高，显示出在疫情对宏观经济带来严重冲击的背景下，央行货币政策对冲力度明显加大，货币供应量正在显著上升。

（二）中国货币及金融政策走势预判

政策方面，4 月 17 日中央政治局会议明确拟推出一系列财政政策，包括特别国债发行、适度提高财政赤字、增加地方政府专项债规模等。同时，央行也在一季度货币政策执行报告中表示，将综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，保证 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高。短期来看，积极的货币政策和财政政策仍将发力，逆周期调控的力度将进一步加大，进而为实体经济提供充足的资金支持。但是，从中长期的角度来看，外围经济体虽然逐步复工，但是疫情依然存在反复的风险，基建形成的融资需求可持续性也难以保证，居民信贷在居民收入下滑的情况下也难以持续高速增长。因此，太和财经看好短期内的融资需求，但对中长期的社会融资数据走势持较为谨慎的态度。

三、金融市场走势预判

（一）债券市场评析

2020 年 5 月国内债市延续了 4 月底以来的收益率反弹，截至 2020 年 5 月 18 日，5 年期、10 年期国债均较 4 月底上行约 20bp，其调整的幅度和速度在短期内较为猛烈。市场风向在没有明显政策面利空的情况下突然开始转变，市场存在预期差表现。

利率空头的主要逻辑在于：**首先**，央行在面对疫情冲击时始终比海外央行更为克制、更珍惜我国的货币政策空间，5年期和10年期国债收益率在4月中旬的低点分别较农历新年前下降逾100bp和50bp，市场出现畏高情绪。**其次**，海外经历居家隔离和经济停摆后，市场对即将复工的经济充满期待，经济数据的边际变化将确定性转好，数据最差的时期已经过去。国内经济率先重启，3、4月经济数据表现亮眼。**最后**，面对召开的两会，市场预期财政将进一步发力，利率债市场供给承压。总体而言，利空的因素居多，暂时看不到利率再下一个台阶的动力。

热点分析 2：利率上行空间受到挤压

利率空头的逻辑在短期内确实成立，但在当前的国际宏观环境下国内利率上有顶，并不具备持续上行的基础，具体来说：**首先**，畏高情绪是源于我国利率历史走势具备均值回归的经验性认知，因此10年期利率下至2.5%的历史底部后，市场情绪谨慎，但纵观欧美、日本市场的历程，经济增长率中枢结构性下降的过程中利率均在不断创新低的现象，本质上是需要不断放松货币政策以稳定经济增速。**其次**，海外经济目前尚未完全复工，复工后经济的恢复程度尚处于无法证实证伪的阶段，虽然边际上数据确实能转好，但经济状态不仅需要关注边际变化，其绝对值水平也是重点。倘若经济在强刺激下依然无法完全恢复到疫情前的产出水平，那么宏观基本面依然羸弱，利率不存在上行基础。全球经

济恢复的强度在未来几个月值得观察。最后，决定利率趋势方向的依然是货币政策而非供给因素，开启新一轮货币宽松政策是在今年 2 月疫情时，在经济基本面尚未完全恢复的情况下，货币政策一般不会贸然提前收紧，多数时候是等待更多基本面转强的证据。综上，利率在当前宏观环境下并不存在持续上行的基础，200bp 以上的中美利差、70bp 以上的 5 年期、10 年期限利差极值均为逢低继续做多利率提供了较好的安全垫。

（二）股票市场评析

1. 欧美股市评述。2020 年 4 月至 5 月中旬，欧美股市一路震荡上行。截至 5 月 20 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 24575.90、9375.78、2971.61 和 6067.16 点，相较于 4 月初，分别上涨了 17.34%、27.38%、20.28% 和 11.23%。

2. 亚洲股市评述。2020 年 4 月至 5 月中旬，受美股反弹的影响，亚洲股市整体表现较好。截至 5 月 20 日，上证指数、深证成指、创业板指和日经 225 分别收于 2883.74 点、10948.48 点、2118.12 点和 20595.15 点，相较于 4 月初，分别上涨了 5.46%、10.01%、13.58% 和 14.00%。

3. 未来股市走势分析。在美联储空前的救市力度下，美股的流动性问题得到了及时缓解，市场恐慌情绪得到有效缓解后，美股迅速回升，甚至出现了技术性牛市的情况。但是，根据 2020 年 4 月份的美国非农就业报告显示，4 月份美国失业率攀升至

14.7%，创下历史最高纪录。同时，基准预期显示，美国经济到年底前可能都不会出现全面复苏。虽然美联储在 2020 年 4 月会议中也表示，美联储致力于使用所有工具支撑经济，并认为新冠病毒对近期经济活动、就业和通胀构成严重压力。

因此，太和财经认为，当前美股的走势和美国恶化的经济基本面存在一定的脱钩，驱动美股反弹的主要动力在于美联储向金融体系注入的大量流动性和资本市场对美国经济较为乐观的预期，风险偏好提升的同时，也一定程度上计入了对国际形势极端情况考虑下的“安全孤岛”的避险投资。

同时，值得指出的是，自 2020 年 4 月 20 日之后，美股总体呈现横盘整理走势。而目前短期内可以预见的利好基本已经兑现：美国如期复工，新冠疫苗研发不断提速，美联储继续大力支持资本市场。但随之而来的将是重启经济之后的诸多困难：在疫情没有得到有效控制的情况下，复工可能引发第二波疫情暴发；疫情带来的社交隔离及商业活动停顿会持续影响经济复苏；失业率上升以及通胀问题将持续困扰美国。

综上，太和财经认为，美股的反弹已经到位，后期将面临着较大的回调压力。目前，支撑美股的是资本市场过于乐观的预期和美联储释放的天量流动性，但是随着美国复工的展开，资本市场将逐渐正视美国经济重启中的困难，一旦发生突发的冲击性事件，预期很有可能发生较大反转，进而引发美股的新一轮向下调整。

A 股方面，太和财经认为，A 股长期向好的运行逻辑没有发生改变，但是也要正视 A 股短期存在回调的压力。一方面，A 股的交易额处于历史低位，大盘多个交易日在 2850-2900 点盘整，上攻无量。另一方面，外围资本市场存在回调压力；在财政紧张的情况下，刺激性财政政策的力度和规模存疑；中美在政治、经济领域的交锋愈加频繁；当前 A 股的位置也相对较高。因此，太和财经认为，A 股市场短期内存在一定回调压力，不排除在下个月内走低，但是中长期向好的逻辑并未改变。

（三）大宗商品市场评析

1. 黄金价格分析。2020 年 4 月至 5 月中旬，黄金价格呈现先上行、后震荡整理的态势。截至 2020 年 5 月 20 日，纽约商品交易所的 COMEX 黄金期货收于 1751.40 美元/盎司，处于历史高位。

2. 黄金价格预测。由于全球资本市场的避险情绪下降，全球股市表现普遍较好，再叠加投资者对各经济体陆续重启的预期，黄金价格在高位区域承受到了了一定的压力，但只是小幅震荡，并未大幅回落。

但是，太和财经认为，支撑黄金价格的几大因素并未发生根本性改变，黄金价格依然可以获得有力的支撑。首先，为了应对新冠病毒对经济的巨大冲击，全球央行的货币政策迅速转向宽松，纷纷向金融市场注入大量的流动性，美国进入了零利率时代，英国进入了负利率时代。可以预见，在较长的一段时间内，各国

央行会将利率维持于低位。面临长期低利率的影响，投资者将配置更多的黄金以替代长期债券。**其次**，目前美联储持续维持过度宽松的货币政策，美国国内甚至有讨论负利率的声音。如果美联储长期维持基准利率处于零利率甚至负利率，势必会进一步刺激全球投资者担忧美元长期信用问题，此时黄金的投资价值将进一步凸显。**最后**，由于疫情的影响，经济的全球化实际上处于停滞状态，经济的衰退更是加速了民粹主义和逆全球化思潮的兴起，国际冲突和政治冲突的风险屡有抬头，黄金作为传统的避险资产，相较于其他风险资产有其独特的魅力。

整体看，预计黄金走势将持续处于高位。虽然全球资本市场初步走出了 2020 年 3 月的动荡期，但是太和财经认为全球央行宽松的货币政策、美联储的零利率政策以及动荡的地缘政治都将对黄金价格产生有效支撑。

3. 原油价格分析。2020 年 4 月至 5 月中旬，原油价格呈现先下行、再震荡上行的“V”字走势。截至 5 月 20 日，WTI 纽约原油收于 31.65 美元/桶。经过多轮“欧佩克+”确认，自 2020 年 5 月 1 日起减产 1000 万桶/日，为期两个月；自 2020 年 7 月起减产 800 万桶/日至 12 月；自 2021 年 1 月起减产 600 万桶/日至 2022 年 4 月。

4. 原油价格预测。近期原油价格回暖明显，太和财经认为其背后的根本原因在于减产协议有助于油价达成新的平衡以及多国复工部分修复了投资者的悲观预期。2020 年 4 月，“欧佩克

+”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。5月11日，沙特阿拉伯能源部宣布，在现有的减产协议基础上，6月份再额外减产原油100万桶/日。

从供给方面看，经过多轮谈判和美国施压，各国都承诺了一定程度的减产，供大于求的现象有所缓解。但是，需求不足才是当前油价低迷的根本原因。5月13日，欧佩克再次大幅下调了对今年全球石油需求的预测，预计2020年全球需求将骤降907万桶/日，而欧佩克4月发布的预测是减少685万桶/日。同时，值得关注的是，随着各国政府放松封锁措施，疫情有可能重新暴发，这又将对原油需求产生冲击。

因此，虽然本轮减产幅度创下纪录，但短期来看，产油国减产无法完全抵消需求的萎缩。太和财经对短期石油价格持谨慎态度，认为原油没有大涨的经济基础。

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。