



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

太和智库  
2018年10月刊



关注时代需要  
FOCUS ON CONTEMPORARY NEEDS

地址：北京市朝阳区世奥国际中心A座2208

电话：010-84351977 网址：<http://www.taiheinstitute.org/>

# 目 录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 主要观点.....              | 1  |
| 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.....     | 5  |
| 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 走势分析与预测.....    | 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. 月度固定资产投资评述.....     | 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.....        | 25 |
| (一) 中国金融数据评析.....      | 25 |

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| (二) 中国货币及金融政策走势预判.....   | 29        |
| <b>三、全球金融市场走势预判.....</b> | <b>30</b> |
| (一) 全球股票市场评析.....        | 30        |
| 1. 欧美股市评述.....           | 30        |
| 2. 亚洲股市评述.....           | 31        |
| 3. 全球未来股市走势分析.....       | 31        |
| (二) 全球债券市场评析.....        | 33        |
| 1. 美国国债市场评述.....         | 33        |
| 2. 中国债券市场分析.....         | 34        |
| 3. 中国债券市场预判.....         | 36        |

## 主要观点

2018年9月，主要宏观经济与金融数据表现依旧不如人意，部分数据持续走低的态势虽有所缓和，但仍处于低位。低迷的经济数据反映出疲弱的经济状况，也印证了三季度GDP同比增速继续小幅回落。目前来看，国内经济结构性矛盾依然存在、外部贸易形势仍有较大不确定性，内外需萎缩的局面并未得到有效改善，未来经济增长情况难言乐观。

本月，笔者对中国经济展望如下：价格方面，CPI仍保持温和上涨，然而由于贸易摩擦风险的加剧，需要警惕成本推动型通胀风险。从外需来看，进出口数据虽然超预期上升，却已经与PMI新出口订单数据发生背离，出口的上涨势头或难以保持。内需上，消费数据同比增速虽继续回升，但增速低于1-9月平均水平，依然处于低位。当前信贷对居民消费的刺激作用已趋于微弱，加之可支配收入增速长期以来较为缓慢，消费增速大概率将保持弱势。除了居民消费外，工业需求亦显乏力，工业企业受制于融资市场的信用紧缩和下游需求的疲弱，主动投资扩产的意愿不强。在生产端，PMI、规模以上工业增加值以及固定资产投资均处于低位。另一方面由于环保限产的放宽以及积极财政政策的释放，上游工业有较为明显的回暖迹象。短期内，得益于财政刺激和上游工业的恢复，工业数据或将迎来一定的好转，但目前内需不足、外需受挫的客观局面并不能从根本上得以扭转。长期来看，现阶段有效解决方式，是通过减税降费等方式增加居民消费能力和降

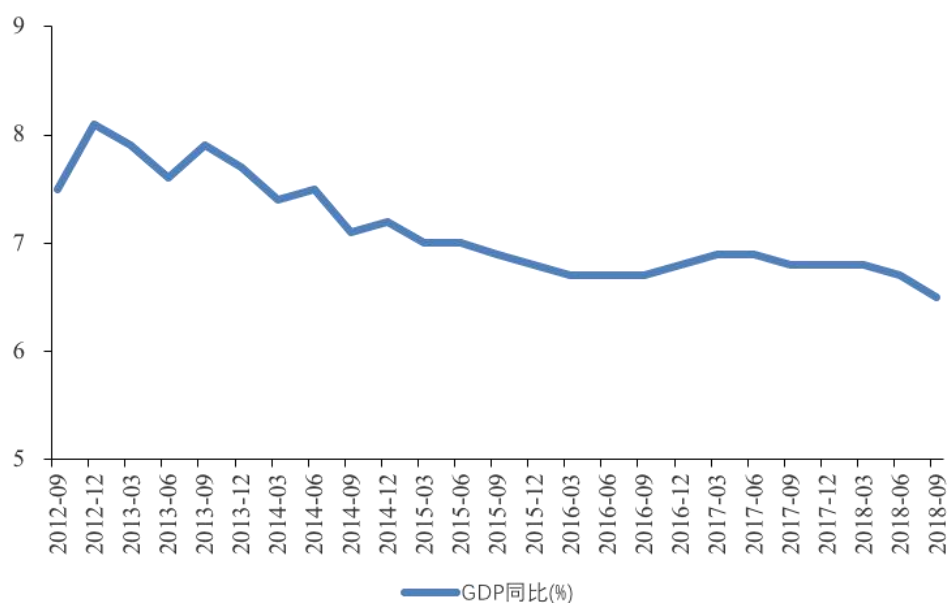
低企业部门负担，进而以不断增长的有效需求和企业活力带动经济增长，并在此基础上，继续推动产业结构优化。需要指出的是，仅仅依靠重走大规模基建和高耗能生产的老路，不仅长期不利于增长，甚至短期也难取得效果。

结合对全球经济基本面和货币政策的分析，笔者对全球金融市场走势判断如下：欧美股市方面，短期内美股的回调大概率将持续一段时间，但是持续暴跌的可能性目前来看很低。在中长期，经济基本面的长期预期有可能逐渐转差，在未来一段时间内欧美股市会大概率呈现震荡或者阴跌的走势。亚洲股市方面，A股疲软背后的根本原因还是经济增长乏力、内需疲软和严峻的外贸环境等多重利空因素。虽然政府部门采取了一系列措施，但短期市场情绪难以有很大缓和。中国债券市场方面，对利率债而言，考虑到金融市场数据的依旧疲软，经济数据仍未见好，利率债在中长期仍有多重利好，但积极财政政策信号可能带来政府债放量发行，短期内利率债收益率或将小幅波动行情，难有趋势性走势；信用债方面，短期内信用债仍面临较高不确定性，利差扩大趋势或将持续，目前仍以配置低风险资产为佳。

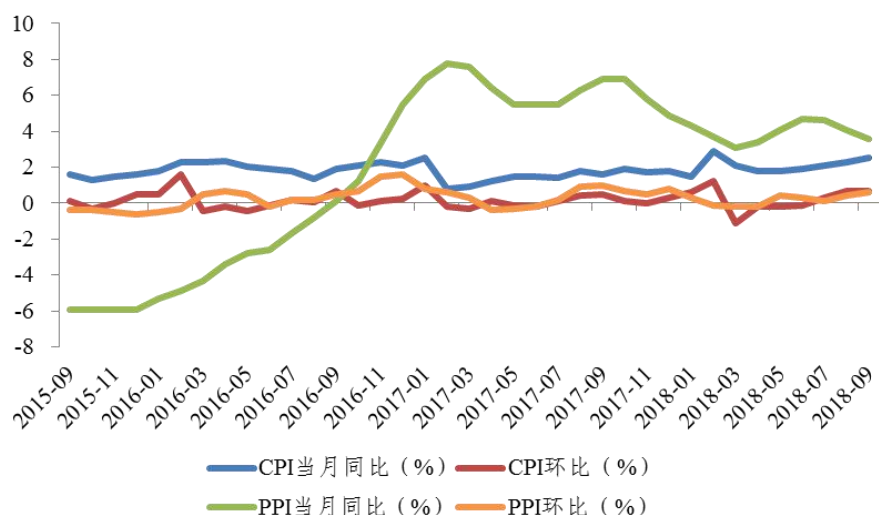
## 一、中国经济运行评析

### (一) 宏观经济数据评述

**1. 季度 GDP 评述。**2018 年第三季度国内生产总值 23.19 万亿元，同比实际增长 6.5%，增速较二季度回落 0.2 个百分点，且已连续两个季度回落，是 2009 年二季度以来的新低。前三季度国内生产总值同比增长 6.7%，增速较上半年小幅回落 0.1 个百分点，国民经济整体平稳运行。



**2. 月度价格走势评述。**2018 年 9 月 CPI 同比上涨 2.5%，环比上涨 0.7%，同比涨幅较上月扩大 0.2 个百分点，环比涨幅与上月持平。PPI 同比上涨 3.6%，环比上涨 0.6%，同比涨幅较上月回落 0.5 个百分点，环比涨幅则较上月提升 0.2 个百分点。



**3. 月度制造业 PMI 评述。**2018 年 9 月制造业 PMI 数据为 50.8%，低于上月 0.5 个百分点，仍维持在景气区间。从分项数据看，生产指数为 53.3%，较上月回落 0.3 个百分点；新订单指数为 52.0%，比上月回落 0.2 个百分点；原材料库存指数为 47.8%，低于上月 0.9 个百分点；从业人员指数为 48.3%，较上月下滑 1.1 个百分点；原材料购进价格指数为 59.8%，较上月上升 1.1 个百分点，继续保持环比上涨势头。9 月，非制造业商务活动指数为 54.9%，比上月回升 0.7 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 54.1%，比上月提高 0.3 个百分点。

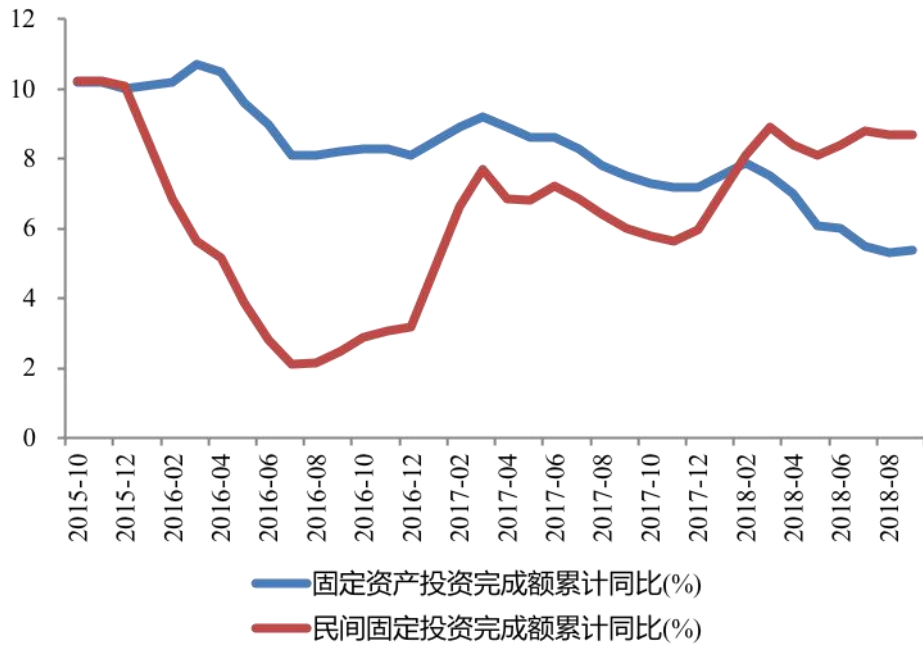


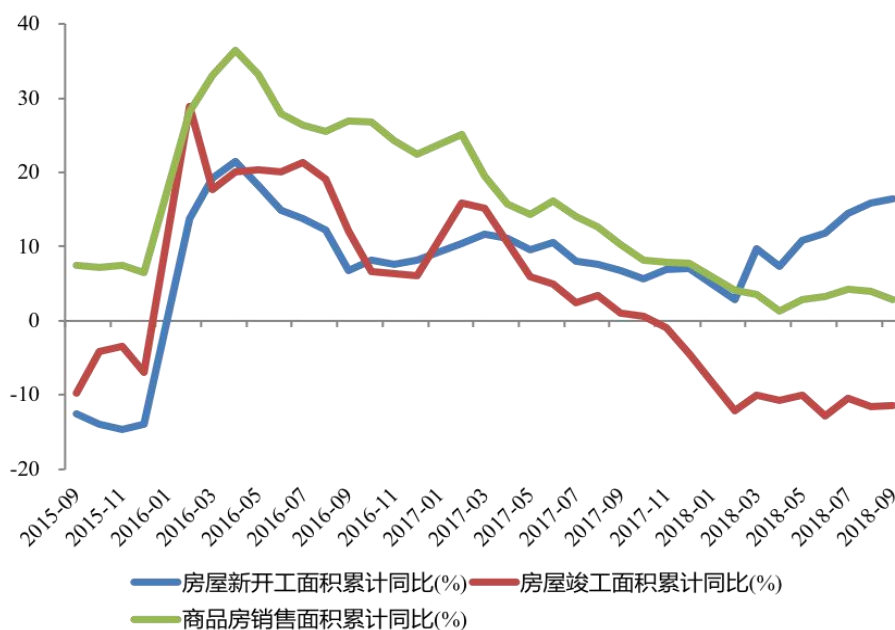
**4. 月度工业增加值评述。**2018年9月，全国规模以上工业增加值同比实际增长5.8%，较上月回落0.3个百分点，较去年同期数据下降0.8个百分点。从环比看，9月份规模以上工业增加值比上月增长0.5个百分点。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长6.4%，增速较1-8月份回落0.1个百分点。



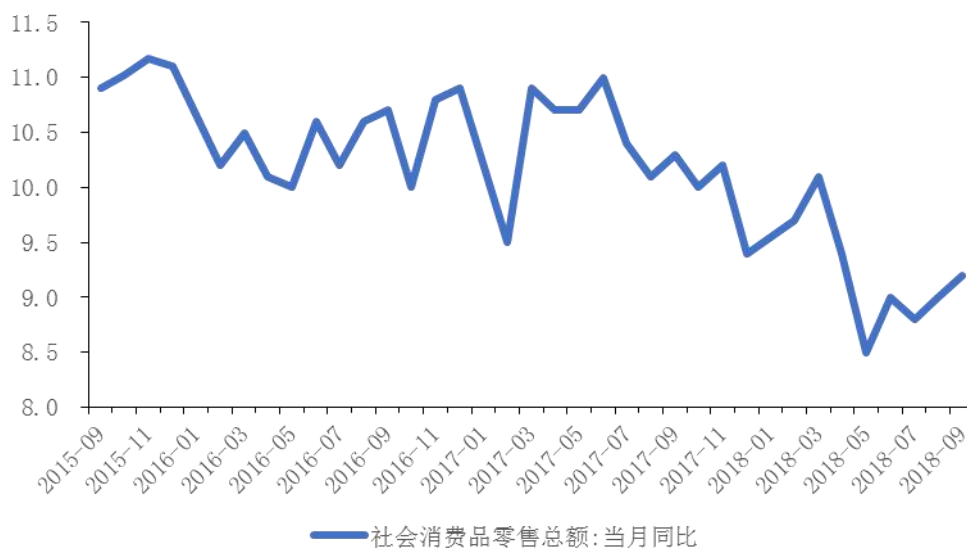
**5. 月度固定资产投资评述。**1-9月，全国固定资产投资48.34万亿元，同比增长5.4%，增速比1-8月小幅回升0.1个百分点，低于去年同期2.1个百分点；从环比看，9月固定资产投资增速环比增长0.43%，较上月提高0.02个百分点。1-9月，民间固定资产投资30.17万亿元，同比增长8.7%，增速与1-8月持平。同期，全国房地产开发投资8.87万亿元，同比增长9.9%，增速较1-8月回落0.2个百分点。



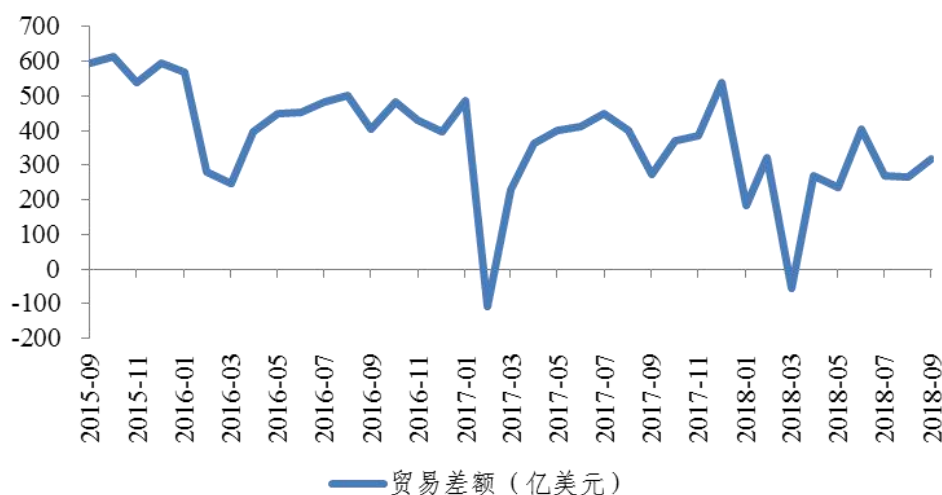
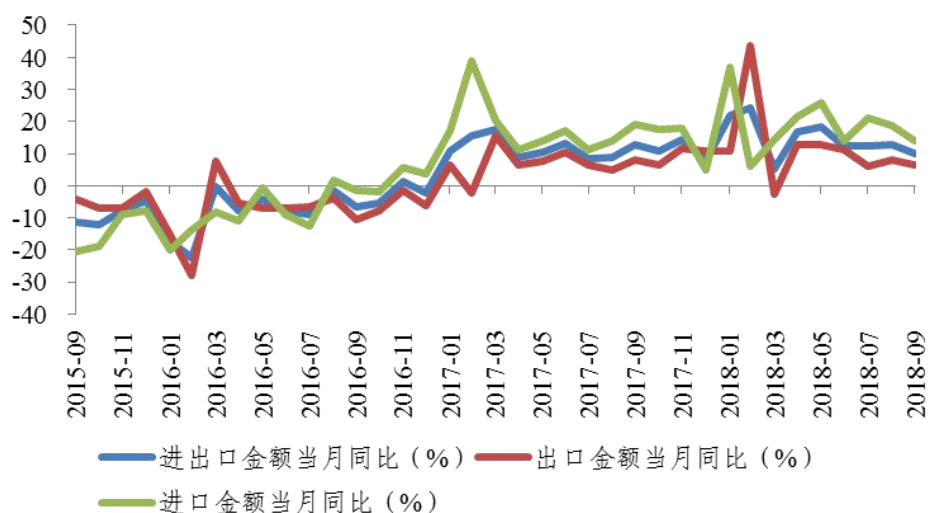




**6. 月度社会消费总额评述。**2018年9月社会消费品零售总额3.20万亿元，同比名义增长9.2%，增速较8月继续小幅回升0.2个百分点，但低于去年同期1.1个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长5.7%，增速与上月持平。从环比看，季度调整后的9月社会消费品零售总额环比增长0.80%，比8月降低0.02个百分点。1-9月，社会消费品零售总额同比增长9.3%，与1-8月持平。



**7. 月度进出口评述。**2018年9月进出口总额为2.89万亿元人民币，同比增长17.2%，前值为12.7%。其中，出口总值为1.55万亿元，同比增长17.0%，前值7.9%；进口总值为1.34万亿元，同比增长17.4%。前值18.7%；进出口顺差2132.0亿元，前值为顺差1796.0亿元。以美元计，9月进出口总值为4216.8亿美元，同比增长14.4%，前值14.3%；其中，出口总值为2266.9亿美元，同比增长14.5%，前值9.8%；进口总值为1950.0亿美元，同比增长14.3%，前值19.9%；贸易顺差316.9亿美元，前值为顺差278.9亿美元。



## （二）宏观经济数据走势分析与预测

**1. GDP 走势分析与预测。**工业增速下滑拖累 GDP 回落，但产业结构进一步优化。2018 年前三季度，第一产业增加值 4.22 万亿元，同比增长 3.4%，增速较上半年提高 0.2 个百分点；第二产业增加值 26.3 万亿元，同比增长 5.8%，较上半年回落 0.3 个百分点；第三产业增加值 34.58 万亿元，同比增长 7.7%，较上半年提高 0.1 个百分点。其中，三季度第一、第二、第三产业增加值同比增长 3.6%、5.3%、7.9%，较二季度分别提高 0.4、-0.7 和 0.1 个百分点。同时，前三季度，第二产业对 GDP 增长的贡献率下滑 1.2 个百分点至 35.2%，第三产业的贡献率为 60.8%，保持在高位。在国内外需求疲软、工业增加值大幅回落的环境下，第二产业增速的大幅回落，是拉低 GDP 增速的主要因素。但相比之下，第三产业增加值增速持续增长，且远高于 GDP 平均增速，表明产业结构继续向服务业转化。

外需走弱、投资乏力，杠杆拉动下的消费是 GDP 增长的主要动力。从需求端看，消费、投资和出口在前三季度均面临较大压力，但信贷驱动下的消费仍是 GDP 增长的主要驱动力。下半年以来，中美贸易战迅速升温，美国先后对中国数千亿美元规模的商品加征关税，加之新兴市场国家增长乏力，外需持续走弱。受此影响，前三季度净出口对 GDP 的贡献率为-9.8%，连续三个季度为负，出口对增长的贡献已十分有限。固定资产投资方面，受基建投资下滑和房地产投资增长趋缓影响，前三季度固定资产

投资增速持续回落，影响资本形成总额对 GDP 的贡献率下降至 31.8%，投资对经济增长的贡献趋弱。相比之下，随着加杠杆向居民部门转移，在信用卡、消费贷刺激下的消费虽从年初两位数的高位回落，但仍保持较高增速。前三季度最终消费支出对 GDP 的贡献率为 78%，尤其是服务消费占比持续提高，三季度服务消费在居民消费支出中占比 52.6%，同比提高 0.2 个百分点，消费对经济增长的基础性作用增强。

整体来看，三季度以来，宏观经济数据从前期的“需求疲软、生产高涨”转为生产和需求端的全面回落，拖累 GDP 增速降至 9 年多以来的低位。随着需求端的疲软传导至生产端，信用渠道不畅又制约了宽松货币对实体经济的刺激，在内外需均走弱的环境下，GDP 增速的回落难以避免。

前三季度经济数据印证了笔者年初对于 GDP 增速“逐级递减”的预判。值得注意的是，当前消费对 GDP 增长贡献的基础性作用，其主要动力仍来自居民部门加杠杆，但这并不可持续。近几个月金融数据显示，居民短期信贷和中长期贷款均出现不同程度的回落，信贷消费支持下的内需将不可持续。投资方面，政策支持下的高新技术投资是未来投资增长的主要动力，财政政策的积极信号也使得持续下降的基建投资有望触底反弹。但在当前信用渠道传导不畅、社会融资规模持续走弱的环境下，信贷数据显示企业的投资意愿仍不佳，其对经济增长的拉动作用仍待观察。未来，考虑到外部环境难有明显改善，四季度经济增长将较大程

度取决于积极财政政策的力度和货币政策传导机制的顺畅程度，预计四季度 GDP 增速将在当前水平稳中略升，全年 GDP 增速可保持平稳。

**2. 价格走势分析与预测。9 月 CPI 继续走高仍是食品价格推动所致。**在同比数据方面，食品价格上涨 3.6%，影响 CPI 上涨 0.69 个百分点，较 8 月份的影响程度大幅提升了 0.36 个百分点。其中，受季节性因素的影响，鲜菜、鲜果以及鸡蛋价格分别上涨了 14.6%、10.2%和 6.2%，分别较上月同比增速提升 10.2、4.7 以及-4.1 个百分点，且三者合计影响 CPI 同比上涨 0.55 个百分点。在环比数据方面，CPI 涨幅与上月持平，其中食品价格上涨 2.4%，影响 CPI 上涨约 0.46 个百分点。受自然灾害等外部因素影响，9 月份鲜菜价格涨幅显著，为 9.8，较 8 月份进一步扩大了 2.5 个百分点，影响 CPI 上涨 0.25 个百分点。受中秋节和国庆节的影响，猪肉和蛋类需求上涨，合计影响 CPI 上涨 0.1 个百分点。值得注意的是，猪肉价格的降幅持续缩窄，较上月降幅缩窄 2.5 个百分点，对 CPI 的负贡献逐步收窄。

在非食品价格方面，七大类价格同比均在上涨，交通和通信、医疗保健以及居住价格涨幅明显，分别上涨了 2.8%、2.7%和 2.6%，其中，居住价格上涨对 CPI 影响最为显著，影响 CPI 上涨约 0.56 个百分点。教育服务和医疗保健价格分别上涨 3.1%和 2.7%，合计影响 CPI 上涨约 0.42 个百分点；汽油和柴油价格分别上涨 21.2%和 23.5%，合计影响 CPI 上涨约 0.40 个百分点。

**PPI 同比增幅继续下滑，去年同期高基数是主要原因。**9 月份，PPI 同比上涨 3.6%，增速较上月回落 0.5 个百分点。其中，受去年同期基数较高的影响，生产资料价格同比上涨 4.6%，较上月回落 0.6 个百分点，影响 PPI 上涨约 3.46 个百分点，影响程度较上月回落 0.45 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.8%，涨幅较上月回升 0.1 个百分点。从细分行业看，非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业以及煤炭开采和洗选业涨幅回落明显，分别较上月回落 0.9、2.3、0.9 以及 2.1 个百分点，四大行业合计影响 PPI 增幅回落 0.32 个百分点。在环比方面，40 个行业中价格环比上涨的有 30 个，其中，受国际油价上涨的影响，石油及相关行业涨幅较高，石油、煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造业、石油和天然气开采业以及化学原料和化学制品制造业合计推升 PPI 环比上涨 0.32 个百分点，成为 PPI 环比扩张的主要原因。

9 月份 CPI 同比的继续走高依然在于食品价格的上涨所推动。9 月 CPI 同比上涨 2.5%，成为 2018 年的次高点，若除去春节等季度性因素的影响，同比增速已推升至近 3 年来的最高点。需要注意，与以往蛋类和肉类食品推动食品价格不同的是，近两次食品价格上涨均是由鲜菜、鲜果等蔬菜水果类食品价格推动。虽然异常天气等自然因素影响程度的消退，但随着冬季临近，鲜菜等食品类价格大概率维持高位运行，食品价格仍然会在第四季度支撑 CPI，年内 CPI 同比大概率维持在“2”区间。不过，从长期

来看，物价出现大幅上涨的可能性极低。排除季节因素后，住房价格、医疗保健、教育服务以及住房价格等非食品项仍然是决定CPI长期走势的主导因素。尽管近期住房价格提升显著，但稳定的核心CPI也意味着通胀率显著上升的可能性较低。

在PPI方面，主导PPI同比下行的因素是去年同期基数和原材料价格。随着四季度PPI基数的持续走高，预计四季度PPI回落至3%以下的可能性较大。另外，PPI的持续回落意味着企业营收、利润增速均面临放缓的威胁，企业利润的长期低迷会进一步恶化企业需求。企业需求的低迷加上未来原材料价格的进一步回落，预计四季度PPI将会进一步走低。

**3. 制造业 PMI 分析与预测。9 月制造业 PMI 较上月下滑，多项分项指标小幅回落，但总体仍保持在景气区间。**在 8 月制造业 PMI 小幅回升后，9 月数据再次回到下行区间，且创下年内次低，仅高于 2 月份的 50.3%。从供给端来看，生产指数录得 53.0%，较上月回落 0.3 个百分点。采购量指数为 51.5%，回落幅度亦为 0.3 个百分点。生产指数和采购量双降表明从供给端来看，制造业企业生产活动有所放缓。而从需求端来看，新订单指数为 52.0%，环比下降 0.2 个百分点，连续 5 个月呈现下降态势，制造业需求不强。然而，主要原材料购进价格上升明显，9 月录得 59.8%，环比上升 0.9 个百分点。此外，受贸易摩擦持续升级影响，新出口订单和进口数据持续下滑，分别为 48.0%和 48.5%，较上月下滑幅度为 1.4 个百分点和 0.6 个百分点。还需引起注意



的是，9月从业人员指数较前期下降1.1个百分点，录得48.3%，年内仅高于受春节停工因素影响的2月份（48.1%）。其他主要指标中，原材料库存为47.8%，低于上月0.9个百分点，较上月下滑明显；产成品库存为47.4%，与上月数据相同，企业前期被动补库存活动有所放缓。出厂价格指数为54.3%，与上月一致。

分企业规模看，小型企业PMI指数持续改善，中型企业PMI下滑较多。9月大型企业PMI为52.1%，与上月持平；中型企业PMI降至荣枯线一下，录得48.7%，环比下降1.7个百分点。小型企业PMI为50.4%，高于上月0.4个百分点，经营持续改善。9月份，非制造业商务活动指数为54.9%，较上月提高0.7个百分点。主要分项指标中，非制造业新订单指数、投入品价格、销售价格均有不同幅度上升，而从业人员指数与业务活动预期则有所下降，其中，业务活动预期下降幅度达1.3个百分点，表明非制造业前景预期不甚乐观。9月中国综合PMI产出指数为54.1%，较上月提高0.3个百分点。

9月制造业PMI数据虽仍运行在景气区间，但总体表现较为乏力。首先，生产指数和新订单指数双双下滑，制造业呈现供需两弱局面。主要分项指标中仅主要原材料购进价格指数上升明显，PMI数据靠原材料价格上涨支撑的局面无法长久维持。在原材料价格上涨的情况下，9月出厂价格指数却维持不变，原材料价格与出厂价差额继续扩大，中下游企业利润承压。从从业人员指数来看，企业供求的疲弱，已经逐渐向居民部门传导，未来终端消

费需求或亦承压。其次，由于中美贸易摩擦持续升级，新出口订单与进口指数连续多月回落，贸易环境的恶化，是拖累制造业与非制造业景气程度的主要原因之一。第三，正如笔者在之前报告中所提到的，年初经济的短暂上行，尤其是4月份的超预期表现，很大程度上受益于企业为对抗未来贸易风险而进行的“抢单”行为，目前随着中美双方关税政策的落地，之前贸易及相关生产活动为经济提供的短暂支撑已经消失，这一点在8月和9月经济数据的全线下滑中已有所反映。不过，值得欣喜的是，9月建筑业生产活动加快，建筑业新订单指数为55.7%，较上月上升6.1个百分点，除了传统的9月建筑业生产旺季因素以外，重启基建稳定投资也是建筑业活跃的重要原因。在国内需求不旺，且海外贸易摩擦加剧的背景下，基建投资在未来对于稳定经济的作用将得以凸显，在内需不旺、外需萎缩已成定局的情况下，未来需关注基建补短板政策力度。

**4. 工业增加值分析与预测。9月工业增加值同比回落，分三大门类看，采矿业，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速延续上月回升势头，制造业增加值增速继续回落。9月工业增加值同比增长5.8%，创下年内最低值，并首次跌落至6%以下。新低的工业增加值，与9月不佳的PMI数据相互映衬，反映了目前国内工业生产的疲弱状态。9月采矿业增加值同比增长2.2%，增速较8月增快0.2个百分点，实现连续两个月的正向增长。制造业增速继续回落，幅度较上月回落0.4个百分点。电力、热力、**

燃气及水生产和供应业增长 11.0%，增速加快 1.1 个百分点。

分经济类型看，国有企业与外资企业下滑趋势延续。9 月，国有控股企业增加值同比增长 5.6%，集体企业增长 2.0%，股份制企业增长 6.3%，外商及港澳台投资企业增长 3.2%。与上月相同，国有企业继续从去年的高位增速趋势性下滑，而贸易摩擦的加剧，则对外资企业生产造成持续影响。

分行业看，9 月份 41 个大类行业中有 38 个行业增加值保持同比增长，其中中上游行业以及高新行业增长较为明显。9 月，环保限产的相关政策有所放松，冬季供暖期限产政策力度相对去年有所放宽，因此有色金属冶炼和压延工业、黑色金属冶炼和压延工业增速显著提高，同比分别增长 9.8% 和 10.1%。相应的，上游高耗能工业增加带动了能源供应的快速增长，9 月份，电力、热力生产和供应业同比增长 11%。此外，计算机、通信和其他电子设备制造业延续高速增长势头，9 月同比增长 12.6%。而从产量来看，受环保限产放松和重启基建的影响，生铁、粗钢、钢材分别增长 4.4%、7.5% 和 9.8%。上游基础工业原材料的生产，也带动了发电量的大幅增加，9 月发电量上升 4.6%。除电力外，天然气和原油加工量上涨也较为明显，二者产量 9 月同比分别上升 8.5% 和 4.9%。另一方面，部分制造业企业扩大生产需求以及终端消费者的消费需求均不足，例如从数据上来看，金属切削机床同比增长 0%，工业机器人同比下降 16.4%，终端消费品中汽车和移动通信手持机产量同比均下降 10.6%。

分地区看，东部、中部地区在上月大幅增加后，工业增加值同比数据有较明显回落，西部和东北地区则小幅上升。9月，东部地区工业增加值同比增长4.8%，较上月回落0.7个百分点；中部地区增加值同比增长7%，较上月回落0.6个百分点；西部地区同比增长7.2%，继续保持增长态势，但增速相较上月已有所放缓；东北地区同比增长4.7%，较上月回升0.4个百分点。

工业增加值数据增长的源动力来自于居民消费需求和企业的生产需求。然而目前，这两端的需求都相对低迷。从消费需求来看，社会消费品零售总额数据虽然目前仍能企稳，但却已经处于低位，尤其是汽车类消费零售总额同比增速为-7.1%。受制于当前低迷的金融市场，居民投资回报惨淡，这也难以形成财富效应从而拉动消费需求。从企业扩产需求来看，PMI和固定资产投资数据也继续在低位徘徊，反映出企业投资扩产需求的疲软；由于银行及信用市场风险偏好收缩，企业融资形势较为严峻。加之终端消费情况低迷，也在一定程度上限制了企业的扩产意愿。目前中国经济内部结构性矛盾并未有效改善，外部国际形势也相对不利，因此我国经济发展处于重要的战略调整期。当前而言对中国经济增长模式的升级和未来增长潜力的开发，都是一个关键的节点。政策方面，稳增长的思路仍然存在。放松环保限产政策，尤其是搭配大力开展基建的财政政策，虽然有助于在水泥、钢铁、机械等高耗能高污染行业可扩大产能，但长期来看，这种刺激方式无异于饮鸩止渴，也与我国目前产业结构升级的转型尝试相背

离。如果不能通过减税、降费等方式刺激社会需求，仅仅靠重走基建和高耗生产的老路，在外需形式较为严峻的当下，无法从根本上解决问题，工业生产也难有明显起色。

**5. 月度固定资产投资评述。制造业投资对固定资产投资增长的拉动作用持续显现，基建投资降幅收窄。**1-9月，全国固定资产投资同比增长5.4%，较上月小幅回升0.1个百分点，但仍处于低位，且三季度连续位于5%左右的增长区间，呈现阶梯式下滑趋势。分产业看，第一产业投资同比增长11.7%，增速比1-8月份下降2.5个百分点；第二产业投资同比增长5.2%，增速较1-8月提高0.9个百分点，涨幅加快；第三产业投资同比增长5.3%，增速回落0.2个百分点，回落幅度收窄。第二产业中，部分受环保限产政策放松影响，采矿业投资同比增长6.2%，增速较1-8月提高0.3个百分点；制造业投资增长8.7%，增速大幅提高1.2个百分点，是拉动第二产业投资增长的主要动力。从细分行业看，有色金属冶炼和压延加工业，医药制造业，专用设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等行业的同比增速有较明显提高，同比分别增长6.6%、1.5%、13.9%、9.6%、18.3%，较1-8月提高5.4、1.6、1.8、1.7、1.7个百分点，高新技术制造业投资增长、制造业结构升级的趋势仍在持续。此外，去年同期制造业固定资产投资同比的低基数，也是制造业投资同比保持较快增长的因素之一。

1-9月，基础设施投资同比增长3.3%，增速较1-8月回落0.9

个百分点，基建投资继续探底，但降幅有较明显收窄。基建投资的持续低迷与社会融资规模中表外融资的收缩密切相关。不过近期财政政策释放积极信号，有望给基建投资带来一定的提振作用。

**内资投资增长持续乏力，外商投资增速继续提高。**1-9月，内资企业投资同比增长5.8%，增速与1-8月持平；港澳台商投资下降6%，降幅收窄0.8个百分点；外商投资增长4.7%，增速比1-8月份继续提高1.1个百分点。需求低迷的环境下，内资企业投资增长的乏力与同期企业中长期贷款走弱的数据互相印证。而外商企业直接投资的力度加大则和国际贸易环境不确定性的增加有关。

分地区看，东部地区投资同比增长5.8%，增速比1-8月提高0.1个百分点；中部地区投资增长9.6%，增速提高0.4个百分点；西部地区投资增长2.3%，增速提高0.1个百分点；东北地区投资增长1.7%，增速与1-8月持平。

**房地产开发投资小幅回落，销售情况下滑明显。**1-9月，全国房地产开发投资同比增长9.9%，增速较1-8月下降0.2个百分点，高于去年同期1.9个百分点，仍保持在较高水平。其中，房屋新开工面积增长16.4%，增速提高0.5个百分点；房屋竣工面积下降11.4%，降幅收窄0.2个百分点。企业土地购置面积同比增长15.7%，较1-8月提高0.1个百分点，增速较前期大幅放缓。土地成交价款增长22.7%，增速回落1个百分点。从房地产开发投资和土地成交相关数据可以发现，尽管当前房地产增速仍保持

高位增长，企业拿地、开发的意愿已边际减弱。

与房地产开发的高涨相比，商品房销售已明显走弱。1-9月，商品房销售面积同比增长2.9%，增速较1-8月大幅回落1.1个百分点；商品房销售额同比增长13.3%，增速回落1.2个百分点，商品房销售出现“价量齐跌”的局面。1-9月，房地产开发企业到位资金同比增长7.8%，增速较1-8月份提高0.9个百分点。其中，受房地产政策收紧和需求走弱下居民中长期贷款减少影响，国内贷款、利用外资、个人按揭贷款同比继续下降，到位资金仍主要来自自筹资金以及定金及预收款增长。9月国房景气指数为101.99，比8月提高0.01点，增速同样显著趋缓。

1-9月，固定资产投资累计同比较上月小幅回升0.1个百分点，但仍在低位徘徊，且三季度维持在5%左右的区间波动，出现逐季下滑的趋势。在基建投资没有显著反弹的环境下，第二产业投资的持续增长，仍旧是固定资产投资增长的主要动力，其中高新技术和装备制造业的增长贡献明显。长期中，在内外部环境恶化的形势下，加大对高新技术产业的投资力度是产业升级和寻求经济新增长动能的需要，但考虑到基建投资的体量，短期内固定资产投资能否出现好转，也将取决于积极财政政策的实际力度、信用渠道的畅通和对非标融资监管的力度。当前基建投资下降的幅度已开始收窄，未来几个月，一部分有助于“调结构、补短板”的新基础设施建设项目将陆续开工，或将有助于基建投资的增长。

1-9月房地产开发投资同比增速较前期小幅下滑。尽管施工

面积、开工面积等同比增速仍有所加快，但笔者认为这一趋势不可持续，随着需求端逐步饱和，房地产投资逐渐降温是必然趋势。7月以来，房地产调控政策继续收紧，70个大中城市住宅销售价格月度报告，以及各级别城市房地产销量数据均显示近期房地产销售呈现“价（增速）量齐跌”，部分城市甚至出现价格绝对值的下跌。9月金融数据同时显示，居民部门中长期贷款显著减少，杠杆性消费对居民购买力的透支，以及棚改货币化在三四线城市逐步放缓，需求的走弱对房地产销售的负面影响已经显现，并将逐步传导至房地产开发与投资端，叠加趋严的政策调控，房地产开发投资的高位增长拐点已经出现。

**6. 社会消费总额分析与预测。**9月消费同比增速小幅回升，但远低于去年同期，且季调后的环比继续下降。9月社会消费品零售总额同比增长9.2%，增速比8月小幅回升0.2个百分点，但仍低于去年同期1.1个百分点，且已连续四个月在9%左右的低位徘徊。其中，城镇消费品零售额同比增长9.0%，较8月回升0.2个百分点；乡村消费品零售额同比增长10.5%，较上月回升0.3个百分点。本月消费同比增速继续回升，但结合本月居民信贷数据可以发现，新增居民短期贷款同比、环比增加明显，但中长期贷款显著减少，居民投资性消费需求在信贷透支压力下趋于疲软。结合居民收入和经济增长数据，我们认为在各项经济数据低迷、经济复苏和收入增长乏力的环境下，当前消费数据的回暖并不可持续。



从消费类型看，大部分商品零售额同比增速有较为明显的回升，但金银珠宝类、汽车类消费品零售额同比增速显著下滑。其中汽车消费同比下滑幅度非常明显。相较之下，延续上个月的走势，9月粮油、食品类，饮料类、烟酒类、日用品类等生活必需品零售额同比增速回升明显，分别增长13.6%、10.4%、9.8%、17.4%，较上月分别提高3.5、2.3、2.8、1.6个百分点。生活必需品消费大幅上涨的动力可能来源于价格层面的变化而非需求端的变化：9月食品价格上涨2.4%，食品CPI为3.6%，消费品CPI为2.7%。

1-9月，全国网上零售额6.28万亿元，同比增长27.0%，增速较1-8月回落1.2个百分点。其中，实物商品网上零售额增长27.7%，较1-8月小幅回落0.9个百分点，占社会消费品零售总额的比重为17.5%。在消费增速趋势性下滑的同时，实物商品网上零售额占比仍旧保持趋势性上升，表明需求疲软下网上消费越来越多地成为居民消费的选择。

9月份，社会消费品零售总额同比增速继续回升，但增速低于1-9月平均水平，依然处于低位。考虑到居民短期信贷数据的明显增加，可发现近期的消费数据回升的主要动力并非可持续。由于当前信贷对居民消费的刺激作用已十分微弱，再加之经济低迷下收入增长缓慢，消费持续低迷是大概率事件。9月消费结构性和8月基本一致，生活必需品消费上升明显，汽车等耐用品消费持续下滑，消费降级将成为可能。

即使当前货币政策有稳健偏宽松迹象，但我们认为这对消费拉动作用将有限。在经济增长、居民收入放缓的大背景下，有效需求不足是核心问题，信贷的刺激不能解决根本性问题。因此，在经济出现实质性向好之前，未来消费将持续在当前低位徘徊，甚至存在进一步下滑的可能。

**7. 进出口数据分析与预测。9月进出口数据大幅高于预期，出口增长表现亮眼。**数据上看，以人民币计，9月进出口总额同比增长17.2%，增速较上月提高4.5个百分点；出口总值同比增长17.0%，增速较上月提高9.1%；进口总值同比增长17.4%个百分点，增速略降1.3%个百分点。出口的大幅增长和进口的略降，使得9月贸易顺差亦有所可扩大，以人民币计贸易顺差扩大至2142.3亿。由于人民币兑美元持续贬值，以美元计贸易数据同比增长速度略低于人民币计数据，但14.4%的进出口同比增长也比较可观。

9月，中美贸易战再次升级。9月18日，特朗普政府宣布24日起对中国方面价值2000亿美元的产品加征10%的关税。从9月超预期的进出口贸易数据来看，新一轮的贸易摩擦升级，再次引发了外贸抢运。但由于本次从宣布到正式实施间隔时间较短，且7月时抢单性贸易需求已有所释放，因此本月外贸抢运的边际影响弱于7月，且对新增制造订单影响不大，PMI出口新订单指数仍持续下降。此外，人民币的持续贬值也是支撑出口数据的重要因素，自6月起，人民币兑美元汇率跌幅超过6%，一定程度

上冲销了贸易摩擦关税上升对出口价格的不利影响。而贸易顺差的持续过大，一方面得益于人民币贬值，另一方面也反映了国内需求的不足。

从出口目的地来看，除美国小幅增加外，其他主要出口目的国家或组织均出现较大幅度增长。9月，我国对除美国外的主要贸易国出口均有较明显增加，其中对日本、欧洲、香港的出口增速分别高达10.6、9.0和9.4个百分点。从商品结构情况来看，高新技术和机电产品出口增长强劲。以美元计，高新技术产品、机电同比增速分别为15.9%和14.9%，而农产品和劳动密集型产品增速分别为8.1%和8.8%，反映了我国出口产品结构的持续优化。综合出口目的地和出口产品结构来看，9月份出口的增长不仅仅得益于新一轮关税所引发的抢运活动，地区和产品结构的出口替代也是出口数亮眼的重要原因。

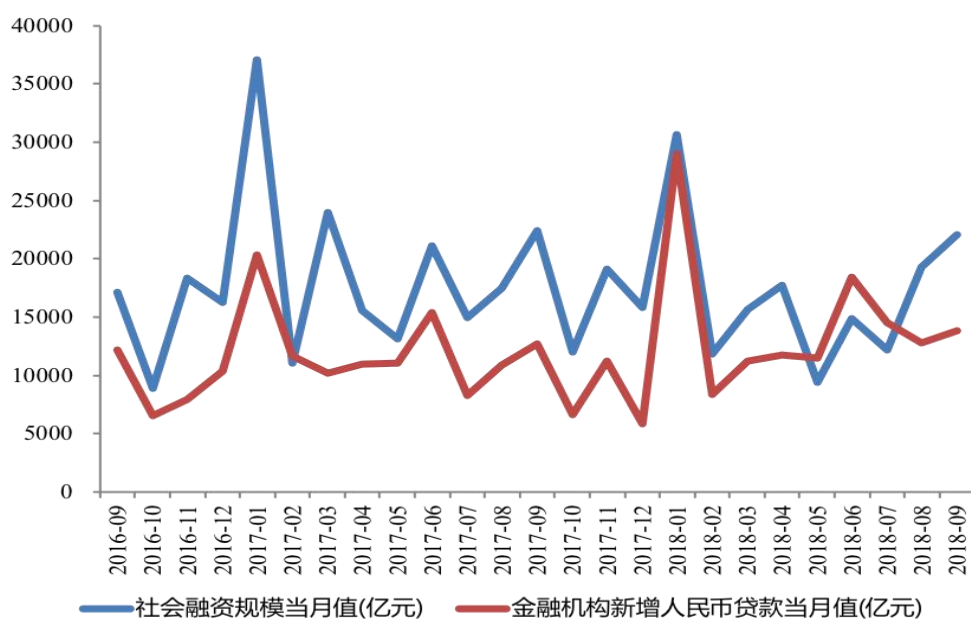
9月，进出口数据远超预期，得益于加收关税引发的抢运以及外汇贬值等因素，本月出口数据表现尤为亮眼。但是，笔者认为，超预期增长势头难以持续。首先，9月PMI的新出口订单指数与出口数据有明显背离，反映了本月“抢出口”更多为成品抢运，而非新增订单的抢工制造。而且，不同行业的制造周期存在差别，从PMI景气度传导至贸易数据的时滞不尽相同，前期制造业新出口订单持续下滑对出口贸易的负面影响也尚未完全释放。其次，人民币兑美元汇率已接近7关口，结合目前国内金融市场的动荡情况，市场普遍预期，政策调控的目标区间为6.9-7.0，

年内破 7 可能性较小。因此，依靠人民币贬值推动出口的空间有限。其次，本月贸易数据亮眼主要得益于出口的带动，而进口数据则乏善可陈，这反映了国内需求的疲弱。国内经济下滑是需求弱的主要原因，而汇率贬值也一定程度上降低了国内购买力水平。正如笔者在之前报告中反复提及的，中国经济目前处于较为艰难的调整期，内有结构矛盾，外有美国打压，在 3-5 年内的主要任务在于重塑发展结构，而非追求快速发展。中短期来看，国内需求疲软的情况仍将持续，进口情况明显改善的可能性较低。此外，需要警惕的是，虽然我国目前正积极推动国别上的出口替代，但目前除美国经济一枝独秀外，其他主要国家经济基本面并不强势，欧元区 PMI 连续两月下滑，日本 PMI 位于年内最低，基本面未来均存在较大不确定性。结合诸多方面考虑，笔者仍对贸易走势保持悲观预期。

## **二、中国金融数据点评**

### **（一）中国金融数据评析**

2018 年 9 月新增社会融资规模 2.21 万亿元，预期 1.55 万亿元，前值 1.52 万亿元；金融机构新增人民币贷款 1.38 万亿元，同比多增 1100 亿元，预期 1.27 万亿元，前值 1.28 万亿元。9 月 M2 货币供应同比增长 8.3%，预期 8.3%，前值 8.2%；M1 货币供应量同比增长 4.0%，较前值回落 0.1 个百分点。



调整统计口径后的新增社融规模同比仍下降，表外融资持续收缩。9月份新增社会融资规模2.21万亿元，环比多增2768亿元，高于预期的1.55万亿元。这主要是央行在9月重新调整了社融统计口径，将地方政府专项债券纳入社会融资规模统计的缘故。新口径下的新增社融规模同比仍少增397亿元，统计口径的调整难掩社会融资规模的持续低迷。根据央行公布的2017年以来各月可比口径的社会融资规模增量数据，可以推算9月份因为加入地方政府专项债导致的社融新增量为7389亿元，由此可以推算旧口径下9月份社融新增在1.47亿左右，和市场的预测值1.5万亿基本一致，略低于预期。旧口径下社融新增不及预期主要是由于表内信贷扩张速度不理想、表外融资持续收缩，以及9月份债券融资减少导致的。

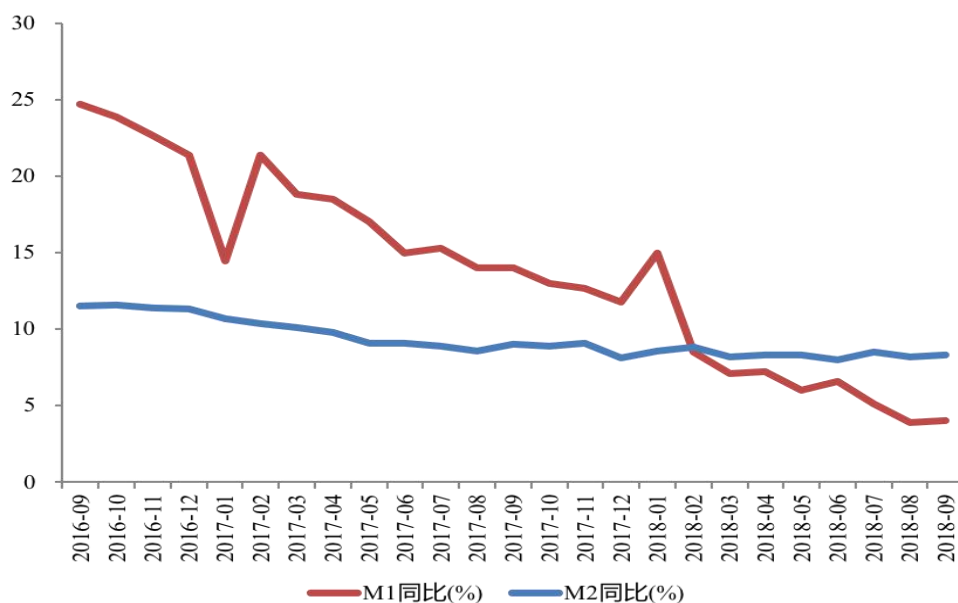
分析社融数据细项，其中表内信贷新增1.38万亿，较上月增长1000亿元，同比增加8.66%，而表外融资减少2891亿元，

减少幅度占新增社融规模高达 13%。占表外融资“大头”的委托贷款和信托贷款大幅下滑，合计减少 2343 亿元，收缩幅度在连续两个月收窄后转为扩大。其中，委托贷款减少 1435 亿元，信托贷款减少 908 亿元，分别较上月多减少 228 亿元和 220 亿元。未贴现银行承兑汇票融资减少 548 亿元，降幅有所收窄。

尽管 7 月资管新规补充通知之后，监管层和操作层面边际放松了对于非标资产的约束，但严监管的整体基调叠加企业融资需求疲软，反映出渠道改善并不能抵消经济结构矛盾对融资的抑制。分析数据，直接融资方面，主要受地方债放量发行对企业债的挤出、企业债券信用违约案例增加的影响，9 月企业债券融资增加 141.9 亿元，环比大幅减少 3234 亿元。非金融企业境内股票融资 271.57 亿元，环比回升 130.96 亿元。虽然 9 月份股权融资数额回升，但是考虑到由于 A 股市场持续低迷且成交萎缩，新股发行发行量预计未来难有较大起色。

9 月新增人民币贷款基本持平，但贷款结构显示企业和居民投资需求均疲软。9 月新增人民币贷款 1.38 万亿元，同比多增 1100 亿元，环比多增 1000 亿元，高于预期 1000 亿元。企业部门新增贷款 6772 亿元，同比多增 2137 亿元，但主要集中于短期贷款，中长期投资性贷款仍疲软。9 月企业短期贷款由上月的减少 1748 亿元转为增加 1098 亿元，同比多增 1619 亿元；新增企业中长期贷款 3800 亿元，同比大幅少增 1229 亿元。企业短期经营性贷款的增长和中长期投资性贷款的低迷，表明企业投资性需

求依然疲软。9月居民户新增贷款7544亿元，环比和同比均小幅增长。其中，新增短期贷款3134亿元，同比多增597亿元，且环比连续三个月增长；相比之下，新增中长期贷款4309亿元，同比少增477亿元，连续三个月下降。受居民房地产投资需求和房地产销售走弱的影响，居民户中长期贷款增速持续放缓并向短期消费型贷款转移，房地产价格支撑难以持续，未来市场风险加剧。



**M2 增速低位徘徊。**9月，M2余额同比增长8.3%，高于上月0.1个百分点。M1余额同比增长4.0%，较上月增速降低0.1个百分点，低于去年同期10个百分点，仍处于低位。M1增速低位徘徊，反应企业现金流可能比较紧张，信用扩展艰难。M2增速处于低位，反映了目前存款派生依然乏力。具体来看，9月人民币存款余额176.13万亿元，同比增长8.5%，增速比上月高0.2个百分点，但低于去年同期0.8个百分点，其中居民存款环比大增，但企业存款环比下降，企业资金面情况仍不容乐观。

## （二）中国货币及金融政策走势预判

9 月份社融超预期，主要是央行在 9 月份重新调整了社融统计口径，地方政府专项债券被纳入纳入社会融资规模统计的缘故，剔除地方政府专项债券后的社会融资数据很不理想。央行连续降准、稳息后，金融数据依然疲弱，全社会债务压顶、各方面需求乏力、表外融资羸弱这三方面因素造成金融数据疲软，未来经济下行压力或将持续增大。

尽管非标监管边际趋弱，但表外融资降幅仍显著扩大，信用违约增加背景下企业债券发行规模的下滑也值得重视。同时，在间接融资渠道中，新增人民币贷款数据并没有根本性改善，短期企业贷款的猛增和中长期企业贷款的低迷形成鲜明对比，一方面表明企业长期投资性需求依旧疲软，另一方面也反映目前银行体系的风险偏好依然相对较低，融出资金意愿依然较弱，从宽货币到宽信用的传导不畅。从货币供应量来看，M1 跌至低位，M2-M1 剪刀差负向继续扩大，反映了企业投资需求的低迷。

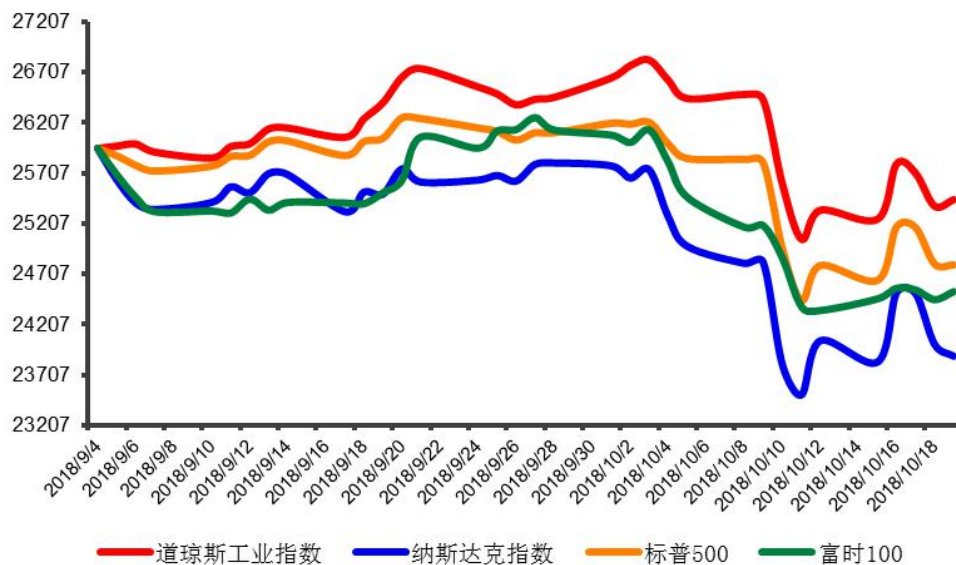
综上所述，当前金融体系问题与实体经济问题形成“闭环共振”。一方面，宽货币因风险因素制约无法形成宽信用，没有宽信用又制约企业形成新的现金流；另一方面，高债务迫使企业牺牲未来现金流而追求当下流动性，进一步推高企业经营风险，压缩自身宽信用空间。因此，当前的货币政策无法解决信用传导问题，只有减税、降费、降低企业决策成本等才能缓解当下企业现金流危机，为宽信用打下基础。



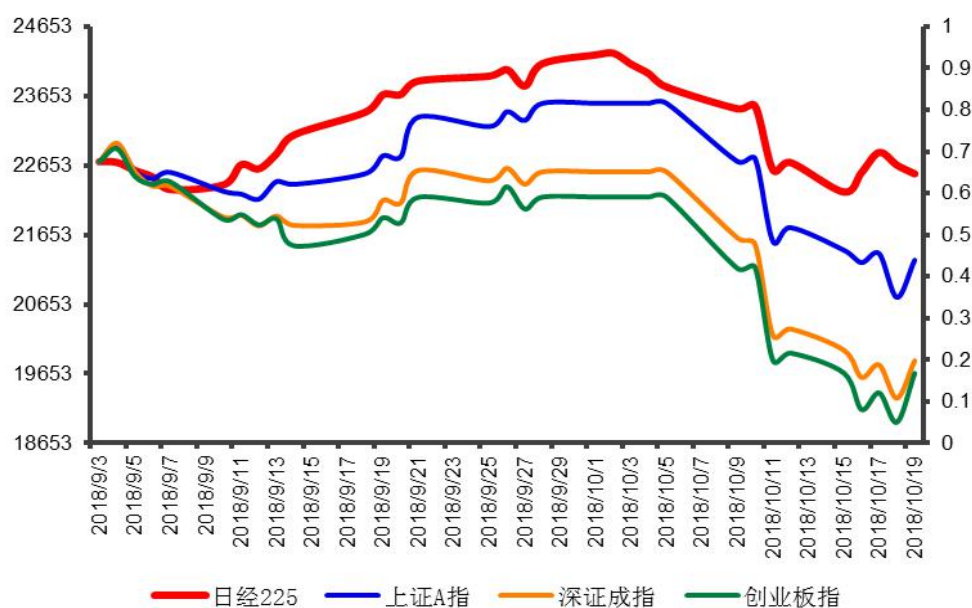
### 三、全球金融市场走势预判

#### (一) 全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。9月至10月中旬，欧美股市走势基本趋同，在缓慢上行后遭遇断崖式下跌。其中，整个9月美国三大股指和富时100保持震荡缓慢上行的走势，道琼斯工业指数在10月3日一度上探到26951.81点，标普500指数在9月21日创下2940.91点的历史高位，富时100也一度回到7500点。自10月初开始，美国三大股指和富时100均出现明显回调，美股更在10月10日遭遇暴跌，道琼斯工业指数跌幅超过800点，创下2月以来的最大单日跌幅；纳斯达克指数单日跌幅超过4%；富时100指数则自10月初即开始连续快速下行。截至10月19日，道琼斯工业指数报收于25444.34点，较月初下跌4.53%；标普500指数报收于2767.78点，较月初下跌5.36%；纳斯达克指数报收于7449.03点，较月初下跌7.32%；富时100指数报收于7049.8点，较月初下跌5.95%。



**2. 亚洲股市评述。**9月至10月中旬，亚洲股市与欧美股市保持同步，都呈现先震荡上行后大跌的走势，在10月10日左右，随着美股的暴跌，亚洲主要股市也经历了断崖式下跌，上证A指于10月18日一度失守2500点，创2014年11月以来的新低。日经225指数在10月2日攀上历史高位24448.07点之后一路下挫。截止10月19日，日经225指数报收于22532.08点，环比跌幅达-7.84%；上证A指报收于2550.4点，深证成指报收于7259.78点，创业板指报收于1241.25点，跌幅更为明显，三大股较10月初分别下跌9.6%、12.06%和11.44%。



**3. 全球未来股市走势分析。**在10月，包括美国三大股指在内，全球股市主要指数均表现低迷，整体呈现震荡下行态势。其原因很大程度上是美联储的加息，美国国债收益率的大幅攀升引发市场预期反转。近期美联储货币政策收紧超过市场预期，美国的资本成本逐步攀升，对股市造成一定冲击，尤其是在美股的牛

市已经持续了很长时间的条件下。事实上，笔者已在前期报告中一再强调应警惕美股的“过度”繁荣：前期美股持续上涨的动力来自企业高于预期的业绩表现，尤其是科技板块企业。但与此同时，市场“恐高”情绪已蔓延多日，多家分析师认为科技公司拉动股市上涨的动能已见顶，美联储加息引发市场预期动荡便是股市下行的导火索。笔者认为美股本次的回调可能会持续一段时间，但是持续暴跌的可能性目前来看很低。一方面，美国税改降低了企业所得税，短期内提高了美国本土产品在国内以及国际市场的竞争力，有利于增厚企业利润，短期内刺激企业的投资。此外，美国税改也可以有力促进居民可支配收入的增加。因此，在税改的推动下，美国短期内经济的强劲会对股市产生有力支撑。另一方面，今年美国税改可能会给美国带来“1万至1.2万亿”美元回流，但是，美国的实体经济显然无法承接如此规模的回流资金，因此回流资金很大一部分将进入美国金融市场。大量的回流美元以及减税后的利润留存充斥金融市场本身也是对美股的一种支撑。当然，特朗普政府强行改变贸易规则，几乎对所有贸易伙伴开战，以贸易壁垒的方式强行改变市场运行，这从中长期来看，会对美国本土企业产生冲击，经济基本面的中长期预期有可能逐渐转差，因此美股在未来的一段时间内大概率会呈现震荡或者阴跌的走势。

中国股市方面，受市场情绪缓和等因素影响，9月中国股市一度反弹，但是在10月，在海外股市下跌的影响下，A股下跌

明显。10月11日，上证综指下跌142.38点，跌幅5.22%，收于2583.46点，创近4年新低；深证成指下跌6.07%，收于7524.09点；创业板指下跌6.30%，收于1261.88点。沪深两市近3500只个股中，1056只个股将近跌停（跌幅超过9.90%），千股跌停再现。因为近期股市下跌，股权质押风险成为当前的热点话题。根据数据统计，目前A股市场质押股数6361.86亿股，占总股本的9.93%，市场质押市值约为4.91万亿元。沪深两市超过500只股票股价低于相关股东质押的平仓线。就目前情况来看，监管部门也在着手解决该问题，比如证监会主席刘士余表示鼓励地方政府帮助有发展前景但暂时陷入经营困难的上市公司纾解股票质押困境。但是，A股疲软背后的根本原因还是经济增长乏力、内需疲软和严峻的外贸环境等多重利空因素。央行刚刚公布的9月信贷数据显示社融改口径多吸纳7000多亿元依然同比少增，M2同比微幅反弹。央行连续降准、稳息后，金融数据依然非常疲弱。在全社会债务压顶、各方面需求乏力、社会融资疲软的情况下，未来经济下行压力或将持续增大。因此，当前虽然政府部门采取了一系列措施，对市场喊话，但是在海外市场不景气、贸易战持续的背景下，短期市场情绪难以有很大缓和。就中长期的基本面来看，中国股市也尚未出现持续复苏的动力。

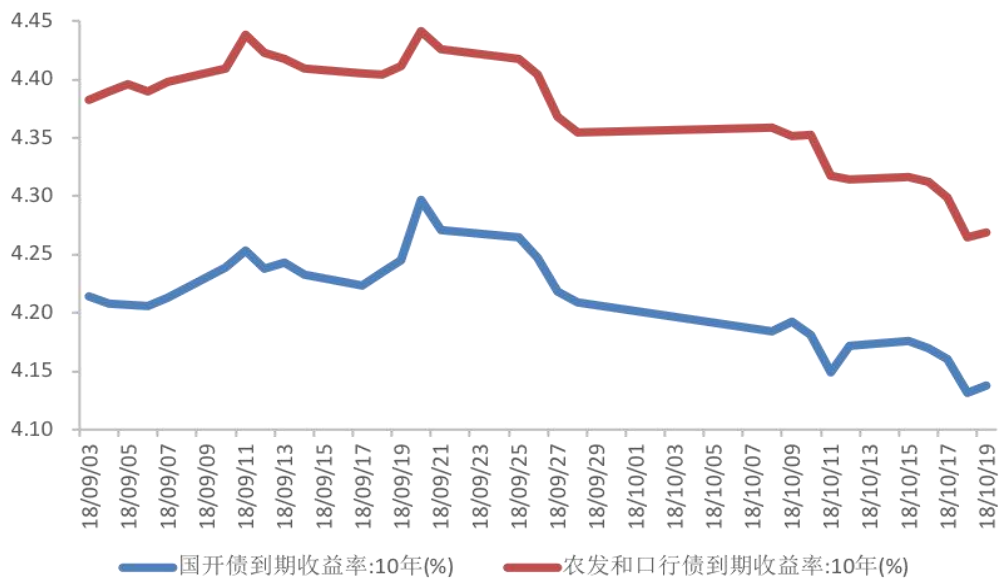
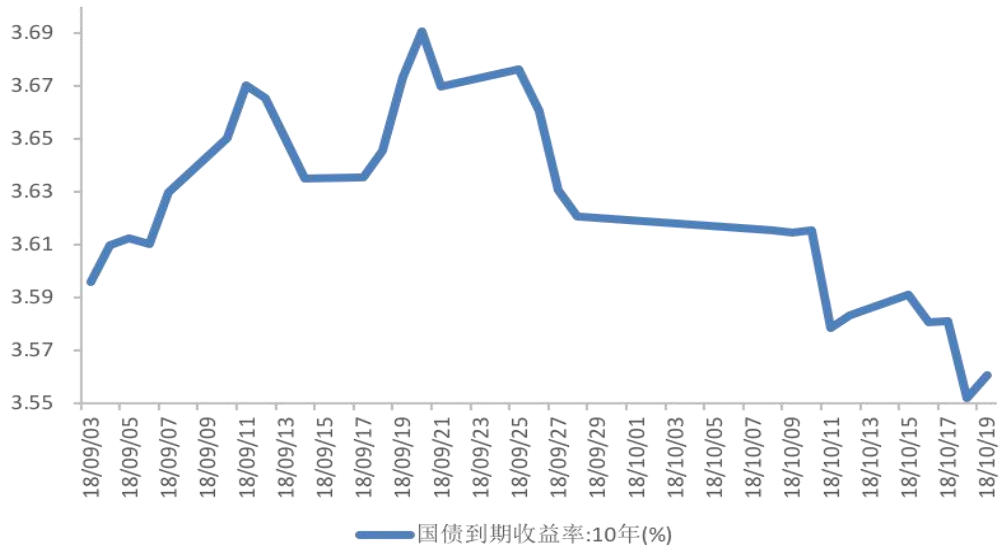
## （二）全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。9月初至10月中旬，美国10年期国债收益率整体呈现震荡上行走势。整个9月，10年期美国国债

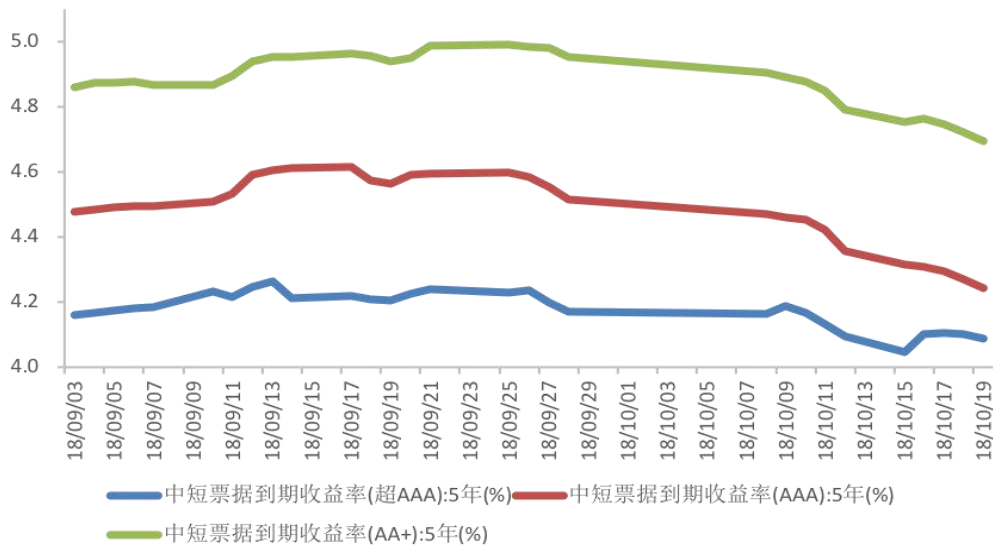
收益率从 2.82% 的低位一路上行至 10 月初 3.23% 的高位，随后因股市大跌避险情绪蔓延，收益率小幅回调。10 月中旬起，10 年期国债到期收益率继续转为上行，截至 10 月 19 日，报收于 3.20%。



**2. 中国债券市场分析。**9 月至 10 月中旬，中国债券市场整体呈现先抑后扬态势，利率债到期收益率先后经历了两次上行和回调，并自 9 月下旬开始持续下行，经历了较长的牛市行情。截止 10 月 19 日，10 年期国债利率下行至 3.56%，较前期仍位于相对较高水平；10 年期国开债、农发和口行债到期收益率在 9 月整体震荡波动，自 9 月底开始持续下行。截至 10 月 19 日，10 年期国开债、农发和口行债到期收益率分别下行至 4.14% 和 4.27%。



在信用债方面，9月初至10月中旬，信用债整体与利率债保持了较为一致的趋势，波动幅度相对温和，利差扩大。9月上中旬，中短票据到期收益率温和上行，随后持续下行至10月中旬，但利差扩大。截至10月19日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别下行至4.09%、4.24%和4.69%。



**3. 中国债券市场预判。**前期债券收益率的波动主要与市场资金面和央行货币政策操作有关；自9月中下旬开始，更多受货币政策取向变化和宏观经济数据反映的经济基本面影响。9月上旬，通胀预期和美联储加息预期增强，以及央行继续暂停逆回购、MLF续作规模弱于预期等因素使资金面收紧，增加了货币政策转向预期；加上政府债券发行加快，供需两端到期收益率上扬。随后，央行投放增加和疲软的宏观经济数据，带动收益率下行，债市短暂回调。自9月下旬开始，10年期国债到期收益率持续下行，10月初央行降准等较为宽松的货币政策操作、经济发布不及预期、全球股市暴跌带来避险情绪蔓延等因素，均给债市带来利好。至10月中旬，10年期国债收益率下跌幅度高达3.5%，国开债以及农发和口行债收益率的走势趋于一致。考虑到金融市场数据，尤其是社融和信贷数据依旧疲软，三季度经济数据显示经济基本面难见向好，货币政策收紧概率较小，利率债在中长期仍多重利好；但积极财政政策信号可能带来政府债放量发行，在

供需两方面因素影响下，未来短期内利率债收益率或将在当前低位稳定运行。

从信用债来看，受资金面状况和股市引发的市场避险情绪变化等因素影响，信用债整体表现出与利率债相一致的走势：9月前期，以国有企业为主体的去杠杆再次深化，前期央行加量投放MLF等“宽货币”操作在本月趋缓，给信用债带来压力，利率上行，利差扩大；后期随着资金面趋于宽松，以及股市动荡引发避险情绪，信用债市场相应走高。近期，多部委官员公开讲话表达对民营企业、中小企业融资与经营问题的重视，有望给信用债带来利好。但另一方面，考虑到目前货币政策的信用传导渠道受阻、四季度大量信用债面临到期或回售，增加了信用债违约风险，短期内信用债仍面临较高不确定性，利差扩大趋势或将持续，目前仍以配置低风险资产为佳。



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。