



太和智库
Taihe Institute

太和财经

太和智库
2019年2月 刊



关注时代需要
FOCUS ON CONTEMPORARY NEEDS

地址：北京市朝阳区东三环南路甲52号 顺迈金钻大厦23层
电话：010-84351977 网址：<http://www.taiheinstitute.org/>

目 录

报告主要观点.....	1
一、中国经济运行评析.....	3
(一) 宏观经济数据评述.....	3
1. 月度价格走势评述.....	3
2. 月度制造业 PMI 评述.....	3
3. 月度进出口评述.....	4
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	5
1. 价格走势分析与预测.....	5
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	7
3. 进出口数据分析与预测.....	9
二、中国金融数据点评.....	12
(一) 中国金融数据评析.....	12
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	18
三、全球金融市场走势预判.....	18
(一) 大宗商品市场评析.....	18
1. 黄金价格分析.....	18
2. 黄金价格预测.....	19
3. 原油价格分析.....	21
4. 原油价格预测.....	22
(二) 全球股票市场评析.....	22

1. 欧美股市评述.....	22
2. 亚洲股市评述.....	23
3. 全球未来股市走势分析.....	24
(三) 全球债券市场评析.....	25
1. 美国国债市场评述.....	25
2. 中国债券市场分析.....	26
3. 中国债券市场预判.....	29

报告主要观点

本月中国经济、金融数据情况如下：CPI 同比上涨 1.7%，连续 3 个月下滑且创下近一年来新低。CPI 的下行主要是因为食品价格回落造成，而受疫情影响出现的猪肉价格下行则成为压低食品项目的主要因素。PPI 同比上涨 0.1%，较上月回落 0.8 个百分点，连续 7 个月下滑并创下近年内新低。原油价格低迷所导致的原材料工业价格持续走低使得 PPI 同比涨幅持续回落。制造业 PMI 为 49.5%，终止 4 个月下行趋势，较上月略微回升 0.1 个百分点，但仍处在荣枯线下，短期走势难言乐观。进出口同比增速由负转正，且高于预期，其中出口的表现好于进口。出口方面，外部市场的逐渐回暖以及春节期间的抢出口现象推高了 1 月出口数据；进口方面，能源类商品进口同比增幅显著。金融数据方面，M1-M2 剪刀差负向扩大，蕴含了一定经济不景气的成分；社融数据大幅超预期，融资结构有所改善；短期贷款增长势头仍然强劲，票据融资带动力明显。

本月笔者对中国经济、金融数据展望如下：价格方面，短期内通胀风险维持在较低水平，CPI 仍大概率在“1”区间内运行。由于国内需求低迷，中下游行业对上游生产价格起不到支撑作用，未来 PPI 大概率不改继续回落的趋势。PMI 未来分化将持续，随着大型企业不断挤占中小企业的订单，PMI 仍有回落可能。在全球经济放缓的背景下，外需不稳定会拉低未来出口，加之人民币

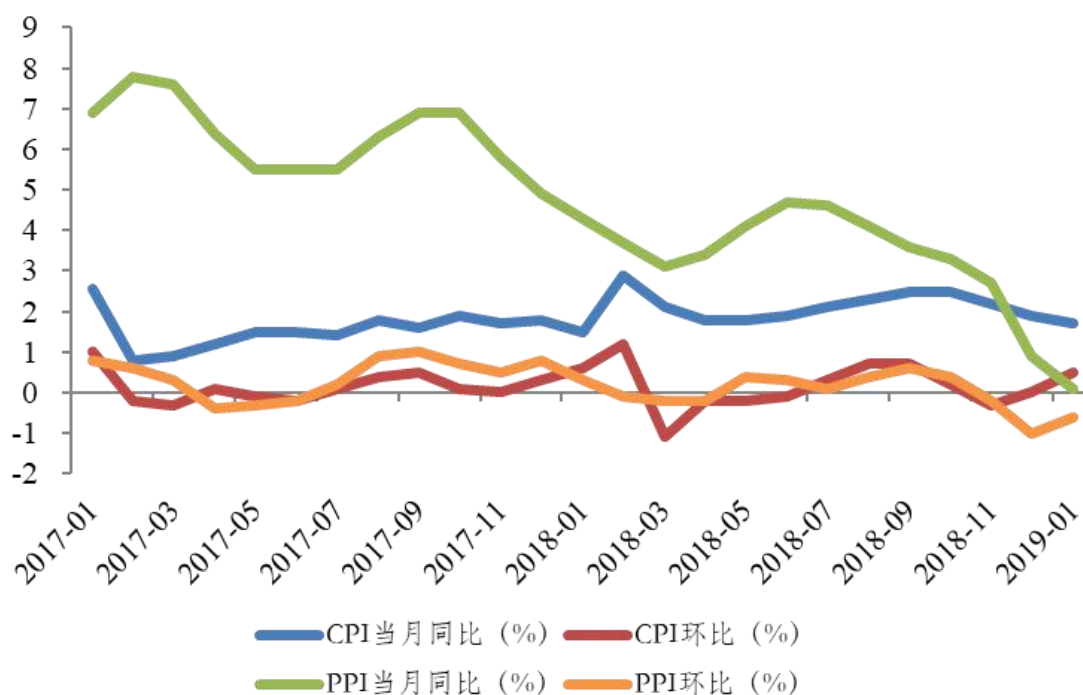
走强的预期，未来进出口贸易将会下探。1月金融数据增长迅猛存在季节性、偶发性因素，未来社融数据有可能发生一定的回调，从“宽货币”到“宽信用”是否初现转机，需综合2月份数据进一步观察。

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：黄金市场方面，短期内地缘政治风险的加剧、美联储货币政策态度转鸽以及全球经济增长的放缓都将有利于黄金价格上涨。原油市场方面，地缘政治的风险以及主要产油国减产给油价上涨提供了动力，但是中长期来看，原油将供过于求，未来油价短期有上涨空间，但并没有持续上涨的基础。全球股市方面，尽管政策的驱动和信心的修复会支撑一段时间的反弹，但由于整体基本面不容乐观，因此当前并没有牛市的基础。中国债市方面，对于目前股债独立的行情，从长期来看有效，但宽松资金面驱动下的市场，很有可能出现短期日线级别的股债齐涨齐跌的行情。由于目前国内经济较为低迷，股债联动尚无基本面因素支撑。

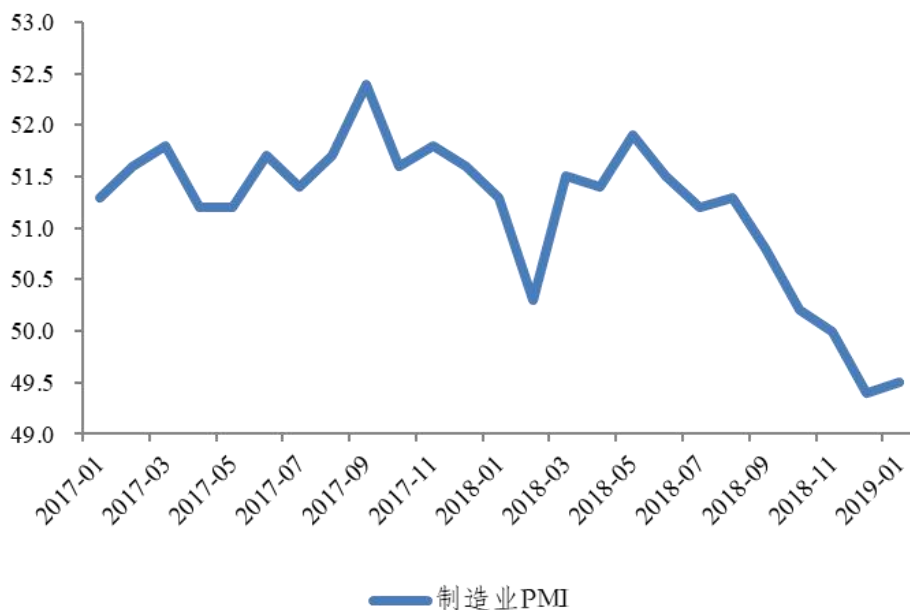
一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评述

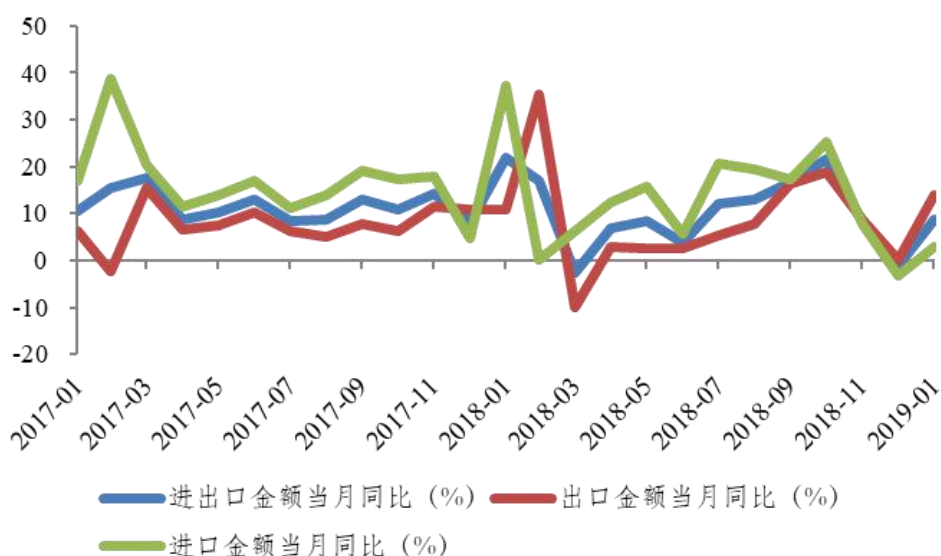
1. 月度价格走势评述。2019年1月，CPI同比上涨1.7%，较上月下降0.2个百分点；环比上涨0.5%，较上月回升0.5个百分点。PPI同比上涨0.1%，较上月回落0.8个百分点；环比下降0.6%，跌幅较上月收窄0.4个百分点。

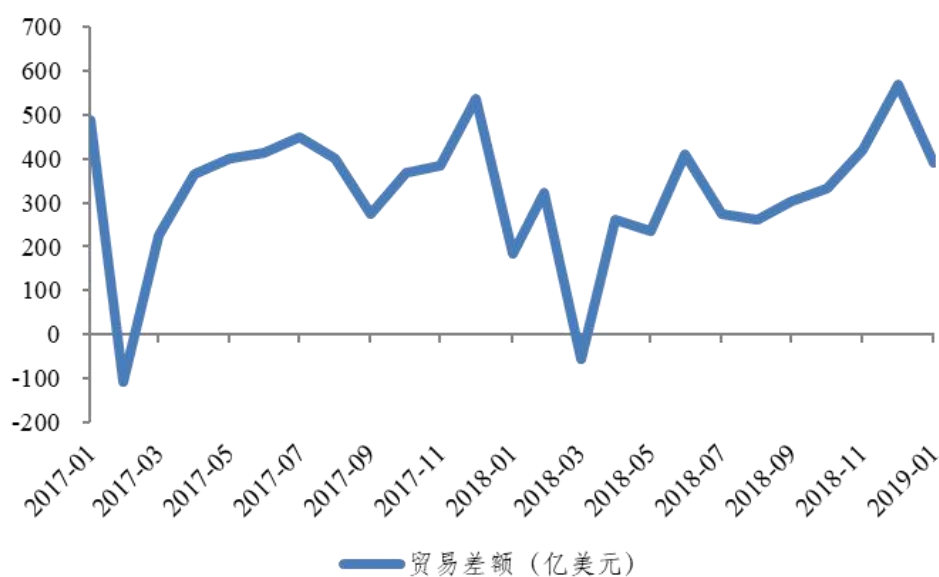


2. 月度制造业 PMI 评述。1 月份，中国制造业 PMI 为 49.5%，较上月回升 0.1 个百分点；非制造业商务活动指数为 54.7%，较上月回升 0.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.2%，较上月回升 0.6 个百分点。



3. 月度进出口评述。1月进出口总额为 2.73 万亿元人民币，同比增长 8.7%。其中，出口 1.5 万亿元，增长 13.9%；进口 1.23 万亿元，同比增长 2.9%；贸易顺差 2711.6 亿元，扩大 1.2 倍。以美元计，1月进出口总值为 3959.8 亿美元，同比增长 9.1%，预期-3.3%，前值-4.4%。进口总值 1784.1 亿美元，同比减少 1.5%，预期-10.2%，前值-7.6%。中国 1 月贸易顺差 391.6 亿美元，预期顺差 343 亿美元，前值顺差 570.6 亿美元。





(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。食品价格回落拉低 CPI 同比增速，春节效应并未明显提升环比增速。1 月 CPI 同比上涨 1.7%，连续 3 个月下滑且创下近一年来新低。其中，食品价格上涨 1.9%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.38 个百分点，较去年 12 月的影响程度回落 0.1 个百分点。其中，猪肉价格下降 3.2%，降幅比上月扩大 1.7 个百分点。非食品价格上涨 1.7%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 1.36 个百分点，较上月回落 0.02 个百分点。其中，教育文化和娱乐、医疗保健、居住价格分别上涨 2.9%、2.7%和 2.1%；而汽油和柴油价格分别下降 6.2%和 6.5%，连续 2 个月同比下降。非食品价格涨幅几乎与上月持平，而食品价格则较上月明显回落。可见，1 月 CPI 同比的下行主要是因为食品价格回落造成，而受疫情影响出现的猪肉价格下行则成为压低食品项目的主要因素。非食品方面，七大类中除交通和通信类价格下降 1.3%外，其余六类上涨，但涨幅普遍不及上月，致使

非食品类价格对 CPI 的拉动减少。

环比方面，CPI 环比上涨 0.5%。其中，食品价格上涨 1.6%，涨幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点，较去年 12 月的影响程度上升 0.1 个百分点。受低温以及春节因素影响，鲜菜、鲜果和水产品价格分别上涨 9.1%、2.3%和 2.0%；猪肉价格受生猪禁运解除影响下降 1.0%。非食品价格由上月下降 0.2%转为上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点，较去年 12 月的影响程度大幅上升 0.37 个百分点。受原油价格低迷影响，汽油和柴油价格分别下降 3.7%和 4.0%。CPI 的环比大幅上涨主要是受到了春节因素影响。但是若把春节因素去除，则环比涨幅并不显著。一方面在于生猪禁运解除使得猪肉供应增多，食品价格涨幅不足。另一方面在于原油价格下行严重，拖累了非食品项。

原油价格下行拉低 PPI 同比增速。PPI 同比上涨 0.1%，较上月回落 0.8 个百分点，连续 7 个月下滑并创下近年内新低。其中，生产资料价格由升转降，下降 0.1%。生活资料价格上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。原油价格低迷所导致的原材料工业价格持续走低使得 PPI 同比涨幅持续回落。而生活资料价格上涨幅度有限，对 PPI 的支撑作用不明显。

PPI 环比下降 0.6%，较上月收窄 0.4 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.8%，较上月收窄 0.5 个百分点；生活资料价格与上月持平。在主要行业中，价格降幅收窄的有石油和天然气开采业，较上月收窄 6.8 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业收

窄 3.1 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业收窄 2.3 个百分点；化学原料和化学制品制造业，收窄 0.4 个百分点。PPI 环比跌幅收窄主要受生产资料价格环比上升所致，而生产资料价格在中下游行业需求低迷的情况下，受原油价格变化影响。在生活资料价格保持相对稳定的情况下，PPI 的波动主要源于原油价格波动。

总体来看，1 月 CPI 和 PPI 主要受到了猪肉价格下行和低迷石油价格的影响。预计未来一段时间内，猪肉价格和原油价格强势反弹的可能性不大，因此近期通胀风险维持在较低水平，短期内 CPI 仍大概率在“1”区间内运行。但正如上月我们所预测和警告的那样，工业部门正面临着通货紧缩的风险。工业生产部门营收和获利不断承压，为保持盈利而裁员反过来降低了需求，陷入恶性循环。由于经济处在动能转换期，增速放缓，悲观预期逐渐形成。国内需求低迷，制造业 PMI 下行，中下游行业对上游生产价格起不到支撑作用，未来 PPI 大概率不改继续回落的趋势，负增长的情况极有可能在 2 月份出现。在新的基建扩张，汽车、家电下乡等需求传导到生产端之前，预计短期内 PPI 有可能进一步回落。

2. 制造业 PMI 分析与预测。1 月，制造业 PMI 终止 4 个月下行趋势，较上月略微回升 0.1 个百分点，但仍处在荣枯线下，短期走势难言乐观。就需求而言，新订单指数 49.6%，较上月下降 0.1 个百分点，企业订货量连续两月减少。1 月生产指数虽较上月略升 0.1 个百分点，但受持续萎缩的需求量拖累，生产端难

以进行大范围扩张。值得注意的是，从业人员指数较上月下降 0.2 个百分点，同时也可能受社保新规影响，工业企业端为节省成本持续裁员；同比来看从业人员指数下降 0.5 个百分点，从业人员就业情况较去年同期显著恶化。从外需来看，新出口订单较上月调整回升 0.3 个百分点，但仍处于荣枯线下，经济放缓和国际政治不确定性的负面影响短期内难以改善，出口将不断承压。从价格来看，受国际油价在低位企稳影响，主要原材料进口价格和出厂价格跌幅缩小，二者指数较上月分别上涨 1.5 和 1.2 个百分点，报 46.3%和 44.5%。中下游行业利润空间进一步收窄。值得关注的是，产成品库存自去年 12 月起加速下滑，在 12 月下滑 0.4 个百分点，在 1 月下滑 1.1 个百分点，再结合近期出厂价格持续低迷的表现，企业或许已经进入持续的主动去库存阶段。

从企业规模具体来看，大型企业 PMI 为 51.3%，较前值上涨 1.2 个百分点；中小企业 PMI 为 47.2%和 47.3%，较前值分别下降 1.2 和 1.3 个百分点，中型企业 PMI 降至历史最低，小型企业 PMI 也降至 10 个月来最低。分企业来看，大型企业 PMI 触底反弹，但中小企业 PMI 恶化程度进一步加剧，情况难言乐观。不同规模企业的 PMI 分化加剧，需要格外留意。在总需求不断减少的情况下，大型企业尤其是大型国企倚仗便宜资金和市场地位，部分挤占了中小企业的订单。大型企业 PMI 逆势上涨的背面是中小企业的捉襟见肘，举步维艰。在流动性在银行间充溢而难以传导到中小企业的现状下，政府对中小企业减税降负的财政支持

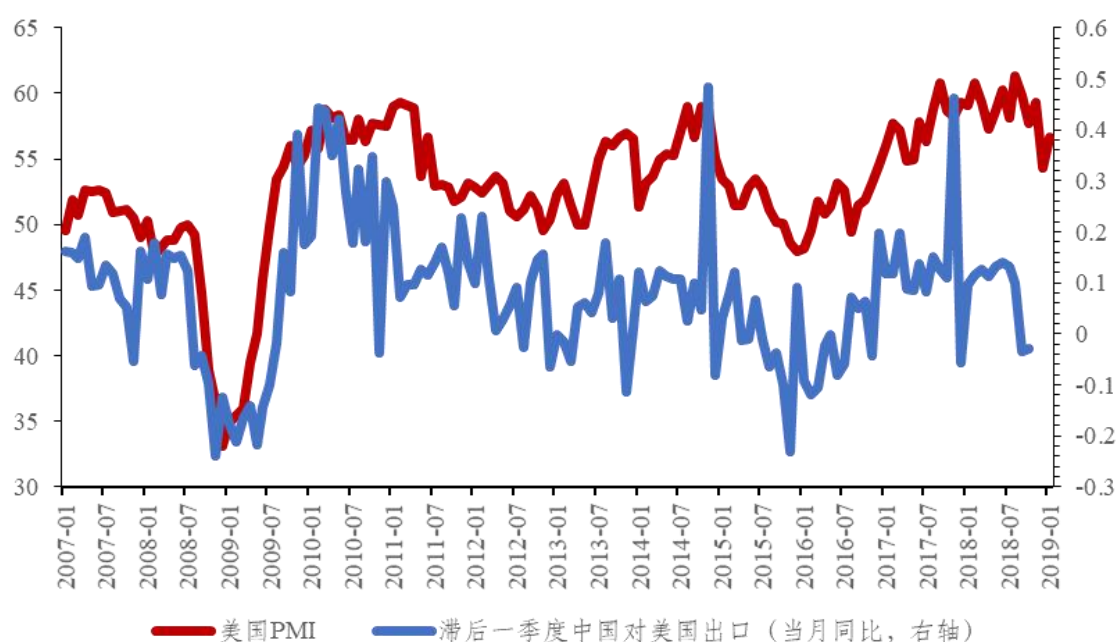
还需进一步完善落实。

与制造业形成对比的是，1月份中国非制造业商务活动指数为54.7%，较上月上升0.9个百分点，连续两月增幅扩大，非制造业总体扩张进一步加快。分项来看，由于中央调控和市场低迷，资本市场服务和房地产行业位于收缩区间。航空运输、铁路运输、旅游等与居民出行有关的行业受节日效应影响，行业表现较为活跃。建筑行业高位回落，降低1.7个百分点，主要源于冬季低温和农民工返乡过年，但仍位于60.9%的景气区间。基建投资对经济的稳定作用在内外需皆疲乏的现实情况下仍有重要意义。

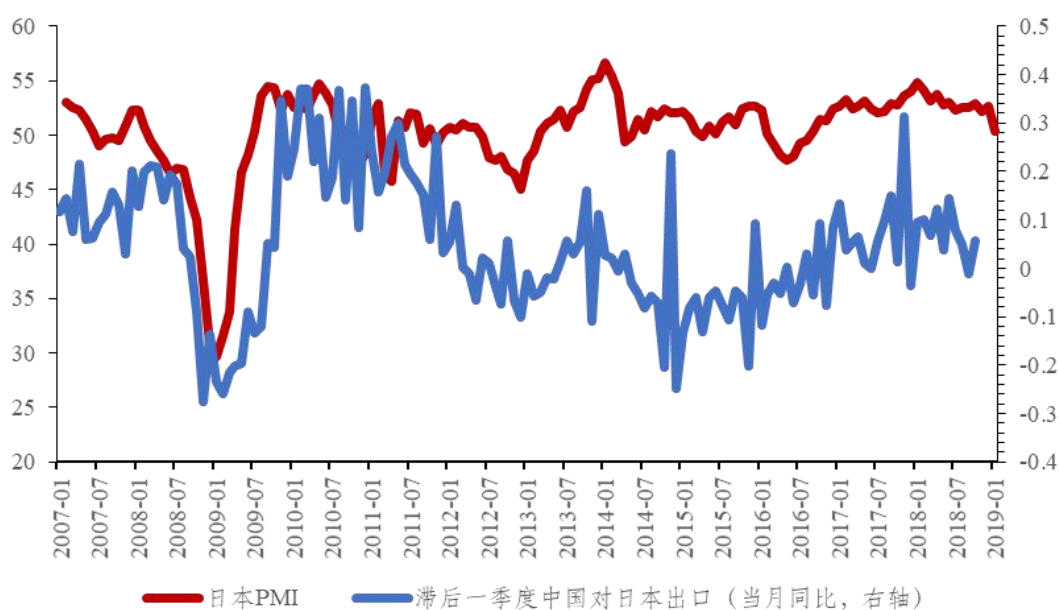
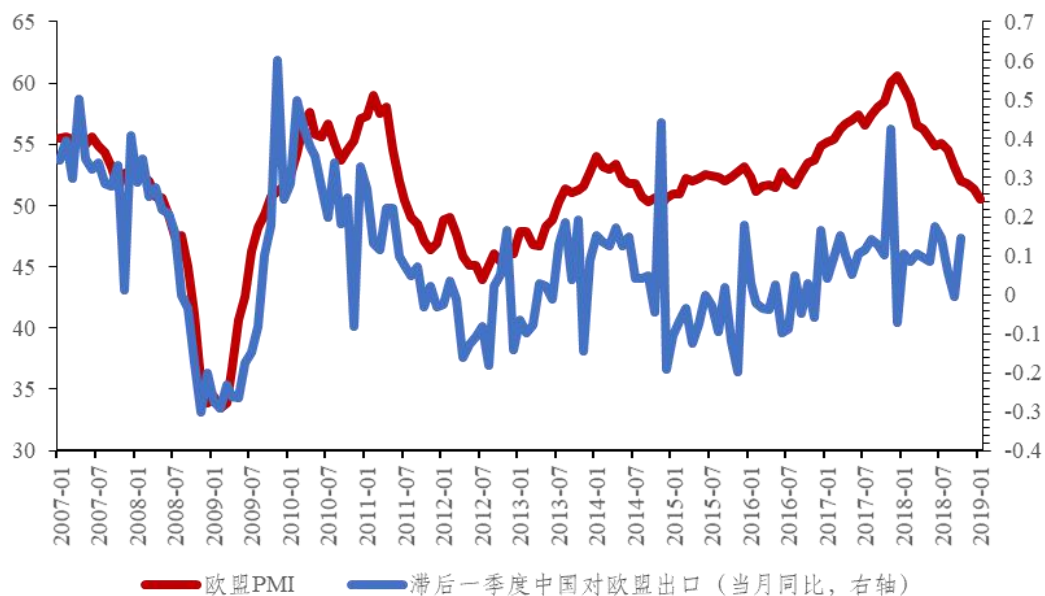
3. 进出口数据分析与预测。1月进出口增长速度由负转正，且高于预期，其中出口的表现好于进口的表现。以人民币计，1月进出口总额同比增长8.7%，增速较上月回升9.9个百分点；出口总值同比增长13.9%，增速较上月大幅回升18.3个百分点；进口总值同比增长2.9%，增速较上月大幅回升10.5个百分点。贸易顺差较上月扩大1.2倍。在出口方面，虽然1月人民币兑美元汇率累计上涨2.4%，但受前期美国、东盟和日本等市场需求回暖的影响，1月出口仍显著上扬。2019年春节为2月5日，在此之前存在抢出口现象，这也推高了1月份出口数据。进口受春节因素影响较小，回升相对较慢。

就出口而言，分国别结构来看，对欧盟、东盟、日本和一带一路沿线地区国家的出口贡献显著；对美出口略微增长而进口大幅下滑，顺差扩大。1月，我国对欧盟，东盟和日本出口累计同

比增长分别为 20.5%、17.6%和 10.3%。事实上，外需的波动对于我国出口影响较大。以美国为例，我国对美国的出口增速与美国 PMI 相比具有滞后性，拟合度较高的是滞后一季度的出口增速。具体而言，随着美国 PMI 的波动，美国对于中国产品的需求也会受到影响，但这种影响一般是滞后的。考虑到近期美国 PMI 的下行，未来对美国的出口仍有下滑的可能。



不仅如此，中国对欧盟，对日本的出口也存在这一现象。以滞后一季度为例，近期欧盟和日本的制造业 PMI 也在下行，未来中国对其出口将会大概率下滑。因此，随着未来外需波动的加剧，一季度出口将会走低。



就进口而言，分产品结构来看，能源类商品进口同比增幅显著。煤、成品油、天然气量价齐涨，进口量分别上涨 19.5%、17.5% 和 26.8%。集成电路和汽车进口则量价齐跌，其中集成电路 324.2 亿个，减少 9.7%，价值 1600.2 亿元，下降 3.5%；汽车 8 万辆，减少 12.3%，价值 278.2 亿元，下降 1%。这侧面反映了电子品和

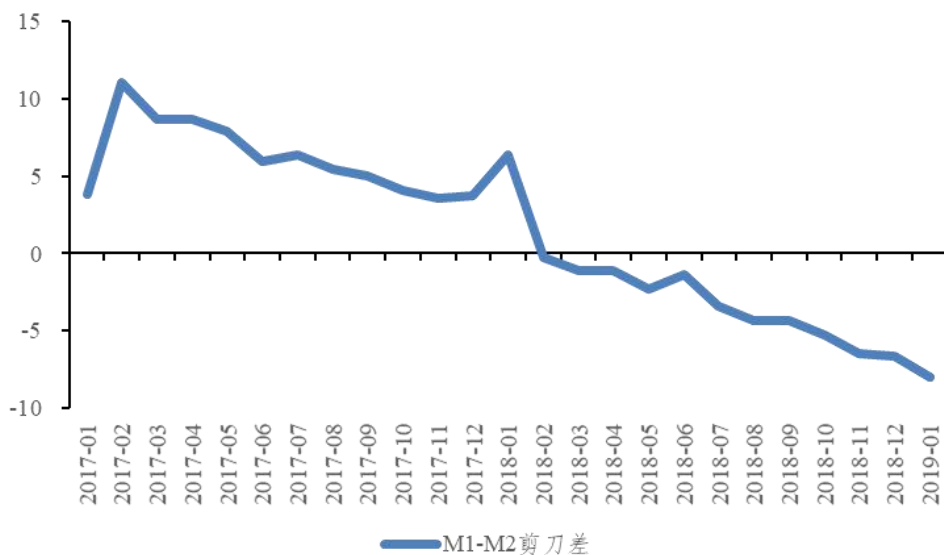
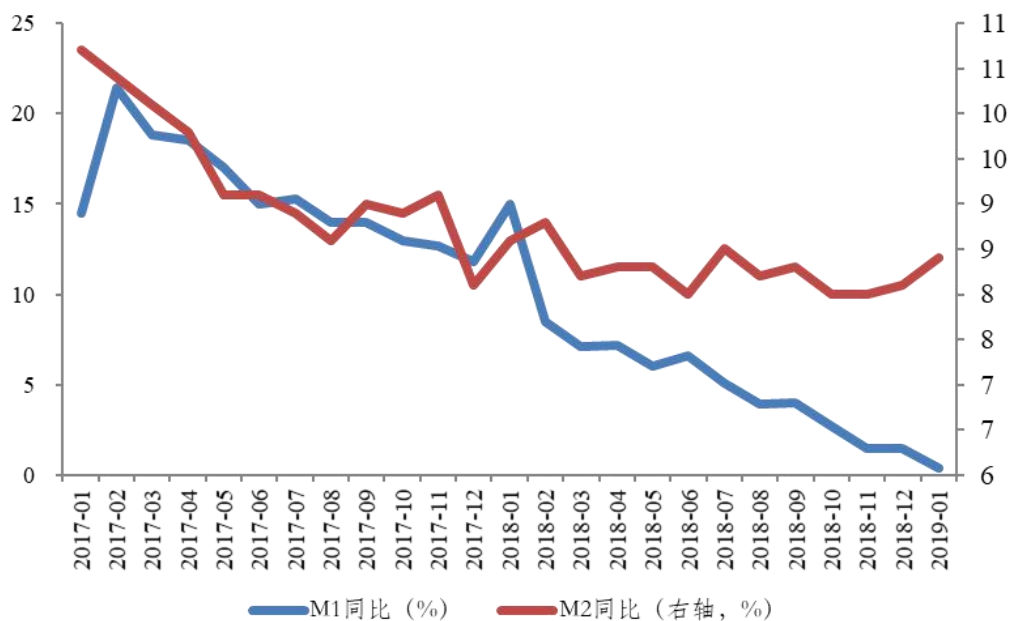
汽车消费不振，萎靡的需求对生产端产生抑制作用，拉低了相关原材料的进口。

综合来看，1月进出口数据超预期，前期主要市场外需旺盛和春节所导致的出口抢跑是主因；进口数据仍低于去年均值，说明内需低迷的态势没有扭转。在全球经济放缓的背景下，美国、欧盟、日本、东盟等主要市场不断萎缩的外需将不可避免地拉低出口增长。春节效应消退后，2月出口数据大概率出现回落。1月份人民币兑美元汇率创下一年来单月增幅最高纪录，受美元强周期结束影响，预计人民币将在未来数月处在上升通道内。考虑到未来人民币走强的预期，出口将进一步承压。由于前期负面因素释放完全，内需短期内不存在大幅度下滑基础，进口下探幅度有限。综合来看，我们预计1月份亮眼的的数据无法持续，未来进出口贸易数据将会下探，出口跌幅极有可能大于进口跌幅，使得贸易顺差收窄。

二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

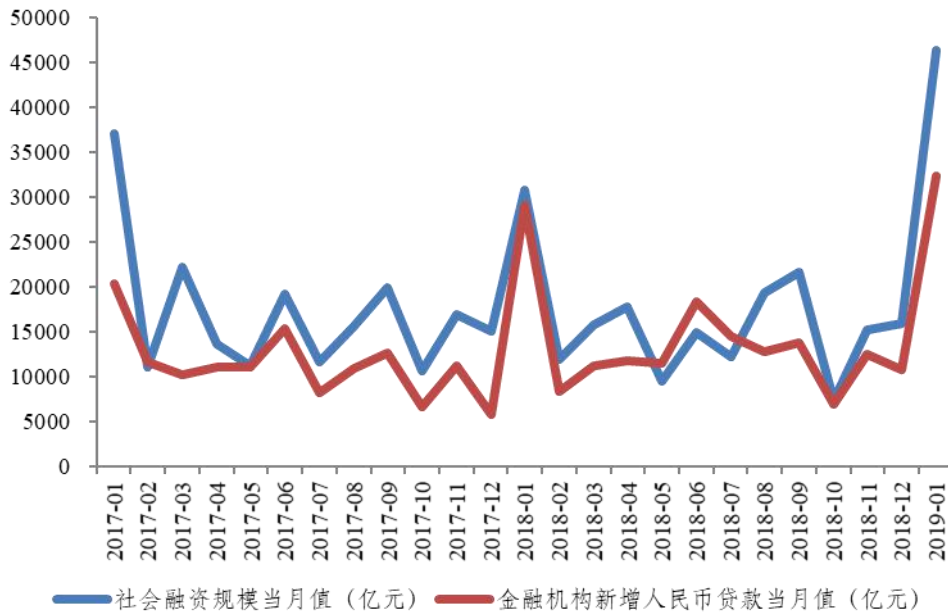
2019年1月新增社会融资规模4.64万亿元，预期1.3万亿元，前值10415.3亿元；而人民币贷款增加3.23万亿元，预期3万亿元，前值10800亿元。1月M2货币供应同比增长8.4%，预期8.2%，前值8.1%；M1货币供应量同比增长0.4%，预期1.9，前值1.4。



M1-M2 剪刀差负向扩大。1月，M2 余额同比增长 8.4%，高于上月 0.3 个百分点，但比去年同期少 0.2 个百分点。M1 余额同比增长 0.4%，较上月增速降低 1.1 个百分点，低于去年同期 14.6 个百分点。

得益于宽松货币环境的支撑，M2 延续了上月的趋势，同比增长继续小幅回升，并创下自 2018 年 8 月以来最高的同比增长幅度。但与此同时，M1 数据却创下有统计数据以来最低同比增

幅，仅为 0.4%。萎靡的 M1 数据，继续拖累 M1-M2 剪刀差负向扩大。传统观点认为，M2 相比于 M1，统计范围增加了社会中的定期类存款部分。而企业经营是否活跃，从微观上，在企业现金管理的存款期限的转化中有所反映。因此，宏观上，M1-M2 剪刀差是非金融企业经营活跃度的良好体现。1 月，PMI 数据位于荣枯线以下，经济景气度仍然相对悲观，因此，M1-M2 负向扩大，确实蕴含了一定经济不景气的成分。



社融数据亮眼，融资结构有所改善。以往剪刀差的扩大，往往伴随着悲观的社融数据，但是在 1 月，社融数据却大幅度超过预期。1 月份社会融资规模增量为 4.64 万亿元，较上期增加 3.05 亿元。其中人民币贷款新增 3.23 万亿元，较上月大幅提高 2.15 万亿元，是支撑本月社融数据的主力。未贴现的银行承兑汇票增加 3786 亿元，同比多增 2349 亿元。而委托贷款、信托贷款止住连续性的颓势，分别同比少减 10 亿元、52 亿元。企业债券融资

4990 亿元，同比多增 3768 亿元，股票融资 293 亿元，同比少增 207 亿元。

除了整体数据亮眼之外，从细分项来看，与前期信贷数据主要依靠短期贷款和票据融资撑量不同，本月新增中长期人民币贷款 2 万亿元，环比多增 1.5 万亿元。通过继续拆解可以发现，中长期贷款投放的两个方向——居民部门和企业部门，本月均有所改善。第一，居民部门中长期贷款本月增长 6969 亿元，较上月多增 3890 亿元。这一增长幅度，创下有统计以来的历史新高。居民部门中长期贷款，主要投向为房产市场和汽车。目前市场普遍预期房产市场高峰已过，在三四线城市房价大概率面临调整、按揭贷款需求量与利率可能下滑的预期下，银行倾向于尽早释放贷款额度，“早放贷早受益”。第二，企业部门中长期贷款增加 1.4 万亿，相较于上月多增近 1.2 万亿。一方面，货币环境持续宽松，促进改善民企投资的政策相继出台。在央行的持续“威逼利诱”下，资金的传导在一定程度上得到推动。另一方面，金融市场长端利率较去年初大幅下降，收益率曲线整体下移。长期贷款利率一定程度上受到来自监管和市场的共同压力，存在下调的可能。因此，从表面上看，中长期贷款的放量存在充足的理由。

除了中长期贷款以外，短期贷款增长势头依然强劲。企业短期贷款 5919 亿元，同比多增 2169 亿元，票据融资增加 5160 亿元，同比多增 4813 亿元。企业短期和中长期贷款明显起色，票据融资带动力仍强，未来经济数据起来已有支撑。票据融资放量

的背后有两大推动因素：一方面，企业部门面对中美贸易谈判的不确定性，春节前存在抢出口行为，抢出口带动的对外贸易增加，导致票据猛增。另一方面，贴现利率和结构性存款利率、短期理财收益率之间存在套利空间，激发企业开票。

但是，在贷款数据亮眼的背后，依旧存在一定的担忧。第一，在内忧外患、经济萎靡的大环境下，企业生产经营短时间内无法得到较大改善，房地产市场也面临较大的压力。在这样的情况下，银行贷款实际上面临着较大的违约风险，未来银行坏账率或将成为一大隐患。第二，目前的市场环境下，银行的风险偏好并没有（理性上）也不应该有明显的提升，尤其是中小型银行，实际上已经受到较高坏账率的制约，其继续承受风险较高的民企贷款的能力值得商榷。我们认为，存在一种贷款增长迅速，但民企融资实际上并不会得到改善的情况，即银行为保证中长期贷款还本付息的安全性，可能会对企业运用贷款加以更多的限制措施，这将可能导致企业资金充足但现金运用并不灵活的情况发生。

社融增长去向何方。理论上讲，社融数据与金融数据是一枚硬币的两面，二者之间的相互对比，往往能够揭示更多问题。但是1月份，两者之间却出现了不能自洽的情况。社融数据的企业部门中长期贷款增长强劲；但在另一端，M1数据却大幅低于预期。正如笔者在“M1-M2剪刀差负向扩大”部分所说，M1-M2是企业现金管理在宏观上的映射。综合企业贷款增长情况以及M1、M2数据来看，一个出乎意料的现象是，一月份新增的企业

活期贷款，在账面上大部分转化为企业的定期存款。一般来讲，企业贷款的目的主要是用于生产经营，由于经营活动资金周转频繁，因此企业倾向于以活期方式持有贷款，以随时用于生产经营。另一个浅显易懂的道理是，由于存贷利差的存在，贷款转存为定期存款，并非理性行为。基于此，有以下几点想法：

第一，数据不能自洽主要是由于企业部门资金向居民部门迁移。1月份，在企业中长期贷款猛增的同时，居民存款也增加了3.86万亿元。从历史情况来看，一月份居民存款往往会发生季节性增长，这主要是由于企业年终发放奖金福利所致。实际上，企业的资金流动，经历了企业中长期贷款—企业存款—居民存款的过程。由于中长期贷款的发放，恰巧与企业发放员工福利的时间重合，所以导致了中长期贷款转变为中长期存款的情况。由于M1的口径不统计居民部门的储蓄存款，因此导致了数据上M1向M2的流失。

第二，企业与居民部门存款的长短期转化情况还需要观察。同样受企业资金向居民部门迁移的影响，企业存款也减少了3911亿元。由于发放奖金福利，企业活期存款减少是情理之中。但是，在“企业中长期贷款—企业存款”这个过程中，我们无从知晓企业中长期贷款的去向为企业长期存款还是企业短期存款。由于2019年春节位于2月初，因此1月下旬理论上是居民部门用钱的高峰时间，居民部门倾向于以现金（居民活期存款）的形式持有资金。因此，通过“企业中长期贷款—企业存款—居民存款”，

不会在一月份即刻全部转化成为居民储蓄存款。因此，在 M1 到 M2 的转化中，仍然存在一部分缺口无法由居民储蓄存款解释。我们大胆推测，这一部分缺口很可能来自于企业定期存款的增长。虽然企业部门在 1 月得到大量中长期贷款，但这些贷款很可能存在一定的运用限制，导致企业只得暂时以定期存款的形式加以存放。从这一角度看，社融的大幅增长，未必能够有效做到“宽信用”。

（二）中国货币及金融政策走势预判

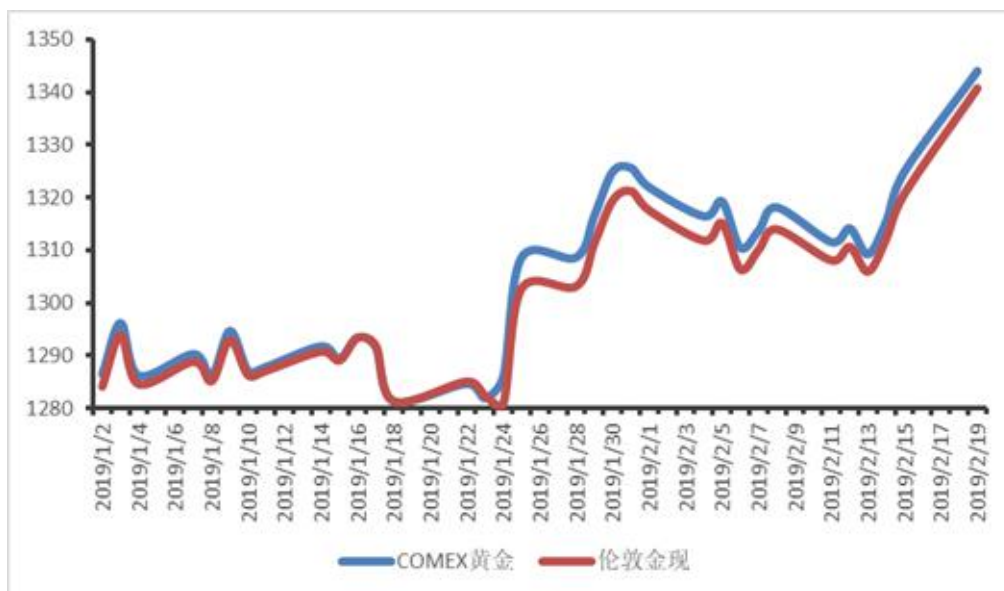
从社融数据来看，1 月份最令人欣喜的地方在于，企业直接、间接融资均大幅改善，但是这一增长幅度是否能够得以持续，仍不能妄下结论。事实上，本月数据增长过于迅猛，存在一月份银行早放贷的季节性因素，也存在票据融资受年前短暂进出口刺激而大幅增长的偶发性因素，下月社融数据有可能发生一定的回调。年初的单月金融数据所受季节性、偶发性因素影响较大，甚至一定程度上出现不能自洽的情况。基于目前所掌握的数据，对未来走势妄下结论意义不大。从“宽货币”到“宽信用”是否初现转机，需综合 2 月份数据进一步观察。

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。黄金价格震荡上行。2019 年 1 月至 2 月中旬，黄金价格在短暂上涨后持续震荡下跌。2 月 19 日，国际现货黄金价格和纽约商品交易所黄金期货价格均升近半年来的

最高点，逼近近一年来的最高点。国际现货黄金 1 月 2 日收盘价为 1284.16 美元/盎司，2 月 19 日收盘价为 1340.8 美元/盎司，涨幅达 4.41%；纽约商品交易所黄金期货 1 月 2 日收盘价为 1286.5 美元/盎司，2 月 19 日收盘价为 1344.1 美元/盎司，涨幅达 4.48%，同时，持仓量由 32.21 万手涨至 35.02 万手；上海期货交易所黄金期货沪金 1904 的价格 1 月 2 日收盘价为 287.05 元/克，2 月 19 日收盘价为 290.4 元/克，涨幅达 1.17%。



2. 黄金价格预测。近期地缘政治风险提升、美联储关于货币政策的态度有所转向以及全球经济增长的不确定等因素均有力支撑了黄金价格，导致金价短期内迅速上行。从中长期来看，全球经济增长放缓、全球货币政策可能趋于宽松，但值得注意的是黄金价格目前已处于高位，原先的地缘政治冲突也有缓和的迹象，因此，我们认为黄金价格虽然仍有一定上涨空间，但上涨空间可能并不大。

短期内地缘政治风险的加剧导致黄金价格上行。近期金价上

涨的动力之一来自于欧洲地缘政治风险恶化以及美国和委内瑞拉之间的冲突升级。美国总统特朗普于1月23日宣布，承认担任国民议会议长的委内瑞拉反对派领导人瓜伊多为该国合法临时总统。委内瑞拉总统马杜罗宣布与美国断交。作为重要避险资产，黄金多头情绪被点燃，金价迅速从24日的1281美元/盎司攀升至1308.7美元/盎司。之后，美国财政部于1月28日宣布对委内瑞拉实施制裁，冻结该国国家石油公司在美资产。1月30日，黄金价格再次攀升，一度涨至1323.38美元/盎司。2月15日，美国总统特朗普因筹措美墨边境墙费用宣布国家进入紧急状态后，随后美国16个州的检察长集体起诉特朗普政府，要求联邦法院阻止特朗普的行为。黄金价格再次猛涨，一路攀升至1340美元/盎司。

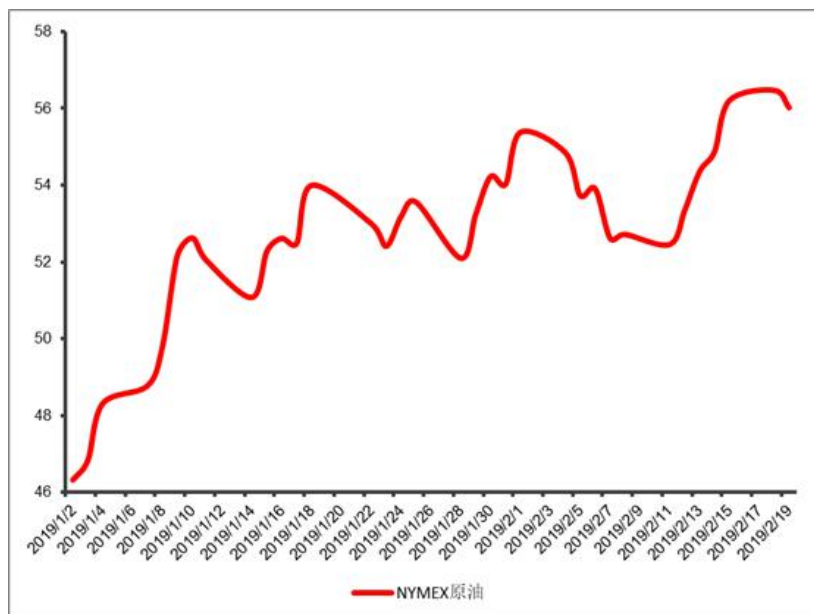
美联储货币政策态度转鸽支撑黄金价格。1月31日，美联储维持利率不变，并正式转变政策立场，承诺对进一步升息保持耐心。美联储主席鲍威尔表示，美联储可能会提前停止削减其4.1万亿美元资产负债表规模的行动。美联储第三号人物纽约联储主席威廉姆斯也表示，他对美国目前的利率水平感到满意，并认为除非经济增长或通胀意外走高，否则无需再次提高利率。随着美联储近期的表态越发的鸽派，这有力推动黄金避险买需增强，支撑了黄金价格。

全球经济增长放缓利于黄金价格上涨。欧盟委员会表示，欧元区今年的经济增长率将从2018年的1.9%放缓至1.3%。美国方

面，1月的工业产出、消费数据均不理想。2月8日-14日对110位分析师的调查显示，今明两年美国经济增长预估和美联储升息次数预期均被下调。面对经济增长表现低于预期，美联储、欧央行的货币政策态度均有向宽松转换的趋势。上述主要经济体的经济增长放缓和货币政策趋于宽松预计将在中长期内会推动黄金价格上涨。

3. 原油价格分析。1月至2月中旬，原油价格呈现震荡上行趋势。国际原油期货价格从1月2日的46.83美元/桶一路上行至2月19日的56.01美元/桶。

近期原油价格上涨主要源于主要产油国减产。OPEC以及俄罗斯等一些非成员国去年年底同意将产量削减120万桶/天，以防止供应过剩导致供应过剩。OPEC牵头的减产对油价构成支撑。并且，为进一步收紧市场供应，沙特预计将在3月减少对亚洲的轻质原油供应。另外，美国对石油出口国伊朗和委内瑞拉的制裁也促使这两个重要产油国被动减产。



4. 原油价格预测。未来原油价格有望进一步上探，但是并没有持续上涨的基础。这一论断主要来自于我们对2019年全球原油需求下滑以及供给方面不可能持续下降的论断。

需求方面，OPEC月报认为2019年全球的原油需求将下滑，美国经济1月数据表现并不亮眼，美国能源信息署（EIA）公布的数据显示，截至2月8日当周美国除却战略储备的商业原油库存增加363.3万桶至4.508亿桶，增加0.8%。而欧盟、日本等主要经济体也下调了经济增长预期，原油市场或将出现供应过剩。而随着油价下跌，美国页岩油生产或将随之放缓，中东多国与卡塔尔的外交危机，也使得地缘政治风险不可忽视。

供给方面，尽管受到制裁，但船舶追踪数据显示，伊朗1月原油出口高于预期，平均约为125万桶/日。而2018年美国原油产出猛增逾200万桶/日，达到创纪录的1190万桶/日。美国能源资料协会（EIA）2月19日表示，产量料将保持增长。由页岩驱动的石油产量增长将越来越多地出口到国际市场，美国原油产量增加将在年底前推低油价。

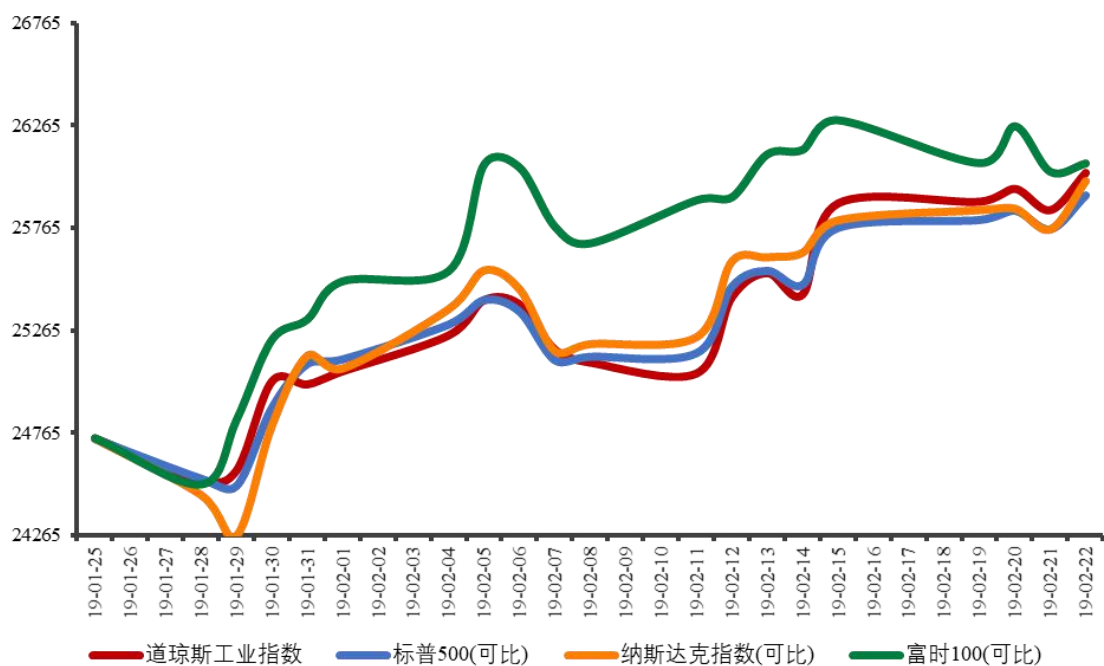
因此，虽然地缘政治的风险以及主要产油国减产给油价上涨提供了动力，但是中长期来看，原油将处于供过于求，未来油价短期有上涨空间，但是中长期来看，并没有持续上涨的基础。

（二）全球股票市场评析

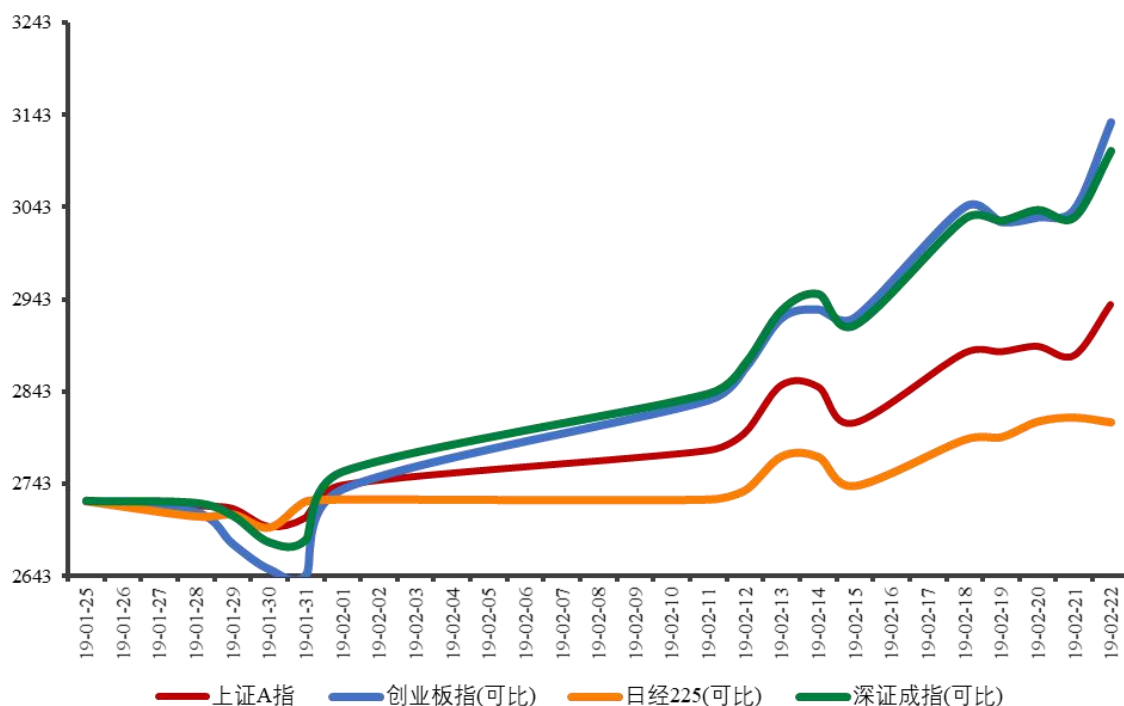
1. 欧美股市评述。2019年1月至2月中旬，欧美股市呈现全面反弹的趋势，其中，美国三大股票指数全面上涨，但英国股

市受脱欧协议等利空因素拖累，呈现震荡上行趋势。

截至 2 月 19 日，道琼斯工业指数报收于 25891.32 点，环比上涨 10.90%；标普 500 指数报收于 2779.76 点，环比上涨 10.75%；纳斯达克指数报收于 7486.77 点，环比上涨 12.31%。英国富时 100 指数报收于 7179.17 点，环比上涨 6.61%。



2. 亚洲股市评述。亚洲股市在 1 月初至 2 月上旬基本处于盘整的态势，之后自 2 月中旬起开始直线上涨。截至 2 月 19 日，日经 225 指数报收于 21302.65 点，环比上涨 8.90%；创业板指报收于 1406.04 点，环比上涨 12.92%；上证 A 指报收于 2885.84 点，环比上涨 9.59%；深证成指报收于 8440.87 点，环比上涨 15.87%。亚洲股市整体走向保持一致。



3. 全球未来股市走势分析。虽然 1 月至 2 月中旬，全球股市表现良好，但是整体而言全球股市难言乐观。欧美股市中，虽然道琼斯工业指数、标普 500 指数和纳斯达克指数反弹明显，但是主要是近期利好政策的作用，并没有支撑持续上涨的基本面。至于 A 股的反弹动力我们认为还是市场信心的修复、宽松货币政策的驱动以及对未来积极财税政策的预期，但是整体的基本面依然不容乐观，所以政策的驱动和信心的修复会支撑一段时间的反弹，但是我们认为当前并没有牛市的基础。

美国方面，美联储自 1 月份以来关于货币政策的鸽派言论和中美贸易摩擦缓和的预期为美股的上涨提供了动力。但是，美国 1 月份有多项经济数据表现不佳，尤其是零售数据下滑明显，这表明特朗普减税所带来的刺激效果在逐渐衰退。所以，我们认为这波短期利多带来的反弹并不可持续，美国股市缺乏积极的基本

面支持。

A 股方面，自农历新年以后 A 股的表现非常亮眼。但是，和亮眼的 A 股表现形成鲜明对比的是，实体经济的低迷，11、12 月份规模以上工业企业利润总额持续同比负增长，1 月份的 PMI 继续低于荣枯线。所以，基本面并没有给予股市有力的支撑。这轮反弹的动力在于货币财政政策和信心的恢复。但是，这一效果并不能持续，所以我们认为在实体经济难言乐观的大背景下，即使有乐观积极的因素，A 股会有一波不小的反弹行情，但是离牛市仍有较大一段距离。

（三）全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。1 月至 2 月 22 日，美国 10 年期国债收益率呈现触底回升态势。2018 年 11 月起，美债收益率一直处于下降通道。从 2018 年 11 月初高点 3.19%起，至 2019 年低点 2.56%为止，下降接近 60BP。此后，伴随美股反弹，美债收益率迎来回升，至 2019 年 1 月 18 日高点 2.79，随后在 2.65-2.75 一带反复震荡。

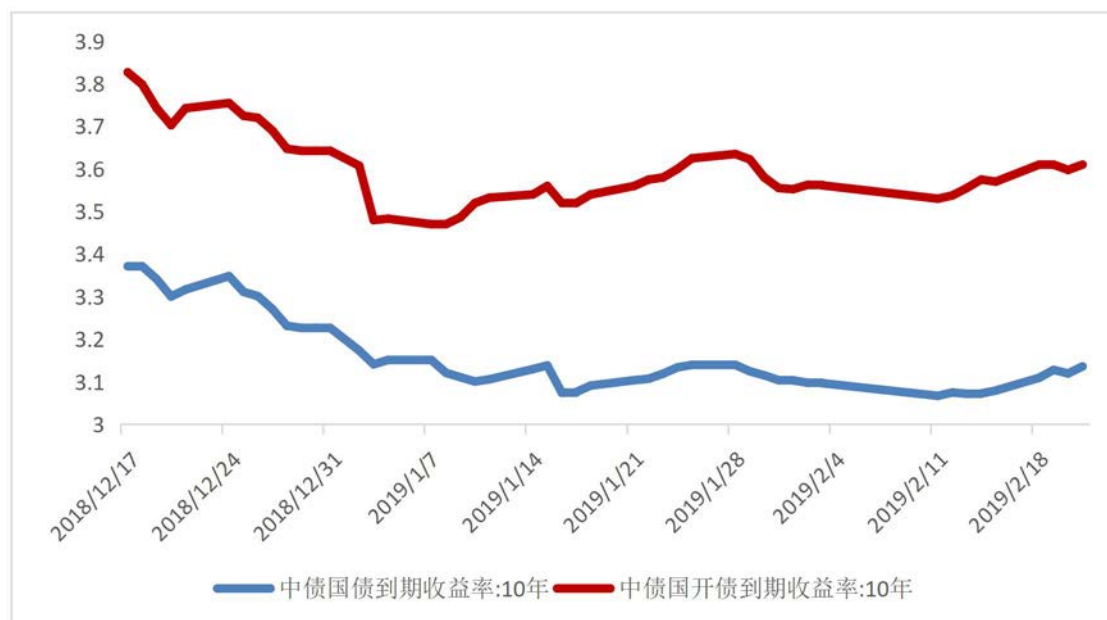
2 月 21 日，美联储公布 1 月 FOMC 会议纪要。在纪要中，美联储强调加息缩表进程将适应通胀预期和就业情况，将目前利率水平描述为“对经济发展提供了有效支持”。而美联储对于经济状况的描述，“Strong”转变为弱化的“Solid”。虽然加息大方向未变，但 10 月以来股市的振荡测试叠加外部政经不确定性持续的反馈于决策层，鸽派的声音逐渐放大，进程可能将有所放缓。

并且，几乎所有的美联储官员都赞成在今年晚些时候结束缩表，故“加一次少一次”的预期正在实现。总体来看，1月会议纪要，向市场传递了“偏鸽”的政策预期，偏紧的货币政策环境将有所缓解。



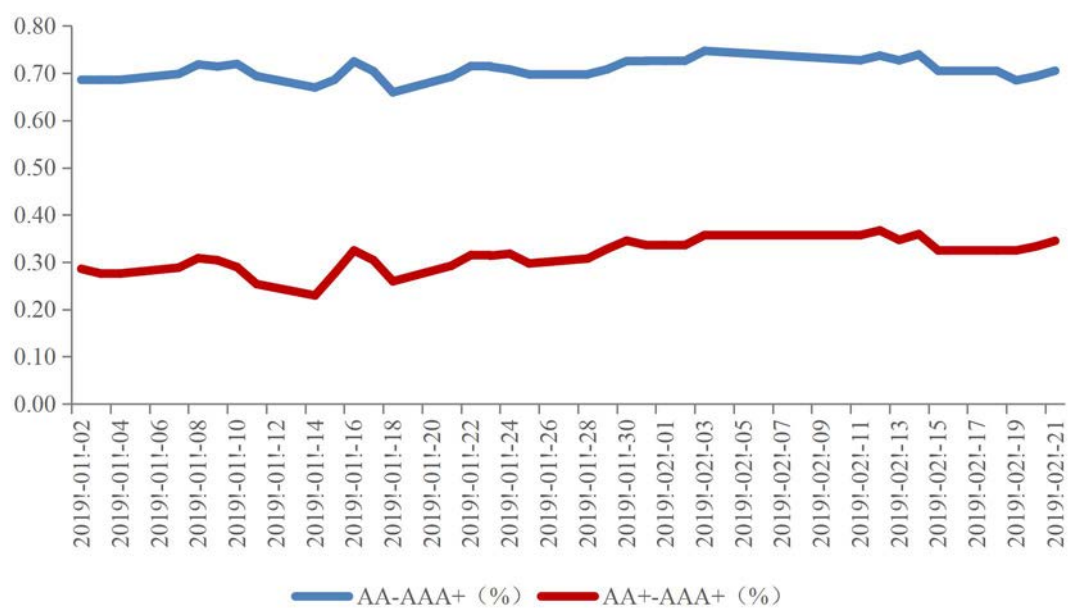
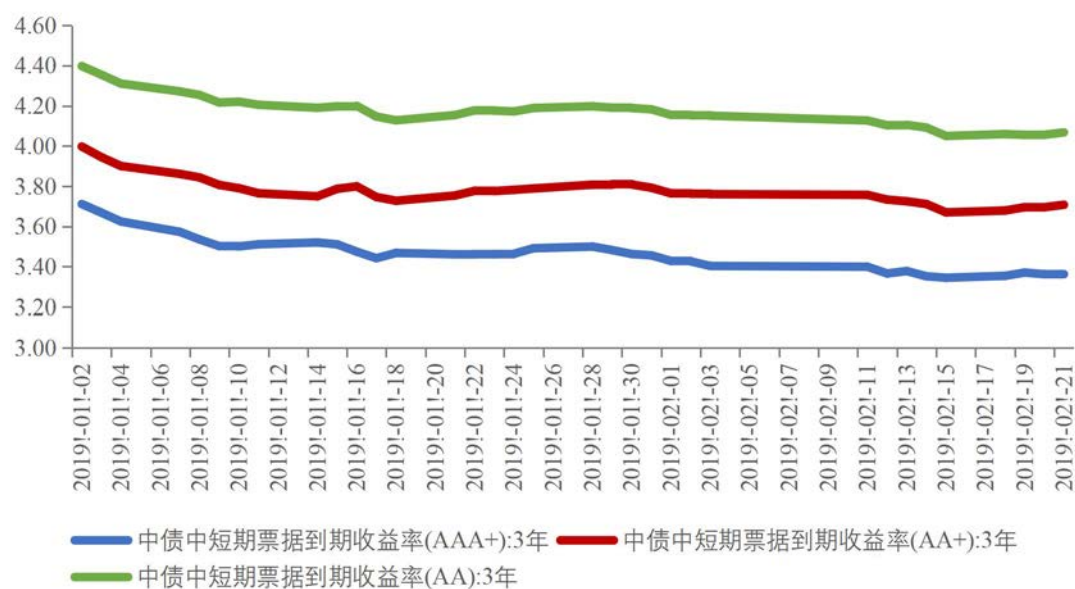
2. 中国债券市场分析。利率债方面，1月，10年期利率债收益率呈现震荡走势。以10年期国开债为例，收益率自年初的3.60%，震荡上行，至1月28日高点3.635%后迅速下降，月末报收3.555%。活跃券（180210.IC）二级市场走势与中债收益率走势一致，月中以震荡为主，相较12月的快速下行，1月内走势并无明显方向性。活跃券价格围绕3.55-3.7一线波动，持续至2月下旬。从一级市场发行情况来看，1月份一级市场国债发行量较12月有所下降，但政策性金融债、地方债发行均放量。从市场反应来看，利率债一级市场依旧火爆，以新国开债10年期品种190205为例，在1月的前两次发行中，发行收益率均在

3.50%以下，低于同期限二级市场活跃券收益率。此外，地方债市场更是一券难求，绝大多数地方债全场倍数在两位数，其中倍数最高的 19 云南 01 全场倍数则达到了 70 以上。



在信用债方面，1月至2月中旬，各等级中票收益率均有不同程度的下降。截止2月22日，评级AA、AA+和AAA+的3年中票到期收益率相较于1月初分别下降了33BP、29BP和35BP。

信用债市场持续向好。观察3年期中票收益率等级利差可以发现，1月份等级利差有小幅走阔情况。3年期中票AA-AAA+利差从1月初至一月末约上升4BP，AA+-AAA+利差上升5BP。从一级市场情况来看，一月新发型债券等级利差走阔较为明显，市场对部分低等级城投、民企债券认可程度较低，发行利率在7.5%以上；但部分期限五年以上的高等级国企债券，如19南电MTN001、19招商局MTN001等，发行收益率低至3.9%以下。



3. 中国债券市场预判。1月至2月，中国利率债市场处于震荡阶段，10年国开债基本围绕3.55-3.7上下震荡。近12个月，10年期国开债已经完成了超过130BP的牛市，从历史情况来看，利率债继续大幅下行的空间已经不大。目前点位对于非银机构吸引力有限，但由于银行间资金宽松情况持续发酵，银行类市场参与者对利率债的配置仍有较大需求和惯性。在利率债走势纠结的同时，1月股市一波“小牛市”悄然兴起。但在1月份，股债联动现象并不明显。股债行情相对独立的情况在期货市场上也有所反映，整个1月，相比于股指近月合约IC1903的上涨如虹，T1903走势较为纠结，但远月合约T1906走势与股指联动性较强。对于股债独立行情的解释，有以下三点：第一，股债联动短期看情绪与资金，长期看基本面与信心。市场对股市反弹的确认需要一个过程，债市的跟进表现出了一定的滞后。1月份股市虽然触底反弹，但沪深300并未冲破3280点附近的短期阻力位。2018年10月以来，该阻力位已被四次试探，阻力位较为坚固，因此直到2月初该点位被突破之前，上涨信号在技术上并未确立。实际上，在2月中旬股市长阳突破该阻力位后的交易日里，股债负相关走势较为明显，但由于春节因素及矛盾钝化的时间太短，股债反向的有效性仍有待观察。第二，金融抑制后二元利率分化，股债套利通道阻隔。由于股、债市场的主要参与者性质不同，金融抑制后跨市场资金流通并非完全自由，可以实现资金相对自由流通的机构主要为券商自营和混合基金。股市上涨的触发因素，更多来

自于市场参与者对股票市场监管思路转变的预期，而非资金跨市场的流通。不过，不可否认，股市牛市行情如能持续，极有可能在中长期对债券市场产生“抽血”作用。故，股债联动从长期来看有效，但宽松资金面驱动下的市场，很有可能出现短期日线级别的股债齐涨齐跌的行情。由于目前国内经济较为低迷，股债联动尚无基本面因素支撑，或在近月会走出较为清晰的关系。

从货币政策来看，宽松的货币大环境未变，新货币工具 CBS 在 2 月下旬已正式投入使用，或将从提高银行质押品质量，以及改善永续债发行银行资本充足率两方面进一步推进宽松。但从短期来看，资金市场可能面临边际收紧的风险。在 2 月 20 日的国常会中，有关货币政策取向的表述，再次重申不搞“大水漫灌”，且总理点名“套利”和“资金空转”，矛头指向票据融资套利和社融虚增现象。但从随后两个交易日的市场反应来看，“点名”对回购市场也有所波及，短期内需警惕银行间市场资金利率边际上行风险。

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，仅供派发给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。