



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

## 经济结构性调整尚需时日

太和智库 2019年9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](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. 月度工业增加值评述.....	4
4. 月度固定资产投资评述.....	5
5. 月度社会消费总额评述.....	6
6. 月度进出口评述.....	7
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	8
1. 价格走势分析与预测.....	8
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	11
3. 工业增加值分析与预测.....	14
4. 月度固定资产投资分析与预测.....	17
5. 社会消费总额分析与预测.....	22
6. 进出口数据分析与预测.....	24
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.....	31
三、全球金融市场走势预判.....	32
(一) 大宗商品市场评析.....	32
1. 黄金价格分析.....	32

2. 黄金价格预测.....	33
3. 原油价格分析.....	33
4. 原油价格预测.....	34
<b>(二) 全球股票市场评析.....</b>	<b>35</b>
1. 欧美股市评述.....	35
2. 亚洲股市评述.....	36
3. 全球未来股市走势分析.....	37
<b>(三) 全球债券市场评析.....</b>	<b>38</b>
1. 美国国债市场评述.....	38
2. 中国债券市场分析.....	39
3. 中国债券市场预判.....	43

## 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 2.8%，与上月持平，已连续 6 个月超过 2%。其中，食品价格，尤其是鲜果猪肉的价格继续大幅上涨，推动 CPI 继续攀升。PPI 同比、环比仍然为负，环比跌幅收窄但同比跌幅扩大，大宗商品价格走弱仍是导致 PPI 同比下降的主要原因。制造业 PMI 数据为 49.5%，较上月下降 0.2 个百分点，已连续四个月处荣枯线下。制造业景气度在上月微回暖后下行，印证了经济仍处于乍暖还寒时节，经济结构性调整还需时日的判断。工业增加值数据是 2019 年总体工业生产情况的“缩影”，数据呈现出“总体承压，上游优于下游”的特点。值得注意的是，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值连续两月回落，8 月仅录得 4.7%。在各项经济数据全面萎靡的情况下，“新经济”也难以独善其身。固定资产投资增速下跌至年内最低值，且结构分化严重。基建投资开始回暖。房地产开发投资继续小幅回落，但并未呈现失速下行的趋势。土地购置面积降幅扩大，但销售面积降幅有所收窄。房地产行业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。由于汽车销售负增长的拖累，社会消费数据仍然不佳，创下了近五年以来的次低点，未来仍不容乐观。贸易数据方面，8 月进出口总额同比增长 0.1%，出口同比增速下

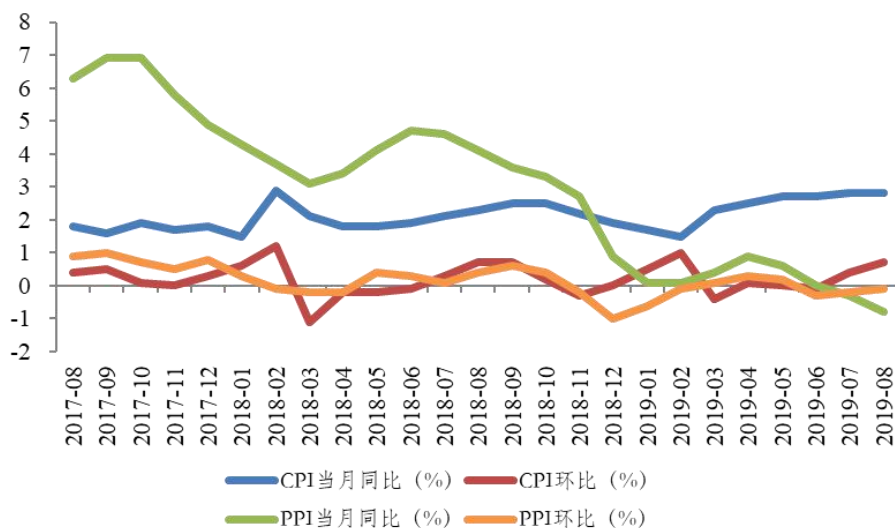
滑且低于预期，进口增速回落显著，衰退型顺差延续。出口低于预期，人民币贬值对出口的刺激作用并不明显。进口增速的回落与国内经济下行、内需疲软密切相关，人民币汇率贬值也在一定程度上打压进口。金融数据方面，信贷环比反弹，社融略高于预期。但不容忽视的是，8月金融数据总量并不理想，较7月的反弹也有部分季节性因素的贡献。同时，金融数据结构方面的问题更为突出，中小型企业仍面临经营困难和融资困难。大型企业的一枝独秀难以弥补中小型企业的经营下滑。

经分析全球经济基本面和货币政策，太和财经对全球金融市场走势判断如下：黄金市场方面，在逆全球化趋势日益严重，贸易战愈演愈烈，全球经济增长放缓，地缘政治事件屡屡发生乃至升级的形势下，黄金的牛市尚未走完，支撑黄金价格的基本面没有发生根本性改变。全球股市方面，受经济增长放缓和贸易争端的拖累，在市场情绪不高的情况下，短期内难以看到实质性的改善因素，从中短期来看，股票市场难有较大起色，预计经济继续磨底将会是未来一段时间内的主题。中国债市方面，虽然市场对经济持悲观预期，目前利率债收益率在贸易战的背景下没有继续恶化，达到了一个“均衡”点位。但是，利率债收益率在10月份继续上行的可能性不大。此外，交易机会在股而不在债的判断没有改变，由科技股带动的结构性牛市不会发生改变，但需要警惕获利回吐引发的回调风险。

# 一、中国经济运行评析

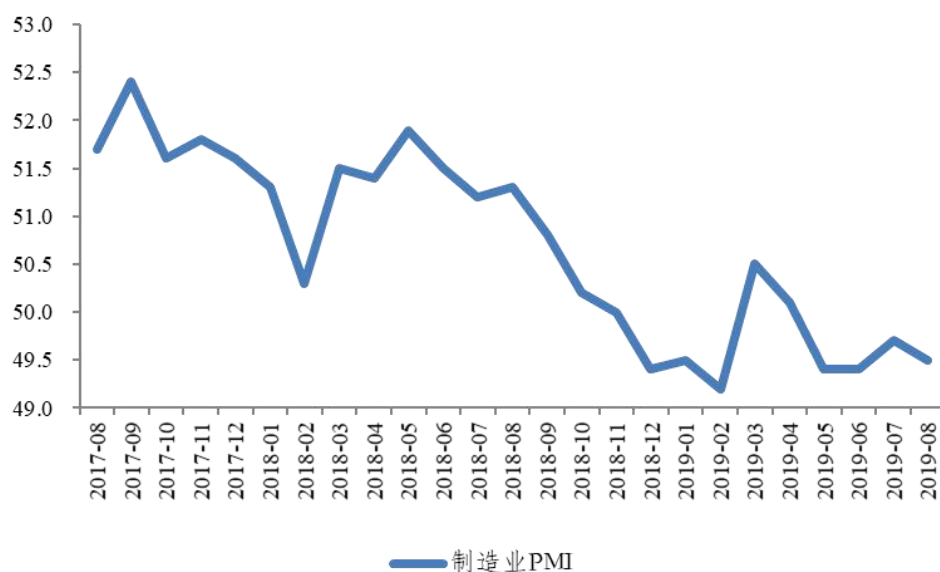
## (一) 宏观经济数据评述

**1. 月度价格走势评述。**8月，CPI同比上涨2.8%，与上月持平，已连续6个月超过2%；环比0.7%，较上月扩大0.3个百分点。PPI同比增速为-0.8%，较上月回落0.5个百分点；环比-0.1%，较上月收窄0.1个百分点。

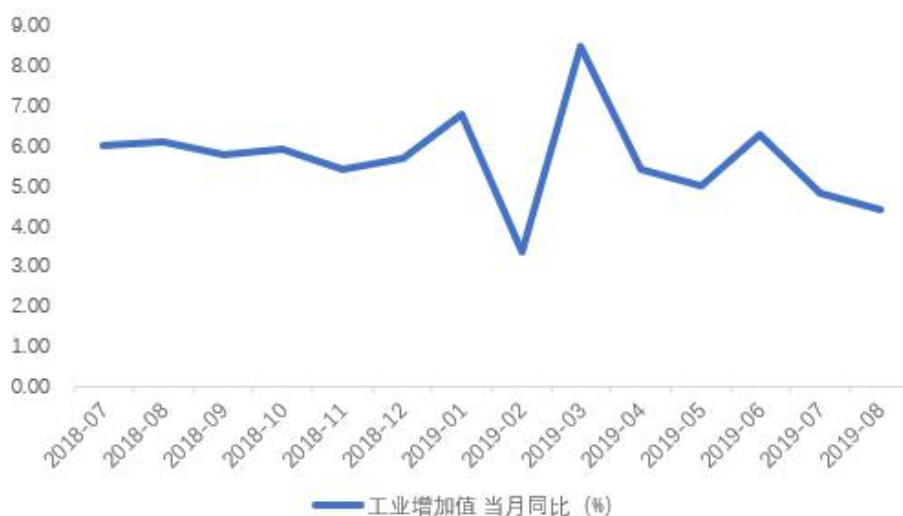


**2. 月度制造业 PMI 评述。**8月制造业 PMI 数据为 49.5%，较上月下降 0.2 个百分点，较上月回升后重启下行，已连续四个月处荣枯线下。从分项数据看，生产指数为 51.9%，比上月回落 0.2 个百分点；新订单指数为 49.7%，较上月下降 0.1 个百分点；原材料库存指数为 47.5%，比上月下降 0.5 个百分点；从业人员指数为 46.9%，比上月下降 0.2 个百分点；原材料购进价格指数 48.6%，较上月下降 2.1%，重回荣枯线下。分企业规模看，大型企业 PMI 为 50.4%，较上月下降 0.3 个百分点，仍处扩张区

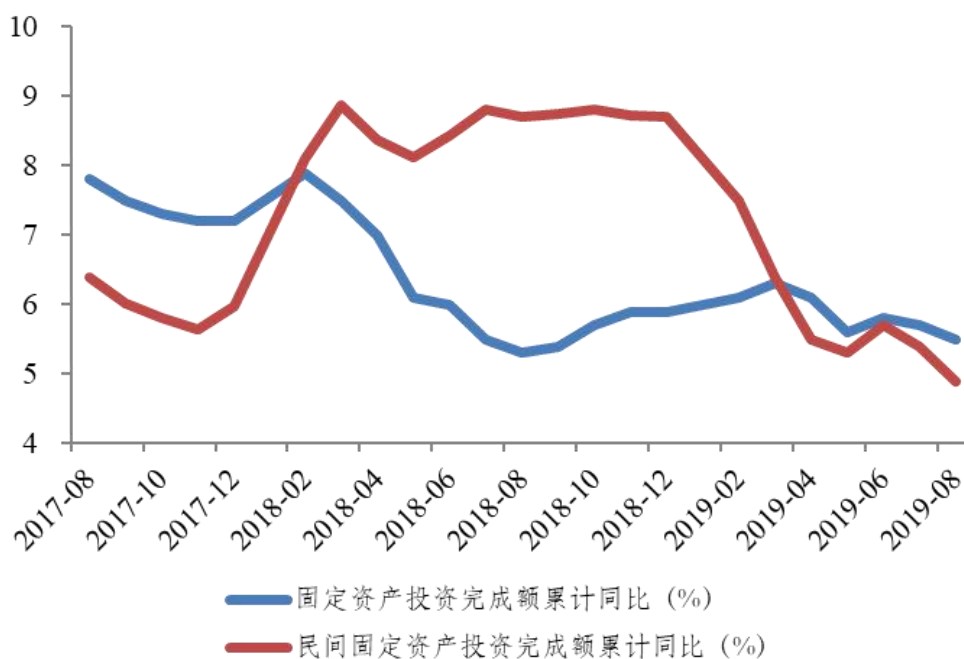
间；中型企业 PMI 为 48.2%，较上月下降 0.5 个百分点；小型企业 PMI 为 48.6%，较上月回升 0.4 个百分点。非制造业商务活动指数为 53.8%，较上月回升 0.1 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53%，较上月下降 0.1 个百分点。



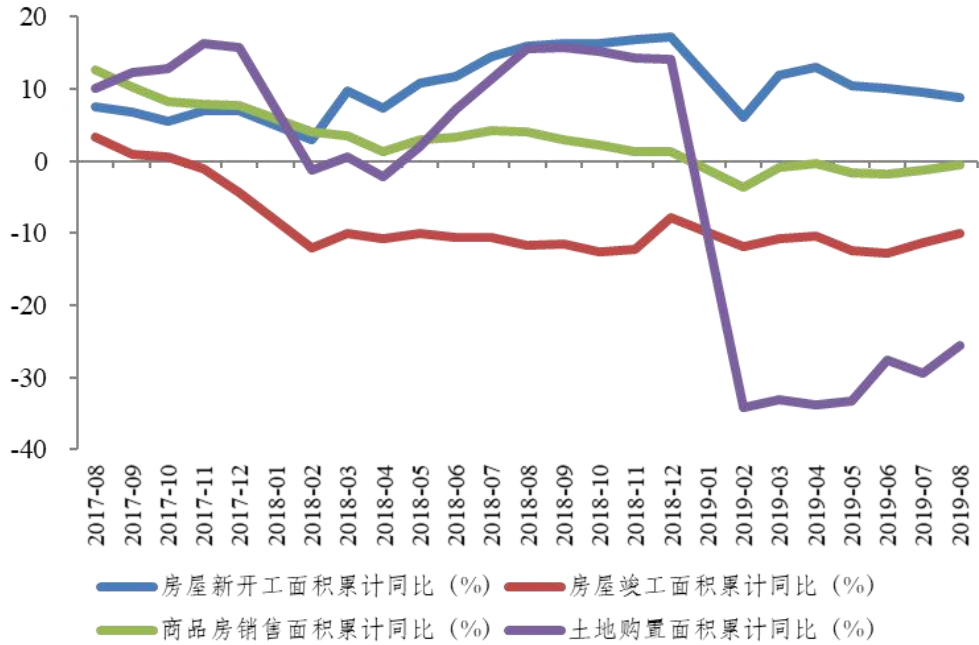
**3. 月度工业增加值评述。**2019 年 8 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%，低于预期值 5.2%，前值 4.8%。从环比看，8 月份规模以上工业增加值较上月增长 0.32%。



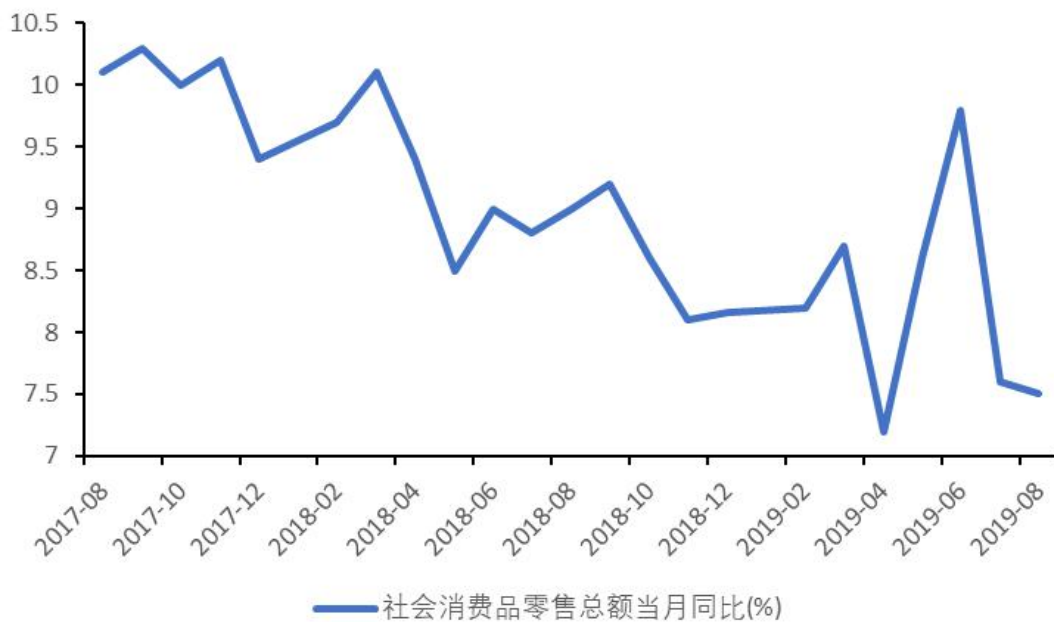
**4. 月度固定资产投资评述。**1-8月，全国固定资产投资（不含农户）40.06万亿元，同比增长5.5%，增速比1-7月回落0.2个百分点，比去年同期上升0.2个百分点；1-8月，民间固定资产投资23.70万亿元，同比增长4.9%，增速比1-7月回落0.5个百分点。



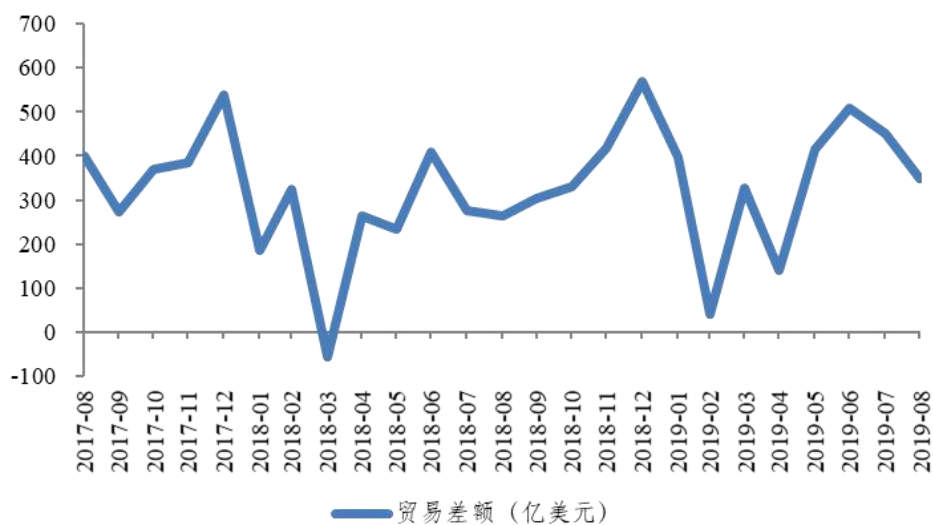
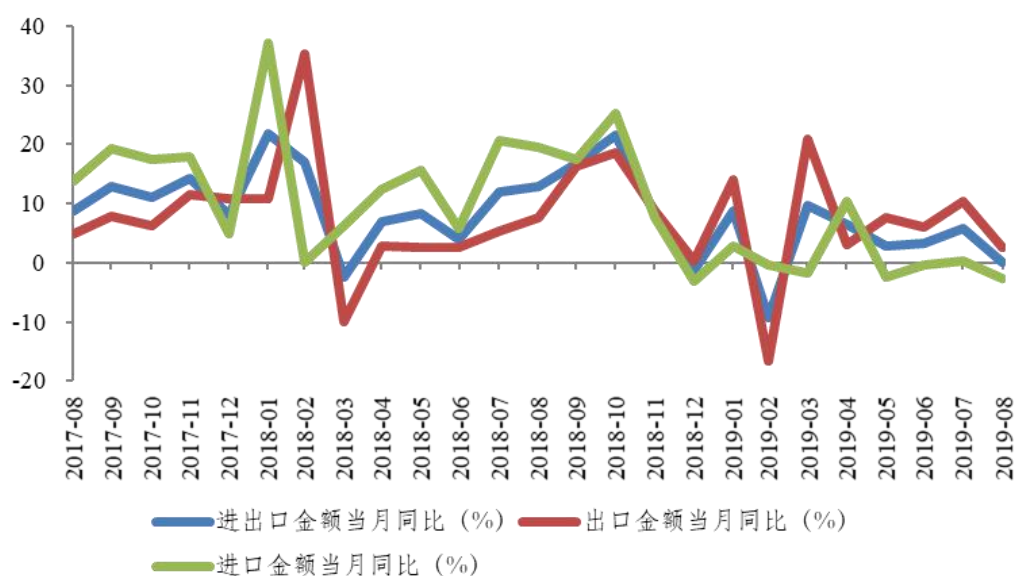




**5. 月度社会消费总额评述。**8月社会消费品零售总额3.39万亿元，同比名义增长7.5%，增速较7月微跌0.1个百分点，低于去年同期1.5个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长2.0%，增速较上月下滑0.9个百分点。



**6. 月度进出口评述。**8月份进出口总额为2.72万亿元，相比去年同期增长0.1%，前值5.7%。贸易顺差2396亿元，扩大41.8%。其中，出口1.48万亿元，同比增长2.6%；进口1.24万亿元，同比下降2.6%。按美元计，8月份进出口总额为3947.6亿美元，同比下降3.2%。贸易顺差348.4亿美元，扩大32.5%。其中，出口2148亿美元，同比下降1%；进口1799.6亿美元，同比下降5.6%。



## （二）宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。猪肉、鲜果价格继续大幅上涨，推动 CPI 继续攀升。8 月 CPI 同比上涨 2.8%，再次刷新去年 3 月以来最高值，虽然符合市场预期但结构分化显著。具体来看，在食品项方面，食品烟酒价格同比上涨 7.3%，影响 CPI 上涨约 2.14 个百分点。其中，鲜果价格上涨 24%，影响 CPI 上涨约 0.39 个百分点；猪肉价格上涨 46.7%，影响 CPI 上涨约 1.08 个百分点；鸡蛋价格上涨 3.8%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点。食品项目中的鲜果价格以及畜肉类价格，特别是猪肉价格的持续上涨超出了一般预期，成为推动食品项以及推动 CPI 上涨的最重要因素。据统计，目前生猪存栏量已经降低到了 2.19 亿头，且未来仍具有继续下降的趋势，因此会持续影响未来 CPI 的增速。即使前期国家出台了相关政策来保障水果、猪肉价格的合理性，但本月食品价格再次出现了高速增长，我们需要对前期关于“鲜果价格涨幅不具有持续性”的论断进行修正，在食品价格维持高位的情况下，特别是在新一轮猪周期导致猪肉价格不断上涨的情况下，预计未来 CPI 仍有走高可能。

在非食品方面，七大类价格除交通和通信下降 2.3% 外，其余 6 大类全部上涨。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 4.7%、2.3% 和 2.1%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别上涨 1.6%、1.0% 和 0.7%。事实上，8 月

份非食品价格增速仅为 1.1%，创下了近 3 年来的新低，与食品价格的高位上涨形成鲜明的对比，CPI 结构分化较为显著。环比方面，CPI 环比继续上涨，较上月增加 0.7 个百分点。其中，食品烟酒价格上涨 2.2%，涨幅比上月提升 1.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.67 个百分点。猪肉价格上涨 23.1%，影响 CPI 上涨约 0.62 个百分点；鸡蛋价格上涨 5.9%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点；禽肉类价格上涨 3.0%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；鲜菜价格上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点。

**PPI 同比、环比仍然为负，环比跌幅收窄但同比跌幅扩大，大宗商品价格走弱仍是导致 PPI 同比下降的主要原因。** PPI 较上月继续回落 0.5 个百分点，同比下降 0.8%，再次刷新了 2016 年 8 月以来的最低值。其中，生产资料价格同比下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.98 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.18 个百分点。与大宗商品价格密切相关的原材料价格下行明显，同比回落 3.5%，降幅较上月继续扩大 0.6 个百分点。分行业看，增速回落明显的行业仍然集中于石油和天然气开采业以及石油、煤炭及其他燃料加工业，前者下降 9.1%，降幅较上月扩大 0.8 个百分点；后者下滑 5.9%，降幅较上月扩大 0.8 个百分点。另外，化学原料和化学制品制造业，下降 4.6%，扩大 0.6 个百分

点；黑色金属冶炼和压延加工业，下降 3.1%，扩大 2.7 个百分点，也在不同程度上拖累了 PPI 同比增速。

环比方面，8 月 PPI 下降 0.1%，较上月降幅收窄 0.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.2%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，生活资料较上月提升 0.2 个百分点。分行业看，40 大工业行业中价格下降的有 17 个，主要集中于石油相关行业以及金属加工相关行业。其中，受国际原油价格变动的影 响，煤炭开采和洗选业以及化学原料和化学制品制造业虽仍在下降，但降幅已经缩小。另外，石油和天然气开采业价格由降转平；石油、煤炭及其他燃料加工业价格由降转涨。实际上，本月 PPI 下行除了原材料价格因素外，前期基数以及需求的持续疲软对工业品价格造成的拖累也不容小觑，预计未来 PPI 仍会下行，年末会因低基数而得到一定改善。

总体来看，8 月 CPI 再次刷新同比涨幅记录，其原因仍然在于食品价格，尤其是猪肉价格以及鲜果价格的大幅上涨。CPI 结构分化十分明显。而 PPI 同比增速的继续回落则仍然是由大宗商品价格走低、需求疲软以及高基数造成。

CPI 方面，尽管 8 月 CPI 的走势再次验证了我们之前关于“猪肉价格抬升 CPI 整体中枢”的判断，但关于“鲜果价格涨幅不具有持续性”的论断则需要修正。综合猪肉周期形势和食品价格走势，我们预计未来 CPI 仍将维持在高位。但考虑到其他食品

项以及非食品项价格的相对稳定性，CPI的这种走势并不会对未来的货币政策产生强烈的掣肘，在当前稳健宽松的货币政策背景下，央行仍然存在“降息”的动机和可能。随着本次“降准”的落地和9000亿资金的到位，后续“降息”依然可期。

PPI方面，在内需疲软的背景下，未来PPI同比增速能否回暖，一方面取决于刺激性政策的落地效果，另一方面则取决于去年同期的基数大小。实际上，就前者而言，货币政策对于刺激中下游有效需求的作用并不明显，但可能对上游大宗商品价格构成“投资性”刺激。尽管这种刺激存在一定的时滞，但结合M1的走势仍可大致判断PPI未来的变动方向。另一方面，贸易摩擦不确定性的升高以及全球经济的低迷则表明外需也不容乐观，内外需不振将导致PPI无法从根本上获得上涨动力。就后者而言，三季度的高基数有可能使得9-10月的PPI跌破1%，而年底基数的改善加上货币刺激的传导会对PPI形成一定的支撑。

**2. 制造业 PMI 分析与预测。8月制造业 PMI 数据为 49.5%，较上月下降 0.2 个百分点，已连续四个月低于荣枯线。制造业景气度在上月轻微回暖后重启下行，再次表明经济仍处于乍暖还寒时节，经济结构性调整还需时日。从分项数据看，生产指数较上月下降 0.2 个百分点至 51.9%，生产扩张有所减缓。从同比来看，较去年同期的 53.3% 下滑 1.4 个百分点，生产意愿仍未实**

际好转。具体来看，8月新订单指数为49.7%，较上月下降0.1个百分点，下游需求仍显疲软。原材料库存指数为47.5%，较上月下降0.5个百分点，表明由于需求疲软，企业补库存意愿不佳。

从进出口方面看，在美联储鹰派降息落地、全球经济持续放缓的背景下，各因素持续打压原油需求，导致8月国际原油价格下滑明显。8月原材料购进价格指数较上月下滑2.1个百分点至48.6%。但同时，原材料出厂价格较上月仅下滑0.2个百分点至46.7%，购进价格指数和出厂价格指数差值持续扩大，中下游企业盈利压力稍缓。另外，8月新出口订单较上月上涨0.3个百分点至47.2%，而8月进口较上月下滑0.7个百分点至46.7%，内需回落压力不断加大。

分企业规模看，大、中、小型企业PMI增速差异有所减小，但增速分化明显，结构恶化态势仍然严峻。大型企业PMI较上月下降0.3个百分点至50.4%，仍处在扩张区间；中型企业PMI为48.2%，较上月下降0.5个百分点；小型企业PMI为48.6%，较上月回升0.4个百分点。在企业规模保护下，贸易摩擦对以国有企业为代表的大型企业影响较小，使得大型企业PMI指数已连续两月处于扩张区间，但与之对应，由于缺乏规模保护，贸易摩擦对中小企业影响更为凸显，两者持续处于收缩区间，且中型企业PMI持续下滑。此外，从业人员指数较上月回落0.2

个百分点至 46.9%，且从同比来看，较去年同期的 49.6% 下降 2.5%，制造业就业情况仍属严峻。

8 月非制造业商务活动指数为 53.8%，较上月回升 0.1 个百分点。其中，新订单指数较上月回落 0.3 个百分点至 50.1%，仍微高于临界点；新出口订单指数提升 1.9 个百分点至 50.3%，自今年 2 月后首次重回扩张区间，非制造业外需有轻微回暖迹象，但持续性仍有待观察。

8 月制造业 PMI 数据再次回落，且仍低于荣枯线。全球经济放缓已形成共识，同时贸易摩擦不确定性持续升高，导致外需疲软，原油价格“跌跌”不休；中国国内经济下行压力逐渐增大，且债务结构性问题高企，导致内需不振。同时制造业就业压力进一步增大。尽管生产指数持续处于扩张区间，但需求端整体收缩，PMI 短期内仍将处于震荡下行寻底阶段。原材料库存指数较上月下降 0.5 个百分点，显示企业仍处于主动去库存阶段，但根据历史库存周期时长来看，本次库存周期或已接近底部位置，未来或有望开启回升。整体来看，8 月制造业 PMI 数据显示出制造业供给端保持扩张，但需求端持续疲软。在上月轻微回暖后重启下行，显示出经济仍处于乍暖还寒时节，下行压力持续增大。

展望未来，在外需方面，在全球经济持续低迷的背景下，中美贸易摩擦的升温将进一步压低外部需求。在内需方面，8



月份，PMI 重启下行再次表明在内需乏力的情况下，中国经济结构性调整短期内难以完成，预计短期内 PMI 仍将维持于荣枯线下震荡，年末或因季节性因素有小幅反弹。就国内经济而言，中期内（2-3 年）将会是以完善地方政府财政结构、化解系统性债务风险为特征的触底企稳；长期（5-8 年）仍要进一步加大研发投入，提升产业发展水平，深化改革开放，扩大市场化改革，激发国内经济发展活力，促进国内经济实现高质量、高效率、可持续增长。

**3. 工业增加值分析与预测。**三大门类工业增加值增速均出现不同程度的回落。具体来看，采矿业增加值同比增长 3.7%，增速较上月回落 2.9 个百分点；制造业同比增长 4.3%，较上月回落 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.9%，回落幅度为 1.0 个百分点。

分经济类型看，国有及国有控股企业增速上升，外商及港澳台投资企业由负转正，股份制企业及私营企业增速下滑。其中，国有及国有控股企业同比增长 4.1%，增速较上月提高 0.4 个百分点；外商及港澳台投资企业同比增长 1.5 个百分点，录得 1.3%；股份制企业和私营企业同比分别增长 5.3% 和 6.0%，增速较上月分别下滑 0.8 个百分点和 1.3 个百分点。

分行业看，8 月份 41 个大类行业中有 32 个行业保持同比增长，但大多数行业增速均有所放缓，中上游行业同比增长幅度

大于下游。第一，从增速的角度来看，除医药、汽车、黑色金属冶炼及压延工业外，绝大多数行业同比增速较上月均出现不同程度下滑，各行业工业生产均承受放缓压力。其中，值得注意的是，自2016年末起连续保持两位数同比增速的计算机、通信和其他电子设备制造业在7月份和8月份连续两月回落，8月仅录得4.7%。第二，从同比数据绝对值来看，中上游行业同比涨幅相对较大。上游行业中，黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业同比分别增长10.4%和8.5%；中游电器机械和器材制造业、非金属矿物制品业同比分别增长10.0%和8.1%，以上行业同比涨幅居于41个大类行业前列。

分地区看，除东北地区工业增加值同比略有增长外，其余地区工业增加值同比均出现不同程度回落。8月份，东部地区增加值同比增长2.8%，中部地区增长6.5%，西部地区增长5.3%，东北地区增长3.0%。

从某种角度上，8月份工业增加值数据是2019年总体工业生产情况的“缩影”，数据呈现出“总体上各行业增长承压，结构上呈现上游优于下游”的特点。事实上，8月份的单月数据或许存在一定的偶然因素，但综合1-8月的累计同比数据，更为明显的反映出了中上游行业同比增长优于下游的情况。1-8月，黑色金属冶炼和压延加工业，有色金属冶炼和压延加工业，电气机械和器材制造业，以及与基建高度相关的铁路、船舶、航空

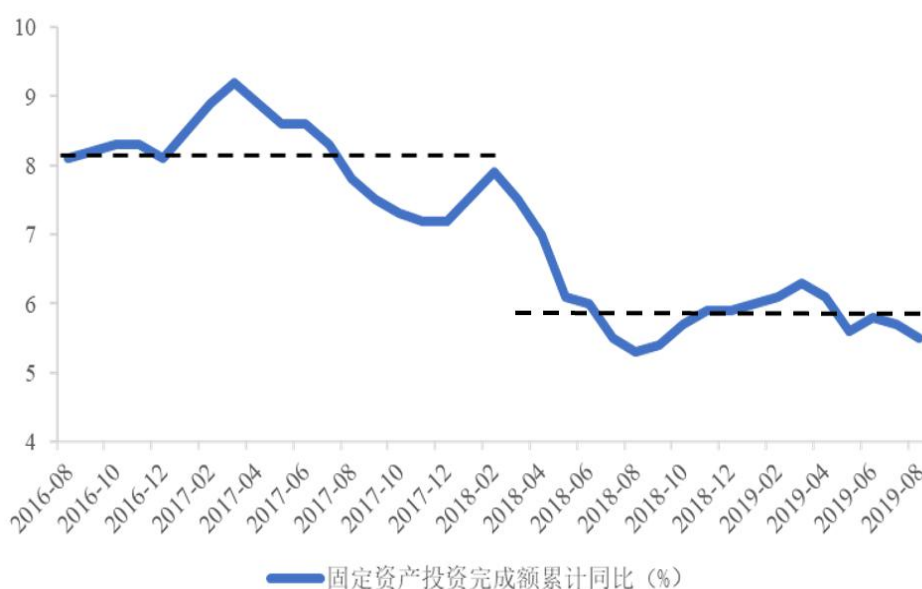
航天和其他运输设备制造业增加值的同比增长幅度位列主要行业前列，而纺织业、汽车制造业、农副食品加工业等下游工业同比增长则较为缓慢。究其原因，主要有以下两点。第一，中上游行业企业以控制绝对资源的大型企业，尤其是大型央企、国企为主。在2018年下半年开始的“货币松、信用紧”的资金环境中，大型央企、国企成为最主要受益人，获得了大量“便宜”的资金，加之2018年下半年大宗矿产价格迎来强势复苏，大型中上游企业扩大生产的能力及意愿均有所增强。以采矿业部门为例，虽然采矿业工业增加值8月同比增速有所回落，但在6月、7月两个月，分别取得了7.3%和6.6%的高增长，与近年来最高的连续两月同比增长（2014年6月、7月）几乎持平。采矿业工业增加值高增长的背后，是2019年初以来采矿业固定资产投资的长期同比两位数高增长。而民营企业扎堆的中下游行业，起先受制于上游原材料价格上涨挤压利润空间以及“信用紧缩”导致的资金紧张而“被动收缩”，进而又演变为终端消费需求不足（汽车行业尤为明显）且投资收益难以匹配资金成本而被迫“主动收缩”，这就导致了中下游行业增长乏力。第二，以纺织业为代表的较低端中下游企业受贸易摩擦影响较为严重，在全球经济不景气，且贸易摩擦形势不明朗的情况下，中下游制造业难有起色。而外部环境对工业生产的不利影响，在地区上亦有所体现，受外贸需求影响较为明显的东部地区，2019年以

来的同比增长速度远逊于此前数年。此外，有一点需要注意的是，作为“新经济”增长点的高技术产业，7月、8月同比增长仅为6.1%，增速较前期（自2018年9月有数据统计起连续两位数增长）有明显回落。概括来讲，内外需均不佳，加之“宽信用”仍需时日，导致当下工业生产端既存在总量问题，又有结构问题。而问题的关键在于中下游企业既承压于上游，又面临终端需求不足。长期来看，中下游行业的困境如不能解决，最终将反噬上游企业，上游企业降成本并非最佳解决途径。生产端问题能否化解，还是要看消费需求能否有效增长。而国内消费需求，既受制于此前房地产消费催生的居民高杠杆的负效应，又并未明显受益于早期的减税降费，靠私人部门自发性扩大消费可能性微乎其微。如进一步宽松的货币政策不能在企业融资和促进杠杆消费上取得奇效，工业生产亦难有明显起色。

**4. 月度固定资产投资分析与预测。**固定资产投资增速再次下跌，刷新年内最低值。其中，第一产业投资增速降幅扩大，第二产业投资增速再次回落，第三产业投资增速小幅提升，基建投资开始回暖。具体来看，第一产业投资11005亿元，同比下降3.4%，降幅比1-7月份扩大2.2个百分点；第二产业投资131824亿元，增长2.1%，增速较上月回落1.3个百分点；第三产业投资257799亿元，增长7.3%，增速小幅提升0.3个百分点。

其中，基础设施投资同比增长4.2%，增速比1-7月份加快0.4个百分点。

从近4年来的固定资产投资走势可以看出，自2018年8月份以来，固定资产投资的增速整体呈现出“横盘”的水平走势，且与2年前高企的数值产生了明显的对比。之所以会出现这种情形，主要在于过去金融高杠杆条件下推动的需求以及过剩产能在“去杠杆”背景下的持续收缩。



月报在以往的分析中曾多次提及“金融挤出”的概念。它主要是指在全球宽松货币政策的催生下，金融市场形成了排他性闭环，金融资产投资收益率远远高于实体经济投资的收益率，以至于不仅金融机构不愿意借钱给实体经济，本来在实体经济里的资金还流向了金融市场。快速的金融发展抑制或挤出了实体经济的增长。然而，随着“金融挤出”对实体经济弊病的逐渐显现，金融监管和宏观审慎成为了全球经济决策者的主要议题，

而伴随后者的则是脱离金融杠杆后的全球经济持续性回落。就我国而言，自2017年提出金融去杠杆以来，我国金融主导下的过剩产能开始不断被释放出来，金融杠杆刺激下的需求也迅速减少，叠加全球经济的放缓，国内需求自2018年以来开始呈现持续性的疲软状态，与此相对应的，则是固定资产投资增速长达2年多的水平横盘现象。尽管2019年以来，政府尝试通过“基建补短板”“全面及定向降准”等措施来刺激国内需求，但政策刺激的收获甚微，固定资产投资增速长期在5%-6%之间徘徊。

具体到本月，第二产业投资增速高位回落，验证了我们在上月提出的“第二产业回暖持续性存疑”的结论。分项来看，制造业投资增长2.6%，比1-7月回落0.7个百分点。这表明4月份开始实施的制造业增值减税措施已逐渐落地，政策效果边际趋向于零。与此同时，化学原料及化学制品制造业、医药制造业仍然能够保持较高增速，而通用设备制造业、汽车制造业等下游行业的投资则继续萎缩。央行释放的“宽货币”仍然维持在上游，随着上游行业的复苏和产品出厂价格的提高，中下游行业的利润空间被进一步压缩。尽管计算机、通信和其他电子设备制造业等高技术产业投资增长较快，但制造业结构的分化和转型很难在短期内改变，预计未来制造业增速仍会随着刺激政策的实施而不断震荡变动。第三产业投资增速小幅回升，“基建补短板”政策效应开始显现。基建投资增速自7月下落后小幅反弹，

同比增长4.2%，较前值回升0.4个百分点。年初的基建补短板政策效果开始显现，当前经济下行压力加大会迫使地方政府再次通过刺激基建来提升经济。考虑到近段时间中央反复提及“六稳”而不言“去杠杆”，因此，未来地方政府会大概率通过举债加杠杆来继续为基建融资。

分地区来看，东部、中部、西部地区全面回落。东部地区投资同比增长3.8%，增速比1-7月份回落0.7个百分点；中部地区投资增长9.3%，增速回落0.1个百分点；西部地区投资增长5.2%，增速回落0.4个百分点；东北地区投资下降4.3%，降幅扩大0.6个百分点。分经济类型来看，内资企业、港澳台企业以及外资企业也全面回落。其增速分别为5.6%、1.7%和2.5%，回落0.3、0.2以及1.1个百分点。

房地产开发投资继续小幅回落，土地购置面积降幅扩大，销售面积降幅有所收窄。1-8月全国房地产开发投资84589亿元，同比增长10.5%，增速比1-7月份回落0.1个百分点。其中，房屋新开工面积增长8.9%，增速继续回落0.6个百分点；房屋竣工面积下降10%，跌幅收窄1.3个百分点。企业土地购置面积同比下降25.6%，较上期跌幅收窄3.8个百分点。土地成交价款下降22%，较上期跌幅收窄5.6个百分点。商品房销售面积同比下降0.6%，降幅较1-7月份收窄0.7个百分点。8月末，商品房待售面积49784万平方米，比7月末减少92万平方米。国房景气

指数为 100.94，比 7 月回升 0.04 点。房地产企业融资环境进一步收紧，到位资金增速回落 0.4 个百分点至 6.6%。

尽管已连续四个月回落，但房地产投资数据并未出现失速下行趋势，反而呈现出一定的韧性，无论是房屋竣工面积还是土地购置面积，无论是商品房销售面积还是待售面积，其增速回落的幅度均呈现不同程度的收窄。房地产投资的韧性在本月新增中长期贷款数据中得到了体现，8 月份，新增中长期人民币贷款为 8825 亿元，为今年除去春节效应后的最高点。事实上，尽管近几次的中央政治局会议反复强调不以房地产投资作为刺激经济的手段，在政策执行层面上甚至对房地产市场有“一刀切”的倾向，然而在整体经济不景气的背景下，房地产投资的韧性仍然较大。“一棍子打死”房地产不现实，也得不偿失。太和财经预计房地产投资和销售增速大概率持续走低，但不会失速下跌。而房地产市场对于企业信贷以及居民贷款造成的挤压也很难在短期内得到改善。

1-8 月固定资产投资增速继续回落，制造业投资增速在小幅回升后再次下滑，基建投资增速有所回调。我们认为，近两年来，固定资产投资的“水平”型走势主要是由于过去金融高杠杆条件下推动的需求以及过剩的产能在“去杠杆”背景下持续收缩造成的。由于中国正处于“八年抗战”经济转型期，政策刺激的效率在不断走低。本月制造业投资的下滑和基建投资的上行正



是上述逻辑的充分展现：前者归因于“减税降费”政策落地后刺激效率的消失，后者则在于“基建补短板”政策效果的逐渐显现。预计未来固定资产投资增速仍将随着政策性的短期刺激而在5%-6%左右横盘震荡。

在房地产投资方面，尽管房地产投资增速已连续4个月下滑，但其各项数据均较为平稳，甚至出现了降幅缩小的情形，再次体现了地产在回落过程中所释放的韧性。实际上，政府已经反复强调“房住不炒”的核心理念，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，都是对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回归房地产的可能；另一方面，政府对房地产行业的管控不会矫枉过正。因此，未来房地产投资的韧性仍然继续存在，但震荡下行的趋势已不可避免。

**5. 社会消费总额分析与预测。受汽车销售负增长拖累，8月数据如期下滑。**从7月份开始，统计局开始公布除汽车外消费总额，数据表明除汽车外消费没有如整体数据那么不佳，基本保持平稳。但是，也从侧面反映了汽车销量下滑对整体消费数据拖累的严重程度。汽车市场不景气的根本原因在于市场阶段性饱和以及高负债下居民消费能力下降。这两点都是长期性问题，叠加当前经济增速下滑和短期内很难有奏效的车市刺激

性政策，预计在未来的一段时间内，汽车销售的疲软会继续拖累全社会整体消费增速。

从消费类型看，必需品的表现优于非必需品。必需品中，粮油食品类、饮料类、烟酒类和日用品类分别同比增长 12.5%、10.4%、12.6%和 13.0%。这类商品的消费金额增长部分源于食品价格的持续上升而需求价格弹性较低。而非必需品中，化妆品类、金银珠宝类、家用电器和音像器材类、通讯器材类、建筑及装潢材料类分别增长 12.8%、-7%、4.2%、3.5%、5.9%。整体来看，非必需品整体涨幅不高。可以看出，经济下行和收入增长缓慢制约了非必需品的消费，但是值得指出的是，非必需品的价格弹性和收入弹性较大，其消费量在一定程度上反映了经济的真实购买力，也是推动经济增长的重要动力。当前非必需品消费增长缓慢正反映了中国经济面临的困境。同时，值得我们关注的是，近几个月内家具、装潢消费等房地产开发相关的消费较去年有明显的下滑，这说明年初调控房价的政策已经初步见效。预计随着 7 月以来针对房地产行业融资和个人按揭贷款的限制政策影响逐渐落地，房地产行业对个人消费能力的挤占会有所缓解，社会消费逐步恢复。

在网络消费方面，1-8 月，全国网上零售额 6.44 万亿元，同比增长 16.8%。其中，实物商品网上零售额增长 20.8%，较 1-7 月回落 0.1 个百分点，而其占社会消费品零售总额的比重则较上

月持平，达到 19.4%。实物商品网上零售额中增速较高的仍然主要是吃、穿以及用类商品，增速分别为 30.6%、19.7%和 20.2%。

8 月的社会消费数据较为不佳，以 7.2% 的增速创下了近五年以来的次低点。从表象来看，汽车销售的严重下滑对社会消费的拖累最大，其次是非必需品消费的增速不佳。但是，其背后的根本原因在于早期用力过猛的消费刺激政策、居民负债较高以及居民实际可支配收入增长不足。2016 年年底结束的购置税优惠政策、今年 7 月落地的国六标都对市场起到了较强的短期刺激作用，将大量的需求前移。因而，目前汽车市场的低迷就不足为怪了。根据当前的汽车市场容量和潜力来看，市场仍处于消化刺激性政策后遗症的阶段，叠加不佳的宏观经济形势，预计短期内难以对消费起到提振作用。而居民负债和实际可支配收入更是有待长期逐渐改善的问题。今年以来的个人减税政策对消费的刺激作用不佳，主要原因还是房地产行业的挤占作用和早期负债的负面影响。预计随着房地产行业限制政策逐步凸显和居民资产负债表的修复，社会消费有望最快于年末出现边际性改善，但是由于汽车行业的拖累和整体经济实质性向好的拐点尚未到来，对于社会消费的改善幅度不宜过于乐观。

**6. 进出口数据分析与预测。**8 月出口同比增速下滑且低于预期，进口增速回落显著，衰退型顺差延续。具体而言，以人

人民币计，8月出口增速为2.6%，低于预期，而以美元计则是下降1%。可见，本轮人民币汇率贬值在一定程度上支撑了出口增速。但是，在中美贸易摩擦波折不断、全球经济依旧疲软的背景下，人民币贬值对于出口的对冲作用并不明显。另一方面，进口增速为-2.6%，创下2019年的新低，政策性刺激并没有改善内需的不景气现象，因此，总体而言，8月份进出口仍然呈现出衰退型顺差的走势。

分国别来看，8月仍然延续前期态势，对欧盟、东盟和日本等主要市场进出口稳定增长；对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体；对美进出口继续下滑。前8个月，欧盟为我国第一大贸易伙伴，中欧贸易总值3.15万亿元，增长9.7%，占外贸总值的15.6%。其中，对欧盟出口1.9万亿元，增长11.8%；自欧盟进口1.25万亿元，增长6.7%；对欧贸易顺差6597.9亿元，扩大22.9%。东盟为中国第二大贸易伙伴，与东盟贸易总值为2.74万亿元，增长11.7%，占我外贸总值的13.6%。其中，对东盟出口1.53万亿元，增长15.7%；自东盟进口1.21万亿元，增长6.9%；对东盟贸易顺差3295亿元，扩大65.4%。美国为我国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为2.42万亿元，下降9%，降幅扩大0.9个百分点。其中，对美国出口下降3.7%，降幅扩大1.6个百分点；自美国进口下降23.5%，降幅缩小0.5个百分点；对美贸易顺差1.33万亿元，扩大7.7%，增速缩小3.4个百分点。8

月份，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 5.83 万亿元，增长 9.9%，高出整体增速 6.3 个百分点，但较上月回落 0.3 个百分点。

从 8 月数据来看，我国与欧洲、东盟以及“一带一路”沿线国家贸易往来较为稳定，其中，我国对东盟进出口进一步提升，对“一带一路”沿线国家进出口增长迅猛。在美国方面，受中美贸易摩擦影响，我国对美出口、进口均下滑明显，对美贸易顺差扩大。8 月份，中美贸易关系紧张加剧，特朗普在关税问题上态度强硬，尽管中美再次开启了贸易谈判，但能否达成一致协议依然不得而知，预计未来中美贸易摩擦仍然持续，对美国进出口将继续承压。在欧洲方面，8 月份，欧元区制造业 PMI 录得 47.0，且多数国家的 PMI 指数处于荣枯线以下，欧盟更是连续 7 个月低于荣枯线，预计未来出口数据仍可能回落。

分企业类型看，民营企业已成为带动我国进出口的主力军。8 月份，民营企业进出口 8.49 万亿元，增长 11.2%，占外贸总值的 42.2%，比去年同期提升 2.9 个百分点。其中，出口 5.61 万亿元，增长 13.7%，占出口总值的 51.2%；进口 2.88 万亿元，增长 6.6%，占进口总值的 31.3%。民营企业进出口快速增长，所占比重提升，成为拉动我国进出口的主要力量。

进口方面，无论是以美元计还是以人民币计，8 月份进口均下滑明显，其中，以人民币计进口更是刷新了今年进口增速

的新低。这一方面与国内经济下行、内需疲软有关，另一方面也在一定程度上与人民币汇率贬值密切相关。

从进口产品结构看，机电产品、劳动密集型产品出口均保持增长。原油、煤、天然气等商品进口量增加，铁矿砂、大豆进口量减少。价格方面，原油价格下跌明显，而天然气价格有所回升。具体而言，前8个月，我国进口原油3.28亿吨，增加9.6%，进口均价为每吨3285.7元，下跌0.1%；煤2.2亿吨，增加8.1%，进口均价为每吨537.6元，下跌6.2%；天然气6304万吨，增加10.3%，进口均价为每吨2988.4元，上涨15.7%；大豆5632万吨，减少9.2%，进口均价为每吨2731.9元，下跌1.7%。8月进口增速的继续下行，再次显示出了内需的疲软。同时，在人民币计价数据上，8月进口增速较7月份大幅回落3.3个百分点，高位低于去年同期22.1个百分点，这与人民币汇率在8月份高速回落紧密相关，在内需走弱的情况下，美元指数“回弹”加大了离岸人民币贬值的压力，在8月末，离岸人民币已经逼近7.20，无疑进一步压低了进口数据。

8月进出口数据仍表现不佳，出口同比增速下滑且低于预期，进口增速回落显著，衰退型顺差延续。自8月1日，美国总统特朗普再次表示将对额外3000亿美元的中国商品加征10%的关税以来，中美贸易摩擦再生波澜，尽管其在8月中旬表示推迟增税时期，中美双方也开展了多轮贸易谈判，但并未达成

建设性的共识。同时，考虑到日欧各国的制造业 PMI 仍然处于荣枯线以下，外需的不稳定性再次加剧，未来出口仍然难有起色。

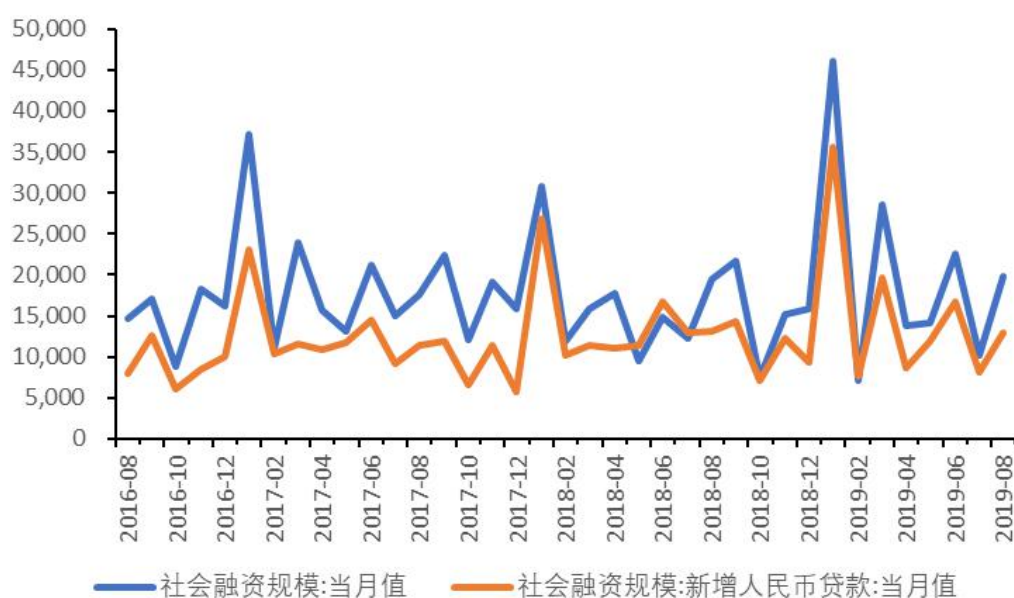
在进口方面，经济的持续走弱、内需疲软仍然是拉低进口的重要因素，但 8 月份人民币汇率的加速贬值叠加中美贸易战的升温则再次压低了本轮进口数据。9 月以来，人民币汇率呈现了回弹的走势，近期的“全面降准”与“定向降准”并行的稳健宽松型货币政策以及“六稳”工作的稳步推进也能够在一定程度上对冲不断下行的经济增速。然而，正如太和财经反复指出的，在全球宽松周期即将开启、国内需求仍然不振以及“八年抗战”艰难转型的背景下，未来进口数据仍有进一步回落的可能，衰退型顺差的压力或将持续增大，贸易形势并不容乐观。

## **二、中国金融数据点评**

### **（一）中国金融数据评析**

2019 年 8 月新增社会融资规模 1.98 万亿元，较去年同期多增 376 亿元，预期 1.60 万亿元，前值 1.01 万亿元；金融机构新增人民币贷款 1.21 万亿元，同比少增 665 亿元，预期 1.16 万亿元，前值 1.06 万亿元。8 月 M2 货币供应同比增长 8.2%，预期 8.4%，前值 8.1%；M1 货币供应量同比增长 3.4%，较前值高 0.3 个百分点。

信贷环比反弹，社融略高于预期。8月社融数据较为平稳，略好于预期主要得益于信贷的修复和非标收缩幅度收窄。分析各项细分数据：对实体经济发放的人民币贷款增加1.3万亿元，同比少增95亿元；委托贷款减少513亿元，同比少减694亿元；信托贷款减少658亿元，同比少减27亿元；未贴现的银行承兑汇票增加157亿元，同比多增936亿元；地方政府专项债券净融资3213亿元，同比少893亿元。

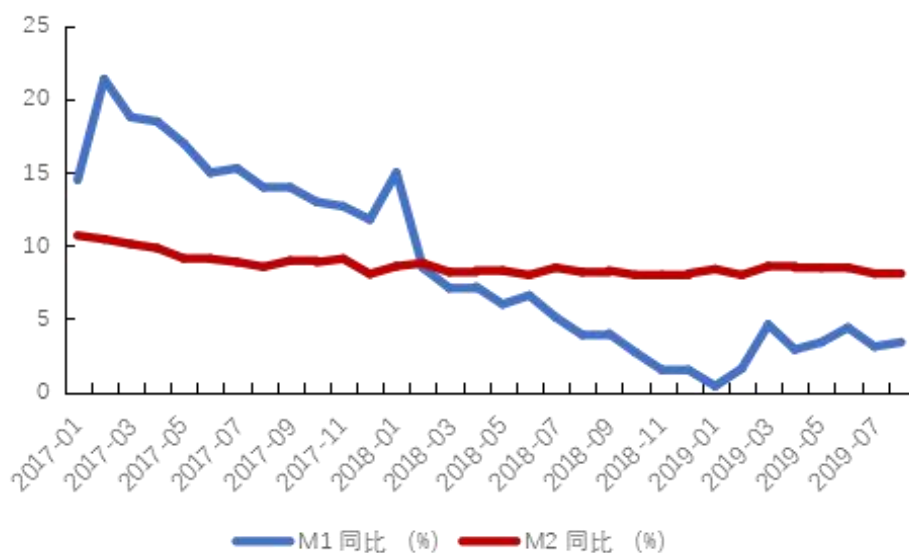


从信贷结构来看，企业短期贷款依然保持减少的趋势，中长期贷款则继续增长。住户部门贷款整体保持稳定，短期贷款增加1998亿元，中长期贷款增加4540亿元。值得关注的是，近期的企业短期贷款数据较为不理想，其主要原因在于企业扩大生产的意愿不强，其中尤其需要关注中小企业的经营问题。不难看出，8月的信贷数据与PMI分项数据中的生产指数严重背离：8月，生产指数为51.9%，比上月回落0.2个百分点，表



明制造业生产总体继续保持扩张。而企业短期贷款自7月份起就开始了负增长，8月份继续负增长，尤其7月份遭遇了断崖式下滑。我们认为，生产指数和信贷数据背离的主要原因是中小型企业生产经营遭遇了较大困境。PMI中大型企业的占比较大，因而整体的PMI数据看起来尚可。而企业短期贷款中，中小型企业占比较高，所以中小型企业严重拖累了企业短期贷款数据。这点可以从不同规模企业PMI数据得到印证：8月，大型企业PMI为50.4%，低于上月0.3个百分点，仍位于扩张区间；中型企业PMI为48.2%，比上月下降0.5个百分点，位于临界点之下；小型企业PMI为48.6%，比上月回升0.4个百分点，位于临界点之下。另外，值得我们警惕的是，银行向中小企业提供的主要贷款品种也以一年期以内的贷款为主。因此，我们认为中小企业融资困难和经营困难是近期企业短期贷款数据下滑的根本原因。

**M2增速略涨，但是仍不及预期。**8月，M2余额同比增长8.2%，低于上月0.1个百分点，与去年同期持平。M1余额同比增长3.4%，较上月增速提高0.3个百分点，低于去年同期0.5个百分点。8月M1、M2剪刀差稍微收窄，但维持在-4%以上的高位，企业经营活跃度不容乐观。



## (二) 中国货币及金融政策走势预判

8月金融数据略高于预期，较7月也有较大改善。但是，不容忽视的是，8月金融数据总量并不理想，较7月的反弹也有部分季节因素的贡献。同时，金融数据结构方面的问题更为突出：企业短期贷款持续负增长。正如上文中指出的，企业短期贷款负增长是整体性问题，其背后隐藏着中小型企业的经营困难和融资困难的结构性问题。大型企业固然是经济增长的领头羊，但是中小型企业对经济增长的贡献是不容忽视的：我国中小企业占据企业总数的90%以上，占60%以上的GDP，解决了80%以上的城镇劳动就业。因此，当前中小企业的困境不仅是经济问题，也是非常重要的社会问题。从历史经验和信贷数据可知，大型企业的一枝独秀是难以弥补中小型企业的经营下滑的。

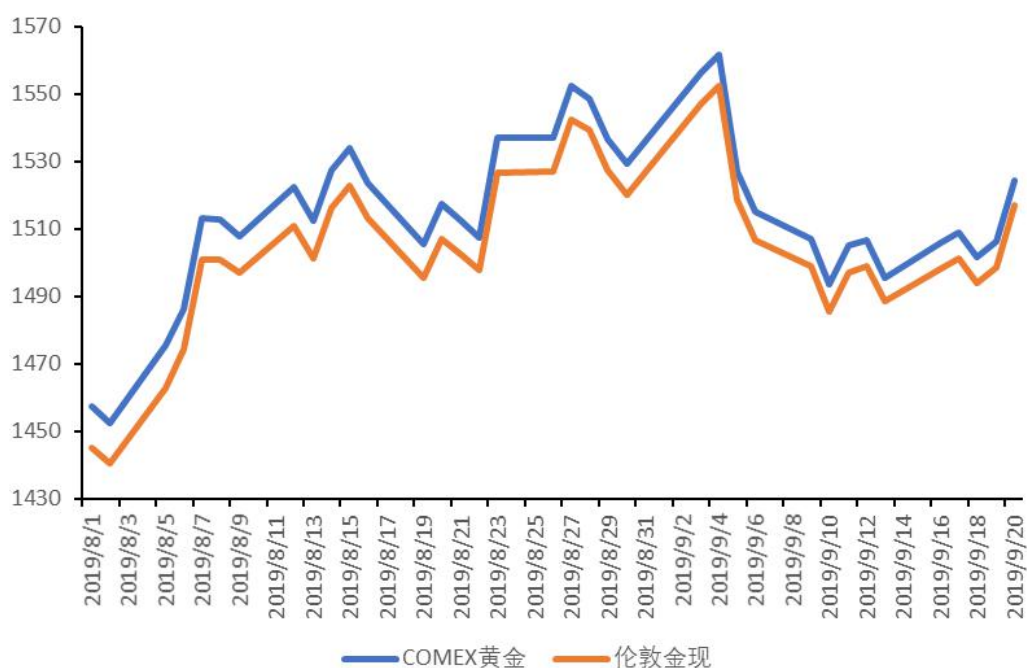
对于后期社融数据，我们认为还需要关注两点。一方面，房地产限制政策的影响在逐渐凸显。7月份以来，监管部门加

强了对房地产信托、房地产债券、房开贷等涉房信贷以及个人按揭贷款的限制。就历史经验看，政策的影响是逐步释放的，我们预计本轮限制性政策的影响会有1-2个季度的滞后期，大概在年底显现。另一方面，9月份将完成地方政府专项债的发行，地方政府专项债很难对四季度社融起到支撑作用。因此，我们对今年后期的社会融资数据持较为谨慎的态度。

### 三、全球金融市场走势预判

#### (一) 大宗商品市场评析

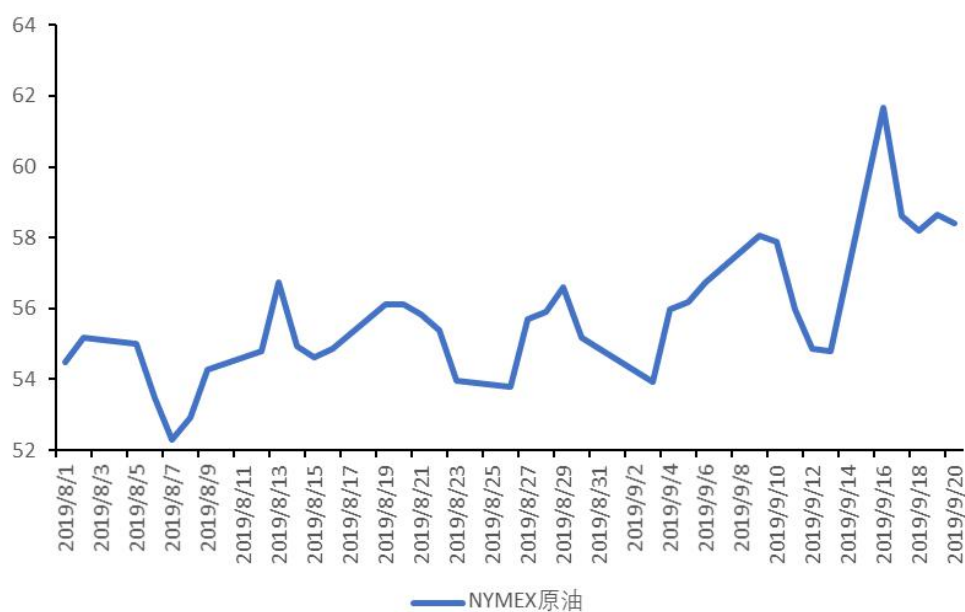
1. 黄金价格分析。2019年8月至9月中旬，黄金价格呈现先上行后下跌的倒“V”字形走势，期间COMEX黄金一度上探至1566.2美元/盎司。截止2019年9月20日，纽约商品交易所黄金期货、国际现货黄金分别收于1524.4美元/盎司、1517.06美元/盎司，分别较8月1日上涨4.59%和4.98%。



**2. 黄金价格预测。**近期，黄金价格继续上探，在9月4日黄金现货上攻至1557.10美元/盎司，创下近六年以来的最高点。但是，之后黄金价格开始逐步回调：截止9月20日，相较最高点，国际现货黄金回落约40美元/盎司。进入2019年之后，全球各国央行的宽松政策逐渐明确。截止9月20日，全球已经超30家央行宣布降息，尤其美国在8、9月各降息1次，全球降息潮意味着全球宽松已然来袭。宽松的货币环境导致全球范围内的货币泛滥，进而推动了黄金的货币价格上升。另一方面，在黄金价格上涨初期，基于全球经济增长放缓的大背景，黄金的避险特性得以凸显，而相比于收益率处于低位的发达国家主权债券，黄金具有良好的投资价值。随后在金价主升期，又吸引了大量投机性交易盘入场，进一步推高了金价。然而，在此前一个月中，支撑黄金价格的基本面因素并没有发生明显的改变。而金价在游资入场的支撑下，已经逐渐脱离避险的相对价值区间，投机炒作反而成为了影响近期黄金价格的短期因素。在逆全球化趋势日益严重，贸易战愈演愈烈，全球经济增长放缓，地缘政治事件屡屡发生乃至升级的全球经济、政治大环境中，黄金价格中长期仍存在一定的上涨空间，但考虑到短期金价已出现投机溢价，我们判断黄金价格的顶部大概率将在年内出现。

**3. 原油价格分析。**8月至9月中旬，原油价格呈现先震荡后上行的震荡走势。从8月初到9月上旬，国际原油期货价格基

本在 52-56 美元/桶的价格区间反复震荡，之后受沙特油田遇袭的影响，原油价格迅速反弹，一度上探至 63.89 美元/桶。截止 9 月 20 日，国际原油期货收于 58.39 美元/桶，较 8 月初上涨 7.16%。



**4.原油价格预测。**8月初至9月上旬的原油走势基本符合我们的判断，但是9月中旬意外的地缘政治事件超出了我们之前的预期。尽管如此，我们依然认为从中长期来看，原油价格走低是大概率事件。

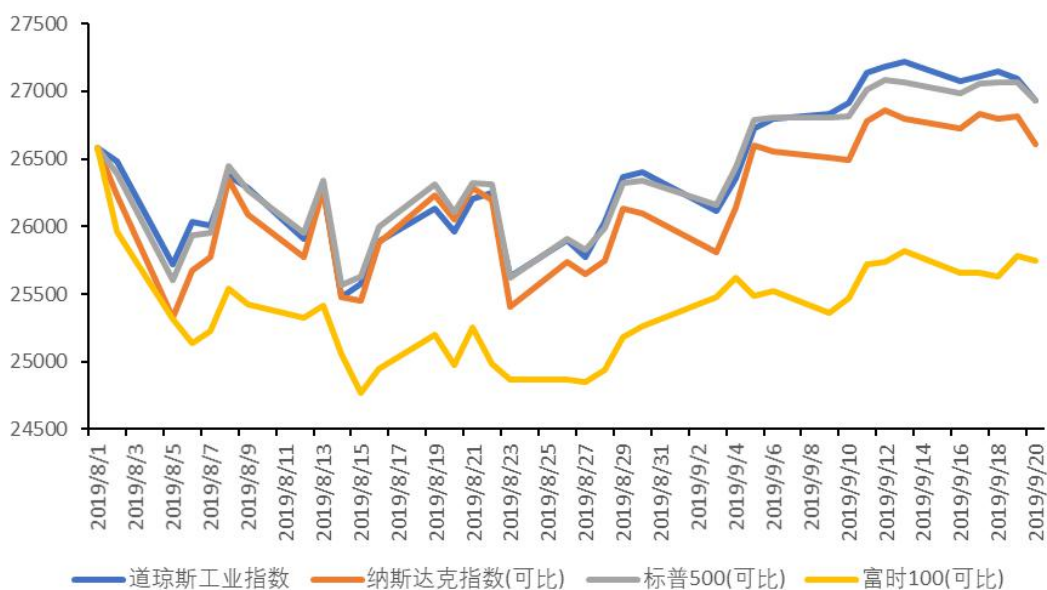
虽然沙特关键原油设施遭受无人机攻击，导致其关闭一半原油产能，同时石油输出国组织（“欧佩克”）同意要求伊拉克和尼日利亚达成减产来抑制原油供应。但我们也要看到，事件发生后，沙特原油产量恢复速度超出市场预期，在市场情绪缓和后，油价也迅速回调。

另外，更值得我们关注的是，原油需求增长减缓的压力仍在限制油价。9月公布的IEA月度原油市场报告预计，2019年原油需求增速预期维持在110万桶/日，2020年原油需求增速预期维持在130万桶/日。而欧佩克也将2019年原油需求增速下调8万桶至102万桶/日，将2020年全球原油需求增速下调6万桶至108万桶/日。这表明，各大机构对今明两年的全球原油需求预期都显得十分悲观。

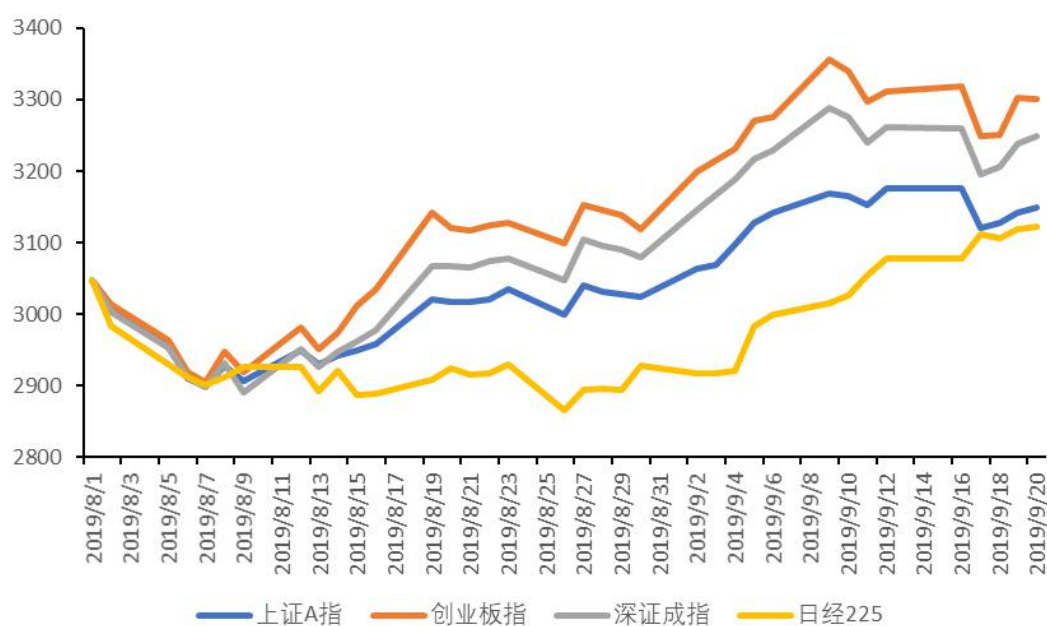
因此，虽然欧佩克不断在减产协议上做文章，地缘政治也会对油价产生影响，但是我们认为供需关系的变化才是原油价格变化的根本动力，所以中长期来看，我们认为原油价格还有下调的空间。

## **(二) 全球股票市场评析**

**1. 欧美股市评述。**8月至9月中旬，欧美股市都呈现先震荡后下跌，再反弹的态势，欧美股市的节奏基本保持一致：整个八月呈现微跌的态势，之后在9月反弹。截止9月20日，道琼斯工业指数收于26935.07点，纳斯达克指数达到8117.67点，标普500收于2992.07点，富时100收于7344.92点，相较于8月初，分别变动了1.32%、0.08%、1.30%和-3.16%。



**2. 亚洲股市评述。**8月至9月中旬，亚洲股市整体走势与欧美股市有一定不同，呈现先震荡后上涨的态势。截止9月20日，上证A指、创业板指、深证成指分别收于3149.62点、1705.05点、9881.25点，相较于8月初，分别上涨3.37%、8.34%、6.62%。



**3. 全球未来股市走势分析。** 美股方面，6月以来，美国居民收入增速由5%降至近6个月的新低4.6%，密歇根大学消费者信心指数也由100大跌至最低的89.8，创近3年新低。同时，美国劳工部公布了美国8月非农报告。美国8月季调后非农就业人口增加13万人，预期为增加15.8万人，前值为增加16.4万人；美国8月失业率录得3.7%，预期值和前值为3.7%。美国9月份陆续出炉的经济数据表明美国基本面虽然看似稳健，实则已经呈现疲软的态势。消费是美国经济增长的重要发动机，单从这一数据来看，美国近期的经济看似尚可。但需要指出的是，美国的就业数据自今年下半年以来一直不是非常理想。消费的表现与就业产生了背离，我们认为其主要原因是贸易摩擦下的“抢消费”行为。伴随“抢消费”效应衰减，以及就业市场景气下滑，美国私人消费未来或拖累美国经济进一步下行。

国内A股方面，从8月份的基本面来看，金融数据总量尚可，但是结构仍在恶化，消费数据依然不景气，工业数据也没有明显改善，因此我们认为经济的探底还在继续。同时，考虑到日欧各国的制造业PMI仍然处于荣枯线以下，外需的不稳定性再次加剧，未来出口变数较大。在各项经济数据全面萎靡的情况下，“新经济”也难以独善其身。而内需方面，受制于此前房地产消费催生的居民高杠杆的负效应，私人部门短期内自发性扩大消费可能性微乎其微。因此，我们认为虽然当前经济数



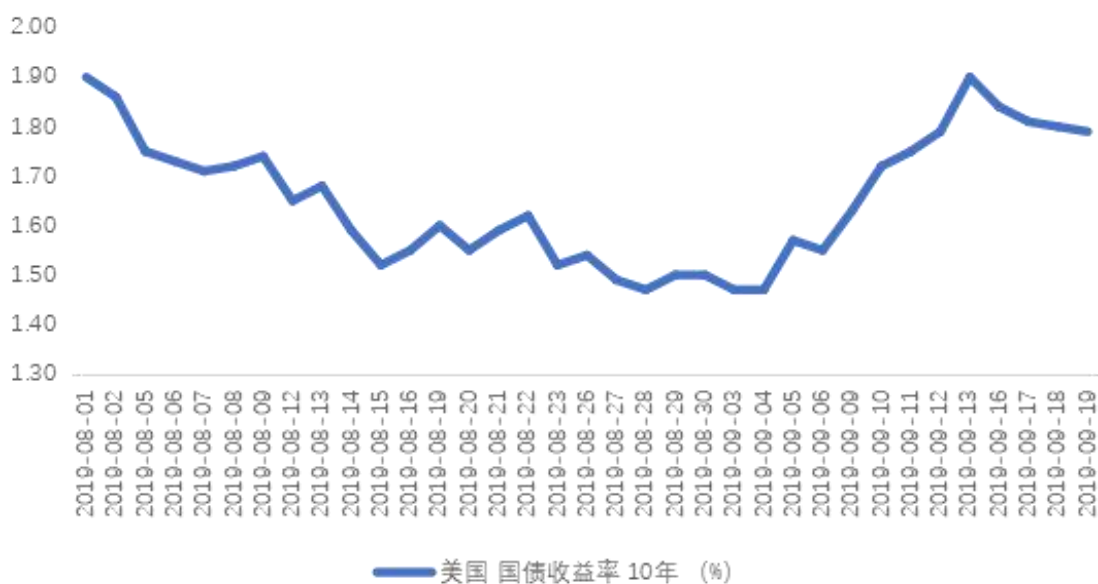
据里有着部分改善的因素，但是不宜认为探底已经结束，反弹就在眼前。我们认为经济继续磨底将会是未来一段时间内的主题。

另外需要强调的是，中美贸易谈判虽然又再次重启，但是我们依然坚持之前的判断，即中美之间的矛盾短期内难以解决，对本轮谈判的成果不必过于期待，达成实质性协议的可能性微乎其微。

综上所述，无论是美国经济，还是中国经济目前都有着不小的问题，在宏观基本面遭遇困境的情况下，股市作为经济的晴雨表，难以出现大幅度的反弹。同时，短期内也难以看到实质性的改善因素，因此我们认为从中短期来看，股票市场难有较大起色，甚至不排除在极端事件和市场情绪的作用下出现一定程度的回调。

### **（三）全球债券市场评析**

**1. 美国国债市场评述。**自9月6日中美宣布将于10月进行“认真磋商”后，美国市场避险情绪大幅回落，VIX指数由最高24回落至12-14附近。相应的，10年期美债收益率急剧上行，最大上行幅度超过40bp。



9月17日，美国短期融资市场遭遇了“钱荒”，美联储10年来首次开启正回购，于9月17日和18日分别向一级交易商注入了532亿美元和750亿美元的流动性。此次“钱荒”的导火索是9月中旬连续的税期和770亿美元国债缴款造成银行体系内的资金紧张。而从本质上来讲，由于财政部大量增发国债，导致一级交易商手中的现金被国债锁定。而中国、日本等主权国家对美债需求下降，加之国债收益率过低所导致的国内需求外流，又使得一级交易商被迫“长期增持”国债，资金压力雪上加霜。

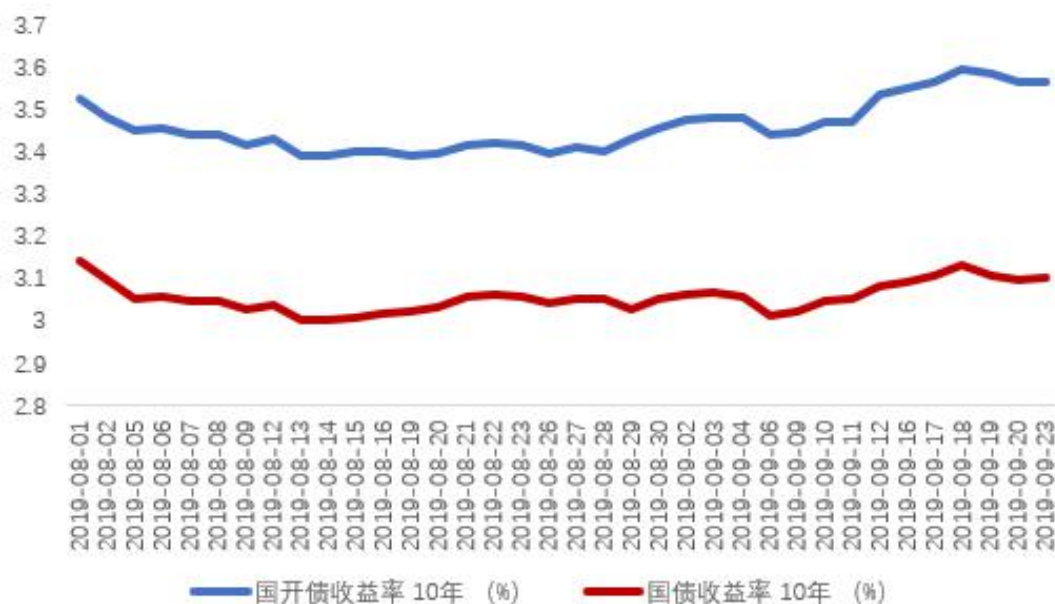
**2. 中国债券市场分析。** 货币政策和公开市场操作方面，在九月初国务院常务会议针对货币政策提出“加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”后，央行宣布自9月16日起全面降准0.5个百分点，并额外对省内经营的城商行定向降准1个百分点，预计将释放共计9000亿元的资金。此后央行于降准后第一个交易日，仍缩量续作了2000

亿一年期 MLF，此举多少有些出人意料。此前市场普遍预期降准生效后央行会不续作，以对冲降准资金对流动性的过度冲击。而更加出人意料的是，在降准和续作 MLF 的双重加持下，中秋节后一周市场流动性却趋于紧张。9月19日、20日和23日，央行连续三天进行逆回购操作，共计释放逆回购资金3200亿元，以维持市场流动性稳定。此外，值得投资者注意的是，央行并未下调 MLF 利率，在新的 LPR 机制下，原价续作 MLF，向市场传达了大概率不会降息的信号。而最新一期 LPR 利率，一年期 LPR 下调 5BP，五年期 LPR 保持不变，变动幅度不大。

利率债方面，8-9月份，利率债市场行情走出了一波回调行情。在上月的报告中，我们曾提到目前10年期国债和国开债收益率曲线趋平，长短期利差被进一步压缩导致“牛平”现象已经相对明显，而在基本面内忧外患的压力下，利率债仍有向下压力，但需警惕反弹发生。实际上，在8月20日前后10年期国开债收益率略微跌破3.4%后，此后几个交易日国开活跃券在3.4%关口上表现出了较强的韧性。而自9月初，利率债收益率开始出现较大级别回调，10年期国开债收益率从最低3.39%一路上行至3.60%附近，10年国债收益率亦从3.0%上行至3.1%附近。而引导此轮利率债回调的最主要因素在于，市场对中美贸易战摩擦预期发生转变。9月6日，商务部发表声明称，中美将在10月初举行新一轮贸易磋商，并在通报中使用了“认真磋商”的

表述，而美方通报亦使用了“**Serious talk**”字样。因此，市场对于中美贸易摩擦持续恶化的悲观预期转为相对乐观，市场避险情绪缓和。此后，中美双方相继传达了友善信号，相互对此前加征关税商品进行了豁免，市场情绪进一步转向乐观。实际上，自二季度经济和金融数据再度下滑以来，市场基本形成了中国经济年内难见明显好转的一直预期。因此基本面的不确定性，主要来自于外部的不确定性，换言之，市场对国内经济、金融数据的反应已经较为钝化，而超预期的贸易摩擦风向转变，成为了影响短期基本面预期和市场心理的主导因素。此外，单就国开债来讲，8月末传闻证金债将纳入同业监管范畴、9月11日国开行预告换券等偶发因素，也推动了国开债收益率上行。截止9月20日，国开债收益率已回到7月末水平，止步于3.6%以下。需要注意的是，前面已经提到，二季度后市场基本对国内基本面情况形成了较为一致的预期，活跃券收益率回调止步于3.6%以下，也说明了在市场充分消化国内经济疲软的预期情况下，天花板即在3.6%附近，而外部环境不出现剧烈恶化的情况下，收益率也很难再次下行至3.4%。3.4%-3.6%，将成为国开债的阶段性的上下限。另外，7月加仓明显的外资在8月加仓动作有所放缓，从利率债托管量来看，境外机构8月仅增持中国利率债约252亿元人民币。2019年1-8月，外资累计增仓了

2169 亿元，虽不及 2018 年同期 4379 亿元，但远超 2017 年 785 亿元。



信用债方面，从托管总量来看，8月份信用债托管量较7月增加约130亿元。但实际上，从结构来看，依然存在严重的信用分化的问题，大量AA+民企、AA城投债发行利率位于7%以上，而一年期左右的AAA级国企发行利率仅为2.5%左右，一级市场上的信用收缩问题并无任何好转。更为可笑的是，居然不止一次出现国企信用债一级市场发行利率低于同期限国债的情况。这都反映出直接融资市场的“信用栅栏”不但没有松，反而越扎越紧，民营企业期待直接融资市场出现“宽信用”短期无望。而在可转债方面，正如我们在上期报告中所判断的，9月份中国证券市场的交易机会在股市，债券标的中与股市相关性

明显的可转债，在8月末至9月初表现亮眼，随后随着股市在3000点附近调整，转债市场亦形成震荡走势。

**3. 中国债券市场预判。**利率债方面，须密切关注10月中美谈判，谈判消息放出后利率债收益率上行，表明市场乐观情绪（或者说“不那么悲观的情绪”）占据主导，利空消息对利率债的影响将大于利好。从国内经济来看，中国经济基本面短期内不会有大的改善，央行始终保持相对稳健的货币政策取向，虽然偏宽松，但从减量原价续作MLF等操作来看，远远不到大水漫灌的程度。不过，在货币政策方面，仍存在一个重要的变数，即在较高的通胀数据压力下，央行是否会在10月降息。无论是中美贸易谈判再度破裂，或10月降息，均将大概率促使利率债止跌回升。退一步讲，抛开央行降息和中美贸易谈判，目前利率债收益率正处于今年7月末的位置。也就是说，目前利率债收益率位于在贸易战没有继续恶化，且市场对经济持悲观预期的情况下，所达到的“均衡”点位。综上，利率债收益率在10月份继续上行的可能性不大，国开债收益率大概率不会超过3.6%。此外，继续维持交易机会在股而不在债的判断，由科技股带动的结构性牛市不会发生改变，但需要警惕获利回吐引发的回调风险。

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。