



太和智库
Taihe Institute

太和寰宇财经月刊



太和智库

2017年10月刊 总第八期

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. 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.....	4
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.....	10
3. 工业增加值分析与预测.....	12
4. 固定资产投资分析与预测.....	14
5. 社会消费总额分析与预测.....	17
6. 进出口数据分析与预测.....	18
二、中国金融数据点评.....	21
(一) 中国金融数据评析.....	21
三、全球金融市场走势预判.....	25

(一) 大宗商品市场评析	25
1.黄金价格分析.....	25
2.黄金价格预测.....	26
3.原油价格分析.....	29
4.原油价格预测.....	30
(二) 全球股票市场评析	31
1.欧美股市评述.....	31
2.亚洲股市评述.....	32
3.全球未来股市走势分析.....	33
(三) 全球债券市场评析	34
1.美国国债市场评述.....	34
2.中国债券市场分析.....	35
3.中国债券市场预判.....	37

报告主要观点

三季度中国宏观经济整体稳定，但经济数据继续走软，印证了年初我们对 2017 年中国经济“前高后低”的判断。

展望未来，我们对中国经济、金融数据判断如下：

1. 货币政策将维持稳定，部分金融机构或感觉资金紧张，但降准无望；
2. 猪肉价格拖累 CPI, 大宗商品再次抬头导致 PPI 再次上升；
3. PMI 年内大概率下行；
4. 规模以上工业增加值高位回落，年内将低位波动；
5. 固定资产、房地产投资趋势回落，增速回落还未触底；
6. 排除季节性因素，居民消费增速维持低位徘徊；
7. 欧美需求恢复难以为继，汇率压力突显，进出口年内走低；
8. M1、M2 增速回落触底，金融去杠杆导致社会融资走高；
9. 企业长期投资需求疲软，短期经营性贷款回落。

结合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. 由于外部风险冲击逐渐被市场吸收，美元指数回升，年内国际黄金的价格适当回落，但价格中枢将保持在 1300-1350 美元/盎司区间；
2. 原油过剩供给正逐步改善，但需求回暖或将不及预期，

预计年内原油价格将维持在 45-55 美元的区间震荡，没有趋势走势；

3. 美国经济基本面与预期的偏离越来越大，美股上涨动力衰退，预计未来 1-2 个季度将触发美股大幅回落；

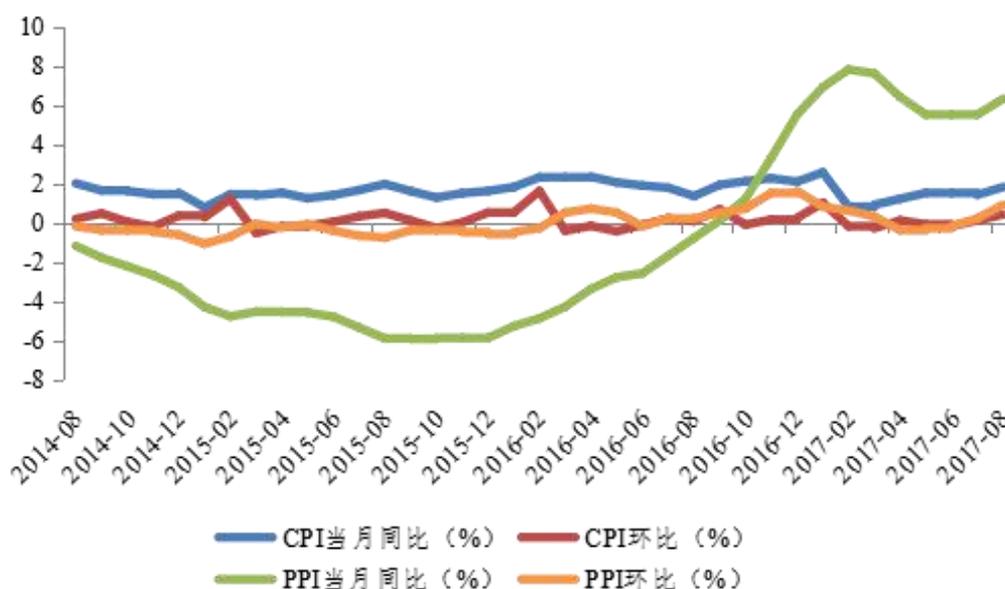
4. A 股短期投机因素积累过快，四季度将回调，但幅度有限；

5. 中国债券市场超跌反弹，债券无风险收益率基本触顶，信用利差将扩大。

一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评述

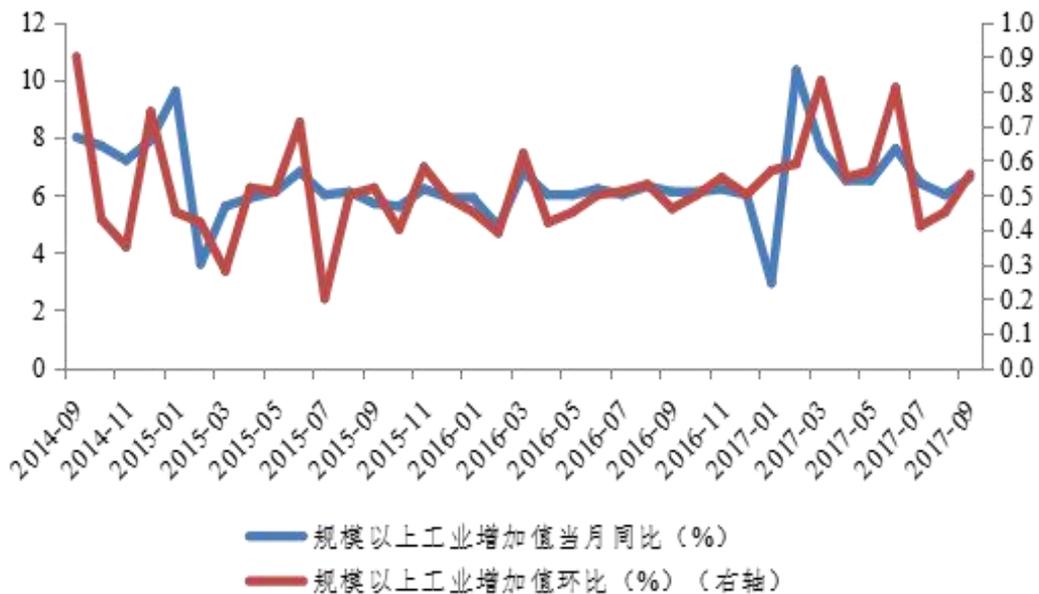
1. 月度价格走势评述。10月16日，统计局公布了9月CPI和PPI数据，CPI环比上涨0.5%，同比上涨1.6%，虽然较8月回落0.2个百分点，但仍为除1月外的年内次高点；PPI环比上涨1.0%，同比上涨6.9%，比上月增加0.6个百分点。



2. 月度制造业PMI评述。9月30日，统计局公布9月制造业PMI数据为52.4%，较上月增加0.7个百分点，且高于预期0.8个百分点，连续14个月在荣枯线上方。从分项数据看，生产指数为54.7%，比上月增加0.6个百分点；新订单指数为54.8%，比上月增加1.7个百分点；原材料库存指数为48.9%，比上月回升0.6个百分点；从业人员指数为49%，较上月小幅下降0.1个百分点；原材料购进价格指数为68.4%，较上月大幅上涨3.1个百分点。

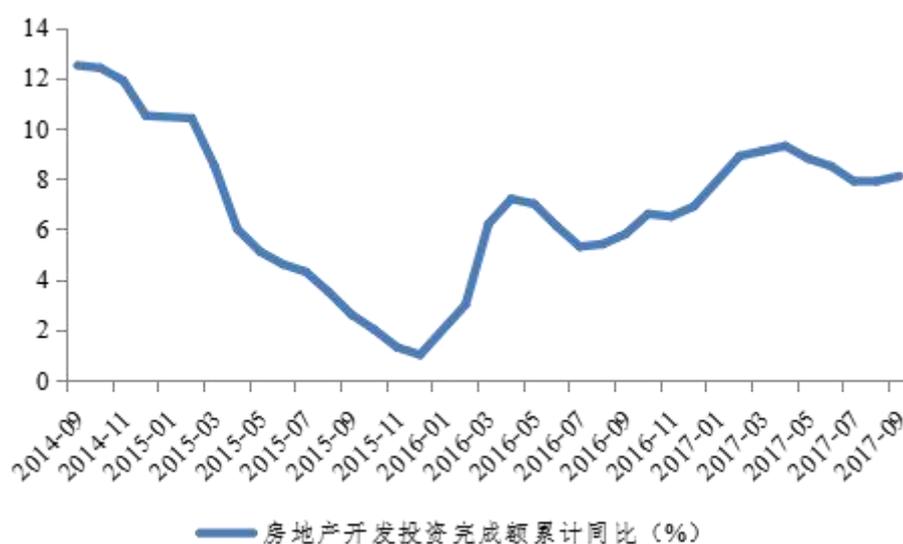
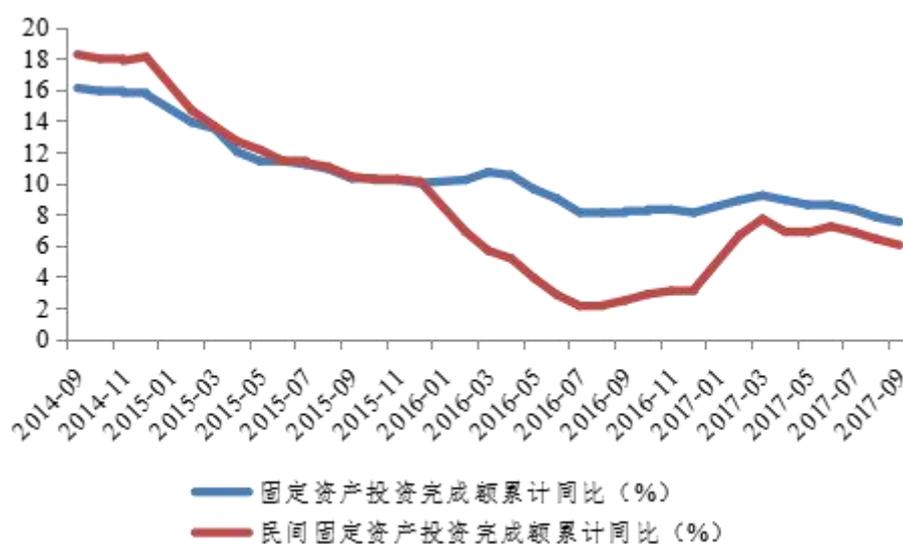


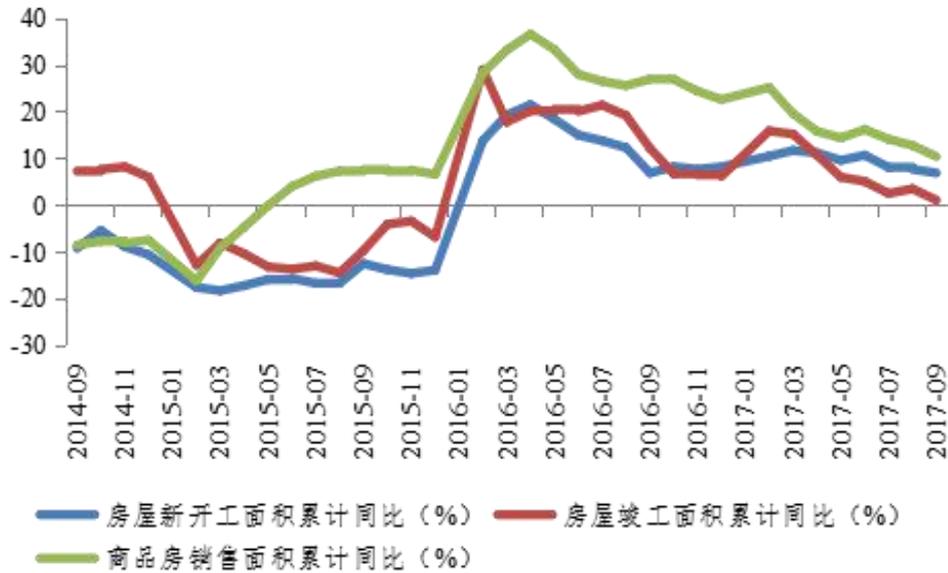
3. 月度工业增加值评述。9月规模以上工业增加值同比实际增长 6.6%，较 8 月提升 0.6 个百分点，比去年同期增加 0.5 个百分点，虽然为三季度最高值，但仍低于前两季度的最高值。9 月规模以上工业增加值环比增长 0.56%，增速较上月小幅提高 0.1 个百分点。1-9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 6.7%。



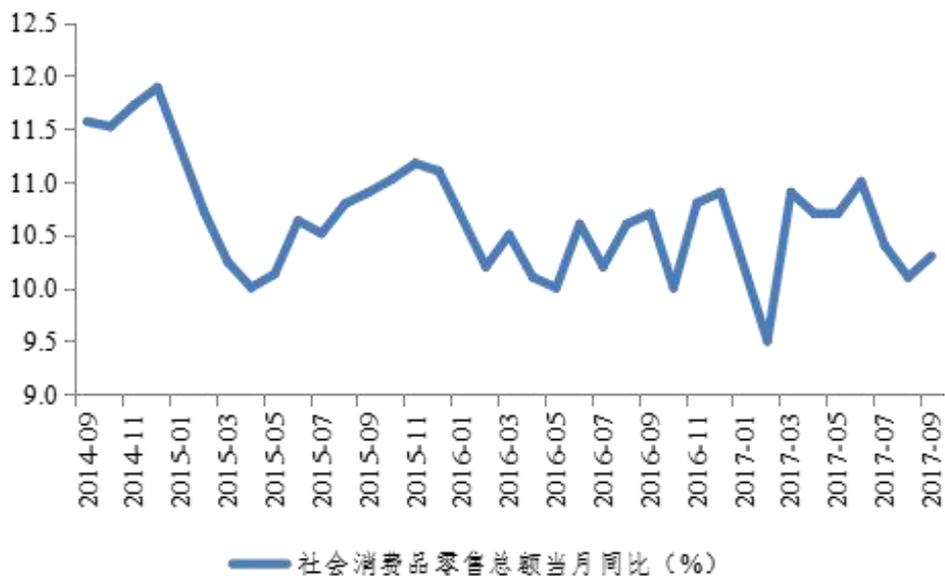
4. 月度固定资产投资评述。1-9 月，全国固定资产投资 458,478 亿元，同比增长 7.5%，增速比 1-8 月回落 0.3 个百分点，

9月环比增长0.56%；民间固定资产投资277,520亿元，同比名义增长6%，增速比1-8月回落0.4个百分点，民间固定资产投资占全国固定资产投资的比重为60.5%；全国房地产开发投资80,644亿元，同比名义增长8.1%，增速比1-8月提高0.2个百分点。其中，住宅投资55,109亿元，增长10.4%，增速提高0.3个百分点。

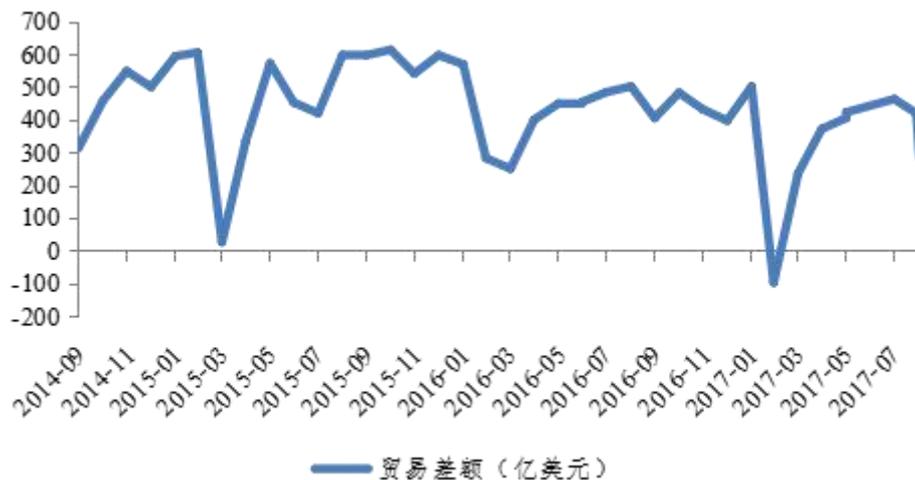
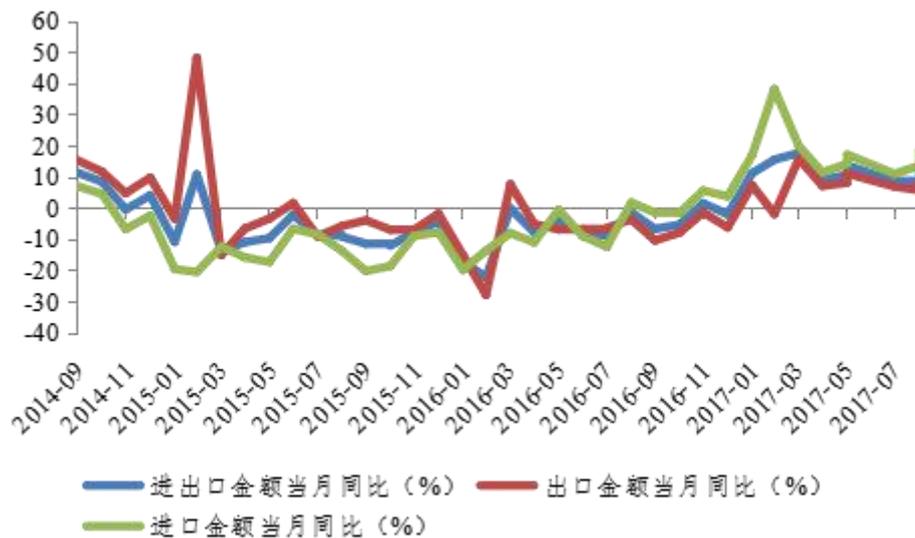




5. 月度社会消费总额评述。9月社会消费品零售总额3.09万亿元，同比名义增长10.3%，增速比8月回升0.2个百分点，但比去年同期降低0.4个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长7.8%，比8月回升0.3个百分点。8月社会消费品零售总额环比增长0.9%，增速比7月回升0.14个百分点。2017年1-9月，社会消费品零售总额同比增长10.4%，增速与1-8月持平。



6. 月度进出口评述。10月13日，海关总署公布我国9月进出口数据，进出口总额为2.46万亿元人民币，同比增长13.6%，较上月增长3.5个百分点。其中，出口总值为1.33万亿元，同比增长9%，预期10.9%，前值6.9%，出口未及预期；进口总值为1.13万亿元，同比增长19.5%，预期16.5%，前值14.4%，进口提升明显；进出口顺差1903亿元，预期2660.5亿元，前值2865亿元，贸易顺差进一步回落。以美元计，9月出口同比增长8.1%，前值5.6%；进口同比增长18.7%，前值13.5%；贸易顺差284.67亿，前值419.19亿。



(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。 食品价格同比大幅走低拉低 CPI。9 月食品项同比下降 1.4%，降幅较上月扩大了 1.2 个百分点，影响 CPI 下降约 0.28 个百分点。分细项看，畜肉类价格下降 7.5%，影响 CPI 下降 0.37 个百分点，其中，鲜菜价格下降 1.0%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；鲜果价格下降 3%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点；猪肉价格下降 12.4%，影响 CPI 下降 0.36 个百分点，成为拉低 CPI 同比的主要因素。环比方面，受节假日和季节性因素的影响，9 月食品价格环比上涨 0.5%，较上个月下降 0.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.1 个百分点。其中，受节假日临近的影响，畜肉类价格环比上涨 0.9%，较上月增加 0.16 个百分点；受季节性影响，瓜果供给下降使得鲜果价格环比上涨 1.9%，较上月提升近 6 个百分点，实现由负转正。食品价格环比上涨推动 9 月 CPI 环比提升 0.1 个百分点。

非食品价格同比、环比均持续上涨，继续推动 CPI 上涨。 9 月非食品价格同比上涨 2.4%，较上月提升 0.1 个百分点。环比上涨 0.5%，较上月提升 0.3 个百分点。分项来看，其他七大类价格同比均有所上涨。其中，医疗保健、居住、教育文化和娱乐以及生活用品及服务价格分别上涨 7.6%、2.8%、2.3%和 1.4%，分别较 7 月增加 1.7、0.1、-0.2 和 0.1 个百分点，其中，医疗保健、居住、教育文化再次刷新了年内最高值。因此，住宅、教育等非

食品项目仍然是推动 CPI 上涨的结构性动力，CPI 篮子权重对于价格波动的参考意义下降。

PPI 同比大幅提升，环比再创新高。9 月 PPI 同比上涨 6.9%，较上月提升 0.6 个百分点；环比上涨 1%，较上月提升 0.1 个百分点，再创年内新高。数据显示 9 月工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比上涨 9.1%，较上月提升 0.8 个百分点，影响 PPI 上涨约 6.7 个百分点。其中，采掘工业和原材料工业价格涨幅最大，达到 17.2%和 11.9%。生活资料价格同比上涨 0.7%，环比上涨 0.1%，涨幅较为平稳。值得注意的是，在工业生产者购进价格中，有色金属材料及电线类价格同比上涨 18.6%，黑色金属材料类价格上涨 16.6%，分别较上月大幅提升 3.3 和 1.2 个百分点，对 PPI 上涨的贡献较大。

判断未来的走势，2017 年 9 月，CPI 回落的主要原因在于食品价格的大幅下跌。一方面，畜肉类价格的大幅下降拉低 CPI 下降 0.37 个百分点，其中单猪肉一项就使 CPI 拉低 0.36 个百分点，虽然在四季度随着蔬菜水果等食品项目价格的增加对 CPI 有一定提升作用，但猪肉的负向影响仍会持续。另一方面，非食品项目一直是推动 CPI 上涨的重要因素，9 月住宅、教育以及医疗等分项的增速再次刷新了年内新高，随着四季度服务及住宅需求的回升，居住与服务价格持续上涨，CPI 篮子权重对于价格波动的参考意义下降。综合上述食品及非食品因素的影响，预计年内 CPI 不会超过 2%的增幅。

在 PPI 方面，9 月 PPI 的走高仍然是受到了工业原材料价格上升的影响。上游产品价格的暴涨在一定程度上对冲了我国政府积极推进的供给侧结构性改革的成效，甚至于使得一些企业出现了经营成本不降反增的现象，严重伤害了下游产业的健康运行。尽管未来原材料与工业品价格的高位波动仍会推动生产资料价格 PPI 大概率走高，但上游价格的上升导致下游企业的生产成本上升，其对中、下游企业的伤害也在扩大。下游企业因为成本约束从而需求回落，这会在一定程度上制约 PPI 的上涨。

2. 制造业 PMI 分析与预测。9 月中国制造业 PMI 指数达到 52.4，为年内最高点，且创下 2012 年 5 月以来的最高值，制造业扩张步伐加快。从分类指数来看，生产指数上升 0.6 个百分点达 54.7%，新订单指数上升 1.7 个百分点，达 54.8%，成为继 2013 年 1 月超过生产指数后，近四年来的再一次超越。这一现象表明，我国需求端开始回暖，供需逐渐趋于平衡。新出口订单指数为 51.3%，较上月增加 0.9 个百分点；进口指数为 51.1%，较上月下降了 0.3 个百分点。生产经营活动预期为 59.4%，较上月下降了 0.1 个百分点。这一现象表明，随着欧美经济缓慢复苏，我国内部需求进一步增强的同时对外供给也有所改善，制造业外贸进一步回稳。但是，在手订单指数、产成品库存指数、原材料库存以及从业人员指数均长期处于荣枯线下方，分别为 47.4%、44.2%、48.9%和 49.0%。产成品库存和从业人员指数更是连续数月下滑至年内最低点，上述情况表明制造业未来预期并不乐观，本月制

制造业 PMI 的上升应作为一种短期的现象。

分企业规模看，大型企业与中小型企业均有所上升，但大型企业回升较快，中小型企业仍面临生存压力。具体来看，大型企业 PMI 指数为 53.8%，较上月提升 1 个百分点；中型企业 PMI 指数为 51.1%，较上月回升 0.1 个百分点；小型企业 PMI 指数为 49.4%，虽然较上月增加 0.3 个百分点，但仍低于荣枯线。

在非制造业 PMI 方面，中国非制造业商务活动指数为 55.4%，较上月上升 2 个百分点，增速加快。其中，服务业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 1.8 个百分点；建筑业商务活动指数为 61.1%，比上月回升 3.1 个百分点，重回高位景气区间，企业生产活动加快。在主要分类指标和其他分类指标中，包括新订单指数、投入品价格指数、销售价格指数等各类指数均较上月提升。

判断未来的走势，9 月制造业 PMI 指数较 8 月增加 0.7 个百分点，且高于预期 0.8 个百分点，创下近 5 年来的最高值。但是，与官方 PMI 指数大幅上涨不同，财新录得的 9 月中国制造业 PMI 指数为 51.0%，低于 8 月 0.6 个百分点，且新订单指数、新出口订单指数均较上月下降，表明制造业扩张速度放缓。官方 PMI 指数与财新 PMI 指数的背离表明 9 月制造业 PMI 指数的高涨更可能是一种短期的现象。事实上，本次制造业 PMI 的进一步回升同 8 月一样，受到短期原材料价格大幅上升的影响，因此表现出短期的加速上升。从结构数据来看，9 月制造业 PMI 生产指数

和新订单指数大幅回升确实表明企业短期生产热情充足，但是，原材料价格指数持续走高与原材料库存以及产成品库存指数在荣枯线下方持续走低的背离，表明企业对于中长期的预期并不乐观。今年期货价格引领现货价格波动的特点使得原材料价格的短期大幅上升带动了制造业 PMI 指数的回升，但是在没有原材料数量同步增加的情况下，短期的价格因素并不能真正带动实体经济的复苏，制造业 PMI 指数的走高或许难以持续。因此，目前不易对经济盲目乐观，未来制造业 PMI 指数下行的概率依然较大。

3. 工业增加值分析与预测。9月规模以上工业增加值回升主要受季末因素的影响，但三季度增速明显低于前两季度。一般情况下，受业绩考核等季末因素的影响，季末最后一个月的工业增加值要明显偏高。但是9月工业增加值同比增速为6.6%，显著低于3月和6月的7.6%，且三季度的工业增加值同比增速为6.3%，低于前两个季度的6.7%和6.8%。可见，工业增加值增速放缓明显，表明生产扩张减缓。分三大门类看，采矿业同比降幅拉大，制造业同比增幅提升。9月，采矿业增加值同比下降3.8%，降幅比上月扩大0.4个百分点；制造业同比增长8.1%，较8月回升1.2个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长7.8%，较8月下降0.9个百分点。采矿业的同比增速的持续下滑拉低了9月工业增加值同比增速，其原因在于受上游企业的重组、整合等供给侧结构性改革的影响，基础原材料需求持续疲软。

制造业增速回升，是9月工业增加值增长的主要推动力，但需求端复苏的乏力也使得中游产业增速回暖的空间有限。另外，随着夏季的结束，水电、燃气生产和供应业受季节性影响增加值开始回落。

分经济类型看，国有控股企业及股份制企业增加值同比增速均大幅提升。9月，国有控股企业工业增加值同比增长9%，比上月提高1.2个百分点，增幅进一步扩大；集体企业同比下降2.6%，降幅较上月扩大0.5个百分点；股份制企业同比增长7.1%，增速较上月回升1.3个百分点；外商及港澳台商投资企业同比增长8.9%，增速比8月提高1个百分点。对比不同企业主体可以看出，国有企业仍然是拉动工业增加值的主要动力。这进一步验证了我们关于今年上半年宏观经济数据走强主要来自于政策“微刺激”和国有企业作用的结论。

分行业看，9月，41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长，与8月相比减少两个，且大多数行业增速均有不同程度的回落。其中，受原材料价格居高不下的影响，基础原材料需求下降，黑色金属冶炼和压延加工业下降1.4%，有色金属冶炼和压延加工业下降0.9%。计算机、通信和其他电子设备制造业增长16.3%，比上月大幅提高3.3个百分点，为增速最高的行业。汽车制造业增长13.7%，较上月降低0.8个百分点；通用设备制造业增长10.6%，较上月回落0.1个百分点；专用设备制造业增长11.3%，较上月回落0.8个百分点。分产品看，9月，596种产

品中有 393 种产品同比增长，数量比 8 月多 16 种。

分地区看，9 月各地区增速均有所回升，东部地区、中部地区、西部地区以及东北地区的增加值同比增速分别为 7.8%、7.6%、5.9%和 5.2%，分别较 8 月提升 2.4、0.2、1.9 和 3 个百分点。东部地区和东北地区增长势头明显，推动了 9 月制造业增加值的增速。

判断未来的走势，我们认为 9 月规模以上工业增加值同比增速的小幅提升更多是一种季末效应，剔除这一因素的影响，规模以上工业增加值呈现逐季递减的趋势。三大门类中采矿业增加值同比大幅下降与原材料价格上升反映了上游部门需求的疲软，这也与我们关于 9 月制造业 PMI 指数回升主要受短期原材料价格大幅上升影响的观点一致。同时，从企业类型来看，工业增加值的增长主要来自国有控股企业。然而，前期政策刺激、国有企业主导的宏观数据走强是不可持续的，行政调控与政策刺激并不会创造新的增长点，经济增长的内生动力依然缺乏。

在四季度，随着原材料价格的回落以及供给侧结构性改革导致的政策刺激以及国企拉动作用效应的减弱，工业增加值的压力将进一步凸显。尤其是，在结构性问题尚未解决、国企债务和僵尸企业等固有问题尚存、新的增长动力尚未出现的环境下，未来不同类型企业间的结构性矛盾或将进一步激化，给工业增加值的增长带来更多不确定性。

4. 固定资产投资分析与预测。 全国固定资产投资同比增速

连续6个月下滑，创2017年来最低值。分产业看，三大产业同比增速与上月相比均有所回落，其中第一产业投资同比增长11.8%，增速比1-8月回落0.4个百分点；第二产业投资同比增长3.3%，增速比1-8月回落0.5个百分点；第三产业投资同比增长10.5%，增速比1-8月回落0.1个百分点，其中基础设施投资同比增长19.8%，增速与1-8月持平。

第二产业投资同比增速在谷底徘徊，而第一、第三产业投资同比增速均有不同程度下滑。具体来看，在第二产业中，采矿业投资同比下降9.2%，降幅比1-8月扩大2.2个百分点；制造业投资同比增长4.2%，增速比1-8月回落0.3个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同比增长1.7%，增速比1-8月回落0.9个百分点。尽管基建投资相对稳定，但第二产业，尤其是制造业投资的持续下滑，说明经济的内生动力并未完全恢复，基建投资带来的“刺激”效应仍是维持投资的增长的主动动力。

资金到位率提升，但投资主体以及施工和新开工项目投资分化加剧。从到位资金情况看，固定资产投资到位资金同比增长3.3%，增速比1-8月提高0.5个百分点，但到位资金主要来自中央预算和银行贷款。从投资主体类型看，投资增速均有不同程度下滑，其中，内资企业投资同比增长8.1%，增速比1-8月回落0.3个百分点；港澳台商投资同比下降4.3%，降幅比1-8月扩大0.3个百分点；外商投资同比下降6.7%，降幅与1-8月持平。从施工和新开工项目情况看，施工项目计划总投资同比增长

18.1%，增速比 1-8 月回落 0.5 个百分点；新开工项目计划总投资同比增长 2.4%，增速比 1-8 月提高 0.2 个百分点。

房地产开发平稳但销售回落，房地产市场价格博弈导致施工和竣工面积严重分化。1-9 月商品房销售数量同比增长 10.3%，增速比 1-8 月回落 2.4 个百分点。商品房销售额同比增长 14.6%，增速比 1-8 月回落 2.6 个百分点。房屋新开工面积同比增长 6.8%，增速比 1-8 月回落 0.8 个百分点，其中住宅新开工面积同比增长 11.1%。房屋施工面积同比增长 3.1%，增速与 1-8 月持平，其中住宅施工面积同比增长 2.9%。房屋竣工面积同比增长 1.0%，增速比 1-8 月回落 2.4 个百分点，其中住宅竣工面积同比下降 1.9%。

判断未来的走势，1-9 月固定资产投资继续回落并创下 2000 年以来的最低值，而第二产业投资增速的持续下滑值得警惕。同时，根据第三产业的分项数据，保持投资增速的动力依然来自基建投资。可见，基建投资仍然主导着第三产业投资的变动。因此前期宏观数据的走强在很大程度上来源于政府“微刺激”的作用，在金融杠杆、地方和政府债以及僵尸企业等各类结构性问题没有解决之前，“新周期”也就无从谈起，未来投资增速仍将继续下滑。

1-9 月房地产开发和销售情况均回落，地产调控的效果刚刚显现，这与我们判断预测一致。新开工面积的增多与竣工面积的减少表明房地产市场博弈进入白热化，同时土地购置面积与土地

成交价款出现了分化，开发商囤而不建的现象依然严峻。未来随着房地产调控政策以及金融去杠杆进程加快，各类型城市的房地产销售将同步回落，房地产投资增速大概率持续下滑。由于新的增长点仍未出现，房地产投资的回落，加上制造业投资和基建投资受政策性因素的影响，未来固定资产投资仍然面临着较大的压力。

5. 社会消费总额分析与预测。分地区来看，9月，城镇消费品零售额同比增长10.1%，比8月回升0.2个百分点；乡村消费品零售额同比增长11.5%，与8月持平，为今年以来最低值。1-9月，城镇消费品零售额同比增长10.1%，乡村消费品零售额同比增长12.1%，均与1-8月增速持平。乡村消费品零售额同比增速回落，对社会总体消费增速的拉动作用有所减弱。

从消费类型看，部分消费品零售额同比增速有小幅提升，烟酒类、中西药品、家具和石油及制品等类型商品零售额增幅明显，而通讯器材商品零售额降幅显著。9月，餐饮收入以及化妆品、中西药品和家具等类型商品零售额保持两位数的同比增速，分别为10.2%、13.4%、14.6%和15.5%，分别较8月增加-0.5、-1.3、3.2和4.2个百分点。其他类型商品中，烟酒类、日用品、石油及制品和建筑及装潢材料等类型商品零售额同比增速均有较大提升，分别为7.9%、7.8%、8.5%和9.5%，较上月提升3.7、0.8、4和0.7个百分点，对9月社会消费品零售总额的小幅提升起到了一定的作用。粮油食品类、饮料类、服装鞋帽、金银珠宝、家

用电器、文化办公用品和通讯器材等类型商品零售额增速降低明显，分别较上月下降 0.5、1.5、2.7、1.4、1.1、1.4 和 8.4 个百分点。通讯器材商品零售额增速的大幅降低对 9 月社会消费品零售总额增速造成了下行的压力。

1-9 月，全国网上零售额 4.88 万亿元，同比增长 34.2%，增速较 1-8 月回落 0.1 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 29.1%，占社会消费品零售总额的比重为 14.0%，较上月增加 0.2 个百分点。网上消费占社会消费品零售总额比重实现了四个月来的首次提升，表明社会总体消费的拉动效应开始增加。

判断未来的走势，9 月，社会消费品零售总额同比增速小幅反弹，并且多种类型消费品零售额均有不同程度回升，反映了社会总体消费开始回升，消费对经济的贡献作用加大。虽然房地产销售降温在一定程度上压低了与房地产链条相关的消费，但是受成品油均价同比上涨及汽车保有量不断上升等因素影响，石油、汽车等消费类型的缓慢回升对整体消费水平起到了一定的支撑作用。值得注意的是，9 月 31 个大城市调查失业率为 4.83%，创下 2012 年以来最低，同时城镇居民人均可支配收入的实际累计同比进一步回升至 6.6%。因此，随着居民就业和收入的逐渐好转以及消费支出对 GDP 贡献率的加大，预计四季度消费仍具有稳定的发展态势。

6. 进出口数据分析与预测。9 月一般贸易进出口增速回落，占比小幅提升。9 月一般贸易进出口总值同比增长 18.1%，较前

8个月增速小幅提升0.2个百分点。其中，出口总值同比增长12%，较上月提升0.4个百分点，进口总值同比增长25.8%，较上月小幅回落0.2个百分点。1-9月，我国一般贸易进出口占进出口总值56.6%，较去年同期提升0.7个百分点，贸易结构持续调整。除租赁贸易和出料加工贸易增速较上月大幅提升外，来料加工装配贸易、进料加工贸易以及加工贸易进口设备等主要贸易方式进出口总值同比增长率均较上月下跌。

9月进口金额超预期仍主要受原材料价格上升及原材料补库存的影响，并不能真实反映需求的回升。一方面，国际大宗商品价格持续走强。前三季度，我国铁矿砂进口均价上涨38.4%，原油上涨33%，铜上涨29.2%，煤炭上涨75.4%，带动我国进口价格总体上涨10.6%，进口价格上涨对进口总值的拉动贡献率达到52.5%。另一方面，从进口量上看，9月铁矿砂及其精矿、原油、成品油、钢材量等大宗商品累计同比增速为7.1%、12.2%、4.2%和1.8%，除成品油累计同比较上月持平外，其余三类大宗商品的进口量分别较1-8月提升了0.4、1.4和1个百分点。如果按照当月同比来看，9月铁矿砂及其精矿和原油进口量当月同比分别为10.58%和11.95%，分别较上月大幅增加9.51和8.51个百分点。因此，在国际大宗商品价格持续提升的背景下，企业增加原材料库存来防止成本提升的动机更加明显。但是在大宗商品实际需求没有显著变化的情况下，进口的上升更多的是由大宗商品价格上升等短期价格因素造成的，所以无法真实反映需求的回升。

欧美经济复苏以及人民币持续升值使得 9 月出口增加但不及预期。2017 年 8 月以来，美、日、欧等主要经济体的制造业 PMI 数据开始快速回升，全球经济再次进入复苏阶段，部分提振了我国出口。但是由于 8 月以来人民币出现了快速升值，美元兑人民币汇率由 8 月中旬的 6.7 降至 9 月中旬的 6.4，因此又进一步形成了对出口的限制。分企业类别来看，前三季度，我国民营企业进出口 7.81 万亿元，同比增长 17.8%，占我国进出口总值的 38.5%，比去年同期提升 0.4 个百分点。其中，出口 5.23 万亿元，同比增长 14.7%，占出口总值的 46.8%。民营企业对出口贡献高于国有企业，而民营企业主要以机电产品、传统劳动密集型产品为主。前三季度，传统劳动密集型产品合计出口 2.31 万亿元，同比增长 9.4%，占出口总值的 20.7%，仍为我国出口的主力。

前三季度，我国对主要经济体贸易增速出现不同程度的回升。我国对欧盟、美国和日本进出口分别增长 16.4%、18.7%和 14.9%，合计占我国进出口总值的 36.8%。其中，对美国、欧盟以及日本的出口同比增长 11.5%、8.8%和 4.7%，分别较 1-8 月增速回升了 0.3、0.2 和 -0.4 个百分点。

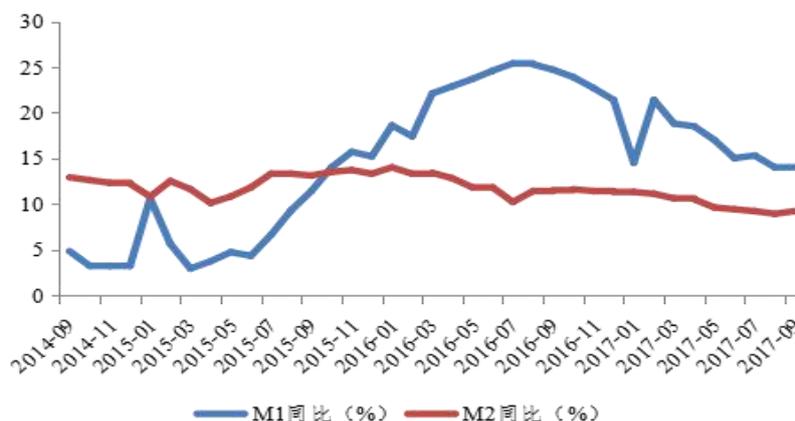
判断未来的走势，受当前大宗商品价格上升以及人民币升值的影响，我国贸易顺差已经连续三月收窄，9 月较上月相比减少 934.88 亿元，降幅扩大了 587.66 亿元。因此，虽然我国 9 月进出口双双呈现增长态势，但长期隐忧并未消除。一是外需是否长期稳定仍具有不确定性。随着特朗普对朝核问题强硬态度的持

续、对奥巴马医改“动刀”以及其逆全球化趋势与政策的不断加码，再加上欧盟反倾销调查等政策，这些都将会持续对外贸形成压力。二是价格因素退潮，内需短期支撑回落。随着国内去产能等供给侧结构性改革的推进，财政约束越来越严，原材料和产成品都将维持在弱需求的状态，随着原材料市场价格回落，透支补库存会把需求的假象打回原形，衰退型顺差将回归。三是结构矛盾依旧，内需恢复仍需时日。中国内需依然来自刺激政策，而经济内生动力的恢复缓慢。虽然宏观经济数据反映经济触底，但民营企业活力、国有企业债务、居民杠杆率快速上升、金融去杠杆缓慢等深层次矛盾并未显著改善。

二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

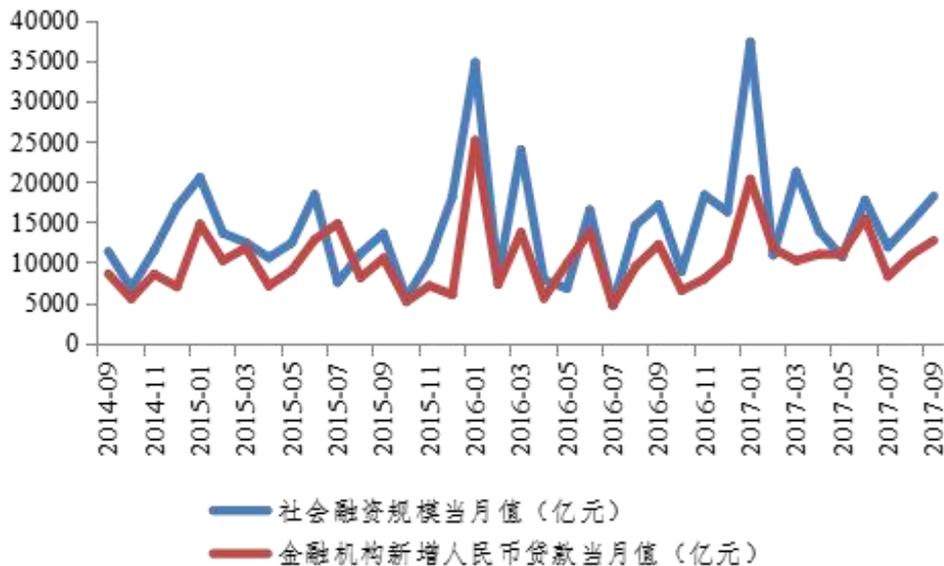
2017年9月新增社会融资规模1.82万亿元，预期1.57万亿元，前值1.48万亿元；金融机构新增人民币贷款1.27万亿元，预期1.2万亿元，前值1.09万亿元。8月M2货币供应同比增长9.2%，预期8.9%，较上月提升0.3个百分点，呈现触底反弹的迹象；M1货币供应量同比增长14%，与上月持平，比去年同期降低10.7个百分点。



M2 增速触底反弹，重回 9% 以上。9 月，M2 余额同比增长 9.2%，高于预期 0.3 个百分点，且较上月回升 0.3 个百分点，比去年同期降低 2.3 个百分点。M1 余额同比增长 14.0%，与上月持平。虽然 M2 增速触底反弹，但是受金融去杠杆的影响，货币创造渠道的收缩将会继续使得 M2 保持在低增长的“新常态”。同时，考察金融机构存款情况可以发现，前三季度人民币存款增加 11.68 万亿元，同比少增 1.13 万亿元。其中，住户存款增加 4.48 万亿元，非金融企业存款增加 2.03 万亿元，财政性存款增加 7892 亿元，非银行业金融机构存款增加 1.24 万亿元。具体来看，9 月末居民户新增存款由上月 2590 亿元大幅提升至 10325 亿元；企业存款由上月的 6069 亿元降至 3428 亿元；财政存款由上月的 -3900 亿元进一步降至 -3972 亿元；非银行业金融机构存款继续维持在低位，由上个月的 3384 亿元降至本月的 -8675 亿元。受季末银行业绩考核因素的影响，居民户存款往往在季末时冲击高位，季后又趋于回落，波动较大。但三季度与一季度相比，居民户存款减少了 34,200 亿元，呈现出明显的下降趋势。另外，财政存款不断下降，且降幅逐渐扩大，预计未来短期财政能力可能会继续减弱。预计未来 M2 仍将维持在低位。

三季度社会融资规模保持稳定，但融资结构分化。表内融资同比微降，表外融资起底回暖。三季度社会融资规模较一季度下降了 2.4 万亿元，呈现逐季下降的趋势。9 月新增社会融资规模 1.82 万亿元，较上月增加 3581 亿元，且比去年同期增加 1257 亿元。其中，社会融资规模中新增人民币贷款 1.19 万亿元，环比增加 420 亿元，但比去

年同期小幅下降 742 亿元，虽然新增人民币贷款同比新增小幅降低，但融资需求回归表内的趋势仍未变动。相应地，表外融资持续收缩的现象得到缓解。9 月新增社会融资规模中，新增委托贷款由负转正，环比多增 857 亿元，同比减少 676 亿元，降幅缩窄；新增信托贷款 2409 亿元，环比大幅多增 1266 亿元，再次达到高位；新增未贴现银行承兑汇票 783 亿元，环比多增 541 亿元。在直接融资方面，企业债券融资逐季增加，并在第三季度实现了由负转正，由二季度的-1752 亿元增加至第三季度的 3455 亿元，这表明企业中长期融资逐渐恢复，呈现止跌企稳的趋势，未来应增加对债市的信心。非金融企业境内股票融资 519 亿元，略低于上月的 653 亿元，股票市场继续保持稳定。



三季度新增人民币贷款低于前二季度，企业经营性贷款需求与投资性需求均在下降。三季度新增人民币贷款 3.19 万亿元，低于一季度的 4.22 万亿元和二季度的 3.75 万亿元，呈现逐季下降的趋势。9 月金融机构新增人民币贷款 1.27 万亿元，比上月多增 1845 亿元，高于去年同期 545 亿元。其中，企业部门新增贷款 4508 亿元，略高于

上月和去年同期。其中，新增企业短期贷款-521 亿元，较上月大幅下降 1116 亿元，且低于去年同期 548 亿元，反映企业经营性贷款需求趋于下滑；新增企业中长期贷款 5029 亿元，较上月多增 1390 亿元。但是，分季度来看，受金融去杠杆深化的影响，新增企业中长期贷款已经由一季度的 2.67 万亿元逐季下降到第三季度的 1.3 万亿元，投资需求持续降低。

居民部门新增贷款保持稳定，中长期贷款开始回升。9 月居民户新增人民币贷款 7323 亿元，比上月多增 688 亿元，与去年同期增加 867 亿元。其中，居民户新增短期贷款 2537 亿元，比上月多增 372 亿元，高于去年同期 1822 亿元；居民户新增中长期贷款 4786 亿元，比上月增加 316 亿元达到年内第三高点，但低于去年同期 955 亿元。整体来看，一方面，短期贷款仍然维持在高位，随着对消费贷款等短期贷款监管的加强，未来短期贷款可能会出现回落。另一方面，中长期贷款仍较为稳定，但把时间轴拉长，则可以看出中长期贷款仍旧没有显著的回升。

判断未来的走势，三季度社会融资规模和新增信贷较前两个季度相比，均呈现逐季下降的趋势。融资逐步回归表内的同时，表外融资开始回暖，且受季末考核因素的影响，新增信贷冲击高位，M2 触底反弹。

值得注意的是，剔除季度因素的影响，无论是社会融资规模还是新增信贷规模均呈现了逐季下降的趋势，且内部分化明显。一方面，企业新增短期贷款大幅下滑的同时，企业中长期贷款仍未能显著提

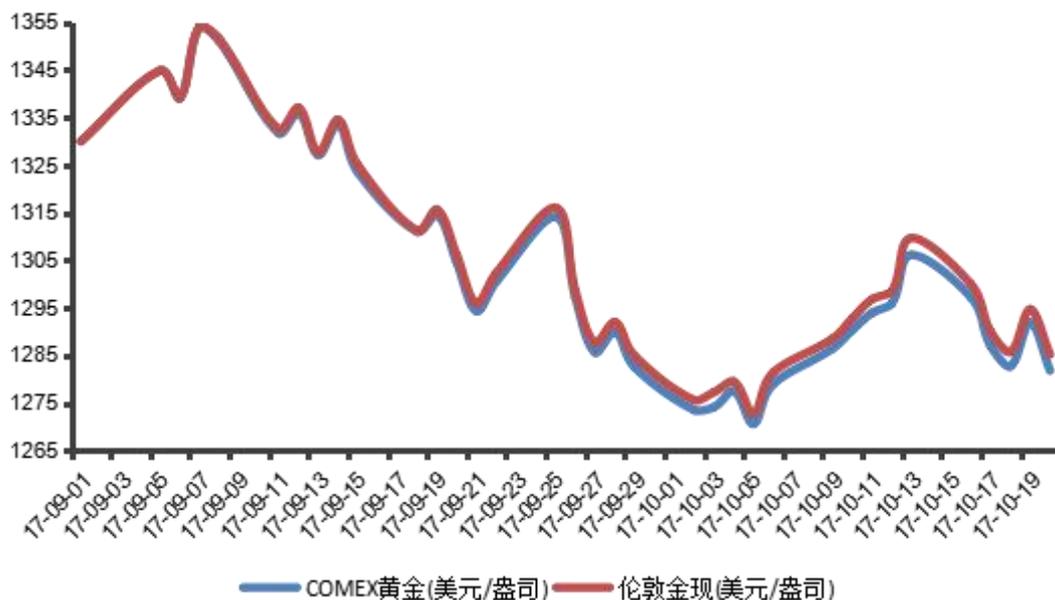
升，这表明，在经济增长新动能尚未出现的环境下，企业经营性贷款需求和投资性需求均显疲软。另一方面，居民短期贷款仍然维持在高位，考虑到季末因素的影响，中长期贷款虽然出现回升，但仍维持在低位。因此，随着金融去杠杆的进一步深化，未来首付贷等违规消费信贷将会受到更为严厉的监管，房地产投资和需求或将同步受限，居民中长期贷款持续上升承压，社会融资规模和新增信贷将难以持续保持高增长。另外，随着金融监管的加强，银行超储率维持在低位，货币派生渠道或将持续收缩，未来 M2 仍会大概率下降。因此，在剔除季度因素之后，金融数据并没有较为明显的改善，金融数据的季度性走高很难说明目前经济已经出现持续向好的情形。

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。黄金价格持续震荡下跌，至 10 月初有小幅反弹。2017 年 9 月至 10 月中旬，黄金价格一改 7 月以来的强势上涨趋势，从 9 月初的高位持续下跌。进入 10 月以后小幅反弹，随后继续回落。国际现货黄金 9 月 20 日收盘价为 1300.85 美元/盎司，10 月 20 日收盘价为 1280.04 美元/盎司，环比下跌 1.6%；纽约商品交易所黄金期货 9 月 20 日收盘价为 1304.5 美元/盎司，10 月 20 日收盘价为 1281.8 美元/盎司，环比下跌 1.74%。上海期货交易所黄金期货的价格 9 月 20 日收盘价为 280.05 元/克，10 月 20 日收盘价为 276.05 元/克，环比下跌 1.43%，持仓量则从 319206 手减少至 265528 手。其中，10 月 5 日，国际现货

黄金价格和纽约商品交易所黄金期货价格分别跌至 1267.65 美元/盎司和 1270.6 美元/盎司的低位，回落至 8 月初的价格水平。



2. 黄金价格预测。近几个月以来，在地缘政治风险、美国经济复苏的不确定性等因素的共同作用下，黄金价格连续强势上涨，一度攀升至近一年来的高点。然而，正如我们在以往分析中所指出的，在外部冲击常态化和美元指数触底的情况下，黄金价格将逐步回落至正常水平，并维持在一定的区间。9月以来，黄金价格结束了前期的强劲涨势，持续下跌，随后有小幅回调。从中长期看，随着前期地缘政治风险影响减弱，全球经济复苏势头向好，黄金价格将回落至合理区间。

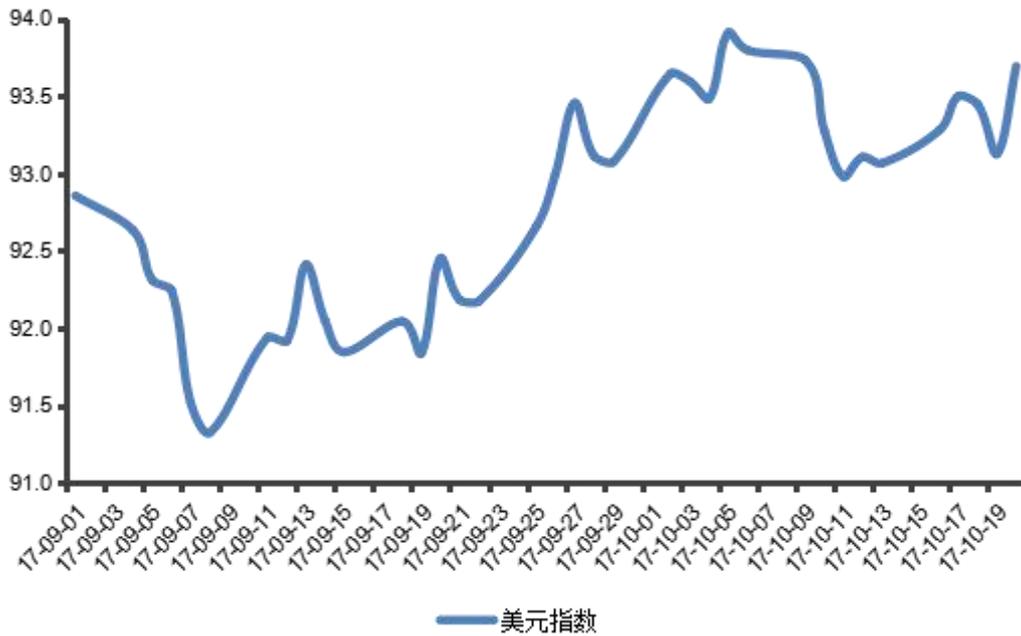
地缘政治风险缓和且常态化，市场风险偏好回升；特朗普税改方案顺利推进，美国国内政治风险减弱，共同推动黄金价格下跌。7-8月，朝鲜核问题、美朝冲突，以及欧洲多国恐怖袭击等问题此起彼伏，市场避险情绪蔓延，拉动黄金价格强劲上涨。进

入 9 月以来，前期政治风险的影响已逐步消退。朝鲜核试验等风险虽未完全平息，但从目前局面来看，未来冲突大概率将不会进一步恶化。在地缘政治风险基本被消化完全的情况下，市场的风险偏好逐步回升。另一方面，随着 9 月 7 日美国国会两党对政府债务上限问题达成一致，国内政治风险得到暂时性缓和，同时也给特朗普税改方案的推进提供了良好环境。当日黄金价格也相应从 1348.75 美元/盎司的高点回落。9 月 23 日，税改方案框架公布，市场反应积极。10 月 5 日，美国参议院和众议院分别通过了 2018 年财政预算方案，给税改带来重大利好，美元指数随即上涨，迅速攀升至 93.91 的高位，黄金价格也相应下跌至 1270.6 美元/盎司的阶段性的低点。外部风险冲击的消退和特朗普政策的顺利推进极大地提振了市场信心，作为避险资产的黄金价格相应回落。

但值得注意的是，由于目前特朗普税改方案的细节仍存在不少分歧，且方案获得最终通过仍需要较长时间，最终能否顺利落地并形成具体实施方案仍存在不确定性。此外，欧洲的政治风险尚未完全平息。随着脱欧谈判陷入僵局，英国首相特雷莎·梅的支持率大幅下降；西班牙加泰罗尼亚地区宣布独立，奥地利、意大利大选的不确定性等，都使得欧洲地缘政治风险将可能随时恶化，这又成为推动黄金价格回升的原因。事实上，10 月中上旬，黄金价格出现了小幅反弹。

美国和欧洲经济数据表现较好，美联储和英国央行相继发表鹰派言论，市场加息预期增强，推动黄金价格下跌。10月6日，最新公布的美国非农就业数据显示，尽管受飓风影响，9月非农就业人数减少，但失业率继续下降至4.2%的新低，劳动参与率提高至63.1%，是三年多来的高位；同时，平均小时薪资也同比大幅上涨。表现不俗的非农数据增强了美联储加息的信心，美联储官员多次在公开讲话中表达对年底加息的支持，市场加息预期骤升至80%左右。9月20日，美联储召开最新议息会议，在维持利率不变的同时，宣布从10月开始正式启动缩表计划。尽管此次会议决议没有超出市场预期，但其表达了对经济的乐观预期，将2017年GDP增速上调至2.4%，2018年失业率下调至4.1%。会议结束后，美元指数迅速走高，当日大涨近1%。黄金价格也应声跌破1300美元/盎司，达到8月底以来的新低。

英国数据的良好表现，也使得英国央行在9月的会议纪要中暗示了强烈的紧缩信号。最新数据显示英国失业率创下40多年新低，薪资增速、通胀均超出预期。在稳健的经济数据下，英国央行也同样表达了将“以快于市场预期的速度收紧政策”言论。继加拿大和欧洲央行之后，英国央行的鹰派言论再次提升了市场的加息预期，给黄金价格带来下行压力，从9月初至10月上旬保持持续下跌趋势。



当前，外部冲击和市场避险情绪推高黄金价格的边际效应已渐消退，随着市场偏好回升，黄金的避险属性将逐步回归常态。全球各国经济复苏阶段性向好，多国央行加息预期骤升。但值得注意的是，由于目前美国通胀水平仍相对较低，美联储内部对于加息仍存在分歧。中长期来看，美元指数已经触底反弹，黄金价格的未来走势则与经济复苏态势和央行紧缩性货币政策倾向密切相关。但在外部冲击常态化环境下，预期黄金价格继续下跌空间有限，10月中旬的回调即是证明。未来，预计黄金的价格中枢将维持在 1300-1350 美元/盎司之间。

3. 原油价格分析。9月至10月中旬，原油价格整体呈现震荡上行。在经历了8月的下跌之后，进入9月以来，原油价格整体保持强势上涨，9月下旬触及阶段性高位后小幅回落，随后继续逆势上涨。9月25日，国际原油期货价格攀升至52.13美元/桶，重回2017年4月以来的高位。进入10月以来，国际原油期

货价格出现小幅回落，随后转而继续上涨，并于 10 月 18 日再次攀升至 52.25 美元/桶的阶段性和新高。截至 10 月 20 日，国际原油期货价格为 52.07 美元/桶，环比上涨 2.64%。



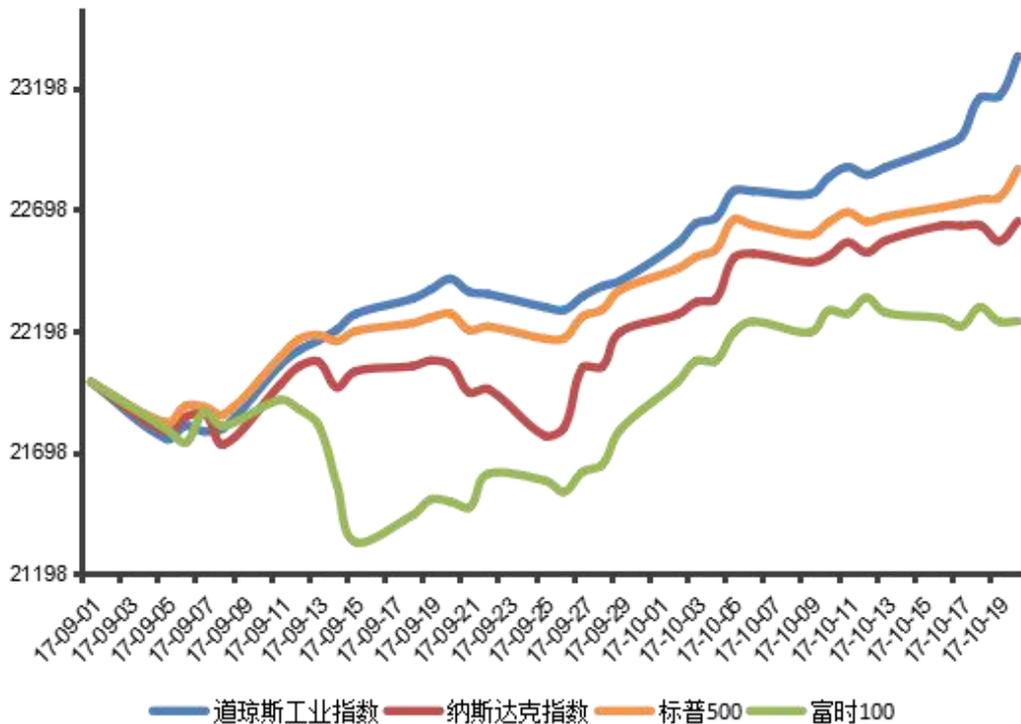
4. 原油价格预测。进入 9 月以来，供需两端的积极因素均拉动原油价格逆势上涨，在 9 月和 10 月中上旬出现两波强劲上涨趋势。在供给方面，8-9 月 OPEC 成员国产量增速均出现不同程度的下滑。OPEC 最新月报显示，9 月全球石油供给减少 41 万桶/日，11 个减产协议成员国 9 月产量为 2982.9 万桶/日，减产执行率高达 98%。其中，沙特 9 月产量较上月微增 2.2 万桶/日，仍低于 OPEC 设定的目标；受国内动荡局势影响，伊拉克 9 月产量同样微增 3.16 万桶/日，非 OPEC 国家委内瑞拉原油产量大幅下降，未来供给受到影响。此外，由于 OPEC 与俄罗斯等非成员国已达成延长减产协议，美国页岩油生产面临不确定性因素，月报还下调了非 OPEC 国家的供给增速至 94 万桶/日，给油价带来进一步利好。

需求方面，OPEC 继续上调 2018 年全球原油需求增长预期至 140 万桶/日，同时大幅上调 2017 年全球原油需求增长预期至 150 万桶/日。美国飓风影响消退，以及表现亮眼的经济数据支撑了原油需求回暖。中国 9 月数据显示石油进口大增，也给原油需求带来强劲动力。在供给走弱、需求向好情况下，石油价格增长动力充足。

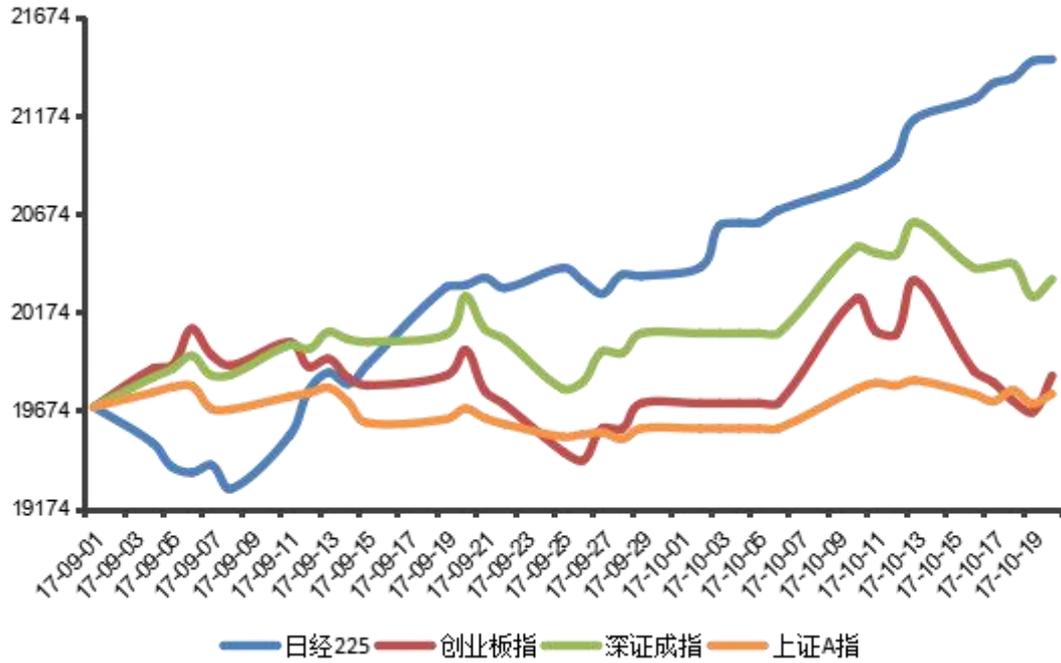
从中长期看，前期供给过剩的局面正在逐步缓解。未来原油市场的核心仍在需求，需求的核心在美国。但尽管 OPEC 和 IEA 均对未来全球增长和原油需求保持乐观，若未来美国经济复苏数据缺乏持久性，需求回暖或将不及预期，预计未来油价将维持在 45-50 美元的合理区间。

(二) 全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。9 月至 10 月中旬，欧美股市走势趋于一致，整体持续上扬，几大股指均创下历史新高。9 月美国三大股指均小幅下跌后反弹，并自 9 月下旬开始强势上涨，进入 10 月以后，涨幅扩大。英国富时 100 指数在 9 月中上旬一度走低，随后止跌回升，逆势上涨，进入 10 月后增速放缓。截至 10 月 20 日，道琼斯工业指数报收于 23328.63 点，环比大涨 4.087%；标普 500 指数报收于 2575.21 点，环比上涨 2.67%；纳斯达克指数报收于 6629.05 点，环比上涨 2.68%。三者均上涨至历史高位。英国富时 100 指数报收于 7523.23 点，环比上涨 3.46%。10 月 12 日，富时 100 指数报收于 7556.24 点，创下历史新高。



2. 亚洲股市评述。9月至10月中旬，亚洲股市走向继续保持分化，日本股市强势上涨，中国股市震荡中略有下行，进入10月后有小幅上扬。其中，日经225指数一改前期低迷的下行趋势，自9月中旬开始一路上涨，至10月中旬触及历史高位。国内三大股指表现均较为平稳，在前期小幅上涨之后，进入9月以来，上证A指和深证成指在平缓波动中略有下行；创业板指则有较为明显的震荡下跌。10月初以来，三大股指则出现不同幅度的回升。截至10月20日，日经225指数报收于21457.64点，环比大涨5.648%；创业板指报收于1880.21点，环比微跌0.658%；上证A指报收于3538.21点，环比微涨0.382%；深证成指报收于11238.88点，环比上涨0.427%。



3. 全球未来股市走势分析。9月，全球主要股市走势基本趋于一致，欧美日主要股市强劲上涨，连创新高。一方面，随着市场免疫力的提高，朝鲜核问题等外部冲击对美股的负面影响已较为微弱。9月初，朝鲜问题和飓风影响仍给美国主要股市带来负面影响，但9月中上旬以后，市场对朝鲜动态的反应已十分平淡，飓风影响也逐步消退。另一方面，特朗普税改政策的推进，以及美国经济数据向好，极大提振了股市信心，带来重大利好。9月27日，最新税改框架公布，美元指数和三大股指纷纷上涨；随着税改方案在众议院和参议院推进，市场信心骤升，美国股市也一路强势上行。英国经济数据的向好也推动富时100指数一改前期低迷，自9月底以来大幅上扬。但英国国内潜在的政治风险制约了其上涨幅度，也给未来带来不确定性因素。

不过从中长期看，美联储12月加息预期继续攀升，给美股上涨带来压力。当前美股对市场的利好已基本消化，继续上涨的

动能消退，除非美国经济保持持续的强劲复苏，预计未来美国股指将从高位回落。

就亚洲股市而言，受欧美股市影响，日本股市也结束了前期下行的低迷趋势，自9月中旬开始一路强势上涨。日本较为稳固的经济增速，以及企业盈利的不断改善，给日本股市带来了强劲支撑。9月数据显示日本GDP增速已连续6个月扩张，消费稳步增长，且安倍晋三较大概率连任，宽松货币政策有望继续维持。但正如我们一贯分析指出，日本股市已与经济基本面背离，依赖宽松货币政策的日本股市能否维持在高位，仍有较大不确定性。

在国内股市方面，美元走强给新兴市场国家带来负面影响，但欧美股市强势上涨给国内股市带来了联动效应。此外，9月企业盈利改善，也推动国内几大股指整体稳定波动，小幅上行。未来，股市的长期走向仍然与经济基本面密切相关。9月公布的月度经济数据和三季度GDP增速不及预期，经济复苏仍未见向好势头。经过过去两年的深度调整和缓慢复苏，虽然目前中国股市不存在大涨的基础，但相比于全球其他股票市场，估值优势明显。但就中长期而言，中国股市仍缺乏基本面的坚实支撑，上涨空间有限。

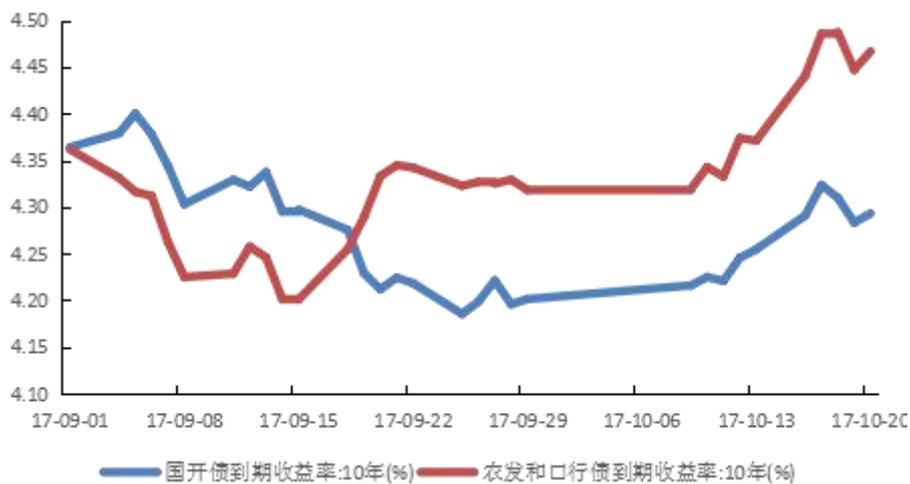
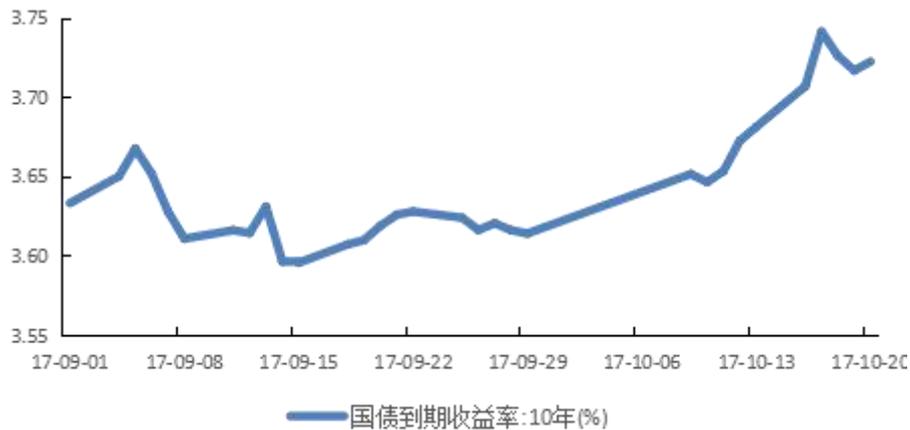
（三）全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。9月至10月中旬，美国国债收益率一改前期的下行趋势，持续震荡上扬。其中，10年期美国国债收益率自9月初的阶段性低位一路逆势上行。截至10月20日，

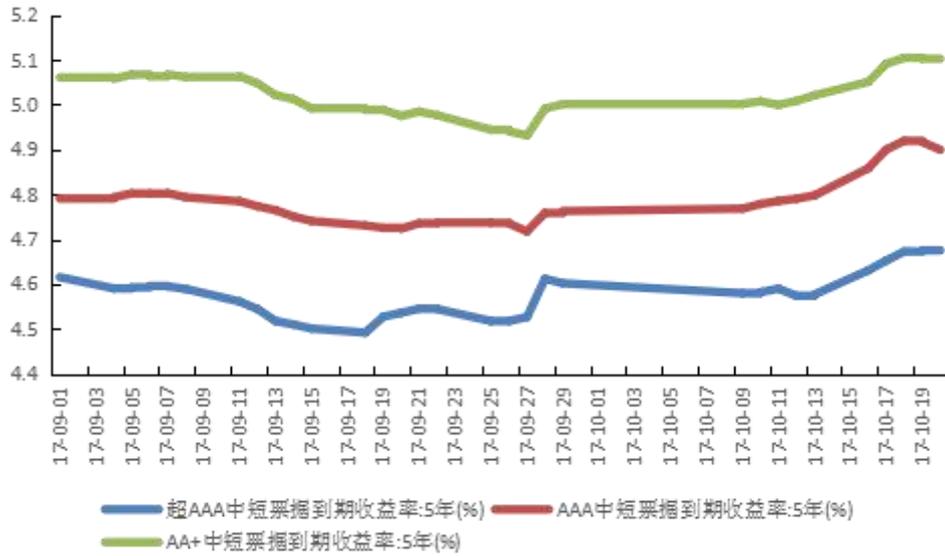
10年期美国国债收益率为 2.39%，环比涨幅达 4.82%，回到 7 月初的水平。



2. 中国债券市场分析。9月至10月中旬，中国债券市场走向出现分化。在利率债方面，国债收益率在9月初小幅震荡下行，随后转而上扬，保持上行趋势至10月，并自10月中旬起涨幅扩大。其中，10年期国债到期收益率于9月15日下跌至3.596%的阶段低位，随后持续上涨，于10月17日攀升至3.741%，是2014年底以来的新高。10年期国开债、农发和口行债到期收益率走势出现分化。9月，10年期国开债、农发和口行债到期收益率震荡下跌，随后10年期农发和口行债到期收益震荡上行，进入10月中旬后涨幅迅速扩大；10年期国开债到期收益率在9月持续震荡下行，在10月初的短暂平稳后也出现小幅上扬。截至10月20日，10年期国债到期收益率为3.722%，10年期国开债到期收益率为4.293%，10年期农发和口行债到期收益率为4.467%。



在信用债方面，9月至10月中旬，中短票据收益率继续平稳运行，整体呈现小幅下行后上扬趋势。其中，进入10月中旬以后，超AAA、AAA中短票据收益率有较为明显的上行趋势。截至10月20日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为4.67%、4.899%和5.099%，环比分别上涨3.02%、3.72%和2.49%。



3. 中国债券市场预判。9月以来，央行公开市场操作以及定向降准的实施，较好地改善了市场资金面。9月金融数据也显示M2增速有所回升，因此9月至10月初，国债收益率均处于震荡下行和平稳波动趋势。10月中上旬以来，由于新增社会融资、信贷等金融数据超预期，融资需求向好，央行行长周小川在公开讲话中乐观预期下半年GDP增长有望达到7%，再加上国内良好的政治环境，共同推动债券收益率上扬。前期市场对经济复苏的负面情绪主导债券收益率下行，而近期金融数据向好，市场预期推动国债收益率上行。从中长期看，债市风险仍然集中于金融监管政策的走向，以及经济复苏是否有坚实的基础。但另一方面，金融去杠杆使得银行风险偏好降低，或将给利率债带来需求利好。未来中国债券市场的分化将是主题，无风险国债收益率基本触顶，信用债利差将进一步扩大。

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。