



太和智库
Taihe Institute

太和寰宇财经月刊



太和智库

2017年11月刊 总第九期

太和智库
北京市朝阳区世奥国际中心 A 座 2209
010-84351977
public@taiheglobal.org



目 录

摘要：报告主要观点

一、中国经济运行评析	2
(一) 宏观经济数据评述	2
1. 月度价格走势评述.....	2
2. 月度制造业 PMI 评述.....	2
3. 月度工业增加值评述.....	3
4. 月度固定资产投资评述.....	3
5. 月度社会消费总额评述.....	5
6. 月度进出口评述.....	6
(二) 宏观经济数据走势分析与预测	7
1. 价格走势分析与预测.....	7
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	9
3. 工业增加值分析与预测.....	11
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.....	18
6. 进出口数据分析与预测.....	20
二、中国金融数据点评	22
(一) 中国金融数据评析	22
(二) 中国货币及金融政策走势预判	26
三、全球金融市场走势预判	27

(一) 大宗商品市场评析	27
1.黄金价格分析.....	27
2.黄金价格预测.....	28
3.原油价格分析.....	32
4.原油价格预测.....	32
(二) 全球股票市场评析	33
1.欧美股市评述.....	33
2.亚洲股市评述.....	34
3.全球未来股市走势分析.....	35
(三) 全球债券市场评析	37
1.美国国债市场评述.....	37
2.中国债券市场分析.....	38
3.中国债券市场预判.....	39

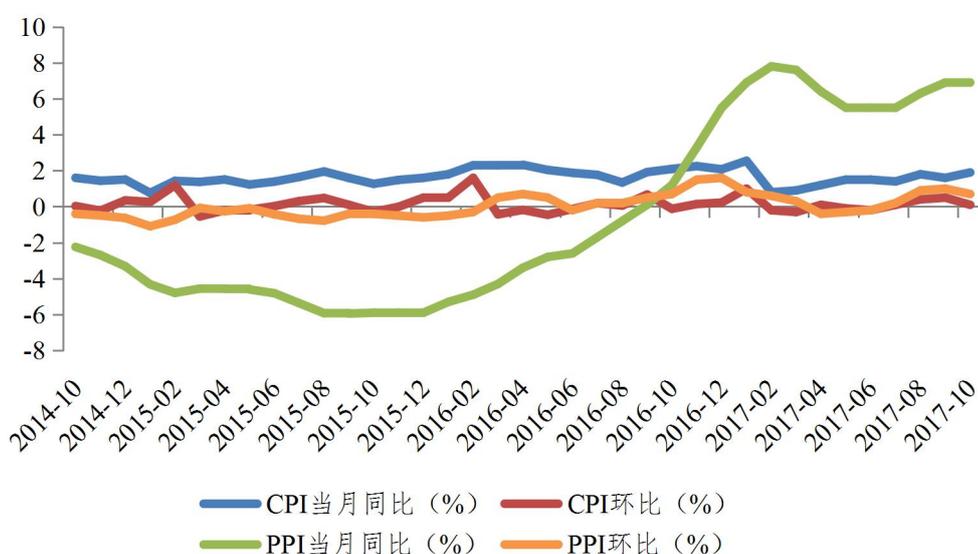
报告主要观点

1. 非食品因素依旧是拉动 CPI 上涨的主要动力。随着食品价格的止跌回升，通胀问题再次凸显。
2. 大宗商品和生产资料价格涨跌互现，PPI 和上月持平，未来 PPI 大概率小幅下行。
3. PMI 回落，验证制造业前期的“繁荣”乃昙花一现。去库存和去产能仍旧任重道远。
4. 投资效率未见明显改善，工业增加值和投资继续回落。经济寒冬尚未到来。
5. 居民存款大幅下降，M2 增速再创新低。季节性因素作用较大，但金融监管也有一定贡献。
6. 企业短期经营性贷款需求回升，但中长期投资需求仍长期下滑。
7. 货币政策保持稳健，但近期有明显迹象表明央行有维持金融市场稳定的倾向。
8. 国际风险的常态化以及市场对风险偏好的回升拉低黄金价格。但未来黄金价格下跌空间有限，震荡为主。
9. 原油价格短期内或维持高位，但中期看由于美国需求回暖不及预期，原油价格仍可能回落。
10. 受监管趋紧和预期央行货币政策趋紧的影响，10 月份债市大幅波动，熊市行情凸显。但经济基本面无法支撑债券利率进一步上行。

一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评述

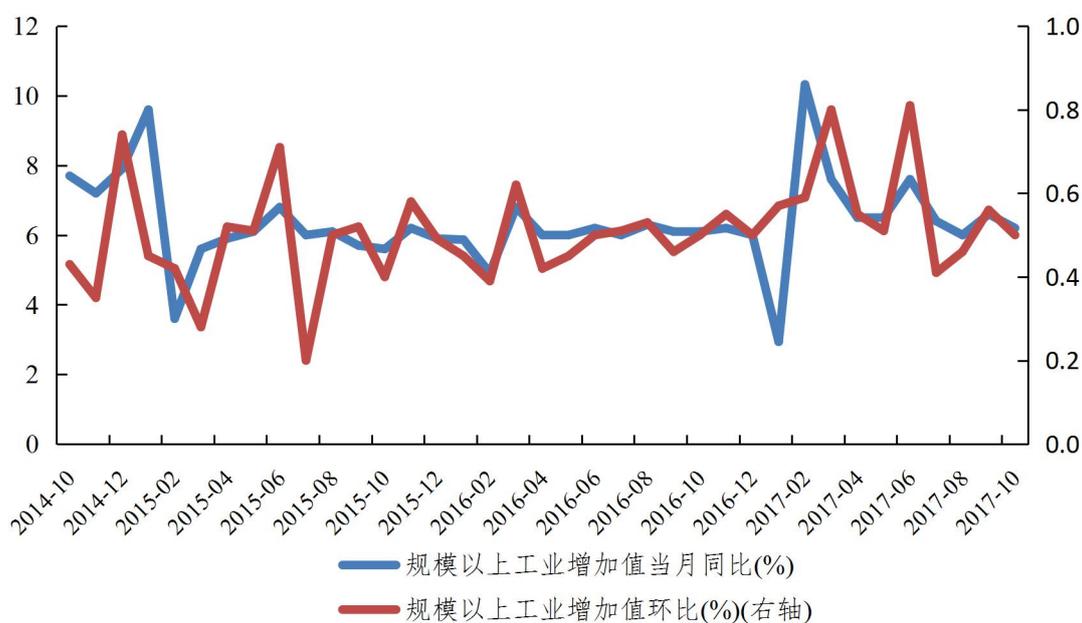
1. 月度价格走势评述。2017年10月，CPI环比上涨0.1%，同比上涨1.9%，同比较9月份上升0.3个百分点，创下除1月份外的年内最高点；PPI环比上涨0.7%，同比上涨6.9%，同比较上月持平。



2. 月度制造业 PMI 评述。10 月份，制造业 PMI 数据为 51.6%，较上月下降 0.8 个百分点，且低于预期 0.4 个百分点，打破了连续 3 个月上涨的趋势。从分项数据看，生产指数为 53.4%，比上月下降 1.3 个百分点；新订单指数为 52.9%，比上月大幅下降 1.9 个百分点；原材料库存指数为 48.6%，比上月回落 0.3 个百分点；从业人员指数为 49%，与上月持平；原材料购进价格指数为 63.4%，较上月大幅下降 5 个百分点。

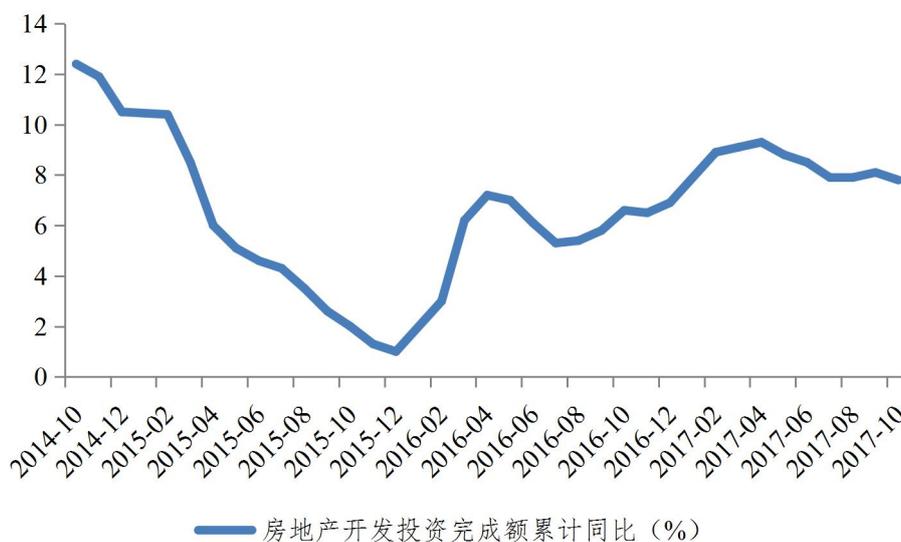


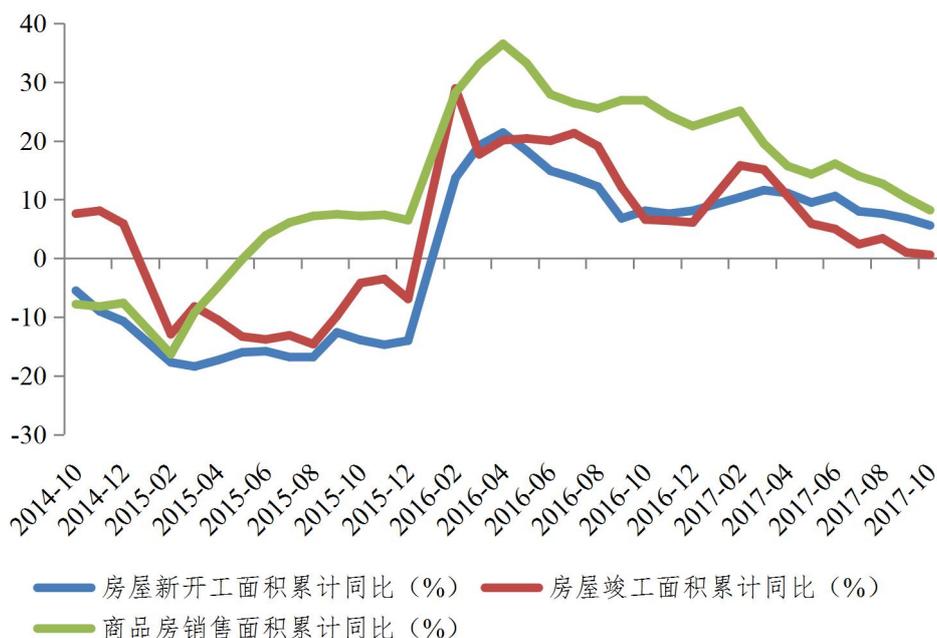
3. 月度工业增加值评述。10月，规模以上工业增加值同比实际增长6.2%，比9月回落0.4个百分点，略高于去年同期0.1个百分点，是今年年内次低值。10月规模以上工业增加值环比增长0.5%，比上月小幅回落0.06个百分点。1-10月份，规模以上工业增加值累计同比增长6.7%，与1-9月持平。



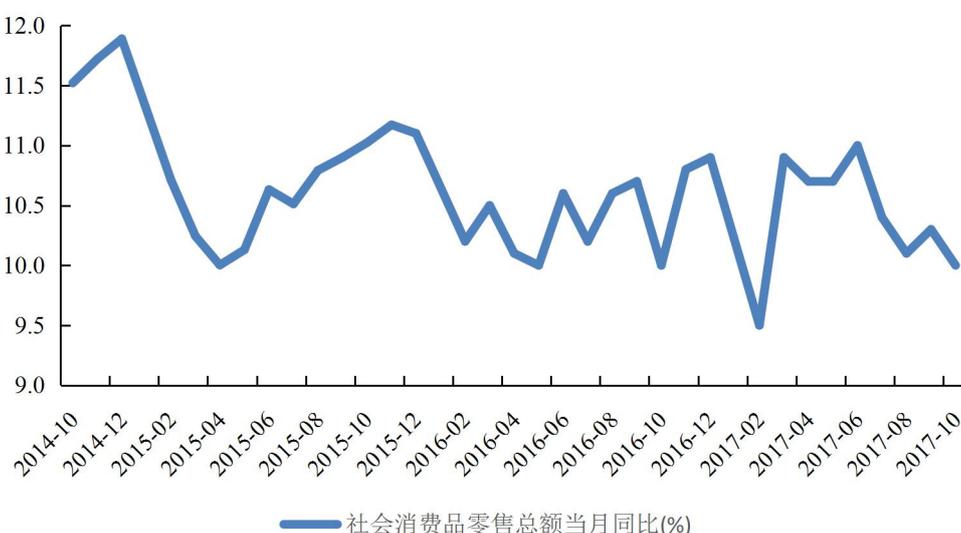
4. 月度固定资产投资评述。1-10月，全国固定资产投资51.78万亿元，同比名义增长7.3%，比1-9月份回落0.2个百分点，增

速连续7个月下滑，且低于去年同期1个百分点，再次刷新年内最低值；全国固定资产投资环比增速较9月上升0.52个百分点，涨幅较上月回落0.04个百分点；1-10月，民间固定资产投资31.37万亿元，同比名义增长5.8%，比1-9月回落0.2个百分点，民间投资占总投资的比重为60.6%，较1-9月提升0.1个百分点。1-10月，全国房地产开发投资9.05万亿元，同比增长7.8%，增速比1-9月回落0.3个百分点。10月固定资产投资和房地产开发投资再次创下年内新低。

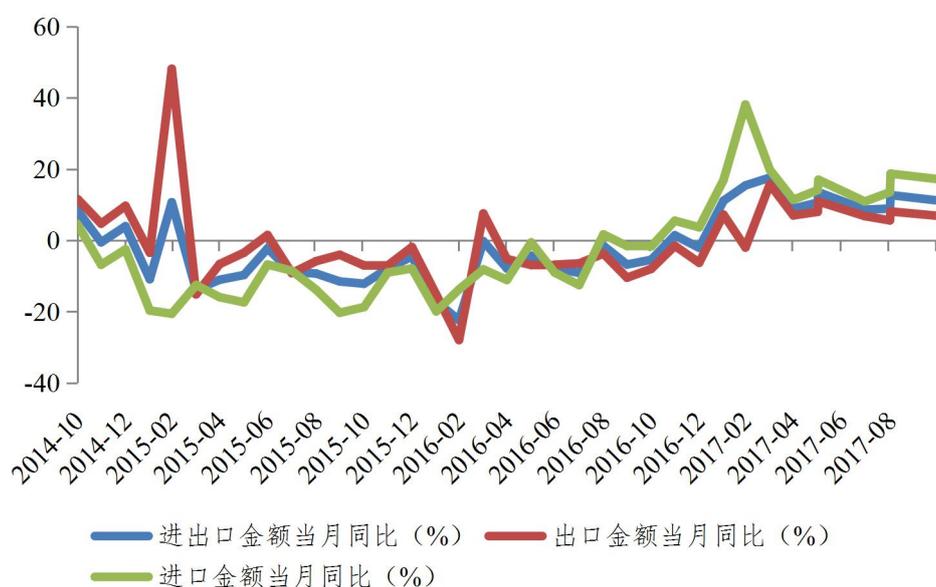




5. 月度社会消费总额评述。10月社会消费品零售总额3.42万亿元，同比名义增长10.0%，增速比9月回落0.3个百分点，与去年同期持平，为年内次低值。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长7.2%，比9月回落0.6个百分点。10月社会消费品零售总额环比增长0.74%，比上月回落0.15个百分点。2017年1-10月，社会消费品零售总额同比增长10.3%，较1-9月回落0.1个百分点。



6. 月度进出口评述。10月进出口总额为2.24万亿元人民币，同比增长10.2%，较上月回落3.4个百分点。其中，出口总值为1.25万亿元，同比增长6.1%，预期7%，前值9%，出口未及预期；进口总值为0.99万亿元，同比增长15.9%，预期17.5%，前值19.5%，进口也未及预期；进出口顺差2544.7亿元，预期2804.5亿元，前值1930亿元，贸易顺差显著回升但不及预期。以美元计，10月出口同比增长6.9%，前值8.1%；进口同比增长17.2%，前值18.7%；贸易顺差381.7亿，前值284.67亿。



(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。食品价格同比降幅缩小，对 CPI 下行压力减小。10 月食品项同比下降 0.4%，降幅较 9 月减少 1 个百分点，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点。分细项看，畜肉类价格下降 5.7%，影响 CPI 下降 0.27 个百分点，其中，猪肉价格下降 10.1%，影响 CPI 下降 0.28 个百分点，虽然降幅缩窄 2.3 个百分点，但仍然是对 CPI 同比造成下行压力的主要因素。鲜果价格下降 0.7%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点。其他食品项目中，水产品和蛋类价格涨幅明显，分别上涨 3.8%和 3.1%，影响 CPI 上涨约 0.07 和 0.02 个百分点。环比方面，10 月食品价格环比较上月持平，分类价格则涨跌互现。其中，受节假日过后需求回落的影响，鸡蛋价格下降 5.4%，影响 CPI 环比下降 0.03 个百分点；水产品和猪肉价格分别下降 0.6%和 0.1%；鲜果、鲜菜则受季节性供给减少影响，分别上涨 0.7%和 0.4%，均影响 CPI 上涨 0.01 个百分点。

非食品价格同比持续上涨，拉高 CPI 同比。10 月非食品价格同比上涨 2.4%，较上月持平；环比上涨 0.1%，较上月回落 0.4 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 7.2%、2.8%、2.3%和 1.5%，分别较 9 月份增加-0.4、0、0 以及 0.1 个百分点，其中，除医疗保健的同比增速因 9 月底以来医疗改革新方案的影响而小幅回落外，居住、教育文化依然为年

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。

PPI 同比持平，环比小幅回落。10 月 PPI 同比上涨 6.9%，较上月持平；环比上涨 0.7%，较上月回落 0.3 个百分点。数据显示 10 月份工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比上涨 9%，较上月回落 0.1 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分别为 14.7%和 11.6%，分别较上月回落 2.5 和 0.3 个百分点。生活资料价格同比上涨 0.8%，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与化工原料价格同比上涨 18.6%和 9.6%，分别较上月提升 0.9 和 0.6 个百分点，而黑色金属材料类价格和燃料动力类价格则分别上涨 15.9%和 10.6%，较上月回落 0.7 和 1.3 个百分点。各类价格项目的涨跌互现对 PPI 同比涨幅形成对冲，使得 PPI 同比较上月持平。

非食品价格的拉动以及食品价格降幅的缩小对于 10 月 CPI 上升的贡献较大。一方面，食品价格降幅缩小 1 个百分点，对 CPI 下降的影响较 9 月减少了 0.2 个百分点。其中，猪肉价格降幅缩窄 2.3 个百分点，对 CPI 下降的影响较 9 月减少了 0.08 个百分点。四季度，随着蔬菜水果等食品项目供给量的减少，其价格的增加会对 CPI 有一定提升作用，食品价格降幅有望继续缩小。另一方面，非食品项目一直是推动 CPI 上涨的重要因素，10 月份住宅、教育等分项的增速继续保持了年内新高，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。

在 PPI 方面,10 月份 PPI 同比的持平在于各类大宗商品涨跌互现的影响。虽然近几个月多数大宗商品价格均出现了小幅下降的趋势，但最为重要的原油价格却持续上涨，在一定程度上形成了对冲，同时，大宗商品价格的下跌对期货市场反应灵敏而对现货市场影响不大，多种原油共同使得 PPI 增速稳定在前值。在未来，尽管我国政府积极推进的供给侧结构性改革会对上游产品价格形成一定的支撑，从而导致中下游企业需求回落，在一定程度上拉低 PPI，但原油价格的大幅上涨或许会对 PPI 形成支撑，未来 PPI 可能会小幅下行，但回落的空间不会很大。

2. 制造业 PMI 分析与预测。10 月中国制造业 PMI 较上月下降 0.8 个百分点，为 3 个月来的首次回落，制造业扩张步伐有所放缓。从分类指数来看，各类指数均较上月回落，其中，生产指数下降 1.3 个百分点达 53.4%；新订单指数下降 1.9 个百分点达 52.9%，制造业需求增幅收窄；新出口订单指数为 50.1%，较上月回落 1.2 个百分点；进口指数为 50.3%，较上月下降了 0.8 个百分点；在手订单下降了 1.8 个百分点达 45.6%；生产经营活动预期为 57%，较上月大幅下降 2.4 个百分点。新订单、新出口订单和在手订单三大订单的全部回落表明，内部需求有所放缓的同时外部需求也在减少。同时，产成品库存指数、原材料库存以及从业人员指数仍长期处于荣枯线下方，分别为 46.1%、48.6%

和 49.0%。另外，值得注意的是，10 月份主要原材料购进价格指数虽然仍在高位，但比上月大幅下降了 5 个百分点，表明原材料价格上涨势头的缓解在很大程度上造成了 10 月 PMI 的下滑。随着原材料价格的继续回落，未来制造业 PMI 仍有进一步下降的可能。

分企业规模看，大型企业与中小型企业均有所回落，但大型企业仍维持在扩张区间，中小企业则长期处于临界点之下。具体来看，大企业 PMI 指数为 53.1%，较上月回落 0.7 个百分点；中、小型企业 PMI 指数为 49.8%和 49%，分别较上月回落 1.3 和 0.4 个百分点。

在非制造业 PMI 方面，中国非制造业商务活动指数为 54.3%，较上月下降 1.1 个百分点。其中，服务业商务活动指数为 53.5%，比上月回落 0.9 个百分点；建筑业商务活动指数为 58.8%，比上月下降 2.6 个百分点，但仍维持在较高的景气区间。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下降。

10 月制造业 PMI 低于预期，且打破了连续 3 个月上涨的态势，验证了我们之前关于 PMI 的持续走高或许是“昙花一现”的判断。事实上，正如前几个月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 的回升一样，本次制造业的走低也是主要受到了 10 月份原材料价格大幅下滑的影响。不仅如此，10 月份新订单、新出口订单和在手订单三

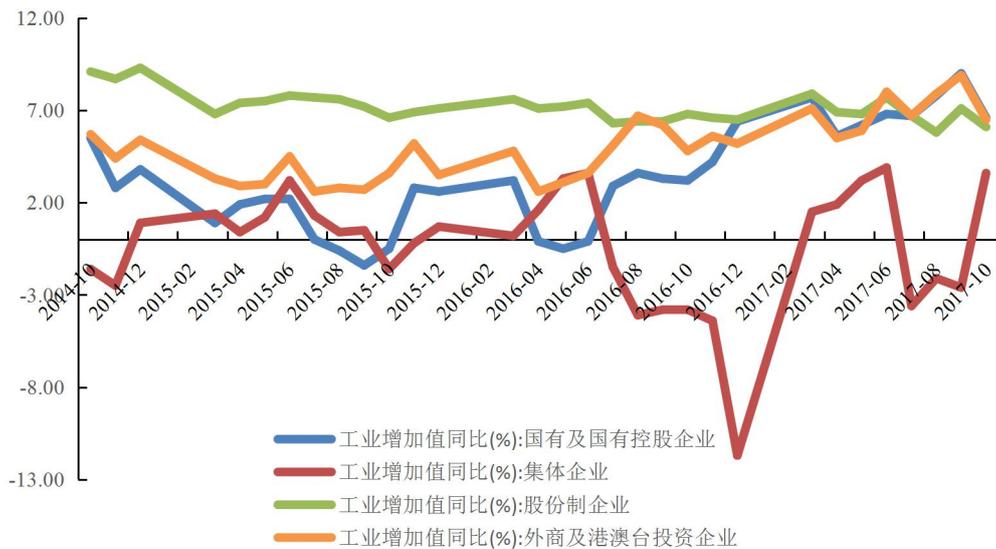
大订单的全部下滑表明，不仅内部需求有所放缓，外部需求也在相应下降，加上原材料库存的回落和产成品库存的持续低迷，企业整体对经济预期依然不够乐观。另外，10月制造业 PMI 的回落还受到了季节性因素和环保限产的影响，十一国庆节以及高耗能、高污染行业生产经营活动的降低在一定程度上造成了制造业生产的放缓。随着之前过度走高的原材料价格的持续回落，其在之前推高的制造业 PMI 也势必会随之下滑，同时，供给侧结构性改革的深入也将会继续使得高耗能、高污染行业生产受到限制。因此，在真正带动实体经济复苏的增长点尚未激发之前，不宜对经济盲目乐观，未来制造业 PMI 下行的概率依然较大。

3. 工业增加值分析与预测。10月规模以上工业增加值同比增速从上月的季节性高位回落，跌至年内次低点。虽高于去年同期 0.1 个百分点，但考虑到今年以来工业增加值同比增速相比去年整体有所回升，10月份同比增速较上年的增长幅度仍相对较小。

分三大门类看，制造业同比增速回落，采矿业同比降幅收窄，电力、热力、燃气及水生产和供应业受季节性因素的影响同比增速扩大。10月，制造业同比增长 6.7%，较 9 月回落 1.4 个百分点，与去年同期持平；采矿业增加值同比下降 1.3%，降幅比上月缩小 2.5 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 9.2%，增速比上月提高 1.4 个百分点。在采矿业，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比均有明显回升的情况下，工业增

增加值同比仍出现下滑，表明制造业生产的乏力是工业增加值整体回落的主要因素。

分经济类型看，国有控股企业仍然是拉动工业增加值增长的主要动力，股份制企业与国有企业、外商及港澳台投资企业同比增速的差距进一步缩小。10月，国有控股企业工业增加值同比增长6.6%，比上月下降2.4个百分点，但高于去年同期3.4个百分点；集体企业增加值止跌回升，同比由上月的下降2.6%转为增长3.6%；股份制企业同比增长6.1%，增速较上月回落1个百分点，且低于去年同期0.7个百分点；外商及港澳台商投资企业同比增长6.5%，增速比上月提高2.4个百分点，高于去年同期1.7个百分点。对比可以发现，国有企业仍然是拉动工业增加值的主要动力。尤其是今年以来，国有控股企业工业增加值同比增速远高于去年同期及历史均值，与股份制企业增速的差距进一步缩小。观察近三年数据可以发现，国有企业及外商投资企业增加值增速快速攀升，而股份制企业同比增速持续回落，这一差距在今年以来迅速缩小。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。经济内生增长动力仍然缺乏。



分行业看，10月份41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长，与9月持平，但多数行业增加值同比增速均有不同程度的回落。受需求走弱，以及环保限产政策的影响，相关行业增加值继续回落。其中，黑色金属冶炼和压延加工业同比下降1.3%，有色金属冶炼和压延加工业下降1.7%，降幅扩大。通用设备制造业同比增长9.6%，比上月回落1个百分点；专用设备制造业同比增长12.3%，比上月增长1个百分点。汽车制造业同比增长11.0%，比上月下降2.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长12.8%，比上月大幅下降3.5个百分点。电气机械和器材制造业同比增长11.1%，比上月回落1.2个百分点。分产品看，10月份，596种产品中有367种产品同比增长，数量比9月减少26种。

分地区看，10月东部、中部地区同比增速出现回落，西部地区同比增速提升。其中，东部和中部地区增加值同比增长6.2%和7.2%，比上月分别回落1.6和0.4个百分点。中部地区增加值

同比增长 6.8%，比上月提高 0.9 个百分点，东北地区同比增长 5.2%，与上月持平。除东北地区外，东部、中部、西部三大地区同比增速与去年同期相比均有不同程度的回落。观察今年以来的数据也可以发现，除了东北地区增速有显著攀升，其他三个地区，尤其是东部和西部地区增速均出现较为明显的波动和回落。

10 月规模以上工业增加值回落至仅次于 8 月的年内次低值，其中制造业增加值有明显回落。若剔除季末的季节性因素影响，可以发现今年以来工业增加值呈现出“前高后低”、逐季回落的趋势，这与我们年初的判断一致。三大门类中，采矿业增加值同比降幅收窄，也印证了我们关于原材料价格上涨势头趋缓导致 10 月 PMI 下滑的观点。同时，从企业类型来看，国有企业仍然是拉动工业增加值增长的主要动力，但这一因素的边际效应正在减弱。我们认为，今年以来政策刺激、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。在民间资本和民营经济活跃的东部地区，近几个月工业增加值出现明显波动和回落，这一现象的出现值得关注。

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，预计今年后续几个月，工业增加值增速将进一步下滑。

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 7 个月下滑，再创新低。分产业看，三大产业同比增速涨跌

互现。其中第一产业投资同比增长 13.1%，较 1-9 月提升 1.3 个百分点，增幅明显；第二产业投资增长 2.7%，较上月小幅提升 0.1 个百分点；第三产业投资增长 10%，较 9 月回落 0.5 个百分点，降幅扩大了 0.4 个百分点。因此，除第一产业同比增速显著提升外，第二、第三产业增速没有明显改善。具体来看，在第二产业中，虽然第二产业整体增速提升了 0.1 个百分点，但分细项看，主要是与季节性因素相关的电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同比增长了 2.3%，增速较上月提高 0.6，抬升了第二产业增速。除了该项之外，其他行业投资的同比增速均存在不同程度的下滑。采矿业投资同比下降 9.1%，降幅收窄 0.1 个百分点；制造业投资同比增速为 4.1%，较上月回落 0.1 个百分点；工业投资同比增速为 3.3%，与上月持平。在第三产业中，各类投资均存在不同程度的回落，拉低了第三产业投资的同比增速。其中，水利管理业投资和公共设施管理业投资均较 1-9 月回落了 0.3 个百分点；铁路运输投资回落 0.1 个百分点；道路运输和基础建设投资均回落了 0.2 个百分点。值得注意的是，9 月份第二产业增速降幅的缩窄在于该月基建投资的上升，与之对应，10 月份基建投资增速大幅下降至 11.6%，较 9 月份降低了 4.7 个百分点，在一定程度上压低了第三产业的增速，使得 10 月份第三产业增速的降幅扩大了 0.4 个百分点。10 月固定资产投资增速的进一步下滑主要是由于第三产业投资的继续回落造成的，而第三产业的回落又在很大程度上受到基建投资下滑的影响。同时，因地方政

府债务风险监管加强等原因，地方政府投资能力受到限制，对制造业投资形成拖累，与基建投资的回落共同拉低了固定资产投资。因此，国内经济仍然没有出现新的增长点，“新周期”再一次被证伪。

分地区看，四大地区投资全面回落，东北地区降幅明显扩大。东部地区、中部地区、西部地区以及东北地区投资增速分别为8.1%、7.4%、9%和-3.2%，分别较上月回落0.5、0.1、0.4和-1.1个百分点。中部地区和西部地区降幅收窄，印证了10月第二产业投资的小幅回升；东部地区和东北地区投资增速降幅明显扩大，对应第三产业投资的回落。

资金到位率持续提升，但各投资主体的投资增速均降低。从到位资金情况看，固定资产投资到位资金同比增长3.6%，增速比1-9月提升0.3个百分点，涨幅收窄0.2个百分点。从投资主体类型看，内资企业投资、港澳台商投资以及外商投资的同比增速分别为7.9%、3.8%和-6.6%，分别较上月回落0.2、0.5和-0.1个百分点。从施工和新开工项目情况看，施工和新开工项目计划总投资同比增长分别为18.1%和3.8%，前者与1-9月持平，后者比1-9月增加1.4个百分点。

房地产开发投资回落、商品房销售面积持续下降，商品房待售面积降幅扩大，房地产去库存效果显现。1-10月，全国房地产开发投资同比增长7.8%，较上月回落0.3个百分点，但高于去年同期1.2个百分点。其中，房屋新开工面积增长5.6%，增速回落

1.2 个百分点，降幅较上月扩大了 0.4 个百分点；房屋竣工面积增长 0.6%，增速回落 0.4 个百分点，其中住宅面积回落 2.7 个百分点。企业土地购置面积同比增长 12.9%，较上月提升 0.7 个百分点，为 2012 年来最高增速；土地成交价款同比增长 43.3%，较上月回落 3 个百分点。

商品房销售面积和销售额连续 4 个月下滑、房地产开发企业到位资金同比增速持续下降。1-10 月，商品房销售面积同比增长 8.2%，增速回落 2.1 个百分点；商品房销售额同比增长 12.6%，增速回落 2 个百分点。商品房销售面积和销售额同比增速均出现了连续 4 个月的回落；1-10 月商品房待售面积同比下降 13.3%，降幅比上月末扩大 1.1 个百分点，商品房待售面积已处于近 25 个月最低值，房地产去库存效果显著。房地产开发企业到位资金同比增长 7.4%，增速回落 0.6 个百分点；国房景气指数为 101.49，较 9 月提升 0.04 个百分点。虽然数据表明房地产开发商拿地意愿仍然积极，融资需求也偏强，但这在一定程度上是受到政府加速供地政策的影响，如果剔除政策性因素，房地产开发投资的降幅将会进一步加大，房地产投资的高点已过。

1-10 月固定资产投资继续回落并再度刷新了年内的最低值，二三产业增速仍没有明显改观。根据分项数据，受供给侧结构性改革及近期地方政府债务风险监管加强的影响，制造业投资等第二产业投资的持续下滑对 10 月固定资产投资产生下行压力，但与季节性因素相关的电力、热力、燃气及水生产和供应业投资的

增长在一定程度上抵消了制造业的下滑。10月基建投资的大幅下滑对第三产业形成拖累，并在一定程度上拉低了固定资产投资的增速。事实上，基建投资、制造业投资等各种投资形式并不能带来新的增长点，因此在金融杠杆、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。未来由于财政整顿、供给侧结构性改革深化的影响，投资增速仍有下滑的可能。

5. 社会消费总额分析与预测。10月社会消费品零售总额同比增速呈现全面回落。其中，城镇消费品零售额同比增长9.8%，比上月回落0.3个百分点；乡村消费品零售额同比增长10.0%，比上月大幅下降1.5个百分点，再次创下年内新低。1-10月，城镇消费品零售额同比增长10.0%，乡村消费品零售额增长12.0%，与1-9月相比均回落0.1个百分点。10月份，城镇与乡村消费同比增速均回落，分别达到年内次低和最低值，其中乡村消费已连续4个月出现同比增速下降。不仅乡村消费对社会总体消费拉动的边际效应减弱，城镇消费同比增速也呈现阶梯式下滑。

从消费类型看，主要消费品同比增速均有所回落，其中中西药品、家具、建筑及装潢材料等消费品零售额同比增速降幅明显，粮油、食品类，化妆品零售额增速有所提升。10月，包括餐饮收入，粮油、食品类，化妆品，中西药品以及家具等在内的五种类别消费品保持两位数的同比增速，分别为10.3%、10.1%、16.1%、11.9%、10.0%，但中西药品和家具零售额同比增速分别大幅下降

2.7 和 5.5 个百分点。受食品价格降幅缩小影响，粮油、食品类零售额同比增速比上月回升 2.1 个百分点。其他消费品类型中，受双十一消费延迟效应影响，日用品、家用电器和音像器材、通讯器材、石油及制品、汽车、建筑及装潢材料等消费品的同比增速均有不同程度的回落，与上月相比分别下降 0.4、1.4、1.7、0.3、1.0、3.4 个百分点，使得 10 月消费品零售总额同比增速整体回落。饮料类，烟酒类，服装鞋帽、针纺织品等类型消费品同比增速提高，但由于其零售额总规模相对较小，对消费品零售总额增长的拉动作用有限。

1-10 月份，全国网上零售额 5.54 万亿元，同比增长 34.0%，增速较 1-9 月继续回落 0.2 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 28.8%，占社会消费品零售总额的比重为 14.0%，较上月减少 0.3 个百分点。网上消费占比的回落与“双十一”的延期消费效应有关。

10 月份，社会消费品零售总额同比增速全面下滑，达到年内次低值。若剔除 6 月和 9 月的季节性因素，今年以来社会消费品零售总额呈现逐月回落，反映消费以及需求端出现疲软态势。尤其是城镇与乡村地区消费同比增速均连续回落，今年上半年乡村地区消费的高涨，及其对社会总消费的边际贡献正逐步减弱。

受房地产销售降温的影响，家具、建筑及装潢材料等类型消费品增速下降。值得注意的是，10 月份社会消费品零售总额，尤其是网上零售额在一定程度上受 11 月电商促销延期作用的影

响。考虑到在石油价格上涨、汽车制造业生产同比收缩的情形下，石油及制品、汽车等相关消费品回落的幅度相对有限。因此，尽管国内消费需求呈疲弱态势，预计未来社会消费仍可保持在一定的水平，继续大幅下降的空间有限。

6. 进出口数据分析与预测。10月一般贸易进出口增速回落，占比提升。10月一般贸易进出口总值同比增长18%，较前9个月增速小幅回落0.1个百分点。其中，出口总值同比增长12%，与上月持平；进口总值同比增长25.6%，较上月小幅回落0.2个百分点。前10个月，我国一般贸易进出口占进出口总值56.5%，较去年同期提升1个百分点，贸易结构持续调整。其他贸易项目中除了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、租赁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，其中租赁贸易由正转负，跌幅最大。

10月进出口增速均不及预期，进口下滑主要受大宗商品价格和进口量回落的影响，出口回落则受人民币升值及基数影响。一方面，金属和工业类大宗商品价格连续三个月小幅下降。10月原材料购进价格指数为63.4%，较上月大幅下降5个百分点。另一方面，从进口量上看，10月份铁矿砂及其精矿、原油、成品油、钢材量等大宗商品累计同比增速分别为6.3%、11.8%、4.7%和0.5%，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前9个月下降了0.8、0.4和1.3个百分点。如果按照当月同

比来看,10月份铁矿砂及其精矿和钢材的进口量当月同比则出现了负增长,分别为-2%和-12%,分别较上月大幅下降13和22个百分点。因此,国际大宗商品价格进口量的回落表明国内需求高点显现,拉低了进口金额的同比增速。

高基数及人民币持续升值使得10月出口未及预期。尽管10月份美、日、欧等主要经济体的制造业PMI数据均维持在高位,全球经济进入稳步复苏阶段,但是由于三季度以来人民币兑美元汇率出现了快速上涨,由7月中旬的6.8升至10月中旬的6.5,在外需不弱的同时形成了对出口的限制。分企业类别来看,前10个月我国民营企业进出口8.66万亿元,增长17.1%,占我国进出口总值的38.4%,比去年同期提升0.3个百分点。其中,出口5.79万亿元,增长13.8%,占出口总值的46.7%,保持着首位出口份额的位置。传统7大类劳动密集型产品合计出口2.55万亿元,增长8.6%,占出口总值的20.5%,虽然较上个月小幅下滑但仍为我国出口的主力。

受当前大宗商品价格回落以及人民币汇率升值的影响,我国10月份进出口增速均不及预期。首先,在外需较好的前提下我国出口仍然不及预期,那么随着特朗普对朝核问题强硬态度的持续、“税改”法案的施行及其逆全球化政策的不断加码和欧洲的反倾销调查,四季度的外需不确定性会进一步增加。同时,考虑到去年贸易复苏始于四季度,基数效应也会对出口持续形成拖累。预计未来出口仍然会大概率回落。其次,国内去产能等供给侧结构

性改革使得财政约束会越来越严，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的持续回落，衰退型顺差将会回归。最后，中国内需依然来自政策刺激，经济内生动力的恢复缓慢。民营企业活力、国有企业债务、居民杠杆快速上升、金融去杠杆缓慢等深层次矛盾依然严峻，形成了对内需的拖累，且将对未来进口增速持续施加下行的压力。

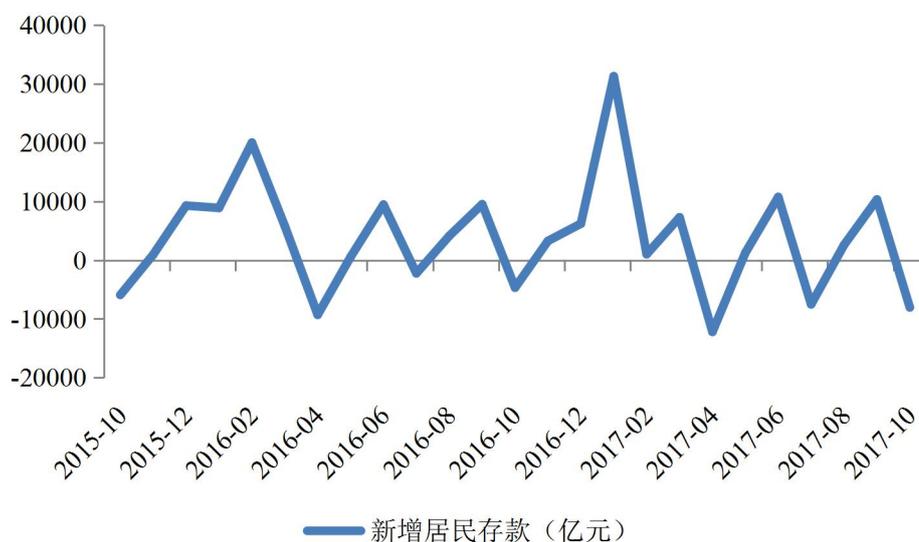
二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

2017年10月新增社会融资规模1.04万亿元，预期1.1万亿元，前值1.82万亿元；金融机构新增人民币贷款6632亿元，预期7830亿元，前值1.27万亿元。10月M2货币供应同比增长8.8%，预期9.2%，前值9.2%，回落0.4个百分点，再次刷新年内最低增速；M1货币供应量同比增长13%，较上月回落1个百分点，比去年同期降低10.9个百分点。

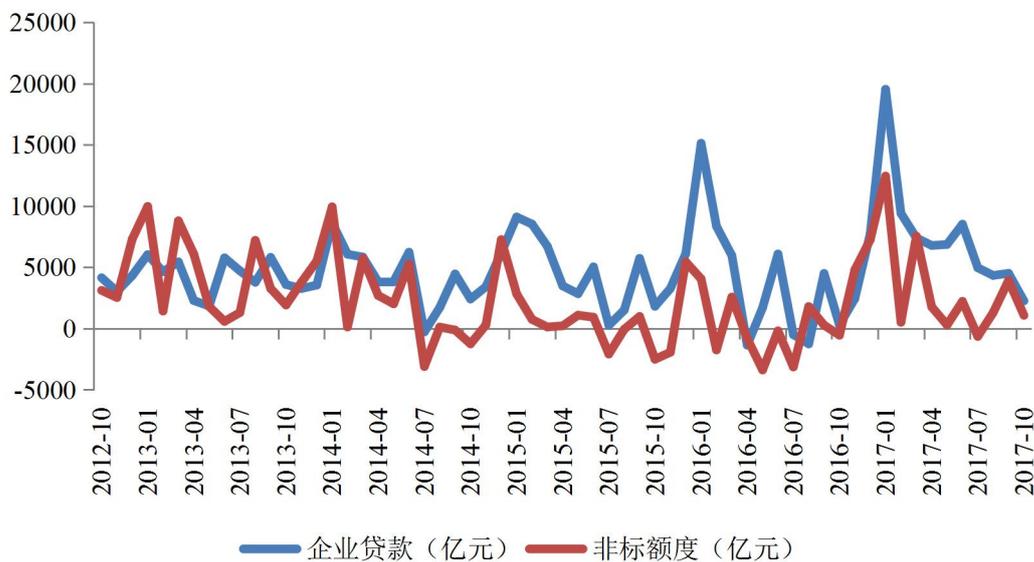
受居民存款大幅下降的影响，M2增速再创新低。10月，M2余额同比增长8.8%，低于预期0.4个百分点，且较上月回落0.4个百分点，比去年同期降低2.8个百分点，再次刷新年内最低值。M1余额同比增长13.0%，较上月回落1个百分点。通过考察金融机构存款情况可以发现，前10个月人民币存款增加16.33万亿元，同比增速较上月末和去年同期分别减少0.2和2.4个百分点。具体来看，10月末居民户新增存款由上月的10325亿元大幅降低至10月的-8052亿元；企业存款由上月的3428亿

元降低至 10 月的 126 亿元；财政存款由上月的-3972 万亿元增加到了 10 月的 10500 亿元；非银行业金融机构存款由上个月的-8675 亿元增加到了 10 月的 4657 亿元。虽然居民户存款在 10 月份存在季节性下跌的情况，但是随着存款利率与市场化理财产品收益率差距的拉大，居民将存款转为理财产品的趋势逐渐加强，使得今年 10 月份居民存款的跌幅超过以往年份，金融机构寻找低成本资金的机会成本在增加，全社会综合成本不可避免地得到提升，拉低了 M2 的增速。



受贷款大幅下降的影响，10 月社会融资规模不及预期。10 月份新增社会融资规模 1.04 万亿元，较上月大幅降低 0.78 万亿元，且低于预期 0.06 万亿元。其中，社会融资规模中新增人民币贷款 6635 亿元，虽然同比多增 625 亿元，但较上月下降 5250 亿元，且低于预期的 7830 亿元，融资需求有所回落。同时，包括委托贷款、信托贷款以及未贴现银行承兑汇票在内的三大表外融资共计 1074 亿元，占比重回 10% 以下，较上月降低近 12 个百

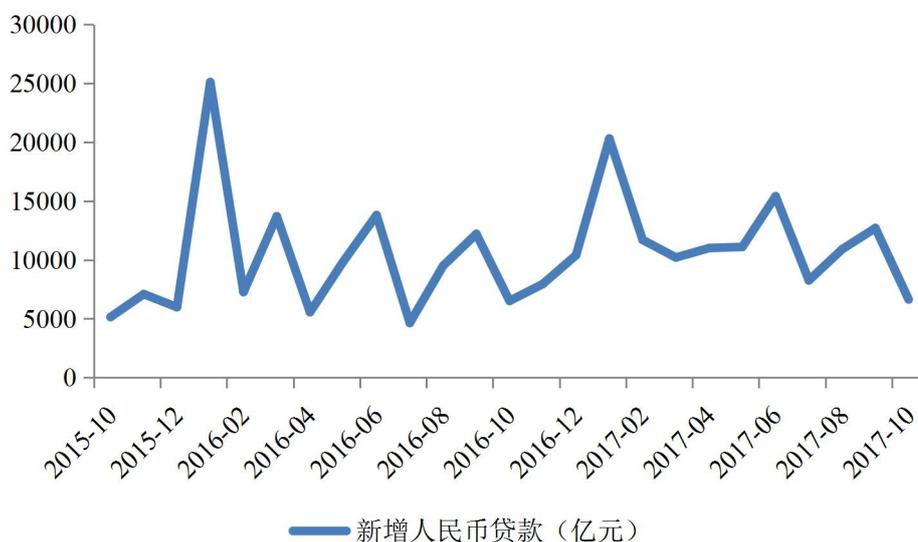
分点，表外回表内仍在持续进行。其中，新增委托贷款环比减少732亿元，降幅拉大；新增信托贷款1019亿元，环比大幅降低1349亿元，达年内次低；新增未贴现银行承兑汇票12亿元，环比降低770亿元。通过近5年来企业贷款与表外融资的走势可以看出，虽然近些年来表内融资和表外融资均会在三季度后出现季节性下跌，但是随着金融监管的趋严，今年二者的差距在增多，表外融资转到表内的趋势更加明显，金融监管取得了一定的成效。



在直接融资方面，企业债券融资较为稳定，由9月的1562亿元降低至10月的1508亿元，这表明企业中长期融资逐渐恢复，未来应增加对债市的信心。非金融企业境内股票融资601亿元，较上月增加82亿元，股票市场继续保持稳定增长。

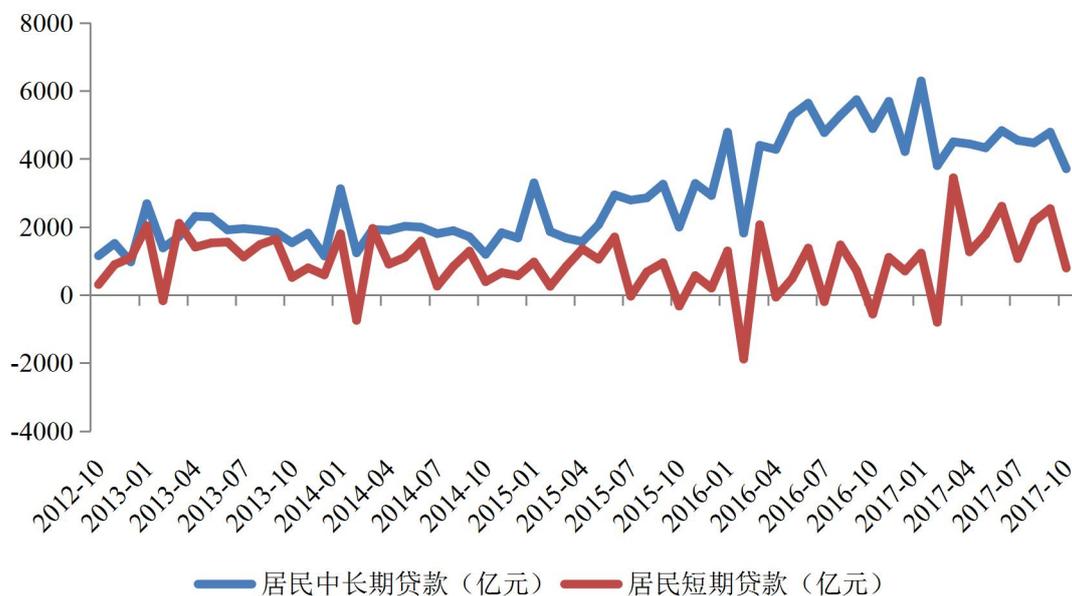
10月新增人民币贷款不及预期，居民中长期贷款与短期贷款均大幅下降。10月金融机构新增人民币贷款6632亿元，比上月减少6068亿元，高于去年同期119亿元。分部门看，企业部门新增贷款2253亿元，低于上月2255亿元但高于去年同期1963

亿元。其中，新增企业短期贷款-113 亿元，降幅较上月缩小 408 亿元，且高于去年同期 325 亿元，反映企业经营性贷款需求小幅回升；新增企业中长期贷款 2366 亿元，较上月下降 2663 亿元，受金融去杠杆深化的影响，新增企业中长期贷款持续下滑，投资需求仍然低迷。事实上，随着金融严监管的深化，今年人民币贷款释放靠前，使得经济呈现出了韧性。与此同时，今年贷款呈现出逐季递减的趋势。



居民部门新增贷款大幅下滑，短期贷款降幅显著，中长期贷款创年内最低。9 月居民户新增人民币贷款 4501 亿元，较上月降低 2848 亿元，比去年同期增加 170 亿元。其中，居民户新增短期贷款 791 亿元，较上月大幅下降 1746 亿元；居民户新增中长期贷款 3710 亿元，比上月降低 1076 亿元，达到年内最低点，且低于去年同期 1181 亿元。整体来看，虽然居民的中长期贷款和短期贷款均在 10 月份存在季节性下跌的现象，但本次跌幅更为显著。而且，无论是短期还是中长期贷款，10 月份跌幅均超

过了今年前两个季度后的跌幅，表明在剔除季节性因素后，居民贷款的下降具有一定的趋势性。



一方面，短期贷款的高位回落验证了我们对于居民短期贷款趋势性走低的判断。随着 9 月份以来我国政府开始严查消费贷款等短期贷款，居民短期贷款降幅明显。由于长期以来房地产市场的大力发展透支了消费者的消费能力，居民消费难以发展，消费贷款的流向不清，加大了政府严查消费贷的决心。另一方面，随着房地产销售的下滑，以及银行按揭贷款额度的受限，居民中长期贷款规模和增速均有所回落。

（二）中国货币及金融政策走势预判

10 月份社会融资规模、新增信贷以及 M2 增速均不及预期，金融数据全面下滑。居民存款大幅下滑使得 M2 再创新低、融资逐步回归表内的同时贷款降低明显、新增信贷中各结构数据均呈现季节性下降。

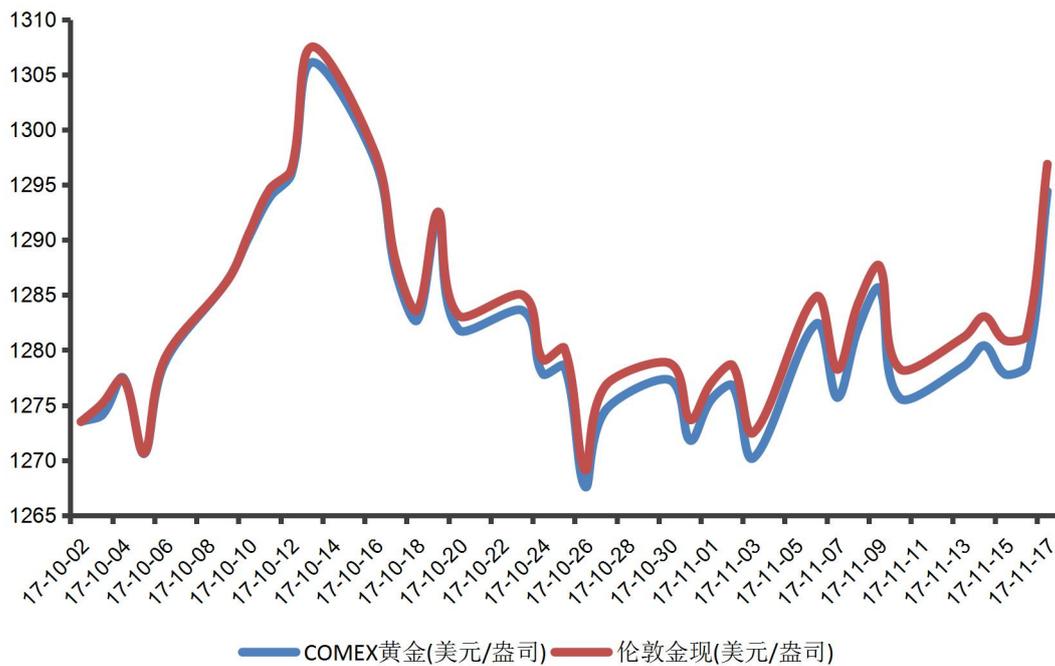
值得注意的是，剔除季度因素的影响，新增信贷中企业和居民贷款仍然存在显著下降趋势。具体而言，一方面，企业新增短期贷款有所回升但中长期贷款依旧疲软，虽然金融严监管使得今年人民币贷款释放靠前，但在经济增长新动能尚未出现的环境下，企业投资性需求依然低迷。另一方面，居民短期贷款大幅走低证实了我们的判断，由于长期以来房地产投资的大力发展透支了消费者的消费能力，消费信贷的流向尚不清晰，未来政府对于消费信贷将会施加更为严厉的监管。同时，随着房地产投资和需求的同步受限，居民中长期贷款仍会继续承压，从而未来社会融资规模和新增信贷增长依然严峻。另外，未来金融严监管的趋势不会改变，金融机构寻找低成本资金的机会成本在增加，全社会综合成本会不可避免的提升。在这种情况下，货币派生渠道将持续收缩，未来 M2 增速仍将维持在个位数的“新常态”。

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。黄金价格整体下行，保持在低位震荡，并于 11 月中旬小幅上扬。2017 年 10 月至 11 月中旬，黄金价格在上月持续下跌之后出现反弹，自 10 月中旬开始继续下跌，随后在 1275 美元/盎司左右的价格水平徘徊；进入 11 月以来，黄金价格在震荡中有小幅上扬。国际现货黄金 10 月 16 日收盘价为 1294.75 美元/盎司，11 月 16 日收盘价为 1278.19 美元/盎司，环比下跌 1.28%；纽约商品交易所黄金期货 10 月 16 日收盘价为

1297.2 美元/盎司，11 月 16 日收盘价为 1281.24 美元/盎司，环比下跌 1.44%。上海期货交易所黄金期货 10 月 17 日收盘价为 276.25 元/克，11 月 27 日收盘价为 275.7 元/克，环比下跌 0.2%。其中，10 月 26 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 1266.1 美元/盎司和 1267.6 美元/盎司的低位，回落至 8 月初的价格水平。11 月 17 日，黄金价格出现强势反弹，国际现货黄金价格和纽约商品交易所黄金期货价格涨至 1293.78 美元/盎司和 1294.4 美元/盎司，日涨幅超过 1.2%，重新站上 1290 美元/盎司的阶段高位，重回 10 月中旬的价格水平。



2. 黄金价格预测。进入 9 月以来，随着风险事件的缓和和美国经济数据向好，黄金价格结束了前期的强劲涨势，开始持续下跌，月跌幅超过 5%。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 月以来黄金价格的回落印证

了这一判断。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，黄金价格将维持在当前的合理区间，未来走向与经济基本面和美元走势息息相关。

地缘政治风险缓和且常态化，美国税改方案稳步推进，共同推动黄金价格继续回落并维持在阶段性低位。进入9月以来，前期全球地缘政治风险趋缓，对市场避险情绪的影响也趋于常态化，市场风险偏好回升，拉动黄金价格整体持续下跌。10月初，西班牙加泰罗尼亚独立公投再次引发欧洲地区的分裂情绪和地缘政治风险。此外，美国新公布的9月通胀数据不及预期，给美联储12月加息带来分歧，在多方面因素作用下，且前期黄金已持续大幅下跌至低位，黄金价格在10月上旬出现回调。10月13日，随着通胀数据的发布，国际现货黄金价格反弹至1304.3美元/盎司的阶段性高位。然而，随着加泰罗尼亚独立进程暂缓，其对市场风险的影响程度有限。另一方面，特朗普税改方案推进较为顺利。10月19日和26日，美国参议院和众议院分别通过了2018年财政预算方案，为减税提供了重要的政策便利；11月2日，详细版税改方案正式推出。外部风险冲击的消退和税改方案的稳步推进，使得黄金价格缺乏强劲支撑，于10月26日再次跌破1270美元/盎司关口。

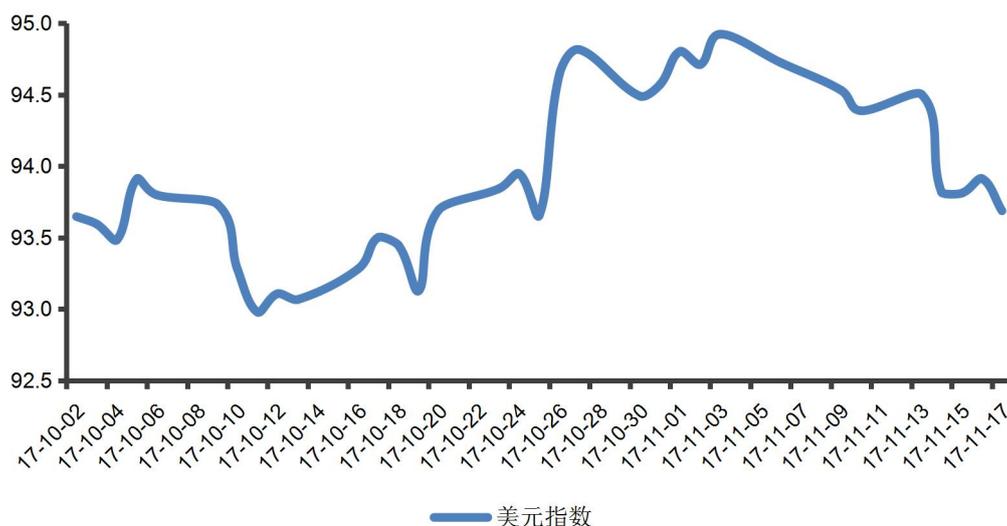
美国经济数据向好，经济有望保持稳健复苏，加息预期提升；欧洲和英国央行的政策紧缩不及预期，拉动欧元和英镑走弱，多种因素共同推高美元，黄金价格相应地在低位徘徊。11月中上旬

美元受多种因素走低，黄金价格随之震荡上扬。美国 9 月非农就业数据显示失业率继续下降至 4.2% 的新低，劳动参与率提高至 63.1%，是三年多来的高位。10 月 27 日，美国商务部公布三季度 GDP 数据，GDP 环比增长 3%，高于预期的 2.6%，其中，三季度消费环比高于预期，投资和出口均达到年内和 2014 年以来的新高。11 月 3 日，美国新公布的 10 月非农数据显示新增非农就业人数 26.1 万人，是去年 7 月以来的月最大增幅，失业率也继续创下 4.1% 的新低，12 月加息预期也提高至 90% 以上。经济数据的向好给美元带来强劲的上漲动力，美元指数自 10 月中旬起再次持续上涨，于 10 月 27 日期间短暂突破 95，达到近 3 个月以来的新高，并于 11 月 3 日再次达到 94.92 的阶段高位。国际现货黄金价格则相应分别下跌至 1274.6 美元/盎司和 1270.2 美元/盎司的低点。

同时，欧洲央行和英国央行在紧缩政策的推进上较为谨慎，未及市场预期，带动欧元和英镑整体走弱，美元被动走强，黄金价格也相应低迷。10 月 26 日，欧洲央行最新利率决议宣布维持利率不变，且将延长购债进程，未对收紧货币做出超出市场预期的表态。再加上行长德拉吉曾表示欧洲经济仍然需要大规模宽松政策的支撑，引发市场失望情绪，欧元对美元汇率快速下跌至 1.16，达到年内最大单周跌幅。11 月 2 日，英国央行利率决议宣布上调基准利率至 0.5%，但由于英国央行同时下调了今年的经济增速预期，以及今年和未来的通胀预期，且会议纪要显示央行

成员对未来的加息进程十分谨慎，表现出鸽派态度，使得加息并未能如愿提振市场信心，英镑兑美元汇率当日由涨转跌，美元被动小幅上涨，黄金价格也随之走弱。

但值得注意的是，11月中旬以来，由于美国国会内部对税改仍存在分歧，参议院建议推迟下调企业税计划，使得税改最终的落地及具体实施方案仍充满不确定性，美元指数也随之下行。11月17日，由于美国“通俄门”调查出现新进展，特朗普竞选团队受到调查，市场避险情绪骤升，美元指数进一步下挫，黄金价格当日则大涨1.2%重回1290美元/盎司。

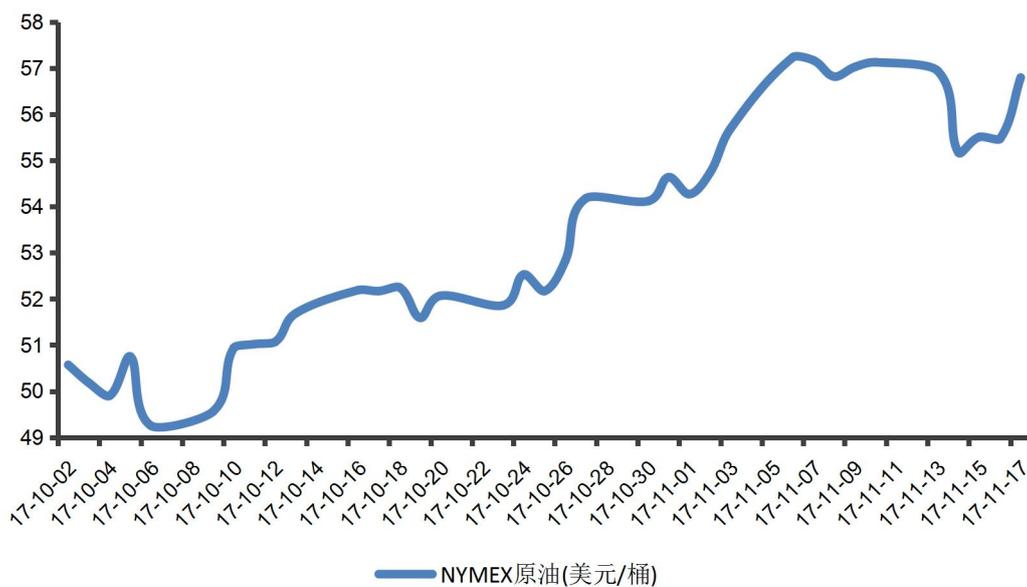


在风险性事件消退、市场风险偏好回升的环境下，黄金的避险属性回归常态。美国经济稳健复苏以及美元走强，使得黄金价格维持在较低水平区间。但值得注意的是，11月中旬税改的波折、“通俄门”等突发事件的出现，仍给黄金价格带来强势支撑，作为避险资产的黄金在当前仍有一定的回调上行空间。

中长期来看，黄金价格的未来走势与经济基本面和央行货币

政策走向密切相关。在外部冲击常态化下，黄金价格继续下跌的空间有限，预期将在 1300-1350 美元/盎司的区间震荡。

3. 原油价格分析。原油价格继续保持强势上涨。10 月至 11 月中旬，原油价格维持了 9 月以来的上行趋势，整体呈现阶梯式上涨，且涨幅相比 9 月进一步扩大。11 月 3 日，原油价格突破 55 美元/桶；11 月 6 日，国际原油期货价格攀升至 57.24 美元/桶的高位，是 2015 年 6 月以来的最高值。11 月中旬，国际原油期货价格出现小幅回落，但随后迅速回升。截至 11 月 17 日，国际原油期货价格为 56.8 美元/桶，环比大涨 8.84%。



4. 原油价格预测。9 月以来，供需两端的积极因素均拉动原油价格持续上涨，尤其是供给层面的改善，给原油价格的上行带来强劲支撑。在 11 月 13 日公布的月报中，OPEC 认为自年初以来的原油供应过剩规模已显著下降。最新数据显示，10 月 OPEC 原油产量下降 15.09 万桶/日，经合组织原油库存下降 2360 万桶。受国内动荡局势影响，10 月伊拉克原油产出较上月减少 13.1 万

桶/日；伊朗原油产量下降 3.8 万桶/日。需要实施减产的 11 个 OPEC 成员国 10 月减产执行率高达 100%。OPEC 月报还相应下调了 2017 年和 2018 年非 OPEC 国家原油供应增速预期。

11 月初，OPEC 秘书长表示沙特和俄罗斯已宣布支持延长石油减产协议 9 个月至 2018 年。此外，美国原油生产和库存均出现下降。在供给收缩、减产协议延长、美国页岩油生产的不确定性等多方面供给因素影响下，原油价格保持了强劲的上漲动力和势头。

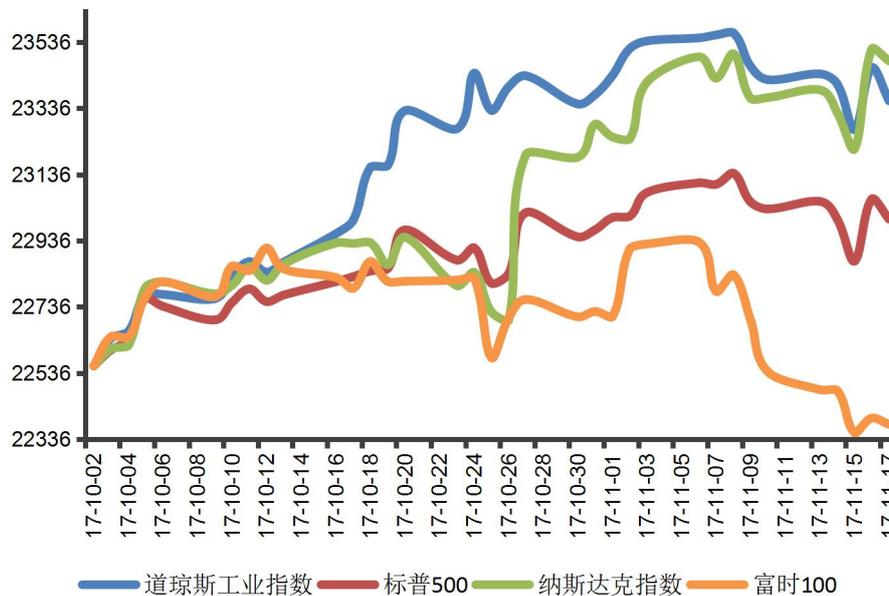
需求方面，OPEC 继续上调 2018 年全球原油需求增长预期至 151 万桶/日，同时大幅上调 2017 年全球原油需求增长预期至 153 万桶/日。美国三季度经济数据向好，经济稳健复苏对原油需求增加；来自中国的进口数据同样显示石油需求不断增长。在供给走弱、需求向好的共同作用下，原油价格稳步强劲攀升。

从中长期看，前期供给过剩的局面已得到缓解。在减产协议进一步延长、2018 年原油需求预期上调情况下，明年可能出现供应紧张局面，原油价格或将维持在高位。未来原油市场的核心仍在需求，需求的核心在美国。若未来需求回暖不及预期，当前价格则存在虚高。考虑到全球经济回暖的不确定性，预计未来油价将维持在 45-50 美元的区间。

（二）全球股票市场评析

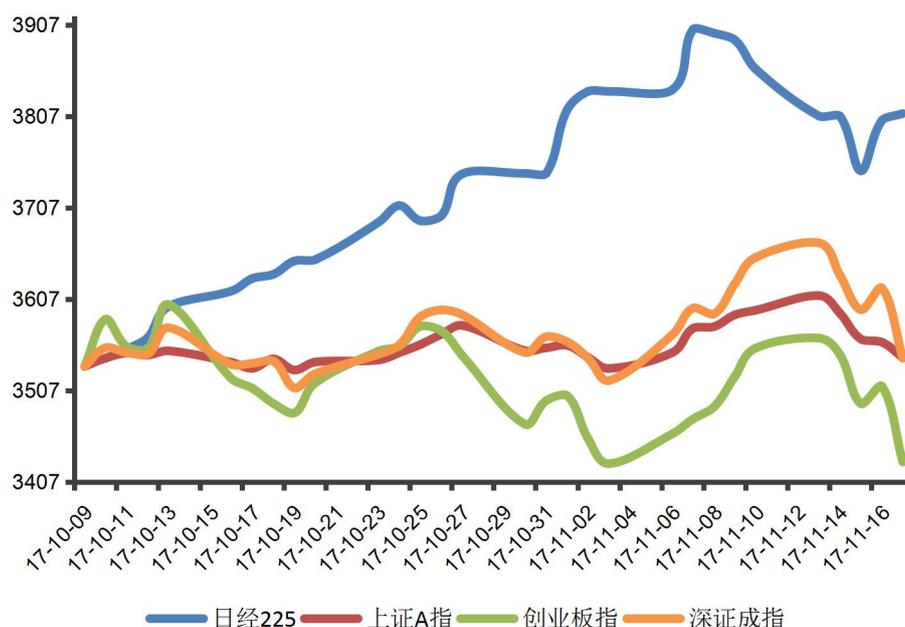
1. 欧美股市评述。10 月至 11 月中旬，欧美股市走势最初保持一致，随后出现分化。10 月美国三大股指均继续保持前期强

劲上涨态势，自11月中旬开始出现小幅回调。英国富时100指数整体保持平稳，并在10月下旬和11月中旬以来出现两次下跌，并与11月15日下挫至阶段性低位。截至11月17日，道琼斯工业指数报收于23358.24点，环比上涨1.57%；标普500指数报收于2578.85点，环比上涨0.76%；纳斯达克指数报收于6782.79点，环比上涨2.40%。其中，道琼斯工业指数和标普500指数分别于11月8日攀升至23563.36点和2594.38点的历史高位；纳斯达克指数与11月16日攀升至7386.94点的历史高位。美国三大股指更创下2013年以来最长连涨周数。11月17日，英国富时100指数报收于7380.68点，环比下跌1.80%。



2. 亚洲股市评述。10月至11月中旬，亚洲股市走向继续保持分化，日本股市继续上行，并于11月中旬开始出现回落。中国股市整体保持平稳，进入11月后波动性增大，在10月底和11月中旬分别出现两次下跌。其中，日经225指数继续保持9月中

旬以来的上行趋势，整个 10 月持续强势上涨，在 11 月初触及历史高位后回落。国内三大股指表现均较为平稳，波动性不大。其中，上证 A 指和深证成指在 11 月上旬出现小幅上涨；创业板指则整体出现较为明显的小幅震荡下行趋势。11 月中旬以来，三大股指均出现小幅回落。截至 11 月 17 日，日经 225 指数报收于 22396.8 点，环比大涨 4.97%；创业板指报收于 1833.90 点，环比下跌 2.30%；上证 A 指报收于 3543.03 点，环比微涨 0.33%；深证成指报收于 11292.93 点，环比微涨 0.16%。11 月 7 日，日经 225 指数攀升至 22937.6 点，再次创下历史新高。



3. 全球未来股市走势分析。10 月至 11 月中旬，市场风险性事件的平息、美国经济数据的稳健向好、特朗普税改的推进是拉动美股持续上涨的主要动力。随着前期地缘政治风险的消退，10 月美国股市几乎没有遭受风险性事件的冲击，波动率也于 11 月初降至历史最低值。陆续公布的美国非农数据、三季度 GDP 数

据向好，显示美国复苏较为稳健，给股市带来利好。另一方面，10月美股的强势上涨更受到特朗普税改政策推进的影响，税改方案在众议院和参议院的通过，极大地提振了市场信心，美股也一路强势上行。但11月中旬以来，税改方案的具体细节及落实进程出现不确定性，市场怀疑情绪升温，美股也相应出现回落。11月初英国央行10年来首次加息，并同时下调了英国今年经济增速和未来通胀的预期，富时100指数随之大幅下挫。考虑到英国脱欧谈判困局、欧洲地缘政治风险仍存，英国股市短期内难见上涨的强劲动力。

从中长期看，美联储12月加息预期攀升，给美股上涨带来压力。当前美股在市场缺少利空因素的环境下已连续大幅上涨，需要警惕税改出现不利因素、国内政治风险升温等外部冲击的影响。在当前的历史高位下，风险性事件的发生或将给股市带来大幅回调。

就亚洲股市而言，日本股市继续保持强势上涨。较为稳健的经济增速、持续宽松的货币政策给日本股市的上涨带来支撑。10月22日，安倍晋三提前大选获得连任，以刺激性政策为主导的“安倍经济学”或将继续施行；同时，日本央行在最新利率决议中维持宽松政策不变，均给股市带来利好。但正如我们一贯分析指出，日本股市已与经济基本面背离，由于当前日经225指数不断创下历史新高，依赖宽松货币政策的日本股市能否保持在高位，仍存在较大不确定性。

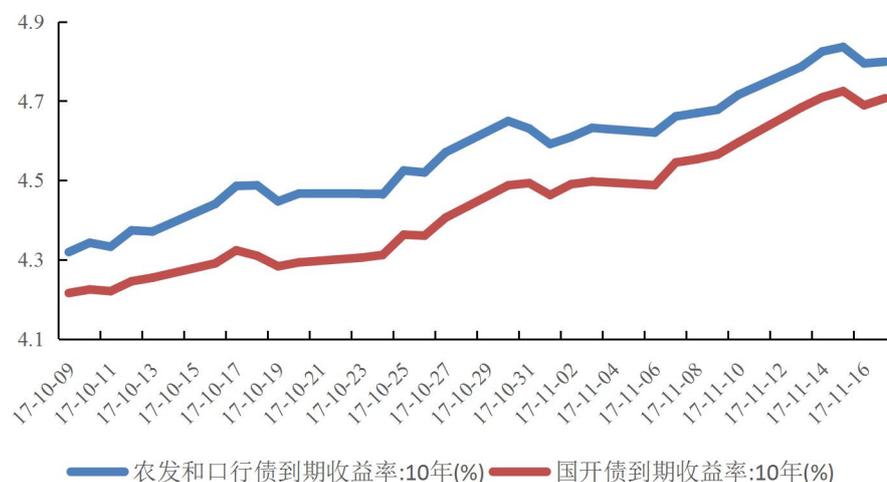
国内股市方面，美元走强给新兴市场国家带来负面影响，欧洲和英国央行的偏鸽派言论，也给新兴市场股市带来不利因素。9月工业企业利润同比增速创新高，但不同行业、企业类型之间存在差异，企业盈利改善对股市利好作用有限。随着环保限产政策影响工业企业生产、11月宏观经济数据全面回落，股市仍难见利好，维持在当前的阶段性高位震荡。经过过去两年的深度调整和缓慢复苏，虽然目前中国股市不存在大涨的基础，但相比于全球其他股票市场，估值优势明显。但就中长期而言，中国股市仍缺乏基本面的坚实支撑，上涨空间有限。

（三）全球债券市场评析

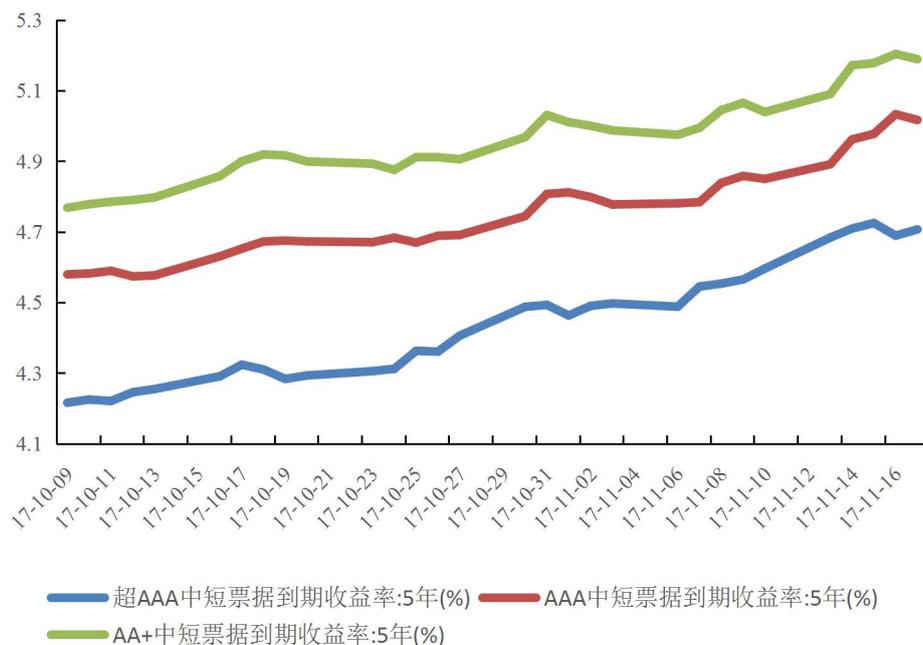
1. 美国国债市场评述。10月至11月中旬，美国国债收益率在较高水平震荡。其中，10年期美国国债收益率在10月初小幅回落，随后逆势上行，自10月底再次出现回落，并于11月中旬小幅回调。截至11月17日，10年期美国国债收益率为2.35%，环比上涨2.17%，整体维持在2.35%左右水平。



2. 中国债券市场分析。10月至11月中旬，中国债券市场走向保持一致。在利率债方面，国债收益率持续上行。其中，10年期国债到期收益率于11月13日攀升至3.961%的高位，是2014年10月以来的新高。10年期农发和口行债、国开债到期收益率同样保持强势上行，于11月15日分别达到4.836%和4.725%的高位，是2014年9月以来的新高。截至11月17日，10年期国债到期收益率为3.921%，10年期农发和口行债到期收益率为4.80%，10年期国开债到期收益率为4.701%，环比分别大幅上涨4.8%、6.98%、8.87%。



在信用债方面，10月至11月中旬，中短票据收益率同样保持平稳上行，进入11月以后涨幅扩大。截至11月17日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为5.017%、5.189%和5.361%，环比分别大幅上涨7.83%、5.9%、5.3%。



3. 中国债券市场预判。10月以来，央行陆续公开市场操作引发债市大幅震荡，债券收益率持续大幅攀升。一方面，10月中上旬以来，由于新增社融、信贷等金融数据超预期，周小川行长在公开讲话中乐观预期下半年GDP增长有望达到7%，共同推动债券收益率上扬。另一方面，10月中旬央行连续进行公开市场操作增加大额净投放，但市场对此解读为央行季节性缓解流动性紧张的操作而非货币政策转向。随着流动性投放的结束，市场紧缩性情绪再度蔓延。与此同时，市场出现关于金融监管趋严的传言，且美国10年期国债收益率突破高位，市场情绪与外部压力都促使国债收益率强势上升。

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。十九大以后，预期一系列金融监管政策将陆续出台，给债市带来压力。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。