



太和智库  
Taihe Global Institute

# 太和寰宇财经月刊



张超、张家瑞

2017年6月刊 总第四期

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

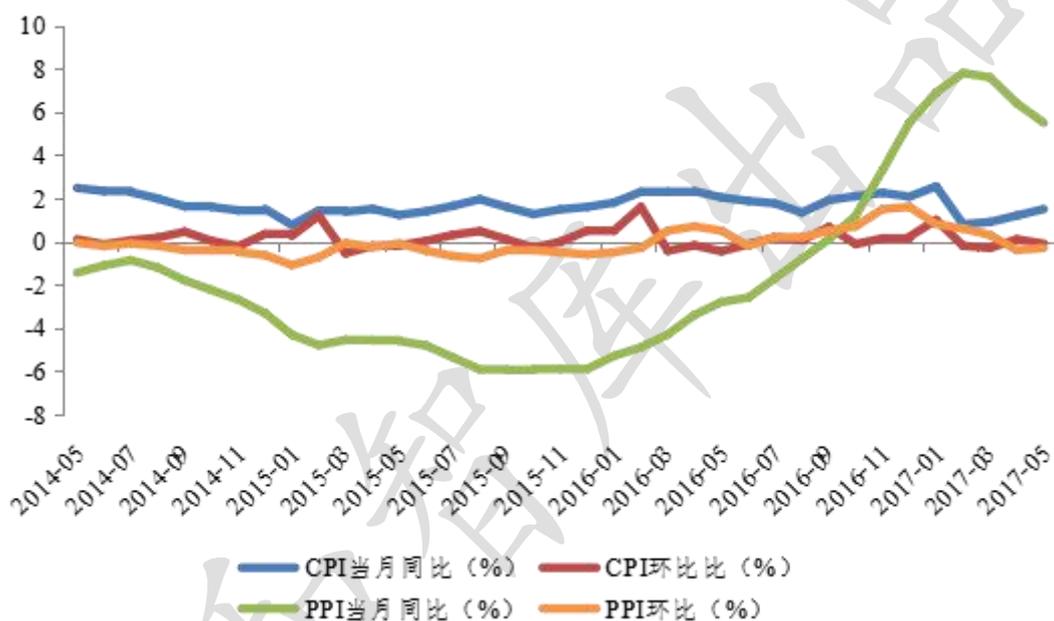
<b>一、中国经济运行评析</b> .....	1
<b>(一) 宏观经济数据评述</b> .....	1
1. 月度价格走势评述.....	1
2. 月度制造业 PMI 评述.....	1
3. 月度工业增加值评述.....	2
4. 月度固定资产投资评述.....	2
5. 月度社会消费总额评述.....	4
6. 月度进出口评述.....	4
<b>(二) 宏观经济数据走势分析与预测</b> .....	5
1. 价格走势分析与预测.....	6
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	8
3. 工业增加值分析与预测.....	10
4. 固定资产投资分析与预测.....	11
5. 社会消费总额分析与预测.....	13
6. 进出口数据分析与预测.....	14
<b>二、中国金融数据点评</b> .....	15
<b>(一) 中国金融数据评析</b> .....	15
<b>(二) 中国货币及金融政策走势预判</b> .....	18
<b>三、全球金融市场走势预判</b> .....	18
<b>(一) 大宗商品市场评析</b> .....	18

1.黄金价格评述.....	18
2.原油价格评述.....	19
3.黄金价格走势分析与预测.....	21
4.原油价格走势分析与预测.....	22
<b>(二) 全球股票市场评析.....</b>	<b>23</b>
1.欧美股市评述.....	23
2.亚洲股市评述.....	24
3.全球未来股市走势分析与预测.....	25
<b>(三) 全球债券市场评析.....</b>	<b>26</b>
1.美国国债市场评述.....	26
2.中国债券市场评述.....	27
3.中国债券市场分析与预判.....	29
<b>四、国际财经热点评析.....</b>	<b>30</b>
<b>(一) 美联储加息如期而至.....</b>	<b>30</b>

## 一、中国经济运行评析

### (一) 宏观经济数据评述

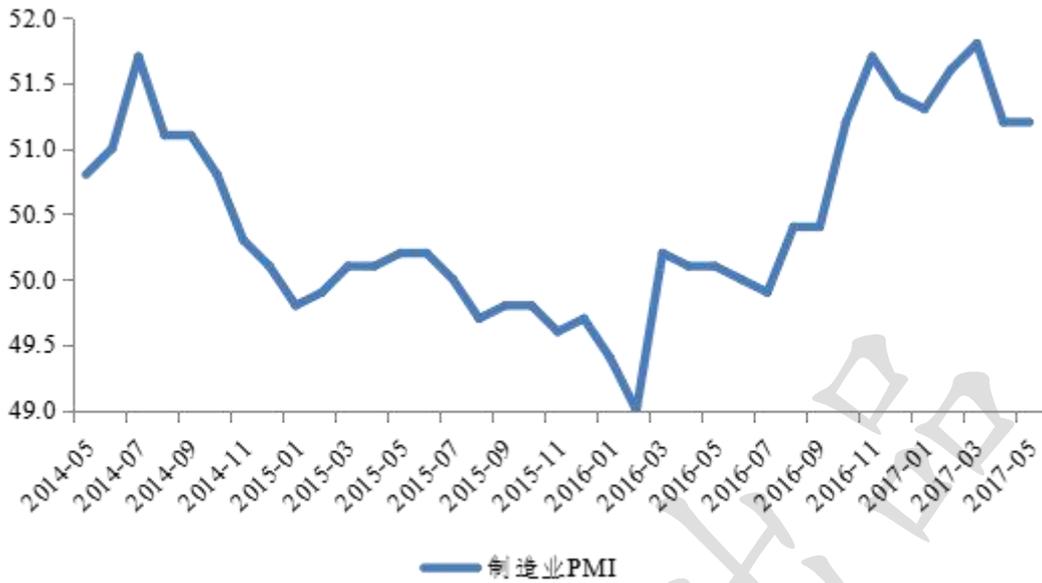
1. 月度价格走势评述。5 月份 CPI 环比小幅下降 0.1%，同比上涨 1.5%，涨幅较上月扩大 0.3 个百分点；PPI 环比下降 0.3%，同比上涨 5.5%，增速较上月回落 0.9 个百分点。5 月 CPI 和 PPI 分别延续了上涨和高位回落的趋势。



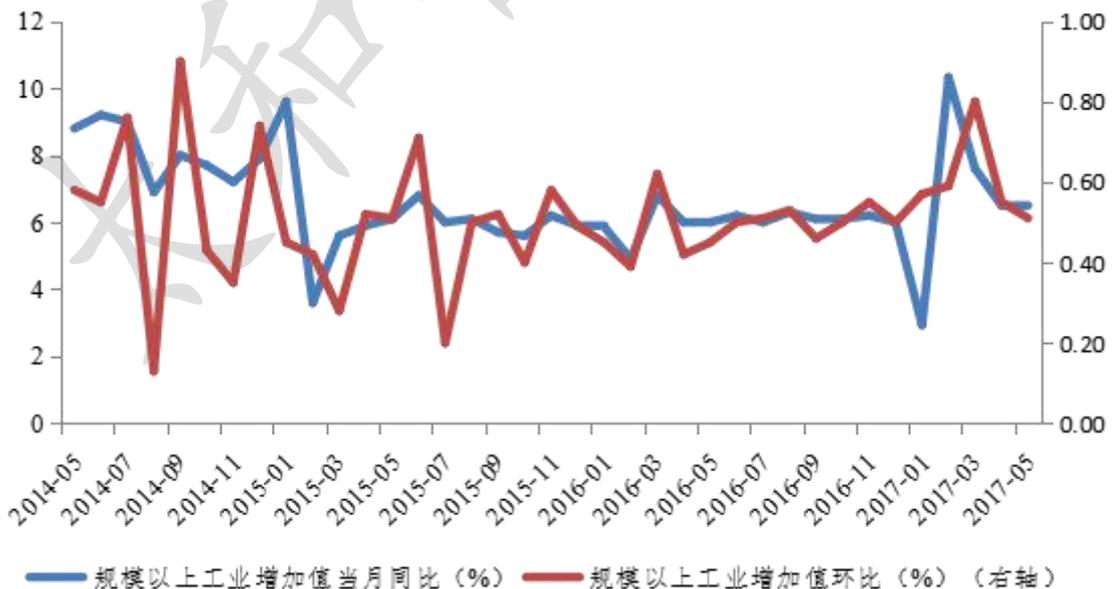
2. 月度制造业 PMI 评述。5 月份制造业 PMI 数据为 51.2%，与上月持平，继续高于临界点，保持扩张态势。从分项数据看，生产指数为 53.4%，比上月回落 0.4 个百分点；新订单指数为 52.3%，与上月持平；原材料库存指数为 48.5%，比上月提高 0.2 个百分点；从业人员指数为 49.4%，较上月提高 0.2 个百分点；新出口订单指数为 50.7%，比上月提高 0.1 个百分点；原材料购进价格指数为 49.5%，比上月回落 2.3 个百分点。

5 月，非制造业商务活动指数为 54.5%，比上月回升 0.5 个百

分点。非制造业继续保持平稳增长，增速有所回升。



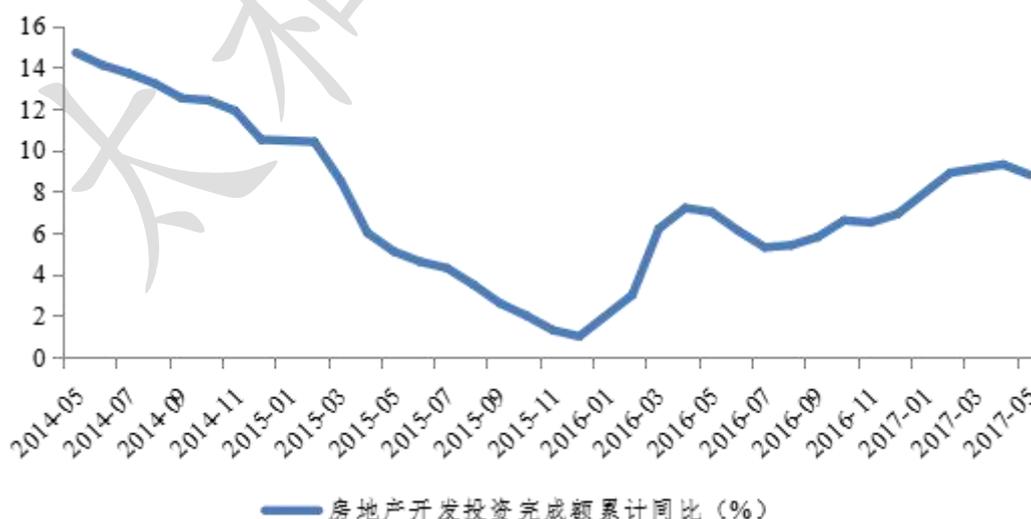
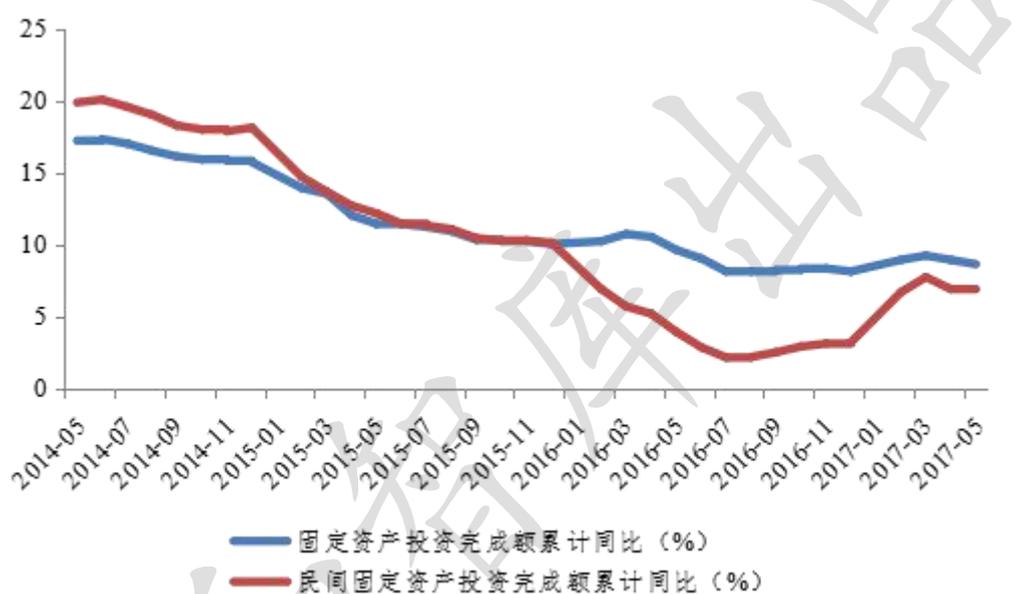
**3.月度工业增加值评述。**5月份规模以上工业增加值同比实际增长6.5%，增速与上月持平，但仍高于去年同期0.5个百分点；5月份规模以上工业增加值环比增长0.51%，增速比上月回落0.05个百分点。1-5月份，规模以上工业增加值同比增长6.7%。



**4.月度固定资产投资评述。**1-5月全国固定资产投资20.37万亿元，同比增长8.6%，增速比1-4月继续回落0.3个百分点，增

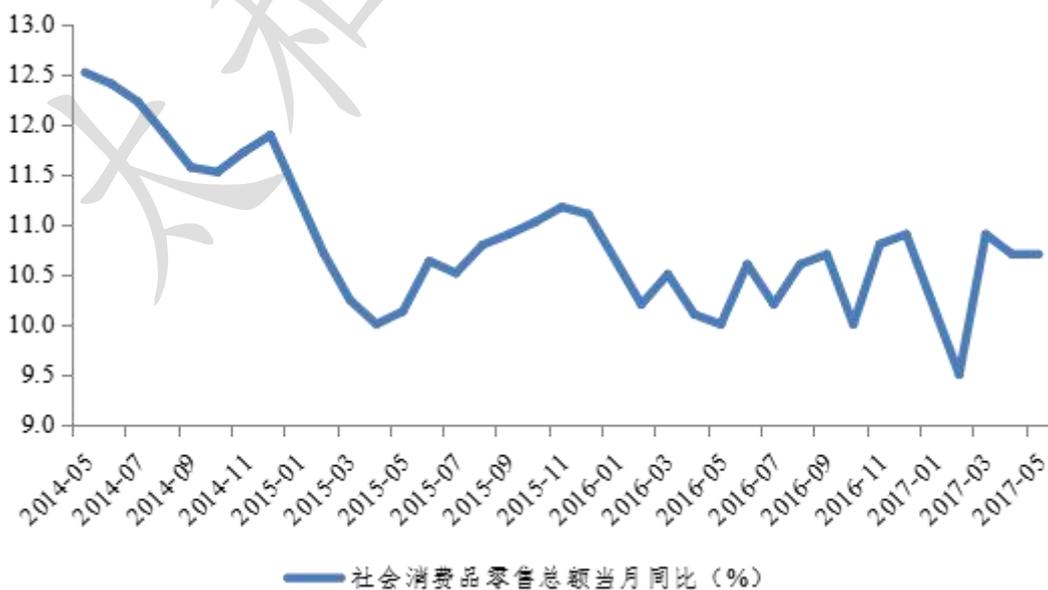
速同比下降 1 个百分点；全国固定资产投资完成额环比增长 0.72%，增速比上月微升 0.01 个百分点；1-5 月，民间固定资产投资 12.43 万亿元，同比增长 6.8%，比 1-3 月小幅回落 0.1 个百分点，民间投资占总投资的比重为 61%，与 1-4 月持平。

1-5 月，全国房地产开发投资 3.76 亿元，同比增长 8.8%，增速比 1-4 月回落 0.5 个百分点。



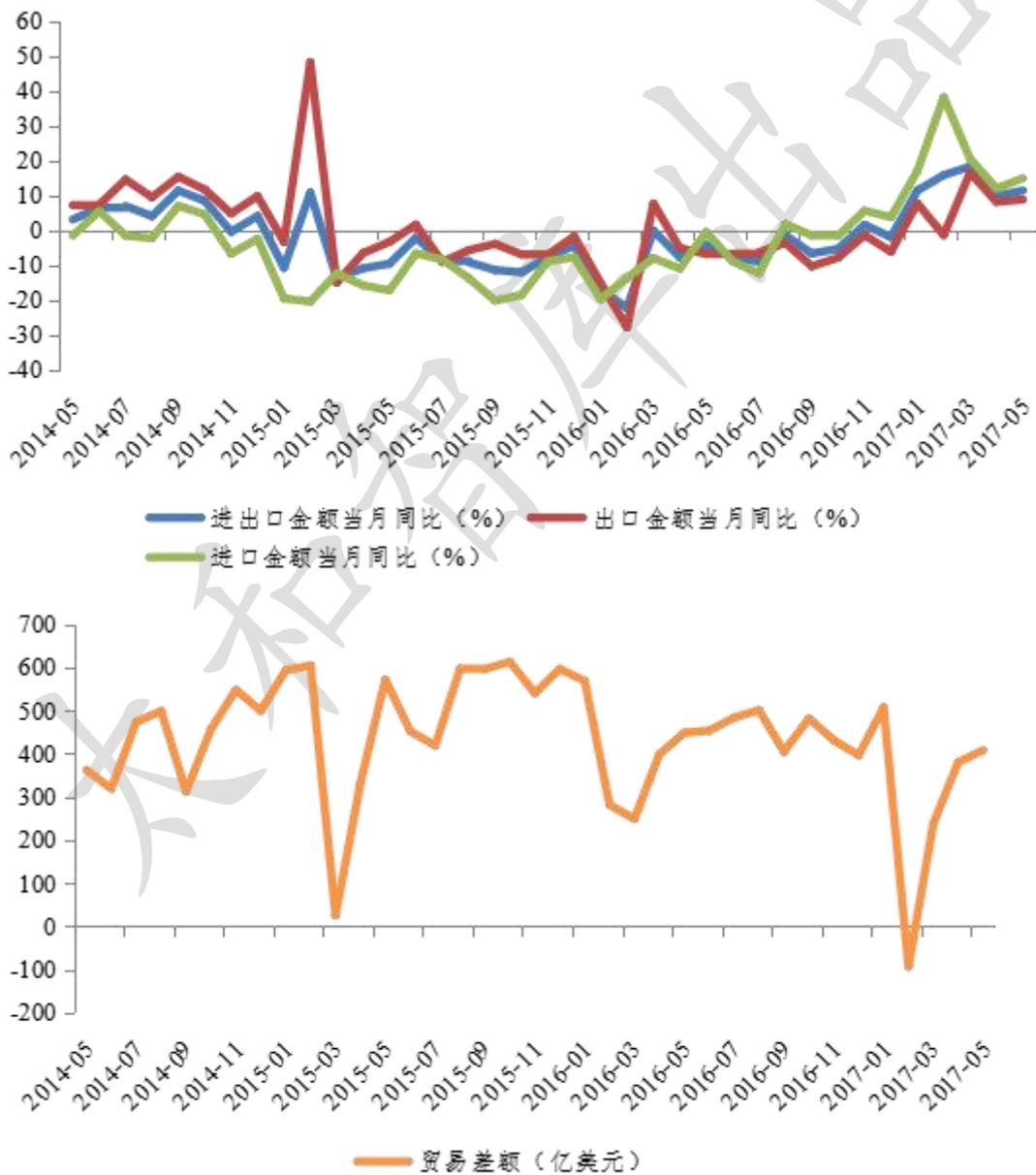


5.月度社会消费总额评述。5月社会消费品零售总额2.95万亿元，同比名义增长10.7%，增速与4月持平，高于去年同期0.7个百分点。5月社会消费品零售总额环比增长0.86%。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长9.2%，增速与4月持平。2017年1-5月，社会消费品零售总额同比增长10.3%，高于1-4月同比增速0.1个百分点。



6.月度进出口评述。5月进出口数据，进出口总值为2.35万

亿元人民币，同比增长 18.3%。其中，出口总值为 1.32 万亿元，同比增长 15.5%，上月同比增长 5.8%；进口总值为 1.03 亿元，同比增长 22.1%，上月同比增长 5.4%。进出口顺差 2816 亿元，前值 2623 亿元。以美元计，5 月出口同比增长 8.7%，前值 8%；进口同比增长 14.8%，前值 11.9%；贸易顺差 408.1 亿，前值 380.5 亿。5 月进出口数据增长超预期。



## (二) 宏观经济数据走势分析与预测

1.价格走势分析与预测。食品价格普遍环比下降，推动 CPI 环比下降 0.1%。5 月食品烟酒价格环比下降 0.4%，影响 CPI 环比下降约 0.13 个百分点。其中，鲜菜价格下降 6.2%，影响 CPI 下降约 0.14 个百分点；蛋价格下降 3.4%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 1.8%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点，其中，猪肉价格下降 2.9%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点。其余非食品七大类价格环比四涨三降。其中，医疗保健价格上涨 0.4%，生活用品及服务、衣着、居住价格分别上涨 0.2%、0.1%、0.1%；交通和通信、其他用品和服务、教育文化和娱乐价格分别下降 0.3%、0.2%和 0.1%。

除食品以外，CPI 所有分项同比均上涨，非食品因素成为拉动 CPI 上涨的主要动力。5 月 CPI 同比连续 4 个月上涨，且非食品七大类价格同比均有所上涨。其中，医疗保健价格上涨 5.9%，其他用品和服务价格上涨 2.9%，教育文化和娱乐价格上涨 2.6%，居住价格上涨 2.5%，衣着、交通和通信、生活用品及服务价格分别上涨 1.3%、1.1%和 1.0%。医疗、教育文化、居住等非食品因素快速上涨，成为推高 CPI 同比上涨的主要动力。食品方面，肉蛋等价格同比大幅下降，蛋价格下降 14.4%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点；畜肉类价格下降 7.8%，影响 CPI 下降约 0.39 个百分点，其中，猪肉价格下降 12.8%，影响 CPI 下降约 0.38 个百分点。鲜菜价格下降 6.3%，影响 CPI 下降约 0.15 个百分点。食

品价格同比下降在一定程度上抑制了 CPI 的涨幅，否则非食品价格的快速上涨，将给 CPI 带来巨大的上涨压力。

**PPI 同比继续高位回落，环比下降。**5 月 PPI 同比上涨 5.5%，前值 6.4%，继续 4 个月高位回落；环比下降 0.3%，延续了上月负增长的趋势。从环比数据来看，受国际原材料价格下跌影响，生产资料价格环比下降 0.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.3 个百分点。其中，采掘工业价格下降 0.8%，原材料工业价格下降 0.7%，加工工业价格下降 0.2%。生活资料价格环比下降 0.1%，影响 PPI 同比增速回落和环比下降。5 月工业生产者购进价格指数同比上涨 8.0%，涨幅比上月下降 1 个百分点，但继续维持在高位。

5 月 CPI 和 PPI 数据继续印证了我们在年初 2016 年年报中关于工业价格向居民价格传导途径与速度发生变化的观点，即“猪周期”的影响让位于服务成本因素。具体来说，PPI 的高企更多受供给端国际原材料价格上涨的影响，而非需求端的改善；同时，随着非食品价格成为 CPI 上涨的主要动力，生产端价格向消费端价格传导速度更快、更显著。未来，随着去年同期基数逐步降低以及食品价格的触底，通货膨胀压力会越来越大。5 月 PPI 数据显示，工业生产者购进价格与出厂价格增速继续保持较大的差距，购进价格指数增速的高企，将导致企业生产积极性进一步降低。未来，随着去年同期基数不断走高，以及今年以来国际原材

料价格不断走低，预计 PPI 会加速下跌。这进一步说明，前期 PPI 的高涨并非来自需求端的改善，未来经济将面临潜在的“滞涨”压力。

**2.制造业 PMI 分析与预测。**5 月制造业 PMI 指数与上月持平，结束了 2016 年下半年以来的持续攀升趋势，维持在略高于荣枯线上方的水平，表明当前制造业处于平稳扩张态势。

从分项数据来看，5 月 PMI 生产指数比上月回落 0.4 个百分点，高于去年同期 1.1 个百分点；新订单指数与上月持平，比去年同期高 1.6 个百分点。从国内供需两方面来看，制造业生产活动保持平稳增长。从业人员指数为 49.4%，比上月回升 0.4 个百分点，制造业就业状况有所改善。新出口订单指数为 50.7%，比上月提高 0.1 个百分点，且连续 7 个月保持在荣枯线上方，表明外需正逐步恢复向好。主要原材料购进价格指数为 49.5%，比上月下降 49.5%，连续 5 个月下降，且时隔 16 个月之后回到荣枯线下方，表明国际市场大宗商品价格下跌已显著传导和影响至国内制造业原材料价格。

分行业来看，消费品制造业增速有所加快。消费品制造业 PMI 为 53.8%，分别高于上月和制造业总体 1.6 和 2.6 个百分点。其中，农副食品加工业、纺织服装服饰业、医药制造业等行业 PMI 均位于 54.0% 以上的较高景气区间。生产经营活动预期指数为 56.8%，高于上月和去年同期 0.2 和 1.7 个百分点。其中，装备制造业和高技术制造业生产经营活动预期指数为 58.7% 和 59.1%，

比上月提高 0.3 和 0.2 个百分点，企业对行业未来发展信心有所增强。

分企业类型来看，大型企业 PMI 为 51.2%，低于上月 0.8 个百分点，中、小型企业 PMI 为 51.3%和 51.0%，分别比上月上升 1.1 和 1.0 个百分点，其中，小型企业 PMI 连续 3 个月上升，年内首次升至扩张区间。中小型制造业企业生产经营状况持续改善。

非制造业商务活动指数为 54.5%，在上月较大幅度回落后小幅回升 0.5 个百分点，并维持在较高水平，显示非制造业仍然保持较高的发展势头。非制造业新订单指数为 50.9%，比上月回升 0.4 个百分点；新出口订单指数为 48.5%，比上月提高 1.4 个百分点，内外需均有暂时性改善。

5 月制造业 PMI 指数显示，经过一季度的强劲反弹，制造业生产和需求趋于稳定，非制造业商务活动保持较高的活力和增长势头。数据进一步印证了一季度将是 2017 年经济增长高点的观点，经济增长和制造业复苏向好的长期动力仍待继续观察。5 月生产指数和原材料购进价格指数持续下降，但需求端数据有向好趋势。值得注意的是，随着大型企业 PMI 指数回落，中小型企业成为制造业增长的主要支撑。未来，政策的不确定性将直接影响中小企业的生产经营活动，大型企业的疲软使得未来制造业 PMI 指数的走势存在不确定性。后续制造业的复苏回暖仍需要改革来激发经济的内生增长动力。

**3.工业增加值分析与预测。**分三大门类看，5月份采矿业增加值同比增长0.5%，实现了2016年9月份以来的首次正向增长，增速较4月提高了5.4个百分点；制造业同比增长6.9%，增速与4月持平；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.4%，增速较上月回落1.4个百分点。

分经济类型看，5月份，各所有制企业工业增加值增速均有不同程度上升，其中，国有控股企业增加值同比增长6.2%，比上月提升0.6个百分点；集体企业增长3.2%，比上月大幅提升1.3个百分点；股份制企业与外商及港澳台商投资企业的同比增速分别为增长6.8%和5.9%。

分行业看，5月份，41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长。其中，通用设备制造业同比增速最高，达到11.5%；专用设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械和器材制造业以及汽车制造业的同比增速也均在10%以上，分别为11.1%，11.1%，10.7%和10.3%。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长6.1%，电力、热力生产和供应业增长6.1%，农副食品加工业增长7.4%，纺织业增长5.0%，化学原料和化学制品制造业增长2.8%，非金属矿物制品业增长4.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长2.2%，黑色金属冶炼和压延加工业下降1.9%。分产品看，5月份，596种产品中有408种产品同比增长。汽车、发电量、原油加工量的同比增速均超过4%。在4月份工业增加值回落明显的情况下，5月份规模以上工业增加

值同比实际增长 6.5%，超过了 6.3% 的预期值，表明我国工业增长稳定，企业效益持续改善。但是随着补库存周期的结束以及严监管和去杠杆的同步推进，工业企业仍面临着较大的不确定性。在经济增长内生性因素尚未激发之前，经济下行的压力加之未来原材料价格进一步回落的压力或将会压低制造业增加值。

**4. 固定资产投资分析与预测。**1-5 月全国固定资产投资延续了 1-4 月的回落趋势。分产业看，第一产业投资同比增长 16.9%，比 1-4 月回落 2.2 个百分点；第二产业投资增长 4.1%，比 1-3 月提高 0.3 个百分点；第三产业投资增长 20.9%，比 1-3 月回落 2.4 个百分点。除第二产业小幅回升外，第一、第三产业均有较大幅度的下滑。

制造业投资同比增长有所回升，但增速仍低于均值。在第二产业中，制造业投资 6.42 万亿元，增长 5.1%，比 1-3 月小幅回升 0.2 个百分点，但仍低于 8.6% 的平均增速。第三产业中基础设施投资、水利管理业投资、公共设施管理业投资等所有分项同比增速均回落，拉动固定资产投资总体增速回落。

房地产开发施工和新开工项目投资有所回暖，资金到位率降幅收窄，但外商投资同比降幅扩大。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 19.4%，比 1-4 月提高 0.4 个百分点；新开工项目计划总投资同比降幅收窄 0.3 个百分点。从到位资金情况看，固定资产投资到位资金同比下降 0.1%，降幅比 1-4 月收窄 1.3 个百分点。其中，国家预算资金同比由降转升，国内贷款

同比增速提高，自筹资金、利用外资同比降幅收窄。分投资主体类型看，内资企业投资同比增长 9.2%，增速比 1-4 月份回落 0.4 个百分点，港澳台商投资同比下降 4.4%，与 1-4 月持平，外商投资继续同比下降，降幅比 1-4 月扩大 1 个百分点。

**房地产开发投资高位回落，新开工和竣工面积、企业土地购置面积、土地成交价款均回落。**其中，房屋施工面积同比增长 3.1%，与 1-4 月持平；房屋新开工面积增长 9.5%，增速回落 1.6 个百分点；房屋竣工面积增长 5.9%，增速回落 4.7 个百分点。企业土地购置面积同比增速从高位回落 2.8 个百分点至 5.3%，土地成交价款增速回落 1.9 个百分点。

**商品房销售面积和销售额、房地产开发企业到位资金同比增速继续回落。**1-5 月，商品房销售面积同比增长 14.3%，增速回落 1.4 个百分点，连续 7 个月回落；商品房销售额同比增长 18.6%，回落 1.5 个百分点。1-5 月，房地产开发企业到位资金同比增长 9.9%，增速回落 1.5 个百分点。其中，国内贷款增长 17.3%，利用外资增长 115.1%，继续维持在高位。5 月，国房景气指数为 101.18，比 4 月份回落 0.05 点。

**1-5 月固定资产投资继续从高位回落，且增速低于去年同期值。**从分项数据看，虽然制造业投资、房地产施工和新开工项目、资金到位情况等暂时性回暖，但固定资产投资的主要增长动力仍然是第三产业基础设施投资。资金到位率降幅收窄主要受惠于国家预算资金和前期国内新增贷款增加。不过值得注意的是，民

间固定资产投资增速仍维持在高位，且与全国固定资产投资平均增速差距进一步缩小。民间投资意愿在近期仍较高，但未来的变化仍存在不确定性。外商投资降幅则进一步扩大，我国国际收支平衡资本项目仍然处于逆差。

随着房地产调控政策效应显现，1-5月房地产开发和销售情况均回落，这与我们前期预测一致。房地产销售回落带来较大的去库存压力，海外融资占主导的融资结构，也使未来资金压力增大。因此总体来看，民间投资回暖基础的不确定性，以及房地产生产和需求两端热情的回落，都将使得未来固定资产投资和房地产开发投资面临较大的压力。

**5.社会消费总额分析与预测。**5月，城镇消费品零售额同比增长10.4%，与4月持平；乡村消费品零售额同比增长12.7%，略高于4月0.1个百分点。1-5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12.2%。农村消费增长继续高于均值。

按消费类型分，食品饮料类、服饰类等商品消费增速上涨，而受房地产销售回落影响，家具、建筑及装潢材料等消费增速同比回落。其中，粮油食品类、饮料类、烟酒类、化妆品、中西药品等零售总额分别同比增长14.4%、14.2%、11.3%、12.9%、14.0%，均保持两位数的高增长，且增速比上月提高或持平。汽车零售总额增长7.0%，比4月小幅回落0.2个百分点，并维持在低位。受1-5月房地产生生产和销售低迷影响，建筑及装潢材料零售总额同

比增长 11.0%，比 4 月下降 2.4 个百分点；家具零售总额同比增长 13.5%，比 4 月小幅回落 0.4 个百分点。

1-5 月份，全国网上零售额 2.47 亿元，同比增长 32.5%。其中，实物商品网上零售额增长 26.5%，占社会消费品零售总额的比重为 13.2%，均有所提升。网上消费增速继续领先社会消费品零售总额平均水平，成为拉动消费的主要动力。

5 月房地产开发投资和销售热情的回落，传导至相关行业，使得家具、建筑及装潢材料的消费随之下降。预计随着未来房地产生产和需求的持续回落，这一效应将继续凸显。互联网消费成为拉动消费增长的主要动力，部分来自于实体经济的低迷和需求不振。6 月互联网电商大规模促销活动，预计将拉动网上消费增速继续上涨。但在经济的下行压力下，预期消费增速会持续回落，且主要依靠农村消费市场和网上消费拉动社会消费总额的增长。

**6.进出口数据分析与预测。**各类贸易形式均呈现增长态势。其中，一般贸易进出口总值同比增长 21%，出口总值同比增长 12.7%，进口总值同比增长 31.4%。来料加工装配贸易、租赁贸易、出料加工贸易等主要贸易方式总额均同比大幅度增长。

外需改善、内需稳定是进出口增长的主要动力。在外需方面，美国、欧洲、日本的经济复苏明显。5 月份美国和日本的制造业 PMI 虽有下滑但仍维持在 52% 以上，超过荣枯线；欧洲的制造业 PMI 更是达到了 57% 的高位，实现连续 9 个月的上升。我国出口

数据显示，5月对美国出口维持高位、对欧盟出口增速上升，而对日本、东盟增速下滑。具体来看，5月对美国出口增速为11.7%，与上月持平；对欧盟出口增速为9.7%较上月上升5.6个百分点；对日本、东盟出口增速分别为3.7%和3.8%，分别较上月下滑9.6和1.5个百分点。另外，我国机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，5月份我国机电产品出口累计值达3.37万亿元，占出口总值的57.3%。在内需方面，我国内需整体较为稳定。数据显示，我国铁矿砂、原油和钢材进口量环比增长11.3%、8.2%以及2.8%，较上年同比增长5.5%、15.4%和1.8%。同时房地产投资、基建投资仍保持高位，表明我国内需可能比市场预期的更为稳定。

今年以来，我国外贸持续回暖。受欧美等国外部需求的拉动，我国出口强劲，同时受中美贸易谈判“百日计划”的影响，5月自美国进口大增进而使得我国进口也保持在高位。但是随着原油、钢铁、煤炭等大宗商品价格触顶下滑，进出口增速将可能趋缓。另外，由于欧洲贸易保护主义因素的影响，加之PPI等指标的走软使得经济走弱的风险开始显现，因此，下半年进出口仍存在不确定性，进出口数据是否能维持长期向好，还有待继续观察。

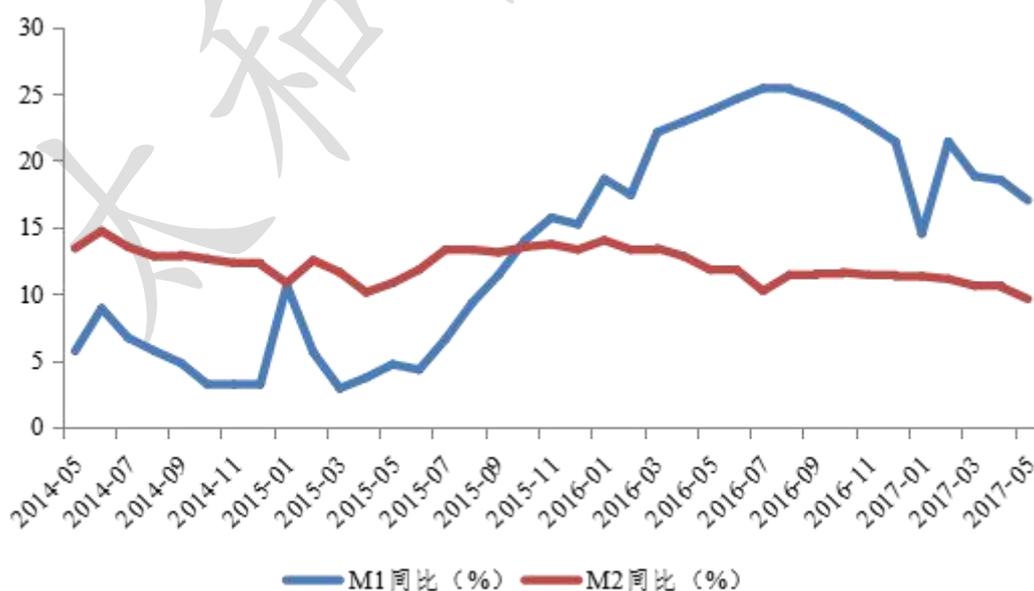
## **二、中国金融数据点评**

### **（一）中国金融数据评析**

2017年5月新增社会融资规模1.06万亿元，预期1.19万亿元，前值1.39万亿元；金融机构新增人民币贷款1.11万亿元人

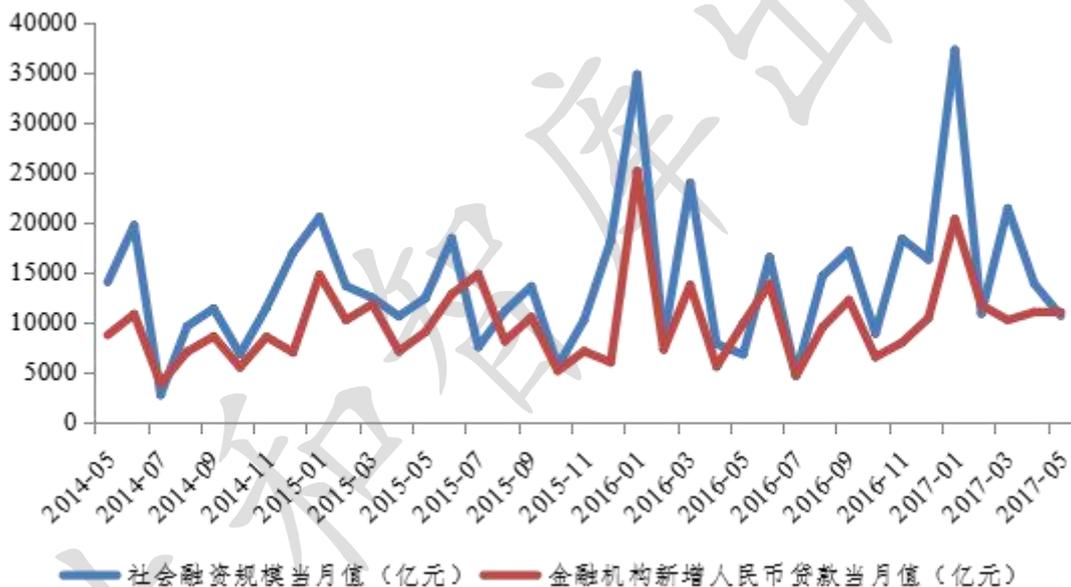
民币，预期 1 万亿元，前值 1.1 万亿元。5 月 M2 货币供应同比增长 9.6%，较上月下降 0.9 个百分点，同比增速创历史新低；5 月 M1 货币供应同比增长 17.0%，较上月下降 1.5 个百分点。

**M2 增速创历史新低，金融去杠杆成效显著。**5 月 M1 货币供应量同比增长 17.0%，为 2016 年 1 月以来扣除春节数据后的最低点。M2 货币供应量同比增长 9.6%，为 1985 年有记录以来的最低点。具体来看，5 月末非金融部门 M2 同比增长 10.5%，比整体 M2 增速高 0.9 个百分点，金融部门 M2 同比仅增长 0.7%，比整体 M2 增速低 8.9 个百分点，这从侧面反映出 M2 增速降低主要是由金融体系降低内部杠杆造成的，M2 派生的影子银行渠道受到压缩。另外，由于考虑到表外理财产品的货币属性，M2 与经济的相关性也会有所下降。随着严监管与金融去杠杆的进一步深化，M2 的低速增长或许是一种新常态。



**新增信贷总量强劲，居民部门信贷维持高位。**5 月金融机构新增人民币贷款 1.11 万亿元，比上月多增 100 亿元，同比多增

1264 亿元。其中，住户部门贷款增加 6106 亿元，居民户中长期贷款为 4326 亿，占总新增值的 40%左右；企业部门贷款增加 5661 亿元，其中企业中长期贷款 4396 亿元，较前值的 5226 亿元进一步回落。票据融资减少 1469 亿元，非银金融贷款减少 626 亿元。新增信贷数据维持较高水平，表明在金融严监管的背景下，表外融资规模收缩的同时转移到了表内进行融资，信贷继续保持着企业主要融资方式的地位。另外，良好的新增信贷数据也反映了在严监管的压力下，债市的融资需求仍在继续回流银行。



表外融资萎缩，表内规模不足，社融总量下降。5月新增社会融资规模 1.06 万亿元，较上月的 1.39 万亿元进一步回落。具体来看，新增委托贷款、新增信托贷款、新增未贴现银行承兑汇票三项表外融资项目分别为-278 亿元、1812 亿元和-1245 亿元，其中，委托贷款和未贴现银行承兑汇票分别比上月减少 230 亿元、1590 亿元。另外，企业债发行困难，债券融资进一步回落，当月减少 2462 亿元，创历史新低，成为 5 月社会融资规模减少

的主要因素。社融数据表明，在利率高企、资金紧张的局面下，企业通过债券市场融资的能力和意愿大幅降低，然而减少的债券融资并没有相应出现在表内贷款规模的增加上，造成了社会融资的下降。

## **（二）中国货币及金融政策走势预判**

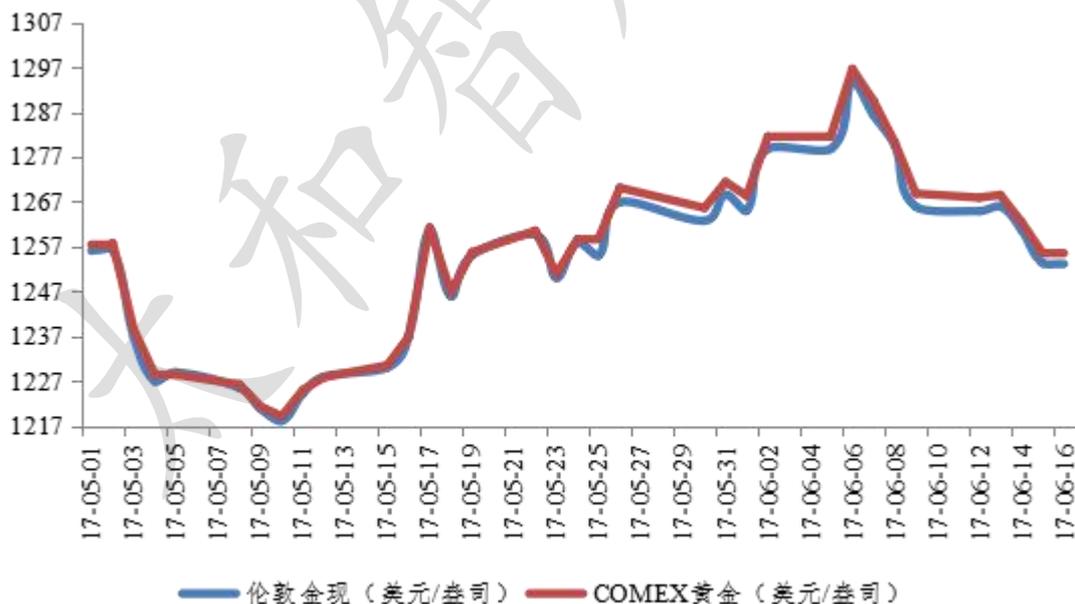
5月新增信贷较上月增多，同时，新增社会融资规模较上月回落，表明金融监管趋严的背景下表外融资逐渐收缩并开始转移至表内，这与我们上月的预测一致。但是，由于社会融资增量低于贷款增量，减少的债券融资并没有出现在表内贷款规模的增加上，因此表内融资并没有很好的承接减少的表外融资，从而导致了社会融资总量的继续回落，企业债当前的规模已经减少3509亿元。所以，金融监管趋严以及货币政策稳中偏紧而带来的紧缩的金融环境已经对实体经济产生影响。然而，由于当前国内经济运行良好，加之表内融资需求不差，监管层主动放松政策的可能性不大，强监管、去杠杆的政策基调仍会持续，但是，由于金融杠杆背后对应的是经济的债务，如果债券市场融资功能无法尽快恢复，监管层对政策进行微调的可能性就会增加，否则，未来发生更多信用违约的风险会进一步上升，中小金融机构将面临破产的可能。

## **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。2017年5月至6月

中旬，黄金价格呈现出短暂下跌后震荡上扬的趋势。国际现货黄金5月15日收盘价为1230美元/盎司，6月16日收盘价为1253.1美元/盎司，涨幅为1.88%；纽约商品交易所黄金期货5月15日收盘价为1230.5美元/盎司，6月16日收盘价为1255.2美元/盎司，涨幅为2%，同时，持仓量由212157手涨至330735手；上海期货交易所黄金期货的价格5月15日收盘价为279.4元/克，6月16日收盘价为279.35元/克，轻微下跌0.01%，同时，持仓量由220070手上升至342074手。6月6日，三大黄金市场的黄金价格均刷新了4月下旬以来的最高值。其中，国际现货黄金价格升至1293.6美元/盎司，纽约商品交易所黄金期货价格升至1296.6美元/盎司，上海期货交易所黄金期货价格跌至286.6元/克。



**2. 黄金价格预测。**随着地缘政治风险的缓和、美联储6月加息政策以及缩表细节的公布，黄金价格短期将会出现下跌甚至超跌的迹象；中长期看，随着美联储加息的落地，黄金作价格将

会趋势性上涨回归至合理空间。

**短期地缘政治风险的变化导致金价震荡上行。**5月初，马克龙当选法国总统给金价造成了下行的压力，然而随着5月中旬FBI前局长科米（James Comey）遭解雇以及随后特朗普“泄密门”事件的持续发酵，地缘政治风险开始升温，作为避险资产的黄金的价格一路走高。6月初，因指责卡塔尔破坏地区安全局势，包括阿联酋在内的7个国家宣布与卡塔尔断交，中东地缘政治风险上升。6月中旬，英国提前大选落下帷幕，英国首相特蕾莎·梅所在的保守党议席没有过半导致英国脱欧议程以及欧洲政治的不确定性增加，但是随着特蕾莎·梅宣布组阁联合政府的决定，市场避险情绪有所缓和，金价呈现了下跌的趋势。同时，美国FBI前局长科米的证词被提前披露，但严重性未及市场此前预期，避险情绪进一步缓和，黄金下行压力加大。

**美国经济数据改善对黄金价格造成下行压力。**6月初，素有小非农之称的ADP就业报告显示，美国5月ADP就业人数增加25.3万，暗示美国的就业市场复苏势头依然强劲。另外，据美国商务部报告公布的数据显示，美国第一季度实际GDP年化季率修正值为增长1.2%，预期增长0.9%，初值为增长0.7%，好于市场普遍预期。尽管近期公布的美国5月零售销售以及通胀数据均不及市场预期，但是美国经济复苏的迹象已经呈现，黄金价格短期承压。

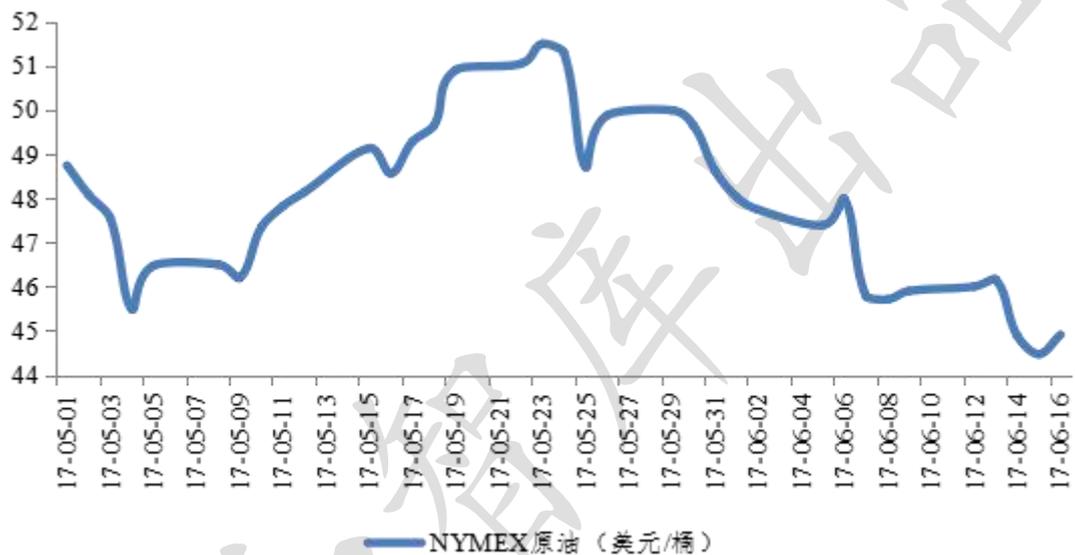
**美联储6月加息落地，缩表细节公布，黄金价格进一步受挫。**

6月14日美联储宣布加息25个基点，将联邦基金利率提升至1%-1.25%，同时计划在今年缩表，通过减少到期证券本金再投资的方式，逐步缩减美联储的证券持有。另外，美联储还维持了2017年再加一次息的预测。尽管美国5月季调后CPI月率和零售销售月率数据远不及预期，但是美联储对美国预期却较为乐观：承认通胀温和，下调了今年的核心PCE通胀预期增速，但仍认为同比通胀率到2018年底将达到2%；认为经济持续增长，就业市场表现强劲，上调了今年的GDP预期增速，同时下调了失业率预期至4.3%。美联储加息、缩表、乐观预期等一系列鹰派的政策决议使得美元指数上涨，黄金价格承压，利率决议公布后，美元指数震荡上涨，攀升至97关口上方，现货黄金则冲高回落，暴跌逾20美元。但是在中长期，随着市场对加息及缩表预期的消化，黄金作为面对各种风险时所必需的储备资产，其价格将会回归至合理区间，不宜过度看空。



**3. 原油价格分析。**原油价格先升后跌，呈现倒V型走势。

国际原油期货价格由5月初的46美元/桶上升至5月23日51.5美元/桶的峰值，之后一路下跌，至6月中旬已跌破45美元/桶，跌幅高达12.8%。5月原油价格上升主要归因于美国原油库存的降低以及欧佩克(OPEC)减产协议的预期，而5月底以来原油价格的一路下跌则是由欧佩克(OPEC)5月产量增多、美国原油库存增加但需求持续疲软以及美联储加息预期等一系列因素造成的。



**4. 原油价格预测。**原油价格将继续维持低位震荡。在经济基本上，一是供给方面，OPEC 与非 OPEC 国家原油产量、OPEC 的减产执行率以及美国原油库存的增加依旧是市场关注的焦点。据 OPEC 月报显示，OPEC 国家 5 月产量增加 33.6 万桶/日至 3214 万桶/日，利比亚、尼日利亚与伊拉克产量上涨推动了 OPEC 原油产量的增加。同时，国际能源署(IEA)公布的最新月报显示，称预计非 OPEC 产油国明年原油产量增速料将高于全球需求增速。在执行率方面，需要实施减产的 11 个 OPEC 成员国 5 月产量减至 2972.9 万桶/日，低于目标 2980.4 万桶/日水平。减产执行

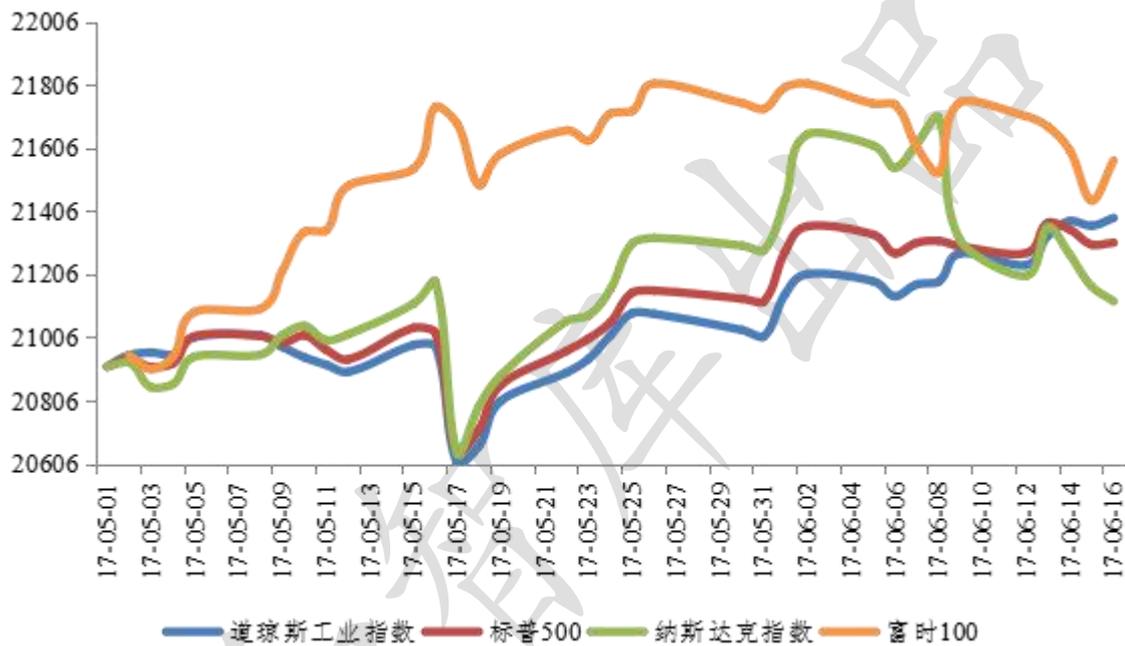
率的降低使得 OPEC 减产执行能力受到质疑，压低了原油价格。美国原油供给方面，据美国石油学会(API)近期公布的数据显示，美国原油库存增加 275.3 万桶至 5.114 亿桶，进口增加 78.8 万桶/日至 860 万桶/日。高居不下的美国原油库存使得 OPEC 的减产效果雪上加霜，原油市场出现供应过剩，对原油价格形成打压。二是需求方面。全球石油需求疲软已是公认不讳的事实，但是作为原油需求现行指标的汽油需求在在夏季驾驶高峰来临之际却表现得十分疲软，据美国能源资料协会(EIA)最新发布的数据显示，美国近一个月的汽油需求同比下滑 1.2%。另外，对石油需求最强的亚洲各大经济体也因人口老龄化以及对节能产品的推动而使得石油需求雪上加霜，疲软的原油需求将会压低原油价格。

另一方面，美联储 6 月加息落地，缩表的细节也随之公布，美元开始触底反弹，美元指数的上涨将会进一步打压原油价格。综上，我们认为在未来一段时间内“强供给”、“弱需求”以及美元的强弱变化将会引领油价在低位徘徊，原油价格会继续在“40 美元/桶”价格区间内震荡波动。

## **(二) 全球股票市场评析**

**1. 欧美股市评述。**2017 年 5 月至 6 月中旬，欧美股市整体震荡上行，但分化较为明显。美国三大股票指数在经历了 5 月中旬的暂时性下跌后，保持震荡上行趋势，截至 6 月 16 日，道琼斯工业指数报收于 21384.28 点，环比上涨 1.93%；标普 500 指数

报收于 2433.15 点,环比上涨 1.35%;纳斯达克指数报收于 6151.76 点,环比下跌 0.29%。英国富时 100 指数经历了 5 月中上旬的强劲上涨,并于 5 月 24 日突破 7500 点,26 日达到 7547.63 点的高位,随后开始震荡下跌,截至 6 月 16 日报收于 7463.54 点,重回 7500 点下方。



**2. 亚洲股市评述。**亚洲股市整体保持低位震荡。5月初至6月初,包括日经 225 指数、上证 A 指、深圳成指以及创业板指在内的亚洲股市均在低位震荡徘徊,且日经 225 指数与其他三种指数的走势表现出了一定程度上的反向关系,并在 6 月 2 日达到最大差异。6 月 2 日,日经 225 指数涨幅为 1.1%,而创业板指、上证 A 指、深证成指的跌幅分别达到 2.0%, 0.5%和 1.4%。6 月中旬以来,亚洲股市的走势趋向一致,整体震荡下行。



**3. 全球未来股市走势分析。**全球股市出现分化，整体较为低迷。除美国道琼斯指数维持震荡上涨趋势外，标普 500、纳斯达克、英国富时 100 指数以及亚洲股市均整体表现不佳，尤其是 5 月中下旬开始至 6 月中旬，除道琼斯指数以外的欧美主要股指均震荡下跌。此外，与上月相比，欧美股市前期的增速趋缓，增长动力开始减弱。随着未来不确定性因素增加，全球股市下行压力进一步加大。

美国经济政策的不确定性和欧洲地缘政治风险加剧，是欧美股市整体低迷的主要原因。第一，美国经济数据整体不及预期，较弱的基本面是三大股指上涨动力减弱的基础。5 月美国非农数据低于市场预期，失业率和劳动参与率同步下行，制造业就业回落，增加了美国未来经济数据的不确定性。随着 6 月美联储如期宣布加息，并同时推进缩表，以及特朗普财政刺激政策的不确定

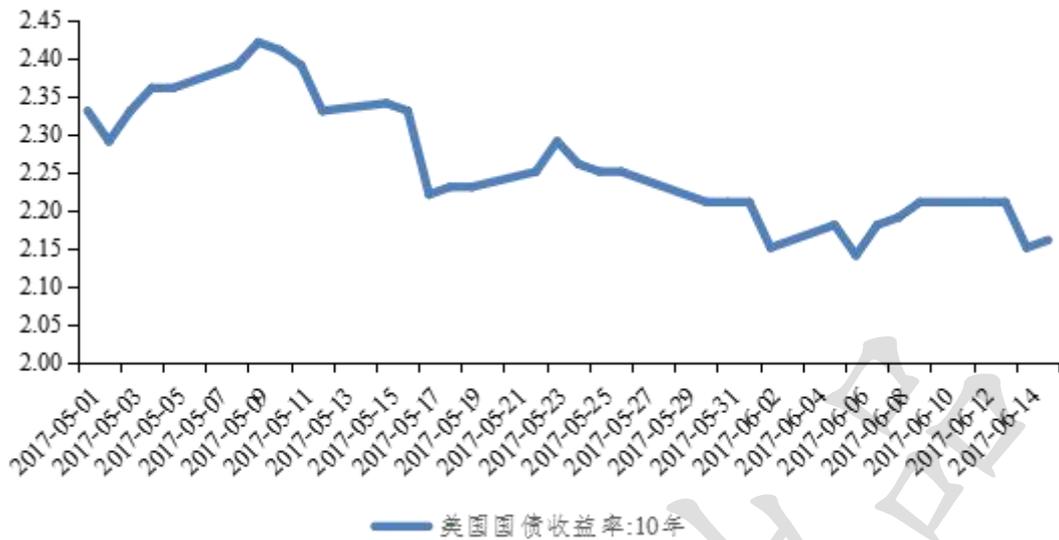
性，都增加了美国经济的下行压力，市场普遍对美国今年 3% 的增长率表现出担忧。第二，特朗普弹劾危机进一步增加了美国的政治风险。5 月 18 日，特朗普民调支持率大幅下降，遭弹劾风险激增，当日三大股指均大幅下挫，跌幅均达到 1.5%。美国退出巴黎气候协定等事件的突发，也加剧了美国的政治风险。第三，英国及欧洲等国的地缘政治风险和国内政治风险加剧，进一步增加股市风险。5 月底至 6 月上旬，英国恐怖袭击频率增加，提前大选结果显示保守党议席未过半，英国脱欧议程以及欧洲政治的不确定性增加。总体来看，经济基本面不佳，以及进一步增加的政治风险，均提高了欧美股市的风险集中度。

在国内股市方面，4-5 月经济数据的发布，印证了一季度经济的回暖难以长期维持，经济向好缺乏稳固的基础。另一方面，金融监管带来的信贷规模增速放缓，给实体经济造成了一定的负面影响，也增强了严监管、去杠杆的政策信号。未来一定时期内，国内股市面临的形势较为严峻。

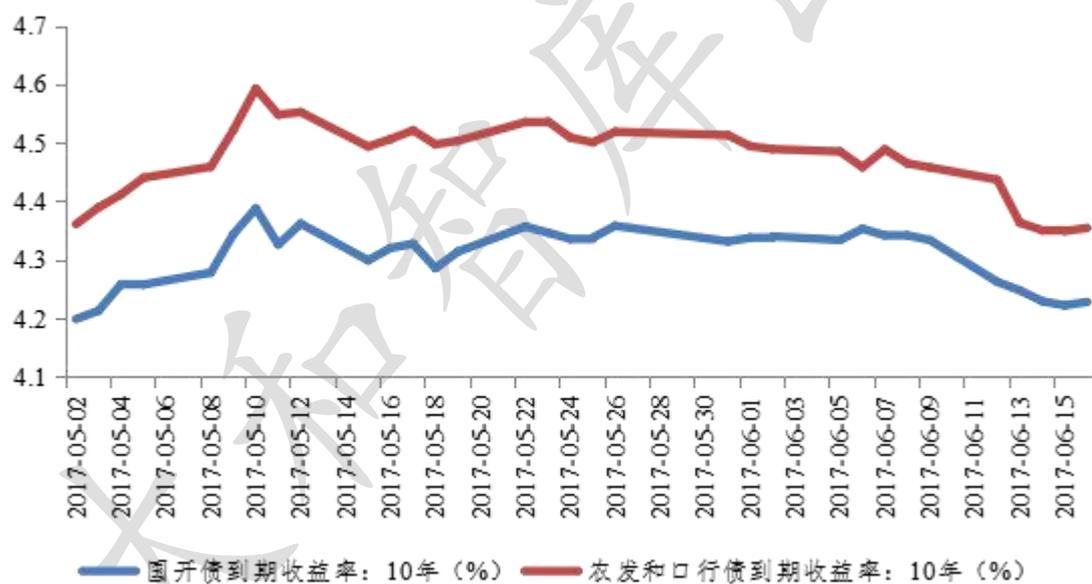
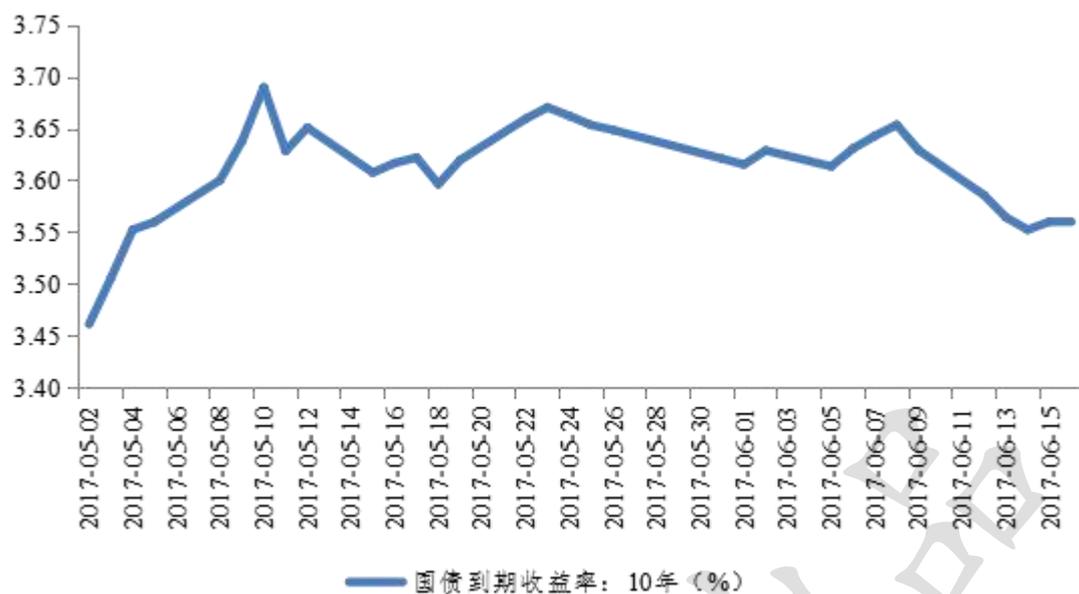
### **（三）全球债券市场评析**

**1. 美国国债市场评述。**2017 年 5 月中下旬至 6 月中旬，美国国债收益率出现震荡下跌趋势。10 年期美国国债在 5 月 9 日达到 2.42% 的高位后开始下跌，并于 6 月 6 日达到 2.14% 的低点。经济数据表现不及预期、特朗普弹劾危机使得政治风险加剧，以及 6 月美联储宣布加息和缩表，都加剧了美国未来经济增长的不确定性。在美国经济基本面出现明显向好之前，美国国债收益率

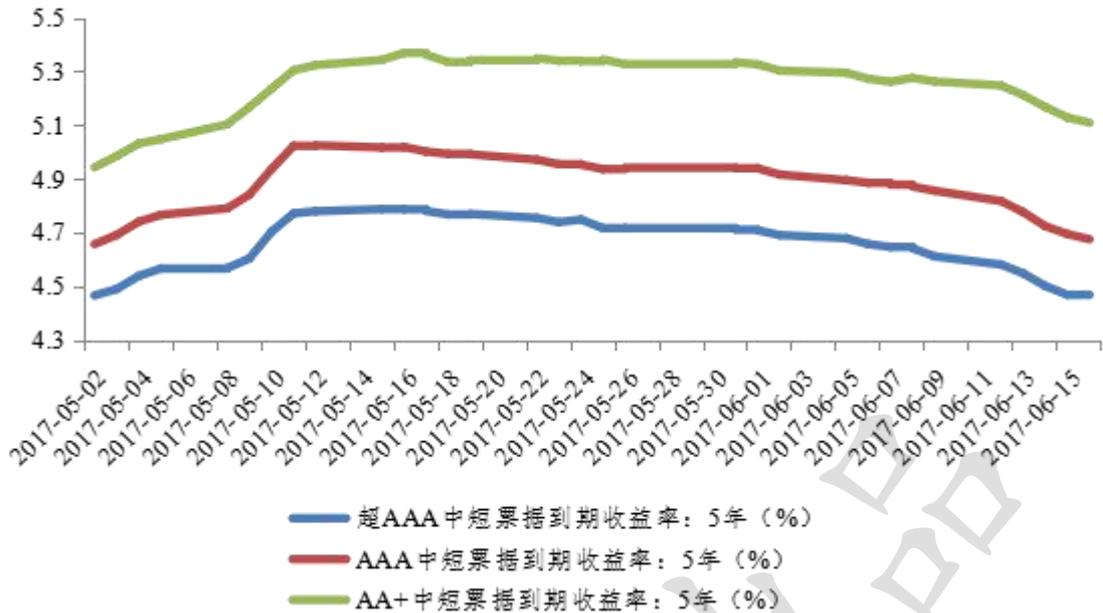
将缺乏上行的动力。



**2. 中国债券市场分析。**在经历了5月上旬的短暂上行之后，中国债券收益率保持震荡徘徊，并呈现下行趋势。在利率债方面，10年期国债到期收益率在5月10日达到3.69%的高位，随后经历过短暂的徘徊后开始震荡下跌，在6月16日达到3.56%的低点。国开债、农发与口行债的收益率也呈现同样的趋势，10年期国开债到期收益率和10年期农发和口行债到期收益率均从6月初开始震荡下行，截至6月16日，10年期国开债到期收益率为4.23%，10年期农发和口行债到期收益率跌至4.35%。



在信用债方面，中短票据收益率自5月中旬起持续下行。在经历了5月10日左右的高点后，5年期超AAA、AAA、AA+中短票据收益率均出现小幅下行趋势，6月中旬开始下行幅度加剧。截至6月16日，AAA和AA+中短票据收益率分别回到了4.67%、5.1%的期初水平，并呈现继续下行探底过程趋势。



**3. 中国债券市场预判。**从2016年下半年开始，中国债券收益率一直保持上行趋势，尤其是2017年3月以来，市场超卖情绪和金融严监管，导致债券收益率短期内出现显著上涨，3月中旬至5月中旬期间，10年期国债收益率上涨幅度达13%，国开债、农发和口行债到期收益率涨幅达到10%以上。在经历了短期“超跌”之后，5月中旬至6月中旬，债市逐步趋于稳定。未来，经济基本面和政策共同影响债券收益率的走向。一方面，5月除进出口数据大幅超预期外，中国主要经济数据表现欠佳，经济回暖的动力尚未显现，影响国债收益率震荡下行。另一方面，随着监管措施逐步完善，2017年一季度央行货币政策执行报告提出的“监管协调”，规范金融市场运行，将有利于促进债市的调整。长期来看，债券收益率若要在平稳调整之后出现上行，从根本上仍取决于中国经济数据的回暖向好。

## 四、国际财经热点评析

### （一）美联储加息如期而至

2017年6月15日，美联储宣布加息25个基点，将联邦基金利率从0.75%~1%上调至1%~1.25%。美联储如期加息，在市场预期之中。不过此次超出预期的部分，是美联储宣布预计从今年起开始缩表，最初每月缩减60亿美元国债、40亿美元MBS，缩表规模每季度增加一次，直到达到每月缩减300亿美元国债、200亿美元MBS为止。缩表时间进程比市场预期更早。

与3月加息不同，此次6月加息在市场预期之中。此前市场对6月加息的概率预期已达到100%。尽管目前美联储官员的鹰派言论认为下半年将再次加息，但如同我们对2016年加息的预测一样，我们认为，2017年内再次加息的可能性很低。美国经济的疲态将很快在第三、第四季度表现出来，给继续加息带来压力。

对于此次美联储加息，耶伦的讲话主要透露了四个方面的信息。第一，美国经济持续向好，经济处于回暖的大周期中。第二，在经济形势转好的环境下，目前美国经济不需要货币刺激，央行可以开始缩表。第三，缩表开始的时间将早于市场预期。第四，我们认为，加息会对美国就业有关的第二层数据收入数据，以及美国经济发展的直接动力消费产生重要影响，这一效应将在未来逐步显现。

此次加息如期而至，并未超出市场预期，主要有两个原因。

首先，美联储一直就加息问题加强与市场的沟通。尽管从数据来看，加息的理由和基础较为勉强，但当前美国需要加息，此次的加息已不仅仅是一个经济问题，而是一个重要的央行信誉问题。其次，加息也是资本市场的需求。如果6月加息预期落空，美元指数将必然下跌，对美元资产价格也将带来严重打击。

同时，早在今年年初的年报和4月的月报中我们就表达了对美联储加息的观点，即美联储加息的进程将不如预期快，今年加息的次数很有可能将低于市场预期的3次。这与市场和美联储官员的大部分观点不同。但我们认为，未来美国经济将不具备加息的基础。首先，从今年数据来看，一季度美联储加息之后，二季度高频经济数据表现出震荡下行，通胀、就业数据均下行。尽管5月显示美国失业率继续下降，但我们知道这是因为劳动参与率的大幅降低，约有60万劳动力退出了就业市场，因此下行的失业率数据是不可靠的。第二，我们要关注收入数据，即加息之后美国各行业平均工资是否上涨，上涨幅度如何。由于美国各行业工资结构性差别很大，加息之后行业平均工资并没有好的表现。第三，在工资具有结构性差异的情况下，美国的信贷数据表现出了非常危险的信号。今年以来，美国消费相关的信贷增速快，集中度高，同时不良贷款率也处于高位。4-5月开始，信贷增速放缓，但不良贷款率仍处于高水平。从信贷结构来看，目前增长较快的信贷主要分布在消费、学生贷款等领域，若加息后经济出现下降，信贷和债务问题将进一步凸显。第四，加息将进一步影响美国经

济的固有问题。当前美国经济中的分配矛盾突出，经济结构分化。此外，社会分裂和各方力量博弈，也将导致目前很多促进经济增长的政策无法出台。若今年相关政策难以出台，会直接导致市场的预期落空，对经济增长的信心自然退却，同时经济本身的问题也会凸显。再加上美国经济自身的问题，这两方面效应的叠加，将给美联储加息带来很大的压力。最后一点也是影响美联储加息进程最重要的因素：美国金融市场债务杠杆已非常高，加息过快将引发金融市场系统性风险。

关于美联储缩表问题，我们认为实际进度可能更快。目前美联储对于自身负债总量和结构问题相对更为关心，量化宽松时期带来的资产负债表膨胀是非常大的一个隐患，一定要在经济尚好的情况下开展，因此预计可能在 4 季度开始推行。在此次加息已经被预期到的情况下，缩表的时间节点十分重要，将直接影响资本市场风险。

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

参与编辑：中国人民大学经济学院 黄泽清  
中国人民大学经济学院 韦 祎

## 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。