



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

太和智库  
2019年3月刊



关注时代需要  
FOCUS ON CONTEMPORARY NEEDS

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

# 目 录

报告主要观点.....	1
一、中国经济运行评析.....	3
(一) 宏观经济数据评述.....	3
1. 月度价格走势评述.....	3
2. 月度制造业 PMI 评述.....	3
3. 月度工业增加值评述.....	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.....	10
3. 工业增加值分析与预测.....	12
4. 月度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.....	21
二、中国金融数据点评.....	24
(一) 中国金融数据评析.....	24
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	28
三、全球金融市场走势预判.....	29

<b>(一) 大宗商品市场评析</b> .....	29
1. 黄金价格分析.....	29
2. 黄金价格预测.....	30
3. 原油价格分析.....	31
4. 原油价格预测.....	32
<b>(二) 全球股票市场评析</b> .....	32
1. 欧美股市评述.....	32
2. 亚洲股市评述.....	33
3. 全球未来股市走势分析.....	34
<b>(三) 全球债券市场评析</b> .....	35
1. 美国国债市场评述.....	35
2. 中国债券市场分析.....	36
3. 中国债券市场预判.....	39

## 报告主要观点

本月中国经济、金融数据情况如下：CPI 同比上涨 1.5%，较上月下降 0.2 个百分点。非食品价格增速持平，食品价格继续回落，CPI 同比增速再创新低。PPI 同比上涨 0.1%，较上月持平。PPI 环比跌幅进一步收窄，原油价格回升为主要原因。制造业 PMI 不及预期，各主要分项指标全面回落，生产指数 10 年来首次跌破荣枯线。规模以上工业增加值同比大幅回落，低于去年同期水平，且为近两年来最低。三大门类、主要企业类型、主要地区工业增加值的同比增速均不理想。制造业投资高位回落、基建投资持续上行，共同决定了固定资产投资的小幅回升。房地产开发投资增长超预期，但销售数据下滑明显。社会消费品零售总额的增速延续去年递减趋势，消费增长缺乏动力。进出口也大幅滑落，远不及预期，且出口较进口回落幅度更大，严峻的全球贸易形势和疲软的海外市场需求是进出口低迷的主要原因。金融数据方面，社融数据低于市场预期，人民币贷款长短结构边际改善；M1-M2 剪刀差负向缩小，但难容乐观。

结合对全球经济基本面和货币政策的分析，对全球金融市场走势判断如下：

1. 黄金价格短期内会企稳回升，中长期仍有一定的上涨空间。
2. 原油价格有回落趋势。虽然主要产油国减产给油价上涨

提供了动力，但是中长期来看，主要产油国的减产行为持续性有待观察，世界经济增长放缓也减少了对石油的需求，油价没有持续上涨的基础。

3. 股市震荡下行。美国股市短期内大概率会保持震荡市，中长期的走势可能并不乐观；A股短期震荡，但是在当前宏观经济并未回暖的情况下，一旦黑天鹅事件发生，将成为捅破A股小牛市行情的导火索。

4. 中国债市利多大于利空。基于多种不确定性因素的分析，股、债的走势在3月下旬均转为震荡。在出现方向性突破前，建议投资者尝试寻找上下轨进行波段交易，尽量避免贸然做出以趋势预判为基础的左侧交易。

### 对美国的预测：

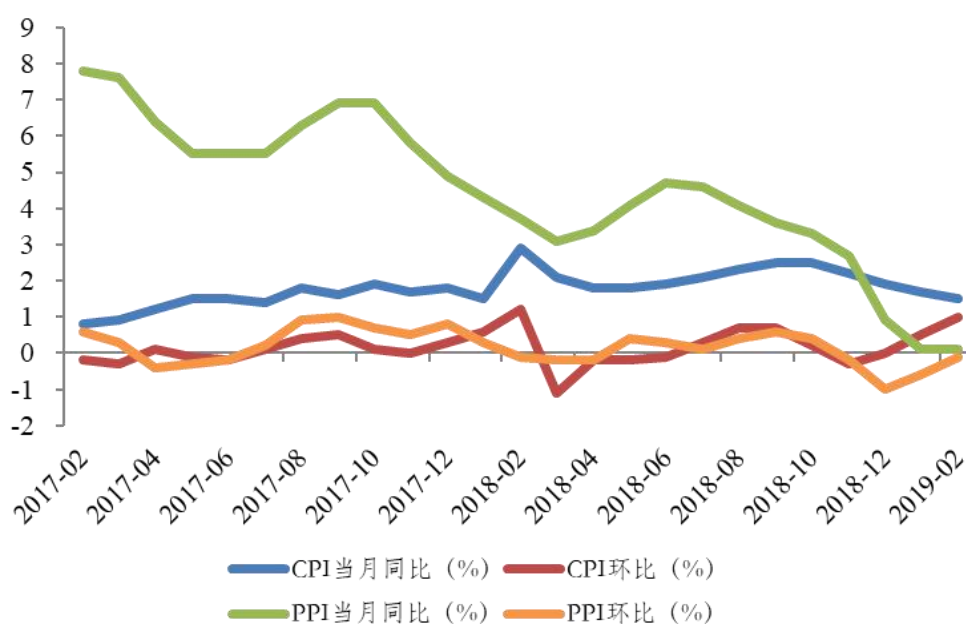
#### 预测三月数据

指标	季度预测区间 (95%)	预测均值	年度预测区间
GDP	1.7%~2%	1.8%	高位回落
失业率	3.8%~4%	3.8%	见底回升， 2020年至5%
CPI	1.5%~1.7%	1.6%	全年将逐渐上升， 全年均值1.9%~2.3%
房价	环比0.28%~0.4%	环比0.3%	房价涨幅逐渐走高
利率	2.25%~2.5%	2.25%	2019年底2.5%， 2020年2.75%

## 一、中国经济运行评析

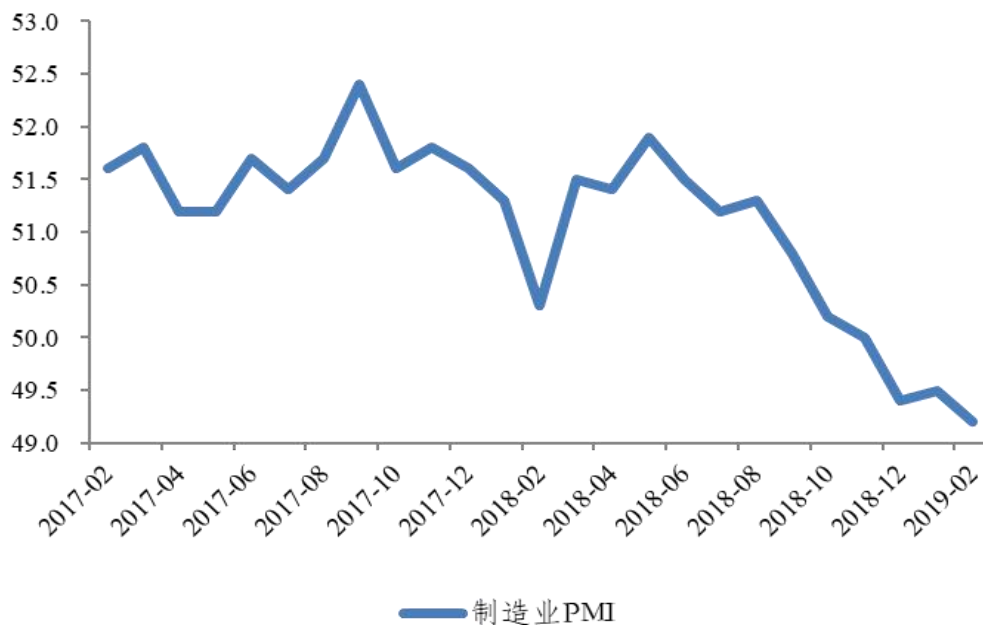
### (一) 宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。2月，CPI同比上涨1.5%，较上月下降0.2个百分点；环比上涨1.0%，较上月回升0.5个百分点。PPI同比上涨0.1%，较上月持平；环比下降0.1%，跌幅较上月收窄0.5个百分点。

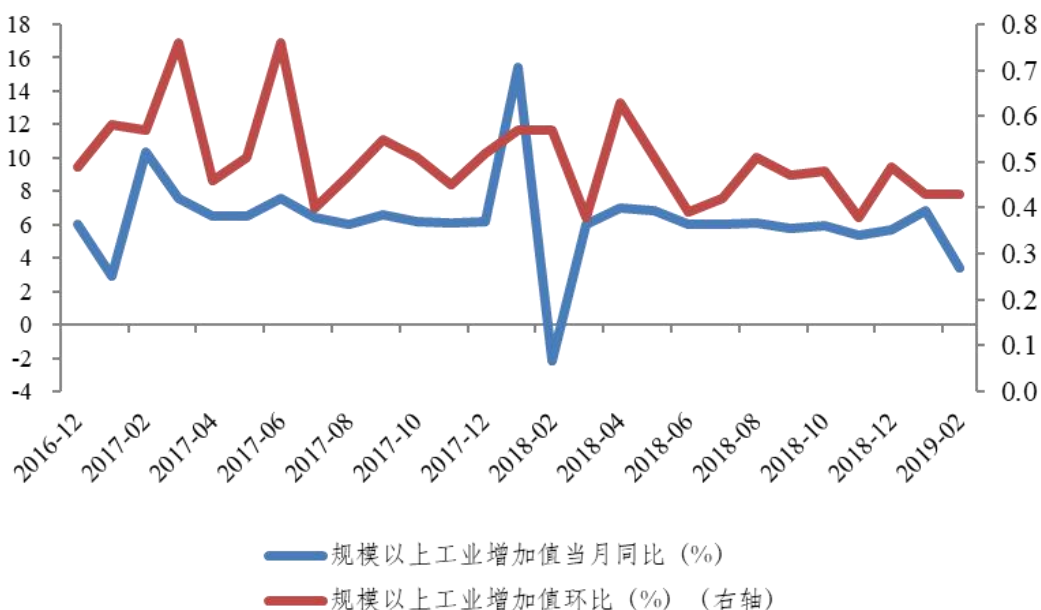


2. 月度制造业 PMI 评述。2月制造业 PMI 数据为 49.2%，较上月回落 0.3 个百分点，且低于预期 0.2 个百分点。从分项数据看，生产指数为 52.0%，较上月回落 1 个百分点；新订单指数为 50.6%，较上月提升 1 个百分点，但低于去年同期 0.4 个百分点；原材料库存指数为 46.3%，低于上月 1.8 个百分点；从业人员指数为 47.5%，较上月回落 0.3 个百分点；原材料购进价格指数为 51.9%，较上月提升 5.6 个百分点，但低于去年同期 1.5 个百分点。非制造业商务活动指数为 54.3%，较上月回落 0.4 个百

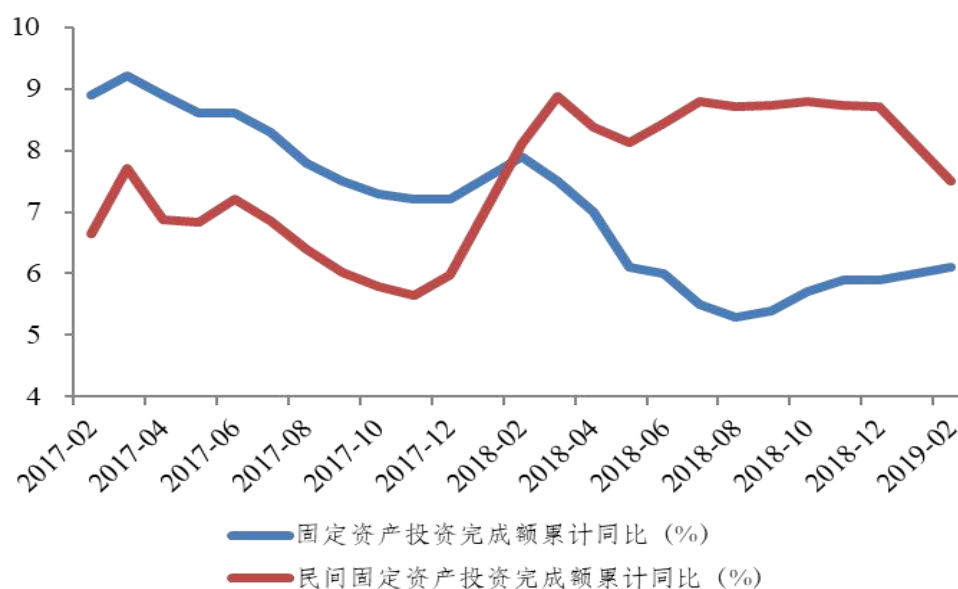
分点；中国综合 PMI 产出指数为 52.4%，较上月回落 0.8 个百分点。



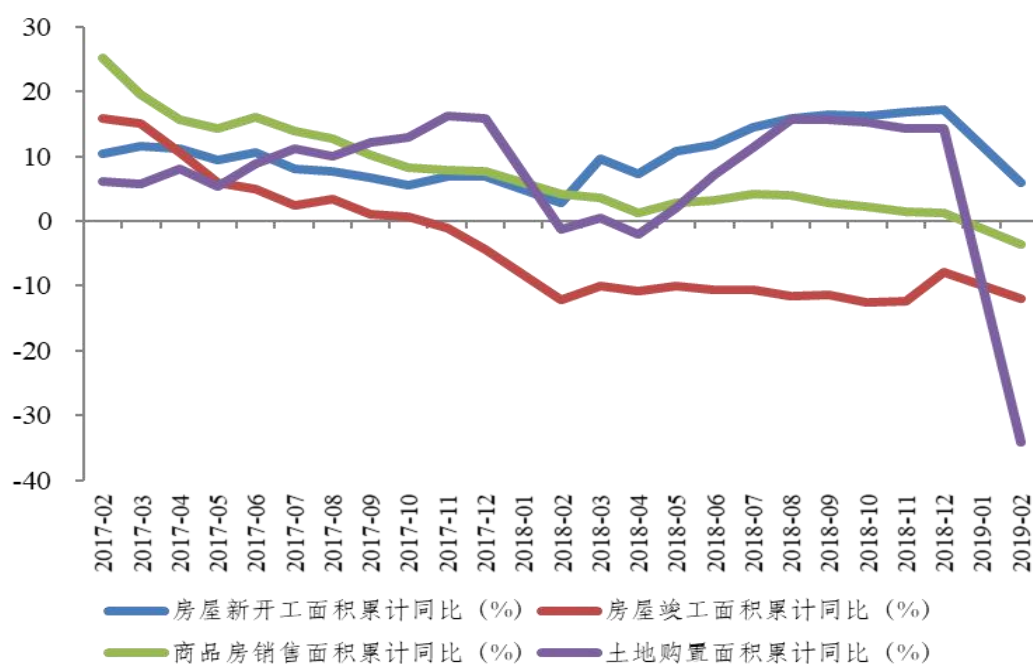
**3. 月度工业增加值评述。**2019 年 1-2 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%，不及预期 5.6%，低于去年同期 1.9 个百分点。从环比看，2 月份规模以上工业增加值仅比上月增长 0.43%。



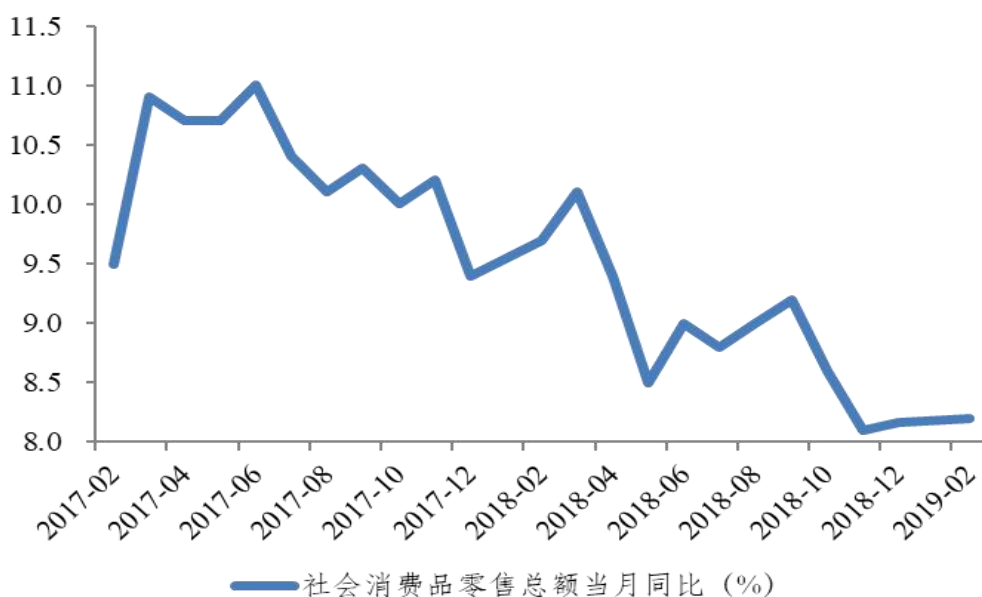
**4. 月度固定资产投资评述。**1-2月，全国固定资产投资44.85万亿元，同比增长6.1%，增速比2018年全年小幅回升0.2个百分点，但低于去年同期1.6个百分点。1-2月，民间固定资产投资26963亿元，同比增长7.5%，增速较去年全年下降1.2个百分点。1-2月，全国房地产开发投资12090亿元，同比增长11.6%，增速较2018年全年大幅提升2.1个百分点，且高于去年同期1.7个百分点。



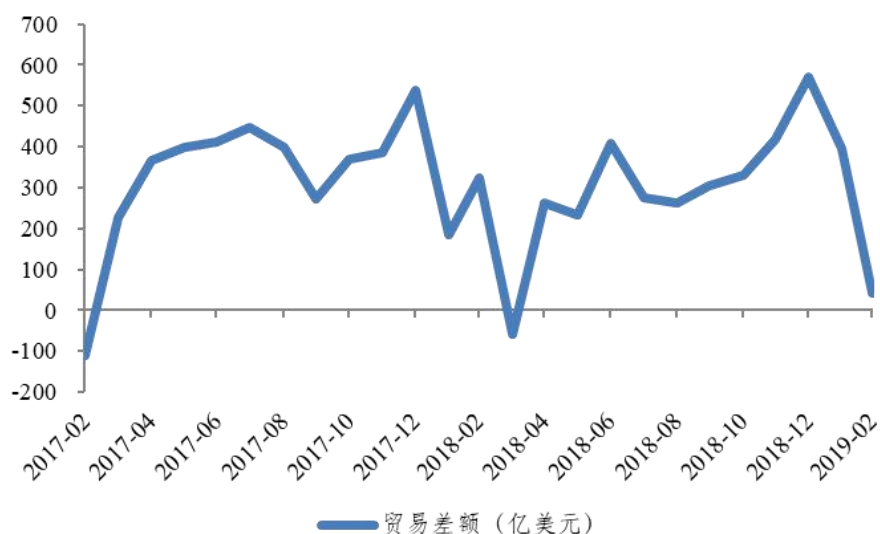
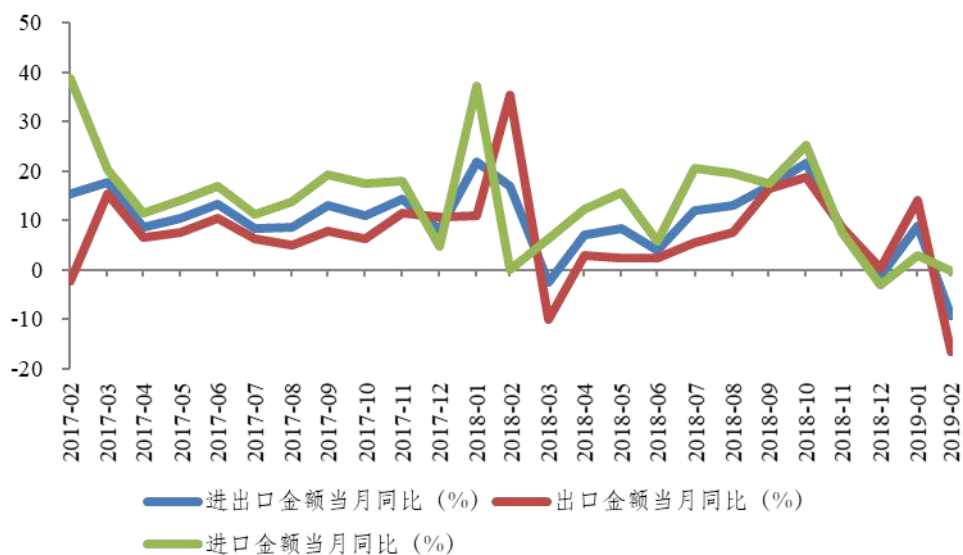




**5. 月度社会消费总额评述。**2019年1-2月，社会消费品零售总额66064亿元，同比名义增长8.2%，增速与去年12月持平，但低于去年同期1.5个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额23096亿元，增长3.5%，增速较去年12月回升1.1个百分点。从环比来看，季度调整后的2月社会消费品零售总额环比增长0.82%，较上月回升0.01个百分点。



**6. 月度进出口评述。**2月进出口总额为1.81万亿元，同比下降9.4%。其中出口9227.6亿元，同比下降16.6%，预期增长6.6%，前值增长13.9%；进口8883亿元，同比下降0.3%，预期增长6.2%，前值增长2.9%；贸易顺差344.6亿元，收窄84%，预期2500亿元，前值2711.6亿元。以美元计，2月进出口总值2663.6亿美元，下降13.8%。其中，出口1352.4亿美元，下降20.7%；进口1311.2亿美元，下降5.2%；贸易顺差41.2亿美元，收窄87.2%。



## （二）宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。非食品价格增速持平，食品价格继续回落，CPI 同比增速再创新低。2 月 CPI 同比上涨 1.5%，连续 4 个月下滑且继续创下近一年来新低。具体而言，食品价格上涨 0.7%，涨幅较上月回落 1.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.14 个百分点，较 1 月的影响程度回落 0.24 个百分点。在食品价格中，猪肉价格下降 4.8%，降幅较上月扩大 1.6 个百分点。与上月逻辑类似，非洲猪瘟疫情促使生猪养殖户加快出栏速度，市场供给增多导致猪肉价格走低，拉低了食品价格增速。但短期供给的提前可能使得中期生猪出栏受限，促使猪肉价格回升。除此之外，由于去年春节较晚，CPI 的高基数也是 2 月 CPI 同比创下新低的原因之一。2 月份非食品价格上涨 1.7%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 1.34 个百分点，较 1 月的影响程度略减 0.02 个百分点。七大类中，除交通和通信类价格下降 1.2% 外，其余六类均温和上涨，教育文化和娱乐、医疗保健、居住价格分别上涨 2.8%、2.4% 和 2.2%，非食品类价格上涨对 CPI 上涨贡献较为稳定。

环比方面，天气因素和疫情的消除是 2 月 CPI 环比上涨的主要原因。具体而言，CPI 环比上涨 1.0%，涨幅较上月扩大 0.5 个百分点。其中，食品价格上涨 3.2%，涨幅比上月扩大 1.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.63 个百分点，较 1 月的影响程度大幅上升 0.32 个百分点。受节日和华东华南地区雨雪天气等因素影响，鲜菜、鲜果和水产品价格分别上涨 15.7%、5.4% 和 4.0%，合计

影响 CPI 上涨约 0.58 个百分点；疫情负面影响渐消，猪肉价格较 1 月小幅反弹，环比增长由-1.0%转为 0.3%。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.36 个百分点，较 1 月的影响程度上升 0.17 个百分点。节日出行的需求增长导致旅行社收费、飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 7.4%、5.1%和 3.3%；而随着原油价格企稳回升，柴油和汽油价格较 1 月回升显著，分别上涨 3.9%和 3.6%。

**PPI 环比跌幅进一步收窄，原油价格的回升为主要原因。**PPI 同比上涨 0.1%，涨幅与上月持平。其中，生产资料价格下降 0.1%，降幅与上月持平，影响 PPI 总水平下降约 0.05 个百分点。生活资料价格上涨 0.4%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点，影响 PPI 总水平上升约 0.10 个百分点。PPI 环比下降 0.1%，降幅较上月收窄 0.5 个百分点。其中，生产资料价格与上月持平，生活资料价格下降 0.1%，较上月略降 0.1 个百分点。国际原油价格的企稳回升是 PPI 环比跌幅连续两月收窄的主要原因。具体而言，在主要行业中，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业和石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 价格环比涨幅明显，分别上涨 5.0%、1.8%和 0.9%，较上月分别提高 11.0、1.9 和 5.4 个百分点。因此，国际原油价格对石油产业相关的出厂价格起到明显支撑作用，从而使得 PPI 环比跌幅进一步收窄。

总体来看，2 月 CPI 的再次下行依然是受到食品价格，尤其是猪肉价格的拖累，PPI 的逐渐走高则在于原油价格的推动。在

未来一段时间内，随着新一轮“猪周期”的开启，猪肉价格上升，食品类价格将会随之提升，预计二季度 CPI 有重回 2% 的可能。但由于需求端仍旧疲软，非食品类价格将会出现下行的可能，叠加起来看，二季度之后 CPI 大幅上行可能性不大。

PPI 增速可能会因原油价格的上行而继续得以支撑，加上 3 月开始的节后开工潮，二季度 PPI 有起底回升的可能。但是，正如笔者在前期报告中预测的那样，经济仍处于动能转换期，增速放缓使得悲观预期逐渐形成，结合国内需求低迷、制造业 PMI 的不断下行，中下游行业对上游产品的价格起不到支撑，工业部门的通缩风险仍然存在。因此，尽管二季度初 PPI 大概率会继续回升，但在疲软的需求端已经传递到生产端的情况下，PPI 在二季度末仍有再次回落的可能。

**2. 制造业 PMI 分析与预测。2 月制造业 PMI 不及预期，主要分项指标全面回落，生产指数 10 年来首次跌破荣枯线。**2 月 PMI 数据为 49.2%，连续 3 个月位于下行区间。尽管春节因素会对 2 月份的制造业 PMI 存在一定的影响，但即使除去春节因素，2019 年 2 月的制造业 PMI 也低于 2018 年春节期间的 50.3% 和 2017 年春节期间的 51.3%，创下近 3 年来最低值。具体而言，除新订单指数有小幅回升外，其余各类重要指数均全面下滑。其中，在生产端方面，生产指数下滑 1.4 个百分点至 49.5%，这是自 2009 年 2 月份以来该指标首次跌到荣枯线以下。生产指数的高位下滑表明当前制造业生产的活力仍在走低，这给近期资本市场的疯狂

敲响了警钟。曾在前几期的报告中多次强调制造业需求端的疲软已经传递到了生产端，本月 PMI 生产指数跌至荣枯线以下且创下 10 年来的最低纪录，再次印证了这个观点。在需求端方面，新订单指数表现较为抢眼，较上月提升 1 个百分点至 50.6%，这种逆季节性的现象表明需求存在回暖迹象。然而，值得注意的是新出口订单指数的走势与近期贸易摩擦缓和并不一致，2 月份新出口订单指数较上月回落 1.7 个百分点，且较去年同期降低 3.8 个百分点。结合本月新订单指数的回升可以发现，需求提升主要是由国内需求拉动，而非国际需求环境改善拉动。

从价格角度看，受国际原油价格上涨的影响，2 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别提高 5.6 和 4 个百分点至 51.9% 和 48.5%。两类价格同步提升，表明生产的收缩能够为工业品价格提供支撑。值得注意的是，原材料库存指数再次下滑，目前同产成品库存指数只相差 0.1 个百分点，这表明企业主动去库存的速度在加快，企业库存对于经济增长的支撑力在逐渐减弱，经济下行压力严峻。

分企业规模看，大型企业 PMI 小幅回升且高于制造业整体水平，中小企业 PMI 双双回落并在荣枯线以下。2 月大型企业 PMI 为 51.5%，较上月提升 0.2 个百分点；中型企业 PMI 为 46.9%，环比下降 0.3 个百分点；小型企业 PMI 为 45.3%，大幅下降 2 个百分点。与大型企业相比，中小型企业持续承担着经济走弱的压力。

2 月份，非制造业商务活动指数为 53.5%，较上月回落 0.1 个百分点。主要分项指数中，除业务活动预期指数外，均发生不同程度的回落。商务活动指数和新订单指数分别下降 0.4 和 0.3 个百分点，而业务活动预期自上月大幅下降 1.2 个百分点后，本月有所反弹，录得 61.5%，环比回升 1.9 个百分点。

2 月制造业 PMI 数据不及预期，并创下近 3 年内的最低点。除去春节性因素外，本月 PMI 仍为 3 年内春节期间的最低值。其中，需求端的疲软已经完全转向了生产端，生产指数的高位下滑表明当前经济下行压力持续加大，近期股市的上涨更多的是来自于外部资金效应的推动，而不是经济上行的拉动。在需求方面，出口订单指数加速下滑，外需依然不见好转，但新订单指数的回升表明内需似乎已逐渐开始回暖。在未来，随着原材料价格的持续走高，价格指数存在走高的可能，但是由于原材料价格与出厂价格的同步走高，企业利润，特别是中小企业的利润仍存在进一步下滑的可能。尽管中美贸易谈判已经取得了实质性的进展，但由于国际经济形势的走弱，未来外需仍有继续回落的可能。因此，在当前内需不稳外需回落的情况下，未来制造业 PMI 的走势仍不乐观。

**3. 工业增加值分析与预测。**分三大门类看，采矿业拖累整体，制造业低速增长，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速回落明显。1-2 月份，采矿业增加值同比增长 0.3%，增速较 2018 年 12 月份回落 3.3 个百分点；制造业增长 5.6%，加快 0.1 个百

分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.8%，回落 2.8 个百分点。

分经济类型看，股份制企业、私营企业增速亮眼，宽松货币政策和信贷政策或起一定作用。1-2 月份，国有控股企业增加值同比增长 4.4%；股份制企业增长 6.4%，外商及港澳台商投资企业下降 0.3%；私营企业增长 8.3%。私营经济工业增加值的增速在四种经济类型中居于领先地位。私营企业工业增加值连续多个月同比增幅高于整体。

分行业看，1-2 月份 41 个大类行业中有 38 个行业增加值保持同比增长，汽车制造业继续负增长，计算机、通信和其他电子设备制造业等重要制造业行业表现尚可但增速下滑。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业、有色金属冶炼和压延加工业、电力、热力生产和供应业、电气机械和器材制造业、通用设备制造业，较上月分别增速下滑 4.5%、3.9%、2.2%、2.1%、2.1%。因此，自去年年底开始的制造业生产，尤其是高新技术产业生产的回暖有待继续观察。分产品看，1-2 月 596 种产品中有 351 种产品同比增长，较去年 12 月增加 21 种。

分地区看，东部地区、西部地区、东北地区同比增速下滑，中部地区同比增速上升。1-2 月份，东部地区增加值同比增长 3.1%，中部地区增长 8.7%，西部地区增长 5.8%，东北地区增长 5.3%。

1-2 月规模以上工业增加值同比大幅回落，低于去年同期水平，且为近两年以来最低。三大门类、主要企业类型、主要地区



工业增加值的同比增速均不理想。制造业增加值有所回落，主要制造业行业的增加值同比增速基本为正，但是增速较去年12月份均有明显下滑，尤其是高新技术制造业的增长滑坡明显。

值得注意的是，根据最新2月进出口数据以及PMI数据，橡胶、铁砂矿、铜材、钢材等重要原材料进口数量均处于同比负增长状态，煤及褐煤、成品油等能源进口数量同比增长低迷。再结合PMI中的原材料库存指数和生产指数均跌破荣枯线，同期大宗商品价格普增的情况下，PPI持续低迷，不难发现，在上游原材料价格上涨，下游工业企业产品出厂价格低迷的情况下，企业的生产意愿并不强烈，甚至可能会进一步下滑。随着贸易风险的逐步缓和，前期的外贸抢跑活动也有所缓和，但外需在已经被透支的情况下，短期内很难有明显起色，因此未来工业增加值的走势很大程度上取决于需求的复苏情况，但是目前来看内需并不足，未来工业增加值不排除继续下滑的可能性。

**4. 月度固定资产投资分析与预测。制造业投资高位回落、基建投资持续上行，共同决定了固定资产投资的小幅回升。**1-2月，全国固定资产投资同比增长6.1%，较去年全年小幅回升0.2个百分点。虽然2019年前2个月的固定资产投资增速已经持续4个月回升，且创下了近8个月的最高点，但是其整体仍然处于低位，与去年同期相比，回落1.8个百分点。分产业看，第一产业投资同比增长3.7%，增速比去年1-12月份大幅回落9.2个百分点；第二产业投资同比增长5.5%，增速较去年全年回落0.7

个百分点，降幅有所扩大；第三产业投资同比增长 4.3%，较 2018 年提升 0.5 个百分点，涨幅有所加大。具体而言，第一产业的高位回落与去年同期的高基数有关。2018 年 1-2 月份的第一产业投资同比增长 27.8%，较 2017 年全年大幅提升 16 个百分点，其主要是由于当时农业供给侧结构性改革环境下政府对于农村的振兴战略以及精准扶贫、打好扶贫攻坚战等政策带来的。因此，随着农业供给侧结构性改革的逐渐完成，去年同期的高基数会迫使 2019 年 1-2 月第一产业同比增速高位回落。预计随着基数效应的消退，第一产业投资的同比增速会回到正常范围。

在第二产业中，部分受环保限产政策放松以及季节性影响，采矿业投资同比增长 41.4%，增速较去年全年大幅提高 37.3 个百分点；制造业投资增长 5.9%，增速较上月高位回落 3.6 个百分点，较去年同期提升 1.6 个百分点，为去年 6 月份以来的最低点。因此，制造业的回落在一定程度上脱离了第二产业投资增速。从细分行业看，医药制造业、专用设备制造业、电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业等行业的同比增速有较明显提高，同比分别增长 10.5%、16.3%、-2.2%、-2.6%，分别较去年全年提升 6.5%、0.9、-15.6 和-19.2 个百分点。可见，电器制造和计算机通信业增速的下滑成为拉低制造业投资下滑的主力军。尽管如此，高新技术制造业投资仍然取得了一定成绩，2019 年 1-2 月份高新技术制造业同比增长 8.6%，较去年全年增速提高 2.5 个百分点，成为支撑制造业增速的关键动力。

在第三产业中，基础设施投资同比增长 4.3%，增速较 2018 年 1-12 月提升 0.5 个百分点，但较去年同期大幅回落 11.8 个百分点。尽管基建投资的增速已经连续 6 个月增长，并创下近 7 个月的最高记录，但推动力量主要是基建补短板，而生产性投资并未恢复。数据表明，自去年 10 月份开始政府不断强调的基建补短板并没有显著提升基建投资的增速，这一方面表明基建补短板效果并不明显；另一方面表明通过行政性刺激政策来提升需求的方案正逐渐失灵，必须寻求新的增长点以提升需求。

内资、外资持续下滑，港澳台投资保持平稳。1-2 月，内资企业投资同比增长 6.4%，增速较上月小幅回落 0.1 个百分点；港澳台商投资与上年同期持平，2018 年全年下降 11.5%；外商投资增长 3.4%，增速比 1-12 月份回落 2.7 个百分点，降幅在扩大。内资企业投资增长的乏力与同期需求低迷以及 PMI 的回落互相印证，而外商企业直接投资的加速下滑则和外需不稳、国际贸易环境不确定持续相关。分地区看，东部地区投资同比增长 3.3%，增速比 1-12 月回落 2.4 个百分点；中部地区投资增长 9.4%，增速回落 0.6 个百分点；西部地区投资增长 7.6%，增速提高 2.9 个百分点；东北地区投资增长 5.7%，增速较上月提升 4.7 个百分点。可见，西部及东北地区增速持续高于东部及中部地区，投资的区域性差异在不断加大。

房地产开发投资增长超预期，但销售数据下滑明显。1-2 月，全国房地产开发投资同比增长 11.6%，增速较去年全年提升 2.1

个百分点，打破了自 2018 年 7 月以来的下行态势，且创下 2014 年 12 月份以来的最高值。与此相对应，房屋施工面积大幅走高，较去年全年提升 1.6 个百分点。然而，与此相反的是开工面积、土地购置面积以及销售数据的大幅回落。其中，房屋新开工面积增长 6%，增速高位回落 11.2 个百分点；房屋竣工面积下降 11.9%，降幅扩大 4.1 个百分点。企业土地购置面积同比下降 34.1%，较 1-12 月高位回落 48.3 个百分点，创下 2009 年以来的历史新低。土地成交价款下降 13.1%，降幅较上月高达 31.1 个百分点。综合房地产开发投资、开工面积以及土地成交相关数据可以发现，尽管房地产投资增速本月大幅反弹，但是企业拿地、开发的意愿已经持续走弱，本次房地产投资的上行后劲不足，房地产企业补库存现象明显。预计未来房地产投资将大概率再次下行。

商品房销售和待售面积再创新低。1-2 月，商品房销售面积同比下降 3.6%，增速较 1-12 月回落 4.9 个百分点，且是继 2015 年 6 月份以来的首次负增长；商品房销售额同比增长 2.8%，增速回落 9.4 个百分点，商品房销售“价量齐跌”局面持续显现。1-2 月，房地产开发企业到位资金同比增长 2.1%，较去年全年下滑 4.3 个百分点，连续 4 个月下滑，且成为自去年 4 月份以来的最低值。10 月国房景气指数为 100.57，比 1 月微升 0.02 点，但较去年同期回落 1.14 个百分点。

总体而言，1-2 月，固定资产投资累计同比的小幅上行主要是制造业下滑和基建增长共同作用的结果。其中，第一产业增速

的高位下滑主要是由于去年同期农业供给侧结构性改革所引致的高基数造成的。第二产业中，随着供给侧结构性改革的推进，制造业投资逐渐见顶，其在2月份的高位回落压低了第二产业投资的增速。可喜的是高新技术制造业仍然能够持续发力，成为支撑制造业增速的关键动力。第三产业中，基建投资的增长拉动了整体投资的上行。但是，尽管依靠基建补短板促使1-2月的基建增长，但其涨幅依然较低，表明自去年下半年以来的基建补短板效果并不明显。因此，基建补短板仍然是一种行政性安排，随着金融供给侧改革的推进和政府债务的压缩，基建有进一步回落的可能。未来固定资产投资仍不容乐观，需求端仍未见底。

1-2月房地产开发投资同比增速大幅上行，但与此相反的却是土地成交数据和销售数据的高位回落。因此，可以认为本次房地产投资的高位上涨仅仅是源于房地产企业年初赶工造成的，由于销售层面的不景气，房地产企业开始加快施工以推进进程。另外，近期资本市场的逐渐反弹也为房地产注入了一批外部资金，股市与地产的联动效应可能在一定程度上推进了本次房地产投资的上行。因此，随着房地产销售端的持续走低并逐渐传递到开发投资端，预计未来房地产开发投资仍将出现大概率回落的情形。

**5. 社会消费总额分析与预测。社会消费品零售总额的增速延续去年递减趋势，消费增长缺乏动力。**2019年1-2月，社会消费品零售总额同比名义增长8.2%，增速较去年12月持平，低于去年全年0.8个百分点，延续去年递减趋势。即使考虑春节季节

扰动，社消零售总额名义增速仍低于去年同期和去年均值水平，消费增长缺乏动力。城镇消费品零售额同比增长 8.0%，与去年 12 月持平；乡村消费品零售额同比增长 9.1%，较上月回落 0.2 个百分点。

硬性消费增速放缓，部分软性消费回暖，地产关联行业的周期性表现明显，汽车消费数据略有好转但仍不乐观。从消费类型看，大部分商品零售额增速有不同程度回落。即使受春节因素拉动，食品类、饮料类、烟酒类、服装类、日用品等刚需开支同比仍较上月增速略微放缓，分别下降 1.2、1.2、3.8、5.6 和 0.9 个百分点。化妆品、珠宝类消费增速可能受口红效应影响，较上月同比分别回升 7.0 和 2.1 个百分点。家具、家用电器和建筑装潢类销售额增速受前期房地产销售额大减影响，较去年同期分别下降 12.0、10.6 和 2.0 个百分点。汽车类消费额连续 9 个月发生下滑，但消费因前期基数较小等原因，环比跌幅收窄 5.7 个百分点，报-2.8%，对增速的拉低作用减弱，使得社消总额增速未进一步减慢。

价格因素部分拉低了社消总额增速，网上消费额增速放缓明显。从价格方面来看，2 月 CPI 录得 1.5%，较去年同期下降 1.4 个百分点，价格降幅较明显，消费额增速放缓有部分价格推动因素。2019 年 1-2 月份，全国网上零售额 13983 亿元，同比增长 13.6%，增幅较去年同期大幅降低 23.7 个百分点，增速显著放缓。其中，实物商品网上零售额 10901 亿元，增长 19.5%，增幅较去

年同期大幅降低 16.1 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 16.5%，较去年同期增长 1.6 个百分点。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 20.2%、15.6%和 20.8%，分别较去年同期大幅降低 37.1、21.2 和 12.3 个百分点。

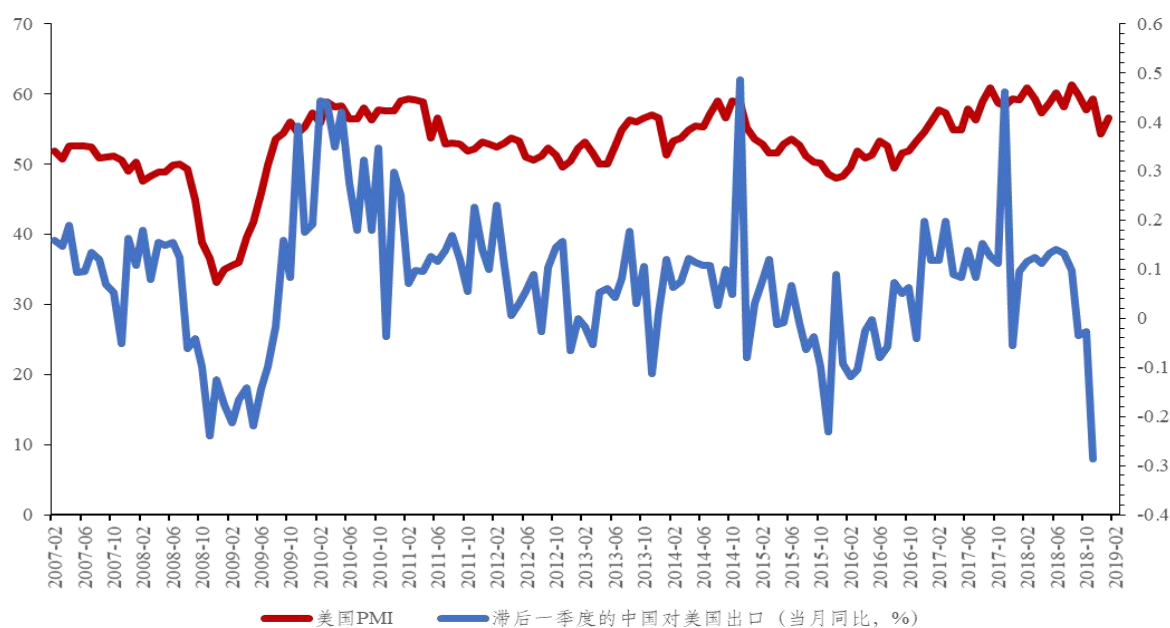
**高杠杆受到抑制，居民消费趋于理性。**2019 年 1-2 月，社会消费品零售总额增速较去年同期的 9.7%降低 1.5 个百分点。除去价格因素外，究其原因，一是前期依靠杠杆消费的高增速不可持续；二是债务重压下居民端的消费趋于理性，主动或被动地降低短期消费贷的杠杆。结合目前与去年同期的社会融资数据，2018 年 1-2 月，住户部分贷款累计增加 1.18 万亿，其中，短期贷款增加 2637 亿，中长期贷款增加 9130 亿。而 2019 年 1-2 月住户部门贷款增加 9192 亿，其中，短期贷款减少 3 亿元，中长期贷款增加 9195 亿元。我们可以观察到 2019 年 1-2 月居民端贷款增加总额同比大幅降低，高杠杆得到一定程度的控制；同时贷款长短期结构相对改善，用于消费和偿还旧债的短期贷款存量下滑。前者证明刺激消费的高杠杆正在被抑制，而后者则说明在经历了涨价去库存的疯狂后，2019 年的居民端消费或自发或被迫地趋于理性，减少了短期借贷消费。这两方面因素同时促使社会消费品零售总额增速维持在低位。此外，受到加杠杆空间限制以及消费者信贷偏好的惯性影响，短期内减税降负和深化对外开放等因素的刺激效果有限，在经济下行的大环境下，预计社会消费零售总额名义增速短期内难有明显回升。

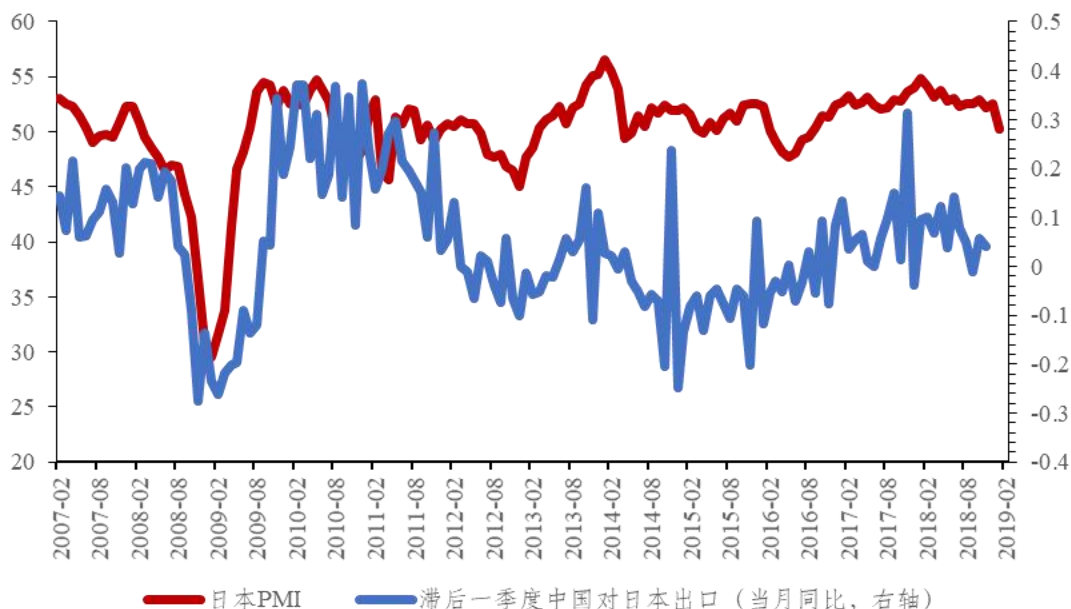
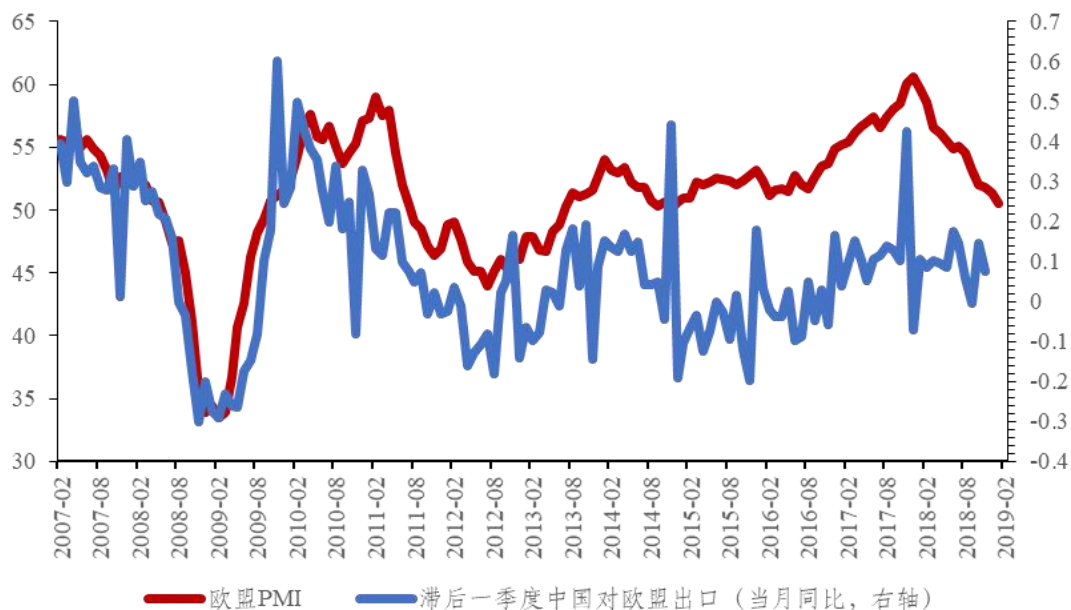
**6. 进出口数据分析与预测。**2月进出口大幅滑落，远不及预期，且出口较进口回落程度更高。以人民币计，2月进出口总额同比降低9.4%，较上月下滑18.1个百分点。出口同比降低16.6%，较上月大幅下滑30.5个百分点；进口同比降低0.3%，较上月下滑3.2个百分点。贸易顺差收窄84%。2月人民币对美元汇率窄幅波动，相较于前期人民币大幅波动，对进出口的影响有限。在出口方面，欧盟、美国和日本等市场需求减弱，2月份出口明显放缓。另外受1月份春节抢出口影响，2月份出口相应减弱。2月时间较短及春节后工厂复工时间晚也是出口减弱的因素。进口方面，经济下行所引起的国内需求减弱导致2月份进口仍无起色。

分国别结构来看，前两个月对欧盟、东盟、日本和“一带一路”沿线地区国家的进出口贡献显著，但2月出口下滑明显，直接拖累了前两个月出口的累计数据；同时，对美出口略微增长而进口大幅下滑，顺差扩大。具体而言，中国对欧盟、东盟、日本和“一带一路”沿线国家贸易总值分别增长8.9%、1.9%、4%和2.4%，分别占外贸总值的16.2%、12.8%、7.1%和28.2%。其中，对欧盟、东盟和日本出口累计同比增长分别7.5%、7%和4%，进口分别增长11.3%，-3.8%和4.2%，对欧盟和东盟贸易顺差分别扩大0.9%和1倍，对日本贸易逆差扩大2.4%。而1月，我国对欧盟、东盟和日本出口累计同比增长分别为20.5%、17.6%和10.3%。前两个月的累计数据较1月数据分别下滑13.0、10.6和6.3个百分点。



2 月份出口的进一步放缓可以证明 1-2 月份的贸易不景气不仅仅是受到春节因素的影响，严峻的全球贸易形势和疲软的海外市场需求则是进出口低迷的主要原因。2 月欧元区制造业 PMI 降为 49.2，日本制造业 PMI 降为 48.5，分别创下 2013 年 7 月和 2016 年 7 月以来的新低；而作为全球贸易风向标的韩国，2 月进口和出口同比分别下降了 12.6%和 11.1%。2 月美国 PMI 为 54.2，尽管仍处于扩张阶段，但较 1 月回落 2.4 个百分点，美国外需的回落一定程度上导致了我国前两个月对美出口由正转负的变化。





自 2018 年四季度以来，欧美日等国的制造业 PMI 便开始呈现出整体下滑的趋势，恰恰对应了我国对美欧日等国出口值的逐渐下行。因此，低迷的国外 PMI 指数所导致的低迷外部需求的现象，再次验证了前期的预测。

就进口而言，分产品结构来看，前 2 个月原油、天然气和成品油等商品进口量增加，煤、铁矿砂和大豆等商品进口量减少，

大宗商品价格涨跌互现，集成电路和汽车出口量价齐跌。原油和成品油进口量增加 12.4%和 4.4%，而进口均价下降 4.8%和 0.2%。天然气延续 1 月趋势量价齐涨，进口量增加 18.5%，进口均价上涨 29.2%。煤改气工程的推进和国际原油价格总体上涨推高了天然气的进口量和价格。前 2 个月进口集成电路 549.3 亿个，减少 10.8%，价值 2783.1 亿元，下降 4.4%；汽车 15 万辆，减少 13.5%，价值 491 亿元，下降 6.5%。二者的进口量和进口金额降幅较 1 月进一步扩大，说明电子品和汽车消费不振仍在继续，生产端受到低迷需求的进一步抑制，相关原材料进口继续恶化。

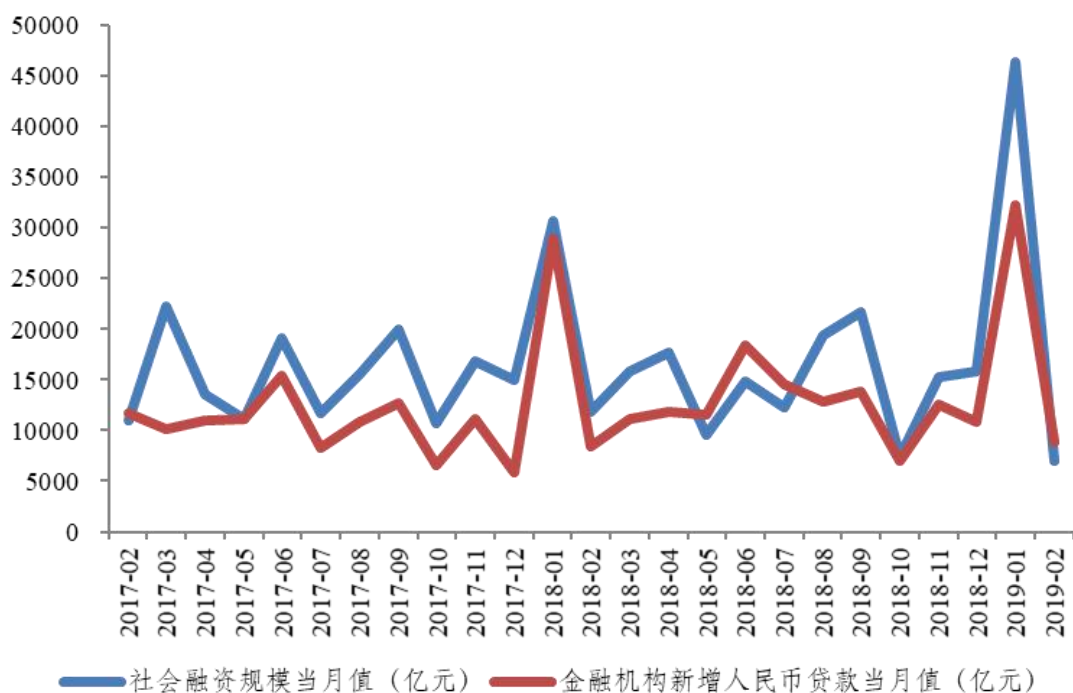
总体而言，2019 年 2 月份进出口同比下降 9.4%，以美元计同比下降 13.8%，大幅低于预期，再次印证上个月的分析。虽然本月贸易数据有季节因素，但需求羸弱表露无疑。全球经济不断失速的大趋势下，传统海外主要市场的经济动能不足，无法委以拉动出口的重任。考虑到贸易争端短期难以结束，经济转型仍在路上，企业、政府等去杠杆压力犹存等因素，我们预测进出口数据短期很难出现实质性好转，仍会在低位徘徊。但中期利好仍需进一步关注“一带一路”地区出口需求的增长和国内税费改革后对消费的促进作用。因此综合而言，“年中经济触底”纯属无稽之谈，我们需要坦然面对“经济八年抗战”。

## 二、中国金融数据点评

### （一）中国金融数据评析

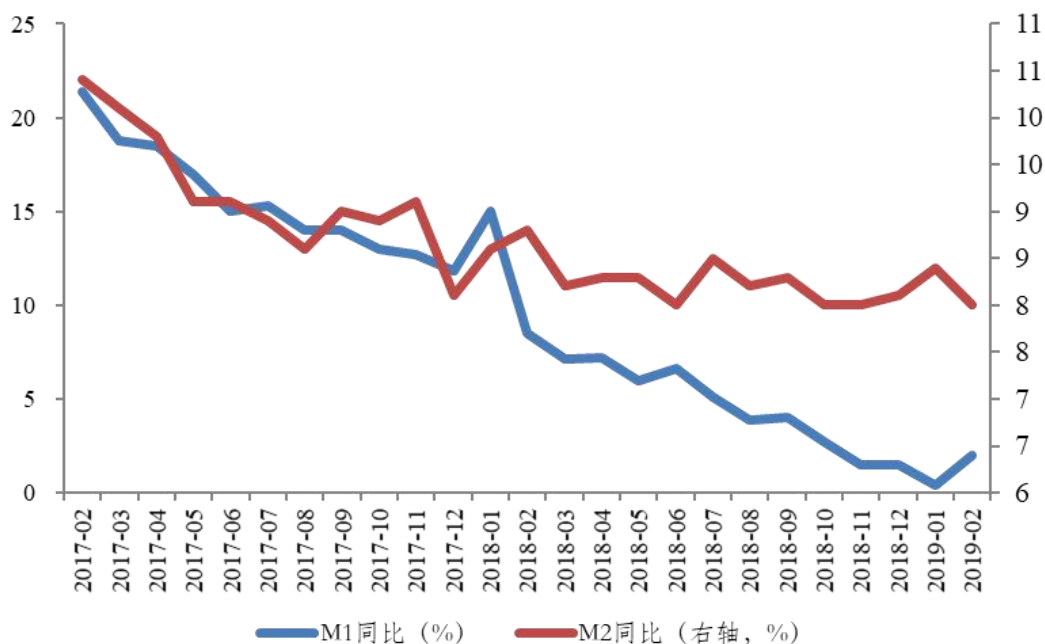
2019年2月新增社会融资规模7030亿元，前值46352.56亿元；人民币贷款增加7641亿元，前值35668.35亿元。1月M2货币供应同比增长8%，前值8.4%；M1货币供应量同比增长2%，前值0.4%。2019年前两月，社融累计增长5.31万亿元，M2增长4.11万亿元。

**2月社融数据低于市场预期，人民币贷款长短结构边际改善。**  
2月，社融规模增量为7032亿元，比上年同期少增4847亿元。其中，新增人民币贷款7641亿元，同比少增2558亿元。企业部门短期贷款增加1480亿元，中长期贷款增加5127亿元。委托贷款减少508亿元，同比少减242亿元；信托贷款减少37亿元，同比多减711亿元；未贴现银行承兑汇票减少3103亿元，同比多减3209亿元；企业债券净增805亿元，地方债净增1663亿元；股票融资同比减少260亿元。



2月社融报告着重强调了2019年前两月的累计增量明显，社融增速连续两月高于2018年底增速，社融持续下滑态势得到初步遏制。但是，观察边际数据不难看出，累计社融的高增长主要得益于一月超预期的增长，而二月份的社融数据并未达到市场预期。从新增人民币贷款来看，相较于1月，历史上2月份一直是贷款增长的“小月”，2月增长缓慢，固然有春节假期、1月贷款高增量对2月放贷量形成挤占等因素的影响，但这并不能完全解释2019年2月社融同比增长相对疲软的现象。由于春节假期的存在，一般认为将1月和2月的社融数据合并来看更有意义，目前社融环境相较于去年末有明显好转。但是2月社融不及预期，仍然是一个警示信号，将在“未来走势预测一节”进一步阐明。

分部门看，2月住户部门短期贷款减少2932亿元，中长期贷款增加2226亿元。企业部门短期贷款增加1480亿元，中长期贷款增加5127亿元，票据融资增加1695亿元，私人及企业部门融资的长短期结构进一步改善。在2月20日的国常会上，李克强总理点名票据套利和资金空转，使得2月份的票据融资较上月大幅减少，新增未贴现银行承兑汇票则直接由3786.18亿元下降至-3103亿元。票据套利的大幅减少对社融数据的影响具有两面性：一方面，短期融资与资金空转被抑制，社融结构得到有效改善；另一方面，票据融资及票据业务萎缩，成为拖累二月整体社融数据的主要因素。此外，由于2月交易日较少，企业债券融资和股票融资同比也出现了较大幅度的下滑。



**M1-M2 剪刀差负向缩小，但难容乐观。**1月，M2 余额同比增长 8.0%，低于上月 0.4 个百分点，但比去年同期少 0.8 个百分点。M1 余额同比增长 2%，较上月增速上升 1.6 个百分点，低于去年同期 6.5 个百分点。在上月的报告中曾指出，M1-M2 的负向扩大，可能预示着目前企业生产经营情况面临较大压力。2月，从总体数据来看，M1-M2 剪刀差负向缩小比较明显，主要得益于 M1 数据的触底回升。但是，对剪刀差的负向缩小并不抱以绝对乐观。首先，从 M1 的绝对量上来看，实际上 2 月 M1 绝对量相较于一月有所下滑。M1 的主要构成部分，流通中的货币和单位活期存款，2 月分别录得 79500 亿元和 447700 亿元，相较 1 月均有不同程度下滑（前值为 87470 亿元和 458167 亿元）。M1 的上升，主要是由于 2018 年 2 月社融剧烈下降导致的低基数造成的，M1 “表面”的增长，并不具备绝对的经济意义。第二，由于票据套利活动受到抑制，结构性存款随之下降，M2 的环比

增速放缓，这也在一定程度上助力了剪刀差的缩小。但是，当前 M1-M2 剪刀差存在的主要矛盾，是在 M2 增速相对合理的情况下，M1 增速下降过快。因此，目前经济状况下，M2 的增速放缓，不仅不能对经济起到任何实际帮助，反而有可能削弱银行系统的放贷能力。

## （二）中国货币及金融政策走势预判

从社融数据来看，2019 年社融情况连续两月较 2018 年末有所改善。在 2019 年 3 月的人大会议上，李克强总理明确指出 2019 年大行的小微贷款增量要达到 30% 以上，未来中长期贷款的增长仍有一定的空间。但是，货币政策进一步宽松也面临着一定的阻碍。第一，央行的货币政策要与经济发展和价格水平相适应。从 2 月公布的价格数据来看，CPI 和 PPI 仍处于低位，宽松刺激仍有较大空间。但是，值得注意的是，自 2 月起，猪肉价格有所抬头，并在 3 月有加速趋势。前期猪肉价格长期处于低位，加之猪瘟疫情期间减产清栏行动，共同导致目前猪肉市场处于供需失衡状态，新一轮“猪周期”大概率在 2019 年重启，价格指数将随之升高。因此，未来持续升高的 CPI，有可能限制货币政策进一步宽松。第二，自 2018 年 4 月起，央行已经执行了 5 次降准，但从社融情况来看，效果较为有限。由于银行信用风险偏好较低，宽松政策在一定程度上陷入了“流动性陷阱”，大量资金滞留在银行体系内。持续宽松的货币政策，虽然在 2019 年初一定程度上显现出效果，但却远低于政策的期望水平。在货币传导机制不

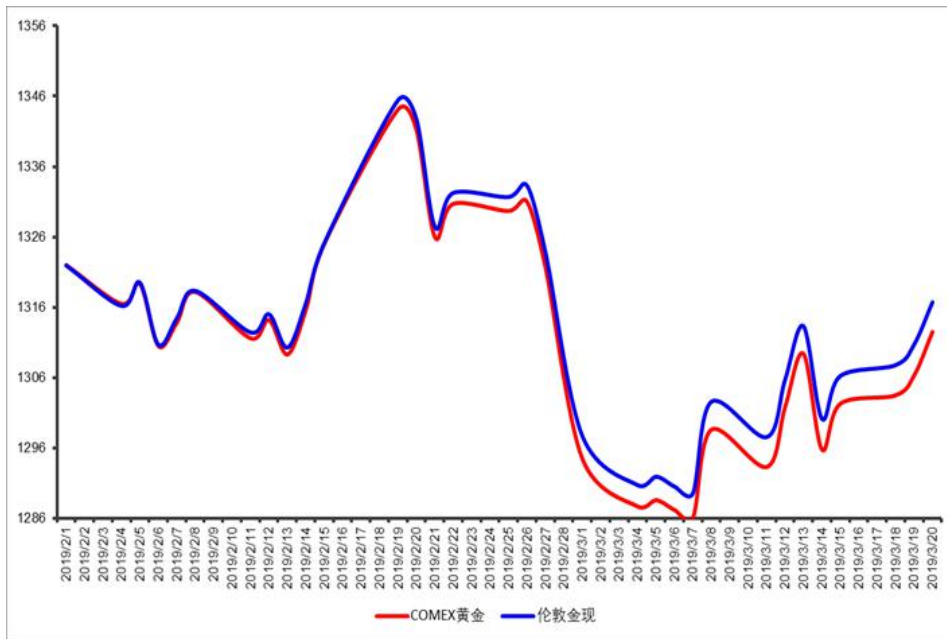
通畅的情况下，一味的继续宽松效果并不显著。李克强总理在人大会议上提出的较为明确的增加小微贷款的量化要求，实际上是反映了从量级宽松到结构性宽松的思路转变。因此，预计 2019 年，宽松的货币政策仍将持续，但进一步“大水漫灌”概率不大，取而代之的是，社会融资结构将持续改善，货币传导机制将在窗口压力下得以疏通（但由此也可能引发银行系统坏账率上升的问题）。而在金融数据方面，由于 2 月同比数据存在高基数因素，且受春节假期影响，数据难以评估。M1-M2 剪刀差能否最终有效缩小，需待 3 月数据进一步印证。

### **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。**黄金价格略显颓势。2019 年 2 月至 3 月中旬，黄金价格呈现先涨后跌的态势。2 月 20 日，国际现货黄金价格和纽约商品交易所黄金期货价格均升至近半年来的最高点，逼近一年来的最高点。国际现货黄金 2 月 1 日收盘价为 1317.61 美元/盎司，3 月 20 日收盘价为 1312.40 美元/盎司，微跌 0.40%；纽约商品交易所黄金期货 2 月 1 日收盘价为 1322.0 美元/盎司，3 月 20 日收盘价为 1312.5 美元/盎司，跌幅为 0.72%。



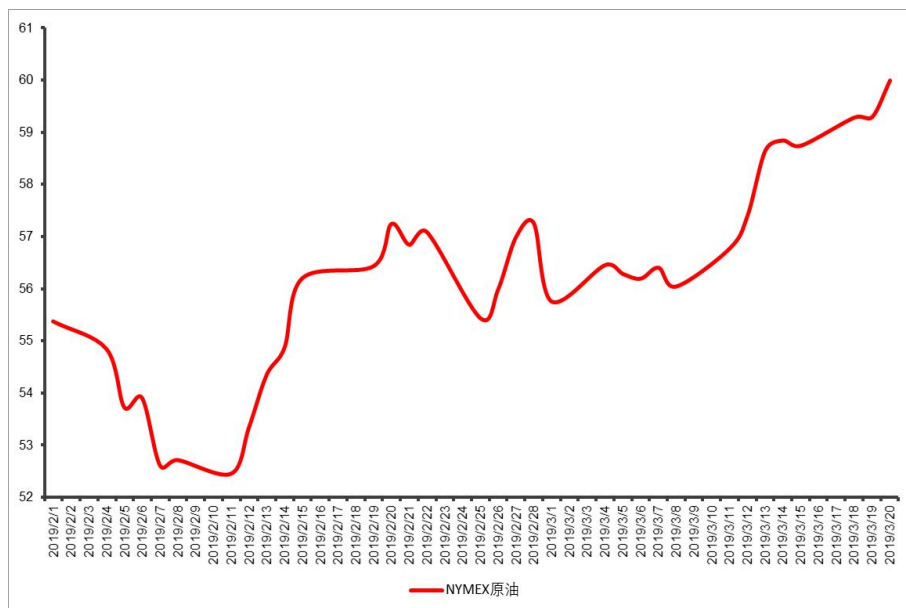


**2. 黄金价格预测。**近期黄金价格在上涨之后遭遇了一定挫折。一方面，近期欧美发达国家和以中国为代表的新兴发展中国家的股市表现良好。股票等风险资产的良好表现在某种程度上提高了全球投资者的风险偏好，对黄金价格产生负面影响。另一方面，前期的地缘政治事件带来的市场影响基本被消化，虽然年初委内瑞拉危机、英国脱欧表决被否对金价产生支撑作用，目前上述事件还在继续发酵，但短期内不会对市场带来新的冲击，因此地缘政治对金价的刺激作用在逐渐消失。但是，随着全球经济增长放缓已经成为现实，地缘政治问题逐渐高发和复杂化，贸易保护主义的阴影也挥之不去，全球货币政策也在逐步转向宽松，再加上美元指数可能已经在强周期的尾部，我们有理由相信，金价短期内会企稳，中长期仍有一定的上涨空间。

美联储货币政策态度转鸽，支持黄金价格。3月21日的FOMC会议声明中，美联储对经济的表述由“稳固增长”修改为

“开始放缓”，对劳动力市场的表述由“继续增强”修改为“依然强劲”，对薪资增长的表述由“强劲增长”修改为“稳固增长”，对家庭支出的表述由“强劲增长”修改为“增长放缓”。与此同时，美联储连续2个季度下调经济预期，并首度上调失业率预期。美联储主席鲍威尔更是认为，现在是保持耐心的良好时机，将继续观察和等待。随着美联储转鸽的态势越来越明确，这将有力推动黄金避险买需，支撑了黄金价格。

**3. 原油价格分析。**2月至3月中旬，原油价格继续呈现震荡上行趋势。国际原油期货价格从2月1日的55.37美元/桶一路上行至3月20日的59.99美元/桶。本轮油价上涨源于主要产油国减产。当地时间3月18日，在阿塞拜疆首都巴库举行的部长级会议上，欧佩克成员国达成决定，取消原定于4月17日至18日举行的特别会议。欧佩克最大产油国沙特阿拉伯的能源部长法利赫表示，原油市场直到年底之前都会呈现出过量供应的趋势，但是4月份就制定新的产油计划还“时机不成熟”。



**4. 原油价格预测。**我们依然认为虽然未来原油价格还有一定上涨空间，但是本轮上涨或许已经接近尾声，油价没有持续上涨的基础。

需求方面，美国经济 2 月数据表现不算优秀，美国劳工部公布的数据显示，美国 2 月非农就业人口变动增加人数创 17 个月来新低。美联储“三号人物”、纽约联储主席威廉姆斯也在 3 月 6 日承认，由于工人生产率增长缓慢、劳动力减少，美国的潜在增长速度低于前几年，经济增长的放缓势在必行。

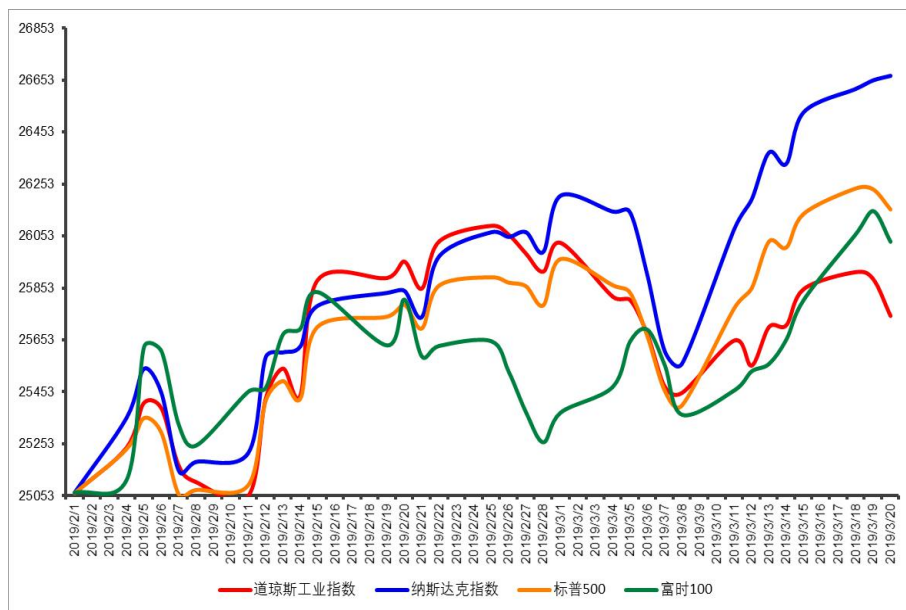
供给方面：一方面，随着油价的持续上涨，美国由页岩驱动的石油产量增长将越来越多地出口到国际市场；另一方面，主要产油国对当前的市场状况也产生分化：沙特能源大臣法利赫表示，全球石油供应仍存在严重过剩状况，需要继续坚持减产，然后再考虑降低减产规模；但俄罗斯能源部长诺瓦克坚持认为目前的价格是各方都能接受的。欧佩克和非欧佩克产油大国发出的信息相互矛盾，这更给市场平添了不确定性因素。

因此，虽然主要产油国减产给油价上涨提供了动力，但是中长期来看，主要产油国的减产行为持续性有待观察，世界经济增长放缓也减少了对石油的需求，油价没有持续上涨的基础。

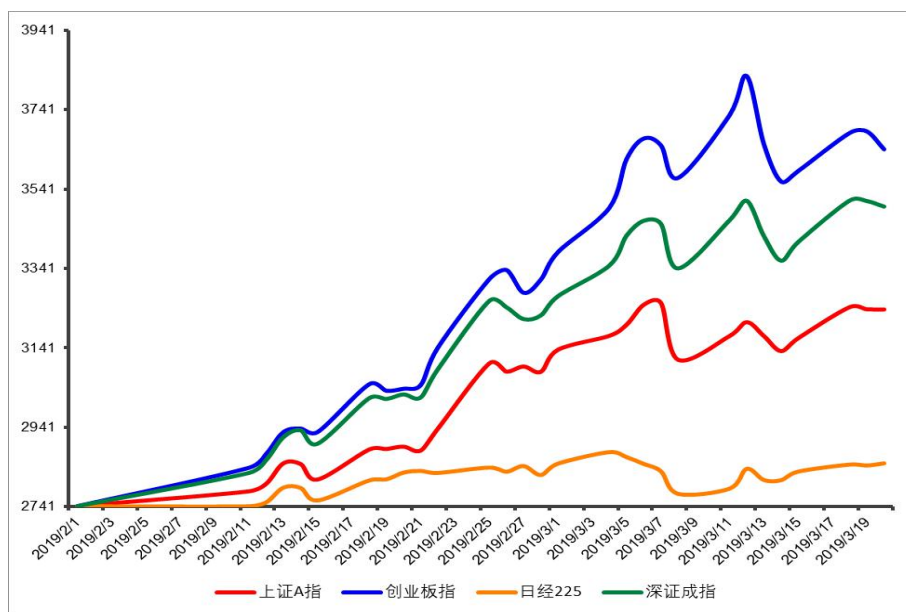
## **（二）全球股票市场评析**

**1. 欧美股市评述。**2019 年 2 月至 3 月中旬，欧美股市呈现反弹的趋势。截至 3 月 20 日，道琼斯工业指数报收于 25745.67 点，较 2 月 1 日上涨 2.72%；标普 500 指数报收于 2824.43 点，

上涨 4.35%；纳斯达克指数报收于 77728.97 点，上涨 6.40%。英国富时 100 指数报收于 7291.01，上涨 3.86%。



**2. 亚洲股市评述。**亚洲股市在 2 月初至 3 月中旬基本处于上涨的态势。截至 3 月 20 日，日经 225 指数报收于 21608.62 点，较 2 月 1 日上涨 3.95%；创业板指报收于 1687.90 点，环比上涨 12.92%；上证 A 指报收于 3237.13 点，上涨 32.77%；深证成指报收于 9800.60 点，上涨 27.55%。亚洲股市整体走向保持一致。



**3. 全球未来股市走势分析。**虽然 2 月至 3 月中旬，全球股市表现良好，但是整体而言全球股市反弹的持续性仍有待观察。欧美股市中，虽然道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数和富时 100 指数温和上涨，但是我们没有看到支撑持续上涨的基本面。至于 A 股方面，2 月初到 3 月中旬走出了一波小牛市，其上涨的主要动力源于投资者风险偏好的提升、宽松的货币政策以及积极财税政策的逐步落地。根据历史经验来看，在宽松货币政策和积极财税政策支撑下，A 股很难出现熊市，但是大牛市是否出现还依赖于未来能否出现新的积极因素。

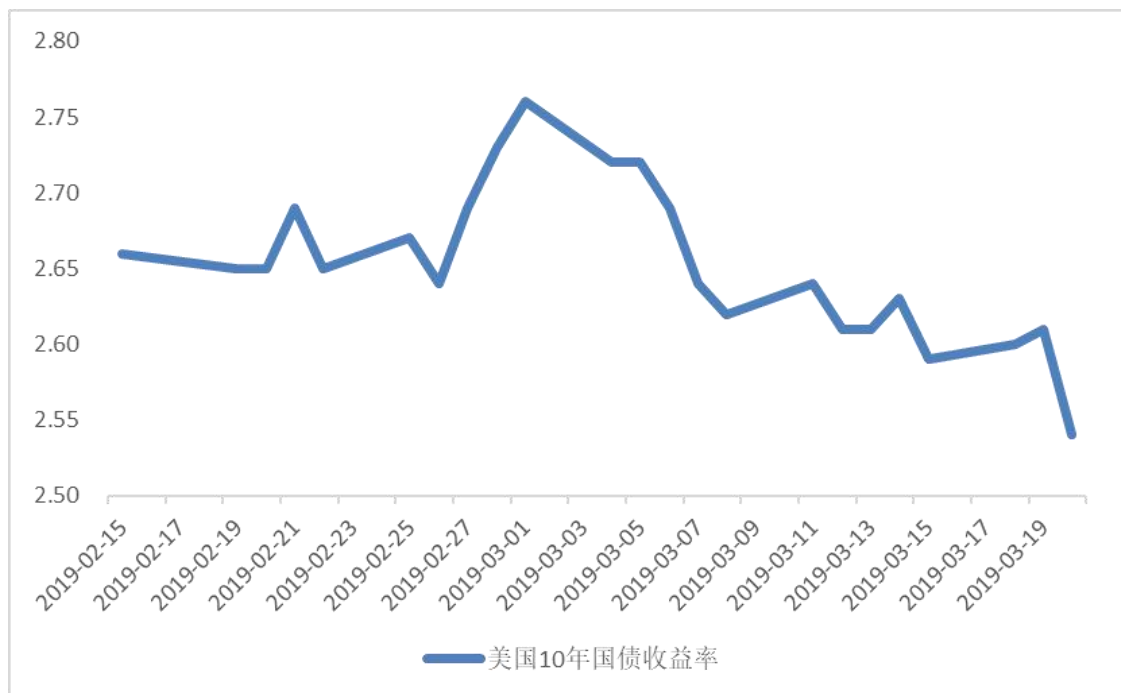
美国方面，美联储转鸽的货币政策为美股的上涨提供了动力。但是，美国 2 月多项经济数据表现不佳，美联储在 3 月 21 日的会议中承认经济有所放缓，继去年 12 月份之后，联储再度下调今明两年的 GDP 增速。虽然鲍威尔一直强调美国经济状况良好，但是如果美国经济真的依然强劲，那么本次联邦公开市场委员会（Federal Open Market Committee）货币政策转向明显是没有必要的。因此，我们认为美国股市短期内大概率会保持震荡市，中长期的走势可能并不乐观。

至于 A 股方面，自 2 月份以来 A 股的表现非常亮眼。但是，今年以来的经济数据依然比较疲软，工业增加值、工业利润均不及预期，社融数据质量不高，PMI 持续低于枯荣线，因此本次小牛市的动力并不在基本面，而在于积极的货币政策、财政政策以及风险偏好的提升。宽松的货币政策提升了银行的放款意愿和放

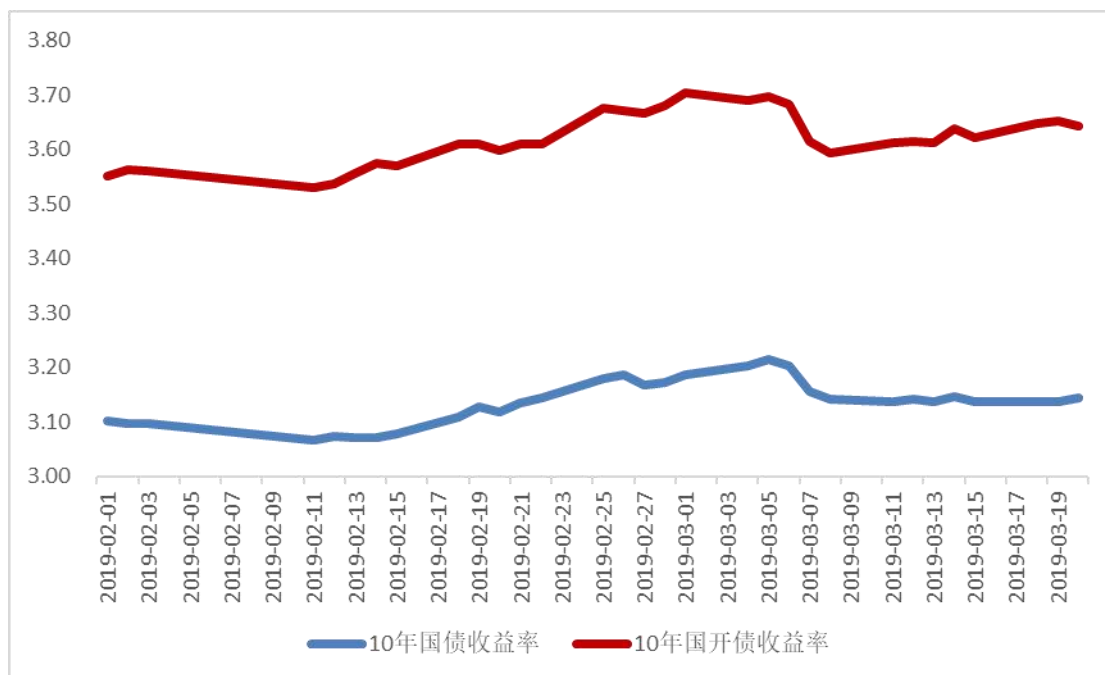
款能力，减税政策则提升了企业的盈利预期和社会消费预期。短期来看，近期市场成交量都维持在较高的水平，市场也在近期的震荡中表现出韧性。但是，必须指出，目前的刺激政策已经基本到位，新的刺激政策短期内不太可能推出，而近一个月以来，A股对出炉的经济数据也较为敏感，所以不难看出在达到较高点位以后，市场情绪也较为敏感。因此，短期来看，A股还有一波行情，甚至如果出现新的积极因素或者刺激政策逐渐起效，A股可能会有一波大行情，但是如果经济迟迟不回暖或者发生黑天鹅事件，A股的小牛市行情可能并不能持续。

### （三）全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。2月15日至3月20日，美国10年期国债收益率呈现倒V字走势。自2月下旬蹿升至2.75%之后，受经济走弱影响，国债收益率一路震荡下行。截止3月20日，利率已从阶段最高点2.76%跌至2.54%，跌幅达22个BP。



## 2. 中国债券市场分析。

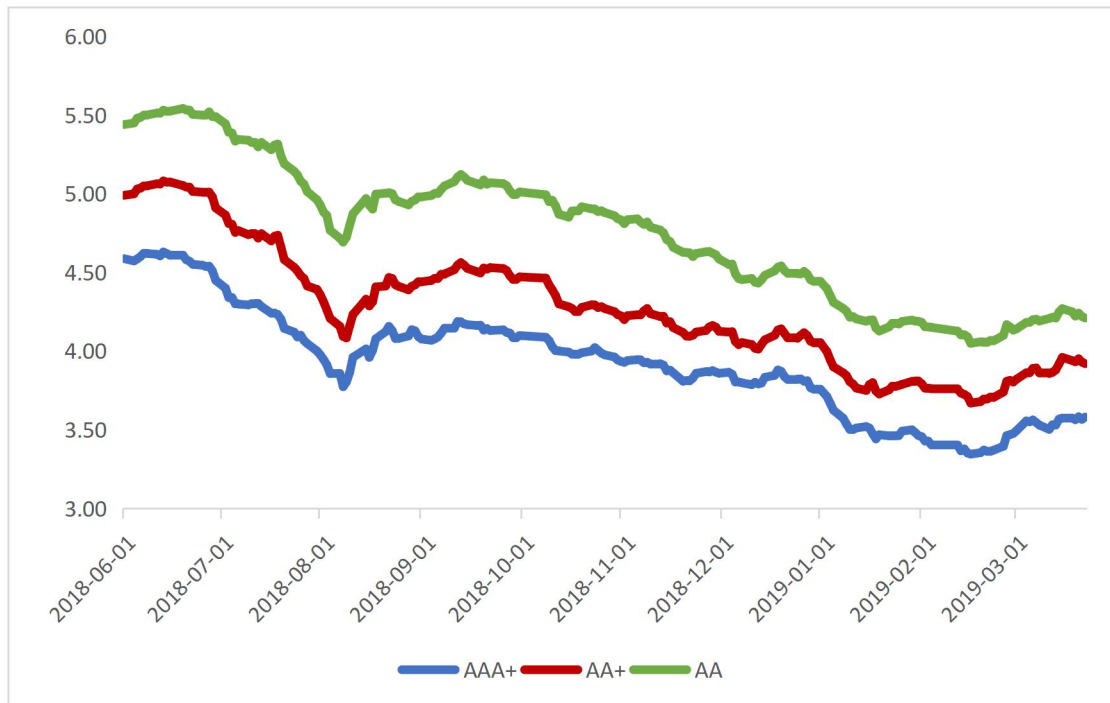


利率债方面，2月下旬至3月下旬，收益率走势仍以低位波动为主，10年期国债、国开债波动幅度均在15个BP左右。具体来看，2月15日至3月初，股债“跷跷板”现象较为明显，受股市持续上涨影响，利率债出现回调，中债国债收益率最高升至3.215%。但从3月4日起，利率债开始反弹，并在3月8日股市跳水前后加速。此后，10年期国债收益率稳定在3.14%附近，而10年期国开债收益率则小幅震荡上行。一个值得关注的现象是：本月长久期利率债需求一般，而短久期利率债更受投资者青睐。3月14日，一级市场，一年期国开债190210的发行边际倍数达到惊人的41.40倍，而月内10年期国开债的发行则不温不火。

信用债方面，本月信用利差变化不大。如果不拘泥于2月-3月，而是在更长的时间轴上待这一问题，在2018年10月末至2019年1月初，AA至AAA+3年期中票信用利差出现明显下降。



金融去杠杆进程在去年下半年已经显著放缓，加之解决民企融资困难的政策相继释放，在目前民企融资环境逐渐改善的大环境下，信用利差处于相对低位且波动较小。目前信用债利差问题已经退居为市场中的次要矛盾。在一级市场上，高质量信用债依然更受青睐，但是值得注意的是，相较于去年，低等级信用债的需求有所好转。在收益率下行空间有限和民企融资相对好转的双重作用下，投资者有转向信用下沉和票息策略的倾向。



本月，资金市场环境变化在一定程度上，上升为短期的主要矛盾。从表面上看，2月跨月、3月税期等时间节点上资金面趋紧较为明显。值得注意的是，在3月税期前后，市场流动性紧缺达到了2019年以来的峰值，但央行并没有续作到期的3270亿元规模的MLF，而是仅仅投放800亿逆回购以投放必要的流动性。自2月起，央行的公开市场操作明显处于资金净回笼状态，这其中固然有平衡1月降准冲击的影响，但同时也预示了未来市场资



金面可能不会像 2019 年新年前后一样极为宽松。由于目前经济仍未触底，2 月金融数据亦不及预期，央行大概率将维持宽松的货币政策。但是，受限于目前“宽货币”到“宽信用”的传导机制不畅，持续加码的数量宽松难以向结构宽松转变，导致大量资金仍然滞留于银行间市场。央行或将改变先前“传导不畅就更用力”的思路，采用更多的干预措施将现有的流动性释放至企业部门。以往持续“大水漫灌”的情况将得以校正。此外，3 月资金紧张的时点恰好位于股市达到阶段性高点之后一周。考虑到本轮牛市存在较强的游资炒作意味，以及证监会清理配资的行动，央行的暂时性货币收紧，亦可能也有出于抑制过度炒作方面的考虑。

2 月下旬以来，股债“跷跷板”现象较为明显。然而，在“跷跷板”表象的背后，实际上，股市和债市在本轮行情中并没有表现出明显的领导与被领导关系。本月的市场行情可以大致分为三个阶段。第一阶段，进入 2 月以后，股市的阶段性牛市行情基本得以确认。在春节假期过后，股市发力突破底部整理平台，吸引了绝对的市场关注，而债券市场的表现则较为疲软。在这一阶段，股债表现为明显的负相关，且股市对于资金和情绪的吸引，处于绝对的领先地位。股市的高歌猛进，确实对利率债价格产生了压制作用。但是，从基本面来看，2 月中旬公布的 1 月份金融数据远超预期，也对债券市场有明显的负面作用。第二阶段开始于 3 月 4 日。在 3 月 4 日之后的几个交易日，债券市场迎来了短期拐点，股指则继续上扬，两个市场开始了短暂的“股债齐涨”的“蜜

月期”。但是，在这一时间段内，股市债市的驱动因素出现了明显的分离。股票市场中，投资者情绪高涨，并且赚钱效应下资金不断流入，股票价格被继续推高。但是另一方面，基本面对于债券市场的影响完全压到了情绪。受到月初 PMI 数据疲软、经济前景预期不佳的基本面因素影响，利率债开始小幅反弹。此后，3月6日，本月走势进入第三阶段。受3月6日、3月7日连续两篇券商卖空研报影响，市场情绪发生波动，非银金融板块龙头股相继跌停，引发股指跳水。而得益于市场恐慌情绪释放，债券市场反弹加速。而在剧烈调整之后，股、债均呈现出震荡整理态势。

**3. 中国债券市场预判。**总体来看，2月到3月，市场所经历的是一个短期预期从一致走向分化的过程。这一预期分化在市场中主要表现为：第一，调整之后，大盘股放量上涨，而同期创业板回调明显。市场从普涨和热点炒作逐渐转向基本面行情。第二，在上证 3100 的点位上，多空分歧扩大。大盘在 3000 点一带尚未表现出明显方向性，但日间波动较为剧烈。第三，投资者长短期偏好发生改变。投资者在对未来利率预期不确定的情况下，倾向选择相对保守的短久期标的。无论是股市由热点炒作向基本面的转变，还是利率的宽松预期相对弱化，都反映了行政干预强化到极致后的市场回归。目前，市场处于一个需要观望的“窗口期”。第一，二月金融数据虽不及预期，但 1-2 月数据明显强于去年年末，“宽货币”政策有望逐渐向“宽信用”转变。第二，3月两

会刚刚结束，市场仍在观望方针具体落地情况。第三，美国经济数据转弱，美联储3月会议决定暂缓加息，且极有可能在短时间内终止缩表进程。目前来看，美国货币政策大概率将出现政策拐点。第四，虽然仍缺乏基本面支撑，但本轮牛市中资金和情绪因素表现出了较强的韧性（实际上，市场情绪的表达具有其两面性的特点，由卖空研报引发大盘5%的暴跌是其脆弱性的表现，但另一方面，踏空资金的进场对股价形成支撑，又显示出了投资者的乐观情绪），受情绪主导的牛市的短期持续性不易判断。因此，基于以上种种不确定性因素，股、债的走势在3月下旬均转为震荡。在出现方向性突破之前，建议投资者尝试寻找上下轨进行波段交易，尽量避免贸然做出以趋势预判为基础的左侧交易。

作者：太和智库研究员、新声代经济学者 张 超  
太和智库研究员 张家瑞  
太和智库研究员 欧阳睿

## 免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发给太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。