



太和智库
Taihe Institute

太和财经

卧薪尝胆

太和智库 2019年5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.....	11
3. 工业增加值分析与预测.....	13
4. 月度固定资产投资分析与预测.....	16
5. 社会消费总额分析与预测.....	20
6. 进出口数据分析与预测.....	22
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.....	27
三、全球金融市场走势预判.....	29

(一) 大宗商品市场评析	29
1. 黄金价格分析.....	29
2. 黄金价格预测.....	29
3. 原油价格分析.....	31
4. 原油价格预测.....	31
(二) 全球股票市场评析	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
(三) 全球债券市场评析	36
1. 美国国债市场评述.....	36
2. 中国债券市场分析.....	37
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 2.5%，再次刷新自去年 3 月份以来的最高值，其中食品价格，特别是猪肉价格的回升以及去年的低基数是主要原因。PPI 同比上涨 0.9%，较上月提升 0.5 个百分点，原油、天然气等大宗商品价格的走高仍是主要原因。制造业 PMI 上升势头调转，同比明显低于去年同期。规模以上工业增加值同比高位回落，且为近两年来的次低值，试图通过基建投资等方式刺激工业产出的方式已经无法适应当前经济发展对于创新驱动的要求。固定资产投资增速下滑，从结构上来看，依然是第三产业的投资起到了支撑性作用，而第二产业的增长依然不景气。房地产开发投资小幅提升，尽管房地产行业的复苏可以在短期内起到支撑经济的作用，但是也会产生侵占制造业金融、原材料资源的后遗症，从而无助于解决当前经济的核心问题。社会消费品零售总额增速高位回落，创下自 2003 年以来的最低值，其主要原因在于居民部门杠杆率的回落和需求持续疲软。出口放缓、进口回暖，贸易顺差进一步收窄，受欧美市场不振及中美贸易战的影响，未来进出口数据大概率走低。金融数据方面，社融数据不及预期，市场活力不足，经济难言企稳；M1-M2 剪刀差负向扩大，企业生产意愿趋弱，经济结构问题仍然严峻。

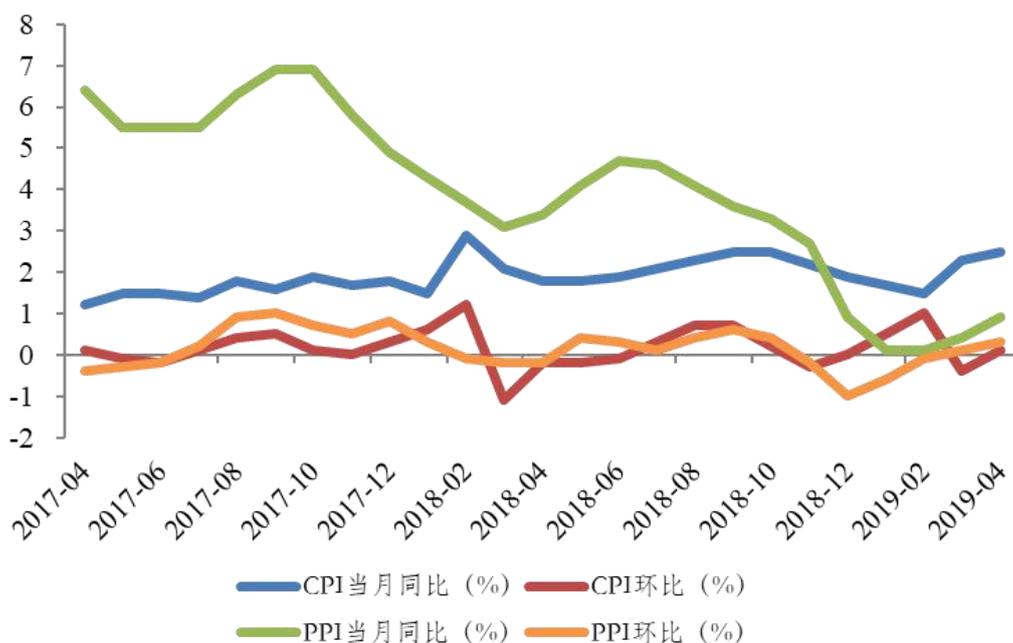
结合对全球经济基本面和货币政策的分析，对全球金融市场

走势判断如下：黄金市场方面，黄金价格短期内可能仍有下跌空间，但是中长期来看黄金依然具有较大投资价值。原油市场方面，短期内油价大幅上涨、再创新高的可能性不大，预计将保持震荡。从中长期来看，油价甚至有下跌的可能。全球股市方面，美国经济增长放缓已经是大概率事件，美国股市后期走势应持谨慎态度；中国经济基本面的再次恶化已经成为现实，贸易战的再次打响更是雪上加霜，A股在中短期内不被看好。中国债市方面，3月份至4月中旬的债券市场存在超跌现象，在经济距离企稳尚有距离、中美贸易战短期难以缓和的情况下，应看好后期债市的发展，目前波段操作中，超跌时做多，与超买时的反向操作相比，相对安全。

一、中国经济运行评析

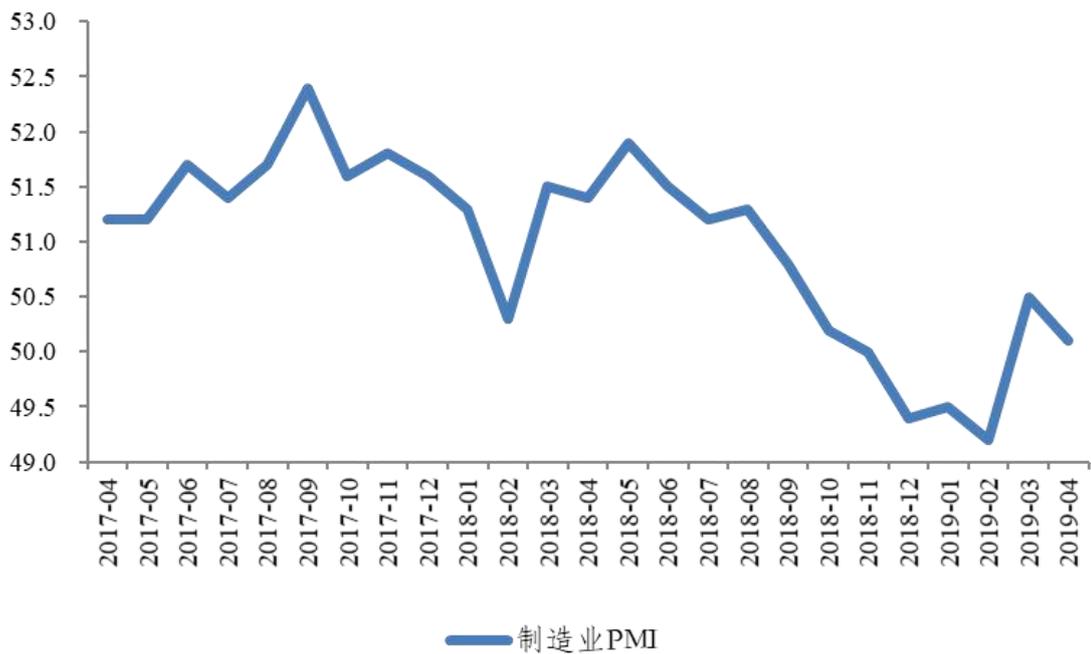
(一) 宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。4月，CPI同比上涨2.5%，较上月提升0.2个百分点，达到去年同期以来的最高点；环比由负转正，上涨0.1%，较上月提升0.5个百分点。PPI同比上涨0.9%，较上月提升0.5个百分点，且连续三个月走高；环比上涨0.3%，较上月提升0.2个百分点。

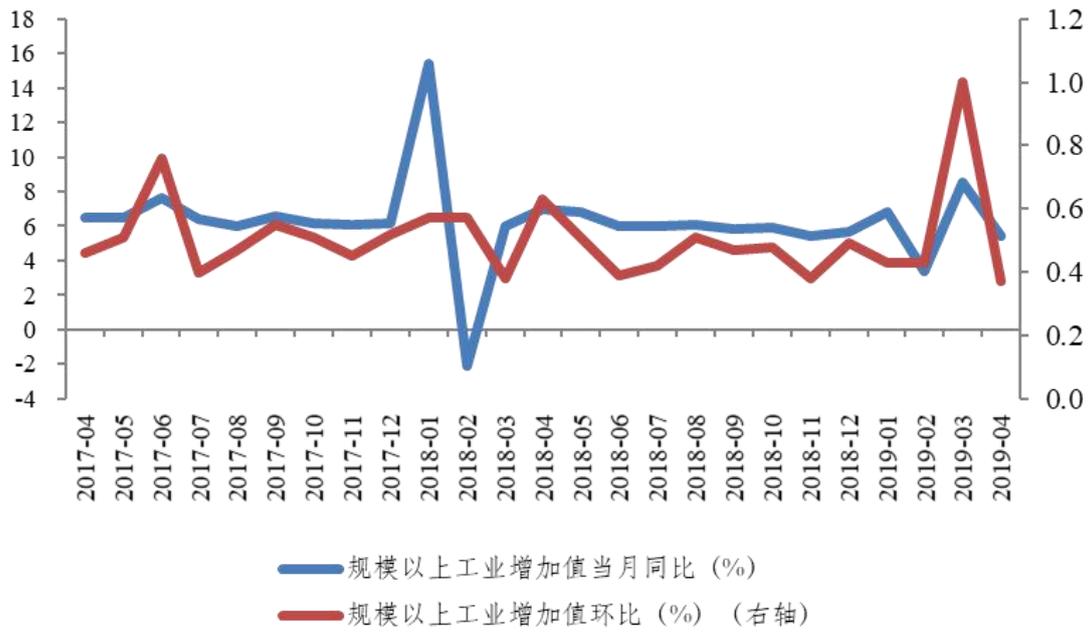


2. 月度制造业 PMI 评述。4月制造业 PMI 数据为 50.1%，较上月回落 0.4 个百分点。从分项数据看，生产指数为 52.1%，较上月回落 0.6 个百分点；新订单指数为 51.4%，较上月回落 0.2 个百分点；原材料库存指数为 47.2%，较上月下降 1.2 个百分点；从业人员指数为 47.2%，较上月下降 0.4 个百分点；原材料购进

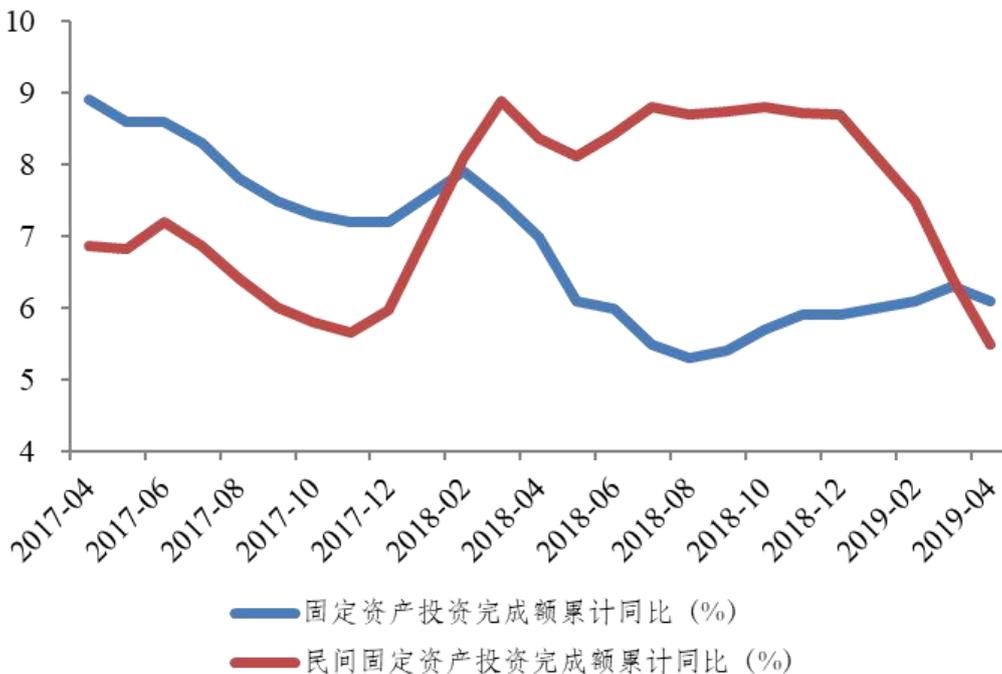
价格指数为 53.1%，较上月回落 0.4 个百分点。分企业规模看，大型企业 PMI 为 50.8%，较上月回落 0.3 个百分点；中型企业 PMI 为 49.1%，较上月降低 0.8 个百分点；小型企业 PMI 为 49.8%，较上月提升 0.5 个百分点。非制造业商务活动指数为 54.3%，较上月回落 0.5 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 53.4%，较上月回落 0.6 个百分点。

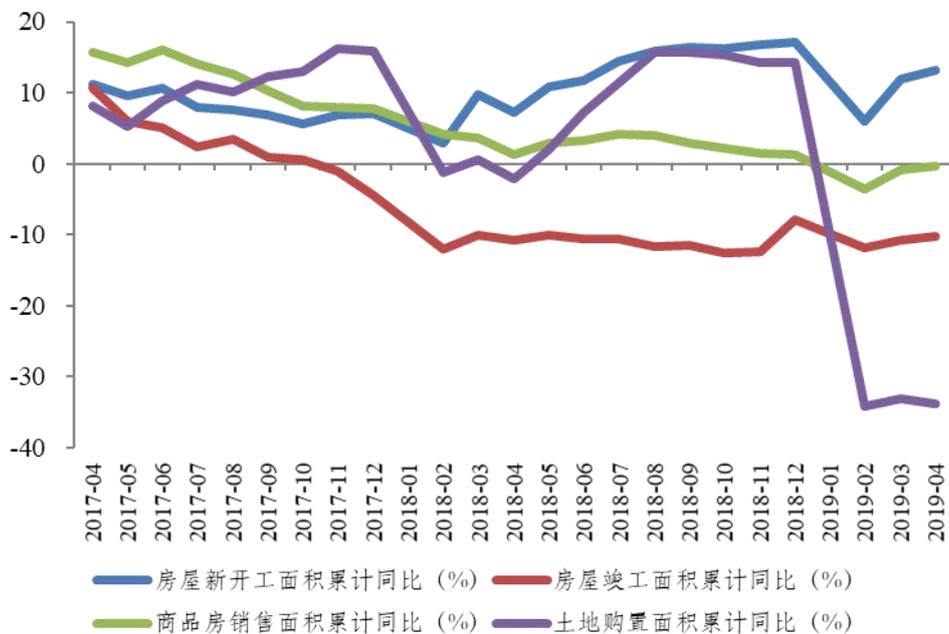


3. 月度工业增加值评述。4月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.4%，不及预期的 6.5%，且较上月大幅回落 3.1 个百分点，较去年同期降低 1.6 个百分点。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月增长仅微涨 0.37 个百分点，较上月回落 0.63 个百分点。

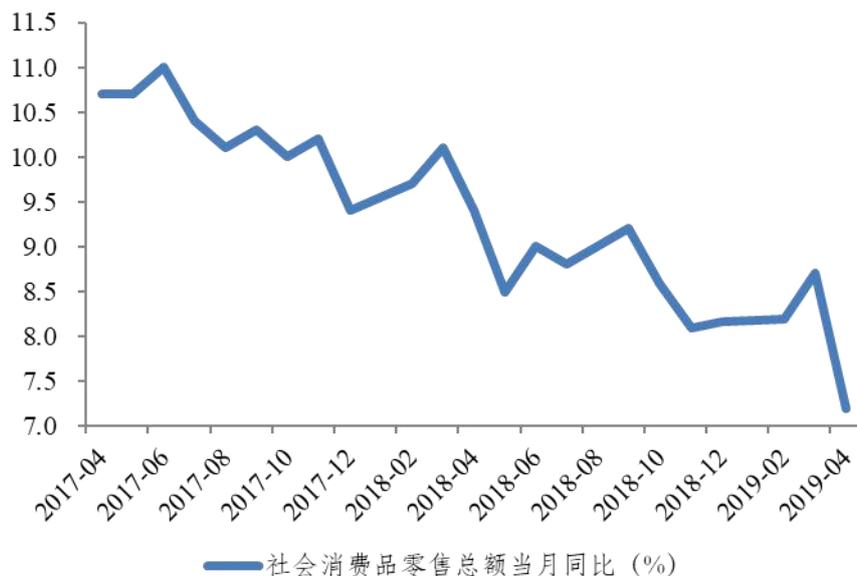


4. 月度固定资产投资评述。1-4月，全国固定资产投资15.57万亿元，同比增长6.1%，增速比1-3月回落0.2个百分点，比去年同期回落0.9个百分点；1-4月，民间固定资产投资9.31万亿元，同比增长5.5%，增速比1-3月回落0.9个百分点。

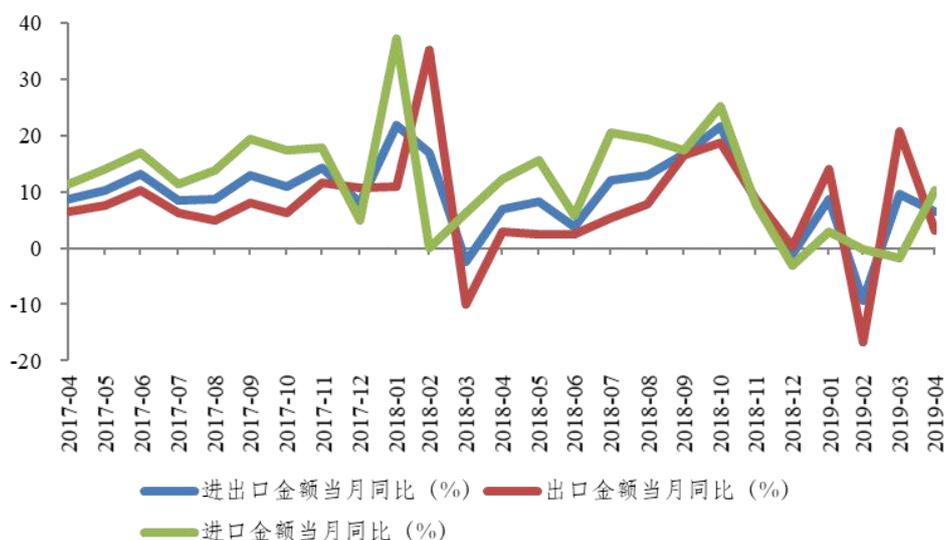


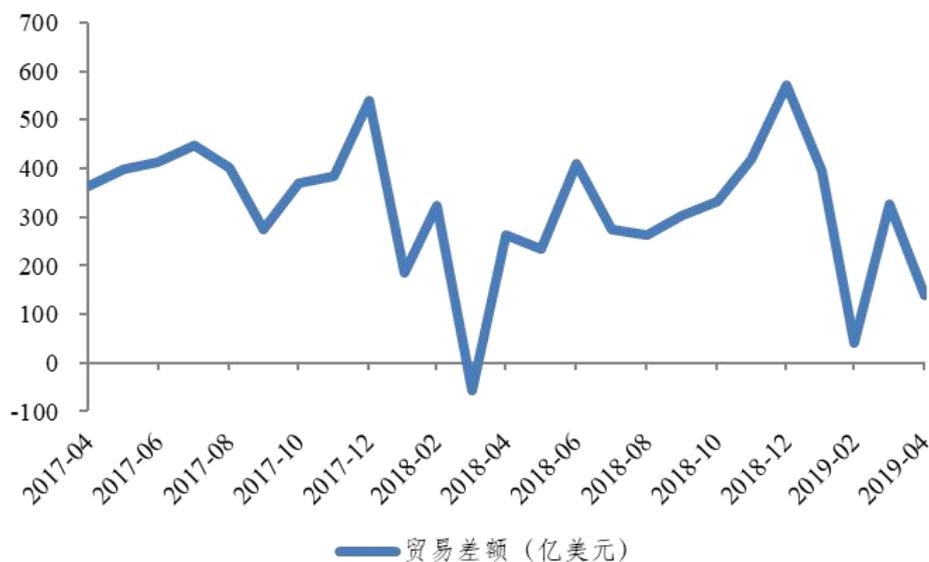


5. 月度社会消费总额评述。4月社会消费品零售总额3.06万亿元,同比名义增长7.2%,增速较3月高位回落1.5个百分点,同时低于去年同期2.2个百分点。其中,限额以上单位消费品零售额同比增长2.0%,增速较上月回落3.1个百分点。从环比看,季度调整后的4月社会消费品零售总额环比增长0.47%,比3月降低0.32个百分点。1-4月,社会消费品零售总额同比增长8.0%,较1-3月回落0.3个百分点。



6. 月度进出口评述。4月份进出口总额为2.51万亿元，比去年同期增长6.5%，贸易顺差935.7亿，收窄43.8%。其中出口1.3万亿元，同比增长3.1%，预期增长8.0%，前值增长21.3%；进口1.21万亿元，同比增长10.3%，预期增长3.0%，前值下降1.8%。以美元计，4月进出口总值3731.4亿美元，同比增长0.4%，贸易顺差138.4亿美元，收窄47.2%。出口总额为1934.9亿美元，同比下降2.7%，预期增长1.8%，前值增长14.2%；进口总额为1796.5亿美元，同比增长4.0%，预期下降4.5%，前值下降7.6%。





(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。猪肉价格大幅走高，叠加去年低基数，食品价格再次推高 CPI 同比增速。4 月 CPI 同比上涨 2.5%，再次刷新去年 3 月份以来的最高值，且高于去年同期 0.7 个百分点。具体而言，食品价格同比上涨 6.1%，继续较上月提升 1.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.19 个百分点，较 3 月的影响程度提升 0.37 个百分点。在食品价格中，猪肉价格进一步上涨，涨幅较上月扩大 9.3 个百分点，达到 14.4%，影响 CPI 提升 0.31 个百分点。猪肉价格连续两个月的高位上行表明持续近 25 个月的猪肉降价通道已基本走出，猪肉价格开始步入上涨通道。事实上，在前期的分析中反复提及，非洲猪瘟疫情对于本轮猪肉价格上涨的刺激作用主要体现在短期，而在中长期来看，猪肉价格上涨的推动力仍然来自于猪肉供给持续下行所造成的上一轮猪周期的触底和新一轮猪周期的开启。由于猪肉分项在 CPI 篮子中的权重较高，因此本轮猪肉价格的上涨很有可能直接推动未来 CPI 的基

点，从而提升第二季度的通胀压力。除了猪肉价格大幅提升外，受去年同期鲜菜、鲜果等食品价格低基数的影响，4月份鲜菜和鲜果价格增加显著，分别上涨17.4%和11.9%，影响CPI上涨约0.43个百分点和0.22个百分点。在非食品方面，七大类价格除交通和通信有所下降外，其余6大类全部上涨。其中，医疗保健、教育文化和娱乐、居住价格等耐用性商品价格上涨明显，分别上涨2.6%、2.5%和2.0%，其他用品和服务、衣着、生活用品及服务价格分别上涨1.9%、1.8%和1.1%。整体而言，非食品类价格变化平稳，对CPI上涨贡献较为稳定，CPI上行的主要推动力仍然来自于食品项。

环比方面，CPI环比由负转正，上涨0.1%，较上月提升0.5个百分点。其中，食品价格下降0.1%，涨幅比上月回升0.5个百分点，影响CPI下降0.01个百分点。鸡蛋价格在连续两个月下跌后反弹，上涨3.3%；鲜果价格上涨2.6%；猪肉价格受疫情影响继续回升，上涨1.6%，三者共同影响CPI上涨0.11个百分点。

PPI同比涨幅扩大，环比进一步走高，原油、天然气等大宗商品价格的走高仍是主要原因。PPI同比上涨0.9%，涨幅较上月回升0.5个百分点。生活资料价格同比上涨0.9%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，影响PPI总水平上涨约0.23个百分点；生产资料价格上行明显，同比上涨0.9%，较上月增速提升0.6个百分点，影响PPI总水平上涨0.66个百分点。而其中，采掘工业价格同比上涨5.3%，是生产资料出厂价格上行最高的因素。事实上，

分行业看，涨幅扩大的行业仍然集中于石油和天然气开采业以及石油、煤炭及其他燃料加工业，前者上涨 10.1%，较上月提升 0.4 个百分点，后者增速较上月扩大 0.7 个百分点，达到 4.2%。在环比方面，PPI 上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。分行业看，40 大工业行业中价格上涨的有 28 个，主要分布于黑色金属冶炼和压延加工业、石油和天然气开采业以及石油、煤炭及其他燃料加工业等。可见，4 月份 PPI 无论是同比涨幅的扩大还是环比增速的提升，其主要原因仍然在于大宗商品价格的走高，而由价格走高被动推升的 PPI 指数无法如实反映企业需求层面的变化。另外，从计算机、通信和其他电子设备制造业等中高端制造业价格来看，其环比价格持续下降、同比价格低迷徘徊，从侧面印证了需求依旧疲软的状态。

总体来看，4 月 CPI 同比涨幅的走高主要是受到食品价格，特别是猪肉价格回升以及去年低基数的影响，PPI 的再次回升仍然是原油、天然气等大宗商品价格持续升温造成的。

在 CPI 方面，4 月份 CPI 的走势验证了此前关于“CPI 有突破 2.5% 甚至接近 3% 可能”的判断。事实上，猪价的持续走高表明，在猪疫情的推动下，猪肉价格提前进入了上涨周期，预计未来价格将会突破 2016 年的历史高点。尽管猪肉价格单方面的上行并不能完全导致通胀的上行，但是有可能抬升 CPI 的整体中枢。叠加近期国内货币政策有逐渐转向宽松的可能，未来通胀压力会继续增加，不排除个别月份 CPI 超过 3% 的可能。

在 PPI 方面，本月 PPI 的走高验证了前期的判断。未来一段时间内，PPI 仍有可能继续回升，原因有二，一是原油、天然气等大宗商品价格的上行在短期内仍会支撑 PPI，二是基建补短板的发力及其带动的地产回暖，会进一步推动钢铁、水泥等工业品价格的走高，从而支撑 PPI。但是，正如反复强调的那样，在经济仍处于动能转换期时，低迷的国内需求将持续一段时间。中国经济的“韧性”也不能完全靠低效的政策刺激来维持，随着需求端萎靡的不断显现，PPI 没有持续上涨的动力。因此，尽管短期内 PPI 仍存在继续走高的可能，但在疲软的需求端已经传递到生产端的情况下，PPI 在三季度以后仍将大概率回落。

2. 制造业 PMI 分析与预测。春节影响消退，4 月制造业 PMI 上升势头调转，虽然略高于荣枯线，但同比显著低于去年同期。正如上月判断，经济回暖还未到时候。在生产端方面，生产指数回落 0.6 个百分点至 52.1%，生产扩张步伐放缓。我们认为 4 月生产指数的回落剔除了春节节后效应的影响，能比较客观地反映市场的冷热。同比来看，生产指数较去年同期的 53.1% 下滑 1.0 个百分点，为十年来同期最低水平，制造业生产仍未走出阴霾。原材料库存指数较上月下降 1.2 个百分点至 47.2%，企业补库存意愿不强，对未来生产预期并不乐观。值得注意的是，从业人员指数为 47.2%，是 2012 年 1 月份以来的最低值。受迫于有限的下游需求，厂商为控制成本减少用工，这侧面反映了生产的料峭春寒。

在需求端方面，新订单指数较上月回落 0.2 个百分点至 51.4%，我们认为春节节后效应减退是新订单增速放缓的主因，但外需好转部分对冲了季节影响。国家统计局 4 月新出口订单指数为 49.2%，环比回升 1 个百分点。

从价格角度看，受国际原油价格和部分生产资料价格波动的影响，4 月主要原材料购进价格指数下降 0.4 个百分点至 53.1%，出厂价格指数提高 0.6 个百分点至 52.0%。两者差值连续两个月缩小，相关企业利润空间有所改善。

分企业规模看，大型企业 PMI 小幅下滑，但高于制造业整体水平；中型企业 PMI 下挫，小企业 PMI 回升，但仍在荣枯线以下。4 月大型企业 PMI 为 50.8%，较上月回落 0.3 个百分点；中型企业 PMI 为 49.1%，环比下降 0.8 个百分点；小型企业 PMI 为 49.8%，环比上升 0.5 个百分点，接近临界点。大型企业扩张增速放缓；而随着各类小微企业支持政策的推进，小型企业 PMI 持续回升，大中小型企业的 PMI 增速差距收窄。

4 月份，非制造业商务活动指数为 54.3%，较上月回落 0.5 个百分点。除投入品价格小幅提振，从业人员保持不变外，主要分项指数均有下滑。商务活动指数和新订单指数分别下滑 0.5 和 1.7 个百分点，而在其他分类指数中，新出口订单指数较上月下滑 0.7 个百分点至 49.2%，连续两个月下探。

4 月份 PMI 环比回调 0.3 个百分点，是在经济尚未回暖、春节错位等季节性因素消失后的必然结果。生产端的数据不甚理想，

原材料库存指数、从业人员指数和在手订单指数纷纷回落，企业的生产预期和生产意愿不高。然而，值得欣慰的是，出厂价格指数连续 4 月回升，原材料购进价格指数调头下行，这使得出厂价和原材料价格差值扩大，短期内工业企业利润有望改善。在需求端方面，虽然 4 月份官方新出口订单指数进一步回升，但财新公布的 PMI 指数中，新出口订单的数据却呈现下行。叠加近期国外主要市场 PMI 的走弱，可知未来外需仍存下滑的可能。与此同时，前期内需的改善是受春节节后波动的影响，内需是否真实企稳回升仍有待进一步观察。

实际上，春节后 PMI 的下行存在一定的季节性，但是剔除季节性影响，内外需的持续低迷使得未来 PMI 的走向很难实现实质性逆转。诚然，考虑到基建补短板的全面展开，以及专项债券发行和财政支出的进一步发力，基建投资仍将不断改善，并带动国内需求，从而支持 PMI 的走高。但是，正如反复强调的，经济的企稳并不能靠大规模投资刺激来实现，一味的政策刺激只会对未来的经济发展产生隐患。因此，就短期而言，基建发力叠加货币宽松的总基调会在一定程度上支持 PMI 回升，但随着政策刺激效率的不断走低，长期 PMI 将大概率在荣枯线附近震荡徘徊。

3. 工业增加值分析与预测。工业增加值高位回落，再次验证了关于“工业部门尚未迎来春天”的判断。分三大门类看，除电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速有所回升外，其余

两大门类的工业增加值均高位下滑。具体而言，制造业工业增加值同比增长 5.3%，较上月高位回落 3.7 个百分点，采矿业工业增加值同比增长 2.9%，较上月回落 2.3 个百分点。这表明，随着前期政策性刺激对于制造业投资效率的边际下行，制造业增加值的不断走低已经成为压低工业增加值的主要因素。

分经济类型看，国有企业增加值小幅回升，股份制企业、外商及港澳台企业以及私营企业增加值下滑明显。其中，国有控股企业增加值同比增长 6%，较上月回升 1.3 个百分点；股份制企业增长 6.3%，较上月减少 3.7 个百分点；外商及港澳台商投资企业增长 2.5%，较上月减少 1.7 个百分点；私营企业增长 5.1%，较上月大幅下滑 9.1 个百分点。通过对比发现，4 月份私营企业和股份制企业的增加值均刷新了自去年 8 月份以来的最低值，而同时国有企业的增加值则创下去年 8 月份以来的最高值。可见，尽管政府试图通过实施刺激性政策以支持民营企业和小微企业的发展，但事实证明，在企业利润无法得到持续性改善的情况下，中小企业增加值不可能真正得以提升，工业增加值的结构问题仍然十分严峻。

分行业看，4 月份 41 个大类行业中有 33 个行业增加值保持同比增长，但除了电力、热力生产和供应业等少数行业增加值同比增速有所扩大外，其余多数行业增加值增速下滑严重。具体而言，有色金属冶炼和压延加工业、通用设备制造业、汽车制造业以及电气机械及器材制造业等重要行业增加值的同比增速分别

为 8.9%、2%、-1.1%和 7.1%，较 3 月份下滑 2.2、12.1、3.7 以及 8.1 个百分点。其中，通用设备制造业和电气机械及器材制造业增速下滑明显，与三大门类中制造业增加值高位下行的情况相一致。令人欣慰的是，在整体制造业增加值高位回落的同时，计算机、通信和其他电子设备制造业能够突出重围，实现了同比增长 12.4% 的增速，较上月大幅提升 2.2 个百分点，成为高新技术产业生产的“一枝独秀”，但其未来是否能够持续回暖还需进一步观察。

分地区看，东北地区同比增速下滑，东部地区、中部地区以及西部地区地同比增速上升，但增幅回落明显。4 月份，东部地区增加值同比增长 2.5%，中部地区增长 7.7%，西部地区增长 4.0%，东北地区下降 0.1%，增速分别较上月回落 7.8、1.9、3.5 以及 8.1 个百分点。

4 月规模以上工业增加值同比大幅回落，低于去年同期水平，且为近两年来的次低值。三大门类、主要企业类型、主要地区工业增加值的同比增速几乎全面下滑。其中，制造业投资效率逐渐走低，难以支撑工业增加值增速；国有企业增加值在政策刺激的作用下再次回升，但民营企业的增加值却跌至近九个月来的最低值；尽管高新技术产业增加值增速存在转暖的趋势，但是在企业利润没有得到实际改善的前提下，企业增加值的回升也就自然不具有可持续性。

事实上，之前反复强调，通过比较近 3 年来规模以上工业增

加值同比增速和规模以上工业增加值的利润总额同比增速就能发现，工业增加值增速的相对稳定与利润增速的不断下滑形成鲜明对比。这一方面是因为供给侧结构性改革所造成的上游行业原材料价格与中下游行业出厂价格的错位，在成本持续走高的情况下，下游企业利润不断缩小。另一方面也在于前期大规模政策性刺激造成了投资效率的持续走低，试图通过基建投资等方式刺激工业产出的方式已经无法适应当前经济发展对于创新驱动的要求。

值得注意的是，4月份制造业PMI数据再次回落同样表明，尽管政府已经通过基建刺激和宽松货币的方式来提振内需，但效果并不明显，PMI仍然在荣枯线上下徘徊。结合大宗商品价格持续上涨态势可知，在未来一段时间内，无论是需求端还是供给端都无法给予企业盈利实质性的支撑。叠加中美贸易战再次打响、外部需求顺势下滑的国际背景，如果继续套用凯恩斯主义通过投资刺激来实现经济增长的老路，那么未来工业增加值仍存在进一步回落的可能。

4. 月度固定资产投资分析与预测。第一、二产业增速继续下滑，基建起支撑作用。正如上期我们所判断的，固定资产投资存在结构性问题，第一产业、第二产业难言景气，以基建为代表的第三产业增速继续加快。具体来看，第一产业投资3813亿元，同比下降0.1%，而1-3月份增长3%；第二产业投资51156亿元，增长2.8%，增速比1-3月份回落1.4个百分点；第三产业投资

100778 亿元，增长 7.9%，增速提高 0.4 个百分点。

第一产业延续了今年年初以来的颓势，4 月第一产业固定资产投资出现近五年首次负增长。我们认为其原因主要在于 2018 年一季度的高速增长。2015 年以来，我国第一产业固定资产投资增速已经呈现下滑趋势。而 2018 年一季度，在 2017-2018 年的农业结构性供给侧改革政策的影响下，第一产业呈现出高于往年的高速增长态势，从而形成了较高基数，进而形成了今年以来第一产业增速明显下滑的情况。因此，我们认为今年以来第一产业较差的表现是产业周期叠加政策干扰形成的，预计明年第一产业固定投资数据会逐渐改善。

相比第一产业固定资产投资的负增长，我们认为第二产业的数据更加值得忧虑。本期的第二产业投资延续了今年以来的颓势。去年同期第二产业投资为近三年的低点，基数较低，即使如此，本期第二产业投资增速较 1-3 月依然大幅下滑 1.3 个百分点，仅比去年同期增速高 0.3 个百分点。具体来看，除了医药制造、TMT 为代表的高新技术产业继续保持较高增速，大多数行业固定资产投资增速基本有不同程度的回落，正是我国制造业结构性转型升级下的必然结果。对于本期第二产业数据不佳，原因主要有两点：一方面，年初在货币政策持续宽松的大背景下，社融持续放量，不少行业的固定资产投资需求前置，从而导致本期固定资产投资增速下滑。另一方面，在货币政策边际收紧的情况下，效率较低、利润不高行业的投资积极性受到了明显打压。另外，值得指出的

是，采矿业、化学原料和化学制品制造业等偏上游的制造业在固定资产投资方面的表现依然坚挺，但是有色金属冶炼及压延加工业和农副食品加工业为代表的中下游制造业表现依然较差。这一正一负体现了我国目前制造业的一大问题，即上游原材料涨价虽带来上游行业的复苏，但也随之带来中下游行业利润空间的进一步压缩。

至于第三产业方面，第三产业投资数据表现依然良好，基础设施投资同比增长 4.4%，增速与 1-3 月份持平，积极的财政政策起到了“基建补短板”的作用。但是，正如上期我们所指出的，基础设施建设在托底经济的同时，也带来了对私人部门和其他行业的挤出效应、挤压中下游利润空间等诸多问题，再结合本期第二产业投资数据下滑以及民间固定资产投资的持续回落，不难看出我们的担忧在逐步成为现实。

从地区来看，各地区投资增速均有所回落，东部地区同比增加 4.2%，较 1-3 月下降 0.1 个百分点。中部地区投资同比增长 9.4%，回落 0.2 个百分点。西部地区投资增长 6.4%，增速回落 1.4 个百分点。而东北地区投资则下降 6.6%，增速大幅下滑 9.5 个百分点。

分经济类型来看，内资企业投资同比增长 6.2%，增速比 1-3 月份回落 0.2 个百分点；港澳台商投资增长 0.7%，增速回落 2.1 个百分点；受贸易争端加剧影响，外商投资增长 4.6%，增速回落 4.1 个百分点。

房地产开发投资小幅上升，土地购置面积降幅扩大，销售面

积降幅收窄。1-4月，全国房地产开发投资同比增长11.9%，较1-3月提高0.1个百分点，高于去年同期1.6个百分点。其中，房屋新开工面积增长13.1%，增速提高1.2个百分点；房屋竣工面积下降10.3%，降幅收窄0.5个百分点，其中住宅竣工面积下降8.1%。企业土地购置面积同比下降33.8%，较上期降幅扩大0.7个百分点。土地成交价款下降33.5%，降幅扩大6.5个百分点。商品房销售面积同比下降0.3%，降幅比1-3月份收窄0.6个百分点。4月末，商品房待售面积51380万平方米，比3月末减少266万平方米。国房景气指数为100.92，比3月份提高0.14点。自2019年1月降至最低点100.56后，连续3个月反弹。

由上述数据可知，房地产行业多项数据在今年以来都有所改善，房地产市场迎来了复苏。但是，值得关注的是，房地产行业会与其他行业，尤其是制造业，抢夺社会融资、上游原材料等资源。在制造业不景气的情况下，房地产行业的复苏并不健康，甚至会进一步影响制造业的复苏。另外，结合社融细分数据中居民中长期贷款高速增长的情况，不难看出房地产行业推高了我国居民部门的杠杆率，进一步限制了居民的消费能力。

1-4月固定资产投资累计增速继续下滑。从结构上来看，依然是第三产业的投资起到了支撑性作用，而第二产业的增长依然不景气。制造业的不景气有制造业结构性产业升级的因素，但是更多的是效率和盈利方面的问题，如何恢复中下游企业盈利能力是当前经济发展的核心问题。而第三产业的稳定增长动力主要源

于积极的财政政策，但是随之而来的资源分配的扭曲也不容忽视。从长期来看，其对企业部门造成的资源侵占，无疑进一步挤占中小民企的利润空间。另外，房地产市场的持续复苏也为我们带来了新的忧虑，房地产行业的复苏固然可以起到支撑经济的作用，但是也会产生侵占制造业金融、原材料资源的后遗症，从而无助于解决当前经济的核心问题。再考虑到近期突然急剧恶化的贸易问题，以及随之而来对中国中下游企业的打击，我们对后期的固定资产投资数据并不乐观。

5. 社会消费总额分析与预测。4月消费同比增速高位回落，创下近15年来的最低值。4月社会消费品零售总额同比增长7.2%，增速比3月高位回落1.5个百分点，创下自2003年5月份以来的历史最低值。其中，城镇消费品零售额同比增长7.1%，较8月回落1.4个百分点；乡村消费品零售额同比增长7.8%，较上月回落1.6个百分点。对于4月份消费增速的高位回落，有部分因素来自于4月份节假日的相对减少，统计局认为，如果剔除掉节假日，减少2天的影响，4月份的消费增速会维持在8.7%左右。但是，仅仅2天的节假日因素并不能解释4月消费数据的高位下行。如果比较近5年来春节前后社会零售品价格总额的增速就可以发现，自2017年以来，该数据存在逐年递减的情况。可见，季节性因素难以成为消费增速下滑的主要原因。实际上，4月消费同比增速的回落主要原因在于需求疲软的情况下居民部门杠杆率的回落。金融机构新增人民币贷款数据显示，4月份居民贷

款回落明显，其中，短期消费贷款更是比上月大幅下滑近 3200 亿元。正如在之前的报告中强调的，一季度消费贷款的回升仅是银行在参与互联网公司合作背景下金融杠杆向消费市场的渗透，并不具有可持续性。本月消费增速的下滑验证了这一点。

从消费类型看，商品零售和餐饮收入的消费增速均存在不同程度的回落。除部分商品，如日用品类、中西药品类以及饮料类商品的增速高于整体增速外，其余各类下滑明显。具体而言，粮油、食品类、服装鞋帽纺织品类、通讯器材类以及家具类分别增长 9.3%、-1.1%、2.1%以及 4.2%，分别较上月回落 2.5、7.7、11.7 以及 8.6 个百分点。

1-4 月，全国网上零售额 3.04 万亿元，同比增长 17.8%，增速较 1-3 月提升 2.5 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 22.2%，较 1-3 月回升 1.2 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 18.6%。在消费增速趋势性下滑的同时，实物商品网上零售额占比仍旧保持趋势性上升，表明在需求疲软的背景下，网上消费越来越多地成为居民消费的选择。

4 月份，社会消费品零售总额同比增速高位回落，创下 2003 年以来的最低值。本次消费增速的回落并不完全是由于节假日减少等因素造成的，结合居民信贷数据可知，前期金融部门的杠杆转移到居民部门确实拉升了消费信贷的规模，但是这一现象既不会长久持续也不会得到政府的允许，因此，随着政府对短期借贷的严厉打压，消费再次失去了增长的动力。实际上，在当前

经济增速低迷、内外需持续走弱的背景下，制约居民消费增长的关键仍然在于实际收入增长和有效需求回升的问题。与实体部门杠杆使用效率的逐渐走低一致，居民杠杆刺激下的消费增长也不会得到长期的支撑。因此，即使当前存在货币政策逐渐转向宽松的迹象，其对于消费的拉动作用依然有限。在经济出现实质性转向之前，未来消费增速仍将在当前低位震荡徘徊。

6. 进出口数据分析与预测。4月出口放缓、进口回暖，贸易顺差进一步收窄。4月出口以人民币计价低于预期、以美元计价下滑明显。与此前分析一致，4月春节错位影响消失，低基数影响不再，3月份强劲的出口数据无法延续至4月。

分国别结构来看，4月份大致延续一季度情况，对“一带一路”沿线国家等新兴市场贸易比重上升，对欧盟、东盟、日本等主要贸易伙伴进出口增长，对美进出口下行明显。我国前4个月对“一带一路”沿线国家合计进出口2.73万亿元，同比增长9.1%，高出外贸整体增速4.8个百分点，占我国外贸总值的28.7%，比重提升1.3个百分点。其增速与所占外贸比重持续上涨。“一带一路”的贸易潜力正在逐渐释放，我国对外贸易战略也在逐渐调整。前4个月对欧盟进出口总值同比增长11.8%，占外贸总值的15.7%。其中出口增长14.2%，进口增长8.3%。对东盟贸易总额增长9.0%，占外贸总值13.4%，对日本贸易总额增长2.1%，占外贸总值7.1%。4月对欧洲与日本进出口数据较一季度数据回落，进出口数据有一定下滑。在中美贸易摩擦的影响下，我国1-4月

对美进出口下降 11.2%，其中，对美国出口同比下降 4.8%，自美国进口同比下降 26.8%，降幅进一步扩大。过去已经谈到，在美国国内经济下行压力不减、政治不确定性犹存的情况下，中美贸易摩擦很难在短期内得以解决。5 月 6 日，美国宣布对中国 2000 亿美元商品增加关税，贸易摩擦再次升温，进一步证实了判断。实际上，我国 4 月份出口下行不仅在于春节效应消失后出口的季节性下滑，更多的是在外需逐渐走弱，内需仍未企稳情况下的真实反映。考虑到 4 月份欧元区、美国以及日本的 PMI 仍然在低位徘徊，外需下滑将会快过内需的不稳，预计未来衰退型顺差仍将持续。

在进口方面，4 月份进口增速回暖，超过普遍预期，主要可能源于大宗商品价格上涨的提振和国内经济前期企稳的滞后反应。去除春节干扰后，今年 4 月贸易顺差收窄 43.8%，但进口亮眼增速能否持续存疑，衰退型顺差的危险仍然存在。

就进口产品结构来看，4 月份大致延续上月趋势。前 4 个月原油、天然气和成品油等商品进口量增加，大豆进口量减少，大宗商品进口均价涨跌互现。前 4 个月原油进口 1.65 亿吨，进口量增加 8.9%；天然气量价齐涨，进口量增加 16.4%，进口均价上涨 26.5%；成品油进口 1222 万吨，增加 8.8%，进口均价上涨 2.5%。此外，进口铁矿砂 3.4 亿吨，减少 3.7%，进口均价上涨 18.8%；煤 9993 万吨，增加 1.7%；大豆进口 2439 万吨，减少 7.9%，进口均价上涨 5.6%。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，可见，4月进口的高位回升仍然与大宗商品价格的持续上涨具有直接的关系。尽管一季度开始实施的减税政策具有一定的滞后效应，从而间接地拉升4月进口金额，但随着减税效应的落地，未来进口是否持续回升仍有待观察。

4月份进出口数据回落受春节效应消退影响，此后受欧美市场不振影响及贸易战磋商进程的恶化，进出口数据大概率将进一步走低。5月6日以来，中美谈判再生变局，我国对美贸易形势进一步恶化。考虑到全球经济增速未见起色，传统海外主要市场的经济动能不足，贸易争端又遇险阻，我国国内经济转型仍在路上，企业、政府等在去杠杆的压力下需求疲软，对未来经济的信心不足，预计进出口数据短期很难出现实质性好转，仍会在低位徘徊。特别是在外需大概率下行、内需回升仍不明朗的情形下，衰退型顺差仍将持续。尽管考虑到基建补短板、货币宽松化以及国内税费改革的逐渐推进，内需仍存在缓慢回升的可能，但是由于这些政策仍然是刺激性的，在政策效率边际递减的规律下，进出口的良性转型仍然任重道远。

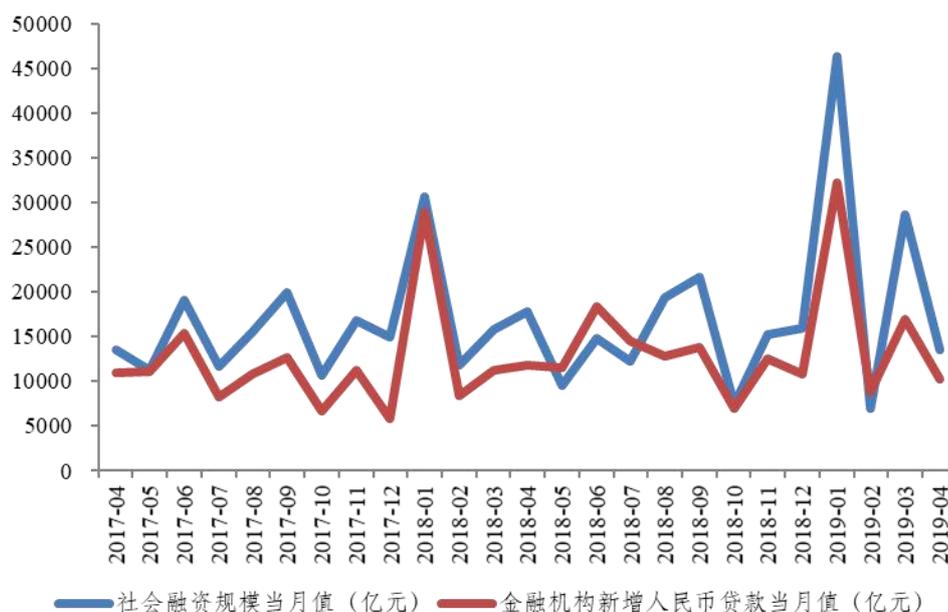
二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

2019年4月新增社会融资规模1.36万亿元，预期1.65万亿元，前值2.86万亿元；而人民币贷款增加1.02万亿元，预期1.20万亿元，前值1.69万亿元。4月M2货币供应同比增长8.5%，预期8.5%，前值8.6%；M1货币供应量同比增长2.9%，预期4.3%，

前值 4.6%。

货币政策有所收紧，社融数据不及预期。从历史经验来看，在年初社融放量之后，社融数据回落是常事，但是本期社融数据不但远低于前值 2.86 万亿元，而且低于预期的 1.65 万亿元。从总量上来看，社融增量数据在 4 月份出现了明显的回落，环比少增超过一半。这里面原因有三，一是环比的高基数因素，3 月份的数据叠加了春节错位的因素，所以社融数据本身基数高。二是四月份央行宽松的进度放缓，这也一定程度上限制了社融的进一步扩张。第三点也是最重要的一点，社会的经济活力本身就不够。社融数据在年初超预期放量之后，立马进入了超预期回落。再结合 4 月份回落的 PMI、惨淡的进出口数据以及继续走高的 CPI，这印证了我们在 4 月中的判断：当前经济难言企稳，经济内部存在的问题并未得到根本性改善。

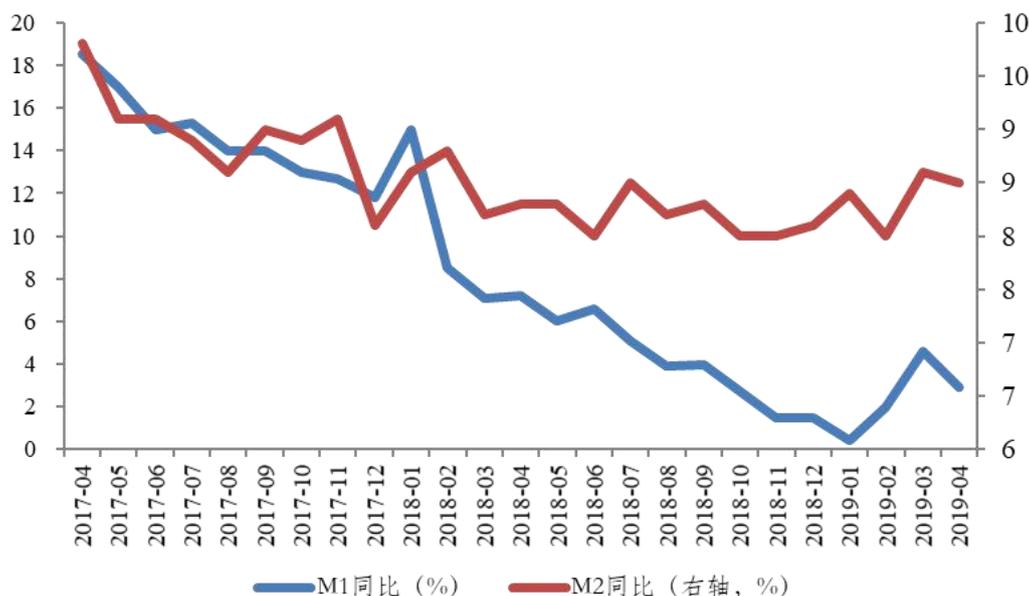


社融中最重要的新增人民币贷款，增长量直接从 19590 亿下

降到了 8733 亿。其中，住户部门新增贷款与去年同期持平，而企业部门降幅明显，尤其是企业短期贷款，出现了负增长情况。这个问题可以从供给和需求两个角度来看，一是如果从供给端解释，货币政策仅仅是在宽松的基础上收紧了一点，便导致了社融增长大打折扣，这说明银行的放贷意愿并不强，而不强的原因是担忧企业的信用风险和宏观经济增长。二是如果从需求端来看，在相对宽松的环境下，企业的短贷甚至出现了负增长，则说明目前企业生产经营活力不强。无论是哪个角度，最终归结的落脚点都是经济增长缺乏活力，并且人们对经济前景仍然存在担忧。另外，居民部门的新增贷款延续上个月的结构，以中长期贷款为主：中长期贷款新增 4165 亿元，与上月持平，短期贷款仅新增 1093 亿元，比上月下滑 3201 亿元。不过，企业部门的新增贷款结构有所改善，短期贷款及票据融资增加 457 亿元，中长期贷款增加 2823 亿元。居民信贷结构的变化印证了我们早期的分析，原先的居民短期贷款有一定数量流入了回暖的股市和楼市，之后在股市震荡、监管部门严控资金流向、官媒严厉喊话的大背景下，这一现象得到了有效遏制，居民短期贷款需求下滑，而居民中长期贷款保持了稳定。此外，社融中还有一点值得注意的是企业债券融资，虽然债券融资规模远不及信贷，但是在 2018 年 11 月后，俨然成为主要融资方式中最稳定的一个。

M1 同比再度出现较大回落，M1-M2 剪刀差负向扩大。4 月，M2 余额同比增长 8.5%，略低于上月 0.1 个百分点。M1 余额同

比增长 2.9%，较上月下滑 1.7 个百分点，低于预期 1.4 个百分点。



从 M1-M2 剪刀差来看，在 2019 年一季度持续负向收窄后，再度出现负向扩大的情况。M1-M2 剪刀差，是活期和定期存款的相互转化，反映了企业的生产意愿。剪刀差的负向扩大，再一次印证了社会经济活力弱的观点。需要进一步指出的是，在 3 月 M1-M2 剪刀差负向收窄明显，但当时我们通过对居民和企业存款的细项分析，结合 3 月房地产市场活跃的情况，指出过资金有可能是流入了房产企业，而非制造业。制造业的弱势，并不是本月才刚刚显现。

（二）中国货币及金融政策走势预判

4 月份是央行在去年下半年开启宽松模式后，首次尝试边际收紧。而边际收紧的效果并不理想，事实证明目前中国经济内部存在的表面问题和深层次问题都没有得到根本性的解决。中国目前的经济环境仍需要较长时间的宽松货币环境作为基础。金融机

构对于民企的歧视所造成的信用收缩以及上游企业对下游企业的利润挤压都依然存在，甚至更加严重，只是在持续的宽松下，原有的问题暂时部分地被掩盖了。而一旦撤去宽松这一块“遮羞布”，从金融数据这一点来看，原有的问题又再次显现。4月份PMI回落，再次临近荣枯线。原材料库存、从业人员指数、在手订单指数纷纷回落，企业生产预期和生产意愿不高。并且随着上游原材料价格新一轮的走高，下游中小民企的利润空间有可能被进一步压缩。

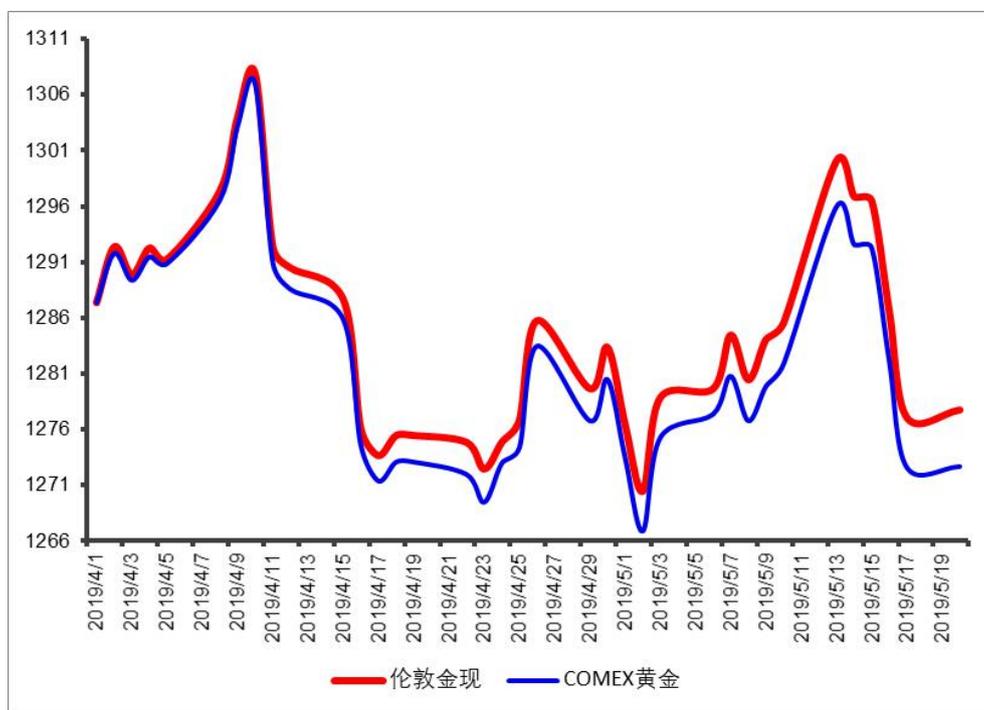
边际收缩引发的信贷收缩，叠加5月份海外因素的冲击，中国经济又再次面临此前已经遭遇过的相同困难。在五月，央行可能需要通过更多的宽松手段，来对冲经济不利因素的影响。可以预见银行间市场在接下来会处于相对宽松的环境。

在之前的分析中，我们指出过，虽然一季度工业增加值的数据表现全面优良，不论是国企还是民营企业或外资企业，不论是东部还是西部，工业增加值增速都显著回暖，一季度GDP同比增速也高达6.4%，高于市场预期，金融市场方面也一片向好，上证综指在4月创下了近一年以来的最高点3288.45，但是市场的转向随时可能发生。前段时间，高涨的唱多情绪推动利率债急跌。但是，在遭遇新的经济利空、中美贸易战升级加码后，转向已然发生，前不久的债券市场超跌意味着巨大的反弹潜力，未来反弹仍有空间。

三、全球金融市场走势预判

(一) 大宗商品市场评析

1. **黄金价格分析。**2019年4月至5月中旬，黄金价格比较颓势，中途虽有几次反弹行情，但是总体保持震荡下行的走势。截至2019年5月20日，国际现货黄金、纽约商品交易所黄金期货分别收于1277.8美元/盎司、1277.5美元/盎司，分别较4月1日下跌0.75%和1.15%。



2. **黄金价格预测。**近期黄金价格略显颓势，其主要原因在于美国经济的良好表现以及部分贸易争端缓和。近期，美国宏观经济数据喜讯连连：4月份底，美国商务部公开数据显示一季度美国经济增长3.2%；5月初，美国劳工部的数据显示，4月失业率较前月下降0.2个百分点，降至1969年12月以来最低水平；5月17日公布的美国5月密歇根大学消费者信心指数初值102.4，

创下 15 年新高，远高于预期的 97.2。这一系列良好的宏观经济数据给予了市场对未来经济前景较大的信心，美元指数在近期多次站上 98 关口上方，黄金价格持续下跌。与此同时，美国与部分重要贸易伙伴的冲突也有所减缓，这无疑也重挫了黄金多头。5 月 17 日，美墨加三国政府表示，美国已敲定协议，将取消对加拿大和墨西哥的钢铝进口关税，这项协议部分解决三国之间贸易冲突的同时，也扫除了新的北美贸易协定获得立法批准的主要障碍。同日，特朗普还宣布对欧盟、日本和其他国家的进口车辆和零部件征收关税延后 180 天，从而避免美国与重要贸易伙伴多线开战。部分贸易争端的缓和无疑较好地平缓了先前市场的避险情绪，黄金价格进一步下挫。

但是，我们认为从中长期来看，黄金依然具有投资价值。仔细分析，美国经济数据美中藏忧：4 月份美国整体零售额环比下降 0.2%，13 个主要零售类别中有 7 个类别下降，汽车和建材降幅尤为明显；4 月美国汽车销售环比下滑 6.1%，创 2011 年 5 月以来最大月度跌幅，同比下跌 4.3%，跌幅为 8 年来最大；4 月份工业产值较 3 月份下降 0.5%，环比降幅扩大，为过去四个月中的第三个月下降。同时，虽然过去一年来美国失业率一直处于 4% 以下的历史低位，但薪资上涨并不及预期，不足以推高美国通胀至美联储的目标水平。同时，短期内更值得关注的是，中美贸易争端近期愈演愈烈，伊朗问题悬而不决，这些风险事件一旦继续恶化，很有可能点燃市场避险情绪。因此，就短期看，中美

贸易争端、伊朗问题等风险事件对黄金价格起到一定支撑作用。从中长期看，虽然目前美国经济表现较好，但是在税改等刺激性政策的影响逐渐弱化的情况下，后期美国经济增长放缓是大概率事件。综上，我们认为黄金价格短期内可能仍有下跌空间，但是中长期来看黄金依然具有较大投资价值。

3. 原油价格分析。4月至5月中旬，原油价格呈现先涨后跌的走势。从4月初到4月23日，国际原油期货价格走势保持强劲，一度升至近六个月最高点66.60美元/桶，但随后，国际原油期货价格逐步回落，一度跌至60.04美元/桶。截至5月20日，国际原油期货收于63.30美元/桶，较4月初上涨2.48%。



4. 原油价格预测。正如我们在之前的报告所指出的，在地缘政治和减产的双重刺激下，原油价格创下了近六个月的新高，但是在OPEC可能增产、中美贸易争端再起等负面信息的打压下，原油价格又趋于回落。

供给方面，美国称已与OPEC达成共识，将增产以降低油价。

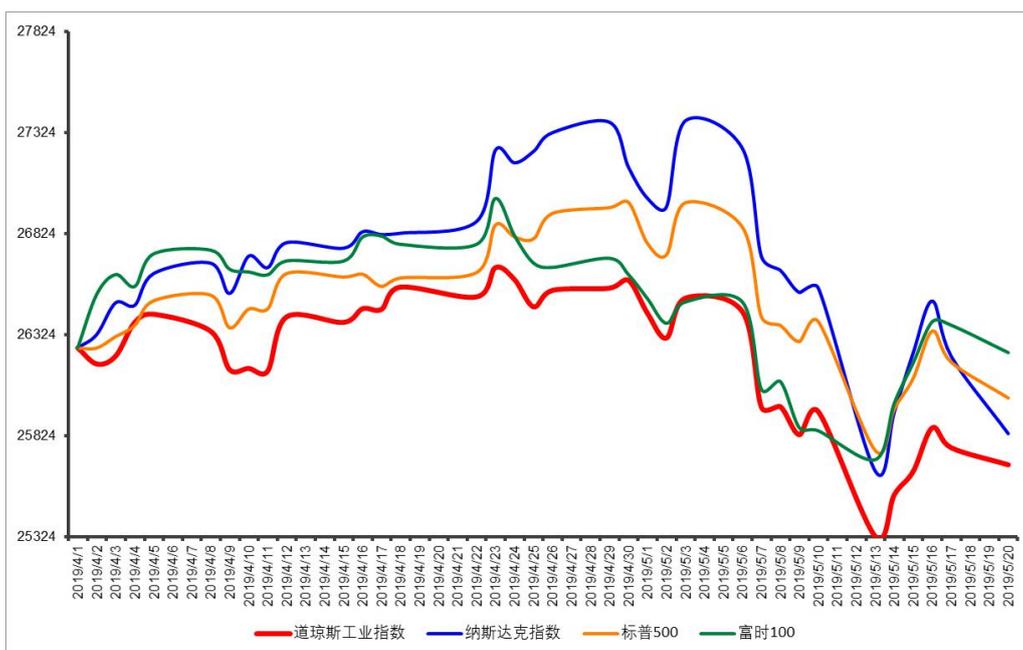
而重要产油国俄罗斯也表示，俄罗斯能生产超过 1100 桶/日的原油。俄罗斯可能在 OPEC+ 的协议到期后提高原油产量。由此看来，虽然美国制裁伊朗造成了原油供给的缺口，但是无论是 OPEC 产油国，还是非 OPEC 产油国均有一定程度的增产意愿。

需求方面，在今年年初，世界银行和多家投行都预测全球经济在未来两年大概率进一步走弱。而中美最新的部分宏观经济表现也佐证了这点。再考虑到中美贸易争端再次激化，在全球贸易前景不明的大背景下，全球运输行业对石油需求下滑也将是大概率事件。因此，从中长期来看，世界经济对石油的需求下滑可能性极大。

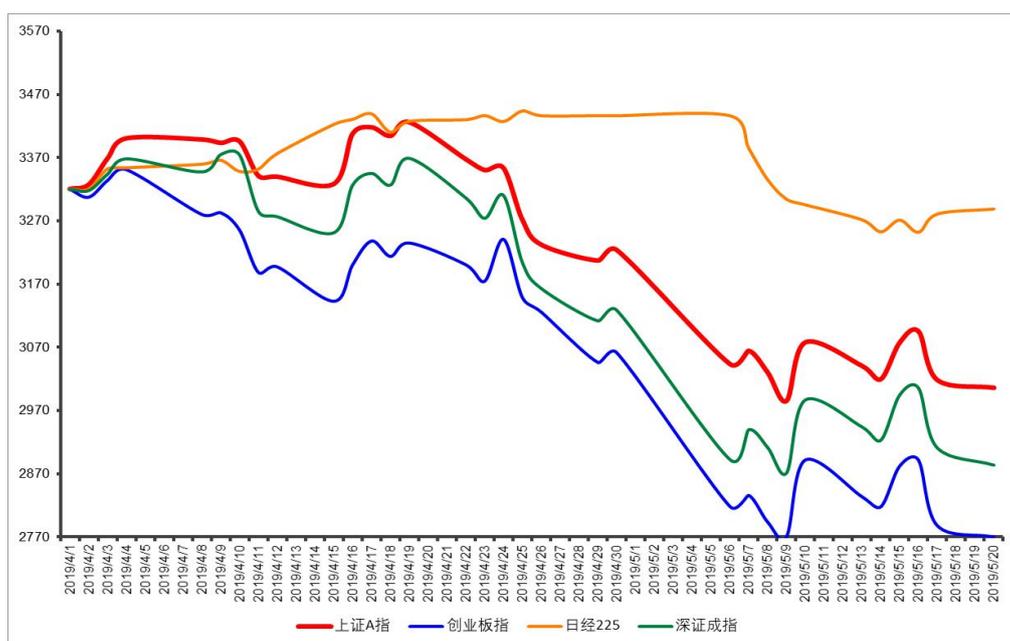
因此，虽然地缘政治带来的减产在短期内支撑了油价，但是目前来看，委内瑞拉动荡、伊朗受制裁等事件所带来的影响已被市场消化。中长期来看，主要产油国有增产意愿，但世界经济增长的放缓却有可能导致对石油需求的下滑。因此我们认为未来油价短期内大幅上涨、再创新高的可能性不大，预计将保持震荡，从中长期来看，甚至有下跌的可能性。

(二) 全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。4 月至 5 月中旬，欧美股市走势基本一致，都呈现先涨后跌的态势。截至 5 月 20 日，道琼斯工业指数收于 25679.9 点，纳斯达克指数达到 7702.38 点，标普 500 收于 2840.23 点，富时 100 收于 7310.88 点，相较于 4 月初，分别下跌 2.20%、1.62%、0.94% 和 0.09%。



2. 亚洲股市评述。4月至5月中旬，亚洲股市整体走势与欧美股市类似，呈现震荡下行态势。相比于日经225，中国三大股指的颓势更为明显。A股在4月上旬、中旬处于震荡状态，随后一路下行。截至5月20日，上证A指、创业板指、深证成指、日经225分别收于3006.49点、1469.31点、8916.11点和21301.73点，相较于4月初，分别下跌9.46%、16.56%、13.16%和0.96%。



3. 全球未来股市走势分析。综合来看，4月至5月中旬，全球股市表现均不理想。欧美股市的微跌和亚洲股市的颓势背后有着一定的共性，即中美贸易战再起波澜以及对未来经济增长的担忧。

美国方面乍一看经济数据依然强劲，但是市场预计9月份前降息的可能性约为48%，年底前降息的可能性为73%。同时，部分美联储官员的态度也值得关注。美联储理事 **Lael Brainard** 表示，通胀形势令人困惑，已进入扩张阶段；尽管劳动力市场走强，但核心通胀率直到去年才持续上升至2%。另外，明尼阿波利斯联储银行行长 **Neel Kashkari** 也表示，由于通胀过低，就业市场相比较10年前仍显强劲，这意味着美国货币政策过于紧缩。由此可见，虽然降息并未成为美联储官员的共识，美联储认为当前经济增长依然良好，但是他们也认识到经济增长在放缓，通胀下行的压力持续存在的现实。另外，贸易战再起也是本次欧美股市下行的主要原因。5月6日，美国总统特朗普在其推特上突然表示，拟对来自中国的2000亿美元进口商品调高关税，从原来的10%上调到25%。并且考虑对来自中国未收关税的大约价值3250亿美元的进口商品课以25%的关税。随后，中国方面宣布对美的反制措施，计划对600多亿美元的美国商品加征关税。美国则在5月15日把华为列入美国商务部工业和安全局(BIS)的实体清单。中美贸易谈判的突然破裂令市场避险情绪急剧升温，投资者对美国后续经济走势产生较大忧虑，尤其受贸易战影响较大的半导体

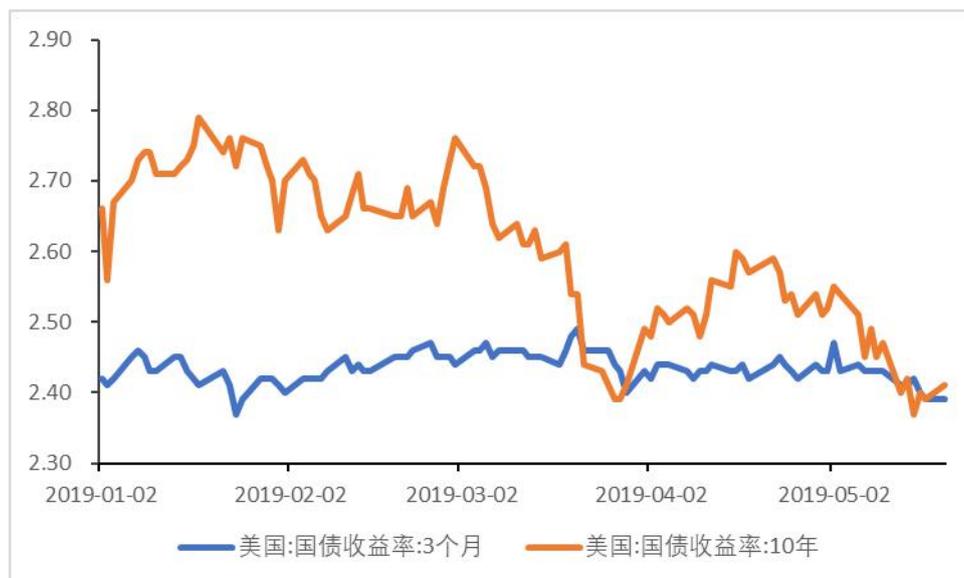
行业概念股下跌明显，美股市场出现由涨转跌的拐点。

而中国方面，股市下挫的原因与美国市场类似。中国当前宏观基本面不足以支撑牛市，贸易战又雪上加霜。5月以来公布的4月数据验证了我们之前的忧虑，经济并未企稳：4月份工业增加值同比增速5.4%，较3月的8.5%大幅回落；全国固定资产投资同比增速回落至6.1%，低于前值0.2个百分点，其中制造业投资增速大幅下滑至2.5%（前值4.6%）；4月份社消零售名义增速也从3月的8.7%下滑至7.2%。同时，4月的社融、外贸数据也低于预期和前值。而贸易争端再起更是让市场信心受到更大挫折，5月5日美方表示将对中国部分商品加征关税并增加新的征税商品种类，5月6日上证综指下跌5.6%。

因此，我们坚持之前的判断，中长期来看，全球股市的走势并不乐观。美国方面，虽然美国一季度经济增长强劲，但是随着2018年美国政府的刺激政策影响的逐步衰退，再叠加当前贸易战带来的负面效应，我们认为美国经济增长放缓已经是大概率事件。再考虑到当前美国居民部门、政府部门、企业部门负债高企，我们对美国股市后期走势持有谨慎态度。中国方面，基本面的再次恶化已经成为现实，贸易战更是雪上加霜。中国经济增长的核心问题，即金融机构对民企的歧视以及上游企业对下游企业的利润挤压，也没有得到根本性的改善。因此我们对中短期的中国股市并不看好。

(三) 全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。4-5月，美国10年期国债收益率波动剧烈，呈现出倒“V”走势。美国10年期国债收益率从4月1日的2.49%，一度攀升至2.59%，后回大幅回调。截至5月20日，美国10年期国债收益率为2.41%，较4月初下降9个BP。



由于美联储官员对经济增长的乐观表态，投资者情绪逐渐缓和，4月初，10年期收益率稳步上升。随后，5月初，因为中美贸易谈判的意外破裂，美债收益率猛然下行，在5月6日、5月7日两天下行9个BP。后期，随着中美之间的互相反制，贸易争端愈演愈烈，5月15日10年美国国债收益率降至2.37%，比4月16日低了23个BP。值得关注的是，继3月下旬10年期-3月期国债收益率出现倒挂之后，5月13-15日，美国国债收益率再次出现倒挂。直到20日，市场情绪相对缓和之后，收益率倒挂暂时结束。从历史经验来看，收益率倒挂往往是经济衰退的前兆。虽然本次倒挂时间不长，倒挂的原因更多也是突发事件的影

响，但是，值得我们警惕的是，美国国内经济增长放缓已经是大概率事件，美国与多国的贸易争端再起，这些事情都可能引发美国国债收益率的再次下行。

另外，从美联储会议纪要来看，鲍威尔认为得益于消费支出和企业投资，今年晚些时候经济增长将回升。并且，美联储认为现在的政策是适合的，并没有看到加息或是降息的很大可能性。另外，美联储4月FOMC议息会议决定，虽然维持了联邦基金利率在2.25%-2.50%不变，但是超额存款准备金利率（IOER）也由之前的2.40%下调至2.35%。综上所述，虽然美联储对经济增长的判断依然比较乐观，但是从这段时间的美联储表态来看，转鸽的信号明显，加息基本已经不在议题。

2. 中国债券市场分析。



4月到5月，中国利率债市场走势与美国债市类似，国债、国开债收益率都呈现先上后下的倒“V”走势。截至5月20日，10年期国债收益率为3.31%，10年期国开债收益率为3.70%，分

别较4月初上涨18和4个BP。

在4月初至4月中下旬，利率债市场较为颓势，10年国债、10年国开收益率基本保持震荡上行的态势。其主要原因在于市场对于基本面的乐观情绪叠加了对货币政策边际收紧的担忧。乍一看，在4月上旬及中旬出炉的宏观经济数据不可谓不亮眼：一季度GDP同比多增15513亿，高于预期0.1%；固定资产投资增速、工业增加值增速均超预期回升；3月社会消费数据也有着不俗的表现。在市场情绪高涨的情况下，股市的表现也非常正面，在4月1日突破3000点，站稳3100点，后期又升至3288.45点，为近一年以来的最高点。同时，我国财政支出加速，一季度广义财政支出同比多增14402亿。一季度社融同比多增23448亿，预示着宽货币可能在初步走向宽信用。另一方面，4月初央行对降准谣言坚决辟谣，并在一季度例会重提“闸门”“防风险”，以及央行没有等量续作MLF，而是缩量续作，都引发了市场对于货币政策转向的担忧，这又进一步推高了债券收益率。

但是，在进入四月下旬之后，市场对于基本面的乐观情绪有所消退，尤其在5月初中美贸易谈判破裂之后，乐观的市场情绪受到了重挫，避险情绪重新占得上风，债券收益率猛然下行。仔细分析之后，我们认为四月下旬的债券收益率下行是早期债券市场的超跌后的正常回调，而5月份债券收益率继续下行则源于不乐观的宏观经济数据以及中美贸易战再起的巨大冲击。从五月份公布的4月份宏观数据来看，基本符合我们之前的判断，即工业

增加值、固定资产投资、消费增速全部低于预期，经济尚未企稳。同时，贸易战再起风波更是使得债市多头的力量成为市场主要力量。面对有再次恶化迹象的基本面和中美互相反制升级的贸易战，债市大幅反弹，10年国开、10年国债收益率于5月15日分别跌至3.68%和3.27%，较4月份最高点分别低了14.8个和13.8个BP。另外，值得关注的是，5月6日央行宣布对中小银行实行较低存款准备金率的消息暗示央行货币政策边际收紧的尝试暂时结束。

3. 中国债券市场预判。近期的债券市场走势基本验证了我们之前的判断：基本面尚未见底，风险资产投资者的情绪过于乐观，3月份至4月中旬的债券市场存在超跌现象。虽然当前债市本轮的调整已经初步到位，但是我们依然看好债市后期的表现。我们做出以上判断的依据主要源于以下两点。一方面，经济距离企稳尚有不小的距离。就短期高频的投资、消费、贸易、社融数据来看，一季度的经济增长主要还是宽货币的功劳，但是潜藏在经济增长背后的核心问题并没有得到根本性解决。宽松的货币政策或许用增长掩盖问题，但是并不能解决问题。一季度的投资、消费、工业增加值数据较好，但是其中问题多多：3月工业增加值的大幅反弹，以民企为主的制造业企业对未来经济的预期仍然谨慎，不愿扩大投资，主因还是错位因素和内需边际好转，而内需方面的好转主要归功于地产投资，到了四月份房地产投资放缓，4月份的工业增加值数据又被打回原形；3月社消的强劲反弹，

源于加杠杆、涨价和对前期的修正，4月份数据应声回落；一季度社融数据表现良好，但是居民部门中长期贷款增长明显，而居民中长期贷款主要又是住房贷款。因此，我们不难看出房地产和加杠杆固然支撑了经济，但是也造成了较大负面影响，挤占了其他行业的社会资源，短期之内加了杠杆，刺激了经济，中长期来看又限制了居民消费的能力。因此，可以说去年下半年以来的货币政策尚未完全打通宽货币到宽信用的机制，上游挤占下游利润、金融机构歧视民企、房地产挤占社会资源等核心问题依然没有解决，所以我们对未来的经济走势依然持有谨慎态度。另一方面，我们认为中美贸易战短期内大幅度缓和的可能性不大，大概率是长期博弈的过程，而博弈的过程中对宏观经济和市场情绪产生冲击在所难免。明面上，中美贸易战源于中国对美国的巨大贸易顺差，但是巨额的贸易顺差源于全球产业分工，而产业分工的调整并非一朝一夕可以改变，也不会轻易随着人的意志而转移。即使通过能源等大宗贸易人为抹平顺差，也容易造成其他贸易伙伴的不满，也会对国内部分产业造成冲击。更深层次地看，中国高新技术产业的崛起使得美国倍感威胁，因此双方就知识产权、产业政策、政府补贴方面的议题分歧甚大，这涉及到国家利益甚至主权的高度，因此也很难在短期内得到稳妥的解决。

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。