

金融市场就像布满各种Rumor 和Data 的丛林，  
而穿越丛林需要有力的武器

From  
Macro Economy  
To Financial Markets

从宏观经济  
到金融市场

基于宏观数据的金融市场研究框架

王 蕾 © 等著

致力于为初学者搭建一个基本的分析框架  
从反向思维的角度，归纳实战中常见的错误  
加入了离岸人民币市场的分析方法  
以金融市场的多因素分析回应前文的数据框架  
加入了最新的指数研发思路

# 从宏观经济到金融市场

——基于宏观数据的金融市场研究框架

王 蕾 等著



中国金融出版社

责任编辑：赵燕红  
责任校对：李俊英  
责任印制：丁淮宾

## 图书在版编目 (CIP) 数据

从宏观经济到金融市场——基于宏观数据的金融市场研究框架  
(Conghongguan Jingji dao Jinrong Shichang: Jiyu Hongguan Shuju de Jinrong  
Shichang Yanjiu Kuangjia) / 王蕾等著. —北京：中国金融出版社，2017. 3  
ISBN 978 - 7 - 5049 - 8870 - 6

I. ①从… II. ①王… III. ①金融市场—研究 IV. ①F830. 9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 023308 号

出版  
发行

**中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 11.75

字数 160 千

版次 2017 年 3 月第 1 版

印次 2017 年 3 月第 1 次印刷

定价 49.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8870 - 6

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

# 序

就宏观论宏观，那是经济学家的事；就市场论市场，那是策略师的事；从宏观到金融市场，是为金融市场分析师。

不知不觉间，多少个寒暑秋冬已过。怀着对金融市场的敬畏，中国银行的金融市场研究工作一直行进在路上。确切地讲，在2005年之前，金融市场研究实际上就等同于国际金融市场研究，原因很简单，2005年之前，国内金融市场的市场化程度相对较低。以境内人民币外汇市场为例，人民币汇率盯住美元，CNY的变化是条直线，直到2005年7月21日，中央银行宣布进行汇率机制改革，人民币才开始实行以市场为基础的、参考一篮子货币进行调节的、有管理的浮动汇率制度。从2005年开始，境内金融市场开始腾飞，进入大发展时期。2008年，百年一遇的国际金融危机使得研究人员重新认识金融市场的威力及其预测方法，对市场的跟踪和分析不仅没有减少，反而越来越重要和高频，分析指标和工具更加丰富，金融市场分析师要做的事情越来越有趣，我在书中将其比喻为不断发现规律的“发现之旅”、在金融市场巨浪和淡静之间漂流和迂回的“探险之旅”、不断探索和日益专业的“成长之旅”，以及“行到水穷处，坐看云起时”的“超脱之旅”。旅途之中，我们既要像羚羊一般紧贴地气、嗅觉灵敏，又须像老鹰一样飞得高、看得远，帮助我们自己及我们的客户驰骋金融市场，“风斜雨急处，立得脚定；花浓柳艳处，着得眼高；

境危路险处，回得头早”。由此可见，金融市场研究就是这样的一种工作，既有诗和远方，又有令人敬畏的市场检验，是科学和艺术的合体。人都爱把时间花在美好的事物上，那就一起来做金融市场研究吧。

本书力求逻辑清晰、文字简明、行文生动。在内容上，有以下鲜明之处：

1. 侧重于方法论，致力于为初学者搭建一个基本的分析框架；
2. 从反向思维的角度，特意归纳了实战中常见的错误，帮助大家躲避这些“陷阱”；
3. 数据体系的搭建横跨国际国内；
4. 加入了离岸人民币市场的分析方法；
5. 以金融市场的多因素分析回应前文的数据框架；
6. 加入了最新的指数研发思路。

自2008年金融危机以来，中国银行的金融市场研究工作走上了一条专业化、实战化道路。我们将这段历程中的心得用逻辑主线连接起来，就如同用丝线串起了一个个特别的“贝壳”，希望能为金融市场参与者提供与众不同的知识储备。

作者

2016年12月

# 目 录

第一章 市场分析师——从宏观数据到金融市场	1
第一节 研究什么和为什么研究	1
一、研究什么——有意思吗	1
二、为什么研究——有意义吗	3
第二节 宏观经济数据是金融市场研究的基石	5
一、“丛林”穿行的迷茫	5
二、数据反应神经系统	9
三、计量经济学 VS 因果推导	11
四、“因”的分析至关重要：以周期性和结构性的甄别为例	13
五、经济数据的因果推导与市场研究方法体系	40
第三节 市场分析师的数据分析模式	43
一、宏观经济数据分析建立在经济理论基础之上	45
二、从理论到分析框架	46
三、从分析框架到经济数据	47
四、从经济数据到基本判断	49
五、预期与反身理论	50
六、关注技术面	53
第二章 做好并不容易：随处可见的误区	54
第一节 普通概念之间常存理解误区	54
一、数据发布机构不同出现“打架”	54
二、数据统计范围不同造成混淆	55

三、数据修正造成事实迷乱 .....	56
四、数据概念笼统造成误导 .....	57
第二节 数据处理与否可能差之千里 .....	58
第三节 单一数据序列的分析误区 .....	61
一、提取趋势：滤去过度波动的噪音 .....	62
二、统一时长：密切关注分析目的 .....	63
三、分解波动：穿透总量数据的底层 .....	65
第四节 多数据序列的常见问题 .....	66
一、数据交叉分析：全面审视数据信号 .....	66
二、多元统计分析：合理把握分析精度 .....	68
三、方法选择：控制过程的复杂度 .....	69
第五节 处理非数值信息的常见问题 .....	70
一、忽视环境因素：“刻舟求剑”的经验主义陷阱 .....	70
二、过于依赖参数：警惕“貌似精确”的误区 .....	71
第三章 分析美国经济运行的数据框架 .....	73
第一节 国民账户：从总量开始 .....	73
第二节 三驾马车：谁是驱动经济的力量 .....	74
一、消费支出 .....	74
二、资本形成 .....	75
三、净出口 .....	77
第三节 通胀的角色：名义与实际各自的应用 .....	78
一、通胀指标 .....	78
二、消费者价格指数的结构 .....	79
三、影响通胀的因素 .....	80
四、名义与实际 .....	81
第四节 美联储：货币政策是怎么决定的 .....	81
一、双重目标 .....	81

二、鹰派与鸽派 .....	82
三、政策工具 .....	83
第五节 经济循环与数据层次 .....	85
一、领先、同步与滞后指标 .....	85
二、“软”指标和“硬”指标 .....	86
三、数据关系 .....	87
第四章 分析欧洲经济运行的数据框架 .....	90
第一节 前瞻类经济指标：领先一步，布局谋篇 .....	90
第二节 同步类经济指标：验证趋势，指引未来 .....	94
第三节 HICP 指标：央行关心，市场关切 .....	98
一、处理能源数据 .....	100
二、处理已有的数据 .....	100
三、预测和校准 .....	100
四、加总 .....	100
第四节 欧洲央行：影响欧洲，波及全球 .....	102
一、行长理事会 .....	103
二、执行委员会 .....	104
三、总务理事会 .....	104
第五章 日本经济分析框架 .....	107
一、经济增长 .....	107
二、通货膨胀 .....	108
三、日本货币政策 .....	109
第六章 分析中国经济运行的数据框架 .....	112
第一节 了解中国经济的第一个指标——GDP .....	112
一、最为重要的经济指标之一 .....	112



二、核算 GDP 的三种方法 .....	113
三、观察 GDP 的几个视角 .....	117
第二节 中国经济的皇牌马达——工业 .....	118
一、与 GDP 相关性良好的高频指标——工业增加值 .....	119
二、反映企业经营成果的权威指标——工业企业利润 .....	121
三、前瞻性的制造业景气指数——制造业采购经理人指数 (PMI) .....	124
第三节 中国经济的“三驾马车” .....	127
一、“三驾马车”的“首领”——投资 .....	128
二、“调结构”的希望之星——消费 .....	132
三、曾经中流砥柱，希冀未来平稳——净出口 .....	134
第四节 市场广泛关注，周期波动剧烈：CPI .....	137
第五节 离岸人民币产品的定价基础——人民币资金利率 .....	140
一、离岸人民币利率指标体系 .....	140
二、离岸人民币资金利率的影响因素 .....	141
第六节 经济走势的“预言家”——金融数据 .....	145
一、广义货币供应量 (M2) ——央行政策的中间目标 .....	146
二、社会融资规模——从金融机构资产运用端出发 .....	149
三、外汇占款——方向正在改变 .....	152
第七节 绝对不能忽视的因素——流动性 .....	154
一、何为流动性 .....	154
二、货币市场——看什么，怎么看 .....	156
三、影响资金利率的季节性因素 .....	158
第七章 金融市场简要分析框架 .....	162
第一节 外汇市场 .....	162
第二节 黄金市场 .....	165
第三节 欧美债券市场 .....	167

第四节 境内债券市场·····	169
第八章 指数研发：让你的研究变得更有特色·····	172
第一节 指数研发概述·····	172
第二节 跨市场比较：中银 CIFED 指数 ·····	173
第三节 区域综合：中银“一带一路”人民币汇率指数 ·····	176

# 第一章 市场分析师

## ——从宏观数据到金融市场

### 第一节 研究什么和为什么研究

“研究什么”指的是金融市场研究的内容，“为什么研究”则是讨论金融市场研究的实际意义所在。“为什么研究”的最佳答案莫过于“有意义”，“研究什么”的答案则以“有意思”为上。如果金融市场研究既“有意义”又“有意思”，那么探讨它的实现方法就是一件既重要又美好的事情。

#### 一、研究什么——有意思吗

顾名思义，我们本书要讲的“金融市场研究”，其研究对象就是金融市场，包括国际、国内和离岸的货币市场和资本市场；其中，又以商业银行业务相关的拆借、回购、大额可转让存单、外汇、黄金、固定收益、大宗商品等市场为主，股票市场相对较少。

就研究内容而言，简单地讲，就是要研究上述这些金融市场的短期走势和长期趋势，是从市场参与者而非监管者的角度进行分析。这就意味着，一方面，金融市场研究人员需要会做宏观经济研究；另一方面，无论研究的内容如何增加、变化，其关注点最终都要落脚到金融市场本身。

这正是金融市场研究的奇妙之处：既要研究宏观经济，又要紧密跟踪金融市场；既可以对月度甚至季度数据等低频数据进行深入分析，又

可以在金融市场的高频数据中“驰骋”，很快得到验证；既有阳春白雪，又有面包牛奶。

大家可以把经济体比喻成人体，金融市场比喻为血液血管，那么金融市场分析师就像是医生。与医生相似，金融市场分析师要通过各种“（体检）指标”（也就是经济金融数据）来作出判断。

宏观经济与金融市场的关系一方面是“皮之不存，毛将焉附”，经济健康状况最终会反映到血象上，因此便有了自上而下（top down）的分析“纽带”；另一方面血液流动出了问题，也一定会有损于（经济）健康，因此自下而上（bottom up）的分析方法也就成为从宏观经济数据到金融市场的一条通道。打通宏观经济与金融市场并非为打通而打通，其最终目的是与金融市场类业务紧密结合，最终达到为内部出谋划策、为客户分析建议的目的。前者提供参谋支持，对商业银行而言属于买方研究（buy-side research）；后者提供营销支持，对商业银行而言属于卖方研究（sell-side research）。

要完成这样两个维度的任务，对金融市场研究人员的综合素质要求较高，包括经济学和金融学理论素养、文字能力、逻辑分析能力、英文水平、沟通能力、应变能力等，往往既需要天分和感觉，也需要长时间的培养和积累。除此之外，金融市场研究人员还格外需要“兴趣”的牵引。林语堂先生在《论趣》一文中说：“人生快事莫如趣”，并把“趣”定义为人生中“一种知其然，而不知其所以然”的行为动机，认为人生“凡在学问上有成就的，都由趣字得来”。深处以利润为导向的金融机构、面对纷繁芜杂的经济数据、喧闹难测的金融市场，金融市场研究人员是需要相当定力、耐得住寂寞的，当然需要有兴趣的强大牵引。

兴趣和乐趣来自于过程，也来自于结果。

金融市场云诡波谲，充斥着巨大的不确定性，令人难以捉摸；同时，金融市场又蕴藏着大大小小且可能会更新或变化的规律。从经济数据到金融市场的过程，就是发现这些规律、不断总结积累、再去发

现新规律的“发现之旅”，是在金融市场的巨浪和淡静之间漂流和迂回的“探险之旅”，以及不断探索、日益专业的“成长之旅”，当然，也是有别于交易员、“行到水穷处，坐看云起时”的“超脱之旅”。

从结果看，一份逻辑顺畅、论据强大、观点明确、行文清晰的分析报告当然会带来成就感，更高的境界会带来更高的成就感。比如，中国银行总行《中银分析》孜孜以求的境界借用了《菜根谭》中的名言：“风斜雨急处，立得脚定；花浓柳艳处，着得眼高；境危路险处，回得头早。”立意高一些，不要说达到，就是向着这个方向有一点点靠近、有阶段性的进展，也会感到莫大的荣幸。

## 二、为什么研究——有意义吗

一个开放、发达、真正市场化的金融市场是离不开金融市场分析师的，就如同科技发达的今天，人类已离不开医生一样。在洪荒年代，医生远比不上巫师；同样，在一个闭塞、欠发达、行政化的金融市场上，金融市场分析师也不会有立足之地，寻租反而更为有效。

今天，我们面对的是一个已经高度国际化的国际金融市场和一个正在加速市场化、国际化的国内金融市场。金融市场的开放程度越高，市场化程度越高，就越需要金融市场分析师。所以，一个简单的推论就是，现在需要，将来会越来越需要金融市场研究及金融市场分析师。

以上是从很宏观的角度推导的结论。具体来看，商业银行的需要又是体现在哪里呢？这样的需要又需要配以何种模式？

当今时代，商业银行业竞争日趋激烈，无论是“做最大的银行”还是“做最好的银行”，都离不开增长快、创新多、机遇多的金融市场相关业务；而健康、良性发展的金融市场类业务离不开金融市场研究的参谋助手功能。此外，在当前的同业竞争形势下，信息、分析和话语权日益成为一项重要资源，同时银行高端客户日益渴求商业银行在金融市场研究方面提供专业的支持。从银行的角度而言，产品创新和深化的周

期已经大大缩短，同业之间的产品相似度很高，模仿速度极快。产品同质化事实上对商业银行的营销水平提出了更高的要求，而当前同业的营销手段也日趋同质化，在这种情况下，研究正在成为营销差异化的突破口，同业之中“销售搭台，研究唱戏”的趋势早已显现。按照国际先进银行的发展趋势，市场研究是金融同业提升业务竞争力和附加值的普遍做法。

从模式上看，国际国内大银行普遍在金融市场业务部门内（交易、投资、投行、理财等）保留专业的市场研究职能，其原因和意义在于：

1. 市场研究植根于金融市场，不仅要求逻辑性、准确性，也要求时效性，一方面必须紧贴业务，另一方面必须紧贴市场。市场研究的价值在于快速反应和专业分析，市场研究的方法更偏重实践，市场研究的对象更偏向金融市场趋势和产品，市场研究人员不仅要有较高的理论素养，也必须具有相当好的市场感觉。因此，市场研究与其他研究力量具有显著的不同，不可相互替代。

2. 金融市场业务离不开金融市场研究的支持，金融市场研究也离不开金融市场业务的土壤。市场研究可以渗透到金融市场业务的方方面面，通过每日晨会、每周周会等高频率的交流、分析，与金融市场业务水乳交融，为自营投资决策、外汇交易、资产管理、债券承分销和托管客户的发展与维护提供重要的支持。

3. 金融市场研究还可以为客户营销提供增值服务，有助于提高业务量和摆脱低水平同质竞争，构成金融市场相关业务整体软实力的重要组成部分。研究水平越是提升，需求越是旺盛，参与度越高，市场研究就越来越与业务发展和营销工作融合为一体。

总之，金融市场研究这项工作既是“面子”的需要，也是“里子”的需要，是机构内外兼修的必然选项。

## 第二节 宏观经济数据是金融市场研究的基石

### 一、“丛林”穿行的迷茫

金融市场就像布满各种 rumor 和 data 的丛林，而穿越丛林需要有力的武器。

举一个日元汇率的案例。2011年3月11日日本大地震后，整个金融市场都在猜测日元是向左走还是向右走。而如图1-1所示，仅彭博一个屏幕显示的信息就足以将预测者扯向不同的方向——“日本1月份机械订单按月增长4.2%”指向升值方向，“日本央行通过紧急操作向系统注资7万亿日元”无疑利空日元，“纽约汇市：日元升值日本或推迟干预汇市”再次指向升值方向，“日本财务大臣称部分G7成员国将协同干预市场”则指向贬值方向……面对互相矛盾、密集公布的经济数据和各类事件，投资者无疑像是走入了茂密的丛林地带，容易迷失方向。

穿越这样的“丛林”，需要有必要的理论经验以及分析工具。我们的分析师将这些错综复杂、彼此影响的经济数据和各类事件进行了梳理，并结合历史经验，将这些数据与事件对日元汇率的影响方向以及我们的分析框架进行分析。

首先，根据我们的了解，3月中下旬这个时点是一个特殊的时点，日本资金回流从而推动日元上扬的力量很强，而且受地震的影响，回流不止来自于一股力量，是多种因素的汇集。（1）每年3月是日本年度结账日，往往会有企业大量汇回资金。（2）地震发生后，保险公司调回大量资金应对理赔。（3）日元套利交易（CARRY TRADE）终结，而这类交易占日本现汇市场20%~30%的成交量，并参与百倍杠杆保证金交易；即便没有日本大地震，由于8月1日日本将正式实施保证金杠杆比率上限降至25倍的新规，“渡边太太”们也会陆续调回资金，但

地震的来临加速了这一过程。正是因为多种回流因素小概率地聚集在一起，日元兑美元3月17日冲高至76.25日元高点。

对此，我们是否就此判断日元将走高呢？历史经验表明，不考虑其他因素，仅凭G7的联合干预，也可以逆转日元强势，日本自身的单方面干预则达不到这样的效果。事实上，正是因为日元在3月17日冲高至76.25价位，3月18日，G7出手进行了联合干预。

	来源	语言	相关度
11	CBN 3/18	*加拿大央行称它抛售日元 作为七国集团干预行动的一部分	
12	CBN 3/18	*官员称 日本今天可能抛售了不到2万亿日元	
13	CBN 3/18	*欧洲央行称已参与七国集团对日元的干预行动	
4)	CBN 3/18	*德国央行称参与日元干预行动	
5)	CBN 3/18	今日图表：历史经验表明G7汇市干预可逆转日元升势	
6)	CBN 3/18	*日本财务大臣称部分G7成员国将协同干预市场	
7)	CBN 3/18	纽约汇市：日元升值 日本或推迟干预汇市	
8)	CBN 3/17	*日本野田佳彦称G7明天将举行会议	
9)	CBN 3/17	*日本央行在一天操作中向金融体系注资5万亿日元	
10)	CBN 3/17	纽约汇市：日元兑美元升至“二战”后以来最高 核泄漏风险上升	
11)	CBN 3/15	今日图表：地震重创日本股市 市值全球第二让位于中国	
12)	CBN 3/15	今日图表：日本强震不太可能重创全球经济 因日本经济占比下滑	
13)	CBN 3/14+	当鲁比尼末日说遭遇震撼主义 地震有望激起日本变革：Pesek (4)	
14)	CBN 3/14	*日本央行将购买更多日本政府债券	
15)	CBN 3/14	*日本央行维持信贷计划规模在30万亿日元不变	
16)	CBN 3/14	*日本央行将资产购买基金从原先的5万亿日元扩大至10万亿日元	
17)	CBN 3/14	*日本央行维持基准利率在0-0.1%	
18)	CBN 3/14	当鲁比尼的地震末日说遇上震撼主义 地震有望激起日本变革：Pesek	
19)	CBN 3/14	*日本央行通过紧急操作向系统注资7万亿日元	
20)	CBN 3/10	今日图表：市场大举预期英国央行升息 但经济数据不予支持	
14)	“丛林”穿行——向左走，向右走？		
15)	日本第四季度修正后GDP 按季下跌...		
16)	CBN 3/09	*日本1月份机械订单按月增长4.2%	
17)	CBN 3/05	欧元兑美元本周创下六周末最大周升幅 受欧洲央行加息前景刺激	
18)	CBN 3/05	瑞士法郎兑主要货币走高 油价上涨刺激投资者进行避险交易	
19)	CBN 3/03	纽约汇市：美元兑欧元触及三个月低位 受油价上涨影响	
20)	CBN 3/02	纽约汇市：美元兑多数主要货币升值 因油价上涨降低风险偏好	

资料来源：彭博。

图 1-1 彭博屏幕的信息“丛林”

那么，我们是否判断日元将在干预下就此走低呢？联想到1995年1月阪神大地震日元大涨的历史，似乎日元的支撑又强了起来。这就如同丛林穿行一样，前方的障碍不容回避，“遇山开山、遇水搭桥”，我



们需要去比较这两次大地震的情况后才可继续进行分析。

通过比较我们发现，这次地震对日元的影响应与1995年1月阪神大地震有着很大的不同，包括：

一是货币政策前景的差异。对欧元区政策收紧及美国可能逐步退出量化宽松举措的预期，令市场相信日本肯定是欧美日三个地区中最后一个紧缩货币政策的。日本央行虽然维持利率和资产购买计划不变，但我们仍对日本的经济前景保持谨慎，在地震之前日本经济就存在动力不足。3月发生的强震、海啸及核危机重挫企业和消费者支出，并打压产出和出口，搅乱供应链。第一季度净出口将GDP推低0.2个百分点；而且意外的是，日本消费者节衣缩食，导致约占日本GDP总量60%的民间消费较前一季度减少0.6%，为连续第二季度下滑；企业资本支出下滑0.9%。因此，我们认为未来日本央行很可能扩大资产购买，以支持重建和对抗通缩。

二是投资行为和仓位的差异。1995年，国外投资者，特别是大型对冲基金，一直做空日元，当日元开始走强时，他们开始平仓买入日元，从而加剧了日元上升的动力。但此次的情况与之相反，地震发生前，基金经理们都在做多日元资产，目前正是获利回吐的机会。

三是关于日本过度利用核能的争议正在继续。如果日本因此而减少依赖，转而增加对其他能源的使用，如石油、煤炭等，则其贸易顺差可能会减少，国际收支变化将直接影响到日元汇价。

四是日本公共债务问题。这也是可能拉低日元的一个长期因素。虽然评级机构不认为日本主权信用短期内会有调降可能，但地震的出现无疑将增大财政赤字压力。日本债务规模现为国内生产总值（GDP）的200%，而神户地震发生时该比例约为85%。

至此，我们做出了第一个判断：日元在G7联合干预后，短期内将会由涨转跌，不会重现1995年阪神大地震后连续数月走强的历史。

但是，之后呢？是不是会一泻千里？

在上述诸多强大利空因素的背景下，我们没有武断地作出判断。相