



太和智库
Taihe Institute

太和财经

太和智库
2018年7月刊



关注时代需要
FOCUS ON CONTEMPORARY NEEDS

地址：北京市朝阳区世奥国际中心A座2208

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. 季度 GDP 评述.....	3
2. 月度价格走势评述.....	3
3. 月度制造业 PMI 评述.....	4
4. 月度工业增加值评述.....	4
5. 月度固定资产投资评述.....	5
6. 月度社会消费总额评述.....	6
7. 月度进出口评述.....	7
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	8
1. GDP 走势分析与预测.....	8
2. 价格走势分析与预测.....	9
3. 制造业 PMI 分析与预测.....	11
4. 工业增加值分析与预测.....	14
5. 月度固定资产投资评述.....	17
6. 社会消费总额分析与预测.....	22
7. 进出口数据分析与预测.....	24
二、中国金融数据点评.....	27
(一) 中国金融数据评析.....	27

(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	32
三、全球金融市场走势预判.....	33
(一) 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.....	34
(二) 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.....	36
3. 中国债券市场预判.....	38

报告主要观点

2018年6月，主要宏观经济与金融数据表现依旧不尽人意，多项经济数据持续走低，由前期的“生产热+需求弱”转为生产与需求端均疲软，加之外需依然充满不确定性，经济形势难言乐观，二季度GDP同比增速下滑就是印证。

具体而言，尽管CPI、PPI继续保持温和上涨，制造业PMI分项数据显示生产与需求端均走弱。工业增加值高位回落，固定资产投资，尤其是基建投资增速持续下滑，进出口数据均不及预期，尤其是进口的大幅回落表明了国内需求乏力。尽管消费小幅回升，但仍远低于去年同期。在生产与需求同步萎缩的形势下，社会融资规模虽小幅反弹，但仍低于预期。人民币信贷的大幅增长源自季节性因素以及金融严监管下非标融资渠道的几乎完全受限，而并非企业融资需求的回暖。在内外需、生产与需求均低迷的环境下，一季度GDP降至6.7%，为2008年美国次贷危机以来的最低增速。

本月笔者对中国经济、金融数据展望如下：价格方面，CPI中短期内将保持温和，但贸易摩擦风险加剧带来的长期通胀压力仍需警惕；上游的供给侧结构改革或将推动PPI上涨，但考虑到去年的高基数以及价格因素利好可能消退，未来涨幅将较为有限。PMI不出意外迎来拐点，尽管企业被动补库存暂时支撑了PMI指数，但这种源自供给端而非需求端的支撑作用难以持续，PMI仍有继续回落的可能。在基建持续下行环境下，制造业投资，尤

其是高新技术制造业投资的加大，是未来拉动固定资产投资的主要动力。随着今年三四线城市货币化棚改的陆续结束，当前房地产投资土地购置面积和销售面积的回升不可持续，未来房地产投资的持续放缓将会是必然趋势。从内需看，由于居民短期贷款已现颓势，消费将转为继续走低；从外需看，外需不确定性的加剧使得已迎来拐点的进出口数据将继续走低。需求的持续低迷已传导至生产端，工业增加值将迎来趋势性回落。在内需不足、外需受挫以及生产回落的背景下，下半年 GDP 增速将会大概率较上半年持平，甚至会出现“逐季递减”。

结合对全球经济基本面和货币政策的分析，笔者对全球金融市场走势判断如下：尽管贸易摩擦乌云给全球股市带来持续风险，但考虑到美国经济数据均较为强劲，依然看好美国股市短期走势。国内方面，去杠杆和严监管的整体基调并不会发生根本改变，当前股市的短期回升仍动能有限，对未来股市的走势需持谨慎态度。

中国债券市场方面，笔者认为下半年货币政策大概率转向“宽货币+宽信用”组合，信用债将迎来新的机会。需要强调的是，在当前实体经济不景气、金融整顿尚未完成的背景下，通过总量货币政策引致企业业绩增长将大概率引发新的资产泡沫，信用债的不确定性也会增大。因此，综合多方因素，笔者认为未来机构仍然更倾向于投资低风险的债券资产。

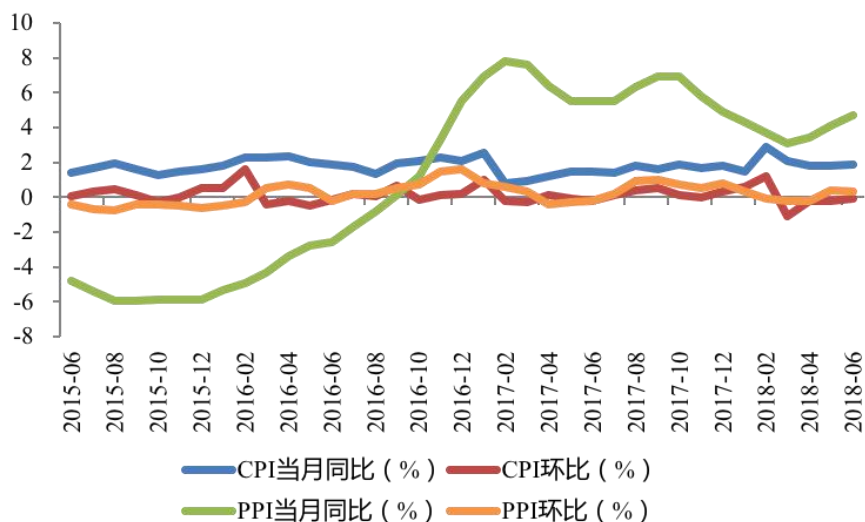
一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评述

1. 季度 GDP 评述。2018 年二季度国内生产总值 22.02 万亿元，同比增长 6.7%，增速符合市场预期，但较第一季度回落 0.1 个百分点，且低于去年同期 0.2 个百分点，再次回落至 2008 年美国爆发次贷危机以来的最低增速。

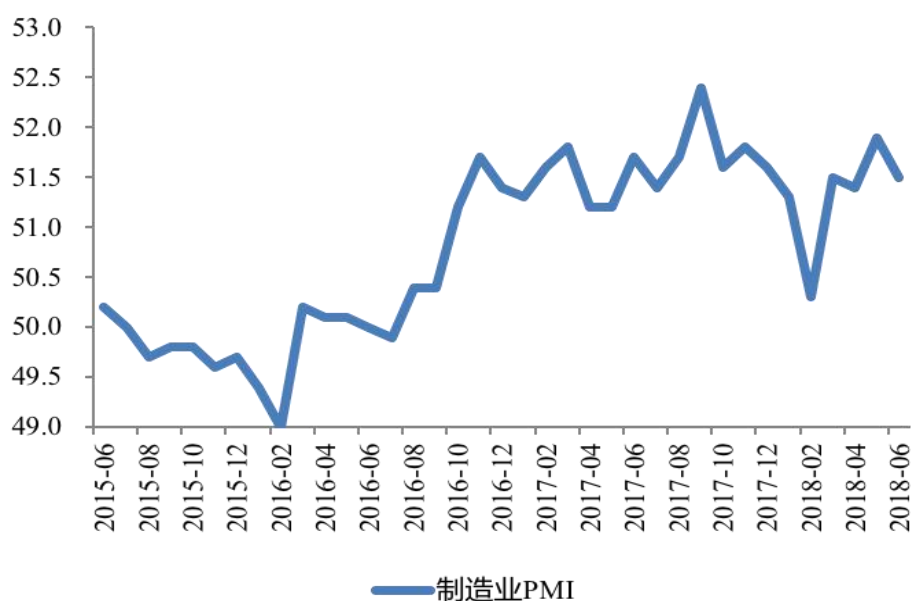


2. 月度价格走势评述。2018 年 6 月 CPI 环比下降 0.1%，同比上涨 1.9%，同比涨幅比 5 月份高出 0.1%。PPI 数据环比上涨 0.3%，同比上涨 4.7%，同比增速提高 0.6%。



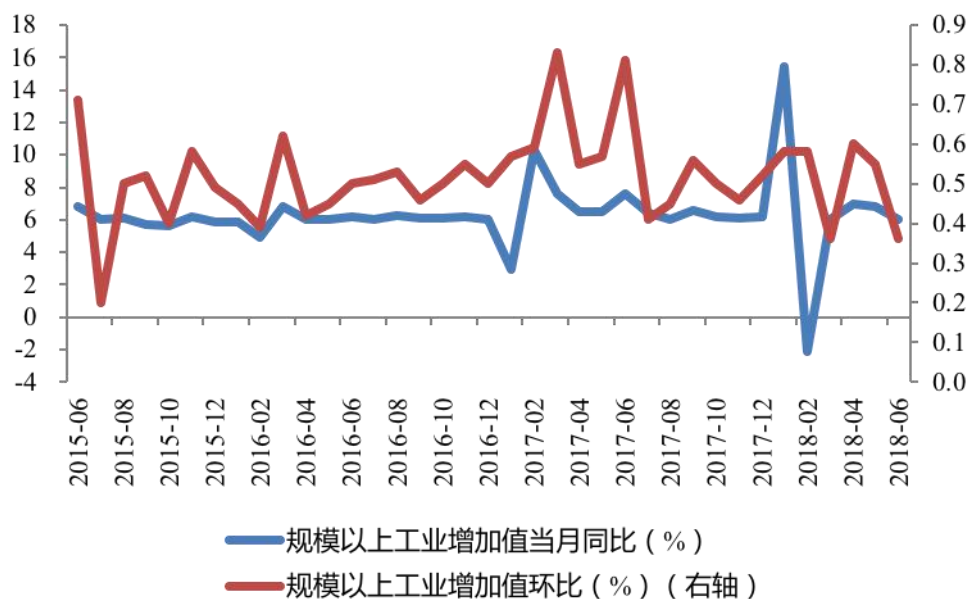
3. 月度制造业 PMI 评述。2018 年 6 月制造业 PMI 数据为 51.4%，比上月降低 0.4 个百分点。从分项数据看，生产指数为 53.6%，低于上月 0.5 个百分点；新订单指数为 53.2%，比上月回落 0.6 个百分点；原材料库存指数为 48.8%，比上月降低 0.8 个百分点；从业人员指数为 49.0%，比上月略降 0.1 个百分点；原材料购进价格指数为 57.7%，与上月上涨了 1 个百分点。

6 月，非制造业商务活动指数为 55%，比上月继续回升 0.1 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 54.4%，比上月回落 0.2 个百分点。



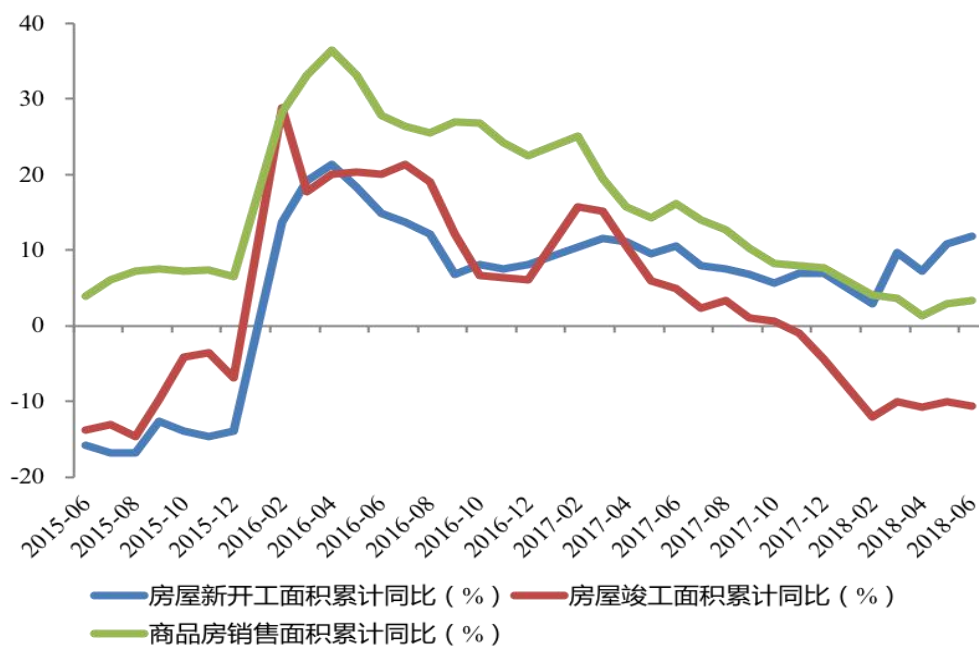
4. 月度工业增加值评述。2018 年 6 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.0%，增速较上月回落 0.8 个百分点，且大幅低于去年同期 1.6 个百分点。从环比看，6 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.36%，较上月回落 0.19 个百分点。1-6 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.7%，增速较 1-5 月份回落

0.2 个百分点。

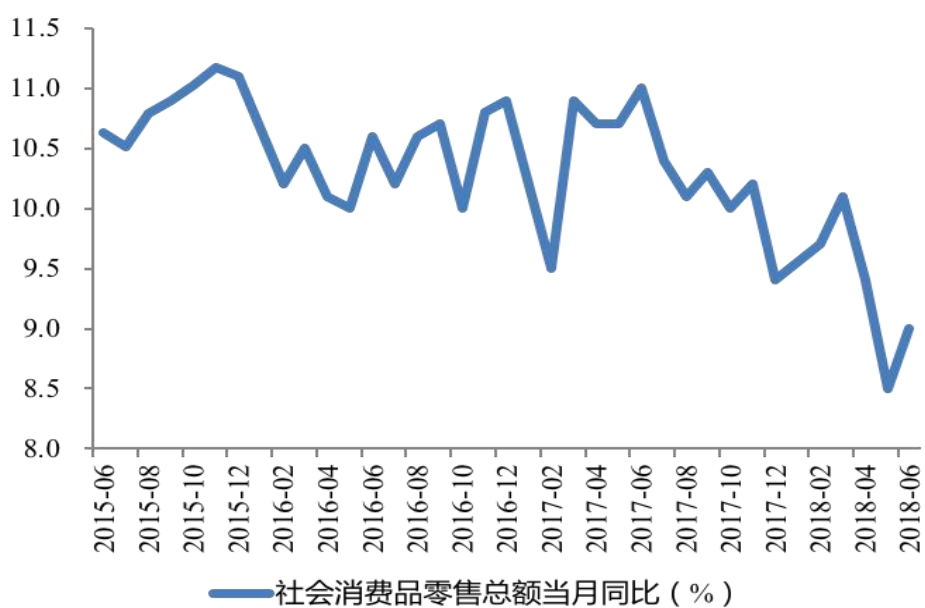


5. 月度固定资产投资评述。1-6 月，全国固定资产投资 29.73 万亿元，同比增长 6%，增速比上月降低 0.1 个百分点，且比去年同期回落 2.6 个百分点；1-6 月，民间固定资产投资 18.45 万亿元，同比增长 8.4%，增速比去年同期提高 1.19 个百分点。

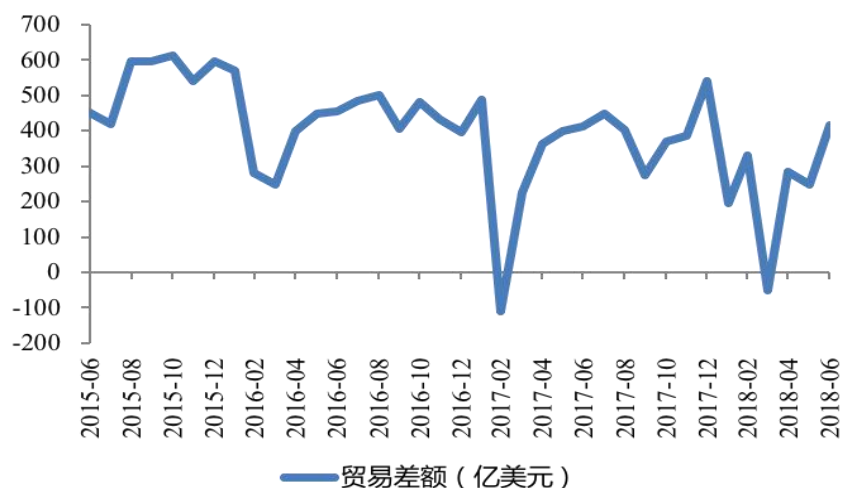
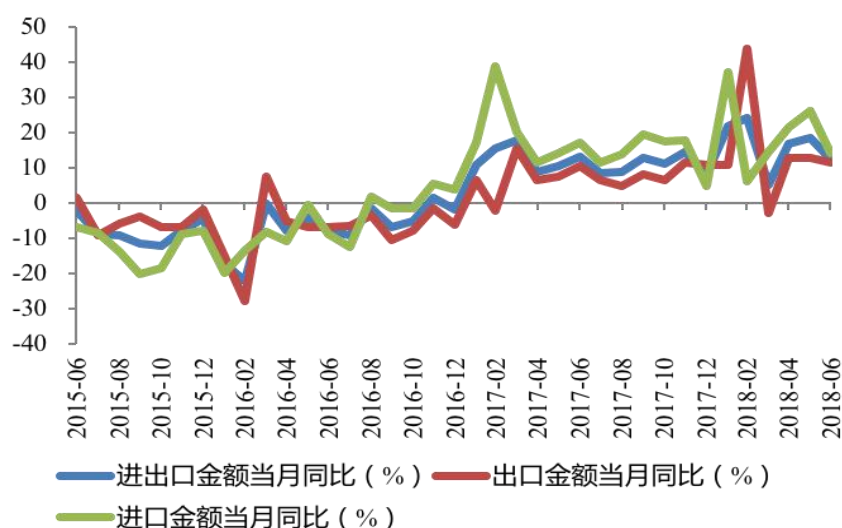




6. 月度社会消费总额评述。2018年6月社会消费品零售总额3.08万亿元，同比名义增长9.0%，增速比5月提高0.5个百分点，但仍大幅低于去年同期2个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长6.5%，增速比上月提高1个百分点。从环比看，6月社会消费品零售总额环比增长0.73%，比5月提高0.42个百分点。1-6月，社会消费品零售总额同比增长9.4%。



7. 月度进出口评述。2018年6月进出口总额为2.49万亿元人民币，同比增长4.3%，前值8.6%。其中，出口总值为1.38万亿元，同比增长3.1%，预期4%，前值3.2%；进口总值为1.11万亿元，同比增长6.0%，预期12.6%。前值15.6%；进出口顺差2618.8亿元，前值为顺差1565.1亿元。以美元计，6月进出口总值为3918.7亿美元，同比增长12.5%，前值18.5%；其中，出口总值为2167.4亿美元，同比增长11.3%，前值12.6%；进口总值为1751.3亿美元，同比增长14.1%，前值26.0%；贸易顺差416.10亿美元，前值为顺差249.22亿美元。



（二）宏观经济数据走势分析与预测

1. GDP 走势分析与预测。经济结构进一步优化，第三产业贡献明显。2018 年第二季度，第一产业增加值 13183 亿元，同比增长 3.2%，增速与第一季度持平；第二产业增加值 91847 亿元，同比增长 6%，较第一季度回落 0.3 个百分点，且比去年同期降低 0.4 个百分点；第三产业增加值 115148 亿元，同比增长 7.8%，较第一季度提升 0.3 个百分点，且较去年同期增加 0.4 个百分点。在三大产业的累计贡献率方面，一、二、三产业的贡献率分别为 2.7%、36.4%以及 60.9%，分别较第一季度提升 0.5、0.3 以及-0.7 个百分点。虽然第三产业贡献率有所回落，但仍高于去年同期 1.8 个百分点，三大产业中贡献率最高的仍然是第三产业。其中，上半年服务业对于经济增长的贡献率达到 60.5%，超过去年同期 1.4 个百分点，消费的贡献率更是达到 78.5%，超过去年同期 14.2 个百分点。

消费信贷杠杆拉动二季度经济增长。二季度，在第二产业同比增速明显回落的条件下，第三产业增速则较一季度提升了 0.3 个百分点，较去年同期提升 0.4 个百分点。同时，第三产业占国内生产总值的比重为 54.3%，远高于第二产业 13.9 个百分点，成为推升 GDP 增长的主要产业。然而，在第三产业中，尽管消费贡献率显著提升，但支撑消费同比增长较快的主要动力依然来自居民短期借贷产生的杠杆消费，因此信贷杠杆是推动第三产业的主要因素，从而也是拉动二季度经济增长的关键因素。

事实上，二季度经济的平稳增长离不开生产方面的支撑。尽管四、五月份的需求端每况愈下，但生产端规模以上工业增加值仍然维持着较高增速，在一定程度上支撑了经济增长。然而，随着需求端的持续走弱并向生产端的逐步传导，以及环保限产等政策的稳步推行，生产端开始大幅回落，并将形成“供需两弱”的情形，拉低下半年经济增速。不仅如此，虽然高新技术制造业的稳步增长推升了第二产业的增速，但随着中美贸易摩擦的不断加剧，部分高新技术制造业将受到十分不利的影响，从而会在一定程度上降低第二产业甚至是国民经济的增长率。因此，在内需不足、外需受挫以及生产回落的背景下，下半年 GDP 增速将会大概率较上半年持平，甚至会出现“逐季递减”的情形。

2. 价格走势分析与预测。非食品价格继续走高，推动 CPI 同比小幅提升；鲜菜、鲜果大量上市，导致 CPI 环比下降。在构成 CPI 的两大类别中，食品价格同比上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点。从食品类细分项来看，蛋类、羊肉价格同比涨幅最大，分别较去年上涨了 13.1 和 15.1 个百分点。而猪肉价格同比下降 12.8 个百分点，鲜果下降 5.3 个百分点，合计影响 CPI 下降约 0.42 个百分点。但是，从环比来看，猪肉价格止跌企稳，环比增长 1.1 个百分点。此外，鲜菜、牛肉较去年分别上涨 9.3 和 3.1 个百分点，其余食品类细分项变化较小。非食品价格同比上涨 2.2%，影响 CPI 上涨 1.8 个百分点。其中，教育服务类价格、居住类价格分别同比上涨 2.7%和 2.3%，医疗保健类价格

同比上涨 5.0%，继续成为提升 CPI 的主要因素。然而，由于医疗保健类价格的走高主要来自于医疗改革前的冲击，并不具有可持续性，随着医疗改革边际走弱的趋势，预计未来将会成为拉低 CPI 的因素。

上游生产资料及原材料价格大幅提高，PPI 同比涨幅明显，环比涨幅继续扩大。6 月份，PPI 同比增长继续扩大，较上月增加 0.6 个百分点，但低于去年同期 0.8 个百分点。6 月份工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比上涨 6.1%，较上月增加 0.7 个百分点，影响 PPI 上涨约 4.61 个百分点。采掘工业、原材料工业价格同比分别上涨 11.5 和 8.8 个百分点。受国际原油价格继续上涨带动，石油和天然气开采业同比上涨 32.7%，整个上半年，石油和天然气开采业涨幅比去年同期上涨 17.0%。石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 19.9%。此外，钢材市场需求继续回暖，推动了黑色金属冶炼和压延加工业同比大幅上涨，涨幅达到 15.1%。煤炭开采和洗选业同比扩大 6.3 个百分点。环比方面，40 个纳入统计的行业中，除计算机、通信和其他电子设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业和燃气生产和供应业外，其他各行业出厂价出现普涨现象，其中石油和天然气开采业环比涨幅最高，达到了 4.5%。

6 月份 CPI 同比数据较为稳定，虽然较去年同期增速小幅增长 0.4 个百分点，但考虑到 2017 年基数偏低，目前 CPI 仍处于相对温和的水平。猪肉供需不平衡仍是 CPI 处于低位的主要原因，

但从环比数据来看，猪肉供需价格有所回弹。在非食品项目中，医疗保健项目贡献最大，但随着医改效应逐渐退潮，同比增幅已从 2017 年 9 月高点 7.58% 降至 5%。随着医疗改革的边际走弱，预计其未来将会成为拉低 CPI 的重要因素。而中美贸易摩擦的再次升温，或许将会对食品及非食品类产品价格产生推动作用，从而提升未来的 CPI。

在 PPI 方面，6 月工业生产者出厂价格延续 5 月份的增长趋势，主要原因是石油和天然气价格的持续上涨推高了上游价格。生产资料同比增长较为明显，但增长幅度显著收缩；生活资料出厂价格同比与上年同期基本保持一致，整体利润集中在中上游。尽管原材料价格上涨以及环保限产等政策的实施将会继续支撑着 PPI，但随着未来高基数的回归以及有利因素的消退，下半年 PPI 或将存在大概率回落的可能。

3. 制造业 PMI 分析与预测。6 月份，制造业 PMI 较上月下降 0.4 个百分点，多数分项指数同比均出现不同程度的回落。但总体来讲，制造业指数仍保持在扩张区间运行。在上月较高基数（5 月 PMI 为 51.9%，是近三年的第二高）的基础上，6 月 PMI 制造业指数为 51.5%，较上月下降 0.4 个百分点，低于去年同期 0.2 个百分点，但大幅高于 2016、2015 年同期的 50% 和 50.2%，制造业生产保持在扩张区间。其中，生产指数为 53.6%，低于上月 0.5 个百分点；采购量指数为 52.8%，比上月回落 0.2 个百分点，高于去年同期 0.3 个百分点。生产和采购指数显示，企业生

产经营活动和预期均保持在较高水平。从需求端来看，6月新订单指数为53.2%，比上月回落0.6个百分点，高于去年同期0.1个百分点；新出口订单指数为49.80%，比上月回落1.4个百分点；进口指数为50%，较上月下降0.9个百分点；从业人员指数为49.0%，较上月微跌0.1个百分点。从同比来看，2018年6月新订单指数为近三年来最高。自2016年2月以来，新订单指数一直保持在荣枯线以上，但其间波动较为剧烈，反映了需求总体较好，但仍存在一定的不确定性。受6月中旬中美贸易摩擦升级的影响，新出口订单再次下降0.9%，与上月降幅相同。此外值得注意的是，6月产成品库存指数较上月略升0.2个百分点，而原材料库存指数为48.8%，较上月回落0.8个百分点。产成品库存的上升和原材料库存的下行表明企业对于国内需求的乐观预期造成了生产透支的可能。在国内需求持续走弱以及外需不确定性升温的背景下，企业的终端销售压力导致了企业开始被动补库存，从而使得产成品库存上升。然而原材料价格的上升使得企业逐渐开始缩减原材料购进，原材料库存开始走低。因此，尽管企业被动补库存暂时支撑了PMI指数，但这种源自供给端而非需求端的支撑作用难以持续，随着未来需求不确定性的持续，制造业PMI仍有继续回落的可能。

分企业规模看，中小型企业PMI指数处于荣枯线以下，大型企业PMI指数有所回落。原材料价格持续上涨，或将影响企业利润水平。6月大型企业PMI为52.9%，比上月回落0.2个百

分点，但高于去年同期 0.2 个百分点；中型企业 PMI 为 49.9%，比上月微降 0.1 个百分点；小型企业 PMI 为 49.8%，略高于上月。中小企业 PMI 均低于去年同期，幅度分别为 0.6 和 0.3 个百分点。受能源、钢铁类商品价格持续复苏影响，主要原材料购进价格继 5 月份上涨 4.7% 之后，本月再度上涨 1 个百分点；而同期出厂价格指数上涨幅度相对较小，预计制造业企业利润空间将被进一步压缩。

6 月中国非制造业商务活动指数为 55%，较上月继续提高 0.1 个百分点。从分项指标看，新订单指数、投入品价格指数、从业人员指数和业务活动预期指数出现不同程度回落；而销售价格指数则比上月上升 0.5 个百分点。除从业人员指数之外，各细分项均处于荣枯线以上，尤其是业务活动预期指数高达 60.8，表明非制造业企业对于经营的良好预期。然而需要警惕的是，与制造业相同，非制造业新出口订单也出现了多月连续下滑。

6 月制造业 PMI 整体环比、同比均有所下滑。其中生产指数、新订单指数和原材料库存指数下降幅度均超过 0.5 个百分点。受中美国际贸易摩擦升级影响，新出口订单和进口指数同比和环比数据均出现较大幅度回落，外需的巨大不确定性及由此产生的向国内经济的传导对我国制造业 PMI 指数产生了不利影响。从企业类型来讲，中小企业 PMI 均较上月出现回落且处于荣枯线以下，一定程度上是由于经济去杠杆调结构的过程中，本应主要作用于大中型国企的杠杆收缩政策，对中小企业的融资活动存在结

构化错杀现象。自7月1日起，针对小微企业融资的定向降准开始实施，债转股及扶持小微企业共将释放基础货币约7000亿元人民币，预计小型企业的融资活动及生产经营将得到一定改善。

6月制造业PMI指数虽略低于5月数据，但整体表现较为平稳，且持续位于扩张区间，企业生产经营活动整体较好。然而，中美贸易摩擦对于制造业以及非制造业企业的负面影响已经显现，在内需增长尚不确定的情况下，外需的显著下降将影响需求复苏，扩大生产和需求的不平衡。尽管企业被动补库存暂时支撑了PMI指数，但这种源自供给端而非需求端的支撑作用难以持续，随着未来需求不确定性的持续，制造业PMI仍有继续回落的可能。

4. 工业增加值分析与预测。分三大门类看，受生产端走弱和高基数影响，三大门类增速均有不同程度的回落，其中电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比的大幅回落，是拉动工业增加值整体回落的主要因素。6月，采矿业增加值同比增长2.7%，增速较5月份回落0.3个百分点；制造业增加值增长6.0%，较上月回落0.6个百分点；受季节性因素影响较大的电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.2%，较上月大幅回落3个百分点。考虑到去年6月工业增加值同比处于7.6%的高位，本月工业增加值的回落一定程度上与高基数有关，但也表明了企业生产端的走弱。前几个月，工业增加值的高位与金融、投资、消费等数据持续背离，呈现“生产强、需求弱”的局面，但6月数据显示

生产端同样出现疲软迹象。分经济类型看，国有控股企业和外商及港澳台投资企业增加值均有较大幅度回落，股份制企业增速与上月持平，继续在低位徘徊。

6月，国有控股企业增加值同比增长6.1%，较上月大幅降低2个百分点；外商及港澳台商投资企业增加值增长5.4%，比上个月大幅下滑3个百分点；集体企业增加值下降1.9%，降幅较上月收窄1个百分点；股份制企业增加值增长6.1%，与上个月持平，继续在低位徘徊。去年以来，国有控股企业增加值同比增速回升至相对较高的水平，但波动较大且没有明显的规律，6月同比增速的大幅下滑则再次说明国有企业对工业增加值的拉动效应趋于疲软。而股份制企业增加值持续保持在较低的增长水平，也进一步印证了私人部门的工业生产经营活动并不乐观，结构性问题持续突出。此外，贸易摩擦愈演愈烈、外部环境复杂多变，也使得外商投资企业的工业增加值的增长面临更大的不确定性。在内需低迷、外部环境恶化、结构性问题始终存在的环境下，工业增加值或将继续下滑。

分行业看，6月份41个大类行业中有37个行业增加值保持同比增长，有色金属冶炼和压延加工业，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增加值下滑明显。6月各行业工业增加值的表现与前几个月类似：一方面，大宗商品价格的上涨拉动相关产业增加值继续保持较快增长；但另一方面，受贸易摩擦影响，高新技术行业相关产业增加值涨跌互现，部分

行业增加值增速进一步下滑。其中，非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、汽车制造业增加值分别增长 3.7%、7.8%、14%，较上月分别提高 1.1、0.4、0.8 个百分点。一些重要的制造业行业，尤其是高新技术产业增加值的增长涨跌互现，生产的回暖有待继续观察。其中，通用设备制造业和专用设备制造业增加值同比分别增长 6.8%和 11.5%，而铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，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同比分别增长 0.7%、3.8%、10.9%，较上月分别回落 1.8、2.6、2.6 个百分点。但高新技术产业投资已连续数月保持较高增速，是拉动制造业投资的重要动力。在外部环境恶化和供给侧结构性改革驱动下，高新技术产业投资的快速增长将有助于推动高新技术相关产业工业增加值的增长。分产品看，6 月 596 种产品中有 303 种产品同比增长，比 5 月减少 65 种。

分地区看，东部地区、中部地区、东北地区同比增速下滑，其中东部地区增速下滑最为显著，西部地区同比增速继续上升。6 月，东部地区工业增加值同比增长 4.1%，较上月大幅下降 2.1 个百分点；中部地区、东北地区同比分别增长 7.5%、5.9%，较上月下滑 0.5、1.4 个百分点。

6 月规模以上工业增加值同比大幅回落，大幅低于去年同期水平，再次跌至 2017 年 2 月以来的低位。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有较为明显的回落，共同影响 6 月工业增加值整体大幅回落。6 月数据同样也印证了笔

者前期的判断，即当前国内总需求的疲软将最终传导并影响企业生产，工业增加值将快速迎来拐点。

从三大门类和企业类型来看，近几个月数据均显示，制造业企业、股份制企业工业增加值已长期徘徊在较低水平，以国有企业为主导的采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值是影响工业增加值增长的主要因素。此外，主要制造业行业的增加值同比增速涨跌互现。虽然国有企业主导的制造业投资，尤其通用设备、专用设备、汽车等制造业增加值有一定幅度增长。但是，高技术制造业增长并不明显，计算机、通信和其他电子设备制造业增速甚至有明显下滑。但由于受内外部环境影响，近期高新技术产业投资有较快增长，未来或将推动相关产业工业增加值的提高。

6月PMI指数同比回落，尤其是订单、新出口订单等需求指数均有所回落。投资、进出口、金融数据继续回落，二季度GDP增速也回落至6.7%，结束了连续三个季度6.8%的水平，需求与生产端的疲软同时暴露。上半年工业增加值数据和其他宏观经济学数据的表现有所背离，但在此前的报告中笔者给出了解释，且6月的工业增加值数据表明这种背离已经结束，下半年随着贸易风险下外需不确定性加剧，工业增加值极大可能继续下滑。

5. 月度固定资产投资评述。第一产业投资增速继续回落，制造业投资反弹，基建投资持续下行。固定资产投资增速降幅减缓，1-6月份增速仅比1-5月份略降0.1%。第一产业投资增速继

续高位回落，第二产业增速有所反弹，第三产业增速持续下降。具体来看，第一产业投资同比增长 13.5%，比 1-5 月份回落 1.7 个百分点；第二产业投资同比增长 3.8%，增速比 1-5 月份提高 1.3 个百分点；第三产业投资同比增长 6.8%，较 1-5 月份提高 0.9 个百分点。具体来看，第二产业中，制造业投资增长 6.8%，增速提高 1.6 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降 10.3%，降幅收窄 0.5 个百分点。制造业投资的持续回升，是推动第二产业增速上升的主要因素。从制造业的细分产业来看，1-6 月份，计算机、通信和其他电子设备制造业同比上涨 19.7%，增速较 1-5 月加快 5.1%，是全部产业细分项中最高。

制造业投资的持续回升支撑了第二产业投资的增速。而在第二产业中，高新技术类产业增速最为明显。具体来看，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长了 19.7%；专用设备制造业增长 10.3%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业虽然同比下降-1.9%，但降幅较 1-5 月略有缩小。在固定资产投资增速持续下滑的背景下，高新技术和装备制造业投资类产业仍能保持相对良好的增长态势，表明我国的供给侧结构性改革取得了一定的效果，它在很大程度上支撑了制造业投资以及固定资产投资。目前，综合考虑中美贸易摩擦逐步恶化的外部环境以及供给侧结构性改革的内部情况，制造业持续升级已是必然趋势，预计未来一段时间内，高新制造业投资会长期支持投资的增速。

在第三产业中，基建投资同比增长 7.3%，较 1-5 月份降低

2.1 个百分点，且低于去年同期 13.6 个百分点，再次刷新了历史最低值。一方面，中央政府限制地方隐形债务的措施，极大地减缓了地方基础设施建设的速度。另一方面，中国过去十年基础设施建设多年保持 20% 以上增长，实际基础设施需求已经得到了很大程度的满足，甚至存在重复建设现象，未来基建增速空间有限。随着实体经济去杠杆的持续推进，地方政府将会受到较大的融资约束，预计未来基建投资仍会继续下行。

从地域以及不同所有制企业具体分析，东北地区增速亮眼，内资企业投资回落减慢，外商投资降幅扩大。具体的，东部地区增 5.5%，增速较 1-5 月略降 0.2 个百分点；中部地区投资增长 9.1%，增速回落 0.2 个百分点；西部地区投资增长 3.4%，增速回落 0.8 个百分点；东北地区增速为 6.3%，较上月增长 4.1 个百分点。从投资主体类型看，内资企业投资增速回落 0.2 个百分点至 6.4%，港澳台商投资为 -5.1%，降幅较上月缩窄 0.1 个百分点。外商投资的同比增速为 2.3%，由负转正。

展望未来，在中美贸易趋于恶化的外部环境以及我国供给侧结构性改革内部约束的共同作用下，制造业持续升级已是必然选择，预计未来一段时间内，高新制造业投资会长期支持投资的增速。而地方政府及其融资平台将会因去杠杆的影响而受到较大的融资约束，预计未来基建投资仍会继续下行。

房地产开发投资小幅回落，土地购置面积、销售面积由降转升。1-6 月，全国房地产开发投资同比增长 9.7%，较 1-5 月回落

0.5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11.8%，增速提高1个百分点；房屋竣工面积下降10.6%，降幅扩大0.5个百分点，其中住宅竣工面积增长下降12.8%，与上期数据一致。企业土地购置面积同比增长7.2%，较上期增速提高5.1个百分点。土地成交价款增长20.3%，增速提高4.3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均有不同程度上涨，商品房待售面积继续下降。1-6月，商品房销售面积同比增长3.3%，增速上升0.4个百分点；商品房销售额同比增长3.9%，增速上涨1.8个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长4.6%，增速相较上期下降0.5个百分点，延续了四个月的下行趋势；国房景气指数为101.68，较上月提高0.09个百分点。

然而，尽管近两月土地购置面积、销售面积、到位资金有所反弹，但是这种状况并不可持续。前期房地产开发投资增速的持续上升主要是由房地产企业被动补库存以及开发时滞性造成的。在房地产投资高点已过的背景下，依然坚挺的投资增速表明其存在结构性因素。实际上，在一二线城市纷纷出台限购政策的情况下，近期房地产投资的增速主要是来自于三四线城市的支撑，而后者原动力则是来自于因货币化棚改而产生的对于房地产投资的需求。随着今年三四线城市货币化棚改的结束，未来三四线城市房地产投资的动力势必受到影响，投资增速会大概率降低，甚至会出现超跌的情形。从拿地角度来看，根据万得数据，全国

100 个大中城市中，一线城市土地成交总价自 2018 年 3 月起同比连续出现超过 50% 的下滑，而二线城市 6 月首次在年内出现土地总价同比下滑情况。目前，仅有三线城市仍保持同比增长，但 6 月增速较 5 月下降约 40 个百分点。随着棚改货币化力度的减弱以及居民去杠杆、金融去杠杆的持续推行，流入房地产的资金规模会持续缩小，加上房地产调控对开发资金与销售资金的双重制约，未来房地产投资的持续放缓将会是必然趋势。

1-6 月固定资产投资累计同比较上月回落 0.1 个百分点，且比去年同期回落 2.6 个百分点。根据分项数据显示，第二产业投资增速的上升主要在于制造业的支撑，而其中高新技术和装备制造业投资的大幅上升具有重要贡献。第三产业中，基建投资再次刷新了历史最低值，但其投资同比增幅仍是三大产业中最多的，实体经济去杠杆依然任重道远。在未来，地方政府及其融资平台将会因去杠杆的影响而受到较大的融资约束，预计未来基建投资仍会继续下行。

1-6 月房地产开发投资继续小幅下滑、土地购置面积和销售面积均由降转升，但是房地产数据的反弹并不具有持续性。现阶段，房地产投资的增长动力来自三四线城市因 PSL 贷款及货币化棚改而推动的地产商拿地需求和居民新房购置需求。随着三四线城市货币化棚改的幅度减弱，未来其房地产投资的动力将受到较大削弱。同时，随着金融去杠杆的持续推行和债券市场信用偏好提升，从银行借贷、非银信贷和发债融资渠道流入房地产行业

的资金均会持续缩小，加上房地产调控对开发资金与销售资金的双重制约，未来房地产投资的持续放缓将会是必然趋势。

6. 社会消费总额分析与预测。6月消费同比增速较上月有小幅回升，但仍低于去年同期水平，是2003年6月以来的次低。6月社会消费品零售总额同比增长8.5%，较上月小幅回升0.5个百分点，但仍低于去年同期2个百分点。其中，城镇消费品零售额同比增长8.8%，比5月提高0.5个百分点；乡村消费品零售额同比增长10.4%，比5月提高0.8个百分点。6月份，消费的回暖一方面与互联网电商较大规模的促销活动相关；另一方面，5月居民户新增短期贷款同比和环比均有较大幅度增长，给6月消费的增长带来短期动力。但值得注意的是，6月居民新增贷款，尤其是短期消费类贷款的增长已现颓势，居民户新增短期贷款2370亿元，虽环比增长150亿元，但较去年同期少增238亿元，表明严监管下的消费贷正逐步得到一定的抑制。

从消费类型看，大多数商品消费零售总额均有不同程度的增长，日用品类、食品类消费品零售总额的大幅增长，是推动消费增速回升的主要因素。其中，粮油食品类、饮料类、烟酒类、日用品类、家用电器和音像器材类、家具类商品零售总额同比分别增长13%、12.6%、11.4%、15.8%、14.3%和15%，比上月分别提高5.7%、5.5%、6.6%、5.5%、6.7%和6.4%。值得注意的是，6月汽车类消费同比增速降至-7%，已连续两个月处于负增长，且降幅比5月扩大6个百分点。汽车消费的持续回落一定程度上

表明国内汽车市场趋于饱和，而汽车行业工业增加值同比继续加速增长，由此带来的库存问题不容忽视。

1-6月，全国网上零售额4.08万亿元，同比增长30.1%，增速较1-5月略降0.6个百分点。其中，实物商品网上零售额增长29.8%，占社会消费品零售总额的比重为17.4%，占比较上月提高0.8个百分点。

6月份，社会消费品零售总额同比增速较上月小幅回升，仍在低位徘徊，且大幅低于去年同期水平。在6月电商促销活动影响下，消费品零售额同比并没有出现较大幅度增长，且消费增长主要来源于食品烟酒类、日用品类、家具类等消费品，通讯器材类、汽车类、化妆品类等消费升级类产品的增长幅度较小。尤其是汽车类消费已连续两个月出现负增长，6月同比下降达6%，市场饱和趋势及生产过剩带来的库存问题均值得警惕。

6月消费的增长在一定程度上受5月居民短期贷款效应的持续影响，互联网电商的促销活动也在一定程度上促进了消费的增长。但6月金融数据表明，在消费贷严监管下，居民短期贷款已出现同比减少，前期的“寅吃卯粮”加上信用消费的趋缓，使得未来消费大概率将继续下滑。与此同时，2018年上半年居民收入数据显示，上半年居民人均可支配收入实际增长6.6%，继续低于GDP实际增速，而据社科院测算，居民债务与可支配收入之比已超过100%，居民部门高杠杆率问题不容忽视。在居民收入增速没有明显增长、居民部门杠杆率过高的环境下，未来消费

的增长既缺乏需求支撑，也将继续受到监管与政策调控的影响，预计未来将继续保持趋势性下滑。

7. 进出口数据分析与预测。以人民币和美元计价的6月进出口同比增速均低于前值且不及预期，其中进口同比增速大幅放缓，出口增速继续回落至2017年以来的次低。这表明在外部贸易摩擦和内需不足的双重影响下，进出口压力凸显。以人民币计，6月进出口总额同比增速较上月下降4.3个百分点至4.3%，出口总值同比增长3.1%，较上月下降0.1个百分点，继续保持在低位；进口总值同比增长6.0%，大幅低于前值9.6个百分点。出口的微降和进口的大幅下降，使得6月贸易顺差为2618.8亿元，大幅高于上个月1053.7亿元，达到今年年内的高点。以美元计价的进出口数据表现虽然依然比以人民币计价的数据亮眼，但其变化趋势与以人民币计价的数据保持一致。笔者认为，4-5月扩大进口政策的实施、前期企业在贸易摩擦阴影下提前进口因而部分透支未来的进口需求、关税政策落地之际打击进口以及国内的内需原本就较为疲软是6月进口数据同比增速大幅回落的主要原因。出口的小幅回落和持续低位，则显示了贸易摩擦影响下海外需求的颓势。若考虑到贸易摩擦前夕企业的抢单出口行为，真实的外部需求可能更低，尤其是6月PMI新出口订单指数较上月大幅下降1.4个百分点，时隔4个月再次回落至荣枯线以下。随着7月中美贸易摩擦正式开战，预计2018年下半年出口数据或将维持低位。由于6月顺差的来源主要是进口的大幅下降和出

口的小幅回落，随着贸易摩擦的推进，出口或将出现大幅回落，这一高位顺差将不可持续。

从贸易方式与结构来看，6月一般贸易进出口增速由正转负，占比小幅提升。以美元计，6月一般贸易进出口总值同比增长18.5%，较上月下降4.2个百分点。其中，出口总值同比增长18.5%，较上月提升0.5个百分点；进口总值同比增长18.5%，较上月大幅回落11.2个百分点。从累积量来看，上半年我国一般贸易进出口增长12.2%，占进出口总值59%，较去年同期提升2.3个百分点。租赁贸易和出料加工贸易、来料加工装配贸易、进料加工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，贸易结构持续调整。从出口结构来看，以美元计，6月高新技术产品贸易总额环比微增2个百分点，但其中高新技术出口环比增加4个百分点。今年以来高新技术产品的出口没有趋势性变化且波动较大，相较于传统商品贸易，高新技术产业贸易受贸易摩擦等非经济因素影响更大，随着美国有针对性的贸易摩擦的推进，中国高新技术产品的海外需求与出口仍受诸多因素影响而存在较大不确定性。

从出口目的地来看，6月出口的一大特点是对美国和澳洲等地区的出口总额同比增速有所上升，对东盟、巴西、俄罗斯等其他主要贸易伙伴出口的贡献相对趋缓。以美元计，6月中国对美国和澳大利亚出口总额同比分别增长11.2%和17.6%。6月中国对东盟、巴西、俄罗斯及南非等新兴市场的出口同比增速分别为

16.2%、13%、2.8%%和 5.7%，而 1-5 月出口累计增速分别为 18.6%、37.9%、20.5%和 18.3%，6 月对上述国家和地区的出口增幅均有不同程度的回落。由于近期新兴市场国家制造业 PMI 等宏观经济数据表现较为疲软，复苏乏力，外需不足是影响中国向新兴市场出口的主要因素。此外，对美国出口的持续增长，则与美国经济持续良好复苏、贸易摩擦阴影下企业抢单出口等因素有关。但从边际上来看，欧洲和日本的 PMI 已经出现回落，2017 年以来的全球经济普涨情况或将改变。由于目前中国出口结构主要还是以受周期影响较大的劳动密集型产品为主，对全球经济发展大环境较为敏感，未来需警惕外需下行导致的出口下降。

6 月进出口数据同比增速均回落，且低于预期，其中进口同比增速大幅下降，且贸易顺差扩大。其中，内需疲软和贸易摩擦是进口大幅回落的主要原因，若考虑到以原油为代表的大宗商品价格持续上涨，进口量的增长远不及金额的增长，实际进口需求将更低。出口的小幅回落则与全球市场环境有关。由于对新兴市场国家等非美地区的出口是当前中国出口的主要增长点，而相应国家和地区的经济复苏表现疲软，其对出口的边际贡献相对趋缓。6 月对美贸易顺差连续三个月呈扩大趋势，部分来自于贸易风险下企业的预防性抢单带来的增长，但这一增长不可持续且随着 7 月关税的落地将出现恶化。

6 月进出口数据与笔者前期预判相一致，即 5 月进出口数据将是年内贸易数据的顶点，同时也预示前期经济数据拐点即将到

来。随着7月份贸易摩擦正式打响，以企业“抢单”为目的的贸易无法持续，加上新兴市场国家需求不振，未来外需将受到较大程度影响。

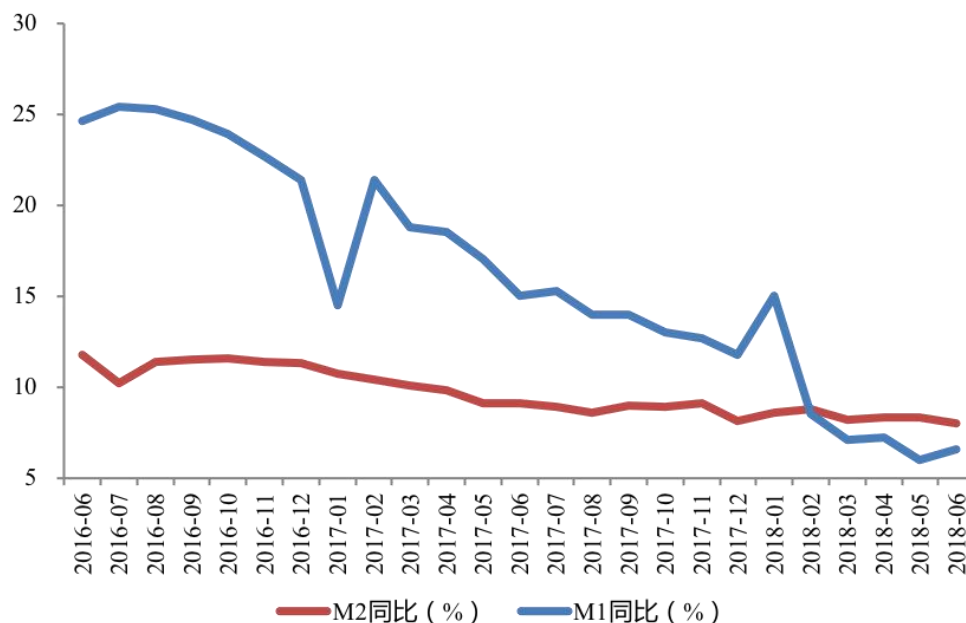
7月份美国参议院呼吁特朗普加征关税是应得到美国国会批准的非约束行决议，虽无法律效力，但对仍在持续恶化的贸易摩擦来讲可能是一个转机，贸易摩擦的发展方向仍然存在极大的不确定性。但由于中美双方各自5000亿美元的关税清单在7月正式生效，短期内贸易情况将持续恶化。从国内情况来看，国内需求结构正处于转换阶段，从工业需求到消费需求的转换需要时间，短期内二者均存在边际回落压力。由于外需不稳定和内需乏力二者共振，未来进出口数据不容乐观。另一方面，受贸易摩擦以及美联储加息等因素影响，美元在6月中旬后飙升，美元兑人民币一路飙升至6.6元以上。人民币的相对贬值，在一定程度上或将缓解贸易摩擦的压力。因此，综合来看，2018年下半年贸易数据或将出现“稳中有降”的趋势。

二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

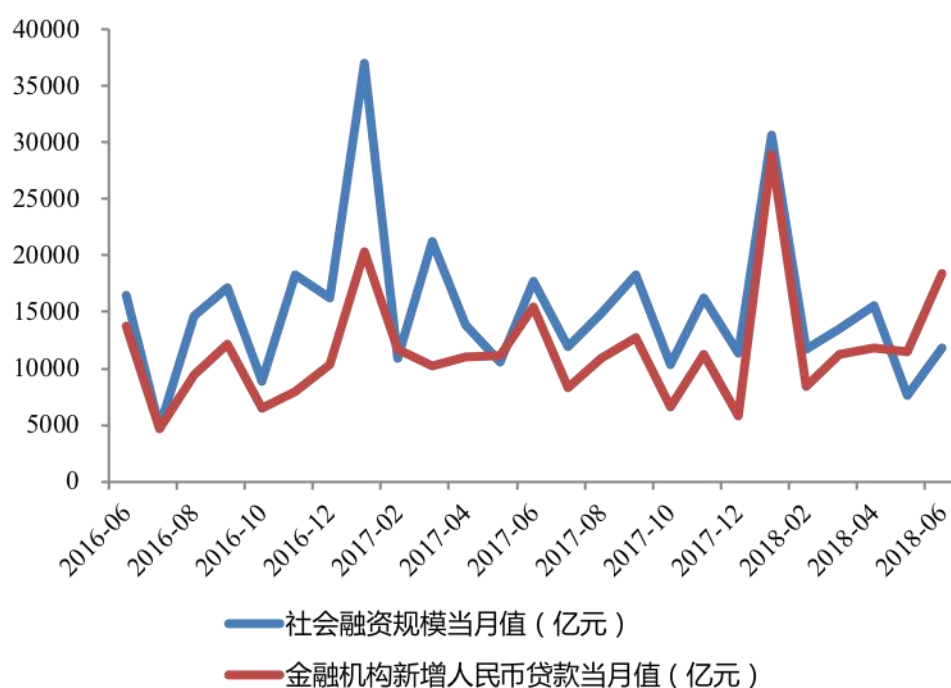
2018年6月新增社会融资规模11800亿元，较去年同期少5918亿元，预期14000亿元，前值7608亿元；金融机构新增人民币贷款18400亿元，同比多增3926亿元，预期15350亿元，前值11500亿元。6月M2货币供应同比增长8%，预期8.4%，前值8.3%；M1货币供应量同比增长6.6%，较上月末提高0.6个

百分点，低于上年同期 8.4 个百分点，高于预期 0.7 个百分点。



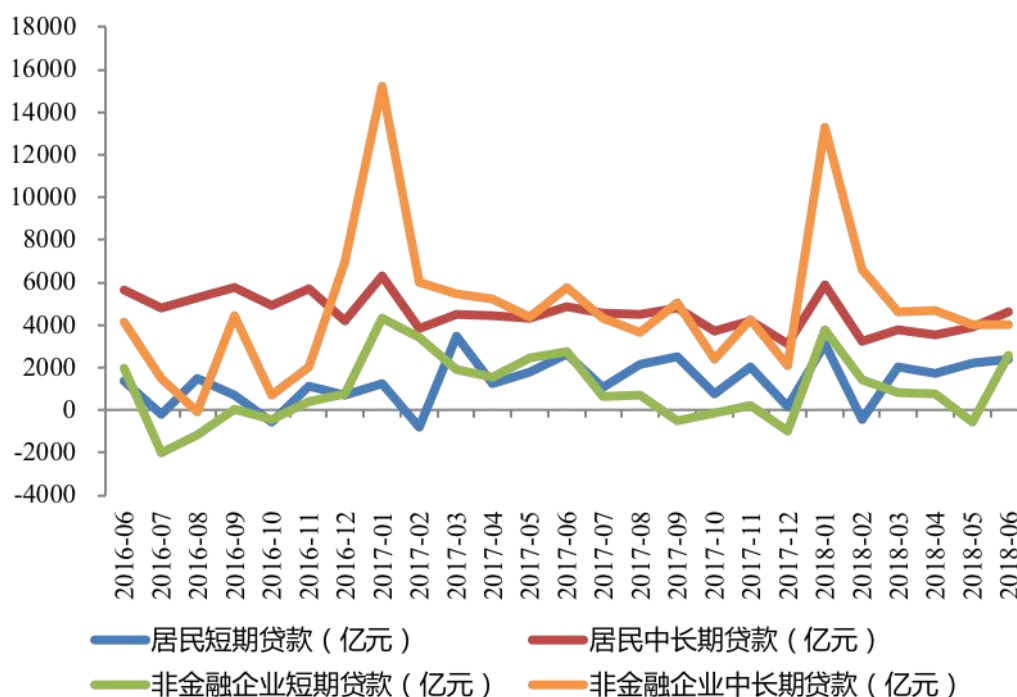
M2 增速小幅下滑，且不及预期。6 月，M2 余额同比增长 8%，分别低于上月和预期 0.3 和 0.4 个百分点，比去年同期少 1.4 个百分点。M1 余额同比增长 6.6%，虽较上月提高 0.6 个百分点，但也大幅低于去年同期 8.4 个百分点。M2 增速小幅下滑，并且处于历史低位。受金融去杠杆的影响，货币创造渠道的收缩使得 M2 继续保持在低增长的“新常态”。同时，考察金融机构存款情况可以发现，月末人民币存款余额 173.12 万亿元，同比增长 8.4%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 0.8 个百分点。上半年人民币存款增加 9 万亿元，同比少增 712 亿元。其中，住户存款增加 4.26 万亿元，非金融企业存款增加 2970 亿元，财政性存款增加 3878 亿元，非银行业金融机构存款增加 2.21 万亿元。具体来看，6 月居民新增存款由上个月的 2166 亿元大幅增加至 10934 亿元，同比增加 440 亿元；企业新增存款由上月的 139 亿元升至

9475 亿元，同比少增 1171 亿元；财政存款大幅减少 6888 亿元，同比少增 13550 亿元；非银行业金融机构存款小幅增加 1870 亿元，同比少增 749 亿元。受季末银行考核因素的影响，居民户存款往往在季末时冲击高位，季后又趋于回落，波动较大。但二季度末与一季度末相比，居民户存款减少了 100 亿元，结合之前的数据，可以发现居民存款依然保持着下降趋势。另外，财政存款不断下降，且降幅逐渐扩大，预计未来短期财政能力可能会继续减弱。在财政存款大幅减少从而对货币派生的负面影响减弱、企业和居民存款增加乏力的情况下，预计未来 M2 仍将维持在低位。



6 月份社会融资规模增幅有所反弹，非标继续下降。6 月份社会融资规模增量为 11800 亿元，较上期增加 4192 亿元，但较去年同期少 5918 亿元。在资管新规下，委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票等非标渠道继续下滑：委托贷款减少 1643

亿元，同比多减 1611 亿元；信托贷款减少 1623 亿元，同比少减 4104 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 3650 亿元，同比多减 1613 亿元。另外，直接融资方面，企业债券融资有所反弹，非金融企业境内股票融资下滑明显：企业债券融资增加 1488 亿元，高于前值的-434 亿元，同比增加 1657 亿元；非金融企业境内股票融资 257 亿元，同比少 230 亿元，低于前值 438 亿元。债券融资的反弹，和近期债券市场的回暖有一定关系。股票融资下滑则明显是由于当前股市低迷和监管方面的调整。



6月新增人民币贷款远超预期。6月新增人民币贷款 1.84 万亿元，同比多增 3054 亿元，比预期多 3050 亿元。一方面，新增信贷大幅提升具有一定的季节性因素，即商业银行在季度考核的压力下有冲击信贷规模的冲动，企业在半年报披露的时间点也有为了融资而美化报表的需求。另一方面，这也与非标融资渠道的

卡死、定向降准以及市场传闻的监管层对银行的政策指导等因素有关。考虑到社融数据整体依然并不乐观，笔者不认为这是企业部门的融资需求反弹的表现。具体来看，企业部门新增贷款 9819 亿元，环比增加 4564 亿元，同比增加 2815 亿元。其中，企业短期贷款增加 2592 亿元，较上月增加 3177 亿元，比去年同期少增 155 亿元；新增企业中长期贷款 4001 亿元，较上月下滑 30 亿元，也比去年同期少 1765 亿元，这表明企业的投资需求依然不旺。短期贷款的增加可能是在信用风险高企的情况下，金融严监管使得银行更加偏好于短期类贷款。因此，即便企业经营性短期融资需求有所反弹，但是中长期的投资需求依然下滑，实体经济融资需求尚未显著回升。这种中长期投资需求的趋势性下滑也是当前中国经济发展的必然规律，即在以投资为驱动的增长模式逐渐转化为以效率为驱动的经济增长过程中，投资逐渐下降。值得注意的是，除短期贷款大幅提升外，票据融资也大幅增加了 2946 亿元，为支撑企业融资起到了重要作用。究其原因，可能是银行为满足监管层的要求，选择风险相对低、期限短的票据资产来冲量而造成的。

6 月居民部门新增贷款继续增长，但已现颓势。6 月居民户新增人民币贷款 7073 亿元，比上月增长 930 亿元，比去年同期少增 390 亿元。具体来看，居民户新增中长期贷款 4634 亿元，较上月增长 711 亿元，但较去年同期降低 221 亿元。在居民短期贷款方面，居民户新增短期贷款增加 2370 亿元，较上月增长 150

亿元，较去年同期少增 238 亿元。居民部门贷款增速虽然环比依然上升，但是同比却有所下降，因此，尽管居民短期贷款并未见趋势性回落，但其颓势已经显现，严监管下的消费贷得到了一定抑制。然而，未来想要进一步降低消费贷，使得居民短期贷款出现趋势性回落的任务会愈加艰巨。

综上，考虑到企业部门的融资需求不旺和居民贷款增长放缓等综合因素，笔者认为巨量的贷款并不能说明企业融资需求的回升，后期随着居民贷款的增长放缓，社融数据或进一步下滑。

（二）中国货币及金融政策走势预判

6 月信贷放量，但是社会融资规模不及预期。M2 略有下滑，M1 略升，存款季节性增加。社会融资规模不及预期、非标融资继续减少，表明非标严监管正在持续作用。虽然在降准等因素的影响下，表内信贷超预期增长，但是表内的承接能力有限，企业的融资需求依然不旺，社融规模仍不及预期；债券融资环比回升，表明债券市场信心有所恢复。这表明了经济增长动力不足，实体经济融资需求疲弱。在这种情况下，居民贷款增长也存在放缓迹象，未来的社融数据或许将更不乐观。

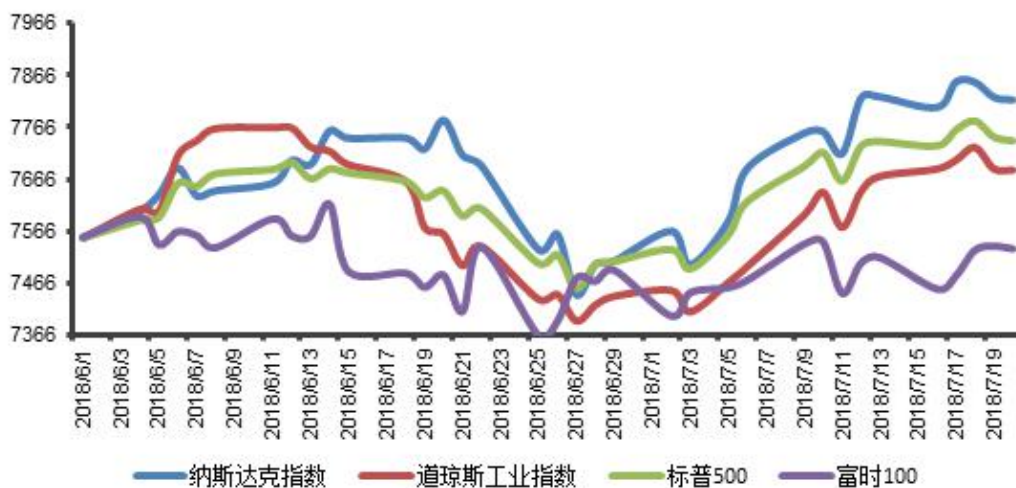
目前来看，去杠杆虽然变成了稳杠杆，但是金融监管尚未表现出大幅放松的倾向。同时，居民贷款的增长有所放缓，而且企业融资需求也不旺盛，银行发放贷款也愈加谨慎，因此未来新增信贷下滑的可能性较大。考虑到流动性受限导致的实体部门资金状况恶化的情况，信用风险带来的经济下行压力已经成为现实。

另外，在今年以来的贸易顺差逐渐收窄的情况下，未来通过“降准”提供基础货币的可能性将会加大，M2 走势预期仍将维持小幅震荡的情形。

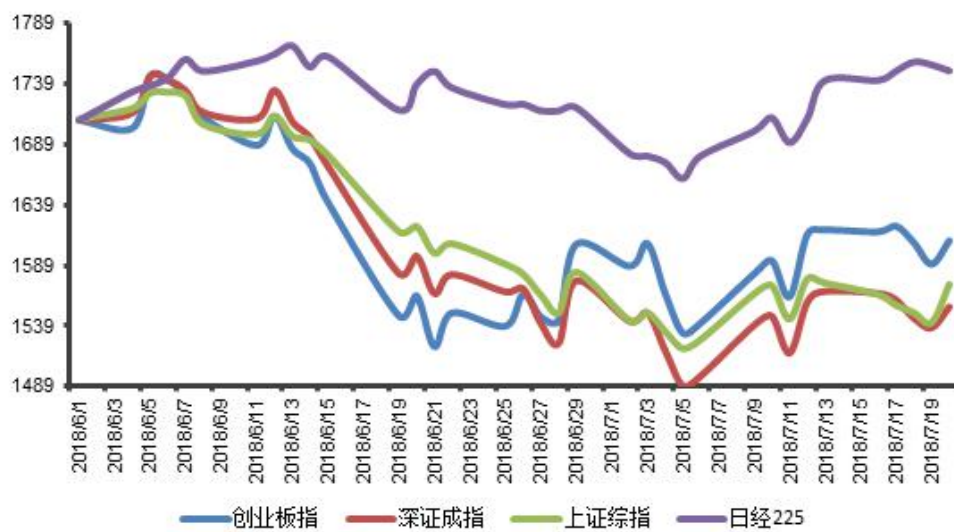
三、全球金融市场走势预判

(一) 全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。6月中旬至7月中旬，欧美股市情况呈现先跌后涨的走势。在科技股的带领下，美股市场走出了V字形，6月中旬至月底，纳斯达克指数下行，7月初至中旬，呈现上行趋势，在7月17日一度达到7867.15，再创历史新高。标普500与纳斯达克指数走势类似，先跌后涨，在下半个月的反弹中，向上突破至2800点一带。截至7月20日，6月初以来累计涨幅约1%。此外，道琼斯工业指数也经历了下跌再回调的过程，回调至25000点左右，略高于上个月同期。在欧洲市场，代表性指数富时100在6月14日达到6月份以来的高点7793.45点，随后一路下行，在6月22日下探至7508.32点，然后逐步回升，至7月20日收于7678.79点。



2. 亚洲股市评述。6月至7月中旬，亚洲股市继续分化。日经225指数自6月以来经历了下跌之后回调，7月20日略高于6月初。自6月1日起截至7月20日，日经225涨幅2.37%，振幅达到6.41%。同期，中国股市走势继续低迷。国内上证A指、创业板指和深证成指走势基本一致，在6月初小幅反弹后，一路下行，先后在7月初下探至历史低位，后有所反弹。



3. 全球未来股市走势分析。7月，全球股市呈现普涨的态势。首先，中美之间贸易摩擦情绪有所缓和，市场将关税开征视为“靴子落地”的风险释放事件，进而推动了全球金融市场风险偏好短暂回升。7月11日，特朗普政府推出了目标清单，计划对中国新增2000亿美元产品关税，市场再次恐慌，A股重挫，美国三大股指均出现不同程度回落。但是，考虑到美国经济数据均较为强劲，笔者依然看好美国股市未来短期的走势。

亚洲股市方面，中国股市表现较差，日本股市差强人意，相比于中国股市近期的大幅下跌，日本股市相较于6月初的小幅上

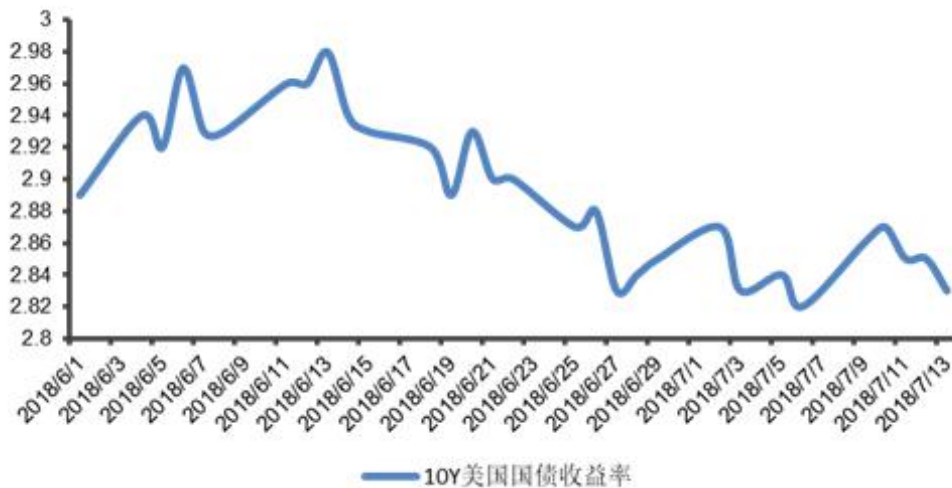
涨显得十分难得。国内创业板指、深证成指以及上证 A 指均在 6 月至 7 月初下行，7 月初至 7 月中旬有所反弹。

国内方面，面对屡屡发生的信用违约事件、经济下滑压力增大等情况，监管层去杠杆的强硬态度有所软化，央行的货币政策也继续转向。值得关注的事件主要有两个：一是媒体报道央行近来通过窗口指导银行，包括：（1）关于告贷投进，较月初报送告贷额度外的多增部分（额定投进），按 1: 1 给予 MLF 资金（多增部分为一般告贷，不鼓励收据和同业告贷）；（2）关于信誉债出资，AA+及以上评级按 1: 1 份额给予 MLF，AA+以下评级按 1: 2 给予 MLF 资金（要求有必要为工业类，即金融债、城投债都不算）。二是资管新规的进一步落实细则中实质性放松了部分条款：（1）公募产品允许适当投资非标；（2）银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”进行估值；（3）对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标债券，在 MPA 考核时，合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用。支持有非标债权资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。上述两项措施表明，为了解决银行信贷投放意愿低迷、小微企业融资困难等问题，货币政策和监管态度都已经有所转向。但是考虑到当前需求持续不足、生产出现低迷等较差的宏观经济形势，仅通过总量调控的货币政策使资金流向本就良莠不齐的中小企业很难保证其投向的企业均是高质量的，否则又会催生出企业杠杆和金融市场泡沫。事实上，即使在央行

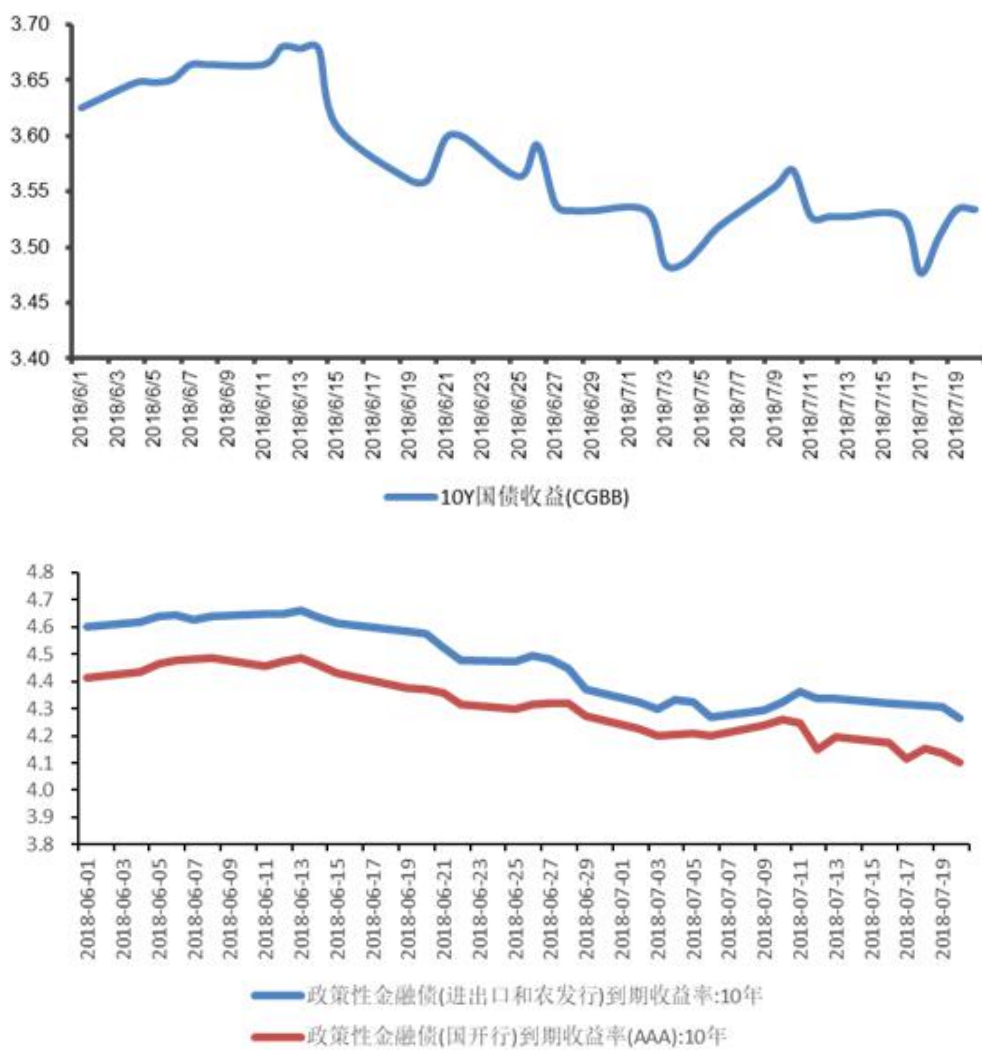
货币政策出现了转向的端倪，但在当前实体经济不景气，金融整顿未完成的背景下，去杠杆和严监管的整体基调并不会发生根本改变，只要这一基调未变，当前股市的短期回升就存在出现泡沫的可能，因此，对于未来股市的走势需持谨慎的态度。

（二）全球债券市场评析

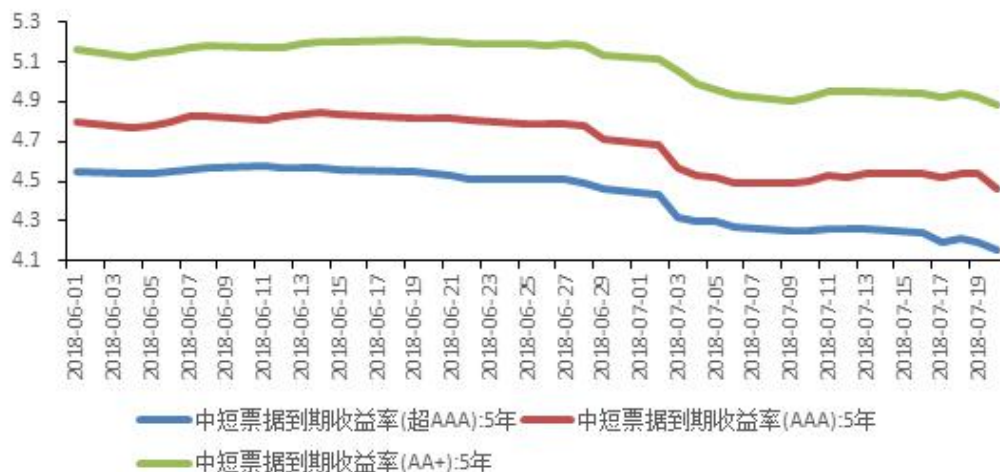
1. 美国国债市场评述。6月至7月20日，美国10年期国债收益率呈现倒V字震荡态势。6月初到6月中上旬，10年期国债收益率上行至2.98%的高点。之后，因为中美贸易摩擦和美国CPI不及预期等因素，10年期收益率趋势下行至2.83%左右。



2. 中国债券市场分析。6月至7月中旬，中国债券市场收益率一路下行。在利率债方面，10年期国债收益率在月初至月中小幅反弹，之后一路震荡下行，截止到7月20日，10年期国债利率下降至3.53%左右。10年期国开债、农发和口行债的到期收益率走向相似。截至7月20日，10年期国开债、农发和口行债到期收益率分别降至4.10%和4.26%。



在信用债方面，6月至7月中旬，中短票据收益率总体有所下行。超AAA、AAA以及AA+的到期收益率涨幅均在30BP左右，相互间利差有所扩大，涨了约5个BP。截至7月20日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为4.15%、4.46%和4.88%。这主要是监管层去杠杆态度软化以及央行窗口指导导致的。



3. 中国债券市场预判。6月至7月，中国利率债和信用债的到期收益率均呈现震荡下行态势。具体来看，本轮信用债和利率债走势有所区别：利率债年初以来呈现趋势下行，而信用债收益率下行则开始于7月初。利率债收益率下行主要受宏观经济基本面持续走弱与货币政策边际改善的影响，而信用债收益率下行则主要反映监管政策落地后信用产品需求的回暖，例如：对非标债券渠道监管的放松和落实低等级信用债纳入MLF抵押品范围。同时，信贷的猛增导致了6月份社融大量反弹，或许也暗示了信贷宽松的可能性。再加上宏观经济未来不明，实体经济需求不旺、地方公共部门负债受限、逆全球化风险上升等多重不利因素的影响下，债券投资的需求预计也进一步提升。另外，7月中旬，央行相继推出一级交易商额外给予MLF资金以支持信用债、资管新规详细条款放宽等措施，试图通过定向措施解决低资信用债以及小微企业融资难等问题。在此基础上，预计下半年将会出现“宽货币+宽信用”的双重宽松组合，在这种情况下，债券市场将不仅仅出现利率债的单一行情，信用债或许也会迎来新的机会，出

现“利率债+信用债”的双边上涨行情。但是，正如上文分析，在当前实体经济不景气，金融整顿未完成的背景下，去杠杆和严监管的整体基调并不会发生根本改变。只要这一基调未变，通过总量货币政策引致的企业业绩增长就仍存在泡沫化的可能，其发行信用债的不确定性也会增多。因此，综合多方因素，笔者认为未来机构仍然更倾向于投资低风险的债券资产。

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

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。

