



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

太和智库  
2018年8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. 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. 月度进出口数据评述.....	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.....	13
4. 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.....	26
(一) 中国金融数据评析.....	26
(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	30
三、全球金融市场走势预判.....	31

<b>(一) 全球股票市场评析.....</b>	<b>31</b>
1. 欧美股市评述.....	31
2. 亚洲股市评述.....	32
3. 全球未来股市走势分析.....	33
<b>(二) 全球债券市场评析.....</b>	<b>35</b>
1. 美国国债市场评述.....	35
2. 中国债券市场分析.....	35
3. 中国债券市场预判.....	37

## 报告主要观点

2018年7月，主要宏观经济与金融数据显示，国内需求端全面和持续低迷，生产端疲软也继续得到印证，在外部环境不确定性加剧的情况下，经济复苏势头较弱，且“滞胀”隐忧凸显。

具体而言，CPI 环比、同比持续上涨，同比重回“2”时代，其中食品与非食品价格共同推高通胀，笔者前期警示的中美贸易摩擦推高通胀的担忧初步显现。PMI 生产与需求指数均持续下滑，工业增加值继续低位徘徊，生产乏力现象进一步凸显。尽管制造业投资，尤其是高新技术产业投资加快，但产业见效周期较长，且基建投资下滑持续拖累固定资产投资增速，对经济的拉动作用有限。在贸易摩擦持续影响下，进出口环比下降显著，进口产品、出口目的地等结构性数据的变化均显示贸易摩擦的影响不容忽视。在经济低迷形势下，社会消费总额与各类商品零售额全面回落。在生产与需求同步萎缩的形势下，社会融资规模增速回落，但受7月监管、货币政策趋宽松的影响，新增人民币贷款有较大幅度增长。

本月笔者对中国经济、金融数据展望如下：价格方面，食品与非食品价格均存在上涨压力，尤其维持两年低位波动的食品价格或将加速上涨，持续推高CPI。PPI则存在较大概率的下行趋势，“滞胀”隐忧凸显。尽管企业被动补库存暂时支撑了PMI指数，但这种源自生产端而非需求端的支撑作用难以持续，PMI仍有回落的可能。积极财政政策或将刺激基建投资再度加速增

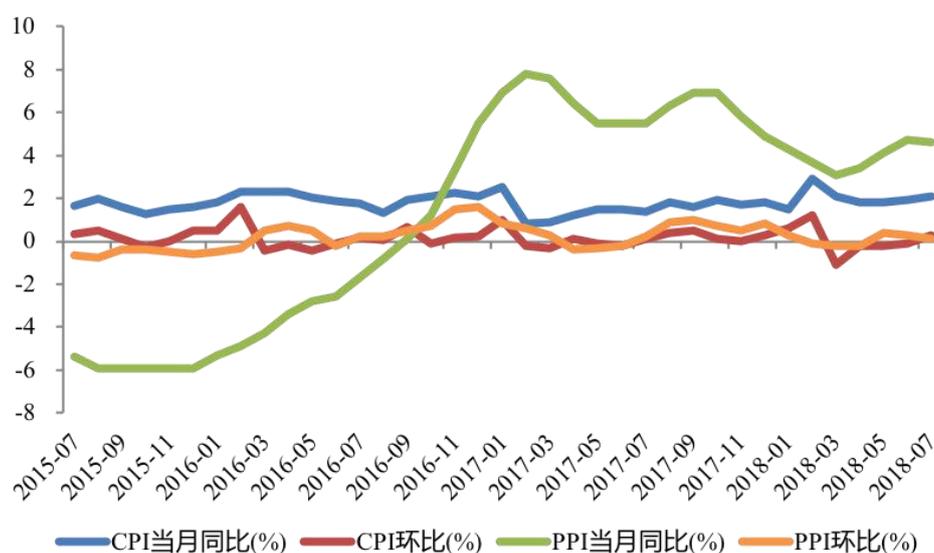
长，但对经济增长的拉动作用边际递减将无法避免；高新技术制造业投资是未来拉动固定资产投资的主要动力。随着今年三四线城市货币化棚改的陆续结束，当前房地产投资、土地购置面积和销售面积的回升不可持续，未来房地产投资持续放缓将会是必然趋势。从内需看，信贷支撑已难以为继，消费将大概率继续走低；从外需看，贸易摩擦加剧使得已迎来拐点的进出口数据面临较大压力。需求端持续低迷已传导至生产端，工业增加值将迎来趋势性回落。

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：伴随着国际贸易形势的进展，全球股市走势将在未来一段时间内形成共振，处于高位的美国三大指数未来需警惕避险情绪所引发的资产类别转移。中国股市方面，7月偏宽松的货币政策和财政政策信号使得短期存在触底反弹的可能，但长期仍缺乏基本面支撑。债市方面，尽管近期信用风险有所缓解，但货币政策的全面宽松不可预期，未来信用甄选后配置高风险的资产或将成为可行的选择，但目前债券市场配置需求仍以低风险利率资产为佳。

## 一、中国经济运行评析

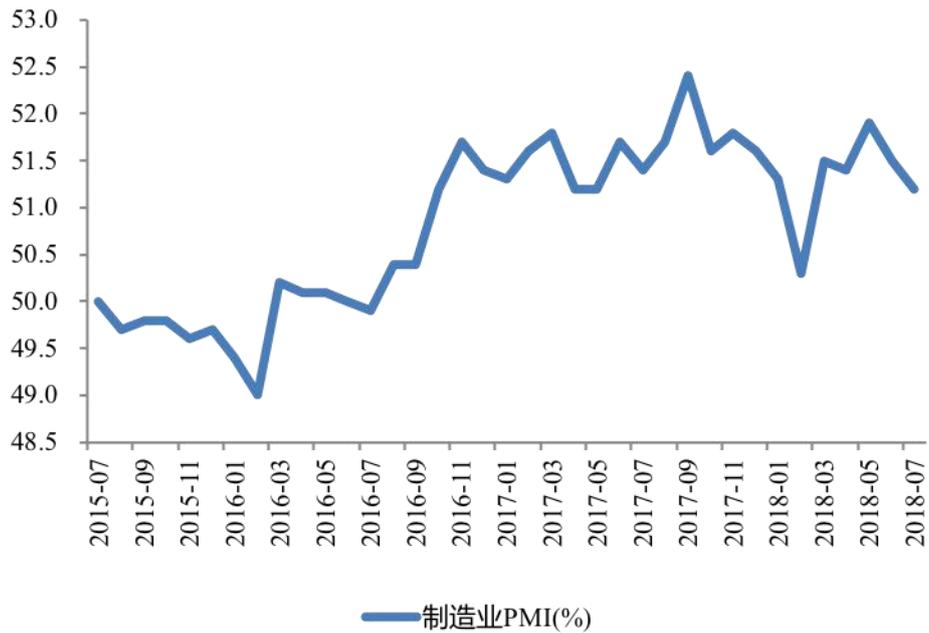
### (一) 宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。7月CPI环比上涨0.3%，同比上涨2.1%，同比较6月增加0.2个百分点，且超过1.9%的市场预期。PPI环比上涨0.1%，同比上涨4.6%，较6月回落0.1个百分点，终结了连续三个月的上升走势。

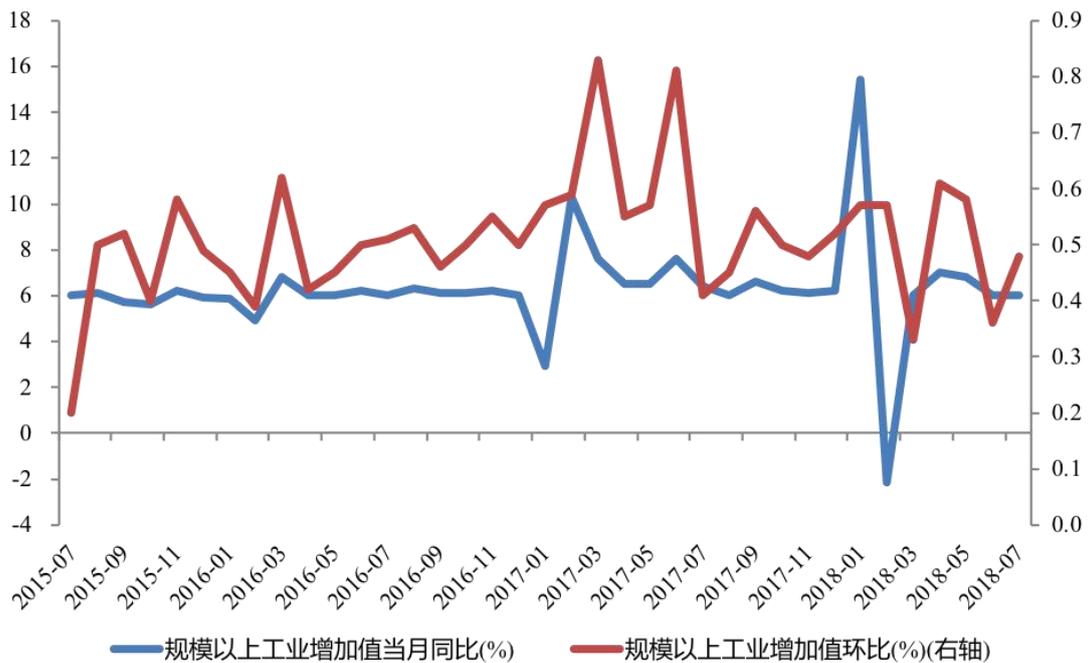


2. 月度制造业 PMI 评述。7月制造业 PMI 数据为 51.2%，环比下降 0.3 个百分点，同比下降 0.2 个百分点。从分项数据看，生产指数为 53.0%，低于上月 0.6 个百分点；新订单指数为 52.3%，比上月回落 0.9 个百分点；原材料库存指数为 48.9%，比上月回升 0.1 个百分点；从业人员指数为 49.2%，比上月上升 0.2 个百分点；供应商配送时间指数为 50.0%，高于上月 0.2 个百分点；原材料购进价格指数为 54.3%，比上月下降 3.4 个百分点。

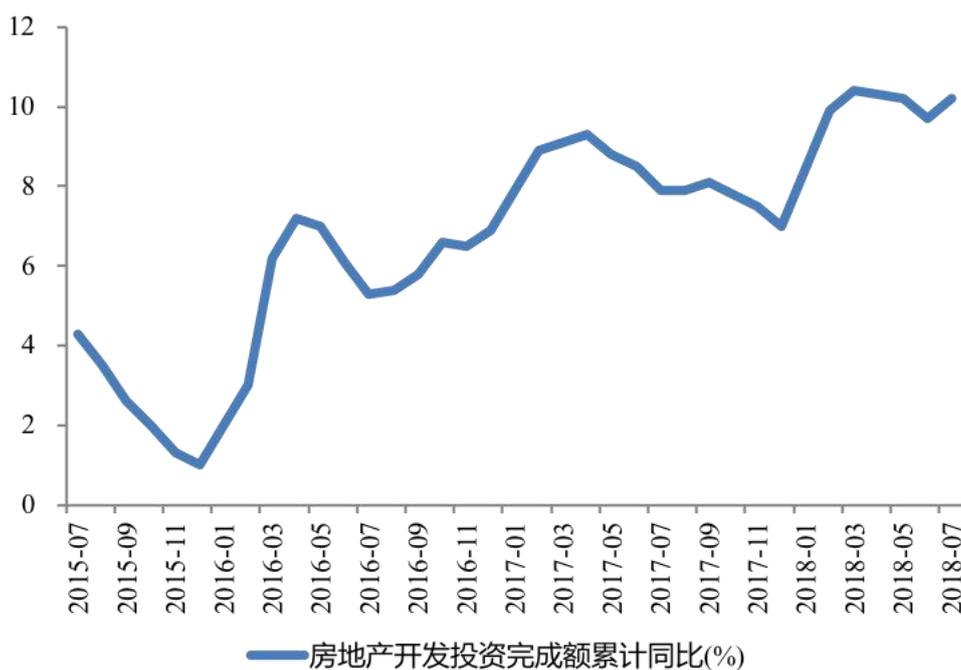
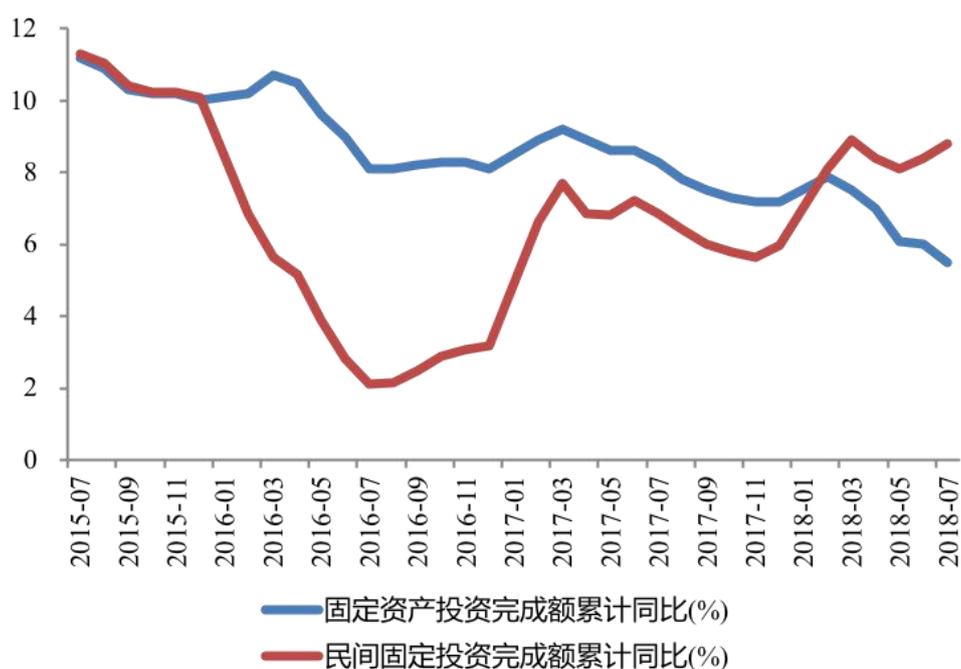
7月非制造业商务活动指数为 54%，低于上月 1.0 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.6%，比上月回落 0.8 个百分点。

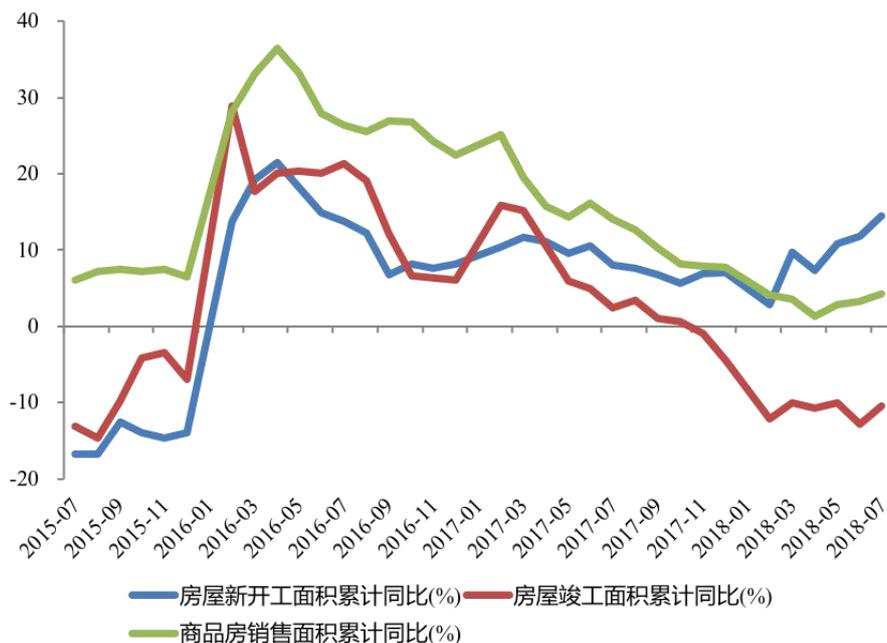


**3. 月度工业增加值评述。**7月全国规模以上工业增加值同比实际增长6.0%，与上月持平，但低于去年同期0.4个百分点，且低于市场预期的6.3%。从环比看，7月规模以上工业增加值环比增长0.48%，较上月提高0.13个百分点。1-7月规模以上工业增加值同比增长6.6%，增速较1-6月回落0.1个百分点。

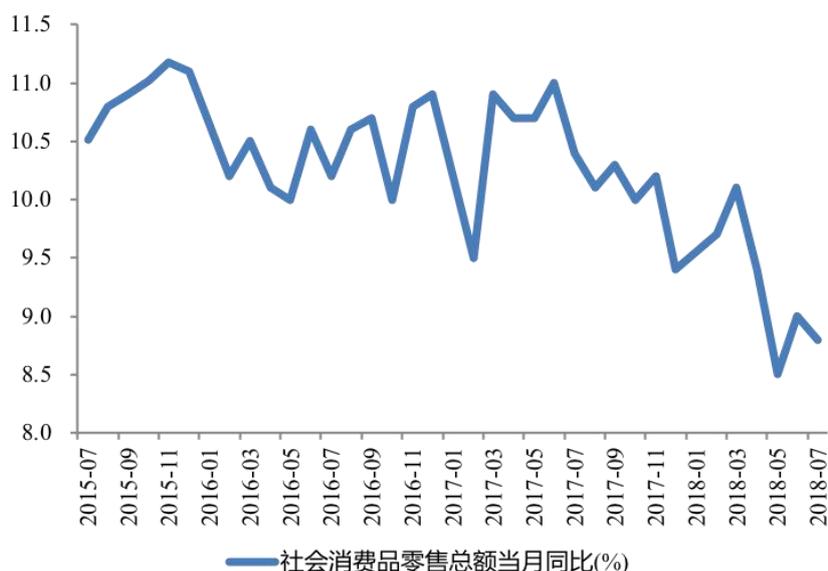


**4. 月度固定资产投资评述。**1-7月全国固定资产投资35.58万亿元，同比增长5.5%，增速比上月降低0.5个百分点，且比去年同期回落2.8个百分点；1-7月民间固定资产投资22.26万亿元，同比增长8.8%，增速比去年同期提高1.94个百分点。

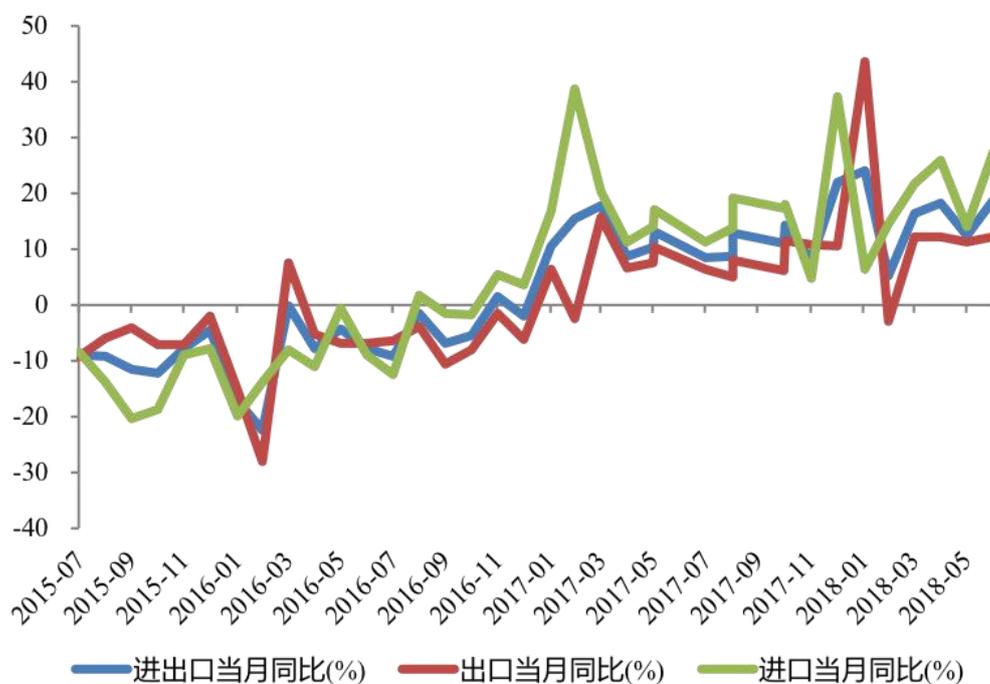




**5. 月度社会消费总额评述。**7月社会消费品零售总额3.07万亿元，同比名义增长8.8%，增速比6月下滑0.2个百分点，不但低于预期0.3个百分点，而且大幅低于去年同期1.6个百分点，降至历史次低值。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长5.7%，增速比上月降低0.8个百分点。从环比看，季度调整后的7月社会消费品零售总额环比增长0.67%，比6月降低0.07个百分点。1-7月社会消费品零售总额同比增长9.3%。



**6. 月度进出口数据评述。**7月进出口总值为2.60万亿元人民币，同比增长12.5%，前值4.3%。其中，出口总值为1.39万亿元，同比增长6.0%，预期5.6%，前值3.1%；进口总值为1.21万亿元，同比大幅增长20.9%，预期12.5%，前值6.0%；进出口顺差1769.6亿元，预期2271亿元，前值2618.8亿元。以美元计，7月进出口总值为4030.8亿美元，同比增长18.8%，前值12.5%。其中，出口总值为2155.7亿美元，同比增长12.2%，预期10.0%，前值11.2%；进口总值为1875.2亿美元，同比增长27.3%，预期16.5%，前值14.1%；进出口顺差280.5亿美元，预期389.2亿美元，前值414.7亿美元，较上月大幅收窄32.4%。





## (二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。食品价格与非食品价格共同助推CPI同比上升。7月食品价格同比上涨0.5%，涨幅较6月提升0.2个百分点，影响CPI上升约0.1个百分点。分细项看，除畜肉类价格同比下降4.9%，影响CPI下降约0.22个百分点之外，其他绝大多数食品类价格上涨明显。其中，食品烟酒价格同比上涨1.0%，影响CPI上涨约0.31个百分点，蛋类价格、禽肉类价格以及鲜菜类价格分别上涨了11.7%、6.6%以及3.8%，影响CPI上涨0.06、0.08以及0.09个百分点。值得注意的是，猪肉价格下降9.6%，影响CPI回落0.24个百分点，尽管猪肉价格同比降幅较上月缩短了3.2个百分点，但其仍然是压低CPI的最主要因素。

非食品价格同比增幅持续扩大，拉高CPI同比。7月非食品价格同比上涨2.4%，较上月增加0.2个百分点，影响CPI上涨约

1.96 个百分点；环比上涨 0.3%，同样较上月回升 0.2 个百分点。分项来看，首先，汽油和柴油价格上涨最为显著，分别上涨 22.7% 和 25.1%，合计影响 CPI 上涨约 0.42 个百分点。其次，医疗保健类、旅游类、教育服务类以及居住类等四项价格上涨较为明显，分别上涨 4.6%、4.4%、2.8% 以及 2.4%，合计影响 CPI 上涨约 1.16 个百分点。可见，在七大类价格中，医疗保健、教育文化和娱乐以及居住类项目是推动 7 月 CPI 同比上涨的又一重要因素。尽管暑假出行高峰期间旅游相关产品价格提升的影响并不具备可持续性，但以医疗保健、居住和教育文化为代表的非食品项目将会成为长期推动 CPI 上涨的动力。

**PPI 同比、环比均小幅回落。**7 月 PPI 同比上涨 4.6%，较上月回落 0.1 个百分点；环比上涨 0.1%，较上月提升 0.2 个百分点。数据显示，7 月工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比上涨 6.0%，较上月回落 0.1 个百分点，影响 PPI 上涨约 4.5 个百分点。其中，采掘工业和原材料工业价格涨幅最为明显，分别为 13.4% 和 9.0%，较上月分别提升 1.9 和 0.2 个百分点，而加工工业同比涨幅 4.1%，较上月回落 0.5 个百分点，成为拖累生产资料价格和拉低 PPI 的重要因素。生活资料价格上涨 0.6%，较上月回升 0.2 个百分点，影响 PPI 上涨 0.12 个百分点。在工业生产者购进价格中，黑色金属和有色金属冶炼及压延加工业价格回落显著，合计影响 PPI 同比涨幅回落约 0.31 个百分点。石油和天然气开采业则上涨明显，涨幅达到 42.1%，较上月提升 9.4 个百分点。

展望未来，食品价格与非食品价格共同助推 **CPI** 同比加速上升，**PPI** 小幅回落，滞涨风险提高。随着自然灾害影响与疫情的扩大，猪肉供给收缩、价格降幅边际收窄甚至回升将显著影响食品类 **CPI** 指数，食品价格对于 **CPI** 的影响将会持续由负转正。在非食品价格方面，持续高企的原油价格、持续大幅上涨的居住成本、教育文化以及医疗保健等项目会不断提升 **CPI**。另外，考虑到前期基数的缩小，未来通胀过度上行的可能仍然存在，通胀上行的压力不容小觑。

在 **PPI** 方面，7 月 **PPI** 同比和环比均小幅回落。究其原因，最主要的是生产资料价格的下降对 **PPI** 产生的下行压力。7 月中美贸易摩擦不断升温对于我国加工工业造成的影响，在一定程度上拖累了生产资料的价格，从而拉低了 **PPI** 同比增速。尽管未来基建再次发力或许能够延缓 **PPI** 下行，但是随着需求端不景气传导至生产端，生产端的提价因素也会在需求端回落的带动下逐渐消失，同时，伴随中美贸易摩擦带来的不确定性以及大宗商品价格涨幅的边际走低，未来 **PPI** 将面临大概率回落的可能。在这种情况下，**CPI** 上涨压力加上 **PPI** 下行负担，“滞胀”现象或许将在未来一段时间内显现。

**2. 制造业 PMI 分析与预测。7 月制造业 PMI 较上月下降 0.3 个百分点，且低于预期 0.1 个百分点，大多数分项指数同比均出现不同程度的回落。总体来讲，制造业指数虽仍保持在扩张区间运行，但相对于前期，已出现趋弱的态势。在前期阶段性高点的**

基础上，7月 PMI 制造业指数为 51.2%，较上月下降 0.3 个百分点，且低于去年同期 0.2 个百分点，制造业生产仍保持在扩张区间。值得注意的是，在今年 5 月达到年内高点后，PMI 指数连续两个月环比、同比均出现下滑，且均低于预期值。分类指数来看，生产指数为 53.0%，低于上月 0.6 个百分点；采购量指数为 51.5%，比上月回落 1.3 个百分点。生产和采购指数显示企业生产经营活动和预期已出现下滑。从需求端来看，7 月新订单指数为 52.3%，比上月回落 0.9 个百分点；新出口订单指数为 49.80%，与上月水平一致；进口指数为 49.6%，较上月下降 0.4 个百分点；从业人员指数为 49.2%，较上月小幅上升 0.2 个百分点。

7 月新订单指数较上月出现明显下滑。随着 7 月中美贸易摩擦的升级，其负面影响已然显现，新出口订单指数已连续两个月处于荣枯线以下。在贸易摩擦和人民币汇率走弱双重影响下，进口指数跌至临界点以下并跌破两年内最低点，环比下降 1.5 个百分点，录得 49.6%。7 月产成品库存指数为 47.1%，较上月上升 0.8 个百分点；原材料库存指数为 48.9%，较上月微升 0.1 个百分点。产成品库存与原材料库存之差继续扩大，表明前期企业对国内需求的乐观预期可能造成了提前生产现象。7 月 PMI 原材料购进价格指数为 54.3%，环比大幅下滑 3.4 个百分点，PMI 出厂价格也出现了环比 2.8 个百分点的大幅下滑。价格指数下滑主要是由于大宗商品价格回调所致。7 月主要工业品中，煤炭、原油、铜价格均出现下滑，仅螺纹钢价格略有上升。

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 指数继续回落。7 月大型企业 PMI 为 52.4%，比上月回落 0.5 个百分点；中型企业 PMI 为 49.9%，与上月持平；小型企业 PMI 为 49.3%，较上月回落 0.5 个百分点。

7 月中国非制造业商务活动指数为 54%，较上月下降 1.0 个百分点。新订单指数、投入品价格指数、销售价格和从业人员指数均出现不同程度上升，但业务活动预期环比下降 0.6 个百分点，录得 60.2%。所有主要非制造业分类指数均处于荣枯线以上。虽然业务活动预期指数持续保持在 60% 以上，但已连续三个月下滑，表明非制造业企业对于经营的预期有转向的迹象。

7 月制造业 PMI 下滑是经济和非经济因素共同作用的结果。在非经济因素方面，7 月全国持续高温和降雨天气导致部分地区企业停产及项目停工，生产活动和市场需求受到一定影响，对制造业和非制造业活动造成一定阻碍。在经济因素方面，一是从外部需求来看，贸易摩擦的不利影响自 5 月起便已不断发酵，7 月 PMI 外需环比下降并不明显，新出口订单指数较 6 月维持不变，但进口指数发生大幅度下降。贸易摩擦影响的恶劣程度仍存在巨大的不确定性。事实上，7 月欧美贸易谈判进展顺利，合作倾向明显，而中美贸易摩擦则存在继续升级的可能，外部环境整体偏向悲观。若欧美发达国家就以意识形态为标准划分新贸易格局达成一致的话，则未来中国所面对的国际贸易压力将继续增大，进出口环境也将进一步恶化。二是从内部环境来看，中小企业 PMI

仍处于荣枯线以下，正如笔者上月所述，这是经济去杠杆过程中对中小企业的错杀所导致的，但是这一现象或将得到明显改善。自今年7月起，央行出台的定向降准、银行贷款和产业债配MLF等货币政策，意在改善中小企业融资环境、放松货币环境、维持流动性合理充裕。虽然相对宽松的货币环境向实体经济的传导存在滞后，但从长期来看，中小企业的生产经营和融资环境相较前期将逐渐改善。在财政政策方面，7月的国务院常务会议已表达重启宽松财政政策并推动基建投资托底经济的意图，未来内需或将转向。

总体来看，7月PMI整体较为平稳，且持续位于扩张区间，企业生产经营活动尚可。不过中美贸易摩擦的负面影响已经显现，并存在继续恶化的可能。但是，7月密集出台的一系列积极的财政和货币政策，或将起到暂时稳定国内经济并刺激内需的作用，在外部不确定性日益增强时能够成为托底经济的因素。然而，考虑到当前需求端内生动力不足、生产端已现低迷等诸多不利的宏观经济因素，未来制造业PMI仍有回落的可能。

**3. 工业增加值分析与预测。**分三大门类看，三大行业增加值涨跌互现，采矿业同比增速较大幅度下滑，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速微降，制造业增加值增速小幅回升，这些是工业增加值同比增速持平的主要拉动力，但仍处于较低水平。7月采矿业增加值同比增长1.3%，增速较6月大幅下降1.4个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.0%，较

上月小幅回落 0.2 个百分点；制造业增加值增长 6.2%，较上月小幅回升 0.2 个百分点，但仍低于去年同期 0.5 个百分点，且处于历史次低水平。制造业小幅回升与前期制造业投资，尤其是高新技术产业投资较快增长有关。但值得注意的是，6 月工业增加值大幅下滑与高基数和受季节性影响较大的电力、热力、燃气及水生产和供应业增速下滑有关，而 7 月工业增加值同比增速与 6 月持平，继续在低位徘徊，进一步印证了企业生产端疲弱的态势，“生产弱、需求弱”的局面仍在持续。

分经济类型看，除外商及港澳台投资企业增加值有较大幅度上升外，国有控股企业增加值小幅回落，股份制企业增加值则继续回落并在低位徘徊。7 月国有控股企业增加值同比增长 6.2%，较上月小幅回升 0.1 个百分点；外商及港澳台商投资企业增长 6.1%，比上月大幅回升 0.7 个百分点；集体企业下降 2.8%，降幅较上月扩大 0.9 个百分点；股份制企业增长 6.0%，较上月下降 0.1 个百分点，继续降至去年 8 月以来的新低，且已连续三个月徘徊在 6%左右的低位。去年以来，国有控股企业增加值同比增速回升并在较高位徘徊，而近两个月增速则降至较低水平，国有控股企业对工业生产的拉动作用疲态凸显；股份制企业增加值持续保持在较低增速，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，考虑到外部环境面临较大不确定性，外商投资企业工业增加值增速难以有趋势性增长。

分行业看，7 月 41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同

比增长，但医药制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等行业增加值下滑明显；高新技术产业增加值增速涨跌互现，计算机、通信和其他电子设备制造业涨幅明显，专用设备制造业小幅回落。7月受大宗商品价格继续上涨及前期制造业投资加快等因素影响，相关产业增加值增速有所提高。其中，非金属矿物制品业、有色金属冶炼和压延加工业、金属制品业、电气机械和器材制造业增加值分别增长5.2%、5.6%、2.5%和5.7%，较上月分别提高1.5、1.6、1.1和1.9个百分点。制造业增加值中，汽车制造业同比增速大幅回落，较上月下降7.7个百分点，是拖累制造业增加值的主要因素。高新技术产业增加值增长涨跌互现，后续增长有待持续观察。其中，专用设备制造业增加值同比增长11.2%，较上月下降0.3个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长13.5%，较上月提高2.6个百分点，是增加值增幅最大的行业。在外部环境恶化和供给侧结构性改革驱动下，高新技术产业投资和相关产业工业增加值增长未来有望成为工业增加值的主要拉动力。分产品看，7月596种产品中有345种产品同比增长，比6月增加42种。

分地区看，东部地区同比增速止跌回升，东北地区同比增速有较大幅度反弹，中部地区和西部地区同比增速下滑。7月东部地区工业增加值同比增长4.1%，较上月回升0.6个百分点，时隔两个月增速再次回升；东北地区增加值同比增长7.3%，较上月大幅回升1.4个百分点；中部地区和西部地区同比分别增长6.9%

和 6.4%，较上月均下降 0.6 个百分点。

7 月规模以上工业增加值与上月持平，但低于去年同期和预期值，继续徘徊在去年 2 月以来的低位。考虑到 6 月受高基数和电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速季节性回落等因素影响，7 月工业增加值依旧在这一低位徘徊，进一步印证了生产端的疲软。

从三大门类来看，受前期制造业投资加快影响，制造业增加值有小幅回升，但尚未见趋势性回暖；从企业类型来看，股份制企业工业增加值已长期徘徊在较低水平，且难见回暖迹象，以国有控股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，但国有控股企业的拉动作用已现疲态。7 月汽车制造业生产大幅回落，高技术制造业增长尚不稳定，只有计算机、通信和其他电子设备制造业增长较为显著。

7 月工业增加值继续保持低位，与 PMI 生产指数的回落保持一致。前期需求端疲软已传导至生产端，上半年工业增加值与其他宏观经济数据相背离的现象归为一统。下半年贸易摩擦的影响仍将持续，尽管这在一定程度上刺激了制造业尤其是高新技术产业的投资，但其对工业生产的拉动效果尚需时日才能显现，且目前工业生产结构继续分化，未来工业增加值或将在当前的趋势性低位徘徊。

#### **4. 固定资产投资分析与预测。第一产业投资增速企稳，制**

制造业投资继续反弹，基建投资持续下行。固定资产投资增速继续下滑，1-7月增速比1-6月下降0.5个百分点。第一产业投资增速高位回落趋势有所缓和，第二产业增速继续反弹，第三产业增速持续下降。具体来看，第一产业投资同比增长13.7%，比1-6月上升0.2个百分点；第二产业投资同比增长3.9%，增速比1-6月提高0.1个百分点；第三产业投资同比增长6.0%，较1-6月下降0.8个百分点。具体来看，第二产业中，制造业投资增长7.3%，增速提高0.5个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资下降11.6%，降幅扩大1.3个百分点。制造业投资持续回升是推动第二产业增速上升的主要因素。从制造业细分产业来看，1-7月计算机、通信和其他电子设备制造业同比上涨17.0%，增速较1-6月减慢2.7%，但仍是制造业细分产业中最高的。因此，制造业投资持续回升仍对第二产业投资起到支撑作用。在第二产业中，高新技术类产业仍然保持高速增长。1-7月高新技术制造业投资增长12.2%，增速高于全部制造业投资4.9个百分点。综合考虑中美贸易摩擦逐步恶化的外部环境以及国内供给侧结构性改革的推进情况，制造业持续升级已是必然趋势，预计未来一段时间内，高新技术产业制造业的投资会长期支持整体投资的增速。

在第三产业中，基建投资同比增长5.7%，较1-6月降低1.6个百分点，且低于去年同期15.2个百分点，再次刷新了历史最低值。如笔者之前报告中所述，一方面，中央限制地方隐性债务

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。不过需要注意的是，基建投资的风向在 7 月发生重大转变，国务院常务会议释放出了财政、金融政策宽松的信号，此后更加积极的财政政策极有可能以重启大规模基建投资为主要手段，未来基建投资或将有所回升。

分地区看，东北地区投资增长 3.3%，较上月下降 3 个百分点，继 6 月大幅增长之后，又回落到正常水平；东部地区投资增长 5.8%，增速较 1-6 月提高 0.3 个百分点；中部地区投资增长 9.3%，增速提高 0.2 个百分点；西部地区投资增长 2.3%，增速回落 1.1 个百分点。

内资企业投资继续回落，外商投资增速由降转升。从投资主体类型看，内资企业投资增速回落 0.4 个百分点至 6.0%，港澳台商投资下降 6.4%，降幅较上月缩窄 1.3 个百分点。外商投资同比增速为 3.1%，增速提高 0.8 个百分点。

房地产开发投资小幅回升，土地购置面积、销售面积继续增加。1-7 月全国房地产开发投资同比增长 10.2%，较 1-6 月上升 0.5 个百分点，高于去年同期 2.3 个百分点。其中，房屋新开工面积同比增长 14.4%，增速提高 2.6 个百分点；房屋竣工面积同比下降 10.5%，降幅略微收窄 0.1 个百分点，其中住宅竣工面积同比下降 12.2%，比去年同期多降 0.8%；企业土地购置面积同比增长 11.3%，较上期增速提高 4.1 个百分点；土地成交价款增

长 21.9%，增速提高 1.6 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。1-7 月商品房销售面积同比增长 4.2%，增速上升 0.9 个百分点；商品房销售额同比增长 14.4%，增速上涨 1.2 个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长 6.4%，增速上涨 6.4 个百分点；国房景气指数为 101.88，较上月提高 0.2 个百分点。

自 5 月起，土地购置面积、销售面积、到位资金的累计数据虽继续有所反弹，但笔者仍然认为这种状况并不可持续。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，而后的原动力则是来自于货币化棚改产生的房地产投资需求。随着三四线城市货币化棚改结束，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。7 月央行公布的 PSL 月投放为 303 亿元，为近两年来的最低值。目前，除了 PSL 推动的棚改计划外，随着棚改货币化力度的减弱以及居民去杠杆、金融去杠杆的推行，流入房地产的资金会持续缩小，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。

1-7 月固定资产投资方面，如前所述，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，而未来积极的财政政策或将刺激基建投资再度加速增长。

房地产投资方面，1-7月房地产投资增速反弹仍然是三四线城市货币化棚改推动的。由于央行已经压低PSL增量，未来三四线城市房地产投资将会失去核心动力。同时，尽管近期去杠杆逐渐调整为“稳杠杆”，但金融监管会使得以流入小微企业为主要目的的资金流很难再次渗透到房地产行业，未来房地产投资趋缓将成为必然。

**5. 社会消费总额分析与预测。**7月消费增速小幅回落，低于去年同期，且季调后的环比也在下降。这与笔者一直以来的观点吻合：信贷支撑的消费增长不可持续。7月社会消费品零售总额同比增长8.8%，增速比1-6月降低0.6个百分点，且低于去年同期1.6个百分点。其中，城镇消费品零售额同比增长8.6%，比1-6月降低0.6个百分点；乡村消费品零售额同比增长10.4%，比1-6月降低0.1个百分点，二者均处于低位。金融数据显示7月居民户新增短期贷款增加1768亿元，较往期有所回落。但是，社会消费品零售总额降至历史低点，这无疑说明了消费潜力已经被信贷透支，居民加杠杆增速的拐点已经到来，未来社会消费增速或将继续下滑。事实上，近一年来消费同比增速也的确在逐步下滑，今年以来除3月以外，其他时间同比增速均低于10%，远低于往年10%以上的增速中枢水平。

从消费类型看，除中西药品类、石油及制品类、汽车类等少

数商品类别外，绝大多数类别商品零售额同比增速均下滑，其中家用电器和音像器材类、通讯器材类、饮料类、烟酒类等商品增速下滑最为显著。具体来讲，家用电器和音像器材类、家具类、通讯器材类、建筑及装潢材料类等耐用品消费同比分别增长0.6%、11.1%、9.6%、5.4%，较上月分别大幅下降13.7、3.9、6.5、1.8个百分点；饮料类、烟酒类、日用品类、文化办公用品类、化妆品类等非耐用品消费分别增长6.8%、6.3%、11.3%、1.8%、7.8%，较上月分别下滑5.8、5.1、4.5、1.7、3.7个百分点。耐用品与非耐用品、饮料、烟酒等价格不敏感型商品和化妆品等价格敏感型商品消费同比增速均全面回落，杠杆支撑下的消费已开始全面萎缩。值得注意的是，汽车类消费同比增速已经连续多月处于低位，7月同比增速继续为负，表明居民耐用品消费需求疲软的同时，汽车库存问题仍不容忽视。

1-7月全国网上零售额4.79万亿元，同比增长29.3%，增速较1-6月回落0.8个百分点。其中，实物商品网上零售额增长29.1%，占社会消费品零售总额的比重为17.3%。网上消费增速虽然持续高于社会总体消费增速，但也处于回落状态。

7月社会消费品零售总额同比增速大幅回落，低于去年同期和预期，且低于1-7月平均水平。特别是，对比7月金融数据可以发现，居民短期贷款也处于回落状态，不难发现居民继续加杠杆的潜力或已不足。以家用电器为代表的耐用品和化妆品等价格敏感型商品，以及饮料、烟酒等价格不敏感型商品零售额同比增

速全面下滑，暗示着居民消费能力已经被较大透支，社会消费的增速或将进一步下降。

7月中美贸易摩擦愈演愈烈，当前市场需求疲软，经济金融数据均不乐观，宽松的货币政策加积极的财政政策效果尚未凸显。全球货币政策紧缩的大趋势下，我国的货币政策、财政政策腾挪空间将较为有限，如果经济增速继续放缓，那么未来消费增速继续下滑的可能性将极高。

**6. 进出口数据分析与预测。**以人民币和美元计价的7月进出口同比数据均大幅回升，且高于市场预期，这在一定程度上是因为去年同期的基数较低；季调后的环比数据则表现不佳，尤其是以美元计价的进出口季调环比数据均为负值，贸易摩擦的影响凸显。以人民币计，7月进出口总额同比增长12.5%，较上月大幅提高8.2个百分点。其中，出口总额同比增长6%，高于上月2.9个百分点；进口总额同比增长20.9%，较上月大幅提高14.9个百分点，且是今年2月以来的新高。出口小幅回升和进口大幅增长使得7月顺差大幅收窄32.4%至1769亿元，比去年同期减少1441.51亿元。以美元计，7月进出口总额同比增长18.8%，较上月提高6.3个百分点。其中，出口总额同比增长12.2%，较上月小幅回升1个百分点；进口总额同比大幅增长27.3%，高于上月13.2个百分点。考虑到去年同期进出口增速均位于全年较低水平，低基数是7月进出口同比出现较大幅回升的重要因素。值得注意的是，由于近期人民币处于快速贬值趋势，人民币兑美

元汇率从6月初的6.3-6.4区间攀升至7月末的6.8左右，以人民币计价的进出口金额存在一定程度的“虚高”。若考察以美元计价数据可发现，进口和出口同比增速回升幅度较为有限，且出口总额环比增长为-0.5%，季调后的进出口、出口和进口总额环比均为负值，分别为-1.5%、-1.9%和-1.1%。6月进出口数据已全面回落，7月美元计价的进出口环比转为负增长，表明在外部贸易摩擦和内需不足的双重影响下，进出口增长已现颓势。尤其是，7月制造业PMI显示新出口订单指数已连续两个月处于荣枯线以下，进口指数环比下降1.5个百分点至荣枯线以下，且已跌至两年内的最低点。在贸易摩擦阴影笼罩下，预计未来进出口将持续走低。

从贸易方式与结构来看，一般贸易增速和占比有所上升，来料加工装配贸易和进料加工贸易增速下降，贸易方式优化。出口方面，机电产品等制造业出口增长较快，劳动密集型产品出口下降，贸易结构优化；进口方面，7月汽车和汽车底盘进口大增，农产品进口增速放缓，贸易摩擦的影响初步显现，原油、天然气等大宗商品进口量价齐升，继续成为进口金额同比大幅增长的主要动力。以美元计，7月一般贸易进出口总额同比增长21.9%，较上月提高3.4个百分点；1-7月一般贸易进出口总额同比增长12.7%，占贸易总额的58.9%，较去年同期提高2.1个百分点。同时，加工贸易进出口总额同比增长1.5%，占比26.5%，较去年同比下降1.9个百分点，贸易方式持续优化。从进出口结构上来看，

7月机电产品、高新技术产品等制造业出口数量与金额涨跌互现，但综合1-7月，机电产品出口同比增长6.8%，占出口总值的58.3%，服装、纺织品、家具、箱包、玩具等产品出口金额同比均有不同程度下降，劳动密集型产品出口总计下降3.5%，占出口总额的19%，占比进一步下降，贸易结构同样有所优化。

进口方面，7月进口的超预期大幅增长，除了低基数因素以外，汽车和汽车底盘进口的大幅增长，以及原油、成品油、天然气等主要大宗商品进口量价齐升也是重要原因。5月财政部宣布自7月1日起降低汽车整车及零部件进口关税，受这一效应影响，以及企业推迟6月进口至7月，7月汽车和汽车底盘进口增长至16.5万辆，较上月大幅增长229.5%，进口金额环比大幅增长274.4%。相应地，继续受美国农产品加征关税影响，农产品进口金额增速同比仅小幅回升，但1-7月谷物及谷物粉、大豆进口数量则同比分别下降4.8%、3.7%。7月除进口钢材外，主要大宗商品进口数量均环比增长，其中铁矿砂及其精矿、原油、成品油、天然气进口继续保持量价齐升。1-7月原油、成品油、天然气进口分别增加5.6%、10.2%、34.3%，进口均价分别上涨23%、15%、13.3%。因此整体来看，由于贸易摩擦不确定性加剧导致企业抢单效应仍然存在，7月进出口数据总体受贸易摩擦影响尚未完全体现，但从汽车、农产品进口等分项数据来看，贸易摩擦在特定行业的短期效应已经显现。

从出口目的地来看，1-7月中国对美国、欧盟、东盟三大贸

易伙伴出口同比增速均有小幅回落，对巴西、南非、印度等新兴市场国家出口增速同样有所下滑。受贸易摩擦影响，7月对欧盟和日本进口金额环比有较大幅度上升。以美元计，1-7月中国对东盟、南非、巴西、印度等新兴市场经济体出口累计同比增长17.9%、14.7%、29.7%、14.7%，较上期分别下降0.4、1.6、4.3、0.3个百分点，延续了6月新兴市场国家对进出口贡献下滑的趋势。由于与新兴市场经济体贸易主要受经济因素影响，而近期新兴市场经济体经济复苏态势不一，整体低于发达国家，外需不足是影响新兴市场经济体对中国进出口贡献削弱的主要因素。从中美贸易来看，7月与美国进出口总额、出口总额、进口总额和贸易顺差环比均有小幅下滑，但贸易摩擦影响尚不显著，部分源于企业因未来贸易摩擦走势的不确定性而产生的抢单行为依旧存在。相反，7月中国从欧盟和日本的进口金额环比分别大幅上涨20.5%和13.8%，反映了在贸易摩擦影响下企业寻求更多的进口替代，与上述国家的顺差（逆差）规模也相应缩小（扩大）。

7月进出口数据同比增速出现较大幅回升，且高于预期，这是源于去年同期的低基数和企业贸易摩擦不确定性下的抢单行为。考虑到近期人民币快速贬值的影响及考察环比数据可发现，以美元计价的进出口总额环比均为负值，考虑到7月PMI出口指数与进口指数双双回落，未来进出口走低将是大概率事件。

尽管总体数据尚未体现贸易摩擦的影响，但汽车、农产品进

口和出口目的地的变化等结构性数据表明贸易摩擦的影响正逐步显现。未来，从出口看，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。另一方面，尽管以美国为代表的发达经济体复苏势头强劲，但未来将更多受贸易政策影响。7月欧美贸易谈判进展顺利，合作迹象明显，而中美贸易摩擦则存在继续升级的可能。从进口看，随着企业抢单现象逐步消退，而大宗商品价格逐步回落，7月已呈现涨跌互现局面，加上国内内需疲软，预计进口将面临较大压力。但值得注意的是，7月国务院常务会议提出财政政策要更加积极，基建投资有望加大以“补短板”，这将扩大能源、铁矿石等原材料的进口需求，在一定程度上拉动进口增长。

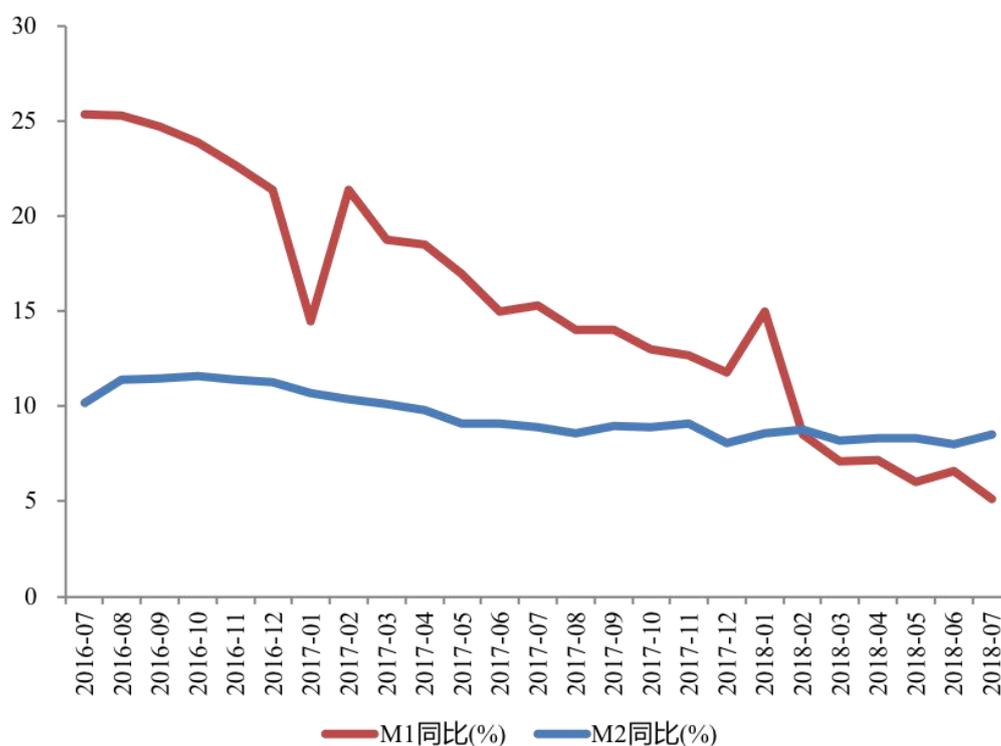
今年下半年贸易数据将取决于人民币贬值、积极财政政策的刺激与贸易摩擦走势的综合作用，目前人民币贬值趋势短期内或将持续，一定程度上可缓解出口压力。若积极的财政政策推动基建投资反弹，今年下半年贸易数据或将保持“稳中有降”的趋势。

## **二、中国金融数据点评**

### **（一）中国金融数据评析**

7月新增社会融资规模10400亿元，较去年同期减少1242亿元，预期11000亿元，前值11800亿元；金融机构新增人民币贷款14500亿元，同比多增6245亿元，预期18750亿元，前值18400亿元。7月M2货币供应同比增长8.5%，预期8.2%，前值8.0%；

M1 货币供应量同比增长 5.1%，较上月末及预期值低 1.5 个百分点。

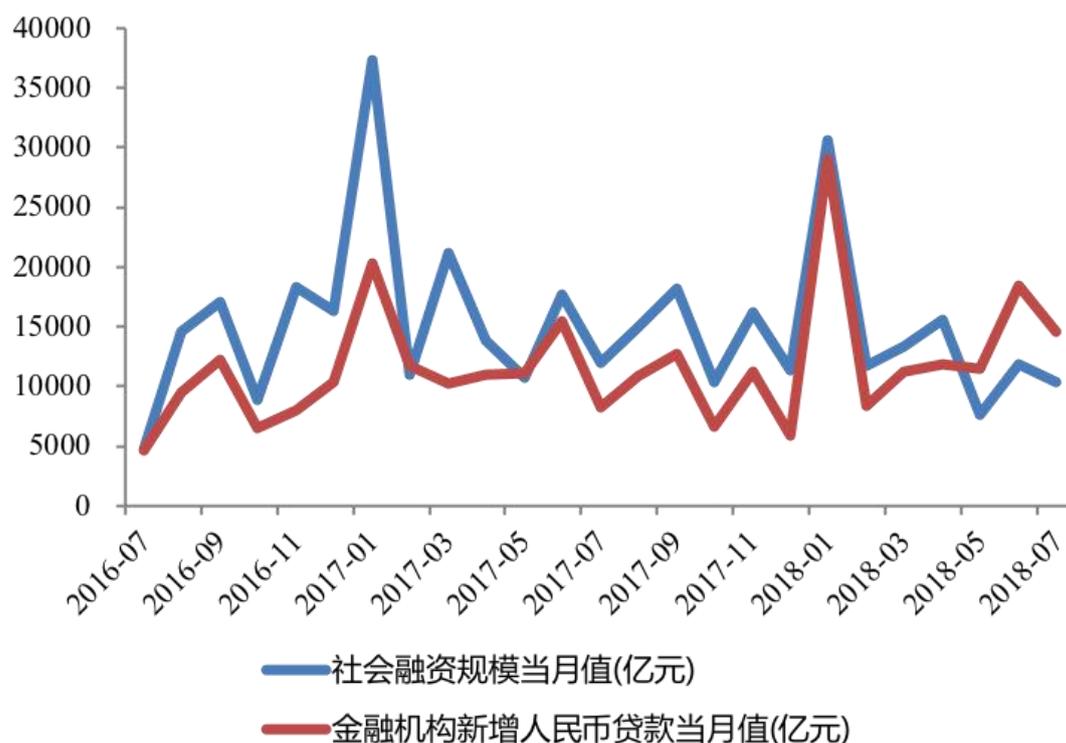


M2 增速小幅回升，且高于预期。7 月 M2 余额同比增长 8.5%，高于上月 0.5 个百分点，比去年同期少 0.4 个百分点。M1 余额同比增长 5.1%，较上月增速降低 1.5 个百分点，大幅低于去年同期 10.2 个百分点。M2 增速虽相较上月已有所回升，但仍在低位徘徊。在金融部门去杠杆的大背景下，M2 维持低位已成为新常态，但近来金融监管的放松，一定程度上将缓和 M2 增长压力。

从金融机构存款情况来看，7 月末人民币存款余额 174.15 万亿元，同比增长 8.5%，增速比上月末高 0.1 个百分点，但低于去年同期 0.9 个百分点。上半年人民币存款增加 1.03 万亿元，同比多增 2127 亿元。其中，住户存款增加 2932 亿元，非金融企业存款减少 6188 亿元，财政性存款增加 9345 亿元，非银行业金融机

构存款增加 8609 亿元。

具体来看，7 月居民新增存款由上个月的 10934 亿元大幅回落至-2932 亿元，这主要是 6 月数据受季末银行监管考察影响，具有很强的季节性因素。从同比来看，本月居民新增存款相比于去年同期增加 440 亿元。企业新增存款由上月的 9475 亿元降至-6188 亿元，同比数据减少 2491 亿元；财政存款增加 9345 亿元，同比大幅增加 16233 亿元；非银行业金融机构存款小幅增加 8609 亿元，同比多增 1218 亿元。



7 月社会融资规模增幅下滑，非标继续下降。7 月社会融资规模增量为 10415 亿元，较上期减少 3507 亿元。在资管新规作用下，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 950 亿元，同比多减 1113 亿元；信托贷款减少 1192 亿元，同比多减 2424 亿元；未贴现的银行承兑汇

票减少 2744 亿元，同比多减 707 亿元。另外，直接融资方面，企业债券融资增加 2237 亿元，同比减少 384 亿元；非金融企业境内股票融资 175 亿元，同比少 361 亿元。目前，表外融资缺失仍是拖累社融数据的主要因素。从同比数据来看，7 月社融规模较去年同期增长了 10.3%，一个重要原因是社融统计口径的变化，自今年 7 月起，“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”被纳入社融统计口径。

**7 月新增人民币贷款远超预期。**7 月新增人民币贷款 1.45 万亿元，同比多增 6278 亿元，环比少增 3900 亿元，比预期多 4500 亿元。一方面，新增信贷大幅提升具有一定的季节性因素，环比数据下降更多反应了前期业绩考核压力所带来的高基准因素。但是从同比数据来看，由于 7 月以来降准、告贷搭配 MLF 等刺激信贷的宽松政策相继出台，新增人民币贷款情况有所好转。另一方面，这也与非标融资渠道的掐死、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，我们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 6501 亿元，环比少增 3318 亿元，同比增加 2815 亿元。其中，企业短期贷款减少 1035 亿元，较上月增长值减小 3027 亿元，比去年同期少增 1661 亿元；新增企业中长期贷款 4875 亿元，较上月多增 874 亿元，也比去年同期多增 543 亿元。虽然企业贷款总体减少，基本抵消掉 6 月贷款放量，但从企业具体贷款结构来看，企业长期贷款明显增加，这表明在 7 月

扩张信贷、加大基建投资的货币和财政政策组合的刺激下，银行长期贷款放贷倾向和企业投资需求均有所改善，政策引导起到了一定的作用。然而，值得注意的是，票据融资增加了 2388 亿元，明显强于季节性因素的影响，这表明银行整体信贷投放的意愿仍显不足。

7 月居民部门新增贷款增速有所放缓。居民户新增人民币贷款 6344 亿元，比上月少增 729 亿元，比去年同期多增 728 亿元。具体来看，居民户新增中长期贷款 4576 亿元，环比多增 58 亿元，且较去年同期多增 32 亿元；居民户新增短期贷款 1768 亿元，较上月少增 602 亿元，较去年同期多增 697 亿元。从环比和同比两方面来看，7 月居民部门贷款增速放缓，严监管下的短期消费贷受到了一定抑制，随着房地产去库存持续加快以及消费贷款的收紧，居民贷款未来仍有回落可能。

## **（二）中国货币及金融政策走势预判**

与以往相比，7 月出台的一系列监管、货币政策表现出了较为明显的宽松倾向。随着降准、信贷和低等级债券投资配 MLF、调整 MPA 监管尺度等一系列措施的出台，银行未来直接和间接融资意愿都会受到一定的正向刺激。但是，政策的放松并不意味着经济趋于乐观。第一，由于实体经济不容乐观，银行行为趋向谨慎，央行对于信贷和债券投资的窗口指导，未必会有效传递至实体企业。而从 7 月银行间市场及其宽松的资金面来看，大量流动性仍堆积在金融体系内，并未通过信贷等方式流向实体经济。

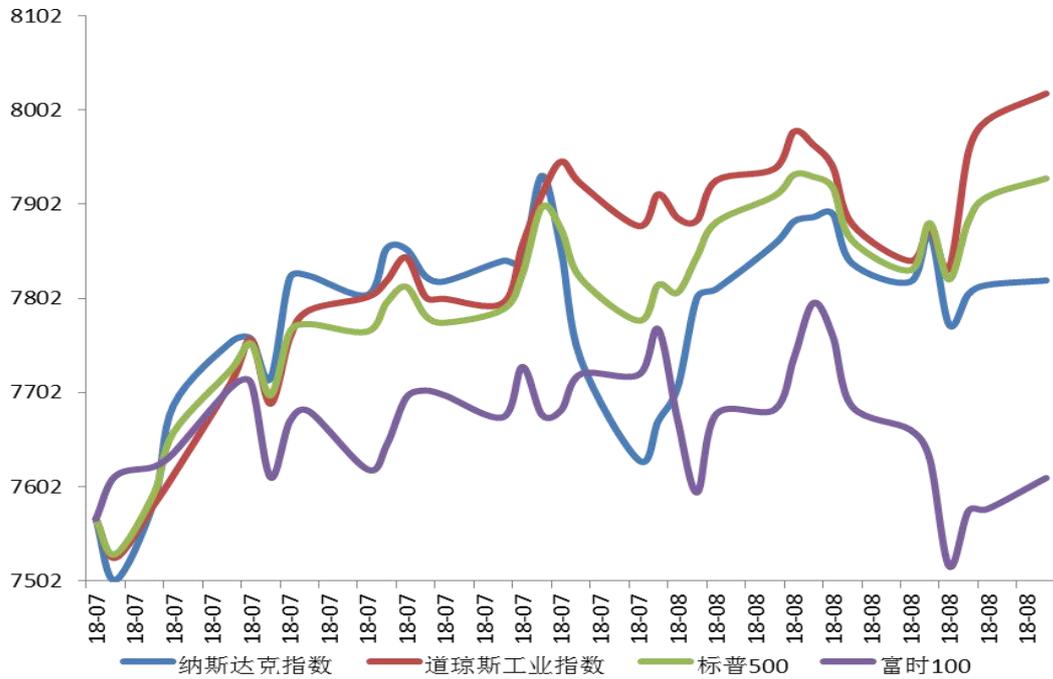
第二，即便资金顺畅流入企业，从企业部门角度来看，M2/M1剪刀差明显扩大，目前企业总体投资需求并不旺盛，持有现金意愿相对强烈，因此资金面的好转能否有效传递至经济活动存在不确定性，政策有效性尚需观察。除企业部门外，居民贷款的增长亦有所放缓。考虑到流动性受限导致的实体部门资金状况恶化的情况，信用风险带来的经济下行压力已经成为现实。未来社融数据可能会受到政策刺激而小幅回升，但总体仍不容乐观。

### **三、全球金融市场走势预判**

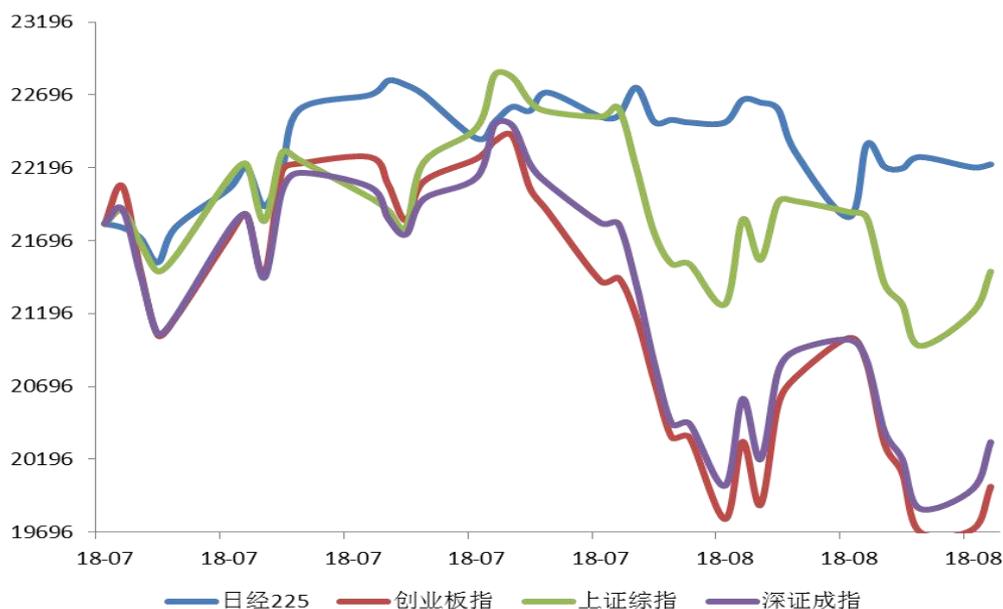
#### **（一）全球股票市场评析**

**1. 欧美股市评述。**从中长期趋势来看，7月中旬至8月中旬，欧美股市仍处于上涨趋势。在7月下旬达到阶段性高点7933.31点之后，因脸书、推特等科技类权重股下挫影响，纳斯达克指数在月底出现较大幅度回调，7月最后两个交易日内跌幅达到-2.83%。但纳斯达克指数在8月初即迎来反弹，此后在7820点附近震荡。标普500指数走势与纳斯达克类似，但7月底的回调幅度较小。美股三大指数中道琼斯指数表现最佳，在经过8月初的小幅调整之后一路攀升，截至8月20日，道琼斯指数报收25758.69点，创近六个月以来的新高。此外，8月10日开始发酵的土耳其事件，在8月中旬亦引发美股下调，但随后因中美贸易摩擦迎来缓和契机，以及美股公司二季度业绩良好等因素影响而再次回升。在欧洲市场，代表性指数富时100在7月中旬至8月中旬呈现整理态势，围绕7500-7700点一线反复震荡，虽然中

途出现美欧贸易摩擦缓和等利好因素，但股市表现仍乏善可陈。



**2. 亚洲股市评述。**7月至8月中旬，亚洲股市总体表现不佳。日经225指数在7月中旬表现较好，自7月12日起4个交易日内涨幅约3.93%，一度突破22300点，自5月首度超过22300点起，已连续三次触碰22300阻力位。此后日经指数出现回调，形成三顶形态。同期，中国股市走势更加低迷。国内上证A指、创业板指和深证成指走势基本一致，在7月下旬国内三大指数均小幅上涨，但随后又进入下行通道。7月31日至8月6日，主要指数连续暴跌，上证A指跌幅-5.71%，深证成指同期跌幅逾-8%，创业板指跌幅更甚，自7月26日起8个交易日内，跌幅深达-11.73%。



**3. 全球未来股市走势分析。**7月全球股市主要指数涨跌互现，分化较为明显。但在8月以后，伴随着市场又一黑天鹅事件——美国对土耳其发起制裁，全球股市在8月10日后出现大规模下跌。其中亚太市场受影响最为强烈，包括日经225、韩国综合指数、泰国综指在内的主要亚太市场指数均在随后几个交易日内出现跳空下跌。欧美股市也颇受影响，但随后迅速恢复。总而言之，目前由美国挑动的全球范围的贸易摩擦已经明显针对中、俄、伊、土四个国家。与之前美国武力干涉的小国不同，此刻与美国产生大规模贸易摩擦的国家，均为GDP排名前30的经济强国。尽管在7月，美欧就贸易摩擦事项达成和解，但从全球整体范围来看，国际贸易的不确定性日益增强，这也导致了全球性的避险情绪日益加重。这一避险情绪，在美国宣布对土耳其进行制裁后集中爆发，不仅引发土耳其里拉暴跌，也引发了欧美发达国家和新兴市场国家股市共振下行。但是，从美国国内经济来看，

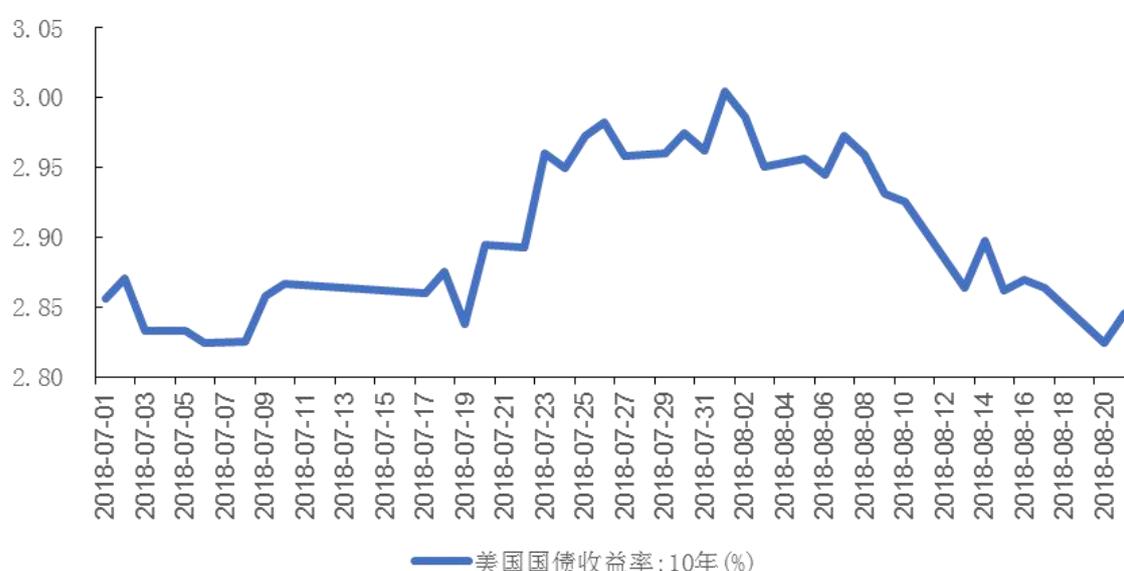
二季度 GDP 上升 4.1%，创 2014 年三季度以来新高；上市公司二季度营收强劲；个人消费指数环比增速好于预期。此外美国强势的贸易政策已迫使欧盟实现让步，在 7 月 26 日欧盟委员会主席容克访美期间，欧美双方达成倾向美国的贸易共识。因此就目前短期形势和数据所反映的来讲，美国或许正在从特朗普政府的“美国优先”策略中收益。对于美国自身，贸易摩擦的弊端并未显现，美国政府现行的强势贸易政策或将在短期内延续。进而，全球股市走势将在未来一段时间内伴随着国际贸易形势的进展形成共振。从市场恐慌情绪来看，土耳其事件后几日内，VIX 指数暴涨 40%，反映了市场对于贸易摩擦避险情绪浓厚。此外，虽然美股市场依旧有基本面的支撑，但是处于高位的美国三大指数已屡屡被市场诟病存在一定泡沫，未来需警惕避险情绪所引发的资产类别转移。

中国股市方面，受内需不足、投资乏力和严峻的外贸环境多重利空因素的制约，中国股市表现疲软，创业板指甚至在数个交易日内连续下跌，累计跌幅超过 10%。8 月 21 日，随着“国家队”入市，中国市场止跌反弹，上证综指和深证成指分别上涨 1.31%和 1.60%。货币和财政政策的宽松倾向明显、中美新一轮贸易谈判已重启等因素将在一定程度上利好股市。因此，从短期看，中国股市大概率将触底反弹。然而笔者依然认为，虽然“国家队”再次托市会起到提振作用，但在我国经济新动能依旧不足的情况下，一味地通过杠杆拉动的经济增长势必具有泡沫，随着

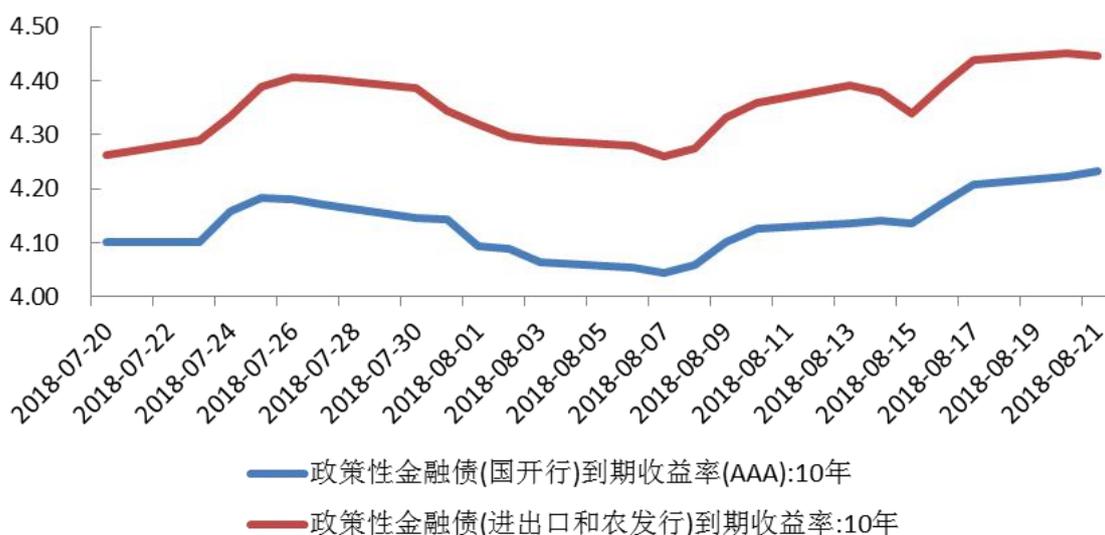
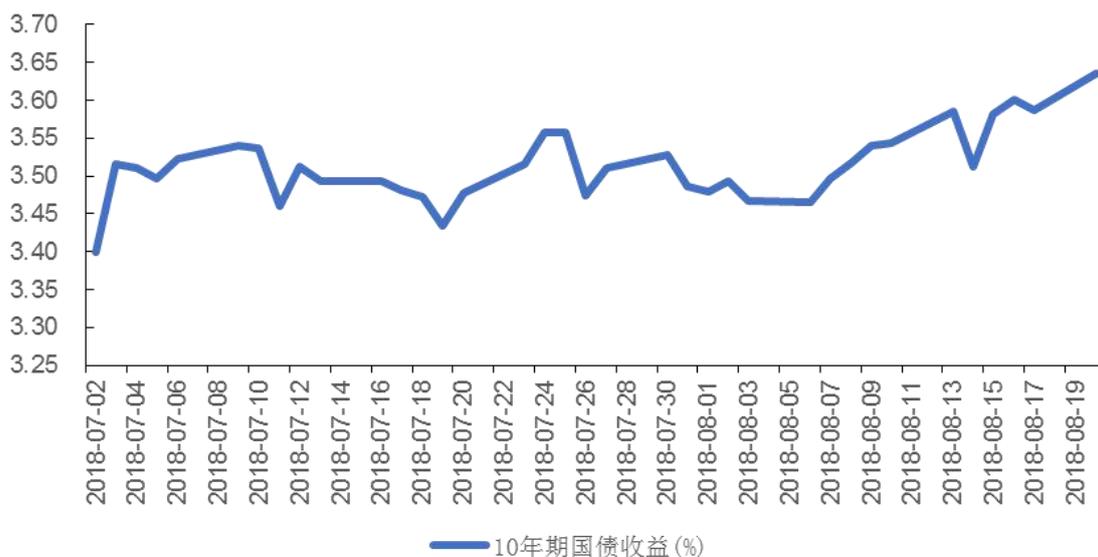
实体经济去杠杆的深入，中国股市依旧缺乏基本面的支撑。

## (二) 全球债券市场评析

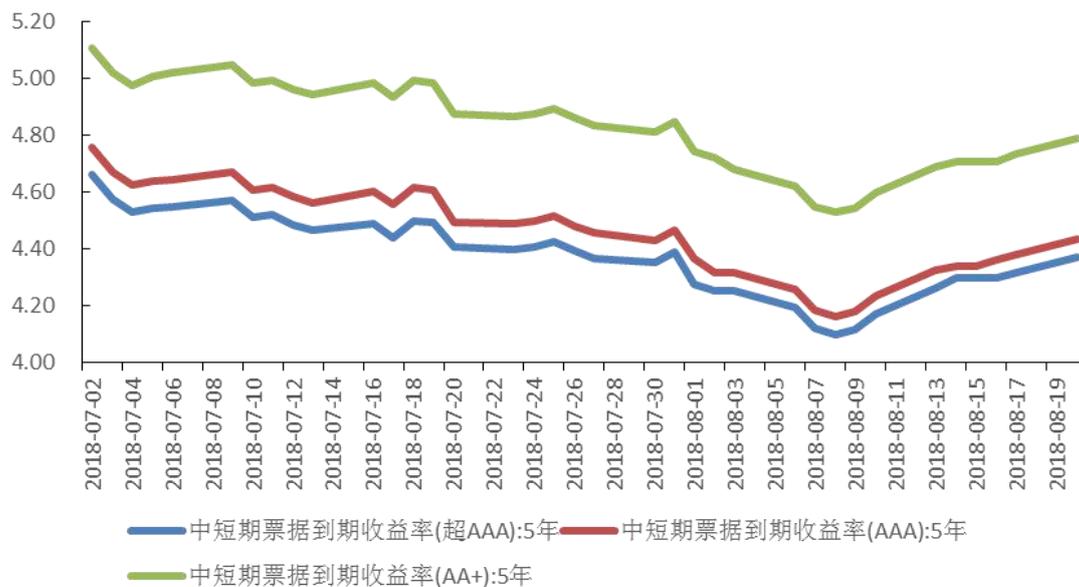
**1. 美国国债市场评述。**7月至8月20日，美国10年期国债收益率呈现倒V字震荡态势。7月初到8月初，10年期国债收益率上行至3%的高点。8月中旬，美国公布弱于预期的通胀数据，收益率一路回落，至8月20日降至2.82%。



**2. 中国债券市场分析。**7月至8月中旬，中国债券市场收益率呈现曲折上行走势。在利率债方面，10年期国债收益率截至8月21日上升至3.63%左右。10年期国开债、农发和口行债到期收益率走向相似，同样在7月初之后震荡上行，但幅度相对较小。截至8月21日，10年期国开债、农发和口行债到期收益率分别升至4.23%和4.44%。



在信用债方面，7月至8月中旬，中短票据收益率总体先下后上。超AAA、AAA以及AA+的到期收益率走势基本一致，相互间利差基本不变。截至8月21日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为4.37%、4.43%和4.79%。



**3. 中国债券市场预判。**7月至8月中旬，中国利率债和信用债到期收益率的走势有所不同。具体来看，利率债自7月初一路震荡上行，信用债却整体呈现倒V字走势。随着资管新规细则部分放松对非标投资的约束、国务院常务会议提出财政政策要在基建投资方面努力、央行加量投放MLF支持商业银行购买低评级信用债等一系列动作，“宽货币”的预期不断加强。

资管新规细则的放松意味着原来银行表内难以承接的表外理财又续了一命。而央行加量投放MLF落实鼓励商业银行购买信用债的政策，也表明大面积的信用债违约或许不会继续出现，货币政策或将保持适度宽松。在“宽货币”逐渐成为现实的情况下，货币政策的宽松或将传导至信用宽松。当前市场也有一些关于窗口指导的传闻，有相关人士表示，监管部门对于银行加大对小微企业贷款非常重视，要求大中型银行降低小微企业贷款利率，鼓励商业银行开展针对小微企业的无还本续贷业务。另外，财政政策和货币政策的争论，在国务院常务会议中也有了定论，

财政政策将在基建方面发力，保持积极。但是，我们也应当看到，资管新规虽然有所放松，但是规范影子银行、打破刚性兑付、禁止资金池的基调没有改变。再看社会融资的数据，信托融资等非标融资的主要渠道依然处于萎缩状态，只是降幅放缓，并且市场机构普遍持有对非标融资的谨慎态度。

因此，在上述因素的综合作用下，部分面临危机的企业可能会获得融资，信用风险有所缓解。然而，货币宽松是否会全面传导至信用宽松还有待观察，未来适度配置高风险的资产或将成为可行的选择，但目前还是以配置低风险资产为佳。

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。