



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

## 降低预期

太和智库 2019年6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.....	25
(一) 中国金融数据评析.....	25
(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.....	31

（一）大宗商品市场评析.....	31
1. 黄金价格分析.....	31
2. 黄金价格预测.....	31
3. 原油价格分析.....	33
4. 原油价格预测.....	34
（二）全球股票市场评析.....	35
1. 欧美股市评述.....	35
2. 亚洲股市评述.....	35
3. 全球未来股市走势分析.....	36
（三）全球债券市场评析.....	38
1. 美国国债市场评述.....	38
2. 中国债券市场分析.....	39
3. 中国债券市场预判.....	42

## 报告主要观点

在年初全年预测报告——《危机的边缘——全球经济、金融市场回顾与 2019 年展望》中，我们首次提出中国经济将经历“5-8 年阵痛期”的磨砺，在结构调整后浴火重生，如今经济走势印证了我们的判断。中国经济底蕴强大，基础雄厚，人民谋发展、谋幸福动力强劲，但良药医病的痛苦过程在所难免，数据的短期下滑是必须要经历的考验。我们需要正视矛盾、降低预期，以卧薪尝胆的心态应对当前的困难时期，以时间换空间，为未来经济健康可持续发展打牢基础。

具体来看，本月中国经济、金融数据情况如下：CPI 同比上涨 2.7%，创 15 个月以来新高。鲜果、猪肉等食品价格上涨以及去年的低基数是主要原因。PPI 同比环比均回落，未来存在重回负值的可能。制造业 PMI 跌至荣枯线下，预计二、三季度 PMI 仍将大概率在荣枯线以下波动，四季度或会因年末效应而出现小幅反弹。规模以上工业增加值继续走低，经济结构性问题依然严重，未来其增速存在继续微跌的可能。固定资产投资增速连续两个月放缓，尽管结构稍有好转，但其本质仍是基建投资起到支撑性作用，第二产业增长依然不景气。房地产开发投资小幅回落，尽管房地产行业复苏可以在短期内起到支撑经济的作用，但是在制造业不景气的情况下，房地产行业复苏会进一步挤占制造业发展空间，进而恶化固定资产投资结构。社会消费品零售总额增速

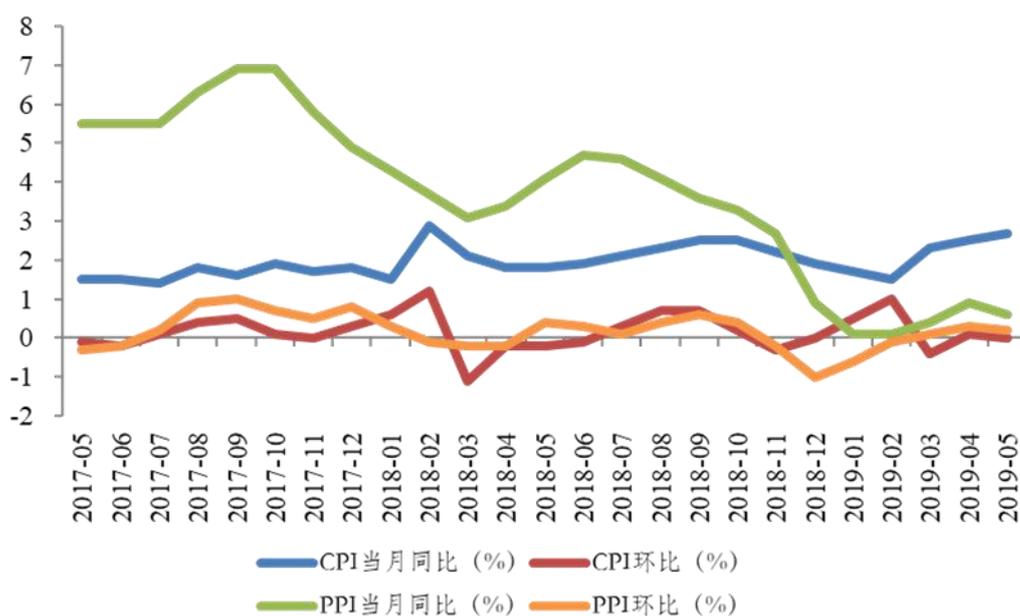
回升，但主要是受五一节假日错配的影响，并不代表整体消费的企稳，在多项数据普遍下行的大背景下，消费很难做到“独善其身”。出口高于预期、进口大幅回落，贸易顺差扩大，衰退型顺差显现，而这种新型贸易格局会使得年内贸易形势不容乐观，进出口压力将不断加大。金融数据方面，社融基本符合悲观预期，债券融资大幅下滑。前者主要原因在于宽松的货币政策和去年的低基数，后者则在于基本面回暖预期落空叠加外部贸易争端对市场信心的打压。这表明在稳健宽松的货币政策下，只要流动性得到保证，中国经济仍然可以保有一定的韧性。

结合对全球经济基本面和货币政策的分析，我们对全球金融市场走势判断如下：大宗商品方面，黄金是短、中、长期最好的投资品。短期的全球宽松性货币政策、复杂的政治格局会支撑黄金价格走牛。而中长期放缓的全球经济会更加提升黄金的投资价值；原油短期大涨的可能性不大，中长期则存在进一步下滑的可能，不过要警惕地缘政治风险的升级。全球股市方面，尽管美国降息和停止“缩表”有利于欧美股市的上涨，但美国的货币政策和财政政策腾挪的空间并没有想象中的大，其刺激效果正在逐渐衰退；中国基本面继续疲软是大概率事件，年中反弹的可能性基本为零。中国债市方面，信用债中低评级债券的风险收益越来越失衡，而利率债的方向则更加难以判断。因此，在混沌的当下，适度缩短久期、提高持仓信用等级，风格转向防御，应为题中之意。

## 一、中国经济运行评析

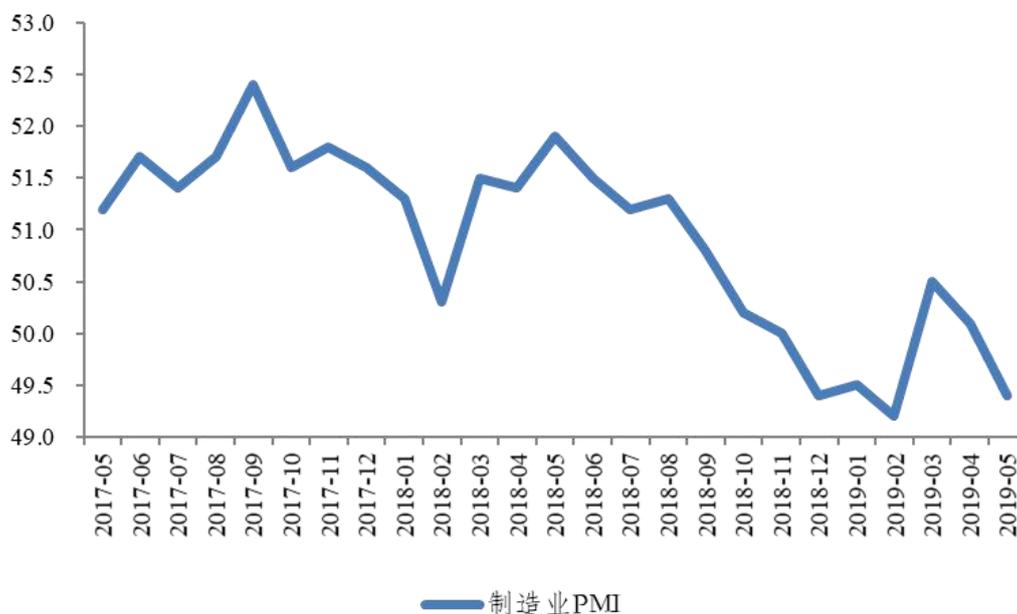
### (一) 宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。5月，CPI同比上涨2.7%，较上月提升0.2个百分点，创15个月以来新高；环比由正转为持平，较上月回落0.1个百分点。PPI同比上涨0.6%，较上月回落0.3个百分点；环比上涨0.2%，较上月回落0.1个百分点。

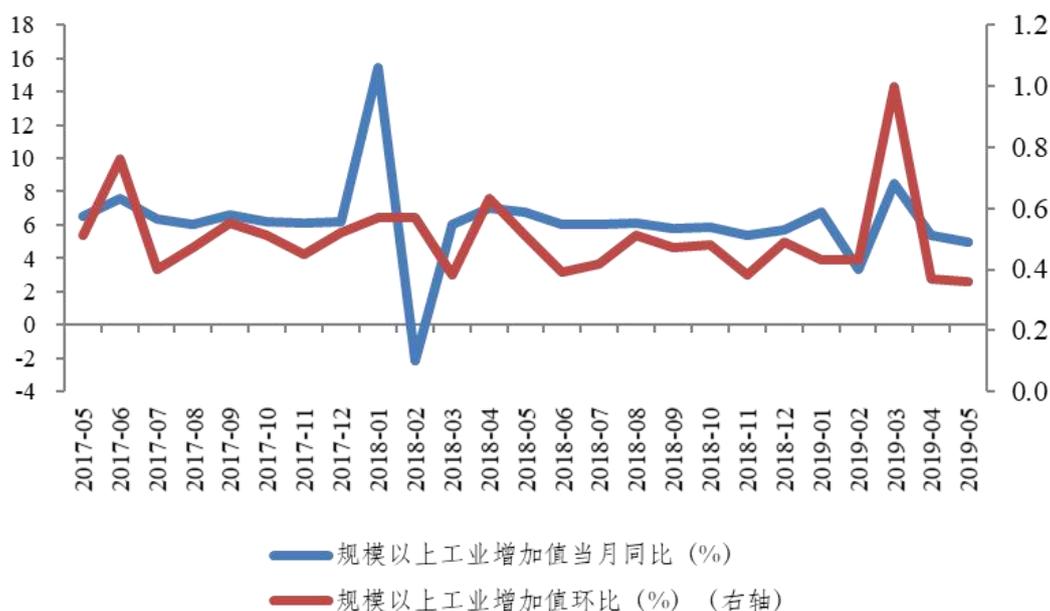


2. 月度制造业 PMI 评述。5月，制造业 PMI 数据为 49.4%，较上月回落 0.7 个百分点，跌破荣枯线。从分项数据看，生产指数为 51.7%，较上月回落 0.4 个百分点；新订单指数为 49.8%，较上月回落 1.6 个百分点；原材料库存指数为 47.2%，较上月下降 1.2 个百分点；从业人员指数为 47.0%，较上月下降 0.2 个百分点；原材料购进价格指数为 51.8%，较上月回落 1.3 个百分点。分企业规模看，大型企业 PMI 为 50.3%，较上月回落 0.5 个百分点；中型企业 PMI 为 48.8%，较上月下降 0.3 个百分点；小型企

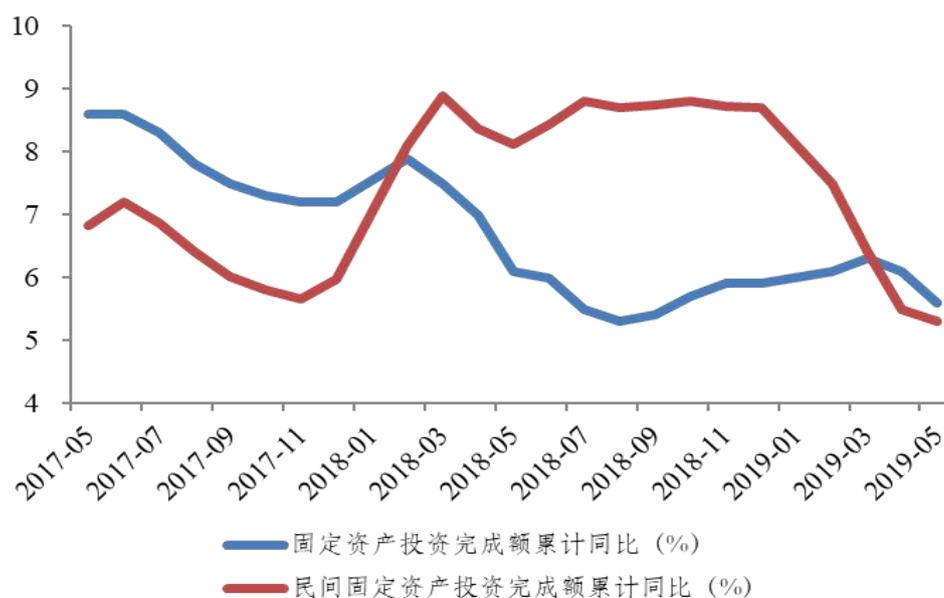
业 PMI 为 47.8%，较上月下降 2.0 个百分点。非制造业商务活动指数为 54.3%，较上月持平；中国综合 PMI 产出指数为 53.3%，较上月回落 0.1 个百分点。

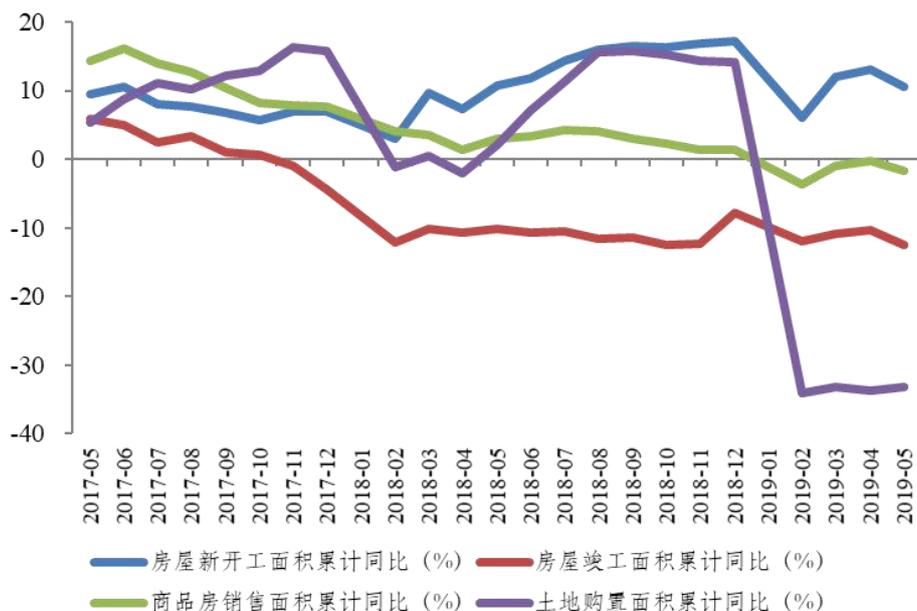


**3. 月度工业增加值评述。**5 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.0%，不及预期 5.4%，低于去年同期 1.8 个百分点。从环比看，比上月下滑 0.01 个百分点。



**4. 月度固定资产投资评述。**1-5月，全国固定资产投资21.76万亿元，同比增长5.6%，增速比1-4月回落0.5个百分点，比去年同期回落0.5个百分点；1-5月，民间固定资产投资13.08万亿元，同比增长5.3%，增速比1-4月回落0.2个百分点。

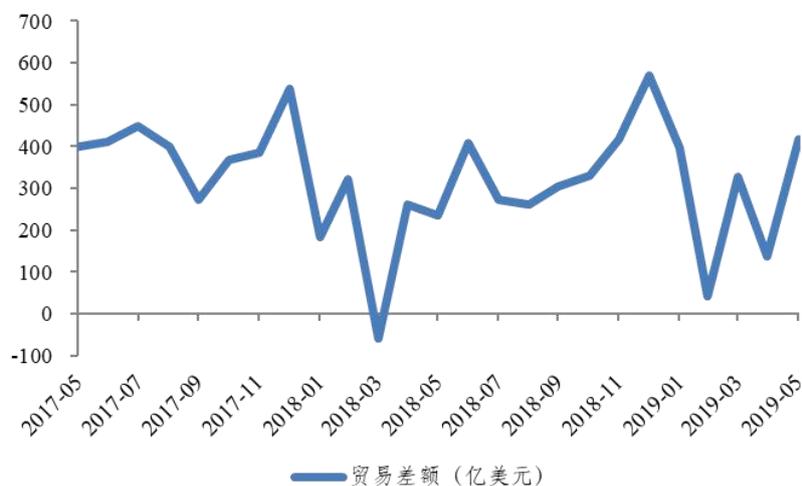
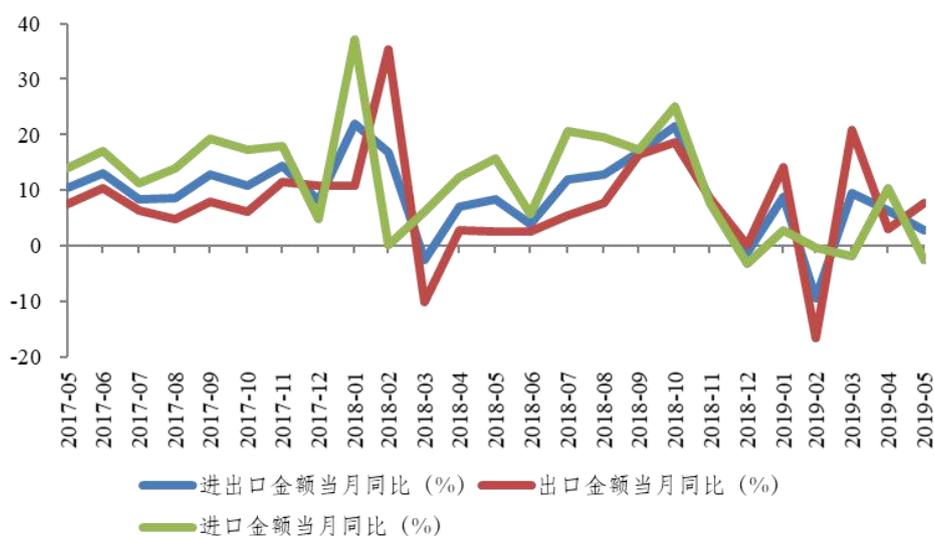




**5. 月度社会消费总额评述。**5月，社会消费品零售总额3.3万亿元，同比名义增长8.6%，增速较4月提升1.4个百分点，同时高于去年同期0.1个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长5.1%，增速较上月提升3.1个百分点。累计来看，1-5月，社会消费品零售总额同比增长8.1%，较1-4月提升0.1个百分点。



**6. 月度进出口评述。**5月，进出口总额为2.59万亿元，比去年同期增长2.9%，前值6.5%，贸易顺差2791.2亿，同比扩大89.8%。其中，出口总额1.43万亿元，同比增长7.7%，预期增长4.7%，前值增长3.1%；进口总额1.16万亿元，同比下降2.5%，预期增长5.8%，前值增长10.3%。以美元计，5月，进出口总额3860.3亿美元，同比下降3.4%，贸易顺差416.5亿美元，同比扩大77.9%。其中，出口总额2138.4亿美元，同比增长1.1%，预期下降3.9%，前值下降2.7%；进口总额1721.9亿美元，同比下降8.5%，预期下降3.5%，前值增长4.0%。



## （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。5月，CPI同比上涨2.7%，再次刷新自去年3月以来的最高值，且高于去年同期0.9个百分点。具体而言，食品价格同比上涨7.7%，较上月提升1.6个百分点，影响CPI上涨约1.48个百分点，较4月的影响程度提升0.29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3.8个百分点，达到18.2%，影响CPI提升约0.38个百分点。猪肉供给的持续下行所开启的新一轮猪周期已导致猪肉价格连续三个月高位上行。如我们此前所提醒的，由于猪肉分项在CPI篮子中的权重高，本轮猪肉价格上涨直接推动了近期CPI上涨，从而增加了二季度的通胀压力。除了猪肉价格持续提升外，5月鲜果价格同样持续大幅提升，处于历史高位。鲜果价格同比上涨26.7%，涨幅较上月扩大14.8个百分点，影响CPI上涨约0.48个百分点。但鲜果价格涨势具有一定偶然性，并不具有长期性。一方面，南方地区阴雨天气导致时令水果出现一定程度的减产造成价格上涨；另一方面，去年同期低温天气造成的存储类水果的低基数现象也是推动鲜果价格上涨的原因。随着暑期来临后夏季时令水果以及之后北方秋季水果的上市，鲜果价格的上涨压力会逐渐缓解。在非食品方面，七大类价格除交通和通信有所下降外，其余六大类全部上涨。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1.8%，

其他用品和服务、衣着、生活用品及服务价格分别上涨 2.1%、1.7%和 1.0%。整体而言，非食品类价格变化与上月类似，对 CPI 上涨贡献较为稳定，本月 CPI 上行的主要推力仍然来自于食品项。

环比方面，CPI 环比由正转为持平，较上月回落 0.1 个百分点。其中，食品价格上升 0.1%，涨幅比上月回升 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点。鸡蛋价格继续上涨 7.6%，鲜果价格上涨 10.1%；两者分别影响 CPI 上涨约 0.04 和 0.20 个百分点。鲜菜价格受充足供给影响，下降 7.9%，影响 CPI 下降约 0.22 个百分点。

**PPI 同比、环比涨幅回落，原油、天然气等大宗商品价格的波动仍是主要原因。**PPI 同比上涨 0.6%，涨幅较上月回落 0.3 个百分点。分项来看，生产资料价格同比上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，影响 PPI 总水平上涨约 0.41 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.9%，与上月持平，影响 PPI 总水平上涨约 0.23 个百分点。其中，采掘工业价格同比上涨 6.1%，是影响生产资料出厂价格上行最大的因素。事实上，分行业看，涨幅回落明显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，前者同比上涨 4.2%，较上月回落 5.9 个百分点；后者增速较上月回落 2.4 个百分点，同比上涨 1.8%。在环比方面，PPI 上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。分行业看，40 大工业行业中价格上涨的有 13 个，主要分布于黑色金属矿采选业、

石油和天然气开采业以及石油、煤炭及其他燃料加工业等。5月PPI同比、环比增速回落，其主要原因仍然在于大宗商品价格的波动走低。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，5月CPI同比涨幅走高主要是受到食品价格，特别是鲜果和猪肉价格大幅上涨以及去年低基数的影响，PPI增速回落仍然是原油、天然气等大宗商品价格波动走低造成的。

在CPI方面，5月CPI的走势再次验证了我们前期关于“CPI有突破2.5%甚至可能接近3%”的判断。事实上，在非食品价格保持平稳的情况下，鲜果价格和猪肉价格双双突破或接近历史最高，抬升了整体的CPI中枢。因此，预计CPI涨幅在今年会逐步走高至3%，并维持一段时间，从而对当前货币政策形成制约。然而，随着中央对农业生产、农产品供给的重视以及季节效应的消退，三季度后鲜果价格的走势将会逐渐趋于稳定，通胀失控的概率仍然较小，货币政策将继续维持目前稳健偏宽松的局面。

在PPI方面，由于石油、天然气等大宗商品价格的波动下行，PPI失去了价格支撑，上涨势头有所减弱，短期内PPI回升的空间缩小。在国内经济处于动能转换期、国外经济和贸易局势不乐观的情况下，低迷的国内外需求传导并影响着生产端。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。预计PPI将持续回落，

并大概率在第二季度末至第三季度初时重回负值。

**2. 制造业 PMI 分析与预测。**5 月,制造业 PMI 数据为 49.4%,较上月回落 0.7 个百分点,跌至荣枯线下。经济乍暖过后定是还寒,经济结构调整,整体与局部矛盾的处理不是一朝一夕的事情,中国经济内生动能恢复还有漫漫长路要走,我们要正视并积极应对经济发展的“困难期”。具体而言,5 月制造业 PMI 颓势加剧,跌破荣枯线且低于去年同期 2.5 个百分点。从生产端观察,生产指数回落 0.4 个百分点至 51.7%,生产扩张步伐进一步放缓。同比来看,生产指数较去年同期的 54.1%下滑 2.4 个百分点,为十年来同期最低水平,制造业生产面临较大压力。原材料库存指数较上月略升 0.2 个百分点至 47.4%,企业补库存意愿依然较弱,表明对未来生产信心不足。从业人员指数下滑 0.2 个百分点至 47.0%,较上月低值继续走低。从需求端观察,新订单指数较上月大幅回落 1.6 个百分点至 49.8%,其中新出口订单指数更是大幅下滑 2.7 个百分点至 46.5%。贸易摩擦的进一步恶化对企业出口产生了实质性影响,因为订单数量的锐减对广大薄利多销的制造业企业来说是沉重的打击。若此情形持续下去,设备闲置率的上升将导致单位成本上升,反映在分项数据上便是生产指数,原材料库存指数和从业人员指数的长期走低。

从价格角度看,受国际原油价格下降影响,5 月主要原材料购进价格指数下降 1.3 个百分点至 51.8%。但受需求不振影响,出厂价格指数骤降 3.0 个百分点至 49.0%。购进价格指数和出厂

价格指数差值扩大，相关企业利润空间承压明显。

分企业规模看，此轮贸易摩擦加剧对小型企业伤害最深。大型企业 PMI 小幅下滑，但高于制造业整体水平，且高于荣枯线；中型企业 PMI 小幅下挫，而小企业 PMI 大幅下挫，完全消耗了前期政策支持所累积的数据优势。5 月，大型企业 PMI 为 50.3%，较上月回落 0.5 个百分点；中型企业 PMI 为 48.8%，环比下降 0.3 个百分点；小企业 PMI 为 47.8%，环比下滑 2.0 个百分点。在中美经贸摩擦的影响下，以国有企业为代表的大型企业抗冲击能力较强；而以民营企业为代表的小型企业缺少种种“护城河”，直接暴露在外部冲击之下，成为中美经贸摩擦的主要受害者。

5 月，非制造业商务活动指数为 54.3%，较上月持平。除商务活动指数保持不变外，主要分项指数均有下滑。其中，新订单指数下滑 0.5 个百分点，而在其他分类指数中，新出口订单较上月下滑 1.3 个百分点至 47.9%，连续三个月下探。

5 月 PMI 环比回调 0.7 个百分点，是在一季度大幅财政支出刺激后，制造业“透支”了增长动力，叠加外部环境的不确定性后必然产生回调。总体而言，5 月生产端的数据情况严峻，原材料库存指数、从业人员指数和出厂价格指数纷纷回落，企业的生产预期和生产意愿不振，盈利能力存疑。受全球经济放缓和中美经贸摩擦不确定性影响，外需持续下行；而内需受制于债务结构性问题影响，经济还处于寻底当中。经济企稳并不能靠投资刺激来实现，一味地政策刺激只会对未来的经济发展埋下隐患，因为

政策刺激的效率会不断走低，同时财政负担也会逐渐加重。

展望未来，短期（年内）来看，经济动能转换依然处于起步阶段，基建投资与宽松货币政策大概率再次成为经济“托底”的工具，刺激性政策仍会在短期防止 PMI 快速下滑。但是，如果考虑到国内经济正处于转型期，在政策刺激的效率将不断走低、国内经济下探尚未触底的情况下，二、三季度 PMI 仍将大概率在荣枯线以下波动，四季度或因年末效应而出现小幅反弹。中期（2-3 年）来看，随着地方政府财政结构的不断完善和化解系统性债务风险的不断推进，经济将触底企稳。长期（5-8 年）来看，随着改革开放不断深化，市场化建设不断加强，结构转型不断完善，人才活力、企业活力、体制活力将转化为经济活力，中国经济内生动力将取代投资，成为驱动中国经济健康可持续发展的新“原动力”。

**3. 工业增加值分析与预测。**分三大门类看，采矿业小幅反弹，制造业继续低迷，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速回落明显。5 月，采矿业增加值同比增长 3.9%，增速较 4 月加快 1.0 个百分点；制造业增长 5.0%，较上月回落 0.3 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.9%，较上月回落 3.6 个百分点。5 月制造业工业增加值继续低迷，跌至近五年最低点，主要原因有三点：首先，一季度在天量信贷的刺激下，制造业工业增加值反弹明显，透支了后期的制造业增长潜力。其次，假期效应也带来一定的负面影响，今年 5 月工作日是 21 天，比去年

同期少了一天。最后一点也是最根本的原因，就是当前终端需求较弱。5月进出口和固定资产投资继续保持低迷，消费数据虽然小幅反弹，但是依然位于近三年的低点。在整体需求偏弱的情况下，工业增加值增长很难有明显的反弹。

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继续发力。5月，国有控股企业增加值同比增长3.7%，股份制企业增长6.6%，外商及港澳台商投资企业下降0.3%，私营企业增长7.8%。私营经济工业增速再次领跑四种经济类型，股份制企业表现也较好，说明4月私营企业、股份制企业工业增加值增速低迷，主要原因在于一季度超预期增长部分透支了4月的增长潜力，以及制造业增值税税率调整导致部分生产提前。整体来看，在以上因素消退之后，在宽松的货币政策下，股份制企业、私营企业依然有着较强的增长动力。

分行业看，5月41个大类行业中有38个行业增加值保持同比增长，上游中游普遍较为景气，下游涨少跌多。上游行业中，黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业继续保持景气，较4月分别多增0.2%、0.5%、0.1%。中游行业中，通用设备、专用设备、电气机械和器材制造业增速分别比上月加快0.5、2.1、1.7个百分点。值得一提的是，计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值依然保持高速增长，5月同比增加10.6%。下游行业中，纺织业、农副食品加工业在低位小幅反弹，但是医药制造业、食品制造业、汽

车制造业均有不同程度的增速放缓。其中，汽车制造业负增长再次走扩，5月同比下滑4.7%。从以上数据可以看出，在终端需求不旺的情况下，下游企业扩张生产的意愿较为低迷，而上游企业的景气程度近期一直较高。宽松的货币环境使得大多数行业普遍受益，部分掩盖了结构性问题，但是依然无法解决根本性问题，上游企业挤占下游企业利润的问题依然存在。

分地区看，东部地区、西部地区同比增速反弹，中部地区同比增速下滑，东北地区继续负增长。5月，东部地区增加值同比增长3.4%，中部地区增长7.1%，西部地区增长4.5%，东北地区下降0.4%。

5月规模以上工业增加值继续低迷，低于上月，也低于去年同期水平。无论是分行业、分地区，还是分门类、分经济类型来看，5月工业增加值数据都不太理想。

其中，值得关注的是上游中游行业的景气和下游行业的普遍低迷。这一现象和工业企业利润、PPI数据是较为吻合的。上游企业的工业利润数据和行业出厂价格稳中有升，而中下游，尤其是下游企业的利润数据和出厂价格持续低迷，甚至部分行业还有继续恶化的趋势。这说明，供给侧结构性改革所带来的影响还在持续，上游企业持续挤压下游企业利润，下游企业面临利润下滑甚至亏损的严峻局面，其投资生产意愿依然较弱。一季度工业增加值大幅反弹的动力在于政策刺激。大水漫灌之后，结构性问题会被掩盖，但是不代表问题已经被解决。随着中美经贸摩擦再起，

经济进一步放缓已经成为大概率事件，原来隐藏的结构性问题会逐渐浮出水面。

从陆续披露的 5 月数据来看，担忧正在逐渐变为现实，继 4 月工业增加值、固定资产投资数据、消费增速均超预期放缓后，5 月各项数据依然不理想。5 月中美经贸摩擦再起带来外需下滑的影响逐步凸显，而内需并无太大起色，投资带来的刺激效应也越来越弱，所谓的年中经济反弹无疑是痴人说梦。

综上所述，当前经济结构性问题依然严重，无论是外部需求，还是内部需求，短期内都很难有起色，更无法对企业盈利起到支撑性作用，未来一段时间内的工业增加值很难会有大幅反弹，甚至不排除进一步微跌的可能性。

**4. 月度固定资产投资分析与预测。**5 月，固定资产投资增速连续两个月放缓。其中，第一产业投资增速持续下滑，第二产业投资增速回升，基建投资放缓，第二产业和基建投资的表现和前期趋势产生一定程度背离。具体来看，1-5 月，第一产业投资 5837 亿元，同比下降 2.3%，增速较 1-4 月回落 2.2 个百分点。第二产业投资 73138 亿元，同比增长 3.2%，增速较 1-4 月增加 0.4 个百分点。第三产业投资 138580 亿元，同比增长 7.1%，增速较 1-4 月回落 0.8 个百分点。其中，基础设施投资增速较 1-4 月继续回落 0.4 个百分点。

第一产业延续了前期的颓势，但无需过分忧虑。如此前所分析的，一部分原因是投资增速有边际递减的规律，而且去年同期

的高速增长导致了一定的高基数效应，另一部分原因是产业周期本身的规律。这些因素叠加共同导致了 1-5 月第一产业固定资产投资增速的滑落。预计明年第一产业固定资产投资数据会逐渐改善。

第二产业的数据有所好转，但能否持续存疑。不可否认，制造业投资企稳与 4 月 1 日实行的制造业增值税减税有关。在内部需求疲软、外部不确定性增强的大环境下，降低增值税对制造业投资产生明显的提振作用。虽然制造业投资增速较前值 2.5% 回升至 2.7%，但作为制造业投资主体的民间固定资产投资，其增速却从 5.5% 回落至 5.3%，两者出现了背离。因此制造业投资增速能否持续回升还有待长期观察。虽然制造业投资总体增速小幅回升，但内部分化严重。具体来看，化学原料及制品制造、医药制造、TMT 行业保持较高增速；有色金属加工业、运输设备制造业和农副食品加工业增速回落明显。这表明在制造业结构持续升级和上游行业投资复苏的同时，下游行业投资在持续萎缩。如前期所分析的，在货币相对宽松的环境下，投资更偏好上游行业，生产链有拉长的趋势。而出厂价格提高、上游行业复苏，则进一步压缩了中下游行业的利润空间。

第三产业固定资产投资增速较此前有所放缓，“基建补短板”政策红利开始消退。基建投资增速经历了去年 9 月触底回升以来的首次回落，1-5 月基建投资同比增长 2.6%，增速较 1-4 月回落 0.4 个百分点。基建投资增速放缓源于基建投放资金受限，地方债务高企、土地出让金回落、减税降费等原因都会约束基建支出。

5月公共财政支出增速从15.9%下滑至2.1%，城投债融资从1541亿元大幅回落至111亿元。在地方债务实质性降低、中央政府监管放松之前，地方政府进一步举债为基建加杠杆的可能性不大。虽然基建投资对托底经济有着立竿见影的作用，但也带来了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。再结合民间固定资产投资的持续回落，预计未来基建投资增速回升的空间有限。

从地区来看，除东部地区稍有回升外，各地区投资增速均有所回落。1-5月东部地区投资同比增长4.3%，增速较1-4月上升0.1个百分点。中部地区投资增长9.3%，增速回落0.1个百分点。西部地区投资增长5.7%，增速回落0.7个百分点。而东北地区投资下降7.6%，跌幅扩大1个百分点。

分经济类型来看，1-5月内资企业投资同比增长5.8%，增速较1-4月回落0.4个百分点；港澳台商投资增长2%，增速回升1.3个百分点；受中美经贸摩擦的影响，外商投资增长2.8%，增速回落1.8个百分点。

房地产开发投资回落，土地购置面积降幅略微收窄，销售面积降幅略微扩大。1-5月，全国房地产开发投资46075亿元，同比增长11.2%，增速较1-4月回落0.7个百分点。其中，房屋新开工面积增长10.5%，增速回落2.6%；房屋竣工面积下降12.4%，跌幅扩大2.1个百分点。企业土地购置面积下降33.2%，跌幅收窄0.6个百分点。土地成交价款下降35.6%，跌幅扩大2.1个百

分点。商品房销售面积下降 1.6%，降幅扩大 1.3 个百分点。5 月末，商品房待售面积 50928 万平方米，比 4 月末减少 453 万平方米。国房景气指数为 100.85，比 4 月回落 0.07 点。5 月，房地产企业融资环境收紧，到位资金增速回落 1.3 个百分点至 7.6%。受房地产销售增速回落影响，定金及预收款增速回落 3.8 个百分点至 11.3%，个人按揭贷款累计增速回落 1.6 个百分点至 10.8%。

房地产行业虽然短期内能快速拉动经济数据，但在目前阶段对上游行业资源的占用一般大于对下游行业需求的带动，在制造业不景气的情况下，房地产行业复苏会进一步挤占制造业的发展空间。同时在货币政策相对宽松的情况下，信用较好的居民贷款与房地产企业贷款易对中小企业贷款造成挤占，弱化“宽信用”政策。此外，房地产行业复苏也会进一步推高居民部门杠杆率，增加系统性金融风险，抑制居民消费能力。

1-5 月固定资产投资累计增速回落加快，结构虽稍有好转，但其本质仍是基建投资起到支撑性作用，而第二产业的增长依然不景气。制造业不景气有产业升级的结构性因素，但是更多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矛盾，而宽货币传导至宽信用和减税降费都是降低企业成本和释放居民消费能力的有益尝试。基建投资的稳定增长主要源于积极的财政政策，但是随之而来的资源分配扭曲也不容忽视。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，从而难以长期支撑固定资产投资。

另外，在房地产投资方面，房地产行业复苏固然可以在短期起到支撑经济的作用，但会侵占制造业的金融与原材料资源，从而加深当前经济的核心矛盾，对真正改善中国经济状况无益。实际上，4月19日中央政治局会议重提“房住不炒”，6月13日中国银保监会主席强调过度依赖房地产的巨大风险，都在预警过热的房地产市场对经济的负面影响。同时，叠加贸易环境的不确定性，未来一段时间内固定资产投资和房地产投资的增速仍将大概率维持低位震荡的态势。

**5. 社会消费总额分析与预测。**5月消费同比增速高位回升主要是由“五一”节日因素导致。5月社会消费品零售总额同比增长8.6%，创下去年10月以来的次高点。其中，城镇消费品零售额同比增长8.5%，较4月提升1.4个百分点；乡村消费品零售额同比增长9.0%，较上月提升1.2个百分点。5月消费增速的大幅回升，主要因素来自于5月节假日与去年相比的错位效应。实际上，近年来随着消费增速的震荡下行，历次社会消费品零售总额增速的回升都离不开节假日因素的推动。就本次而言，去年五一假期在5月的跨度只有5月1日当天，而今年调整后的假期则覆盖了5月1日至4日整整4天。据文化和旅游部的数据显示，按照可比口径计算的今年五一假期旅游人数较去年增多了13.7%，而旅游收入更是提高了16.1%。节假日的相对集中在很大程度上推动了5月消费的同比增速。事实上，国家统计局数据显示，在限额以上单位18类商品中，13类商品增速提升，其中与节假日

消费相关的商品增幅更加明显。具体而言，单位粮油食品饮料烟酒类商品同比增长 10.7%，增速较 4 月提升 2.5 个百分点；服装鞋帽、针纺织品类同比增长 4.1%，增速由负转正，较 4 月提升 5.2 个百分点；体育娱乐用品类和石油制品类增速为 5.9% 和 3.1%，分别较 4 月提升 9.5 和 3 个百分点。

从消费类型看，商品零售和餐饮收入的消费增速均大幅提升，汽车类消费品实现由负转正。受五一假期影响，餐饮收入同比增长 9.4%，较 4 月提升 0.9 个百分点；商品零售同比增长 8.5%，较 4 月提升 1.5 个百分点。其中，长期拖累社会消费品零售总额的汽车类商品增速实现了近 12 个月以来的首次由负转正，增速为 2.1%，较 4 月提升 4.2 个百分点。另外，与房地产开发投资相关的消费品，如家电类、家具类以及建筑及装潢材料类涨跌互现，而金银珠宝类以及通讯器材类的同比增速则回升明显。

在网络消费方面，1-5 月，全国网上零售额 3.86 万亿元，同比增长 17.8%，增速较 1-4 月持平。其中，实物商品网上零售额增长 21.7%，回落 0.5 个百分点，而其占社会消费品零售总额的比重则较 4 月提升 0.3 个百分点，达到 18.9%。值得注意的是，受节日错位效应的影响，实物商品网上零售额中增速较高的仍然主要是吃、穿以及用类商品，增速分别为 28.5%、21.2% 和 21.2%。

5 月，社会消费品零售总额同比增速的回升主要是受到了五一节日错位的影响，并不能表明整体消费的企稳回升。如果将 4、5 月结合起来，那么两个月的平均增速仅为 7.9%，远低于 3 月的

8.7%，也低于去年的整体水平。事实上，在工业增长、固定资产投资以及信贷数据普遍下行的大背景下，消费很难做到“独善其身”。一方面，以住房贷款为主的居民中长期贷款对居民消费能力进一步透支；另一方面，政府对于短期借贷的监管趋严，未来消费增速将有可能进一步回落。实际上，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。在当前外部需求不确定性加大，国内需求提振乏力的情况下，政府将今年的工作重点落在“稳就业”上，就业带来的收入变动将会直接影响消费水平。然而，仅仅通过宽货币来刺激信贷杠杆的方式很难对居民收入和消费水平带来有效提升，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。5月出口高于预期、进口大幅回落，贸易顺差扩大，但仍然是衰退型顺差的延续。**此前我们在贸易数据相对乐观时曾警示衰退型顺差的风险，5月的数据进一步印证了这个判断。

分国别结构来看，5月进出口数据大致延续以往态势，对“一带一路”沿线国家等新兴市场贸易增长速度高于整体；对欧盟、东盟等主要贸易伙伴的贸易比重持续上升，进出口均有所增长；对美进出口总额累计仍大幅低于去年同期。同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口3.49万亿元，同比增长9.0%，高出全国整体增速4.9个百分点，占我外贸总值的28.8%，比重提升1.3个百分点。可见我国对“一带一路”沿线国家贸易仍保持强

劲增长，贸易潜力继续释放。前5个月，欧盟为我国第一大贸易伙伴，中欧贸易总值同比增长11.7%，占我外贸总值的15.7%。其中，对欧盟出口同比增长14.2%，自欧盟进口同比增长8.3%，对欧贸易顺差扩大28.7%。与东盟贸易总值同比增长9.4%，占我外贸总值的13.5%。其中，对东盟出口同比增长12.9%，自东盟进口同比增长5.2%，对东盟贸易顺差扩大53.7%。中日贸易总值同比增长0.9%，占我外贸总值的7%。其中，对日本出口同比增长3.8%，自日本进口同比下降1.4%，对日贸易逆差收窄23.3%。5月与欧洲、东盟贸易延续增长势头，比重上升，但对日贸易进出口数据出现回落。受中美经贸摩擦持续影响，中美贸易总值下降9.6%，占我外贸总值的11.7%。其中，对美国出口同比下降3.2%，自美国进口同比下降25.7%，对美贸易顺差扩大11.9%。美国国内经济与政治形势仍不明朗，中美经贸摩擦持续，致使对美贸易数据保持低迷态势，但从单月数据来看，下行速度有所减缓。5月出口数据回暖可能是受到中美新关税税率影响，关税举措会促使一些公司提前出货，以使货物在新关税生效前清关。另一方面，人民币持续走弱也在一定程度上推动出口数据上行。5月美、欧、日PMI均小幅走低，外部经济走势趋弱，依然会制约整体外需，预期国际经济状况不佳和中美贸易摩擦的负面影响后续将逐渐显现，出口数据将重新走低。

在进口方面，5月进口由正转负，大幅低于普遍预期，为2016年8月以来最低。虽部分受去年同期高基数影响，其根本原因仍

是内需不足。此前进口数据亮眼时，我们对进口可持续性提出了质疑。由于内需在短期内难有根本改善，衰退型顺差仍将继续。

就进口产品结构来看，5月大致延续上月趋势。前5个月原油、天然气和成品油等商品进口量价齐涨，大豆进口量减少，大宗商品进口均价涨跌互现。前5个月进口原油2.05亿吨，增加7.7%，进口均价上涨2.7%；进口天然气3943万吨，增加13.4%，进口均价上涨23%；进口成品油1479万吨，增加3.7%，进口均价上涨2.2%。此外，进口铁矿砂4.24亿吨，减少5.2%；进口煤1.27亿吨，增加5.6%；进口大豆3175万吨，减少12.2%。受5月国际油价下行趋势影响，5月原油、天然气和成品油价格大幅下滑，拉低前5个月的平均价格。受中美贸易恶化影响，5月对美大豆进口下降显著。

5月进出口数据进一步下滑，前景不容乐观。受欧美市场不振、中美经贸摩擦磋商进程恶化以及内需持续乏力的影响，进出口数据大概率将进一步走低。考虑到全球经济增速未见起色，传统海外主要市场经济动能不足，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，预测进出口数据短期难以出现实质性好转，仍会持续下滑或在低位徘徊。特别是在外需大概率下行、内需回升仍不明朗的情形下，进口走弱难以避免，衰退型顺差仍将持续。

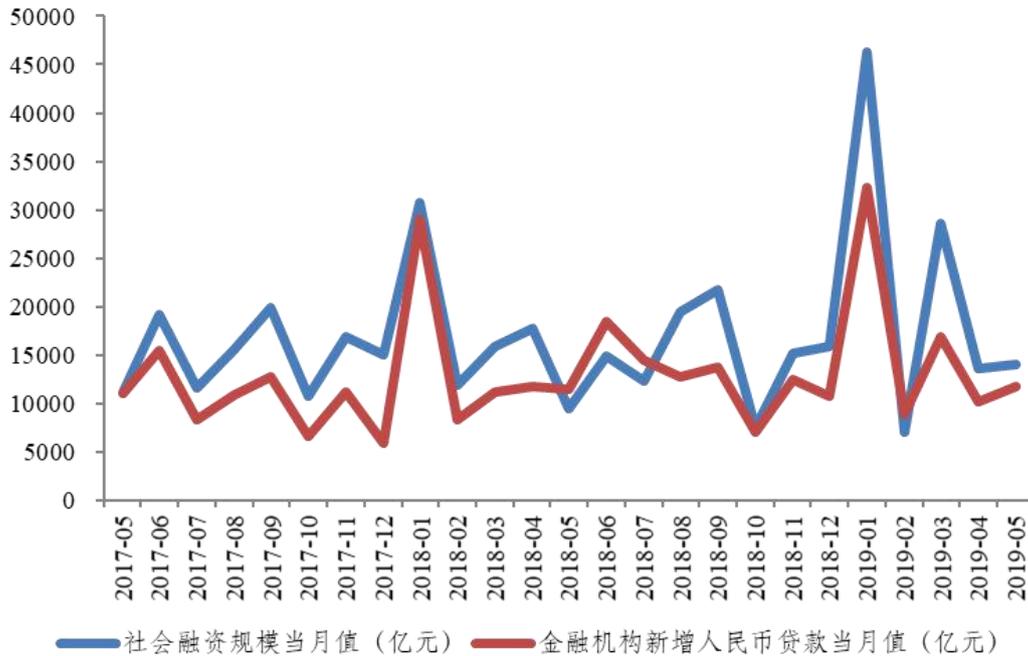
与此同时，由于近期进出口数据中对非北美地区贸易较为稳

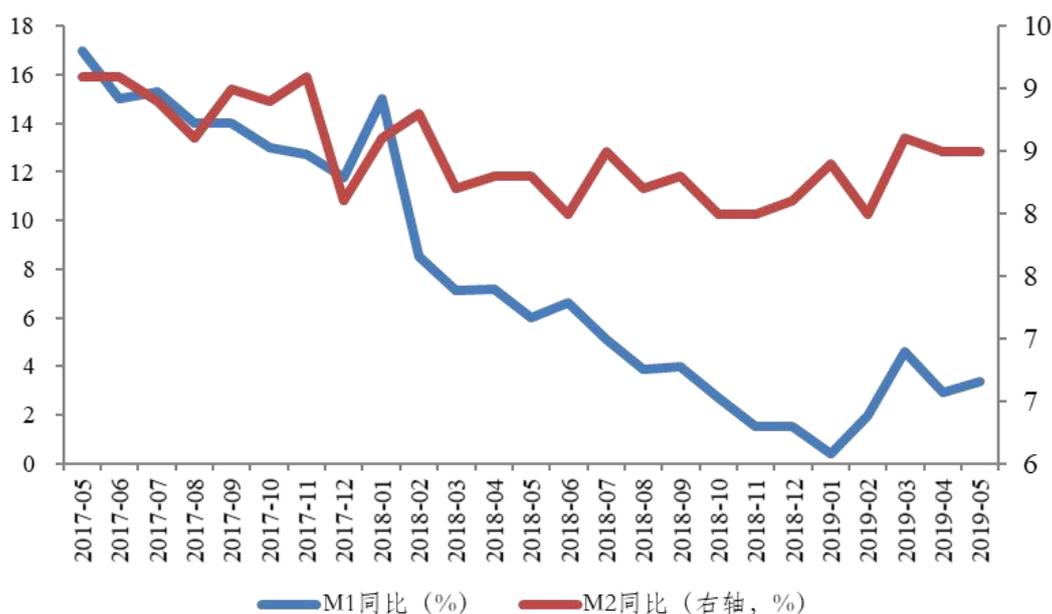
健，所以这种衰退型顺差压力将在一种新型贸易格局下逐渐形成。考虑到我国经济处于转型困难期，这种新型贸易格局会使得年内贸易情形不容乐观，进出口压力不断加大。但是，我们应该正视这种压力，适当降低和调整预期，通过时间换空间的方式实现真正的“凤凰涅槃”。

## 二、中国金融数据点评

### （一）中国金融数据评析

5月，新增社会融资规模1.40万亿元，预期1.41万亿元，前值1.36万亿元；人民币贷款增加1.18万亿元，预期1.21万亿元，前值1.02万亿元。M2货币供应同比增长8.5%，预期8.5%，前值8.5%；M1货币供应量同比增长3.4%，前值2.9%。





社融数据基本符合悲观预期，债券融资大幅下滑。经历了4月社融超预期下滑之后，5月社融基本符合预期，并没有出现明显回升，与4月数据基本持平。各分项数据同比表现较好，但是其主要原因在于去年的低基数。具体来说，对实体经济发放的人民币贷款增加1.19万亿元，同比多增459亿元；委托贷款减少631亿元，同比少减939亿元；信托贷款减少52亿元，同比少减884亿元；未贴现的银行承兑汇票减少770亿元，同比少减971亿元；企业债券净融资476亿元，同比多858亿元；地方政府专项债券净融资1251亿元，同比多239亿元。其中，值得关注的是，企业债券净融资环比大幅下滑。根据WIND最新统计数据显示，5月，债券一级市场各主要信用债品种发行量环比出现显著下滑，其中，短期中票发行量由4月的5762.7亿元下降至5月的3026.1亿元，公司债从4月的2411.02亿元降至1989.32亿元。其主要原因在于基本面回暖预期落空叠加外部贸易争端冲

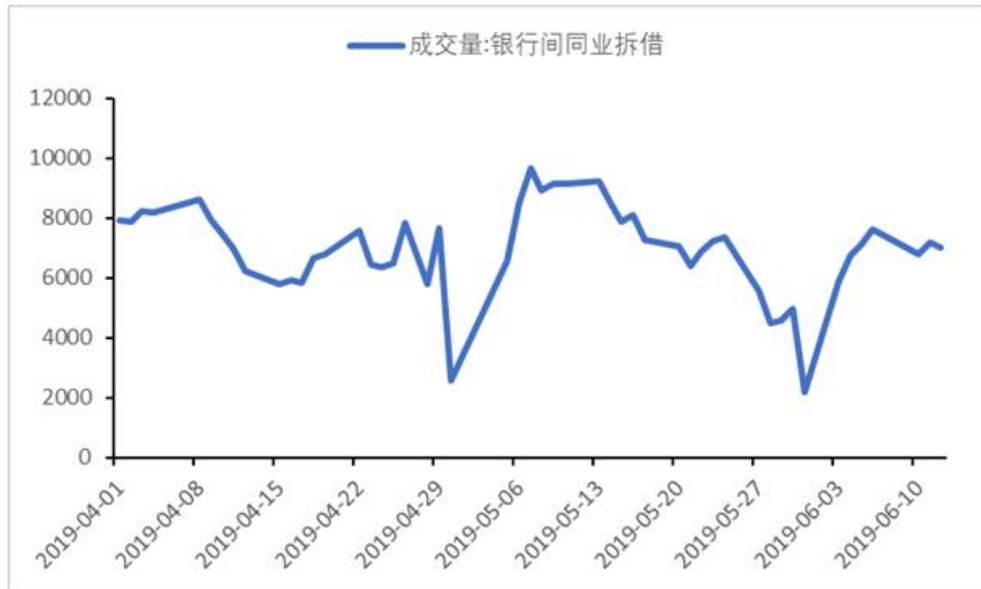
击市场信心。

5月，新增社融最主要的组成部分依然是新增人民币贷款。5月人民币新增贷款较4月环比增加不多，仅增加0.16万亿元，但信贷结构有所变化。具体来看，住户部门结构变化不大，依然以中长期贷款为主：住户部门贷款增加6625亿元，其中，短期贷款增加1948亿元，中长期贷款增加4677亿元。正如之前所指出的，居民中长期贷款主要以住房贷款为主，房地产市场较为景气的销售是对未来消费能力的透支，也会挤占其他行业的资源。同时，5月企业部门信贷结构又恢复了原先短期贷款高占比的结构，非金融企业及机关团体贷款增加5224亿元。其中，短期贷款增加1209亿元，票据融资增加1132亿元，中长期贷款增加2524亿元。其主要原因在于三点：首先，4月新增短期贷款金额较低，部分需求后移；其次，在终端需求较弱的情况下，企业本身也没有太多借入长期资金扩大生产或者改进升级设备的需求；最后，在经济不景气的背景下，即使监管方面鼓励银行扶持小微企业、支持民企，但是银行出于风险控制的角度发放长期贷款的意愿不足，更愿意发放风险更为可控的短期贷款。

## **（二）中国货币及金融政策走势预判**

整体来看，虽然有中美经贸摩擦加剧的黑天鹅事件，但5月的金融数据仍较为平稳，并未出现超预期下滑。这说明在稳健偏宽松的货币政策持续发力和监管部门积极喊话的背景下，只要银行体系不出问题，流动性得到保证，中国经济就可以在某种程度

上体现出一定的韧性。显然，5月下旬发生的包商银行被托管事件十分值得我们关注。该事件目前已对我国的资金市场造成了较大影响，甚至未来有可能传导至实体经济，造成信用收缩。



包商银行被托管的消息出来之后，我国的资金市场受到了较大影响，直接表现是银行间同业拆借成交量急剧下滑。从往期经验来看，银行间同业拆借在非节假日的月末并不会出现成交量萎缩的情况，但是由于该事件带来的冲击，银行间同业拆借一路下滑，跌至5月31日的2186亿元。价格方面，银行间拆借加权平均利率也从当月24日的2.42%迅速抬升至28日的2.92%。实际上，风险偏好较高的非银机构情况更加不容乐观，非银机构回购价格飙升，流动性分层严重。之后，随着监管部门喊话和后续配套政策的推出，市场紧张情绪稍微得到缓解，但仍明显表现出一定程度的市场恐慌，这与往年6月上旬银行间同业拆借市场的火爆行情形成了鲜明对比。另外，中小型商业银行的同业存单发行情况也不容乐观。事件之后，AAA级同业存单和AA级同业存

单利差迅速走扩，由原有的 15BP 左右扩展到当前的 35BP 左右。一级市场方面，在事件后的一周内，AA+及以下的同业存单发行成功率接近腰斩，降至 38%。

由于历史原因以及机制问题，近些年，我国银行体系形成了大型商业银行→同业存单/资金拆借→中小商业银行→二级市场/实体项目的信用扩张链条。大型商业银行具有较强的资金获得能力，但是由于本身较为严格的风控，所以往往只会选择低风险资产或者将资金借给中小型商业银行，然后中小型商业银行再向风险较高的实体企业发放贷款或者拆借给非银机构，最后再由非银机构投向风险更高的项目或者企业。从这个角度来看，中小银行是信用扩张的重要环节，其承接大行富余资金之后，不但自己发放贷款给得不到大行信贷的实体企业，更是向广大风险偏好较高的非银机构拆借资金。目前来看，虽然监管部门及时对包商银行进行托管，但是金融刚性兑付的信仰还是被打破了，5000 万元以上同一大额债权人的本息大概率不能得到 100% 全额保障。因此，当前的信用扩张链条存在部分断裂的可能性：大行出于安全的角度，将对资金拆借和同业存单持更严谨的态度，部分中小型银行难以获得资金，不得不收回拆给非银机构的流动性，甚至不排除主动缩表，对实体企业抽贷，并抛售流动性较好资产的可能性。如此一来，不但中小银行、非银机构会出现流动性问题，广大的实体企业也将面临获取资金困难的严峻问题。

目前，监管部门也注意到相关问题，央行于 6 月 10 日发布

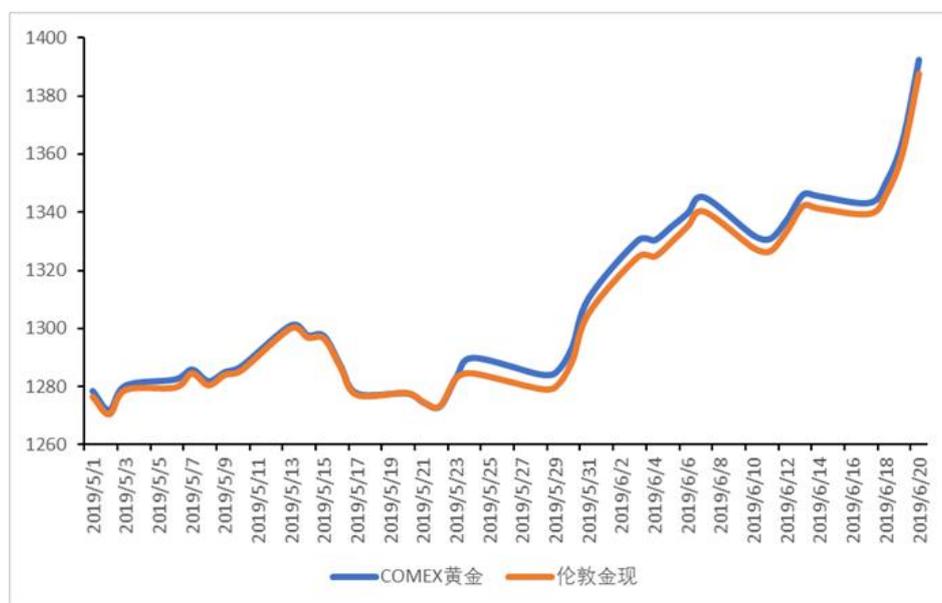
公告称，对锦州银行等中小银行发行同业存单提供民营企业债券融资支持工具(CRMW)提供信用增进，11日存单发行量回归近2000亿元高位，6月第二周的前两日发行量超过前两周存单发行总和，央行增信工具成效明显。但是，金融刚性兑付本来是很多投资机构心照不宣的信仰，信仰一旦被打破，就很难恢复。央行增信只能起到确保银行体系不发生系统性风险的作用，但实际上被分层出去的非银机构，包括银行的资管，仍然是重灾区和资金规避区。央行增信对信用收缩会起到一定的缓解作用，但是作用效果暂时来讲应该仅限于锦州银行这种比较大的“中小银行”。对于非银机构的流动性结构化紧缩，并没有太明显的作用，信用重塑是需要时间的。因此，刚性兑付被打破之后，金融信用传导收缩是必然，近期尤其需要注重结构化差异和突发性问题。

另外，近期的汇率也值得关注。从5月开始，美元兑人民币汇率一路走高，从原有的6.75左右一路攀升至近期的6.90左右，升幅明显。权威人士也表示，不必过分关注所谓整数位，“7”不见得要当作是汇率的底线。另一方面，也要看到央行在外汇市场还是有所动作，6月下旬也将在香港再次发行央票。海外方面，各大主要经济体货币政策都有宽松的趋势，继新西兰之后澳大利亚近期成为第二个降息的发达国家。预计，美联储在7月按兵不动的可能性依然较大，但是在年内降息的可能性不小。因此，人民币在三季度可能会进一步承压，随后压力逐步缓解。

### 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。**5月，黄金价格走势较为震荡，多空双方在1270-1300美元/盎司的区间内反复博弈。进入6月后，黄金价格进入上升的快车道，先后突破1300美元/盎司、1350美元/盎司的大关。截止6月20日，国际现货黄金、纽约商品交易所黄金期货分别收于1387.7美元/盎司、1364.3美元/盎司，分别较5月1日上涨8.71%和8.92%。



**2. 黄金价格预测。**正如今年以来反复强调的，黄金在短、中、长期都具有投资价值。近期黄金价格出现了明显的反转。黄金近期的良好走势，浅层次原因在于全球经济增长放缓、美联储关于货币政策的态度超预期转鸽，深层次原因在于货币危机下货币信用的消磨。

当前主要经济体增长基本全部放缓，世界经济增长放缓已经成为事实。最新公布的5月摩根大通全球制造业PMI为49.8，

跌破荣枯线，为 2012 年 11 月以来的最低水平。分国别来看，欧元区制造业 PMI 为 47.7，低于预期，连续 4 个月位于荣枯线下方；中国、英国、日本制造业 PMI 也纷纷跌破荣枯线；此前一直表现强劲的美国，5 月数据也并不亮眼，5 月美国 ISM 制造业 PMI 为 52.1，刷新 2016 年 10 月以来的新低，低于预期 53.0 和前值 52.8。而此前 IMF 下调了全球经济增速预期，预计全球经济增速将继续放缓。

另外，今年以来主要经济体中增长最为强劲的美国经济也在逐渐降温，这使得美联储年内降息的可能性越来越高。在最新出炉的 5 月数据中，美国较多经济数据很不理想，无论是制造业 PMI 数据，还是就业数据都没有保持原有的强劲态势，尤其 5 月就业增长大幅放缓，非农就业人数仅增加 7.5 万人，前两个月的报告还被大幅向下修正，合计下调 7.5 万人。面对增长放缓的经济，美联储态度愈发转鸽，尤其在 6 月 19 日，美联储态度发生较为根本性的改变，在其发布的政策声明中，删除了此前在判断下一步利率行动时将“保持耐心”的措辞，并承认经济前景的“不确定性”持续上升。鲍威尔表示，缩表行动按原定计划已接近尾声，未来若需要放松货币政策，还可能会停止缩表。而最新的美联储点阵图显示，在 17 名官员中，8 人判断今年应该降息，其中 7 人预期降息 50 个基点，另有 8 人预期利率不变。

最后，值得我们关注，也值得反思的一点在于，黄金本次的强势反弹与货币信用之间的内在关系。本来灵活运用货币政策的

初衷是防止经济过冷或过热，熨平经济周期中过度的波动。但是，随着金融周期性波动越来越频繁，多国央行滥用货币政策，催生了大量的“泛滥资本”，资本的“野蛮生长”消磨了货币的信用，等到货币信用到了被消磨殆尽的临界点，阔别世界近 50 年的“黄金信仰”或将重新归来。

综上，短期来看，无论是全球走向宽松的货币政策，还是越发复杂的经济政治格局，都会对黄金价格走牛起到支撑作用。而从中长期来看，全球经济的放缓和货币信用的消磨会使得黄金更具有投资价值。

**3. 原油价格分析。**5 月至 6 月中旬，原油价格呈现先震荡下行，后部分反弹的走势。从 5 月初到 6 月上旬，国际原油期货价格一路走弱，一度跌至 50.60 美元每桶，之后受到国际政治等因素影响，原油价格反弹，收复部分失地。截止 6 月 20 日，国际原油期货收于 57.16 美元/桶，较 5 月初下跌 10.15%。



**4. 原油价格预测。**5月初至6月中旬的原油走势基本符合我们早期的判断，即原油价格的状态逐渐从强弩之末转换为走下坡路。其背后的根本逻辑在于供给方面易增不易减和经济增长放缓带来的需求走弱。

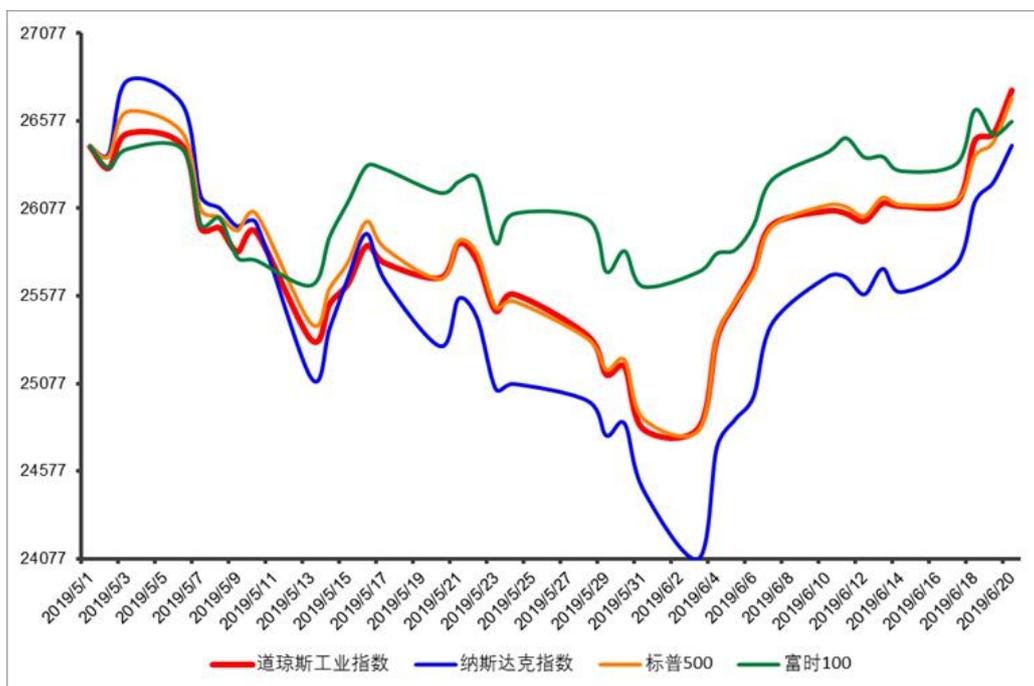
从5月初到6月上旬，受主要经济体经济增长疲软、美国页岩油产量持续增长的影响，再叠加贸易争端频发导致市场悲观情绪的放大，国际原油价格一路走跌。但是，受中东地缘政治紧张升级、美联储释放降息信号和市场期待G20峰会期间有望缓解部分贸易紧张局势等多重因素影响，国际油价于6月19日开始呈现上涨行情和显著反弹趋势。

但是，需要看到，主要经济体货币政策大多数都有着转向宽松的倾向。这一倾向短期来看，可能起到刺激经济、稳定需求的作用，但是从另一个角度来看，这也证明了当前世界经济增长的确不乐观。而根据历史经验来看，逆周期的货币政策在短期效果尚可，中长期来看刺激作用会逐步减弱。

虽然地缘政治冲突带来的减产在短期内支撑了油价，但是目前来看，美国国内外局势也比较复杂，面对伊朗问题，特朗普表现出了出乎意料的克制，中东震荡有望短期内有所缓解。6月中旬以来的油价反弹是市场的正常调整，但从中长期来看，石油需求有着进一步下滑的可能性，我们依然看空原油价格。

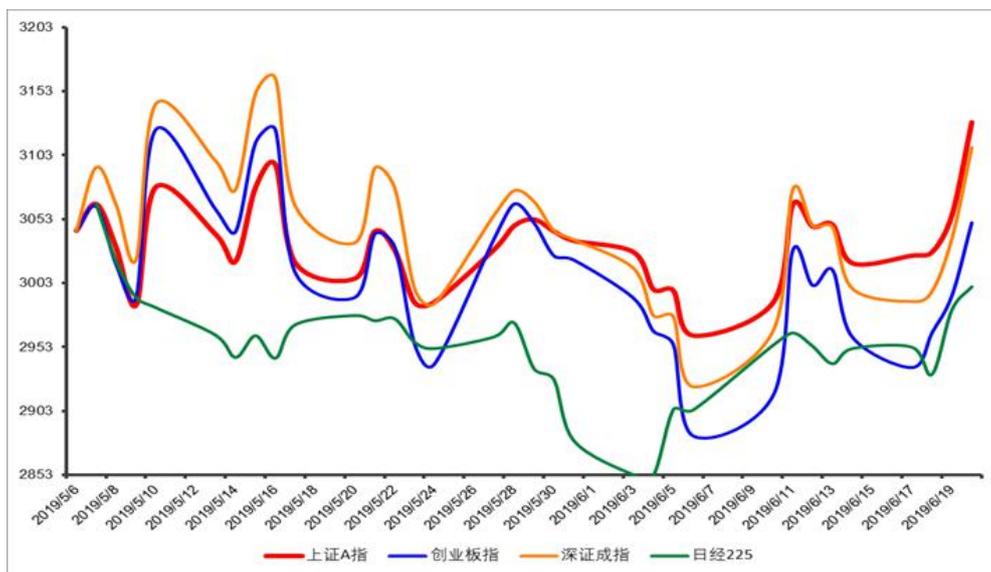
## （二）全球股票市场评析

**1. 欧美股市评述。**4月至6月中旬，欧美股市都呈现先跌后涨的态势，美国三大股指和富时100基本收复早期的跌幅。截止6月20日，道琼斯工业指数收于26753.17点，纳斯达克指数达到8051.34点，标普500收于2954.18点，富时100收于7424.44点，相较于5月初，分别上涨了1.22%、0.02%、1.04%和0.53%。



**2. 亚洲股市评述。**5月至6月中旬，亚洲股市整体走势与欧美股市基本一致，呈现先下跌后反弹的态势。相比于日经225，中国三大股指的反弹更为明显。A股在经历过4月的盘整后，受中美贸易摩擦恶化的影响，振幅扩大，虽然中途因一些利好消息而有所反弹，但是整体趋势向下。直到6月初，市场情绪缓和，再叠加中美贸易摩擦有缓和的迹象，A股开始呈现反弹行情，基本收复早期失地。截止6月20日，上证A指、创业板指、深证成指分别收于3128.76点、1498.01点、9134.96点，相较于5月

初，分别上涨 2.79%、0.21%、2.14%。



**3. 全球未来股市走势分析。**综合来看，5月至6月中旬，全球股市表现较为一致，都是先震荡下行再反弹。其背后的逻辑也是一致的，即早期的贸易争端和经济增长放缓对市场情绪产生冲击，而后期的贸易争端缓和以及刺激性政策又部分提振了市场情绪。

美国方面，美联储关于降息的态度一直是市场的热点。在结束为期两天的货币政策例会后，美联储发表声明说，美国经济面临的不确定性增加，将采取适当措施以保证美国经济持续扩张。另外，芝加哥商品交易所最新预测显示，市场认为美联储7月降息的概率为100%。我们预计，虽然7月美联储降息可能性不大，但是提前结束资产负债表缩减过程的可能性极大，并且年内降息的可能性也极高。降息和停止缩表可以帮助美联储抵御经济放缓，也有利于股市进一步上涨。但是，也要清醒地认识到美国货币政策和财政政策腾挪的空间并没有想象中的大，甚至不如上一

次金融危机。在 2006 年，美国的联邦基金目标利率在 5.25%，而如今在 2.50%。同时，美国在 2018 年已经提前使用了财政政策方面的刺激，并且刺激效果正在衰退，但是政府预算赤字却在扩大，已接近 1 万亿美元大关。

而中国方面，基本面继续疲软是大概率事件，年中反弹的可能性基本为零。继 4 月工业增加值、固定资产投资数据、消费增速均超预期下滑之后，5 月的各项数据依然不理想：5 月，中国制造业 PMI 为 49.4%，比 4 月回落 0.7 个百分点；规模以上工业增加值增长继续放缓，仅增长 5.0%；1-5 月，全国固定资产投资（不含农户）217555 亿元，同比增长 5.6%，增速比 1-4 月回落 0.5 个百分点。从上述的经济数据中，可以看出中国经济在结构性问题悬而未决的情况下，将在经济底部停留较长一段时间。

因此，我们坚持之前的判断，**中长期来看，全球股市的走势不容乐观。**目前来看，短期内有望提振股市的因素主要有两点：第一，美联储提前超预期地实施宽松的货币政策；第二，中美经贸摩擦缓和。但是，值得关注的是，虽然近期主要经济体的货币政策大都有着宽松的倾向，但是这一倾向本身也说明了很多问题，更何况部分经济体的货币政策、财政政策施展空间并不大。另外，中美经贸摩擦从 2018 年以来，打打停停多次，这固然有着谈判技巧的因素，但也反应了美国国内对中美贸易问题的态度分歧。当前市场对于中美在 G20 峰会期间达成部分协议有较为乐观的预期。但是，也要看到特朗普本人态度软化和大选临近、

经济增长放缓有着较大关系，并且特朗普政府内不乏对华强硬派，即使在特朗普主动与习近平主席通话的大背景下，依然爆出美国贸易代表莱特希泽对华强硬言论的新闻。所以，中美经贸摩擦会是一个长期的话题，即使短期内边际改善，中长期肯定还是会打打停停，再打再停。

目前来看，A股在一季度上攻之后，经历了较长的盘整期，市场对中美经贸摩擦恶化以及不佳的经济数据已经比较审美疲劳，倒是利好消息较为敏感。而短期内，中美经贸摩擦有望缓和，政府、机构也在为科创板第一股上市造势，因此A股短期内有投机价值。但是，中长期来看，基本面的超预期改善很难很快到来，而没有基本面支撑的牛市也很难长久。

### （三）全球债券市场评析

**1. 美国国债市场评述。**5-6月，受投资者对贸易摩擦的悲观预期影响，美国10年期国债收益率剧烈下滑。5月22日，美国10年期国债收益率滑落至3月期收益率以下，长短期收益率发生倒挂。此后倒挂幅度不断加深，至6月3日，倒挂幅度最深达到28BP。此后倒挂幅度有所收窄，但截至目前，倒挂幅度仍在10BP以上。国债收益率倒挂现象往往领先于经济衰退发生，与3月的倒挂不同，本次倒挂持续时间长，且倒挂幅度较深，投资者应高度重视这一信号。



## 2. 中国债券市场分析。

5月底以来，债券市场主要矛盾来自于包商银行事件所导致的市场信用紧缩和流动性危机。与流动性危机相比，经济基本面、宏观政策则显得不那么重要，因此，5月的债券市场分析，将围绕流动性危机展开。

在包商银行事件发生后，银行机构纷纷收紧质押券要求，而一直作为流动性“需求方”的非银机构，由于自身抵押品信用等级较低，出现了严重的流动性问题。而在6月初，市场流传出多家大中型金融机构资管产品爆仓的传闻，更是将银行间流动性危机推向了高潮，一时间，除银行机构外，非银机构也纷纷提高质押券标准。此时，市场已步入了“市场信用收紧—产品爆仓—市场恐慌加剧—信用进一步收紧—更多产品爆仓”的恶性循环。由于宏观经济下行压力仍然存在，相对宽松的货币政策在短时间内也不会发生转变。但是，在流动性总量相对宽裕的情况下，信用危机却导致资金市场陷入“上层大行有钱出不掉，下层非银缺口

补不平”的结构性流动性紧张局面，此前一直强调的金融体系与实体经济间货币传导不畅的情况，大有向大行、中小银行及非银机构、实体经济三方扩散的趋势。

在短期市场危机爆发的时刻，市场恐慌心理往往占据主导地位，由恐慌而滋生出的过度反应，又会转而加剧危机。因此，平复市场情绪，并矫正过度反应是初步制止危机的重中之重。或许市场上的大多数参与者已经意识到了过度反应的存在，但个体参与者已经陷入了“囚徒困境”，不得不遵从市场趋势收紧信用偏好，在动荡的市场中先图自保。此时，单纯通过市场自我调节，难以对群体性信用危机进行修复。能够扮演救世主角色并引导市场情绪恢复健康发展的，唯有监管部门。接管包商银行所造成的大面积市场恐慌是市场乃至监管部门始料未及的，但对于已然发生的信用危机，监管部门已经积极着手化解。第一步，央行出面化解银行体系内的信用危机，重塑金融机构对银行体系的信心。首先，央行为锦州银行等中小银行发行的同业存单提供零成本信用增信。全力保证银行体系不发生系统性风险。其次，央行先后通过逆回购融出、MLF加量续作等方式，向银行体系注入上千亿增量流动性，进一步加大了对银行间回购市场的支持力度。但是，本次危机还有一个关键症结，在于银行体系与非银体系之间的信用割裂。第二步，为解决这一关键症结，央行、证监会召集大行、头部券商开会，制定了“大行—头部券商—中小银行和非银机构”的流动性传导方案，借助市场化程度更高的券商体系，

矫正回购市场“一刀切”的质押标准。在监管部门的努力下，至6月21日，债券市场流动性已经得到了初步缓解。

但是，值得投资者注意的是，本次危机的负面影响仍将持续相当长的时间。第一，包商银行事件，从根本上打破了市场参与者长期以来形成的“银行存单不可能违约”的信仰，虽然央行的增信暂时缓解了中小银行存单发行的燃眉之急，但是从长远来看，信仰的破灭会导致银行体系内的同业业务信用风险偏好收紧，此前经营风格激进的银行，尤其值得警惕。第二，大中型银行与非银机构的流动性渠道，暂时借助头部券商得以打通。但是与银行不同的是，券商的经营风格更加市场化，其逐利本质也决定了其在发挥桥梁作用时，将表现出与中小银行不同的风格。由券商充当桥梁，可能导致上下游融资利差走阔成为新常态。此外，券商自身也是流动性的需求方，在市场出现大量“便宜”筹码的情况下，券商体系是否会对流动性“截流”，也存在一定的变数。因此，无论当前券商充当桥梁的模式仅仅是为了解一时燃眉之急，还是监管有基于此次危机完成银行间流动性分层重构的用意，以券商充当沟通上游银行与非银机构桥梁的模式，都会加剧流动性市场的不稳定性。第三，市场恐慌的脉冲过后，中低评级债券的投资价值将被重新审视，低评级民企债券，乃至AA城投的融资环境将进一步恶化。从宏观经济层面来讲，这种趋势实际上与“宽信用”相背驰。而从投资者个体来讲，低评级债券融资困难导致低评级发行主体在债券市场上滚动债务的难度进一步

上升，中低评级债券持仓比例较多的投资者所面临的信用风险，其本质已经从评级迁移风险，向实质违约风险靠拢。

**3. 中国债券市场预判。**债券市场的存单信仰被打破、流动性体系被重塑、低评级债券风险收益进一步失衡，这些长期埋藏的“定时炸弹”，统统被包商银行事件这一“导火索”所“引燃”。而这些长期以来存在的问题一旦浮现，都将持续发酵很长时间。

然而，每一次的危机，也都孕育着新的投资机会。由于非银机构流动性危机，资管产品不得不低价出售债券以降低杠杆。在包商银行事件发生后，债券二级市场供需即陷入严重不平衡，债券市场大有陷入“Fire sale”之势。由于高质量债券流动性较好，变现更容易，在非银机构被动去杠杆的过程中，相对高质量的债券被以高收益价格抛售的情况屡见不鲜。投资者如能在兼顾流动性的同时，适当参与二级市场，在流动性危机过后，必然收获颇丰。此外，从市场宏观来看，本次危机起源于流动性，作用于低评级。损失最惨重的，是自身管理能力有限，只能依靠滥用杠杆、扩大高收益债券持仓的“粗放式”机构。对于此类机构的打击，实际上有利于中国债券市场的健康发展。在策略选择上，年初我们曾作出上半年应“精耕细作、信用下沉”的判断，而此次危机导致的对于高质量、高评级债券的“Fire sale”将是“精耕细作”的绝佳机会。至于“信用下沉”，由于突发事件所引发的市场环境变化不再可取。实际上，“信用下沉”策略最重要的两大前提是充足的流动性和逐渐复苏的宏观经济。上半年，虽然宏观经济

仍存在较大下滑压力，但是宽松的货币政策，也使得“信用下沉”策略有利可图。然而在此次流动性危机过后，宽松的流动性条件也不再成立。从长期来看，低评级债券的风险收益越来越失衡。而在利率债市场上，虽然宏观经济下行压力依旧，但中美经贸摩擦的不确定性，导致利率债的方向难以判断，在趋势明朗前的左侧交易风险较大。实际上，目前的流动性危机并未完全消失，其对于债券市场的市场层次、流动性传导机制、盈利模式等方面都将产生深远影响。在混沌的当下，适度缩短久期、提高持仓信用等级，风格转向防御，应为题中之意。

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。