



太和智库
Taihe Institute

太和财经

制造业轻微回暖 经济仍乍暖还寒

太和智库 2019年8月 刊



关注时代
On Times We Focus

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：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.....	6
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	7
1. 价格走势分析与预测.....	7
2. 制造业 PMI 分析与预测.....	10
3. 工业增加值分析与预测.....	12
4. 月度固定资产投资分析与预测.....	14
5. 社会消费总额分析与预测.....	19
6. 进出口数据分析与预测.....	21
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.....	28
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.....	30
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.....	35
1. 美国国债市场评述.....	35
2. 中国债券市场分析.....	36
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 2.8%，较上月提升 0.1 个百分点，已连续 5 个月超过 2%。其中，食品价格，尤其是鲜果猪肉价格的大幅上涨支撑着 CPI 继续攀升。PPI 同比、环比均为负，但环比跌幅较上月有所收窄，大宗商品价格走弱仍是导致 PPI 同比转负的主要原因。制造业 PMI 数据为 49.7%，较上月回升 0.3 个百分点，但仍低于荣枯线。尽管本月制造业景气度轻微回暖，但经济仍处于乍暖还寒时节。规模以上工业增加值较上月来看下滑明显，旧有的结构性问题没有得到改善，工业生产根本性改变的拐点还远未到来。其中，上游的主要行业增长明显快于中下游行业，上游景气度较高，中下游行业增速放缓明显，上游行业挤压中下游行业利润的现象不容忽视。值得关注的是，高技术产业工业增加值同比增长 6.6%，较上月下滑 3.0 个百分点。老的经济动能尚未摆脱困境，而新经济在贸易摩擦升级、全球经济恶化的外部条件下也难以一枝独秀。消费数据方面，消费同比增速较上月有大幅回落，且低于去年同期水平，是 2019 年 6 月以来增幅第二次小于 8%。其主要原因在于 7 月份汽车销售的大幅下降。贸易数据方面，7 月进出口总额同比增长 5.7%，高于预期和前值，贸易战的压力并没有明显增大。但是，我们也要认识到，在经济结构调整和贸易谈判不确定性的双重压力下，进口短期内难有起色，经济将逐步筑底。金融数据方面，

受信贷少增拖累，社融总量远不及预期。社融数据低迷的主要原因在于不理想的信贷数据和收缩力度边际加大的非标。在新增人民币贷款的各分项中，增速下滑最明显的是企业短期贷款。这表明当下企业经营严重缺乏活力。

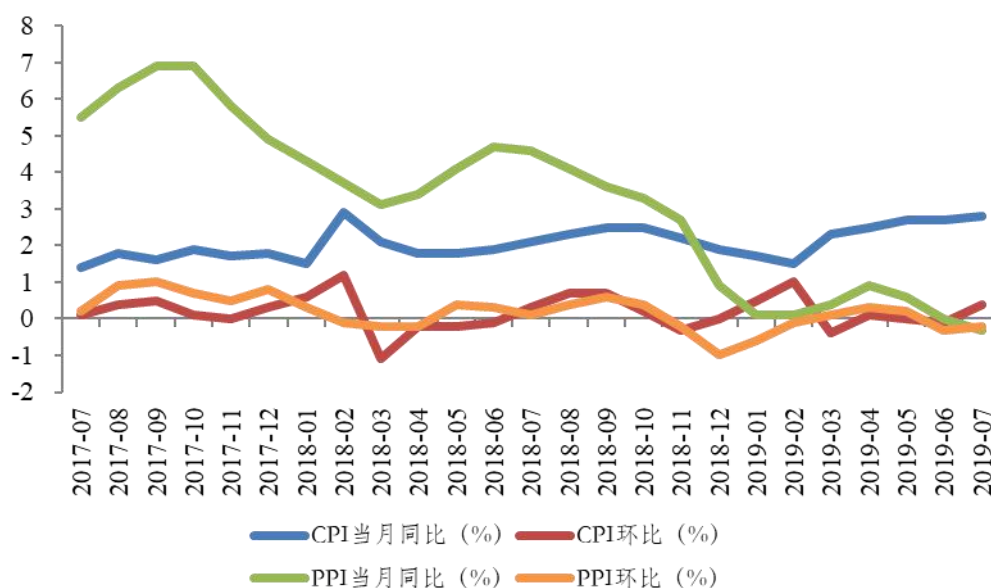
经分析全球经济基本面和货币政策，太和财经对全球金融市场走势判断如下：黄金市场方面，黄金价格短期内不排除有波动的可能性，但是从中长期来看，越发激烈的经济政治冲突、宽松的货币政策以及放缓的全球经济增长都会对黄金价格起到支撑作用。全球股市方面，受经济增长放缓和贸易争端的拖累，在市场情绪不高的情况下，预计市场短期将呈现震荡市的特点，考虑到国内外市场的不稳定因素，预计9月份股票市场的振幅会进一步扩大，外围市场大幅回落的概率在增加。中国债市方面，基于当前中美贸易摩擦明显加剧、经济不确定性增强的情况，利率债市场可能出现由“抱团取暖”和“Flight to quality”¹所引发的短期行情。短期来看，投资者可适当参与利率债交易行情。但未来几个月内，最大的投资机会在于股市而非债市，债券类资产中，投资者可考虑以可转债作为优先标的。

¹ 安全投资转移，指投资者将其资产从风险较高的投资品转移到现有最安全的投资工具的行为。

一、中国经济运行评析

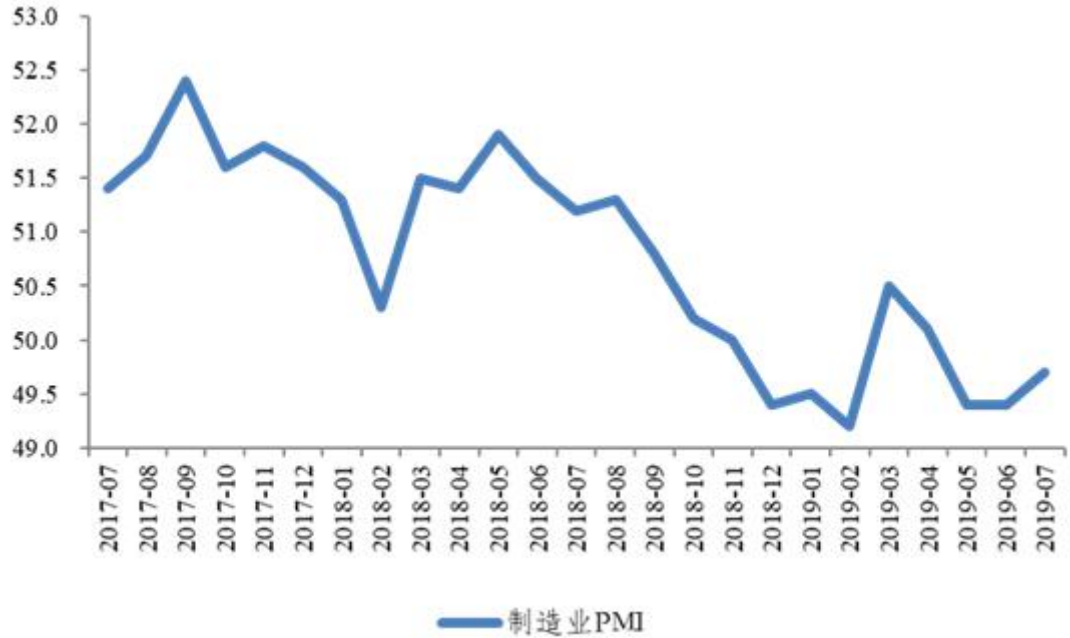
（一）宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。7月，CPI同比上涨2.8%，较上月提升0.1个百分点，已连续5个月超过2%；环比由负转正，较上月上涨0.4个百分点。PPI同比转负，下降0.3%，较上月回落0.3个百分点；环比下降0.2%，较上月收窄0.1个百分点。

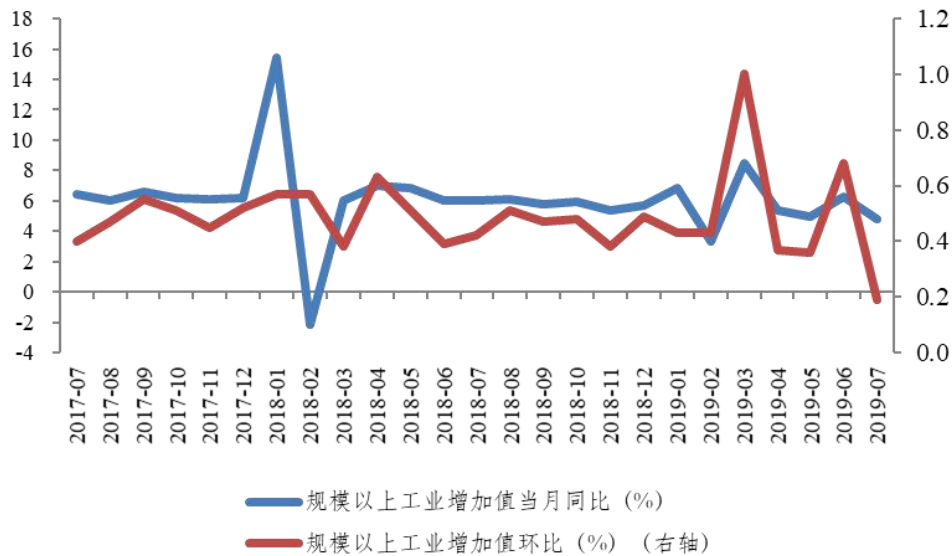


2. 月度制造业 PMI 评述。7月制造业 PMI 数据为 49.7%，较上月提升 0.3 个百分点，但仍在收缩区间，未来制造业大概率运行在荣枯线以下。从分项数据看，生产指数为 52.1%，比上月回升 0.8 个百分点；新订单指数为 49.8%，比上月回升 0.2 个百分点；原材料库存指数为 48.0%，比上月下降 0.2 个百分点；从业人员指数为 47.1%，比上月回升 0.2 个百分点；原材料购进价格指数为 50.7%，较上月回升 1.7%，站上荣枯线。分企业规模看，大型企业 PMI 为 50.7%，较上月提升 0.8 个百分点，重回扩张区间；中型企业 PMI 为 48.7%，较上月下降 0.4 个百分点；小型企

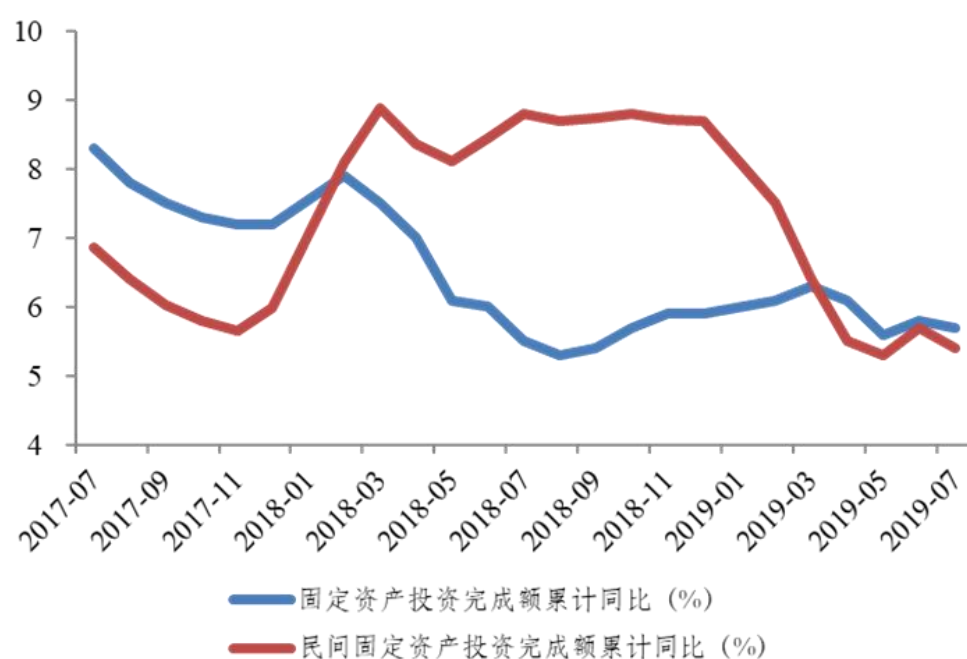
业 PMI 为 48.2%，较上月回落 0.1 个百分点。非制造业商务活动指数为 53.7%，较上月回落 0.5 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 53.1%，较上月上升 0.1 个百分点。



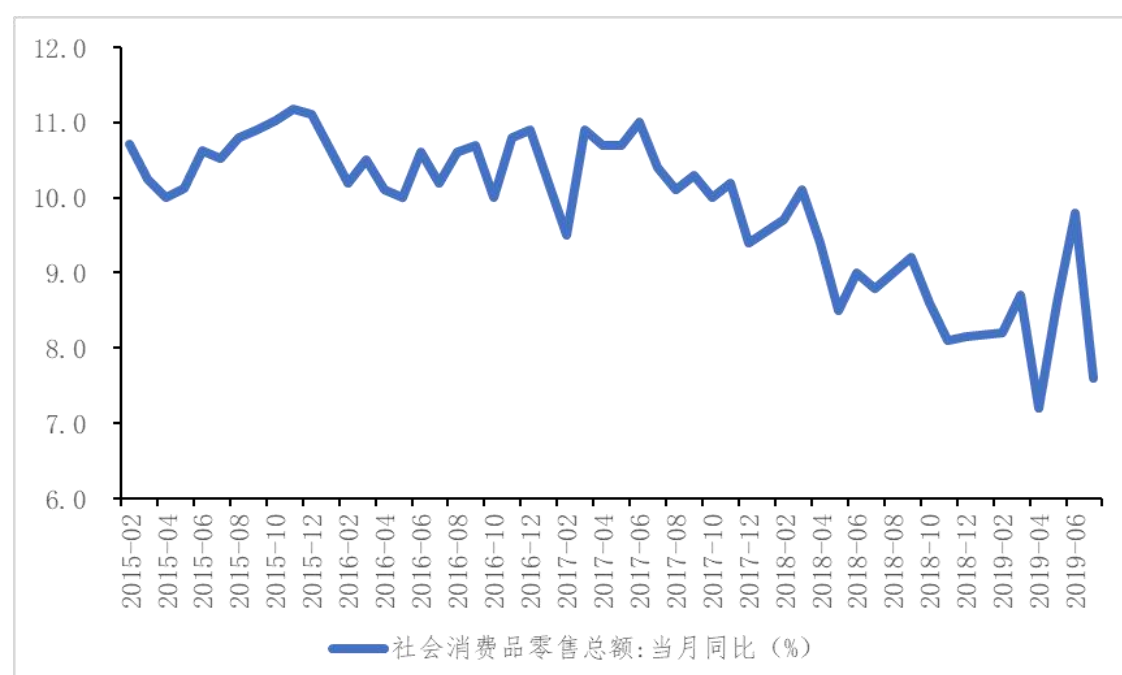
3. 月度工业增加值评述。2019 年 7 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 4.8%，远低于预期，前值 6.3%，低于去年同期 1.2 个百分点。从环比看，7 月份规模以上工业增加值比上月增长 0.19%。



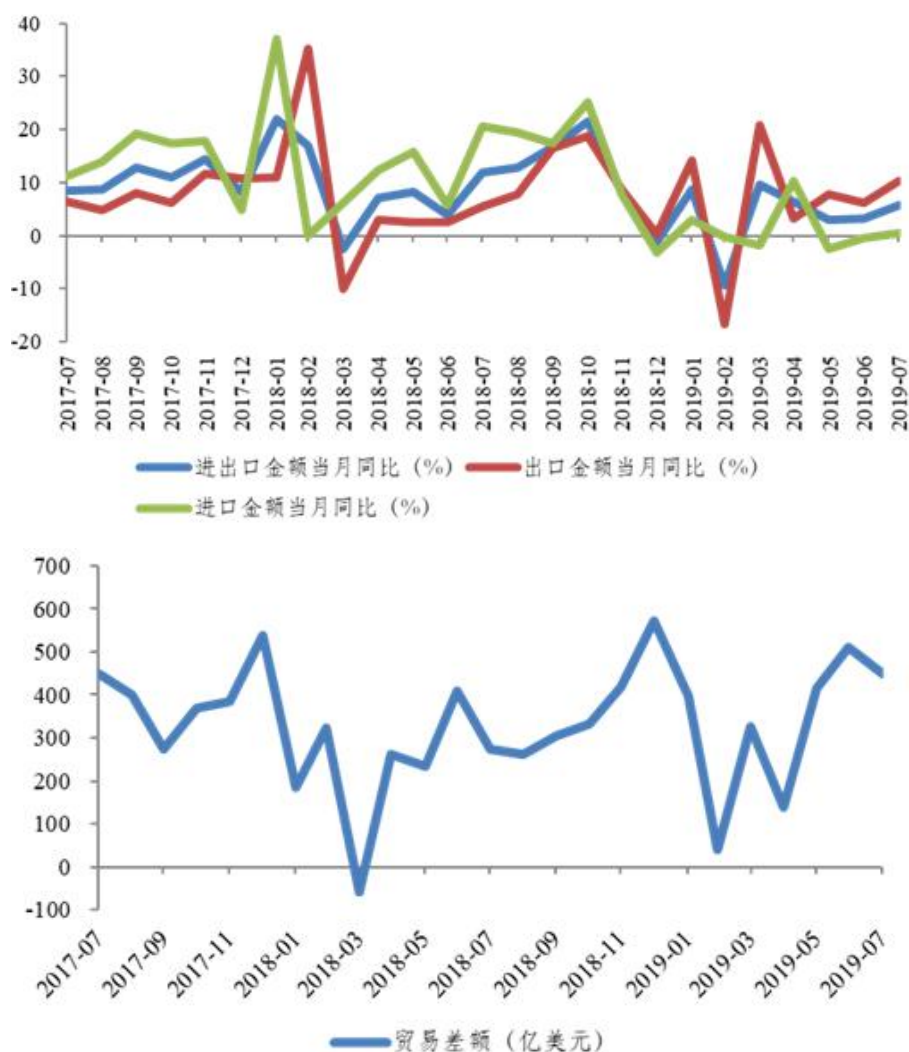
4. 月度固定资产投资评述。1-7 月，全国固定资产投资（不含农户）34.89 万亿元，同比增长 5.7%，增速比 1-6 月回落 0.1 个百分点，比去年同期上升 0.2 个百分点；1-7 月，民间固定资产投资 21.03 万亿元，同比增长 5.4%，增速比 1-6 月回落 0.3 个百分点。



5. 月度社会消费总额评述。7月社会消费品零售总额3.3万亿元，同比名义增长7.6%，同比增速比6月下降2.2个百分点，且低于去年同期1.2个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长2.9%，比上月同比数据少增6.8个百分点。从环比看，7月社会消费品零售总额环比增长0.22%，远低于6月的0.91%环比增长速度。1-7月，社会消费品零售总额同比增长8.3%。



6. 月度进出口评述。7月份进出口总额为2.74万亿元，相比去年同期增长5.7%，较上月增速扩大2.6个百分点。贸易顺差3102.6亿元，扩大79%。其中，出口1.53万亿元，同比增长10.3%；进口1.21万亿元，同比增长0.4%。按美元计，7月份进出口总额为3980亿美元，同比下降0.8%。贸易顺差450.6亿美元，扩大63.9%。其中，出口2215.3亿美元，同比增长3.3%；进口1764.7亿美元，同比下降5.6%。



（二）宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。鲜果猪肉价格继续大幅上涨，支撑 **CPI** 继续攀升。7 月 **CPI** 同比上涨 2.8%，再次刷新去年 3 月以来最高值。具体来看，食品烟酒价格同比上涨 6.7%，影响 **CPI** 上涨约 1.95 个百分点。其中，鲜果价格上涨 39.1%，影响 **CPI** 上涨约 0.63 个百分点；猪肉价格上涨 27.0%，影响 **CPI** 上涨约 0.59 个百分点。鲜果价格涨幅尽管较上月有所收窄，但由于去年同期低基数作用，仍然成为推动 **CPI** 上涨的主要因素。由于国家已经出台了相关政策以保障鲜菜水果等各类食品供给的合理性，

因此未来鲜果价格的上涨压力会逐渐缓解，鲜果价格涨幅并不具有持续性。此前报告已反复强调，由于新一轮猪周期的开启导致猪价高位上行，且猪肉在 **CPI** 篮子中占比较高，因此猪价上涨直接作用于近期 **CPI** 上行，通胀压力持续加大。

在非食品方面，七大类价格除交通和通信下降 2.1% 外，其余 6 大类全部上涨。其中，其他用品及服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格上涨明显，分别上涨 3.4%、2.6% 和 2.3%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别上 1.8%、1.5% 和 0.8%。整体而言，非食品类价格变化与上月类似，非食品类价格对 **CPI** 上涨贡献较为稳定，**CPI** 高位运行的主推力仍然是食品项。

环比方面，**CPI** 环比由负转正，较上月上涨 0.4 个百分点。其中，食品烟酒价格上涨 0.7%，涨幅比上月回暖 0.9 个百分点，影响 **CPI** 上涨 0.2 个百分点。其中，猪肉价格上涨 7.8%，影响 **CPI** 上涨约 0.2 个百分点；鸡蛋价格上涨 5.0%，影响 **CPI** 上涨约 0.03 个百分点；鲜菜价格上涨 2.6%，影响 **CPI** 上涨约 0.06 个百分点；但同时鲜果价格下降 6.2%，影响 **CPI** 下降约 0.14 个百分点。

PPI 同比、环比均为负，但环比跌幅较上月有所收窄，大宗商品价格走弱仍是导致 **PPI** 同比转负的主要原因。**PPI** 较上月继续回落 0.3 个百分点，同比下降 0.3%，成为 2016 年 8 月以来第一次负增长。其中，生产资料价格同比下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响 **PPI** 总水平下降约 0.51 个百分点；生活

资料价格同比上涨 0.8%，较上月回落 0.1 个百分点，影响 PPI 总水平上涨 0.2 个百分点。可见，生产资料价格的持续下行已成为影响 PPI 回暖的主要因素，其中，与大宗商品价格密切相关的原材料价格下行明显，同比回落 2.9%，降幅较上月继续扩大 0.8 个百分点。分行业看，增速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，前者下降 8.3%，降幅较上月扩大 6.5 个百分点；后者下滑 5.1%，降幅较上月扩大 3.2 个百分点。另外，造纸和纸制品业同比下降 7.1%、化学原料和化学制品制造业下降 4%、化学纤维制造业下降 4.8%，也在不同程度上造成 PPI 同比转负。

环比方面，7 月 PPI 下降 0.2%，较上月降幅收窄 0.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，生活资料价格环比持平。分行业看，40 大工业行业中价格下降的有 12 个，主要集中于石油相关行业以及金属加工相关行业。其中，受国际原油价格下降的影响，石油和天然气开采业以及石油、煤炭及其他燃料加工业降幅明显。尽管近期环保政策的推进能够对 PPI 起到一定的正向刺激，但是由于需求端政策刺激效率的不断走低以及国际原油价格疲软，导致此前预警的 PPI 同比增速或跌至负数成为现实，未来 PPI 能否回暖仍要看环保督查政策以及减税降费政策的实施效果。

总体来看，7 月 CPI 再次刷新近几年同比涨幅的纪录，其原因仍然是由于食品价格，尤其是鲜果及猪肉价格大幅上涨推动的。

而 PPI 同比增速由正转负则主要由于需求疲软的背景下大宗商品价格不断走低。

展望未来，在非食品价格保持平稳的情况下，由于鲜果价格大幅上涨不可持续，此后新一轮猪周期所引领的猪肉价格上行将会成为未来一段时间内推升 CPI 走高的主要因素。但非食品价格的平稳表现表明“猪油共振”的压力在逐渐减轻，未来通胀失控的可能性较小，货币政策仍可继续维持稳健偏宽松局面。

PPI 方面，由于石油、天然气等大宗商品价格走弱，原材料价格大幅走低，在内需疲软的背景下，未来 PPI 同比增速能否回暖仍需期待环保督查政策以及减税降费政策落地效果。实际上，正如太和财经反复强调的那样，在国内经济正处于“八年抗战”转型期的背景下，低效率的政策刺激难以维持中国经济的“韧性”。此外，由于全球降息潮即将开启，国际贸易摩擦不确定性持续升高，导致外需也不具有明显提振的可能，内外需不振将导致 PPI 无法从根本上获得上涨动力。同时，考虑到国际原油价格短期内仍大概率于低位徘徊，失去这一重要支撑的 PPI 增速也难以有太大起色。

2. 制造业 PMI 分析与预测。7 月制造业 PMI 数据轻微回暖，但仍低于荣枯线。目前经济仍处乍暖还寒时节，在全球经济放缓以及贸易保护主义盛行的背景下，外需乏力短期难以改善；同时，在国内经济面临下行压力加大以及债务结构性问题突出的情况下，内需提振也不会立竿见影。但经济不会直线下滑，将呈现震

荡下行的趋势。新订单、新出口订单等需求指标小幅回升，原材料库存、产成品库存等供给指标开始回落，表明企业或已开始从主动去库存阶段向被动去库存阶段转换。此外，根据历史数据来看，7月制造业 PMI 指数普遍低于6月，但此次7月数据的超季节回升表明中国经济具有韧性。整体来看，7月制造业 PMI 数据显示出制造业供需两端均有轻微好转，就业情况亦略微改善，经济失速下行压力减小，但断定“触底”则为时尚早。

7月中央政治局会议提出，要稳定制造业投资，推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资。随着从“宽货币”向“宽信用”的传导机制逐渐打通，制造业投资将逐步触底企稳。不过值得注意的是，制造业投资仍然受到房地产投资的挤压。从上半年金融信贷数据看，仍然有很多中长期贷款和非标融资流向了房地产行业。尽管政府对于房地产管控极为重视，近期召开的政治局会议也再次强调不以房地产投资作为刺激经济的手段，但考虑到房地产行业“尾大不掉”的现状，其对于制造业的挤压大概率继续限制 PMI 的反弹空间。

展望未来，预计四季度 PMI 将小幅反弹，维持在荣枯线左右震荡，难有向上走势。在中期内（2-3年），中国经济将会以理顺地方政府财政结构、化解系统性债务风险为发展基础，以经济数据走平为特征，真正步入触底企稳期。而长期（5-8年）将会以进一步加大研发投入、提升产业发展水平为手段，以深化改

革开放、扩大市场化改革为主线，激发经济发展内生动力，摆脱对债务刺激的依赖，实现经济高质量、高效率、可持续增长。

3. 工业增加值分析与预测。分三大门类看，采矿业小幅回落，制造业放缓明显，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速继续小幅增长。7月份，采矿业增加值同比增长6.6%，增速较6月份回落0.7个百分点；制造业增长4.5%，较6月份降低1.7个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.9%，较上月加快0.3个百分点。在6月份工业增加值出现超预期反弹之后，7月的工业增加值回归低迷常态，其中制造业增加值同比下跌明显，是造成本月总体数据大幅下降的主要原因。本月工业数据的疲态符合此前的判断，6月的工业增加值超预期反弹源于5月工业增加值较低，部分生产后移，并不具有代表性。

分经济类型看，四大经济类型企业增速均出现不同程度回落。其中，国有控股企业同比增速3.7%，较上月和去年同期下降2.5个百分点；股份制企业同比增长6.1%，较上月下降1.5个百分点，但略高于去年同期；私营企业增长7.3%，低于上月0.9个百分点，高于去年同期3.3个百分点；外商及港澳台商投资企业重回负增长，下降0.2%，但是远低于去年同期的6.1%。虽然较上月数据出现一定程度下滑，但私营企业和股份制企业增长势头稳中向好的趋势没有改变。这一方面是源于去年同期宏观经济增长放缓，经济形势面临较大不确定性，民营企业融资极度困难所导致的低基数；另一方面也说明，在宽松货币政策的持续发力下，民营经

济的融资环境较去年的确有较大改善，“宽货币”向“宽信用”的传导机制初步被打通。

分行业看，7月份41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长，上游的主要行业增长明显快于中下游行业，上游景气度较高，中下游行业增速放缓明显。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增速与上月相比均略有下滑，但继续保持景气，其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增速仍在10%以上。中游各行业普遍出现下滑，其中电气机械和器材制造回落幅度较大，较上月下滑3.6个百分点。下游行业中，仅食品制造业增速持续增长，较上月高出0.6个百分点，农副食品加工业及纺织业均小幅回落，而汽车制造业则再次走低，增加值增速为-4.4%。从上面数据可以看出，以黑色及有色金属冶炼、化学原料和化学制品制造业为代表的上游行业受益于国内环保限产收紧及大宗商品价格上涨，今年以来行业景气度较高，但旧有的结构性问题仍然没有得到改善，上游行业挤压中、下游行业利润的现象不容忽视。上游企业持续的高增长是以中、下游企业低迷为代价，其可持续性存疑。另外值得注意的是，高新技术产业增加值有所放缓，计算机、通信和其他电子设备制造业工业同比增加6.1%，结束了连续31个月两位数增加。高技术产业工业增加值同比增长6.6%，较上月下滑3.0个百分点。同时，新能源汽车新增8.4万辆，同比增长9.1%，但远低于上月14.3万辆的增量。

本月的这些数据反映，老的经济动能尚未摆脱困境，而新经济在贸易波澜又起、全球经济恶化的外部条件下也难以一枝独秀。

分地区看，各地区工业增加值同比、环比均正增长，中西部地区增速领跑全国。7月份，东部地区增加值同比增长3.0%，中部地区增长7.2%，西部地区增长7.1%，东北地区增长2.9%。东部地区增速下滑较中西部地区更为显著，在恶劣的外部经济政治条件下，东部沿海富裕地区部分生产订单内迁助力中西部地区工业发展。

7月规模以上工业增加值较上月来看下滑明显，无论是分行业、分地区，还是分门类、分经济类型来看，7月工业增加值数据都呈现放缓态势，工业生产根本性改变的拐点还远未到来。我国经济的“八年抗战”还在初期，部分学者鼓吹的经济年中反弹已被事实证明是妄言。其实，本月的社会融资、社会产能利用率和PMI的不振已经预言了工业增加值的低迷，尤其是短期贷款和票据融资额低迷说明企业的生产意愿十分有限。太和财经认为在复杂严峻的外部环境下，未来工业增加值还会在低位徘徊。

4. 月度固定资产投资分析与预测。固定资产投资增速在上月轻微回暖后重启下跌。其中，第一产业投资增速持续疲软，第二产业投资增速有所回暖，第三产业投资增速回落，基建投资增速下滑。具体来看，第一产业投资9784亿元，同比下降1.2%，降幅比1-6月份扩大0.6个百分点；第二产业投资117749亿元，增长3.4%，增速提高0.5个百分点；第三产业投资221359亿元，

增长 7.0%，增速回落 0.4 个百分点。基础设施投资同比增长 3.8%，增速比 1-6 月份回落 0.3 个百分点。

第一产业投资增速延续前期颓势，且降幅继续扩大。前序报告已多次指出，第一产业投资回落的原因：一是投资增速边际递减，二是去年同期高速增长所引起的基数效应，三是受产业周期影响。三者共同导致了 1-7 月份第一产业固定投资的继续下滑。随着下半年基数效应的消退，预计第一产业固定投资数据会逐渐得到改善。

第二产业投资增速有所回暖，但持续性存疑。分项来看，制造业投资增长 3.3%，比 1-6 月提升 0.3 个百分点，连续三个月上升。4 月 1 日实行的制造业增值税减税政策缓释了制造业税收负担，在内部需求疲软，外部不确定性增强的大环境下，该政策对制造业投资产生明显提振作用。然而，作为制造业投资主体的民间固定资产投资，其增速从 5.7% 回落至 5.4%，与制造业增速上升出现明显背离。此外，虽然制造业投资总体增速持续回升，但内部分化也在持续。具体来看，化学原料及化学制品制造业、医药制造业以及 TMT 行业继续保持较高增速，而金属制品业、运输设备制造业和农副食品加工业增速回落明显，显示出在上游行业投资复苏的同时，下游行业投资持续萎缩。如前期所分析的那样，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。随着供给侧结构性改革的推进，制造业结构

的转型升级使得上下游行业的分化在不断加剧，预计短期内很难扭转这一局势。

第三产业投资增速重启回落，“基建补短板”政策效应尚未显现。基建投资增速自6月回升后再次下滑，同比增长3.8%，较前值回落0.3个百分点。基建投资并未按照市场预期的那样持续发力，显示出回暖动力不足，基建补短板政策效果尚未显现。一方面，基建投放资金受限，在去杠杆的推动下，地方政府很难进一步举债加杠杆来为基建融资；另一方面，减税降负政策的出台使得地方政府收入进一步回落。由于基建补短板的落实存在一定的时滞性，因此随着经济下行压力的加大，政府通过刺激基建来提升需求的可能性仍然存在，尽管其对于经济刺激的效率已经微乎其微。

分地区来看，东部地区继续回升，中部地区持平，而西部及东北地区均回落。东部地区同比增长4.5%，增速比1-6月提高0.1个百分点；中部地区增长9.4%，与1-6月份持平；西部地区增长5.6%，增速回落0.5个百分点；东北地区下降3.7%，降幅扩大0.1个百分点。

分经济类型来看，内资企业投资同比增长5.9%，增速比1-6月份回落0.1个百分点；港澳台商投资增长1.9%，增速提升0.8个百分点；外商投资增长3.6%，增速在连续下滑后止跌企稳，较1-6月提升2.4个百分点。

房地产开发投资继续回落，土地购置面积降幅扩大，销售面

积降幅有所收窄。1-7 月全国房地产开发投资 72843 亿元，同比增长 10.6%，增速比 1-6 月份回落 0.3 个百分点。其中，房屋新开工面积增长 9.5%，增速继续回落 0.6 个百分点；房屋竣工面积下降 11.3%，跌幅收窄 1.4 个百分点。企业土地购置面积同比下降 29.4%，较上期跌幅扩大 1.9 个百分点。土地成交价款下降 27.6%，与上月持平。商品房销售面积同比下降 1.3%，降幅较 1-6 月份收窄 0.5 个百分点。7 月末，商品房待售面积 49876 万平方米，比 6 月末继续减少 286 万平方米。国房景气指数为 100.9，比 6 月回落 0.01 点。房地产企业融资环境进一步收紧，到位资金增速回落 0.2 个百分点至 7%。

尽管已连续四个月回落，但房地产投资数据并未呈现失速下滑的态势，反而呈现出一定的韧性。之前太和财经已经反复强调过房地产对于经济的刺激作用，尽管短期能够提振经济，但随着其对于上游行业资源的占有以及对下游行业的挤出作用，房地产行业的高位震荡并不利于制造业转型升级与发展。尽管政府对于房地产管控极为重视，7 月政治局会议也再次强调不以房地产投资作为刺激经济的手段，但从今年以来的金融信贷数据看仍然有很多中长期贷款和非标融资流向了房地产行业，可见，在未来一段时间内，房地产对于制造业投资的挤出效应仍将持续存在。在货币相对宽松背景下，7 月社融数据大幅不及预期，验证了此前的预测，即由于这一挤出效应的存在，使得从“宽货币”到“宽信用”的传导机制难以实际打通，挤出效应不仅会挤压居民消费

能力,还会对中小企业贷款形成挤占,从而增加系统性金融风险。

1-7月固定资产投资重启回落,基建投资在1-6月轻微回暖后再次下滑,制造业投资增速连续三个月回暖,但结构分化加剧。制造业持续回暖主要由于增值税减税政策的实行,减税降负仍然是提升制造业投资活力的重要措施,但随着政策效果的边际递减,未来制造业投资增速能否持续提升并不确定。特别是在8月以来中美多次贸易磋商均未取得实质性进展的情况下,外部需求的不稳定可能会部分抵消减税降负政策刺激的效果,从而降低制造业投资的活力。另外,基建投资也没有按照市场预期继续回暖,而是再次下滑,一方面在于资金紧缺,另一方面也在于政策落实的滞后性。基建数据表现不佳,表明基建补短板政策效应尚未显现。考虑到7月份地方政府专项债发行量维持高位,未来基建投资或有望止跌回暖。

在房地产投资方面,房地产行业各项数据变化平稳,未出现失速下行情况,体现出房地产在回落过程中所释放的韧性。实际上,政府已经反复强调“房住不炒”的核心理念,房地产投资的居高不下对于国内经济资源的挤占已经到了十分明显的地步。从7月经济及金融数据来看,消费数据以及社融数据均大幅不及预期,验证了此前所强调的房地产的挤出效应不仅将对居民消费形成挤压,也会对中小企业贷款造成挤占的观点。预计在当前经济下行压力持续加大、中美贸易磋商鲜有进展的背景下,未来仍将坚持稳健偏宽松的货币政策,但由于从“宽货币”到“宽信用”

的传导机制仍未有效打通，在“宽货币”推动下，未来房地产投资仍将大概率维持震荡，导致其对于中小企业信贷、居民消费信贷的挤压也会持续存在。但是，值得重视的是房地产行业对经济的支撑作用依然非常重要。房地产投资增速一旦失速，会对经济造成巨大的破坏作用。因此，房地产行业的政策调整十分考验政府的执政智慧。在相关调控政策持续加码的情况下，后期房地产行业的走势值得持续关注。

5. 社会消费总额分析与预测。7月消费同比增速较上月有大幅回落，且低于去年同期水平，是2019年6月以来增幅第二次小于8%。造成7月消费零售总额明显回落的主要因素是汽车销售的大幅下降。6月，汽车国五国六排放标准转换，导致厂商、经销商纷纷采取促销活动，进而带动6月汽车销售，当月汽车销售同比涨幅达到17%。由于汽车消费前移原因，7月汽车销售同比增长从前月的17%，下滑至-2.6%，成为拖累7月社会消费的主要因素。抛开汽车销售，7月其他消费品零售总额同比增长8.8%，增速与6月持平，基本保持稳定。此外，由于石油价格大幅下降，石油及其制品类消费总额同比下降1.1%，也是拖累消费增速的一大重要原因。根据国家统计局数据，7月，汽车类与石油类消费增长下降，拉低社会消费品零售总额增速超过2个百分点。其他主要消费类别来看，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9.9%，9.7%，10.9%，13%，3.0%和6.3%，与上月相比

变化不大。从消费所在地来看，7月城镇消费零售额为28354亿元，同比增长7.4%，乡村消费零售额为4719亿元，同比增长8.2%

1-7月，全国网上零售额4.4万亿元，同比增长20.9%，占社会消费品零售总额比重达19.4%，相较上年同期提高2.1个百分点。1-7月，网上零售对社零总额增长贡献率已超过40%。

正如6月的消费报告所示，由于人均收入水平增速缓慢与居民杠杆不断上升的双重压力，由汽车销售所带动的社零数据高增长难以持续。7月金融数据不及预期，企业与居民贷款均出现不同程度的萎缩。在此大环境下，加之汽车与石油类消费增速下滑，7月社零增速再度跌至8%以下并不出人意料。不过，也应注意到，除汽车与石油外的主要消费品类增速基本保持平稳，七月主要经济数据基本趋于稳定。伴随着汽车消费前移的透支效用逐渐消退，社零同比数据或将在短期有所反弹。不过，需要说明的是，数据的低位反弹并不意味着消费增长趋势走强。第一，从金融数据来讲，7月居民部门和企业部门人民币贷款增长均出现不同程度的萎缩，信用收缩或将向需求端扩散，信贷乏力对消费增长不利。第二，此前反复提及的制约消费增长的关键因素——实际收入和有效需求也并未得到有效改善。7月，失业率为5.3%，较6月上升0.2个百分点。失业率小幅上升固然存在毕业生进入就业市场等季节性因素，但是高达5%以上的失业率，仍表明实际收入和有效需求相对偏弱。而制造业PMI数据继续维持于景气区间以下，工业制造业数据亦缺乏亮眼表现，经济复苏之路仍

然漫长。与经济增长乏力相对应的，居民收入增长亦缺乏内生动力。因此，在制约消费的根本问题没有解决的情况下，失去信贷扩张支撑的社会零售数据或将得益于汽车销售透支效用的减弱而发生小幅反弹，但在较长时期内仍会维持低位震荡。

6. 进出口数据分析与预测。7月出口继续保持同比增长，但进口（以美元计）回落，内需还在触底通道中。由于对非美国国家出口的持续提升，出口保持稳步增长态势，但进口下滑将维持一段时间。

分国别来看，中国与欧盟、东盟和日本等主要贸易伙伴的贸易增长平稳，对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体，而美国的贸易威胁已导致中美贸易持续下滑。前7个月，欧盟为我国第一大贸易伙伴，中欧贸易总值为2.72万亿元，增长10.8%，占我外贸总值的15.6%。其中，对欧盟出口1.64万亿元，增长12.6%；自欧盟进口1.08万亿元，增长8.2%；对欧贸易顺差5596.5亿元，扩大22.2%。东盟为我国第二大贸易伙伴，与东盟贸易总值为2.35万亿元，增长11.3%，占我外贸总值的13.5%。其中，对东盟出口1.33万亿元，增长15.8%；自东盟进口1.02万亿元，增长6%；对东盟贸易顺差3018.9亿元，扩大68.7%。与美国的贸易已经滑落至第三，中国和美国贸易总值为2.1万亿元，下降8.1%，占我外贸总值的12%。其中，对美国出口1.62万亿元，下降2.1%；自美国进口4739.3亿元，下降24%；对美贸易顺差1.15万亿元，扩大11.1%。日本为我国第四大贸易伙伴，中日贸

易总值为 1.21 万亿元，增长 1%，占我外贸总值的 6.9%。其中，对日本出口 5549.1 亿元，增长 4.5%；自日本进口 6535.2 亿元，下降 1.8%；对日贸易逆差 986.1 亿元，收窄 26.7%。同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口 5.03 万亿元，增长 10.2%，高出全国整体增速 6 个百分点，占我国外贸总值的 28.9%，比重提升 1.6 个百分点。

从 7 月数据来看，中欧贸易往来持续保持高速增长，并逐渐趋于稳定，我国对东盟进出口进一步提升，东盟在我国贸易体系中愈发重要，但我国对日贸易较上月有所回落。受中美贸易摩擦影响，我国对美出口亦有所下滑，但自美进口下滑更为明显，对美贸易顺差进一步扩大。尽管美国发动的贸易战已经明显影响中美贸易，但我国通过积极寻求出口替代，已在一定程度上弥补了整体数据，贸易摩擦对我国对外贸易结构影响不大。

尽管 6 月底中美两国同意重启经贸磋商，但 8 月 1 日美国总统特朗普再次表示将对额外 3000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税，由于此清单包含众多消费品，因此在三、四季度将对进出口数据造成影响。此外，7 月 31 日美联储开启了 10 年来的首次降息，尽管鹰派人士认为此次降息主要是一种预防性降息，不代表开启降息周期，但近期非农就业数据未达预期已经使得美国 9 月份降息的概率逼近了 100%，可见来自美国的需求不容乐观。同时，考虑到 7 月份欧元区各国的 PMI 指数仍普遍处于荣枯线以下，预计未来出口数据仍可能回落。

分企业类型看，民营企业已成为带动我国进出口的主力军。前7个月，民营企业进出口7.31万亿元，增长11.8%，占我外贸总值的42%，比去年同期提升2.9个百分点。其中，出口4.82万亿元，增长14.2%，占出口总值的50.9%；进口2.49万亿元，增长7.4%，占进口总值的31.4%。同期，国有企业进出口3.03万亿元，增长0.8%，占我外贸总值的17.4%。其中，出口9248.4亿元，下降4.1%；进口2.1万亿元，增长3%。民营企业进出口快速增长，所占比重提升，成为拉动我国进出口的主要力量。

进口方面，尽管7月数据以人民币计微增，但以美元计则继续下滑，内需仍表现不佳。在国内经济面临下行压力的背景下，内需不振状况短期内仍将持续。

从进口产品结构看，机电产品、劳动密集型产品出口均保持增长。原油、天然气等商品进口量增加，铁矿砂、大豆进口量减少。价格方面，铁矿砂、原油、天然气以及钢材价格均上涨，而煤炭、大豆价格回落。前7个月，我国进口铁矿砂5.9亿吨，减少4.9%，进口均价为每吨615.9元，上涨37.5%；原油2.86亿吨，增加9.5%，进口均价为每吨3288.9元，上涨1.6%；煤炭1.87亿吨，增加7%，进口均价为每吨535.3元，下跌5.3%；天然气5474万吨，增加10.8%，进口均价为每吨3016.6元，上涨19%；大豆4690万吨，减少11.2%，进口均价为每吨2745.5元，下跌0.8%；钢材666万吨，减少13.4%，进口均价为每吨8206.4元，上涨1.5%。7月国际油价继续上涨，同时中美贸易摩擦导致大豆

进口量连续三月大幅下滑。进口增速的持续下行显示出内需疲软，经济所面临的下行压力仍存，我国仍处在“八年抗战”转型期内，在内需难以得到改善以及美国贸易讹诈的双重压力下，进口数据难以明显好转。

7月进出口数据稳定，出口持续保持增长态势，表明贸易“韧性”较强。但内需的疲弱依旧，衰退型顺差仍在持续，预计这一状况在年内难以得到改善。8月1日，美国总统特朗普再次表示将对额外3000亿美元的中国商品加征10%的关税，人民币兑美元汇率出现大幅波动，并最终突破“7”的心理关口。一方面，相对逆差国，贸易摩擦对顺差国货币汇率的不利冲击更强，另一方面，在美联储“鹰派降息”落地，同时英国“无协议脱欧”风险提升背景下，美元指数创下年内新高。虽然贸易摩擦造成的人民币贬值能够对出口形成一定支撑，部分抵消加征关税给我国带来的负面影响，但需要注意欧美制造业PMI数据边际反转，低于荣枯线，反映出外需仍然较弱，汇率贬值很难从根本上扭转未来出口数据的下行趋势。

在进口方面，即使本次进口的回升能够反映出内需的边际回调，但近期人民币贬值对于进口的压力则又在一定程度上对这种回调产生了抵消作用。虽然央行已经多次强调短期人民币波动以及阶段性“破7”并不意味着中长期人民币将持续走弱。但是，在全球宽松周期即将开启以及国内需求仍然不振，“八年抗战”艰难转型的背景下，人民币贬值的压力依然存在，汇率的波动将扩

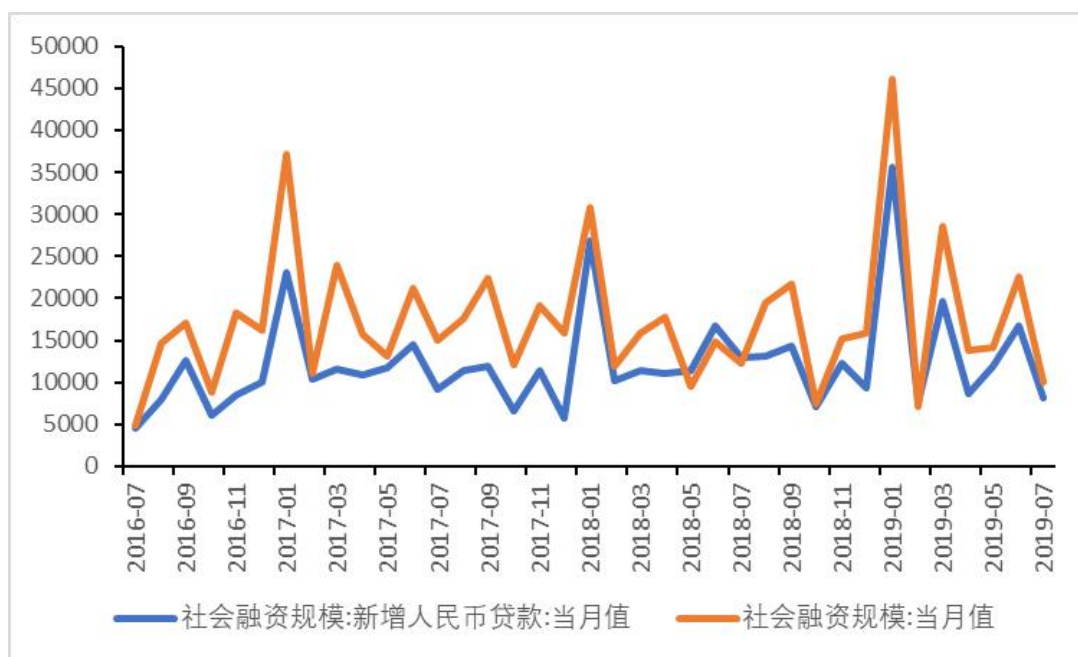
大，单边走势将被宽幅震荡取代。因此，衰退型顺差的压力或将持续增大，贸易形势并不容乐观。

二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

2019 年 7 月新增社会融资规模 1.01 万亿元，较去年同期减少 2103 亿元，预期 1.625 万亿元，前值 2.26 万亿元；金融机构新增人民币贷款 1.06 万亿元，同比少增 3975 亿元，预期 1.27 万亿元，前值 1.66 万亿元。7 月 M2 货币供应同比增长 8.1%，预期 8.4%，前值 8.5%；M1 货币供应量同比增长 3.1%，较前值低 1.3 个百分点。

受信贷少增拖累，社融总量远不及预期。去年 7 月社融增长呈现回落趋势，然而今年 7 月社融在低基数的基础上反而不及预期，新增社融也低于去年同期。分析具体数据，对实体经济发放的人民币贷款增加 8086 亿元，同比少增 4775 亿元；委托贷款减少 987 亿元，同比多减 37 亿元；信托贷款减少 676 亿元，同比少减 529 亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 4563 亿元，同比多减 1819 亿元；地方政府专项债券净融资 4385 亿元，同比多 2534 亿元。从上面数据可以看出，7 月社融数据低迷的主要原因在于不理想的信贷数据和收缩力度边际加大的非标融资。同时，值得关注的是，在银行信贷和非标融资拖累社融的情况下，地方政府专项债券继续发力，净融资额高达 4385 亿元，对社融起到较强的支撑作用。



在新增人民币贷款的各分项中，增速下滑最明显的是企业短期贷款。7月非金融企业及机关团体短期贷款减少2195亿元，中长期贷款增加3678亿元。企业短期贷款增速下滑有三层解读：第一，在企业中长期贷款增速基本保持不变的情况下，短期贷款增速猛降表明企业部门的贷款总量增速放缓。从本质上讲，贷款业务是资金需求与资金供给的匹配，供给与需求的任意一方意愿降低，都会导致业务增速放缓。但需要注意的是，银行供给收缩最直接的表现应为信用收缩，进而表现为风险更高的中长期贷款供给意愿下降。而7月份，中长期贷款增量并未发生太大变化，则佐证了银行信用并未在7月明显收缩。因此，短期贷款的减少，更多反映了目前企业贷款意愿的下降，这一点与M1-M2剪刀差所反映出的经营活跃度疲软有所呼应。第二，在总量增速明显放缓的情况下，银行“优先”选择减少短期贷款供应，表明在监管“软硬兼施”的“宽信用”政策下，贷款结构或有所改善。第三，

从银行行为来看，在 6 月季末节点，银行可能存在以企业短期贷款引导企业存款，来应对节点存款考核的迹象，6 月，非金融企业短期贷款增加值为 4408 亿元，是 2 月份以来的最高。与 7 月企业短期贷款负增长相对应的，7 月企业存款也有大幅度下降。实际上，季末后银行短期贷款出现明显下跌这一季节性因素屡见不鲜。

7 月的金融数据除了信贷数据变化较大，其他融资方式也非常值得关注。7 月末贴现银行承兑汇票减少 4563 亿元。追溯历史来看，上一次未贴现汇票发行高峰是 2019 年 1 月，1 月份发行的 6 个月期限汇票恰恰在 7 月到期，这在一定程度上导致了新增 7 月末贴现汇票大幅减少。然而，1 月份新增未贴现汇票，满打满算仅有 3700 亿元，尚且不足以完全解释。另外一个可能性是，银行的表内票据融资与表外的新增汇票之间有一定的相互转化作用，但是，从 7 月份的表内数据来看，新增票据融资仅为 1284 亿元，增量变化幅度几乎可以忽略不计（6 月增量为 961 亿元），表内外的相互转化并不能成为一个解释原因。排除了其他可能之后，企业经营缺乏活力导致开票需求减弱成为了最有可能的解释。另外，7 月新增信托贷款减少了 676 亿元。这与银保监会在 7 月份进一步收紧房地产的信托融资渠道有关。而股票融资当月值创下年内增幅新高，则归功于科创板正式开市。地方政府专项债发行量继续维持高位，未来或可期待基建带动作用。

M2 增速回落且不及预期。7 月，M2 余额同比增长 8.1 个百

分点，低于上月 0.4 个百分点，且比去年同期少增 0.4 个百分点。M1 余额同比增长 3.1%，较上月增速降低 1.3 个百分点，低于去年同期 2 个百分点。7 月 M1、M2 数据继续疲软，剪刀差再度负向扩大。自 2018 年 2 月以来，剪刀差连续 18 月为负，且长期维持在-4%以上，说明企业经营活跃度偏低且不见起色。

（二）中国货币及金融政策走势预判

7 月金融数据大幅不及预期，人民币贷款数据疲软，企业中长期贷款增量不变而短期骤降的结构性变化带来了一个融资需求端的全新问题。金融数据所反映出的企业生产经营仍不见起色，即便“宽信用”渠道逐渐打开，如何调动企业融资扩大生产经营也会是限制经济复苏的一大难题。换言之，由于经济景气度持续保持低位，信用扩张的矛盾从供给端逐渐蔓延至需求端。地方政府专项债券发行如火如荼，供需两旺，在中国经济“内忧外患”并存的当下，短期内经济增长或许仍需利用基建拉动。但从长期看，需要警惕地方政府债务问题以及债务对 GDP 边际贡献降低问题，重回基建老路并非“灵丹妙药”。经济增长的源泉，终归只能来自于充满活力的民营经济。

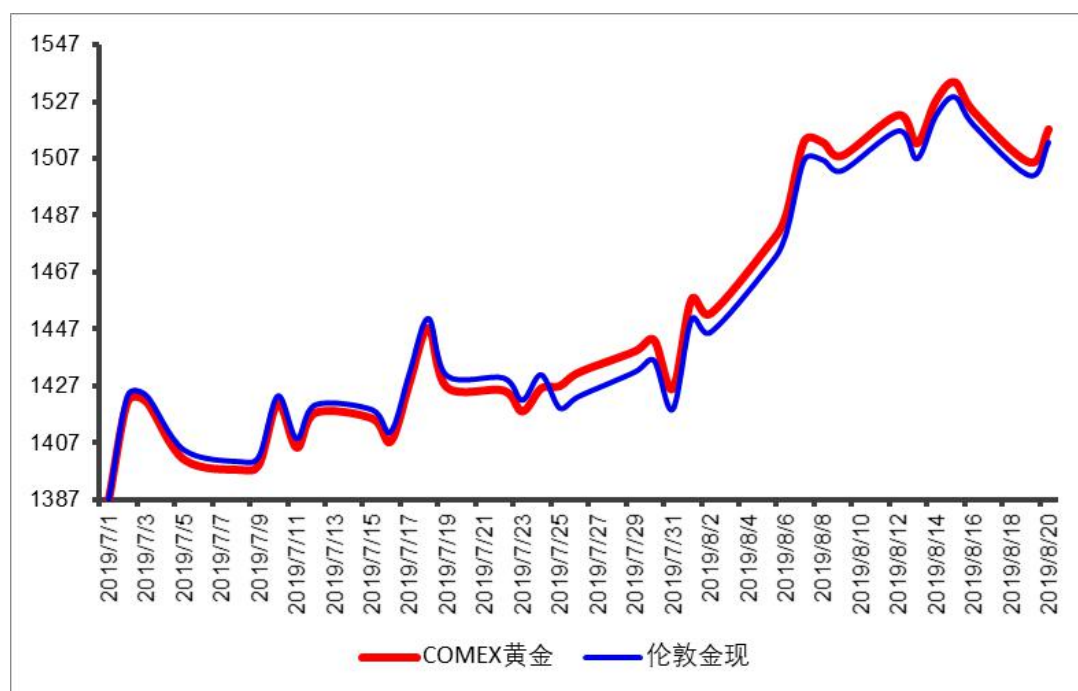
因此，今年后期的社会融资数据仍不乐观。主要原因如下：首先，从近期的金融数据来看，社会融资数据越来越依赖于地方政府专项债，而企业的融资需求较为不温不火，甚至有所下滑。其次，8、9 两月剩余的地方政府专项债额度大约在 4000 亿左右。如果专项债额度后期没有调整，那么 8、9 两月乃至四季度的社

融压力将会较大。再次，贸易战对我国出口贸易的影响已经初步显现，如果美国 9 月对 3000 亿中国商品如期加征关税，后期中国对美贸易受影响会更加明显，相关企业融资需求会进一步下滑。最后，在房地产融资进一步压缩的大背景下，上半年对社融起到正面作用的房地产行业恐怕将拖累社融。综上，太和财经对后期的社融数据持较为悲观的态度。

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 7 月至 8 月中旬，黄金价格呈现先震荡盘整，再迅速上行的走势。进入 8 月后，黄金价格进入上升的快车道，先后突破 1450 美元/盎司、1500 美元/盎司的大关。截止 2019 年 8 月 20 日，国际现货黄金、纽约商品交易所黄金期货分别收于 1507.1 美元/盎司、1517.3 美元/盎司，分别较 7 月 1 日上涨 9.05%和 9.39%。



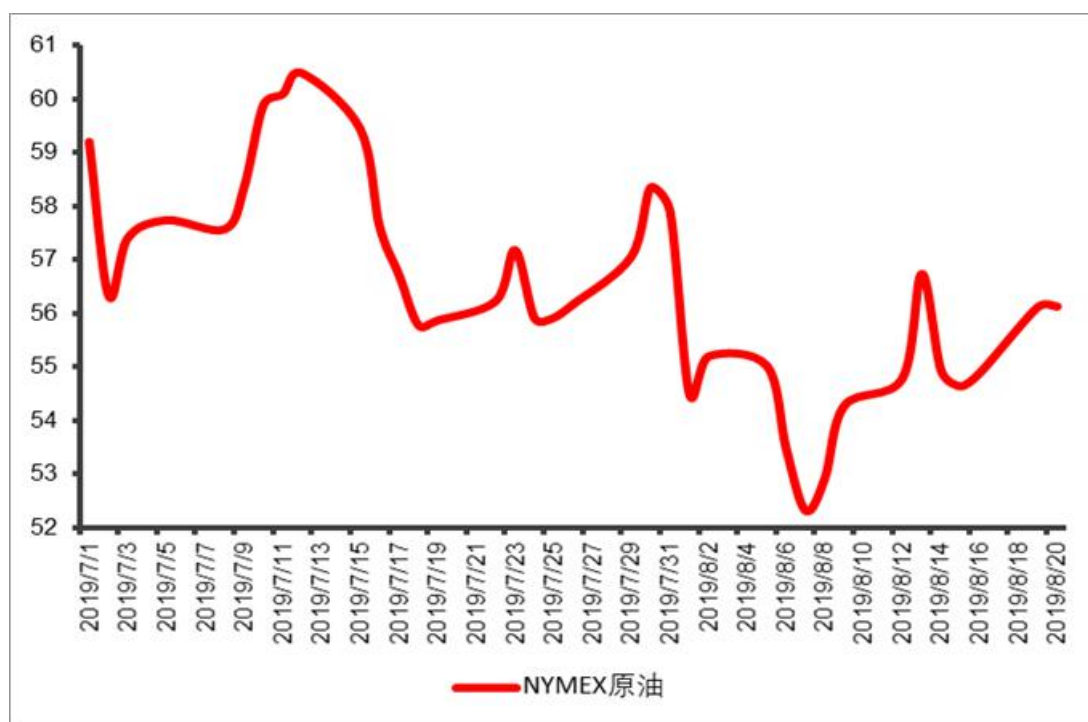
2. 黄金价格预测。自去年8月份以来，黄金迎来了长达一年的牛市。这符合之前的预期：在低迷的全球经济形势和日趋宽松的货币政策下，黄金作为避险资产和曾经的货币，具有较强的投资价值。近期对黄金价格起到主要支撑作用的是以下三点：复杂的地缘政治和贸易摩擦、弱美元的预期、全球经济走弱的预期。

当前，以上的支撑因素都在逐步发酵：首先，自美国总统特朗普8月1日宣布从9月1日起对中国总价值3000亿美元的货物加征10%的额外关税起，中美之间摩擦不断。8月23日路透社报道，中方宣布，将对价值约750亿美元的美国商品加征关税。随之而来，8月24日，美方宣布将提高对约5500亿美元中国输美商品加征关税的税率。从中美双方的官方态度来看，贸易战背后是两国之间经济利益和政治分歧的严重裂痕，预计短期内达成部分协议或缓和局势的可能性微乎其微。其次，美联储货币政策委员会宣布将联邦基金利率下调25个基点至2%~2.25%。但是，特朗普对美联储的降息十分不满，表示美联储应该在相当短的时间内至少降息100个基点，或许还会采取一些量化宽松措施。最后，在美联储降息之前，7月份俄罗斯央行和澳洲联储也已经降息。市场还预计欧洲央行9月份降息的概率为100%，全球各大央行尽显鸽派。照以往经验来看，降息并不意味着牛市的开始，往往是经济基本面出现恶化的先兆。事实上，美国国债近期收益率曲线的多次倒挂已经引发市场对于经济衰退的担忧，而美国7月份工业产值下降0.2%说明美国工业部门已经处于衰退之中。

至于欧元区经济强国德国,在 2019 年第二季度 GDP 也下降 0.1%。德国央行也表示,德国经济可能在夏季继续萎缩。经济下滑是由于订单不足导致工业生产疲软。

综上所述,从中长期来看,越发激烈的经济政治冲突、宽松的货币政策以及放缓的全球经济增长都会对黄金价格起到支撑作用。

3. 原油价格分析。7 月至 8 月中旬,原油价格呈现先反弹后下行,再部分反弹的震荡走势。从 7 月初到 8 月上旬,国际原油期货价格震荡下行,一度跌至 50.52 美元每桶,之后受部分利好因素影响,原油价格反弹,收复部分失地。截止 8 月 20 日,国际原油期货收于 56.12 美元/桶,较 7 月初下跌 5.19%。



4. 原油价格预测。7 月初至 8 月中旬的原油走势基本符合判断,即原油价格虽然会因为部分利好因素以及市场情绪而反弹,

但是在需求逐渐下滑的情况下，原油价格中长期来看大概率走弱。

需求方面，国际能源署 8 月 9 日发布最新月报显示，因经济放缓迹象愈发明显以及中美贸易紧张关系带来利空影响，下调今明两年全球原油需求增速预期。IEA 目前预期 2019 年全球原油需求增速为 110 万桶/日，2020 年为 130 万桶/日，较之前预期分别下调 10 万桶/日和 5 万桶/日。而 OPEC 8 月 16 日发布最新月报也将 2019 年全球原油需求增长预期下调 4 万桶/日至 110 万桶/日。

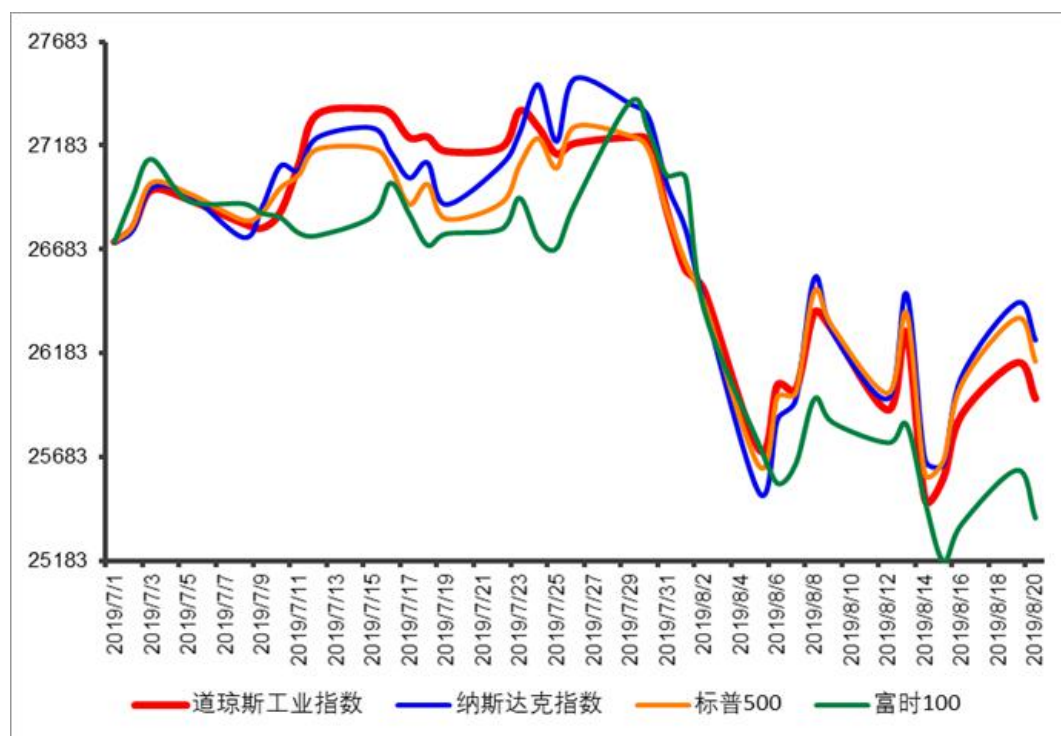
而供给方面，OPEC 预计，2020 年全球原油供给将出现过剩的局面，原油产量将比需求高出约 56 万桶/日。美国页岩油的大幅度增产则是造成这一情况的主要原因。如果减产协议继续严格执行，可能会使得油价部分反弹，从而为美国页岩油厂商增产提供支撑。所以，从这个角度看，减产协议的实施可能并不能达成国际原油市场再平衡的目标。

因此，虽然 OPEC 不断延长减产协议，数据方面也会不时给出利好消息，但是未来需求下滑会比供给减少的幅度更大，同时页岩油革命对国际油价带来的利空也不容忽视，所以中长期来看，太和财经对国际原油价格的走势较为悲观。

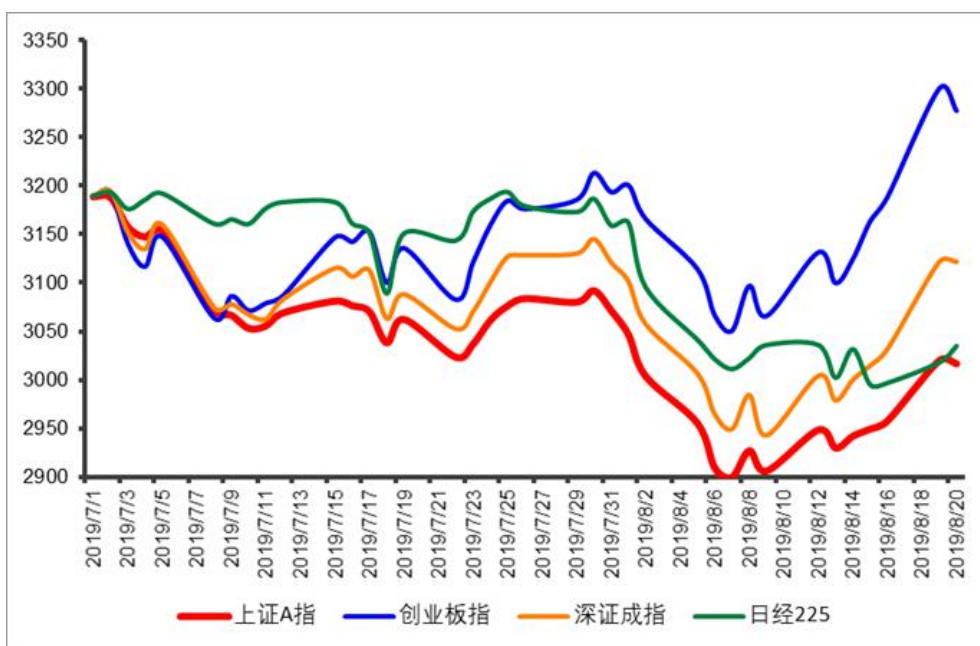
（二）全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。7 月至 8 月中旬，欧美股市都呈现先震荡后下跌，再小幅反弹的态势，美国三大股指和富时 100 在 7 月份基本保持震荡，八月份开始，欧美股市进入下跌状态。截止 8 月

20 日，道琼斯工业指数收于 25962.44 点，纳斯达克指数达到 7948.56 点，标普 500 收于 2900.51 点，富时 100 收于 7125 点，相较于 7 月初，分别下跌了 2.83%、1.76%、2.15%和 4.97%。



2. 亚洲股市评述。7 月至 8 月中旬，亚洲股市整体走势与欧美股市有一定共性，呈现先震荡后下跌再反弹的态势。A 股在经历过 7 月的盘整后，受贸易争端局势恶化的影响，A 股迅速下挫，而后市场情绪缓和，股市回调，基本收回此前失地。截止 8 月 20 日，上证 A 指、创业板指、深证成指分别收于 3017.08 点、1611.59 点、9328.73 点，相较于 7 月初，分别下跌 5.40%、上涨 2.77%和下跌 2.12%。



3. 全球未来股市走势分析。 美股方面，美国 8 月份陆续出炉的经济数据表明美国基本面较为疲软，而未来两到三年将是美国企业偿债高峰。值得关注的是，早在一年多前就反复强调的债务问题也在持续发酵，预计也会对美国经济产生较大负面作用。此外，贸易争端对美国市场的影响也在陆续凸显，尤其美国方面 8 月 24 日凌晨宣布将提高对约 5500 亿美元中国输美商品加征关税的税率后，美股再度出现暴跌。美股市场进入今年以来，不稳定的暴跌时有发生，振幅也较去年明显增加，因此从基本面和市场情绪来看，美股的熊市时刻已经到来。

A 股方面，从 7 月份的基本面来看，工业、外贸、金融数据都有所恶化，经济的探底尚未完全完成，年中反弹更是无稽之谈。而贸易争端的恶化也在月初给 A 股一记重击。但是，在诸多利空的因素中依然可以观察到积极的因素，在极端的外部消息传来以后，A 股市场超跌的幅度较前几次反转也有所收敛，市场消化

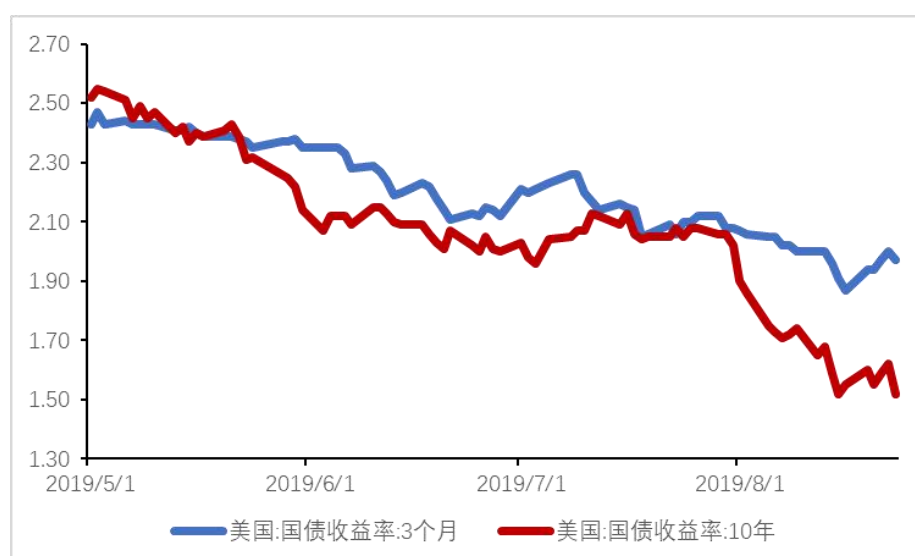
吸收的速度较快，很快就反弹至 2800 点。由此可见，在贸易战打打停停和经济数据恶化、反复折腾之后，A 股的市场情绪逐步稳定。另外，在降息预期逐步被打消，债市利好因素逐步出尽的情况下，部分资金可能会由债市流向股市。所以，可以看好未来几个月内的中国股市。但是，后期也要关注经济数据波动和美股传导作用带来的影响。

综合来看，7 月至 8 月中旬，全球股市表现较为一致。其背后的逻辑也是一致的，即在市场情绪不高的情况下，市场呈现震荡市的特点，当利空消息出现，尤其是贸易争端恶化和经济数据下滑，市场会予以反应。因此，针对当前的宏观经济形势，太和财经对全球股市的后期走势呈谨慎态度，预计后期股票市场会有一定投资机会，但是谨防市场振幅会进一步扩大。

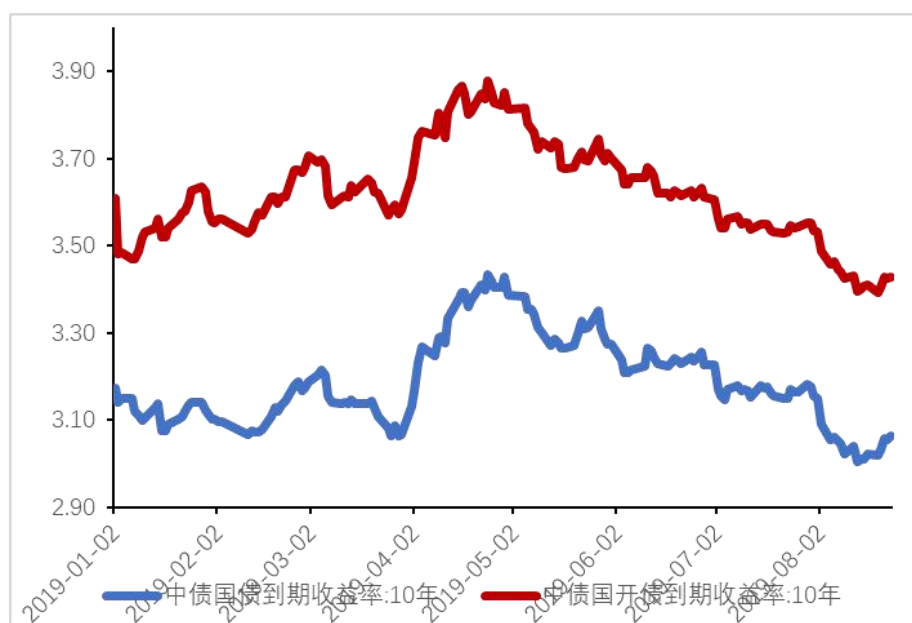
（三）全球债券市场评析

1. 美国国债市场评述。7 月 FOMC 会议，美联储宣布降息 25BP，同时提前结束缩表，标志着美国加息缩表进程告一段落。受降息及中美贸易战升级影响，10 年期美债收益率大幅下跌。截至 8 月 23 日，美债收益率跌至 1.52% 一线，较 7 月 30 日的 2.06%，下跌幅度达 50BP。同时，10 年期美债与 3 个月期美债收益率倒挂再次加剧，截至 8 月 23 日，倒挂幅度已深达 45BP，且仍有继续扩大趋势。除 3 月期与 10 年期利差倒挂加深之外，8 月中旬，2 年期与 10 年期利差盘中亦出现倒挂情况。美联储主席鲍威尔在年会讲话中承认美国经济目前面临重大风险，且讲话整体中性

偏鸽，并未提及“周期性调整”，市场保持9月美联储将继续降息的预期。但随后由于中国再度宣布贸易反制计划，市场投资者担忧情绪重燃，10年期美债收益率可能继续下行，长短端收益率倒挂现象或继续加重。



2. 中国债券市场分析。



从货币政策来看，中国央行仍维持适度宽松的货币政策不变，但结构调整意图较为明显，总体来看货币宽松朝向“量稳、价降、

期限拉长”的方向发展。七月央行以 MLF+TMLF²组合等量置换到期的 5020 亿 MLF。从期限来看，自 2018 年后，央行 MLF 操作均使用最长的一年期品种，而 TMLF 工具投入使用，则更进一步拉长了投放期限，这一定程度上反映了央行将在较长时期保持宽松货币政策的政策延续性。此外，从目前政策实施情况来看，TMLF 利率保持在较 MLF 利率低 15bp 的水平，进一步降低了银行成本。在逆回购操作方面，央行表现得较为谨慎，操作额度相对较小，且集中于解决地方债缴款、国库现金管理定期存款到期等时点流动性紧张问题。在“包商事件”所造成的市场流动性紧张基本平复之后，明显可以看到此前“过量”流动性被逐步收回，质押式回购利率也基本回归于正常水平，回购加权利率与央行逆回购操作利率倒挂的情况基本消失。在央行公开市场操作以外，8 月份，一个值得关注的变化是，利率并轨取得进展。央行宣布在之前一年期贷款基准利率报价基础上，新增 5 年期报价。此外，对报价方式进行改革，采用“MLF+加点”的方式，通过 18 家银行报价，确定每月基准利率。改革后的 LPR³通过绑定 MLF 利率，使得贷款利率市场化成为可能，同时 18 家银行报价合理性将纳入银行考核机制，有助于形成市场公允的贷款利率，推动贷款利率波动向市场利率靠拢。但是，从目前实际执行效果来看，8 月 20 日首日 LPR 变化幅度较前变化有限，通过利率并轨方式最终实现“变相降息”仍需假以时日。

² 中期借贷便利+定向中期借贷便利

³ 贷款基础率

在利率债方面，受中美贸易战进一步升级，以及金融数据大幅不及预期影响，8月份，利率债收益率再度出现急跌。截至8月23日，190210收盘于3.4275%，较7月下旬3.55%附近的整理区间，下跌13bp左右。8月15日盘中，190210收益率一度跌破3.40%关口，报收于3.38%附近。从基本面来看，利率债收益率大跌是对国内外两方面环境悲观预期的直接反应。从国内情况来看，7月份，社融数据大幅不及预期，且从分项数据来看，信用收缩或存在由供给方向需求方传导的现象。“跳水”的社融数据与萎靡的经济数据叠加，年初市场上一些“年中经济出现反弹”的观点不攻自破，市场对年内经济基本形成了持续底部盘整的悲观预期。从国外情况来看，7月下旬以来，中美双方在进一步开始新一轮加征关税的对抗以外，美国财政部在并无根据的情况下宣布中国为汇率操纵国，将贸易领域“战火”延伸至外汇市场。贸易摩擦的反复与持续升级，使得市场各方对于短期内和平解决中美贸易争端基本失去信心。市场避险情绪浓厚，更进一步推动了利率债收益率下滑。从需求结构来看，一级市场中短期利率债相较于长期利率债更受追捧。10年期利率债需求尚可，全场倍数在3.5倍左右，近期增发的3年期国开债和口行债，全场倍数均在5倍以上。中短期更受青睐，其原因或是由于目前10年期作为利率交易的主要品种，流动性溢价较高，收益率曲线的中短端配置价值凸显。需要注意的是，目前10年期国债和国开债收益率已位于四分之一分位点以下，且收益率曲线进一步趋平，长

短期利差被进一步压缩导致“牛平”现象已经相对明显。虽然在目前内忧外患持续深化的基本面下，收益率仍有下行空间，但亦需警惕反弹发生。

信用债方面，信用分化仍然严重。高评级信用债利差已被压缩至历史低位，投资者面临“资产荒”难题。然而，中长期低评级信用债（含城投债）利差却依旧居高不下，低评级城投债信用摇摇欲坠。评级和主体其实在信用债发行领域所受歧视并未得到根本解决，但似乎投资者已经接受了信用收缩短期内无法被纠正的事实。据传华东某省已将省内银行机构的债券入库标准提高至AA+以上，这并非是对“宽信用”的倒行逆施，而是在信用甄别能力相对有限的情况下，控制银行体系不发生重大风险的无奈举措。不过，此类措施，无疑使本已脆弱的信用债发行市场雪上加霜。在转债方面，8月份转债表现较为强劲。由于平银转债、隆基转债启动赎回，二者合计将减少330亿规模，短期内转债市场或出现“资产荒”。但由于转债价格持续走强，整体配置价值稍有减弱。但是，目前中国证券市场短期交易机会在股市，A股在消化贸易摩擦信息方面展现出了较强的韧性，而转债与股市相关性较为明显，可积极参与核心转债资产交易机会。

3. 中国债券市场预判。债券市场信用收缩没有明显缓解，低评级信用债的“苦日子”仍将继续，且从某些省份收紧辖区内银行投资范围来看，AA评级信用债质量存在陷入恶性循环的可能，当下投资高收益低评级债券风险过高。而在高评级信用债领

域，由于目前利差较薄，配置机会相对较少。短期内来看，交易机会最有可能存在于利率债。8月中美贸易摩擦明显加剧，在经济不确定性加强的情况下，利率债市场可能出现由“抱团取暖”和“Flight to quality”所引发的短期行情。国开10年期活跃券（190210）在3.4%一带盘整一周有余，伴随着贸易摩擦再度升级，大概率将顺势突破3.4%整数关口，从而打开下方空间，短期来看，投资者可适当参与利率债交易行情。从大方向上来看，如上一节所述，未来几个月内，最大的投资机会在于股市而非债市，债券类资产中，投资者可考虑以可转债作为优先标的。

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。