



太和智库
Taihe Institute

太和寰宇财经月刊



太和智库

2018年6月刊

太和智库
北京市朝阳区世奥国际中心 A 座 2208
010-84351977
public@taiheglobal.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.....	4
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.....	9
3. 工业增加值分析与预测.....	12
4. 固定资产投资分析与预测.....	14
5. 社会消费总额分析与预测.....	18
6. 进出口数据分析与预测.....	20
二、中国金融数据点评.....	24
(一) 中国金融数据评析.....	24
(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) 全球股票市场评析	29
1. 欧美股市评述.....	29
2. 亚洲股市评述.....	30
3. 全球未来股市走势分析.....	31
(二) 全球债券市场评析	34
1. 美国国债市场评述.....	34
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5月，除价格指数、制造业PMI指数保持平稳运行以外，其他主要宏观经济与金融数据均出现全面、大幅回落。尽管生产端勉强支撑，但需求端持续乏力，内外需的复苏均难觅踪迹。

其中，原材料价格上涨是推动PMI上升的主要动力，生产端持续反弹，但需求回暖仍不明朗，且中小企业状况恶化；工业增加值虽维持在较高水平，但由于其考察对象是规模以上工业企业，这一指标已失去了代表性。相比之下，固定资产投资、消费、进出口数据均出现大幅度回落，基建投资持续下行，杠杆消费下的“寅吃卯粮”使得全社会消费同比增速跌至历史低位，剔除了汇率因素的进出口数据也出现环比负增长。在疲软的宏观经济数据下，金融市场也表现乏力，非标大幅下滑使得社会融资规模几乎腰斩，企业融资需求疲软，人民币信贷增长乏力，均表明国内需求依旧不足。

我们对本月中国经济、金融数据展望如下：价格方面，CPI中短期内将保持温和，但大宗商品价格回升、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，涨幅将较为有限。5月制造业PMI生产、需求指数均有不同程度回暖，但考虑到不同企业类型的结构分化，以及中小企业面临的严监管环境，内外需风险下我们认为PMI将很快迎来拐点。

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。房地产投资、土地购置面积和销售面积的回升不可持续，随着今年三四线城市货币化棚改的结束以及金融去杠杆的持续推行，未来房地产投资的持续放缓将会成为必然趋势。投资、消费、进出口数据的全面回落，最终将影响企业的生产经营。目前工业增加值的高位将不可持续，预计下半年将迎来拐点。

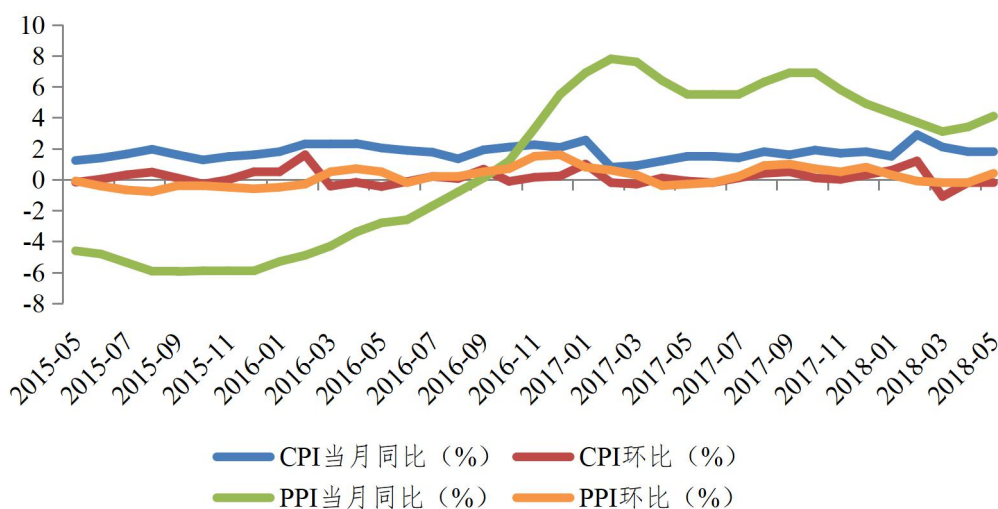
结合对全球经济基本面和货币政策的分析，我们对全球金融市场走势判断如下：一方面，美联储加息符合预期，对中美股市影响都有限；另一方面，中美贸易摩擦持续升温，美国国债收益率居高不下，美元指数持续上扬，美国利率大概率将保持高位对欧美股市构成利空。由于地缘政治的不稳定性以及实体经济去杠杆的深入，中国股市也在一定程度上缺乏支撑。

中国债券市场方面，目前相对较低的收益率水平基本达到管理层的既定目标，预计未来利率债供给规模将会受到一定程度的控制，从而在一定程度上对债券市场构成利空。信用债方面，企业融资压力加大，违约潮不断出现。在实体经济需求收缩、资管新规出台、非标融资受限环境下，未来投资低风险资产，回避高风险资产将是较为可取的选择。

一、中国经济运行评析

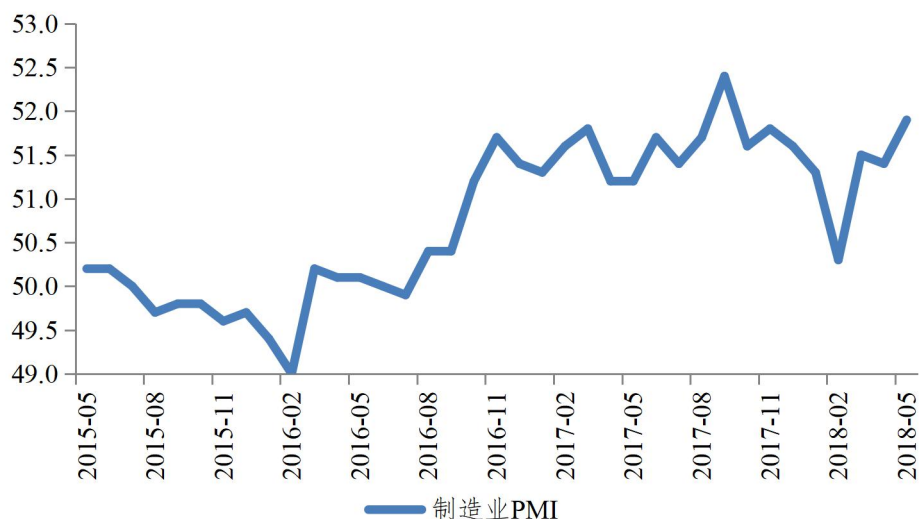
(一) 宏观经济数据评述

1. 月度价格走势评述。2018年5月，CPI环比下降0.2%，同比上涨1.8%，同比涨幅较4月份持平。PPI数据环比上涨0.4%，同比上涨4.1%，同比增速下降1.3%。

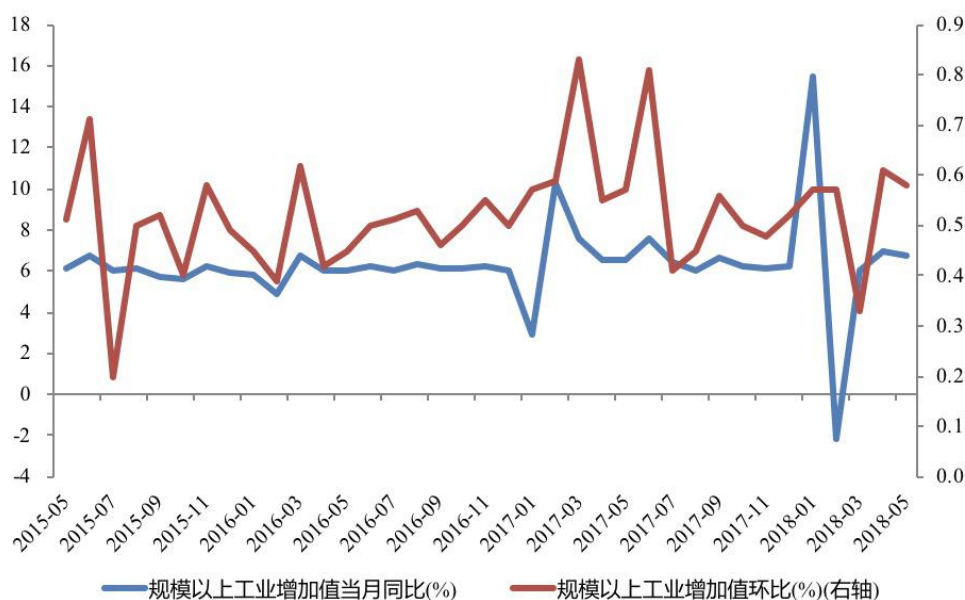


2. 月度制造业 PMI 评述。2018年5月，制造业 PMI 数据为 51.9%，比上月高 0.5 个百分点，是 2017 年 10 月以来的新高。从分项数据看，生产指数为 54.1%，比上月提升 1 个百分点；新订单指数为 53.8%，比上月提升 0.9 个百分点；原材料库存指数为 49.6%，比上月提升 0.1 个百分点；从业人员指数为 49.1%，比上月提升 0.1 个百分点；原材料购进价格指数为 56.7%，与上月相比，大幅增加了 3.7 个百分点。

5 月，非制造业商务活动指数为 54.9%，比上月小幅上升 0.1 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 54.6%，比上月提高 0.5 个百分点。

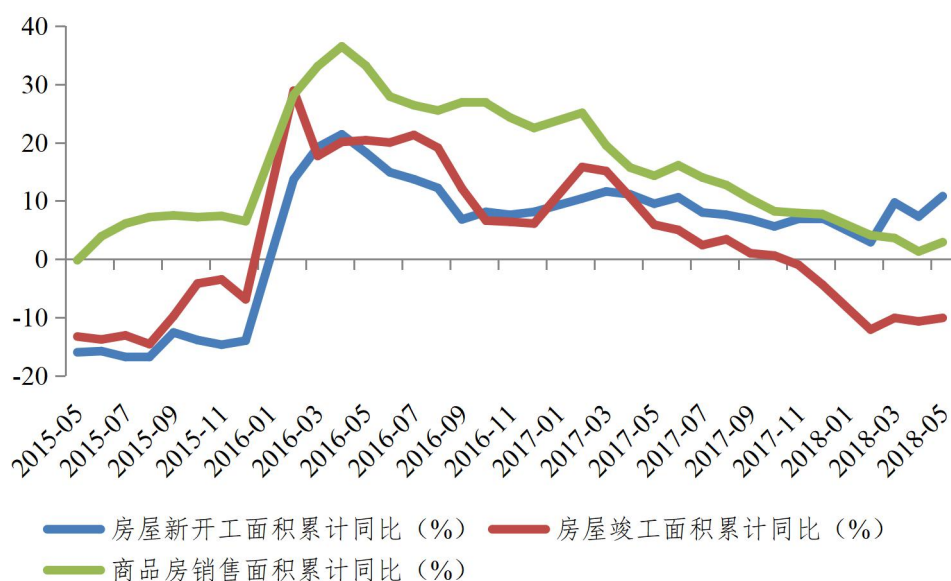
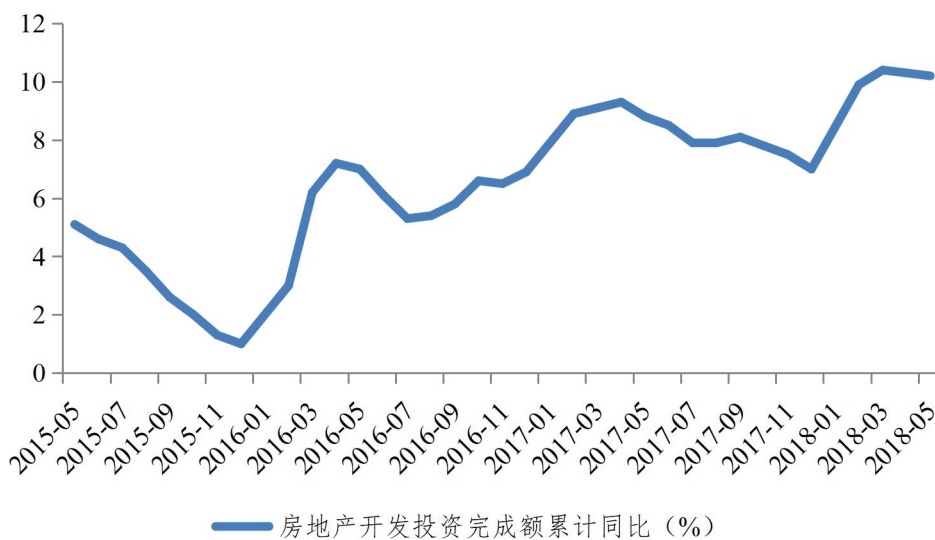
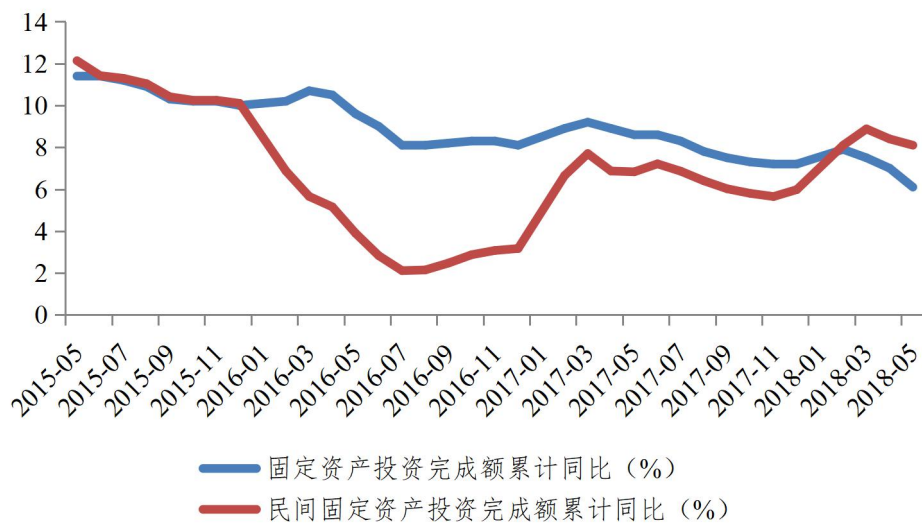


3.月度工业增加值评述。2018年5月，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.8%，增速较上月小幅回落0.2个百分点，但高于去年同期0.3个百分点，仍维持在较高水平。从环比看，5月工业增加值环比增长0.58%，比上月回落0.03个百分点。1-5月，规模以上工业增加值同比增长6.9%，与1-4月持平。

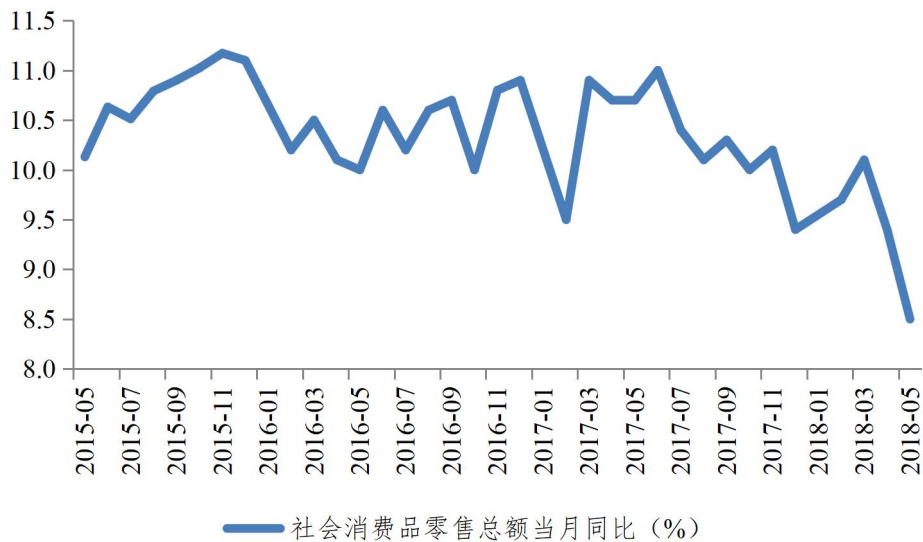


4.1-5月固定资产投资评述。1-5月，全国固定资产投资21.6万亿元，同比增长6.1%，增速比上月降低0.9个百分点，且比去年同期回落2.5个百分点；1-5月，民间固定资产投资13.4万亿

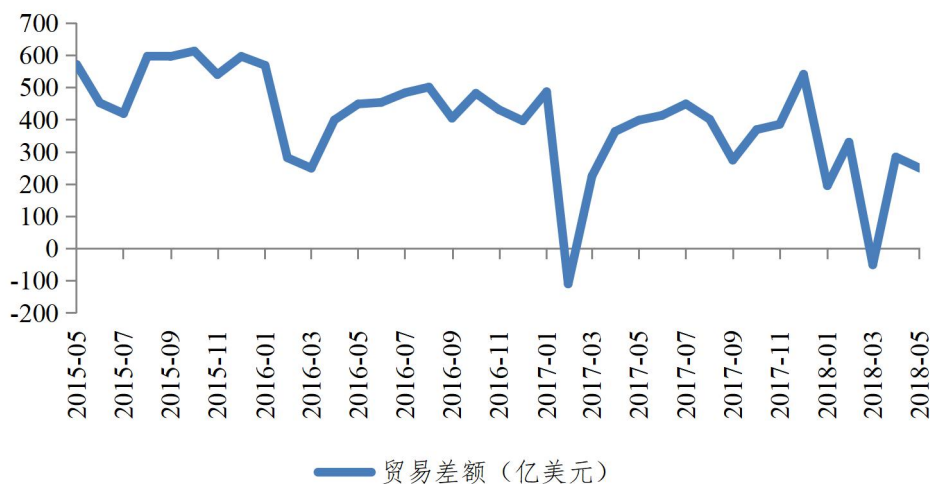
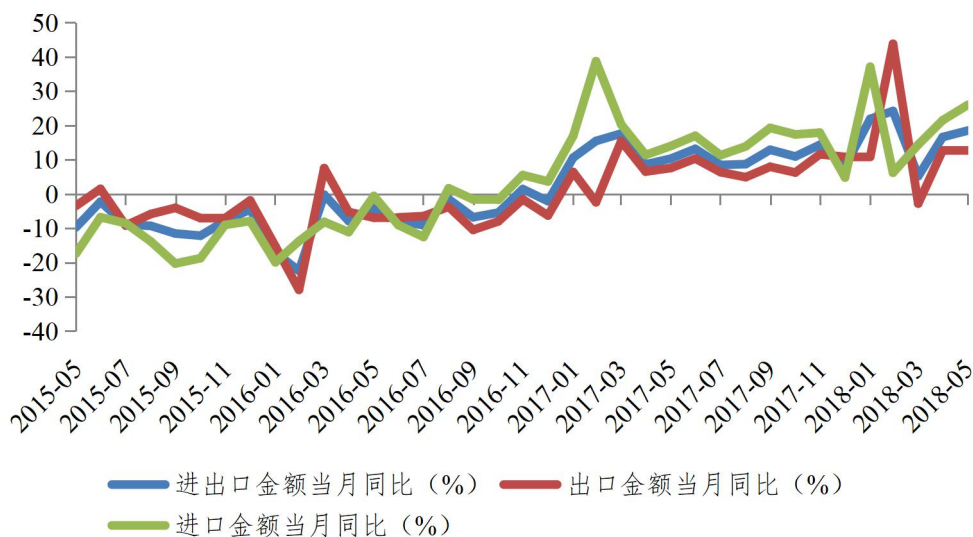
元，同比增长 8.1%，增速比去年同期提高 1.3 个百分点。



5.月度社会消费总额评述。5月，社会消费品零售总额3.04万亿元，同比名义增长8.5%，增速比上月大幅降低0.9个百分点，不仅大幅低于去年同期2.2个百分点，也创下2003年6月以来的最低值。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长5.5%，增速比上月降低2.3个百分点。从环比看，季度调整后的5月社会消费品零售总额环比增长0.29%，比上月降低0.31个百分点。1-5月，社会消费品零售总额同比增长9.5%。



6.月度进出口评述。5月，以美元计，中国进出口总额为4008.2亿美元，同比增长18.5%，其中出口总值为2128.7亿美元，同比增长12.6%，进口总值为1879.5亿美元，同比增长26.0%，贸易顺差249.2亿美元。进出口总额、出口额、进口额同比均高于4月，数据亮眼。如果以人民币计，进出口总额为2.53万亿元人民币，同比增长8.6%，其中出口总值为1.34万亿元，同比增长3.2%，进口总值为1.18万亿元，同比增长15.6%，进出口顺差1565.1亿元。



(二) 宏观经济数据走势分析与预测

1. 价格走势分析与预测。非食品价格上涨是推动 CPI 同比走高的主要因素。5 月，食品价格同比上涨 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.01%。从细分项来看，鸡蛋和鲜菜价格分别上涨 24.7%和 10.0%，牛、羊、禽肉价格分别上涨 3.0%、13.5%和 6.4%；但另一方面，权重相对较大的猪肉价格下降 16.7%，鲜果价格下降 2.7%，合计影响 CPI 下降约 0.48%，基本抵消前述项目上涨幅度。非食品价格同比增长 2.2%，影响 CPI 上涨约 1.74%，主要影响因素为医疗保健类价格上涨 5.1%，以及教育服务类价格、居住类价格分

别上涨 2.7%和 2.2%。此外，交通和通讯、生活用品及服务价格分别上涨 1.8%和 1.5%，服装、其他用品和服务价格涨幅为 1.1%和 1.0%。环比方面，各分类价格涨跌互现。食品烟酒价格环比下降 0.8%，影响 CPI 上涨约 0.23 个百分点。其中，鲜菜价格下降明显，为 4.6%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点；畜肉类价格下降 2.3%，影响 CPI 下降约 0.09 个百分点。值得注意的是，5 月份医疗保健类价格同比上涨迅速，子分类中药、西药、医疗服务涨幅相近，分别达到 5.2%、5.2%、5.7%。

PPI 同比涨幅明显，环比数据发生逆转。5 月，PPI 一反 2018 年初以来同比增速下降趋势，达到 4.1%，较上月增加 0.7 个百分点，但仍远低于去年同期。数据显示，5 月份工业生产者出厂价格中，生产资料价格同比上涨 5.4%，较上月增加 0.9 个百分点，影响 PPI 上涨约 4.07 个百分点；采掘工业、原材料工业价格分别上涨 8.1%和 7.4%；受国际原油价格上涨影响，能源相关类行业价格上涨较为明显，石油和天然气开采业同比上涨 7.5%，同比增速与上月相比扩大 4.3 个百分点；煤炭、石油及其他燃料加工业上涨 3.6%，扩大 2.9 个百分点。此外，钢材市场需求旺盛，推动了黑色金属冶炼和压延加工业部门价格由降转升，环比上涨 1.3%。另一方面煤炭开采和洗选业与电力、热力生产和供应业降幅分别扩大 0.3 个百分点和 0.4 个百分点，下降幅度为 1.2%和 0.4%。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和电力、热力生产和供应业外，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涨幅达到了24.2%。

目前来看，CPI 同比数据相对稳定，虽然较去年同期增速小幅增长 0.3 个百分点，但考虑到 2017 年基数偏低，目前 CPI 仍处于偏弱态势。猪肉价格降幅较大是拉拽 CPI 处于低位的主要原因。近年来，生猪规模化养殖趋势缓和了猪肉价格的剧烈波动，但农产品（主要是豆类）贸易的不确定性，导致猪肉价格未来仍可能进入上涨期。非食品项目中，医疗保健贡献最大，但医改效应逐渐退潮，同比增幅已从 2017 年 9 月的高点 7.58%，降至 5.6%。前期原油价格的相对低位及近期价格上涨对交通用燃料有较大影响，导致其同比增速持续走高。中短期来看，CPI 将保持近年来较为温和的态势，但贸易风险的加剧和大宗商品价格的回升，可能会在长期推高通胀压力。

PPI 方面，5 月工业生产者出厂价格同比涨幅年内首次发生逆转，主要原因是大宗商品价格上涨推高上游价格。生产资料同比涨幅明显，而生活资料涨幅与上年同期基本保持一致，整体利润集中在中上游。随着上游的供给侧结构性改革继续深化和国内外需求稳步回暖，生产价格大概率仍将保持上升态势。但是，由于 2017 年基数较大，在同比涨幅方面，难超去年同期。

2.制造业 PMI 分析与预测。原材料价格上涨是推动 5 月制造业 PMI 上升的主要动力，其中，生产端持续反弹，需求回暖仍不明朗。5 月，PMI 制造业指数为 51.9%，比上月提高 0.5 个

百分点，并且高于去年同期 0.7 个百分点，且大幅高于 2015 和 2016 年同期。其中，生产指数为 54.1%，较上月提高 1 个百分点；采购量指数为 53.0%，比上月提高 0.4 个百分点。同时，高频数据显示，5 月发电、耗煤量持续走高，与 PMI 生产端指标相一致，表明在环保限产政策暂缓形势下，制造业企业生产经营活动较为活跃。但值得注意的是，5 月主要原材料购进价格指数为 56.7%，比上月大幅提高 3.7 个百分点；出厂价格指数为 53.2%，比上月提高 3 个百分点，原材料价格上涨是推动 5 月 PMI 上涨的主要动力。从需求端看，5 月新订单指数为 53.8%，比上月上升 0.9 个百分点；新出口订单指数为 51.2%，比上月增加 0.5 个百分点；进口指数为 50.9%，较上月上升 0.7 个百分点，需求与生产同步回暖。但另一方面，4 月数据显示，贸易摩擦下制造业投资的暂时性增长是拉高企业投资的主要动力，信贷超预期的同时企业贷款持续下滑，企业需求仍偏冷。中美贸易摩擦走势依然不明，外需仍存在较大的不确定性，可能会影响需求端复苏的稳健性。

分企业规模看，大、中型企业 PMI 指数持续改善，小型企业 PMI 指数跌落至临界点以下，前期大宗商品价格的高企直接带来了大中型企业与小企业 PMI 走向的分化。5 月，大型企业 PMI 为 53.1%，高于上月 1.1 个百分点，比去年同期高 1.9 个百分点；中型企业 PMI 为 51.0%，比上月高 0.3 个百分点，低于去年同期 0.3 个百分点；小型企业 PMI 为 49.6%，比上月回落 0.7 个百分点，跌回荣枯线以下，也低于去年同期。这与近几个月以

来大宗商品价格走高有关。5月，能源、有色、橡胶类大宗商品价格都有较大涨幅，大宗商品价格的回暖给上游大中型企业带来利好，但增加了下游企业，尤其是中小企业的生产成本，给中小企业生产回暖带来不确定性。

5月，中国非制造业商务活动指数为54.9%，较上月提高0.1个百分点。从分项看，投入品价格比上月高了1.5个百分点，业务活动预期比上月下滑0.5个百分点，新出口订单下滑0.9个百分点，其他分项变化不大，显示非制造业总体稳中有升，但出口、内需仍有一定的不确定性。中国综合PMI产出指数为54.6%，较上月提高0.5个百分点。

5月，制造业PMI大幅回升，其中生产、需求等主要指标均有较大程度的改善，制造业企业总体向好，但小型企业生产经营状况有所恶化。其中，在原材料价格持续回升、环保限产等政策放缓背景下，企业生产活跃是推动PMI上涨的主要动力，需求端回暖迹象仍偏冷。尤其是，在当前“严监管+紧信贷”的金融环境下，中小企业融资难、融资贵问题进一步凸显，对中小企业与民营企业而言，去杠杆所带来的压力仍在逐渐增大。值得关注的是，当前仍有两大隐忧：一方面，因为中美贸易摩擦前景不明、意大利政坛危机等问题，外需仍然存在比较大的不确定性；另一方面，大宗商品导致原材料价格和出厂价格大幅提升，从而对中下游企业的盈利造成较大压力。

考虑到以上因素，我们认为对PMI的走向要谨慎乐观。随

着大宗商品价格持续较快上涨，以及世界贸易环境恶化带来的外需的不确定性加剧，若国内需求复苏乏力，PMI 指数将很快迎来拐点，未来将大概率走低。

3.工业增加值分析与预测。分三大门类看，制造业增加值同比增速回落，受价格因素和季节性因素影响，采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长较快。5月，主要受大宗商品价格回升的影响，采矿业增加值同比增长3.0%，较上月的-0.2%由降转升，增速大幅回升，是2017年9月以来的新高。气温回升的季节性因素以及发电日均耗煤量、高炉开工率等高频数据显示，企业生产旺盛，对电力、热力等供应需求大，共同拉动电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长12.2%，比上月大幅提高3.4个百分点。相比之下，制造业增加值同比增长6.6%，较上月回落0.8个百分点，增速低于平均水平，是拉低5月工业增加值整体回落的主要因素。

分经济类型看，除股份制企业外，各类型企业工业增加值同比增速均有不同程度提高，其中外商及港澳台商投资企业增加值增速提升幅度最大。5月，国有控股企业增加值同比增长8.1%，较上月提高0.4个百分点；股份制企业增加值同比增长6.1%，较上月回落1个百分点，是2017年10月以来的新低；外商及港澳台投资企业增加值同比增长8.4%，比上月大幅提高1.6个百分点；集体企业增加值同比下降2.9%，降幅较上月大幅收窄。股份制企业生产的相对疲软显示了工业增加值增长背后的结构性问题，

在贸易摩擦加剧、内需低迷的环境下，国有企业再次成为拉动工业增加值增长的重要动力。

分行业看，41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长，其中金属冶炼与加工行业、医药制造业、汽车制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业等行业增加值同比有较大幅度增长。5月，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；另一方面，高新技术行业相关产业增加值涨跌互现。其中，非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、医药制造业、汽车制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业增加值分别增长2.6%、7.4%、10.9%、13.2%、13.5%，较上月分别提高0.7、2.4、1.2、1.3、1.1个百分点。在一些重要的制造业中，通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械和器材制造业等行业增加值增速均有不同程度但较为明显的回落，继4月短暂回暖之后再次回归前几个月同比增速下跌的趋势。制造业生产，尤其是高新技术产业生产的全面回暖仍待观察。分产品看，596种产品中有368种产品同比增长，比4月减少28种。

分地区看，除东部地区外，其他三个地区工业增加值同比增速均有不同程度的回升，其中东北地区增长最为显著。5月，东部地区工业增加值同比增长6.2%，较上月大幅下降1.8个百分点；中部地区、西部地区、东北地区同比分别增长8.0%、5.4%、7.3%，较上月提高0.5、0.2和1.5个百分点。整体来看，全国大部分地区工业增加值均稳中有升。

5月，规模以上工业增加值同比小幅回落，但仍维持在相对高位，且高于去年同期水平。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拉动工业增加值增长的主要动力，制造业增加值有所回落，主要制造业的增加值同比增速则涨跌互现。由于存在滞后效应，4月以来制造业固定资产投资，尤其是高技术制造业固定资产投资增长对工业增加值的拉动作用暂未显现。

5月，与投资、消费等其他数据的大幅回落相比，工业增加值整体位于较高水平，使得在国内需求疲弱的情况下工业生产仍保持旺盛，这一数据的明显背离引人思考。我们认为，可能的原因在于工业增加值指标的考察对象是规模以上的企业，即主营业务年收入在2000万元以上的工业企业，在一定程度上不能代表所有企业的生产经营活动。此外，去产能、环保限产等政策在一定程度上限制了一些中小企业的生产活动甚至退出市场，规模以上企业群体发生变化，使得同比增速数据出现偏差。5月，投资、消费、进出口以及金融数据等宏观经济数据的全面回落均显示，当前国内总需求依旧疲软，最终将传导并影响企业的生产经营状况，再加上贸易摩擦带来的外需的不确定性，目前工业增加值的高位将不可持续，预计下半年将迎来拐点，并趋于下行。

4.固定资产投资分析与预测。第一产业投资继续回落，制造业投资有所回升，基建投资持续下行。固定资产投资增速回落明显，且降幅在扩大。其中，第一产业投资增速继续高位回落，第

二产业增速较上月持平，第三产业增速持续下降。具体来看，第一产业投资同比增长 15.2%，较 1-4 月份回落 1.6 个百分点；第二产业投资增长 2.5%，与 4 月份持平；第三产业投资增长 7.7%，较 4 月份回落 1.6 个百分点。具体来看，第二产业中，制造业投资增长 5.2%，增速提高 0.4 个百分点。采矿业投资增速为-1.8%，较上月降幅收窄 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增速为-10.8%，降幅扩大了 2.4 个百分点。因此，制造业投资的持续回升支撑了第二产业投资的增速。事实上，制造业投资的持续走高离不开高新技术产业投资的高增长。1-5 月份，高技术产业继续延续高速增长态势，涨幅达到 9.7%，高出 1-4 月份数据 1.8 个百分点，高出全部制造业投资增速 4.5 个百分点。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仍能够保持长期良好的增长态势，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。值得注意的是，尽管高新技术投资持续增长，但是由于其仍处于初始发展阶段，尚未形成规模效应，因此对整体固定资产投资的作用依然有限。不仅如此，虽然中美就贸易问题已展开了多次谈判，但贸易摩擦对于高新技术产业的影响依然较大。5 月，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备的制造业投资较 4 月份下滑明显，增速降低了 5.8%。计算机、通信和其他电子设备制造业的投资在经历了 4 月的大幅降速后有所反弹，但也只是较上月小幅上涨了 0.4%。因此，在中美贸易不确定性仍然

存在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，制造业持续升级已成必然趋势，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 9.4%，较 1-4 月份降低 3 个百分点，且低于去年同期 7.2 个百分点，再次刷新了历史最低值。这个结果的出现部分是因为地方政府融资约束持续增强。尽管基建投资持续下滑，但降幅有所缩小，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。

分地区看，各大地区投资增速均一般。具体来看，东部地区投资增长 5.7%，增速与 1-4 月持平；中部地区投资增长 9.3%，增速回落 0.5 个百分点；西部地区投资增长 4.2%，增速回落 3 个百分点；东北地区投资增长 2.2%，较上月减少 1.2 个百分点。

内资企业投资增速减慢，外商投资降幅持平。从投资主体类型看，内资企业投资增速回落 0.6 个百分点至 6.6%，港澳台商投资为 -5.2%，降幅较上月缩窄 0.4 个百分点。外商投资的同比增速为 -5.1%，与上月持平。

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。1-5 月，全国房地产开发投资同比增长 10.2%，较 1-4 月略微降低 0.1 个百分点，但高于去年同期 1.4 个百分点。其中，房屋新开工面积增长 10.8%，增速提高 3.5 个百分点；房屋竣工面积下降 10.1%，降幅收窄 0.6 个百分点，其中住宅竣工面积增长下降 12.8%。企业土地购置面积同比增长 2.1 个百分点，1-4 月份

为下降 2.1%。土地成交价款增长 16%，增速提高 2.4 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。1-5 月，商品房销售面积同比增长 2.9%，增速上升 1.6 个百分点；商品房销售额同比增长 11.8%，增速上涨 2.8 个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长 5.1%，增速回升 3 个百分点，逆转了连续四个月的下行趋势；国房景气指数为 101.58，较上月提高 0.21 个百分点。然而，尽管土地购置面积、销售面积、到位资金均有所反弹，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，而后者的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。值得注意的是，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况。同时，随着居民去杠杆以及金融去杠杆的持续推行，流入房地产的资金也会持续减少，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也将会是必然趋势。

1-5 月固定资产投资累计同比较上月回落 0.9 个百分点，且比去年同期回落 2.5 个百分点。根据分项数据显示，第二产业投

资增速的持平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。尽管高新技术投资仍处于初始发展阶段，对整体固定资产投资的作用有限，但在中美贸易不确定性仍然存在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。第三产业中，基建投资再次刷新了历史最低值，但其投资增速仍是各类增速中最快的，可见实体经济去杠杆依然任重道远。在未来，地方政府将会因实体经济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。

5.社会消费总额分析与预测。5月，消费增速大幅回落，不但远低于去年同期，而且季调后的环比也在下降。这验证了我们之前的观点：前期信贷支撑的消费增长是不可持续的。社会消费品零售总额同比增长8.5%，增速比1-4月降低1.1个百分点，且低于去年同期2.2个百分点。其中，城镇消费品零售额同比增长8.3%，比1-4月降低1.3个百分点；农村消费品零售额同比增长9.6%，比1-4月降低1.1个百分点，处于历史低位。值得注意的是，金融数据显示，5月居民户新增短期贷款增加2220亿元，较上月提升479亿元，较去年同期大幅提升440亿元。但是，社会消费品零售总额将至历史低点，这无疑说明了消费潜力已经被信贷透支，其高速增长很难持续。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，除了3月，其他时间同比

增速均低于 10%。

从消费类型看，金银珠宝类、家用电器、家具、石油、通讯器材勉强与上月持平，其他均同比增速下降。其中，汽车、建材、化妆品类等消费品的同比增速回落较为显著，同比增长分别为 -1.0%、6.5%、10.3%，比 1-4 月分别降低 7.4%、2.4%、5.6%。值得注意的是，汽车类消费同比增速已经连续 3 个月处于低位，5 月份同比增速甚至为负，考虑到当月汽车行业工业增加值同比加速增长，汽车类消费的疲软将可能带来库存问题。另外，化妆品这样价格敏感型商品的消费同比增幅也在回落，可能暗示杠杆消费支撑的高档消费已经开始萎缩。

1-5 月，全国网上零售额 3.27 万亿元，同比增长 30.7%，增速较 1-4 月回落 1.7 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 30.0%，占社会消费品零售总额的比重为 16.6%。网上消费增速持续高于社会总体消费增速，但也处于回落状态。

5 月，社会消费品零售总额同比增速大幅回落，低于去年同期，且低于 1-4 月平均水平。特别是，对比 5 月金融数据可以发现，虽然居民短期贷款依然保持较高增速，但是，消费增速依然下滑。这说明杠杆消费是不可持续的。以汽车、建材为代表的耐用品和化妆品这类价格敏感型商品的同比增速下滑，暗示着居民消费能力已经被较大透支。

6 月，美联储不出预期年内再次加息，欧洲央行也宣布将退出 QE，全球货币政策进入紧缩通道。尽管中国央行暂未跟随美

联储上调利率，且当前市场需求疲软，经济金融数据全面下滑，但在全球货币政策大趋势下，“定向降准+加息”或将成为未来中国央行考虑的政策组合。在加息预期以及金融监管尤其是消费贷监管加强的背景下，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极高。

6.进出口数据分析与预测。短期看，美元计价与人民币计价分化明显，尤其是出口，同比增长分化达到9.4个百分点。究其原因，美元汇率大幅走高是导致数据背离的主因，但隐含的需求走弱也不容忽视。4月下旬开始，美元指数快速走高，与去年同期美元大幅贬值形成鲜明对比，汇率与基数因素带来的美元与人民币计价的进出口数据出现较大偏离，美元计价数据“虚高”，人民币计价进出口同比增长不容乐观，且季度调整后的环比呈现负增长。

具体来看，以美元计价进出口总额同比增长高达18.5%，出口增长12.6%，进口增长26%，且增速较上月均继续提高。以人民币计价，三者数据分别为8.6%、3.2%、15.6%，人民币计价的出口处于2017年以来的最低值。去年5月，美元指数位于98左右，美元兑人民币中间价在6.86至6.91之间，而今年5月，美元指数在92-93区间徘徊，美元兑人民币中间价则在6.33到6.42波动，美元相较于去年同期贬值明显。如果再考虑到季度调整的因素，这一背离会显得更加明显。

经季度调整后，以美元计价进出口总额同比增长15.0%，出

口增长 10.3%，进口增长 20.9%，以人民币计价分别增长 5.5%、1.1%、10.9%，进出口总额与出口同比增长均为 2016 年 11 月以来的新低。而环比数据更能反映出贸易的边际变化，5 月，以人民币计进出口总额、出口与进口季度调整后的环比增速均为负增长，分别下降 2%、3.3%、0.5%。

中期来看，全球贸易摩擦的不断升温，对中国传统和新兴贸易产品的冲击难以避免，中国贸易结构的优化与升级难度增加，未来内外需变数较大。从出口结构来看，劳动密集型的商品出口数量较上月有所改善，但累计数据低于去年同期，且高科技产品的出口增速放缓。从出口金额来看，高新技术产品和劳动密集型产品的出口分化较为明显：今年以来高新技术产品的出口金额增长乏力，没有趋势性变化且波动较大，2 月、4 月与 5 月出口额均环比下降；纺织、箱包、服装、鞋类、玩具等劳动密集型行业的出口金额呈现较好的态势，5 月分别环比增长 7.13%、15.59%、11.86%、13.78%、2.79%。传统的劳动密集型产品出口主要受海外需求变化的主导，而前两个季度全球主要经济体经济维持复苏，中国出口较为平稳；但高新技术产品出口受非经济因素影响较大，也是中国与大部分国家之间的贸易问题的焦点，而这个问题随着近期中美贸易摩擦风险的加大而出现更多的不确定性。

从“中兴事件”到“高技术产品关税”“全球贸易摩擦加剧”等一系列非经济因素的冲击，中国高技术产品的海外需求存在极大的不确定性与不可预知性，非市场因素冲击对贸易数据的影响

将越来越大。另一方面，欧元区经济增速回落，政治稳定性遭到质疑，日本一季度经济重回衰退等全球经济增长分化问题重回视野，2017年“普长”的格局将改变，这些因素对中国劳动密集型产品的需求增长不利。下半年“外需”或将在去年高基数的基础上出现大幅下行。

由基础原材料为传统的传统工业内需向消费型内需转变过程中的“需求差”短期内难以弥合，内需恢复还需时日。从5月进口量与价的差异来看，以原油为代表的大宗商品价格上涨情况下，进口工业品数量的涨幅不及金额的涨幅。其中，原油进口量较上月下跌1.05%，而进口金额反而上涨6.92%，这一差异显示出大宗商品价格的上涨在一定程度上是进口金额同比上涨的主要动力，而铁矿砂、原油、成品油进口金额分别增长了6.54%、6.93%、8.53%，而在金额高涨的背后是量的微小变化甚至是下跌。工业原材料“价涨量跌”的情况在2008年之后鲜有出现，反映出价格对国内工业生产的刺激在减弱，且需求依然疲弱。如若拨开价格因素的外衣，若未来大宗原材料与工业品等价格回落，这一数字的游戏将不可持续。

另一方面，居民杠杆消费的退潮拉低消费需求增速。以汽车及相关产品为例，5月整车和零部件进口金额增速为9.97%，但进口数量同比增速较去年同期大幅走低，为-13.73%，延续了2017年11月以来逐级回落的趋势。同时，农产品的进口却一反常态，金额增速高达20.0%，与往年同期相比出现较大背离，这反映出

贸易摩擦的不确定性透支了农产品需求。无论贸易摩擦是否升级，农产品爆发式增长都不可持续，透支的需求将打压下半年进口数据。综上，在中国严控杠杆的背景下，地方政府和国有企业的需求很难出现大幅上升，而金融监管机构对居民杠杆快速上升的警惕以及对违规贷款的清理不可避免地压低居民部门的需求，工业需求与消费需求大概率同步回落。

5月，进出口数据看起来很“漂亮”，但出口后期增长存疑，进口数据佐证内需不足。首先，剔除短期美元汇率与基数影响后，以人民币计价的贸易数据同比增速降至2017年以来的低点。如果考虑多边贸易，其他国家货币对美元贬值幅度更大，这一效应更加明显；其次，从主要商品进出口的量价变化来看，主要原材料的进口额的大幅增长主要源自价格的变化，国内需求的复苏依然乏力；第三，需求结构转变，工业需求与消费需求的转换需要时间，短期内两者都存在边际回落的压力。上述三点再叠加贸易结构与突发因素的影响，“靓丽”的5月贸易数据恰恰反应出目前经济存在外需不足，内需不旺的客观情况，未来不容过度乐观。

我们认为5月进出口数据或将是年内顶点，主要原因在于：第一，目前中国对非美地区的出口是进出口的主要增长点，对美国进出口的高增长，部分来自于贸易风险下企业的抢单带来的预防性增长，这一增长不可持续且随着贸易摩擦的落地将出现恶化。随着全球贸易摩擦加剧以及不可控因素的增多，未来对美贸易下滑，支撑进出口的动力将大大减弱；第二，美元相较去年贬值是

近几个月以美元计价的进出口数据亮眼的主要原因，但亮眼的数字掩盖了人民币计价下进出口增长的乏力，尤其是以人民币计价的出口同比增幅微弱和环比下跌；第三，大宗商品价格上涨是进口大幅增长的主要动力，量的增长不及金额的增长，从数量上看，主要工业原材料进口需求没有明显增长，甚至出现下跌，显示出国内中端需求的疲弱。

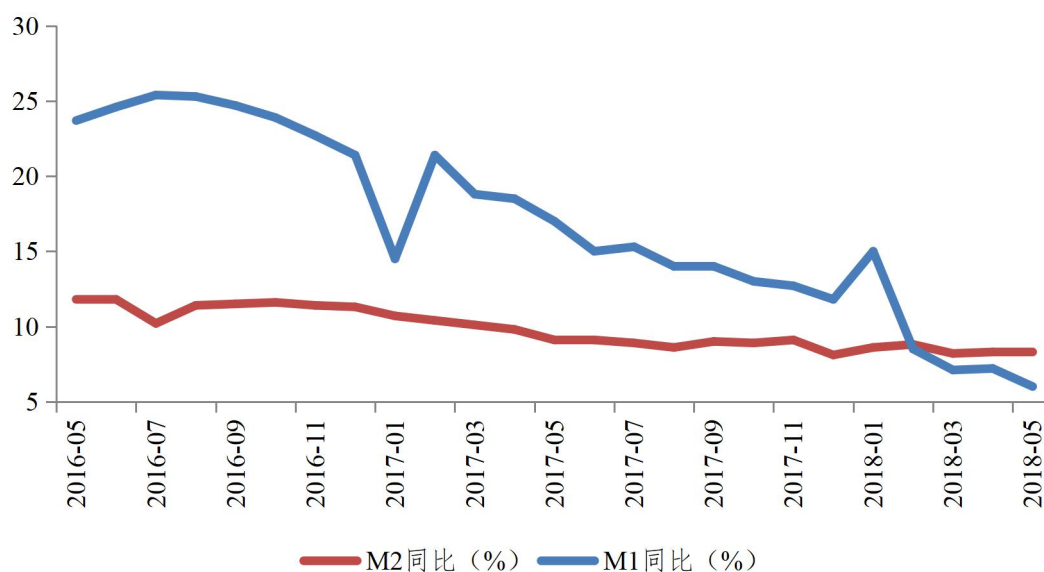
拨开数字面纱的真实贸易数据疲软，进一步反映国内需求的不足。以往出口增长短期内对中国经济有较强的拉动作用，但从出口结构上看，尤其是传统劳动密集型产品和高新技术产品出口趋势的分化，显示出未来出口增长动力不足，对国内经济的拉动作用也较为有限。未来贸易摩擦风险的加剧也将影响中国经济走势，或者说在一定程度上体现了当前中国经济的特点：工业将进入利润高速增长而产量不变，结构由多元化向垄断化转变的局面，而这对总体需求的复苏几乎没有影响。我们认为 5 月进出口数据不仅是年内贸易数据的顶点，也预示着前期经济数据拐点即将到来。

二、中国金融数据点评

（一）中国金融数据评析

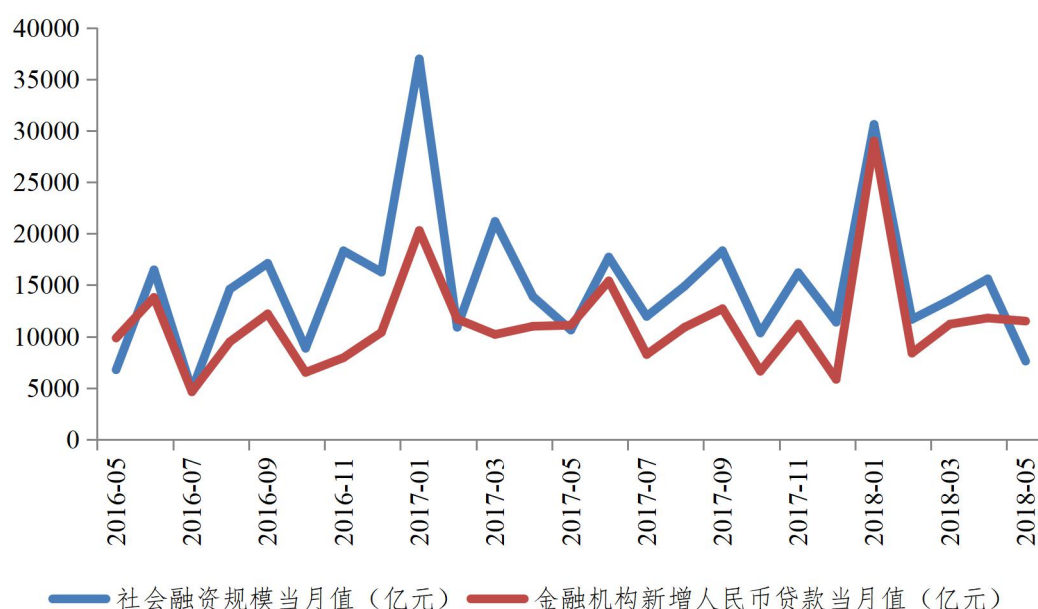
2018 年 5 月，新增社会融资规模 7608 亿元，较去年同期少 3023 亿元，预期 13000 亿元，前值 15605 亿元；金融机构新增人民币贷款 1.15 亿元，同比多增 405 亿元，预期 1.20 亿元，前值 1.18 亿元。M2 货币供应同比增长 8.3%，预期 8.5%，前值 8.3%；

M1 货币供应量同比增长 6%，分别较上月末和上年同期降低 1.2 个和 11 个百分点，且低于预期 1.3 个百分点。



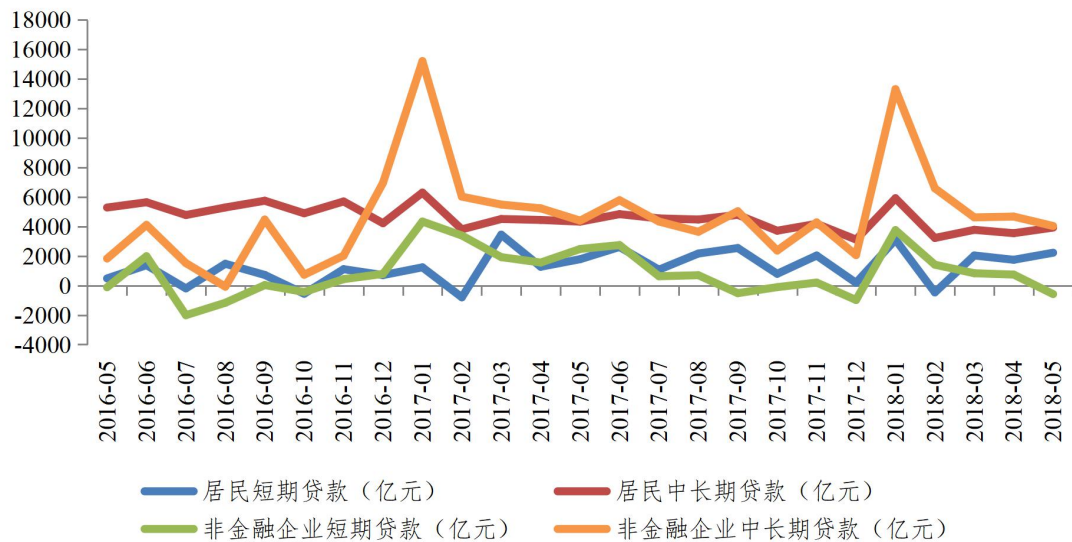
M2 增速保持平稳，但不及预期。5 月，M2 余额同比增长 8.3%，与上月持平，但低于预期 0.2 个百分点，比去年同期降低 0.8 个百分点。M1 余额同比增长 6%，较上月降低 1.2 个百分点，也大幅低于去年同期 11 个百分点。虽然 M2 增速并未下滑，但是依然处于较低水平。通过考察金融机构存款情况可以发现，人民币存款增加 1.3 万亿元，同比多增 1972 亿元，增幅较去年同期大幅提高。其中，居民存款增加 2166 亿元，较去年同期增加 917 亿元；非金融企业存款增加 139 亿元，不及去年的 1072 亿元；因为 5 月地方债发行规模不及去年同期，财政性存款增加 3862 亿元，比去年同期少 1685 亿元；非银行业金融机构存款增加 2144 亿元，较去年同期增加 983 亿元。因此，在居民存款增多、非金融企业和财政存款减少的共同作用下，M2 增速保持相对平稳。然而值得注意的是，非金融企业存款的增长乏力以及

M1 增速的大幅下滑表明企业活期存款较为紧张，实体部门资金状况有所恶化，信用风险带来的经济下行压力可能会增多。在这种情况下，未来“降准”的可能性将会加大。



社会融资规模增幅大幅减少，非标降幅明显。5月，社会融资规模增量为7608亿元，较上期减少了7996亿元，且比去年同期减少了3023亿元，远低于预期和前值。这主要是资管新规下金融机构开始清理非标业务，同时表内资金承接非标的意愿和能力皆不足所导致的。代表非标的委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票均净减少，低于去年同期，也低于前值：委托贷款减少1570亿元，同比多减1292亿元；信托贷款减少904亿元，同比多减2716亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1741亿元，同比多减496亿元。另外，直接融资方面，企业债券融资大幅减少，非金融企业境内股票融资尚可：企业债券融资净减少434亿元，低于前值3776亿元，同比少减2054亿元；非金融企业境内股票

融资 438 亿元，同比减少 20 亿元，低于前值 95 亿元。债券融资的大幅下滑，主要和近期债券市场的频繁违约有密切关系。一方面，中低评级信用债的信用利差处于高位，发行人发行债券融资成本和难度有所提高；另一方面，投向债券的资金的意愿在坏消息的刺激下也越发谨慎。综合来看，除人民币贷款和股票融资外的社会融资子科目都处于净减少状态，股票融资和人民币贷款增速也在下滑。再参考前不久的贸易数据，不难发现，较为难看的社会融资数据背后是经济形势下滑和企业融资需求不旺。



受企业融资需求疲弱影响，新增人民币贷款不及预期。5月，新增人民币贷款 1.15 万亿元，环比减少 300 亿元，同比增加 405 亿元，比预期少 500 亿元。新增人民币贷款小幅下滑，其主要原因在于企业部门的融资需求不旺。

具体来看，企业部门新增贷款 5255 亿元，环比下降 471 亿元，同比减少 406 亿元。其中，企业短期贷款减少 585 亿元，较上月减少 1322 亿元，且低于去年同期 2472 亿元，反映出企业短

期经营性贷款需求下滑趋势仍在继续；新增企业中长期贷款 4031 亿元，较上月下滑 637 亿元，也比去年同期少 365 亿元，企业的投资需求依然不旺。经营性需求和企业投资需求的趋势性下滑表明，实体经济融资需求并没有真正显著回升，甚至处在萎缩的边缘。另外，票据融资增加 1447 亿元，非银行业金融机构贷款增加 142 亿元，这部分支撑了企业部门的融资。

居民部门新增贷款增幅不小，且短期贷款、中长期贷款同时增长。5 月居民户新增人民币贷款 6143 亿元，比上月增长 859 亿元，且比去年同期增长 37 亿元。具体来看，在居民中长期贷款方面，居民户新增中长期贷款 3923 亿元，较上月增长 380 亿元，但较去年同期降低 403 亿元。在居民短期贷款方面，居民户新增短期贷款增加 2220 亿元，较上月增长 497 亿元，较去年同期大幅提升 440 亿元。

考虑到企业部门的融资需求的下滑和居民贷款的增长，我们发现居民短期贷款依然对人民币贷款提供有力的支撑。但是，在严厉的消费贷监管下，随着未来金融去杠杆的深化以及房地产去库存的持续加快，居民贷款增长的持续性存疑。

（二）中国货币及金融政策走势预判

5 月，新增信贷及社会融资规模均不及预期，M2 与上月持平，存款微增。M2 增速持平在于居民存款增多、非金融企业和财政存款减少的共同作用；社会融资规模远不及预期，非标融资降幅扩大，表明非标严监管的作用，表内的承接能力和意愿相对

有限，导致社融规模严重受到拖累；债券融资净减少，表明债券市场的信用违约事件的频繁出现已经影响到企业债券融资；信贷规模不及预期，企业贷款持续下滑，经营性需求和投资性需求都不旺盛。这无不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，尽管居民贷款有力支撑了人民币贷款，但是其持续性存疑。

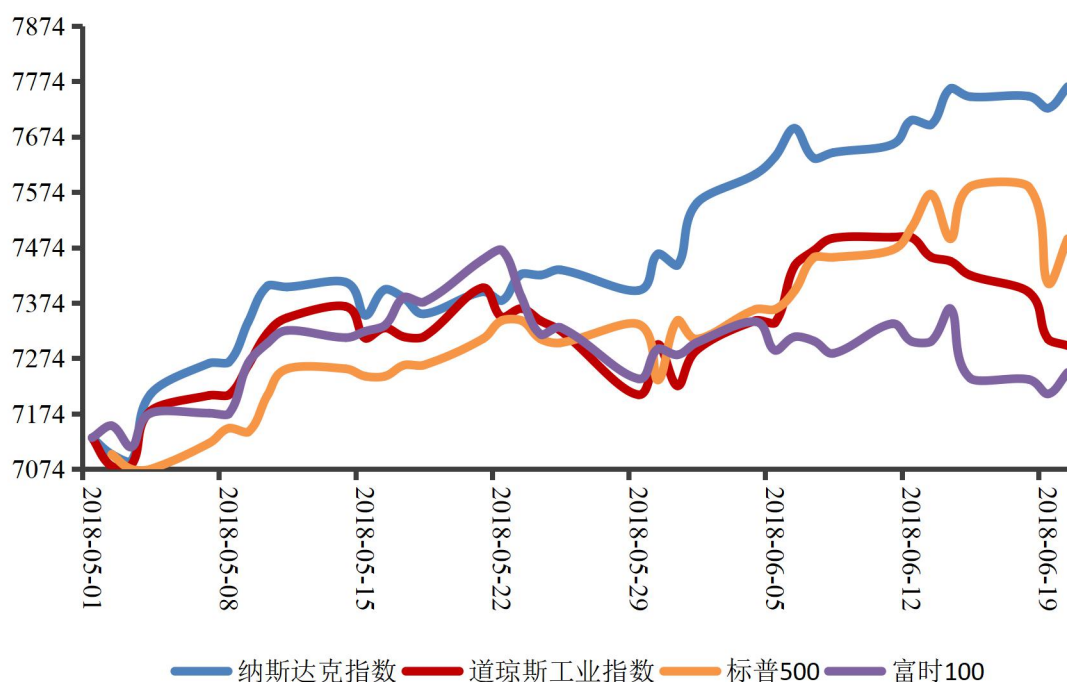
目前来看，去杠杆依然还在路上，金融监管也没有放松的倾向，我们认为社会融资规模和新增信贷有可能会继续在低位徘徊。一方面，银行表内资产承接非标能力有限，债券融资也因为违约事件越发艰难；另一方面，在消费信贷严监管、实体经济去杠杆的推进等因素的作用下，居民贷款的快速增长可能不具有持续性，而且企业融资需求也处于低位，未来新增信贷可能还会下滑。另外，考虑到流动性受限导致的实体部门资金状况恶化的情况，信用风险带来的经济下行压力可能会增多。在这种情况下，未来通过“降准”提供基础货币的可能性将会加大，M2 走势仍将维持小幅震荡的情况。

三、全球金融市场走势预判

（一）全球股票市场评析

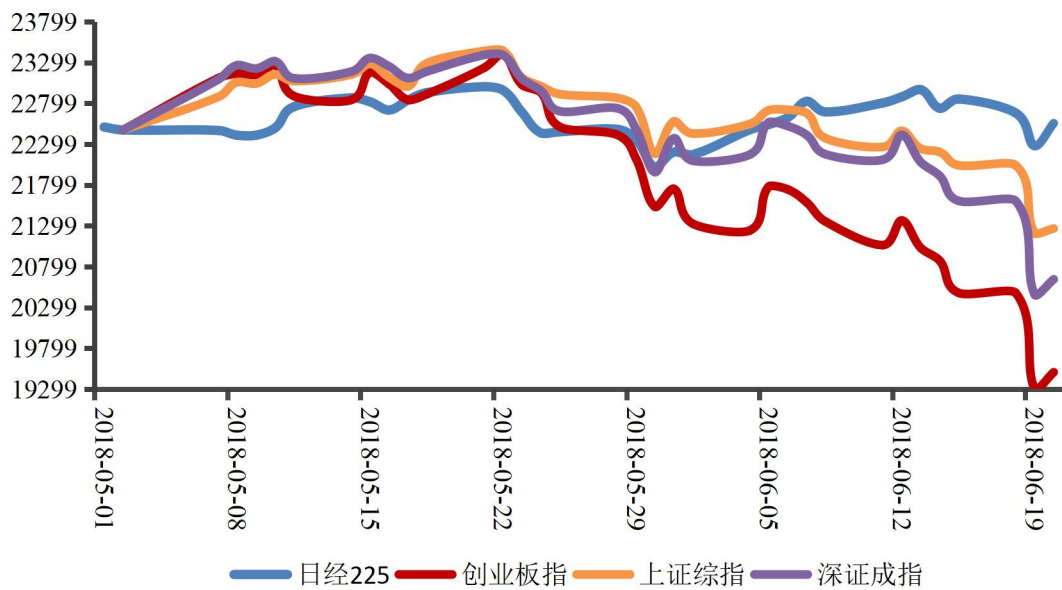
1. 欧美股市评述。5月中旬至6月中旬，欧美股市情况相较于前期发生逆转。前期表现不佳的美股市场在科技股的引领下迎来反弹，5月中旬，纳斯达克指数冲破前期整理箱体，随后一路上涨，在6月14日达到7768.60点，再创历史新高。标普500

延续了5月初的上涨趋势，在经历下半月盘整期后，再次向上突破至2770点一带。截至6月20日，5月初以来累计涨幅约4.5%。此外，道琼斯工业指数仍震荡小幅上升，但在6月15日后经历了剧烈调整，回调至24700点左右，基本与上月同期持平。在欧洲市场，代表性指数富时100在5月22日达到2月份以来高点7903.50点，随后三个交易日出现约300点的剧烈调整，于5月末勉强站稳7600点。6月份震荡调整趋势延续，于6月19日一度跌破7600点，但次日迅速反弹至7695点左右。



2. 亚洲股市评述。5月至6月中旬，亚洲股市继续分化。日经225指数自5月初起完成阶段性双顶形态。在5月22日和6月12日，两次触碰22880左右的阶段性高点，并随后出现回落。自5月1日起计，日经225涨幅仅0.39%，振幅达到4.98%。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

成指走势一致，从5月初到5月20日，国内三大指数均出现小幅上涨，先后触及前期高点，继而对于5月下旬起呈现回落状态。6月19日，三大指数均出现崩盘，上证A指一度跌至3007点，午后有所反弹，最终收于3045点，当日跌幅达3.77%。同日深证成指日间走势相似，当日跌幅达5.31%。此外，创业板指当日跌幅高达5.76%。



3.全球未来股市走势分析。6月，全球股市的表现继续呈现分化的态势。首先，中美之间贸易摩擦最终开始升级。6月15日，美国政府发布了对中国加征关税的商品清单，将对从中国进口的约500亿美元的商品加征25%的关税。6月16日，中国方面进行反击，国务院税委会宣布对美国出口至中国的包括农产品、汽车、水产品等门类约500亿商品加收关税。自中美双方加征关税清单宣布后，市场在中美双方高层于5月份贸易磋商后形成的相对缓和气氛再次紧张，美国三大股指均出现不同程度回落。其次，6月14日，美联储再次宣布加息25个基点，目前联邦基准利率

区间已升至 1.75%-2%。美联储官员向上调整了经济增长和通货膨胀预期，并指出 2018 年预计加息次数将达到 4 次。目前美国 10 年期国债收益率为 2.901%，相比上月高点 3.1%有所下滑，但仍处于近年来的高位。理论上讲，债券收益率的提升会刺激对利率上涨的预期，从而进一步对股市产生不利影响。但是对于美国经济的乐观情绪，使得市场对于加息基本上取得了一致预期，进而在前期已经吸收了债券收益率上升对股市的不利影响。目前市场预计 9 月份再次加息的概率达到 90%。我们认为，本轮加息与贸易摩擦升级在时间点上有所重合，但实际上股价在 6 月 15 日之后的回调，更多反映的是市场对贸易摩擦升级这一突发事件的反应。在贸易摩擦升级以及美国加息政策落地后，美元指数延续 4 月份以来的上涨趋势，在美国宣布关税决定后，美元指数呈现飙升状态，创下 95.3285 的历史新高。这一态势有悖于外界对于贸易摩擦致使美元需求减弱，从而使美元承压的预期。我们认为，出现这种情况原因有三：第一，贸易摩擦引发了市场短期恐慌情绪，美元及美元资产在短期作为避险工具所具备的安全价值得以凸显；第二，市场更倾向于美国成为中美贸易摩擦的相对优势方，美国贸易逆差将伴随特朗普一系列“美国优先”政策得以缩窄，这将一定程度上有利于美国国内经济；第三，美联储再度如期加息，进一步提升了美元价值。最后，还有地缘政治方面的因素，6 月初，G7 峰会在加拿大召开，会后美国并未在 G7 峰会上签字，七国集团峰会不欢而散，成员国内部利益协调问题严重，内部分

裂在加剧，导致全球政治不稳定性因素提升；6月12日，“特金会”在新加坡举行，双方共同签署了具有历史性意义的文件，朝鲜承诺全面“无核化”，美国则承诺向朝鲜提供安全保障，半岛局势一度有所缓和。然而“特金会”操盘手白宫副幕僚长哈金开启了新一轮的白宫辞职风波，美国的半岛政策再次披上了不确定性的面纱；欧洲方面，在经历了数月的拉锯战后，意大利陷入新的政治混乱，新一届政府的临时总理宣布意大利将在今年秋季后或明年初重新举行选举，而民意调查显示“疑欧”和右翼的联盟很可能在最终选举中获胜，欧盟不确定性进一步提升。

亚洲股市方面，中日两国股市表现均差强人意，但相比于中国股市近期的大幅下跌，日本股市相较于5月初的小幅上涨仍显珍贵。国内创业板指、深证成指以及上证A指均在5月上旬稳健上行，5月下旬开始回落。6月19日，在端午假期后第一个交易日，受关税清单落地这一“黑天鹅”影响，三大股指均跳空下挫，跌幅均超过-4.5个百分点，再现千股跌停。19日下午至20日，随着护盘主力的加入，三大股指企稳，市场恐慌情绪有所缓和。国内方面，随着信用违约潮的出现，我国金融体系，特别是银行体系受到了不小的冲击，严重影响了银行的资产质量。在这种情况下，人民银行决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，为市场注入了一定的流动性。然而，尽管未来也存在为应对美联储加息以及缓解市场压力而实施的“降准+加息”的可能，但“降准”政策也只是为了稳定市场预期，缓解市场流动性，并

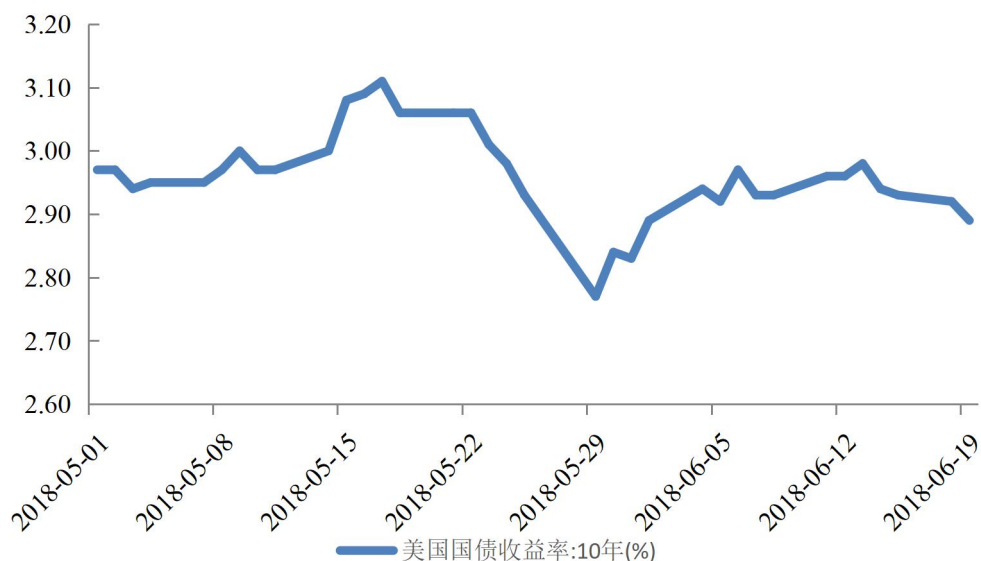
非为实体经济注水。随着实体经济去杠杆的深入，未来股市将会面临更多的不确定性。

展望未来，短期来看，一方面，中美贸易存在极大的不确定性，美国国债收益率居高不下，美元指数持续上扬，美国利率大概率将保持高位，这种情况可能对于欧美股市构成利空。另一方面，朝鲜半岛局势的未来走向仍不能说完全明朗，白宫副幕僚长的辞职已经说明了这一点。同时，美国在中东地区的干预加大、意大利大选后有可能出现“疑欧”的极右翼上台。上述地缘政治不稳定因素会加剧股市的波动。从中长期看，由于美国经济基本面与预期的偏离仍在持续，支持美股继续上涨趋于边际衰退，预计未来美国股指将会在下半年出现回落。在亚洲股市方面，中国股指已受重挫，日本市场表现低迷，加之全球市场的联动性，欧美股市的不景气可能影响到亚洲股市。另外，我们依然认为，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，亚洲股市将缺乏基本面的支撑。

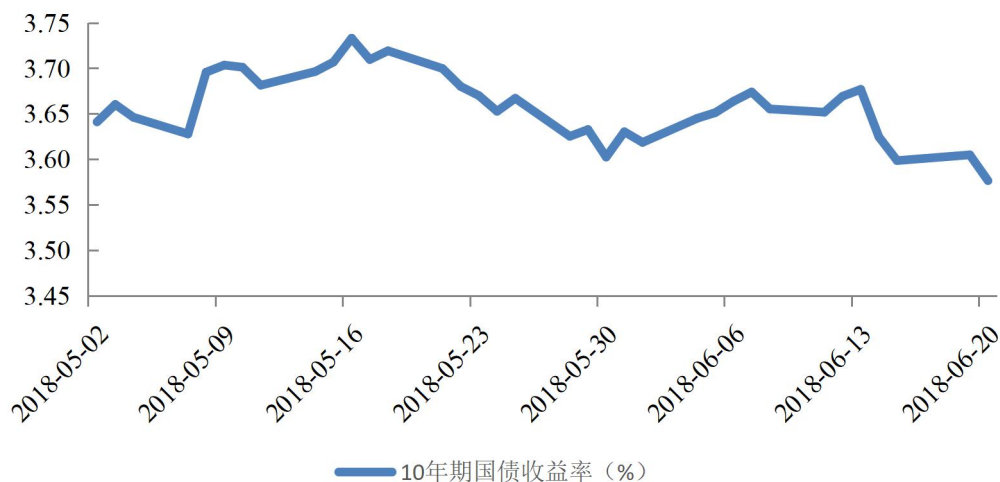
（二）全球债券市场评析

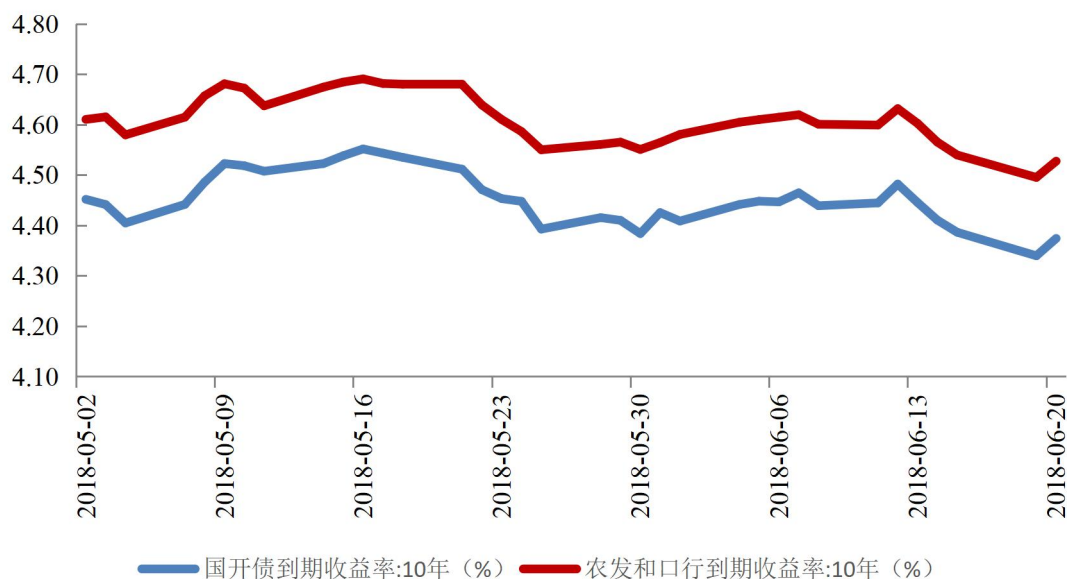
1.美国国债市场评述。5月1日至6月20日，美国10年期国债收益率呈现V字震荡态势。5月初到5月中旬，10年期国债收益率上行至3.10%的高点，于2013年12月后首次突破3.0%关口。下半月，美国公布弱于预期的通胀数据，收益率大幅回落，至5月底降至2.77%。进入6月份，10年期收益率再次回升，并

在 2.9% 一带企稳。

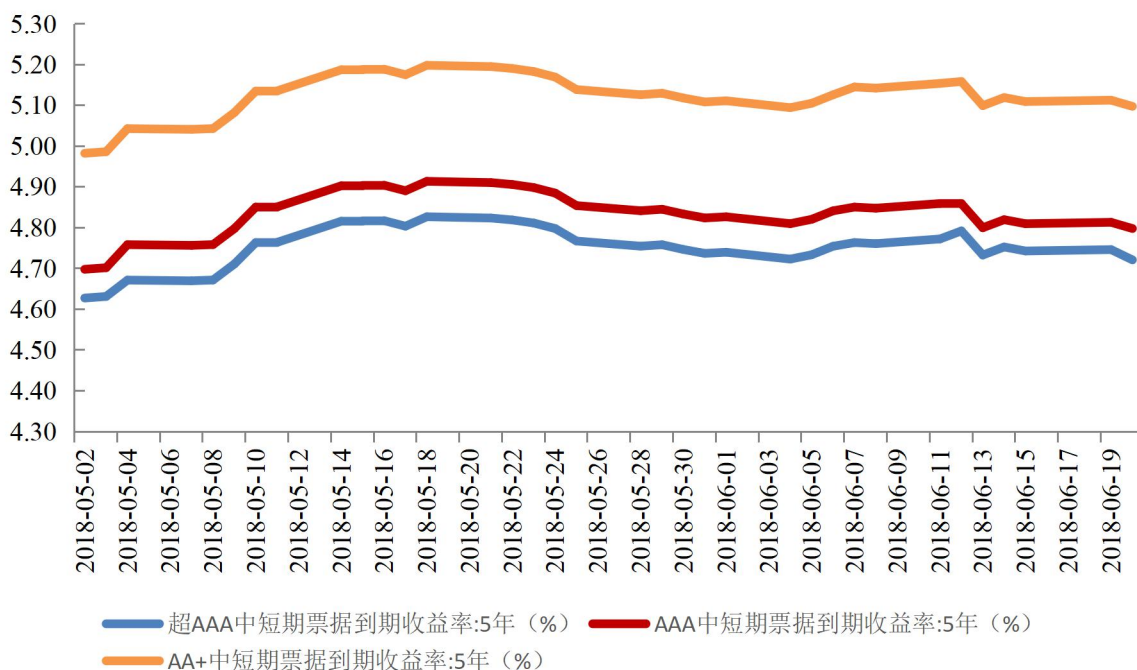


2. 中国债券市场分析。从 5 月初至 6 月中旬，中国债券市场收益率呈现小幅“V 型”走势。在利率债方面，10 年期国债收益率在 5 月中旬突破 3.7% 之后，一路震荡下行，截止到 6 月 20 日，10 年期国债利率下降至 3.6% 左右，基本与 4 月下旬持平。10 年期国开债、农发和口行债的到期收益率走向相似，同样在 5 月中旬后震荡下行，但幅度相对较小。截至 6 月 20 日，10 年期国开债、农发和口行债到期收益率分别由 5 月高点的 4.55% 和 4.69 降至 4.37% 和 4.53%。





在信用债方面，5月初至6月中旬，中短票据收益率总体有所上升。超AAA、AAA以及AA+的到期收益率涨幅均在10BP左右，相互间利差基本不变。截至6月18日，5年期超AAA、AAA和AA+中短票据到期收益率分别为4.72%、4.80%和5.10%。新一轮违约潮在5月中旬推高了信用债收益率，但影响主要集中于AA+以下信用债，对高等级信用债影响相对较小。



3.中国债券市场预判。5月至6月，中国利率债和信用债的到期收益率均呈现震荡下滑态势。具体来看，本轮下滑有两轮下滑主波段，第一段发生在5月下半段，第二轮则是在6月中下旬。5月份下半月的下行主要诱因是意大利政局的不确定性所导致的投资者避险选择。从某种意义上来讲，这一段收益率下滑具有历史性意义，标志着人民币固定收益资产正式步入投资者全球避险资产选择范围之内，成为“flight to quality”（逃向高质量资产）的有效工具。而第二段下滑则是伴随着中美贸易摩擦的升级及其所导致的经济不确定性的上升，投资者在资产配置中提高了低风险资产的配置比重。此外，在6月19日，央行负责人表示“目前金融市场利率企稳，10年期国债收益率已从去年底的接近4%下降到3.6%”，这一官方表态有可能意味着目前相对较低的收益率水平基本达到管理层的既定目标。

在信用债方面，5月开始企业违约潮相继出现，其驱动因素在于企业融资压力的加大。由于资管新规正式出台，非标融资必然会持续萎缩，资金表外转表内将伴随着对信用风险容忍度的下降，净融资很难大幅上升，因此短期内信用债也存在利空。另外，宏观经济处于收缩的起始阶段，在实体经济需求收缩、地方公共部门负债受限、逆全球化风险上升等多重因素的影响下，配置权益类资产的风险也在增加。事实上，6月初，中国人民银行决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，将合格抵押品范围由原先的AAA级扩大到AA+和AA级，这有利于缓解部分金融

机构高等级债不足的问题，恢复市场对于 AA 级以上评级债券配置的信心，促进信用债市场健康、稳定的发展。因此，在上述因素的综合作用下，未来投资低风险的资产，回避高风险资产将是较为可取的方向。

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。