



太和智库
Taihe Institute

太和财经

中美制造业PMI均显疲软

太和智库 2019年7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：<http://www.taiheinstitute.org>

目 录

报告主要观点.....	1
一、中国经济运行评析.....	3
(一) 宏观经济数据评述.....	3
1. 季度 GDP 评述.....	3
2. 月度价格走势评述.....	3
3. 月度制造业 PMI 评述.....	4
4. 月度工业增加值评述.....	5
5. 月度固定资产投资评述.....	5
6. 月度社会消费总额评述.....	7
7. 月度进出口评述.....	7
(二) 宏观经济数据走势分析与预测.....	9
1. GDP 走势分析与预测.....	9
2. 价格走势分析与预测.....	12
3. 制造业 PMI 分析与预测.....	15
4. 工业增加值分析与预测.....	18
5. 月度固定资产投资分析与预测.....	21
6. 社会消费总额分析与预测.....	25
7. 进出口数据分析与预测.....	27
二、中国金融数据点评.....	30
(一) 中国金融数据评析.....	30

(二) 中国货币及金融政策走势预判.....	33
三、全球金融市场走势预判.....	34
(一) 大宗商品市场评析.....	34
1. 黄金价格分析.....	34
2. 黄金价格预测.....	34
3. 原油价格分析.....	36
4. 原油价格预测.....	37
(二) 全球股票市场评析.....	38
1. 欧美股市评述.....	38
2. 亚洲股市评述.....	38
3. 全球未来股市走势分析.....	39
(三) 中美债券市场评析.....	41
1. 美国国债市场评述.....	41
2. 中国债券市场分析.....	41
3. 中国债券市场预判.....	44

报告主要观点

本月中国经济、金融数据情况如下：工业增速下滑拖累 GDP 增速，产业结构虽在优化但暂时难对经济增速形成支撑。鲜果、猪肉价格高位运行推动 CPI 同比上涨 2.7%。PPI 同比持平、环比涨幅由正转负，原油、天然气等大宗商品价格的下滑仍是主要原因。制造业 PMI 持续低于荣枯线以下，在国内经济“八年抗战”转型期的背景下，经济尚未完全企稳。规模以上工业增加值虽有亮点，但仍处于低位震荡且并未出现拐点，三季度工业增加值增速大概率继续低位徘徊，甚至不排除进一步下滑的可能性。固定资产投资增速小幅回弹，但结构分化严重，其中基建投资再次企稳回升。房地产开发投资变化平稳，回落速度比市场普遍预期稍好，但其对于中小企业信贷、居民消费信贷的挤压可能会长期存在。社会消费品零售总额同比增速持续回升主要是车商去库存和同期低基数叠加影响汽车消费走高所导致的。出口保持同比增长，进口数据大幅低于预期，衰退型顺差延续。出口超预期源于对非美国家出口的提升，而进口大幅低于预期再次证明国内经济尚未企稳。金融数据方面，社融数据总量超预期，但结构不佳，其增量主要还是来自于地方政府专项债的集中发行。剔除地方政府专项债和低基数效应后的社融数据并不亮眼，只能算是微弱企稳。

结合对全球经济基本面和货币政策的分析，对全球金融市场

走势判断如下：黄金市场方面，在国际政治局势复杂、全球经济增长放缓以及美联储态度逐渐转鸽的形势下，黄金具有较大投资价值。原油市场方面，当前多空因素交织，油价未来一段时间内会保持较为震荡的走势。全球股市方面，美国降息甚嚣尘上，短期有利于股市，但降息不是万能灵药，往往反而预示着美国经济出现较大问题，经济衰退即将到来；中国基本面表现出了一定的韧性，但是也应该正视当前中国经济存在的诸多结构性问题，中短期的中国股市可能会保持一段时间的震荡，多空因素交织，多头空头反复博弈。中国债市方面，6月至7月，市场仍处于“包商事件”后的调整期，市场逻辑尚不十分明确。因此，在策略选择上，投资者仍应采取防御态势，贪图高票息而主动放松信用，或在当前收益率点位左侧交易，均蕴含较高风险。

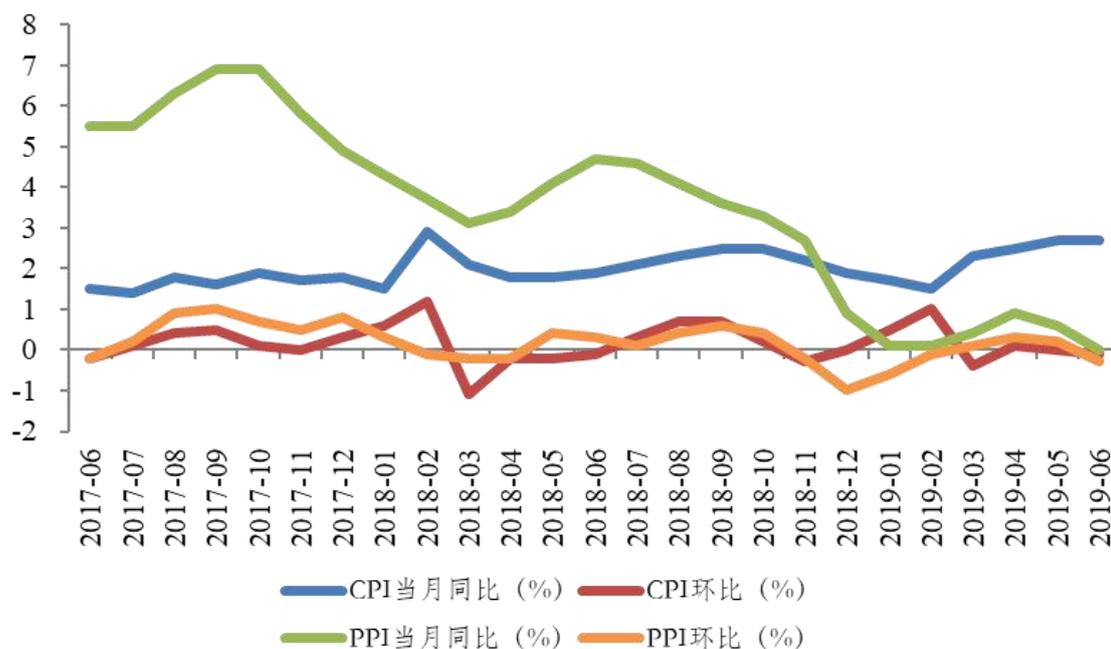
一、中国经济运行评析

(一) 宏观经济数据评述

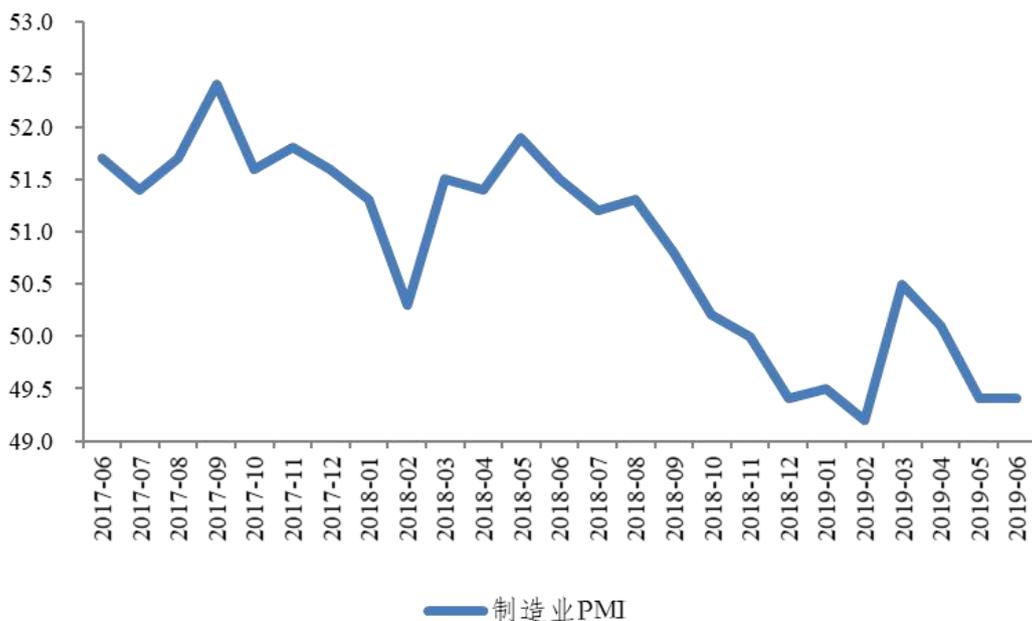
1. 季度 GDP 评述。2019 年上半年国内生产总值 45.09 万亿元，同比实际增长 6.3%。其中，第一季度同比增长 6.4%，第二季度同比增长 6.2%，分别低于去年同期 0.4 和 0.5 个百分点，经济增速回落趋势较为明显。



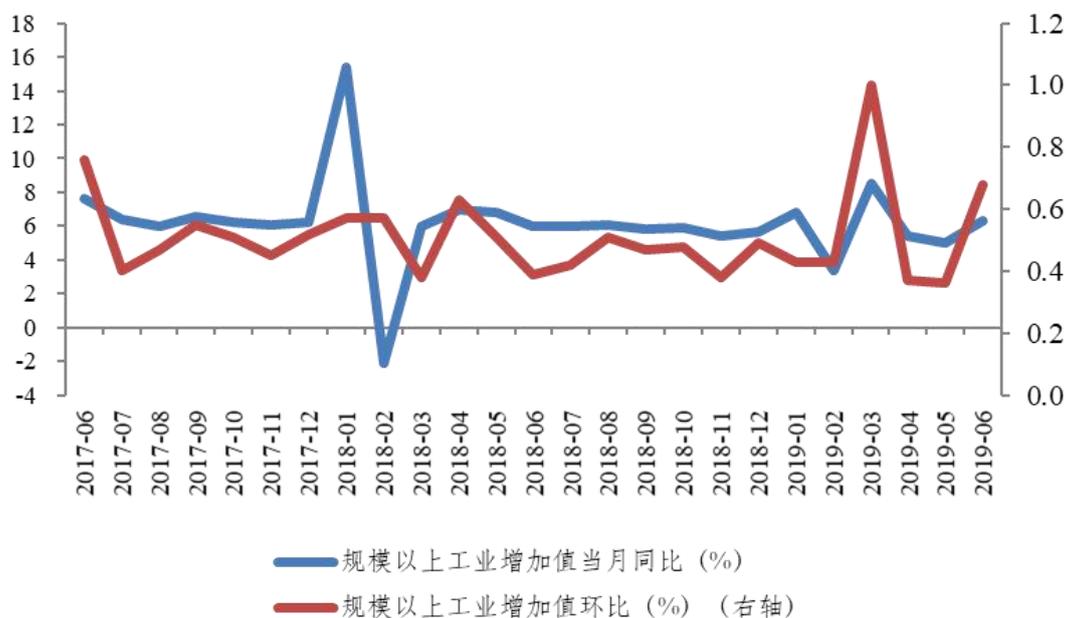
2. 月度价格走势评述。6 月，CPI 同比上涨 2.7%，较上月持平且连续 4 个月超过 2%；环比由持平转负，较上月回落 0.1 个百分点。PPI 同比增速 0%，较上月回落 0.6 个百分点，时隔 3 年再次临近负增长；环比下降 0.3%，年内再次由正转负，且增速较上月回落 0.5 个百分点。



3. 月度制造业 PMI 评述。6 月制造业 PMI 数据为 49.4%，较上月持平，仍然在荣枯线以下。从分项数据看，生产指数为 51.3%，较上月下降 0.4 个百分点；新订单指数为 49.6%，比上月下降 0.2 个百分点；原材料库存指数为 48.2%，较上月回升 0.8 个百分点；从业人员指数为 46.9%，较上月下降 0.1 个百分点；原材料购进价格指数为 49.0%，较上月下降 2.8 个百分点。分企业规模看，大型企业 PMI 为 49.9%，较上月回落 0.4 个百分点，落至荣枯线下；中型企业 PMI 为 49.1%，较上月回升 0.3 个百分点；小型企业 PMI 为 48.3%，较上月回升 0.5 个百分点。非制造业商务活动指数为 54.2%，较上月回落 0.1 个百分点；中国综合 PMI 产出指数为 53.0%，较上月回落 0.3 个百分点。

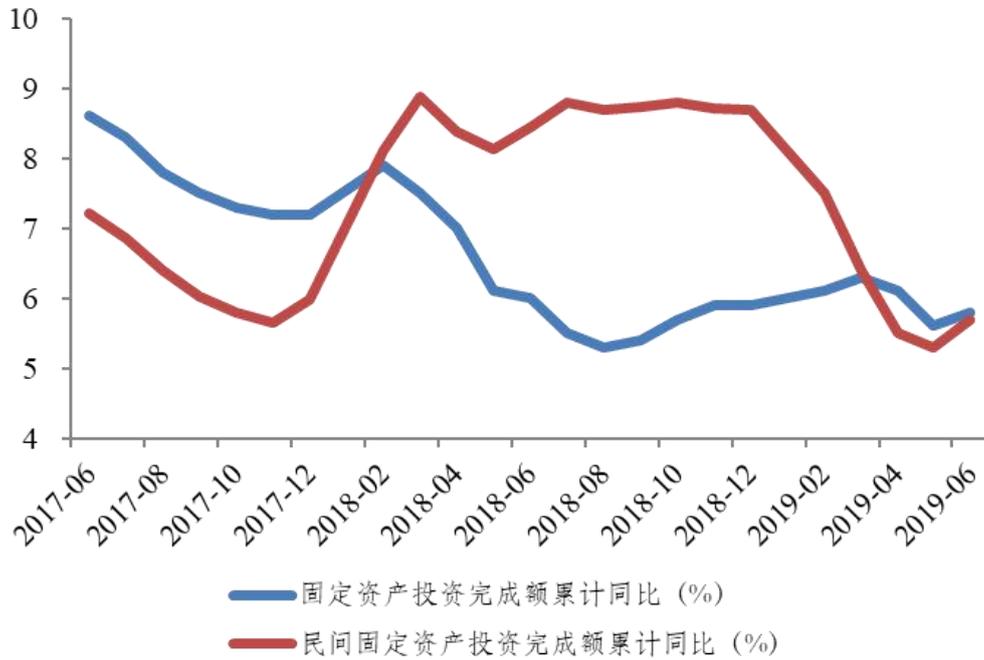


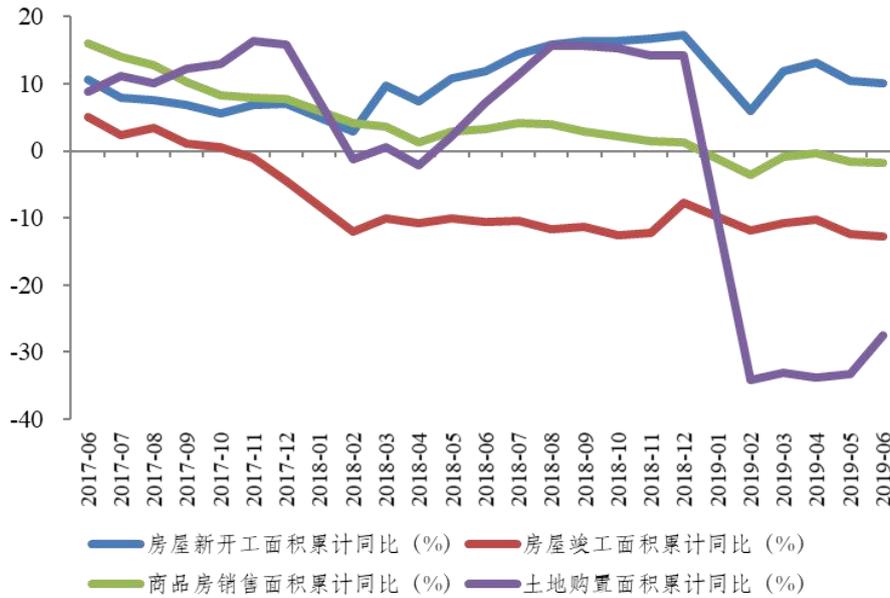
4. 月度工业增加值评述。2019年6月，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.3%，高于预期5.2%，前值5.0%，略高于去年同期0.3个百分点。从环比看，6月份规模以上工业增加值比上月增长0.68%。



5. 月度固定资产投资评述。1-6月，全国固定资产投资29.91万亿元，同比增长5.8%，增速比1-5月提升0.2个百分点，比去

年同期回落 0.2 个百分点；1-6 月，民间固定资产投资 18.03 万亿元，同比增长 5.7%，增速比 1-5 月提升 0.4 个百分点。



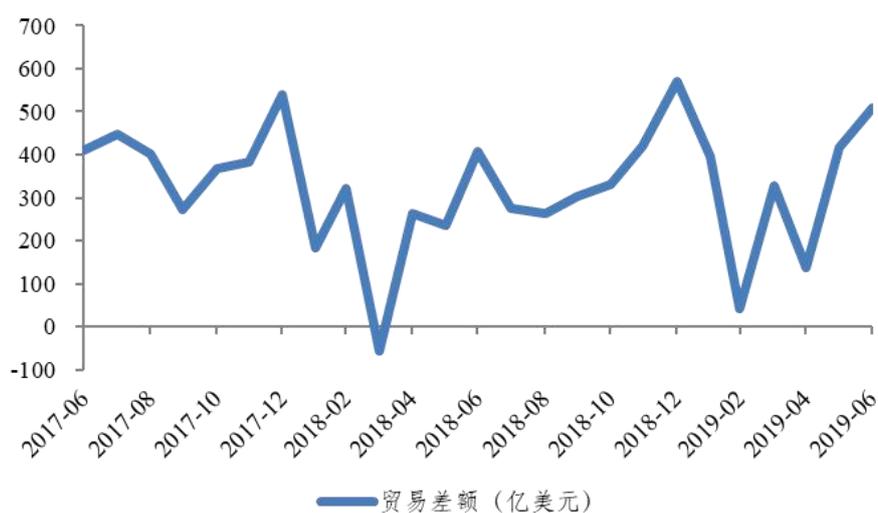
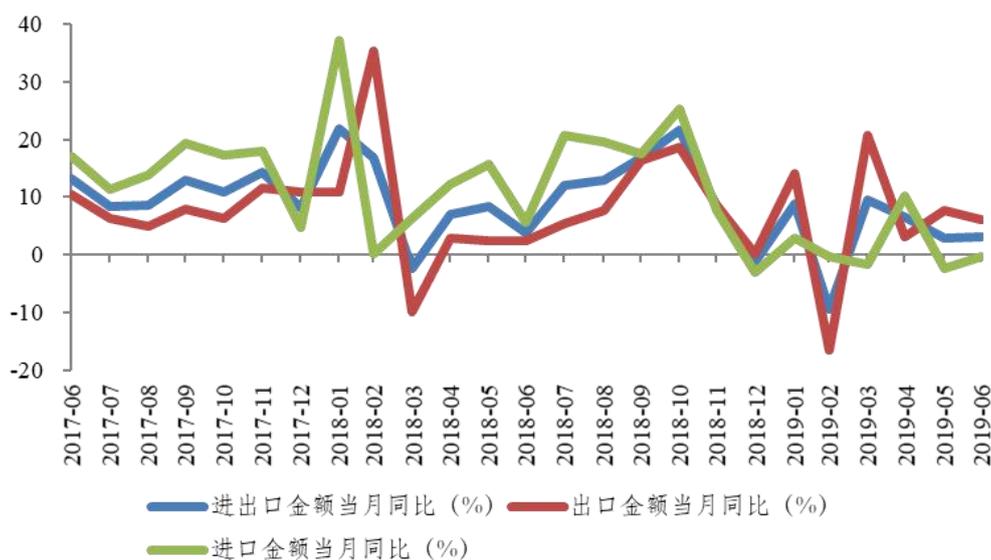


6. 月度社会消费总额评述。6月社会消费品零售总额3.39万亿元，同比名义增长9.8%，增速较5月提升1.2个百分点，同时高于去年同期0.8个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额同比增长9.8%，增速较上月提升4.7个百分点。累计来看，2019年1-6月，社会消费品零售总额同比增长8.4%，较1-5月提升0.3个百分点。



7. 月度进出口评述。6月份进出口总额为2.56万亿元，比

去年同期增长 3.2%，前值 2.9%，贸易顺差 3451.8 亿元，扩大 23.7%。其中出口 1.45 万亿元，同比增长 6.1%，预期增长 6.9%，前值增长 7.7%；进口 1.11 万亿元，同比下降 0.4%，预期增长 3.7%，前值下降 2.5%。以美元计，6 月进出口总值 3747.0 亿美元，同比下降 4.0%，贸易顺差 509.8 亿美元，扩大 22.4%。出口总额为 2128.4 亿美元，同比下降 1.3%，预期下降 2.3%，前值下降 2.4%；进口总额为 1618.6 亿美元，同比下降 7.3%，预期下降 2.5%，前值上升 1.2%。



（二）宏观经济数据走势分析与预测

1. GDP 走势分析与预测。工业增速下滑拖累 GDP 增速，产业结构虽在优化但亦难对经济增速形成支撑。2019 年上半年，第一产业增加值 2.32 万亿元，同比增长 3%，增速较第一季度提升 0.3 个百分点；第二产业增加值 18 万亿元，同比增长 5.8%，较第一季度回落 0.3 个百分点；第三产业增加值 24.77 万亿元，同比增长 7%，较第一季度持平。然而，与去年同期相比，第一、第二和第三产业同比增速分别降低了 0.3、0.3 和 0.6 个百分点，可见二、三产业增速均下行明显。从产业占比来看，上半年第一产业占比 5.15%，较第一季度提升 1.04 个百分点，但低于去年同期 0.02 个百分点，考虑到去年农业供给侧结构性改革的影响，第一产业整体运行较为平稳。第二产业占比 39.91%，较第一季度提升 1.33 个百分点，但较去年同期回落 0.49 个百分点。可见，在国内外需求疲软、固定资产投资持续下行的背景下，工业下行的压力依然较大，上半年第一季度工业增加值增速的高位回落也印证了这一点。第三产业占比 54.94%，较一季度大幅下滑 2.36 个百分点，但较去年同期小幅提升 0.51 个百分点，第三产业占比的下滑再次验证了二季度第三产业对 GDP 增速的贡献偏弱。因此，综合分析可以发现，在第二产业增速持续下行的压力下，第三产业虽有发展但并没有对 GDP 产生明显的支撑作用。

外需走弱、投资乏力的背景下，政策刺激下的消费成为 GDP 增长的主要动力。从需求端看，消费、投资和出口在前三季度均

面临较大压力，尽管在基建补短板的政策要求下，基建投资有所回暖，但其效率较低，并没有给国内经济带来太多正向支持，GDP 的主要推动力仍然是消费，尤其是信贷驱动下的消费。上半年，中美贸易摩擦再次升温，美国再次对中国数千亿美元规模的商品加征关税，即使我国贸易结构有所优化，对“一带一路”沿线国家出口不断增高，但在全球经济增长乏力的大背景下，出口对于 GDP 的贡献十分有限。在固定资产投资方面，受基建补短板的影响，基建投资开始回暖：一方面，发改委批复的基建项目不断增多；另一方面，地方政府基建发力，专项债发行增多。然而，我国经济正处于“八年抗战”的转型期，刺激性政策的边际效果越来越低，其对于推动经济增长的作用已经十分有限。数据显示，资本形成对于上半年 GDP 增长的贡献率为 19.2%，而消费对于 GDP 的贡献率则高达 60.1%。实际上，消费的增加与第三产业增速的维持有着密切的联系，但是消费的增加是否真正来自于国内需求的带动却不确定。首先，上半年出台的个税改革在一定程度上提振了消费；其次，各级政府响应中央的号召出台了各类促进消费的政策也推动了消费。然而，这些刺激性的政策是否能够持续仍需要通过一定时间的观察。毕竟，在收入增速没有显著改善的情况下，带动消费的关键因素是短期信贷和加杠杆。而 6 月份的信贷数据表明，居民中长期贷款的反弹已经在逐渐挤占短期消费信贷，未来消费能否保持高增长并不确定。

2019 年上半年国内生产总值同比增长 6.3%，第二季度同比

增长 6.2%，低于去年同期，且连续 3 年下行。从三大产业看，第二产业增速显著下降，第三产业增速持平，产业结构有一定优化。从需求端看，贸易摩擦阴影下外部环境不确定性加剧，出口对经济增长贡献降低；基建补短板效率不足，固定资产投资的整体回落使得资本形成总额的贡献率同样下滑；消费在政策刺激的作用下短期对 GDP 的增长形成了一定支撑。

值得注意的是，消费对 GDP 增长的贡献是否可以持续仍值得怀疑。首先，本轮消费提振并不是内需的内生性增加，而是外部刺激推动的结果。在 PMI 持续在荣枯线下徘徊、进口萎靡不振、投资低位震荡的背景下，消费提振并没有基本面的支撑。其次，政策性刺激对于消费的影响只能是一种短期效应，长期来看，失去基本面支撑的消费很难维持下去。最后，在收入基本稳定的情况下，消费的提升主要依托于信贷支持，而当前居民中长期贷款持续增长，已经对居民短期消费信贷形成了“挤出效应”。

事实上，政府近期频繁采用逆周期政策来应对经济下行，尽管在短期不失为一种有力的手段，但在当前国内经济处于转型阶段的背景下，政策刺激的效率会不断下降。即便有一定效果，刺激性政策也是短期应对周期波动的效果，而非带来可持续增长的长期效果。同时，考虑到下半年存在降息和降准的可能，货币政策的刺激可能会成为下半年经济增长的引擎。总体而言，尽管经济尚未触底，但在政策刺激下，全年 GDP 仍能够大概率实现 6% 以上的增长目标，但在经济结构性矛盾无法缓解的条件下，经济

增长的含金量必然在走低。

2. 价格走势分析与预测。鲜果、猪肉价格高位运行，推动CPI高位运行。6月CPI同比上涨2.7%，持续15个月以来的最高值，且高于去年同期0.8个百分点。具体而言，食品价格同比上涨8.3%，继续较上月提升0.6个百分点，影响CPI上涨约1.58个百分点，较5月的影响程度提升0.1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2.9个百分点，达到21.1%，影响CPI提升0.45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四个月高位上行。考虑到生猪出栏的时滞和“周期差”，预计今年二、三季度CPI将维持高位运行。除了猪肉价格持续提升外，6月份鲜果价格持续大幅提升，处于历史高位。鲜果价格同比上涨42.7%，涨幅较上月扩大16个百分点，影响CPI上涨约0.71个百分点。尽管鲜果价格已持续两月大幅上涨，但其涨势并不具有长期性。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，去年同期的低基数也是推动鲜果价格同比涨幅较高的原因。另外，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，预计未来鲜果价格的上涨压力会逐渐缓解。综合考虑食品价格波动与未来走势预判，CPI上行压力总体可控，大概率在四季度出现同比涨幅回落的走势。

在非食品方面，七大类价格除交通和通信有所下降外，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 2.7%、2.5%和 2.4%，衣着、居住生活用品及服务价格分别上涨 1.8%、1.6%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 环比由持平转负，较上月回落 0.1 个百分点。其中，食品烟酒价格下降 0.2%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，影响 CPI 下降 0.05 个百分点。其中，鸡蛋价格下降 2.6%，鲜菜价格下降 9.7%；两者分别影响 CPI 下降 0.01 和 0.25 个百分点。受供给不足影响，猪肉价格上涨 3.6%，鲜果价格上涨 5.1%，分别影响 CPI 上涨 0.09 和 0.11 个百分点。

PPI 同比持平、环比涨幅转负，原油、天然气等大宗商品价格的波动仍是主要原因。PPI 同比增速较上月回落 0.6 个百分点，是 2016 年 8 月以来首次非正增长。其中，生产资料价格同比下降 0.3%，比上月回落 0.9 个百分点，影响 PPI 总水平下降约 0.22 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 0.23 个百分点。可见，生产资料价格的持续下行已经对 PPI 的同比增速形成了明显的掣肘，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 2.1%，降幅较上月扩大 1.5 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，前者增速-1.8%，较上月回落 6 个百分点，且降幅扩大 0.1 个百分点；后

者增速为-1.9%，较上月回落 3.7 个百分点，降幅扩大 1.3 个百分点。另外，非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业等行业的出厂价格也都存在不同程度的回落。

环比方面，PPI 由上月的上涨 0.2% 转为下降 0.3%，增速回落 0.5 个百分点。其中，生产资料价格由上月的上涨 0.2% 转为下降 0.4%，生活资料价格由上月的上涨 0.1% 转为持平。分行业看，40 大工业行业中价格下降的有 17 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。受钢材供应充足的影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.3%。6 月份 PPI 同比持平、环比转负的主要原因仍然在于大宗商品价格波动的影响。尽管随着近期环保政策的推进能够对 PPI 起到一定的正向刺激，但是考虑到需求端政策刺激效率的不断走低，全球需求回落拉低大宗商品价格中枢，未来 PPI 同比增速存在继续下跌至负数的可能。

总体来看，6 月 CPI 同比涨幅的高位持平仍然在于食品价格，特别是鲜果和猪肉价格大幅上涨的影响，PPI 同比增速的回落则是由于需求疲软的背景下大宗商品价格不断走低造成的。

展望未来，CPI 持续通胀的压力并不大。在非食品价格保持平稳的情况下，食品价格，特别是生猪出栏“周期差”所导致的食品价格上行会阶段性提高 CPI，但这种现象的可持续性较低。鲜果价格连续两月的上行主要是偶然因素推动，也不具有可持续

性。另外，非食品价格的持平表明“猪油共振”的压力在逐渐减轻。因此，未来通胀失控的可能性较小，通胀对当前货币政策的制约并不明显。

在 PPI 方面，石油、天然气等大宗商品价格波动下行，且趋势下行明显，导致 PPI 失去了走高基础。另一方面，在国内需求依旧疲软的情况下，PPI 上涨的内生动力走弱；国际经济贸易的不稳定性仍然较高，外需都不具有明显提振的可能，打压大宗商品价格上涨的预期，PPI 上涨外生动力也走弱。因此，PPI 同比、环比增速大概率重回负增长。需要从所谓“新周期”的梦里清醒过来，认真对待经济“八年抗战”的残酷现实，抛弃低效率的政策刺激幻想，坚守“去杠杆、增效率、换模式”的发展道路，用时间换空间，为未来可持续发展打牢基础。

3. 制造业 PMI 分析与预测。6 月制造业 PMI 数据为 49.4%，较上月持平，持续低于荣枯线。经济结构调整，整体与局部性矛盾的处理不是一朝一夕的事情，中国经济内生性动能恢复还有漫长路要走，要调低预期，正视并积极应对经济发展的“八年抗战”。具体而言，6 月制造业 PMI 延续此前颓势，在荣枯线下且低于去年同期 2.1 个百分点。生产指数回落 0.4 个百分点至 51.3%，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 53.6% 下滑 2.3 个百分点，为有统计局数据以来同期最低水平。生产放缓可以从下游需求和企业库存两方面来解释：在需求方面，新订单指数较上月下滑 0.2 个百分点至 49.6%，其中新

出口订单指数下滑 0.2 个百分点至 46.3%，为有统计局数据以来同期最低。5 月 29 日中美贸易摩擦突然恶化，悲观的预期加剧了 6 月企业出口继续下行。在库存方面，原材料库存指数较上月回升 0.8 个百分点至 48.2%，企业补库存意愿依然不强。由于下游需求减少，制造业企业为维持收益主动减少库存缩小规模，导致了生产的快速下滑。6 月 29 日中美领导人在大阪 G20 峰会上达成了磋商合作的共识，未来新出口订单可能受预期好转影响反弹回升，但由于下游需求并没有发生本质改变，回升的程度和持续性还有待进一步的观察。除此之外，从业人员指数下滑 0.1 个百分点至 46.9%，较上月低值进一步走低，制造业就业情况没有好转。

从价格角度看，受国际原油价格在低位徘徊、部分生产原料价格波动影响，5 月主要原材料购进价格指数下降 2.8 个百分点至 49.0%。但由于下游需求不振，出厂价格进一步下探，大幅下降 3.6 个百分点至 45.4%。购进价格指数和出厂价格指数差值继续扩大，相关企业利润空间进一步承压。

分企业规模看，大中小型企业的 PMI 差距收窄，但中美贸易摩擦对小型企业的伤害仍在持续。大型企业 PMI 小幅下滑，跌破荣枯线，但仍高于制造业整体水平；中型企业与小型企业 PMI 均有小幅回升，但仍在持续收缩。6 月大型企业 PMI 为 49.9%，中型企业 PMI 为 49.1%，小型企业 PMI 为 48.3%，大、中、小型企业 PMI 增速的分化依然明显。在贸易摩擦的影响下，

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，是主要受贸易摩擦影响的部门。

6月份，非制造业商务活动指数为54.2%，较上月下滑0.1个百分点，各分项指标涨跌互现。其中，新订单指数回升1.2个百分点，而新出口订单也扭转了连续三个月下降的趋势，回升0.6个百分点，非制造业订单需求情况有所好转。

6月份制造业PMI较上月持平，延续上月的疲弱表现。在一季度大幅财政支出的刺激后，制造业“透支”了增长动力，叠加外部环境恶化的不确定性因素，此番情形并不出人意料。总体而言，6月份生产端的数据依然严峻，出厂价格指数大幅下降，从业人员指数创下新低，企业的生产预期下探、生产意愿不振，盈利能力受到严重威胁。全球经济放缓和贸易摩擦不确定性导致外需持续下行；内需则因债务结构性问题的影响而仍处于探底当中。经济发展的可持续性无法靠投资刺激来实现，除了外部环境改善外，要实现真正的企稳发展还是要依靠新旧动能转换。

展望未来，考虑到基建投资与宽松货币政策将大概率成为经济“托底”的工具，因此，刺激性政策会在短期内防止PMI快速下滑。但是，如果考虑到国内经济正处于“八年抗战”的转型期，刺激政策的效率将不断走低。国内经济下探尚未完成的情况下，三季度底或四季度初的PMI仍将维持在“荣枯线”左右震荡，四季度或会因年末效应而出现小幅反弹。事实上，中国经济

“八年抗战”的中期（2-3年）将会是以完善地方政府财政结构、化解系统性债务风险为特征的触底企稳；长期（5-8年）则是以深化市场化改革、强化经济活力为特征的持续发展。只有当经济的内生发展动力取代政策性投资刺激时，中国经济才会真正走向健康可持续的发展道路。

4. 工业增加值分析与预测。分三大门类看，采矿业大幅反弹，制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速小幅回升。6月份，采矿业增加值同比增长7.3%，增速较5月份加快3.4个百分点；制造业增长6.2%，加快1.2个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.6%，加快0.7个百分点。6月的工业增加值超预期反弹的动力主要在于采矿业工业增加值的大幅反弹和制造业的反弹。采矿业工业增加值和制造业的反弹主要是因为5月工业增加值较低，部分生产后移。从细分行业来看，工业生产的拐点尚未到来，6月的反弹只是经济韧性的正常体现。

分经济类型看，四大经济类型企业增速全面回升，股份制企业、私营企业增长势头较好。其中，国有控股企业同比增速6.2%，较上个月提高2.5个百分点，但是与去年同期基本持平；股份制企业同比增速7.6%，高于上月和去年同期；私营企业同比增速8.3%，高于上月0.5个百分点，高于去年同期3.2%；外商及港澳台商投资企业从上月的负增长回升至1.8%，但是远低于去年同期的5.4%。私营经济和股份制经济稳中向好的增长势头一方面是源于去年的低基数，去年同期因为宏观经济增长放缓，国内外

经济形势面临较大不确定性，民营企业融资极度困难；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，6月份41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长，上中下游的主要行业基本均有不同程度转好，上游景气度仍高，中下游行业小幅反弹居多。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，尤其黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业较上个月多增2%和3.5%。中游行业中，通用设备、专用设备增速小幅回升，电气机械和器材制造业增速大幅加快2.5个百分点。下游行业中，农副食品加工业增速再次转负，纺织、医药增速反弹不明显，食品制造业较上月增速高2.1个百分点，汽车制造业跌幅收窄。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，但是其对下游企业利润的挤占现象值得关注，老的结构性问题依然存在。另外值得一提的是，高新技术产业的表现也非常稳定，计算机、通信和其他电子设备制造业工业同比增加10.4%，已经实现连续31个月两位数增加。高技术产业工业增加值同比增长9.6%，依然处于高增长阶段，快于规模以上工业3.0个百分点，占全部规模以上工业比重为13.8%，比上年同期提高0.8个百分点。同时，新能源汽车14.3万辆，增长50.5%，

增速环比提高 34.5 个百分点。可以看出，虽然老的问题依然存在，甚至没有根本性改善，但是新的经济动能也在发力，纷扰的经济数据下隐含着不少积极的因素。

分地区看，各地区工业增加值同比、环比均正增长，中部地区增速领跑全国。6 月份，东部地区增加值同比增长 6.1%，中部地区增长 8.5%，西部地区增长 7.9%，东北地区增长 4.3%。

6 月规模以上工业增加值较上月来看，增速反弹明显，无论是分行业、分地区，还是分门类、分经济类型来看，6 月工业增加值数据都呈现回暖态势。但是，从细分数据来看，6 月份的工业增加值反弹主要还是得益于去年的低基数和 5 月部分生产后移，工业生产根本性改变的拐点远未到来。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毫无事实依据。

相较于去年同期而言，6 月的工业增加值有亮点，但并没有实际性改善。以股份制企业、私营企业为代表的民营经济融资环境较去年有所优化，但是上游企业挤压中下游生产的现象并没有得到改善，6 月工业增加值增速本身较去年同期也仅提高了 0.3 个百分点。

上半年的经济数据已经出炉，决定下半年经济数据走势的关键在于以下几点：第一，监管层面对房地产行业的持续打压对经济产生的影响。第二，地方政府专项债资金陆续到位后，政府的逆周期政策对经济的拉动作用。第三，贸易争端的走向。第四，消费对经济的拉动力度和持续性。监管对于房地产行业的打压无

疑是负面消息，但是从高层的讲话来看，房地产市场正常化必要也必须，预计在宏观经济不出现明显滑坡的情况下，政策转向会持续较长时间。而在财政纪律严格、中央财政约束下，地方政府专项债对经济有托底作用，但是力度很难达到乐观的效果。虽然根据最新规定，地方政府专项债部分资金可以投入作为资本金，但是根据测算，可以作为项目资本金的规模不会太高，大概在3000亿左右。至于贸易争端，从去年至今年的经验来看，中美关系是一个反复博弈的过程，在经济“八年抗战”初期打打和和是常态，不宜对其有过高期望。最后，消费方面，消费增长的动力在于增加实际收入和提升有效需求，这是一个缓慢的过程，也需要后续政策的加码，从上半年的经济数据来看，现有经济形势和政策力度下，消费强势反弹的可能性不高。

综上所述，6月工业增加值数据有亮点，但远谈不上拐点。当前经济形势下，多空因素交织，总体来看，负面因素依然较多，新的经济增长动能尚未到位，目前只是经济韧性下的弱势企稳，三季度工业增加值增速未来大概率低位徘徊，甚至不排除进一步下滑的可能性。

5. 月度固定资产投资分析与预测。固定资产投资增速在连续两个月放缓后小幅回升。其中，第一产业投资增速继续下滑，第二产业投资增速放缓，基建投资增速小幅提升。具体来看，第一产业投资8430亿元，同比下降0.6%，降幅较1-5月收窄1.7个百分点。第二产业投资100070亿元，增长2.9%，增速较1-5

月份回落 0.3 个百分点。第三产业投资 190600 亿元，增长 7.4%，增速提升 0.3 个百分点。其中，基础设施投资增长 4.1%，增速提升 0.1 个百分点。

第一产业继续了前期的颓势，但降幅已经大幅缩窄。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 1-6 月份第一产业固定投资的滑落。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。

第二产业投资增速的再次回落，验证了上月财经月刊质疑其增速能否持续提升的准确性。数据表明，1-6 月第二产业工业投资同比增长 2.9%，比上月回落 0.3 个百分点，且低于去年同期 0.9 个百分点。其中，制造业投资增长 3%，增速进一步提高 0.3 个百分点。本次制造业投资连续两个月的回升与上半年实行的制造业增值税减税有关。税收的减缓对于内需疲软、外需不稳的国内制造业具有明显的提振作用。然而，尽管制造业投资总体增速小幅回升，但内部分化依然严重。具体而言，化学原料及制品制造、医药制造、TMT 行业继续保持较高增速；有色金属加工业、运输设备制造业以及农副食品加工业增速则继续回落。制造业增速的这种分化已经持续数月，表明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。

第三产业固定投资增速小幅提升，但考虑到基数效应，上半

年第三产业固定资产投资增速变化并不显著，“基建补短板”政策红利没有显现。自去年9月触底回升以来，基建投资增速不断提升，但今年一季度以来其涨幅不断缩小，1-5月甚至出现了小幅回落，这表明基建投资并没有按照市场预期的那样持续发力。原因有二，一方面，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。实际上，基建补短板的落实也存在一定的时滞性，考虑到经济持续下行的压力，政府通过刺激基建来提升需求的可能性仍旧存在。随着专项债券发行不断加大、重大项目陆续得到批复，三季度基建投资有再次回升的可能，尽管其对于经济刺激的效率已经微乎其微。

从地区来看，除东北地区增速仍然下降外，各地区投资增速均有所回升。东部地区同比增加4.4%，较1-5月上升0.1个百分点。中部地区投资同比增长9.4%，回升0.1个百分点。西部地区投资增长6.1%，增速提升0.4个百分点。东北地区投资的降幅也在缩小，增速下降3.6%，较1-5月大幅缩窄4个百分点。

分经济类型来看，内资企业投资同比增长6%，增速比1-5月份提升0.2个百分点；受近期香港事件的影响，港澳台商投资增长1.1%，增速回落0.9个百分点；受贸易摩擦的影响，外商投资增长1.2%，增速回落1.6个百分点。

房地产开发投资继续回落，土地购置面积降幅再次收窄，销售面积降幅略微扩大。1-6月全国房地产开发投资61609亿元，

同比增长 10.9%，增速较 1-5 月份回落 0.3 个百分点。其中，房屋新开工面积增长 10.1%，增速回落 0.4 个百分点；房屋竣工面积下降 12.7%，跌幅扩大 0.3 个百分点。企业土地购置面积同比下降 27.5%，较上期跌幅收窄 5.7 个百分点。土地成交价款下降 27.6%，跌幅收窄 8 个百分点。商品房销售面积同比下降 1.8%，降幅较 1-5 月份扩大 0.2 个百分点。6 月末，商品房待售面积 50162 万平方米，比 5 月末减少 766 万平方米。国房景气指数为 100.89，比 5 月份微升 0.04 点。6 月，房地产企业融资环境进一步收紧，到位资金增速回落 0.4 个百分点至 7.2%。

房地产数据似乎也并没有按照市场预期的那样呈现大幅下行的趋势，而是呈现出了一定的韧性。尽管房地产短期能够提振经济，但随着其对于上游行业资源的占用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的升级和发展。实际上，房地产投资的平稳对于其他行业的挤出效应已经通过金融数据表现出来了。居民新增贷款数据中与房地产贷款相关的中长期贷款已经高于近 5 年的平均水平，对居民消费信贷产生了很强的挤出效应。在这一效应的作用下，预计下半年相对宽松的货币政策也很难传递到“宽信用”上，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。

1-6 月份固定资产投资累计增速小幅回升，制造业投资有所提升，但结构分化严峻，基建投资再次企稳回升。制造业投资的提升与此前推行的增值税减税有关。在这种供给侧结构性改革的

政策推动下，制造业需要降低税收来应对当前内需疲软、外需不稳的压力。但是随着这一政策的落地，未来制造业投资能否持续提升依然具有不确定性。基建投资虽有提升但增幅并没有达到市场预期，这一方面在于资金的紧缺，另一方面也在于政策落实的滞后性。预计在专项债券发行加大、重大项目批复加快的共同作用下，三季度基建投资有再次回升的可能，但其对于经济刺激的效率已经微乎其微。

在房地产投资方面，房地产行业各项数据变化平稳，回落速度也没有达到市场的普遍预期，呈现了地产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。预计在当前内需不足，外需不稳的背景下，下半年将会大概率推行稳健偏宽松性货币政策，而在“宽货币”的推动下，房地产投资仍将大概率维持震荡，其对于中小企业信贷、居民消费信贷的挤压也会长期存在。

6. 社会消费总额分析与预测。6月消费同比增速持续回升主要是车商去库存和同期低基数叠加影响汽车消费走高所导致的。6月社会消费品零售总额同比增长9.8%，创下去年3月份以来的最高数据。其中，城乡消费品零售额同比增长9.8%，增速较5月提升1.4个百分点，乡村消费品零售额同比增长10.1%，较5月提升1.1个百分点。对于6月份消费增速的高位回升，主要因素是汽车经销商在“国六”新标准施行前降价清库存，促使汽车

消费大幅增长。此前汽车消费经历了 12 个月的负增长，积累了一部分购车刚需，这部分需求正好被车企降价去库存所释放。叠加汽车消费同期低基数影响，本月的汽车消费增长显著，预计在第三季度，汽车消费将成为引领市场反弹的主导因素，但可持续性存疑。

从消费类型看，商品零售和餐饮收入的消费增速均继续增长，汽车类消费品增速大幅提升。本月所有消费门类均为同比增长态势，与上月相比，仅有粮油食品类、饮料类、中西药品类和通讯设备类同比增速出现下滑。其中 6 月餐饮收入同比增长 9.5%，较 5 月提升 0.1 个百分点；商品零售同比增速达到 9.9%，较 4 月提升 1.4 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在上月由负转正之后，本月又实现大幅度增长 17.2%，较 4 月份提升 15.1 个百分点。与房地产开发相关消费，如家电类、家具类及建材类消费均有所增长，同比增长分别为 7.7%，8.3%和 1.1%，分别较上月增长 1.9%，2.2%和 2.2%。

在网络消费方面，1-6 月，全国网上零售额 4.82 万亿元，同比增长 17.8%，增速较 1-5 月持平。其中，实物商品网上零售额增长 21.6%，较 1-5 月回落 0.1 个百分点，而其占社会消费品零售总额的比重则较上月提升 0.7 个百分点，达到 19.6%。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 29.3%、21.4%和 20.9%。

6 月份，社会消费品零售总额同比增速的回升主要是受到了

车商降价去库存的影响，但并不能表明整体消费环境的企稳回升，虽然在未来季度，汽车市场将会主导消费市场反弹，但由政策因素导致的消费回暖并不是可持续的，预计消费数据将在半年内逐渐回落。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，即使有短期反弹，长期来看消费也难以做到“独善其身”。一方面，以住房贷款为主的居民中长期贷款占比提升，今年上半年居民中长期贷款占居民部门贷款 73.40%，高于去年同期的 69.44%；另一方面，政府对于短期借贷的监管趋严。这两方面因素导致以消费贷为主的短期贷款占比趋于下降，未来居民消费将受其挤压。在车企去库存的短期波动因素消退后，未来消费增速大概率出现回落。实际上，制约居民消费增长的关键仍然在于增加实际收入和提升有效需求。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，未来消费增速大概率不会延续涨势，而是出现震荡波动。

7. 进出口数据分析与预测。6月出口保持同比增长，进口数据大幅低于预期，衰退型顺差延续。实际上，在内需状况和外部形势没有好转信号的情况下，衰退型顺差现象很难得到改观。

分国别来看，6月仍延续以往态势，对“一带一路”沿线国家贸易仍高速增长，比重持续上升；对欧盟、东盟等主要贸易伙

伴进出口稳定增长；对美进出口持续走低。截至6月，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口4.24万亿元，增长9.7%，高出全国进出口整体增速5.8个百分点，占我国进出口总值的28.9%，比重提升了1.5个百分点，其中对俄罗斯、沙特、埃及等国贸易量增长迅猛，说明与“一带一路”沿线国家的贸易合作对我国外贸发展的拉动作用日益显著。前6个月，我国对欧盟进出口总值为2.3万亿元，增长11.2%，占我国进出口总值的15.7%；其中对欧盟出口累计增长12.3%，进口累计增长9.5%。我国对东盟进出口总值为1.98万亿元，增长10.5%，占我国进出口总值的13.5%；其中出口累计增长14.5%，进口累计增长5.7%。我国对日本进出口总值为1.02万亿元，增长1.7%，占我国进出口总值的7.0%；其中，出口累计增长4.8%，进口累计下降0.7%。根据6月单月数据，我国与欧盟、东盟之间贸易保持稳定，对日贸易较上月出现回暖。受与美国贸易摩擦的影响，上半年我国对美国进出口总值为1.75万亿元，下降9%，占我国进出口总值的12%，其中对美出口下降2.6%，进口下降25.7%。可见，尽管贸易摩擦压低了我国对美国进出口的增速，但对其他国家进出口的显著回升则在一定程度上弥补了整体数据，我国对外贸易结构在逐渐得到改善。6月29日，中美元首同意重启两国经贸磋商，市场普遍认为这是中美贸易摩擦缓和的标志，但实际上，美国马上就对法国启动了301调查，可见美国缓和中美贸易摩擦的举动无疑只是短期转移中方注意力的行为，其持久性仍值得怀疑。另外，考

虑到美国近期经济数据的反弹也并不具有持续性，因此我国对美外需仍不乐观。同时，欧元区经济也呈现了疲态，未来出口数据仍有可能回落。

在进口方面，6月进口数据持续低迷，出现小幅下滑，并再次大幅低于预期，说明内需不足状况仍未改善。由于内需不足状况在短期内难以扭转，衰退型顺差在此后一段时间内仍将延续。

就进口产品结构来看，上半年我国原油和煤等大宗商品进口量增加，铁矿砂、大豆进口量有所减少，价格方面，原油、天然气与铁矿砂价格延续上涨趋势，煤炭价格出现下跌。其中，进口原油 2.45 亿吨，同比增加 8.8%，进口均价同比上涨 2.5%；煤炭 1.54 亿吨，增加 5.8%，进口均价下跌 4.3%；天然气 4692 万吨，增加 11.6%，进口均价上涨 21.3%。此外，进口铁矿砂 4.99 亿吨，减少 5.9%，进口均价上涨 30.3%；大豆 3827 万吨，减少 14.7%，进口均价上涨 1.1%。6月国际油价出现反弹，同时受中美贸易战影响，大豆进口量连续两月大幅下滑。近两个月来，进口增速持续下行，虽然和大宗商品价格回落有一定的联系，但主要原因仍然是国内需求持续疲软所致。实际上，6月30日公布的PMI数据再次跌破荣枯线以下表明我国经济下探过程仍然没有结束，在“八年抗战”转型期内，国内需求很难有出色的反应，进口数据也不会有太大起色。

6月份进出口数据仍然低迷，预计该状况将在下月延续。尽管中美贸易磋商取得一定进展，贸易战出现缓和迹象，且美国经

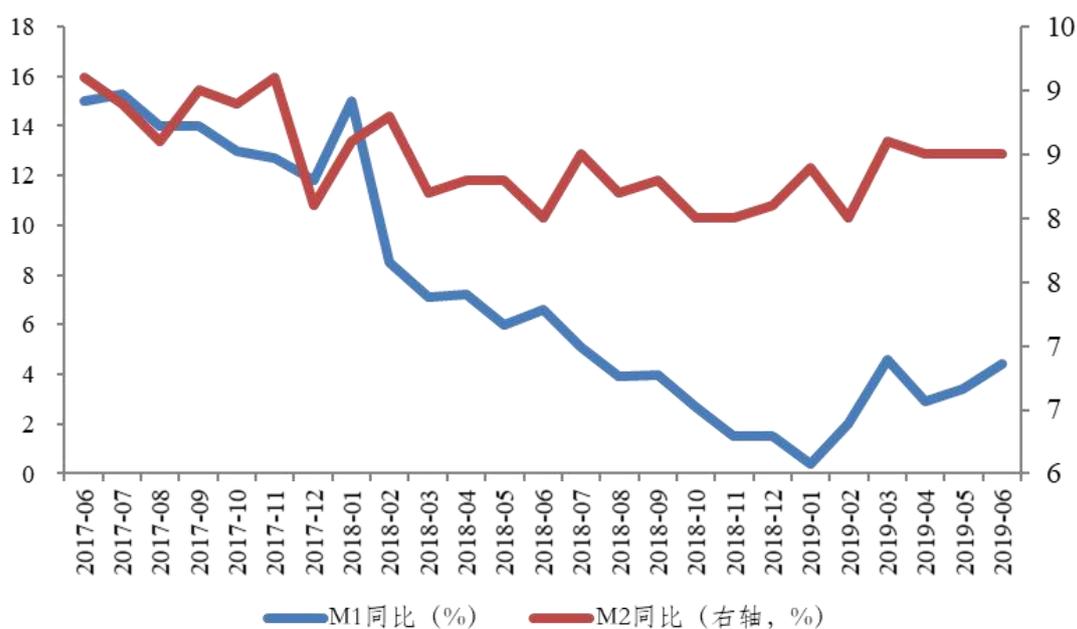
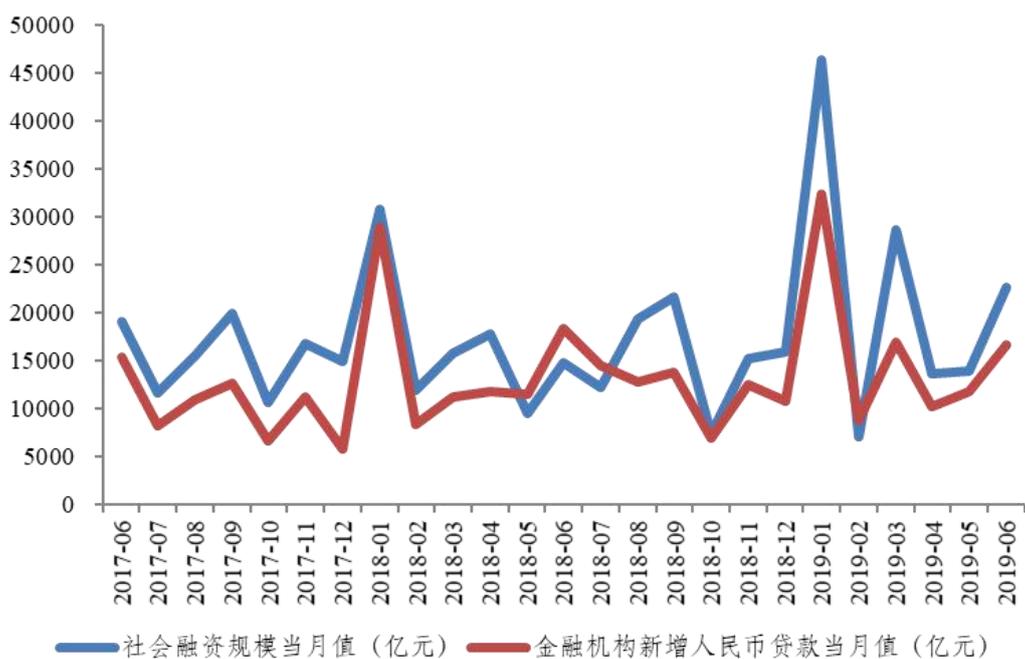
济数据高于预期,但总体而言,国外市场低迷态势并未出现扭转。毕竟,传统海外市场的经济动能仍然不足,加上美国对法国开启贸易调查、对中东持续施压,国外需求的不确定性仍然较大,因此未来出口的压力并没有从根本上得到缓解。

在进口方面,内需的疲软很难在短期内得到缓解。中国经济正处于转型期,刺激性政策的效率在逐渐走低,而且近期政策取向存在重回“去杠杆”的可能,预计进口数据还有进一步回落的可能。因此,在进出口数据都难以在短期出现实质性好转的情况下,衰退型顺差的压力已逐渐显现,在此后较长时间内,贸易形势都将不容乐观。

二、中国金融数据点评

(一) 中国金融数据评析

2019年6月新增社会融资规模2.26万亿元,预期1.90万亿元,前值1.40万亿元;而人民币贷款增加1.66万亿元,预期1.70万亿元,前值1.18万亿元。6月M2货币供应量同比增长8.5%,预期8.5%,前值8.5%;M1货币供应量同比增长4.4%,前值3.4%。



社融数据总量超预期，但结构不佳。6月份对实体经济发放的人民币贷款增加1.66万亿元，同比少增1786亿元，也低于预期1.70万亿元。这反映了一个奇怪的现象，在社融超预期的同时，人民币贷款却增长乏力，不及去年同期，也不及预期。仔细研究分项数据来看，不难发现此次社融超预期回升的主要动力源于地方政府专项债的放量发行以及非标融资压缩力度的相对缓

和。6月的地方政府专项债发行总额 5,817.80 亿元，远高于去年同期的 909 亿元，也远高于今年 5 月的 1579 亿元。同时，非标融资方面，6 月委托贷款、信托贷款减少 52 亿元、未贴现的银行承兑汇票合计减少 2124 亿元，比去年同期少减 4791.18 亿元。

6 月新增社融的主力军依然是新增人民币贷款。6 月人民币新增贷款较 5 月环比增加 0.48 万亿元。具体来看，住户部门依然以中长期贷款为主，值得关注的是，居民中长期贷款占居民部门贷款的占比有所上升，今年上半年居民中长期贷款占居民部门贷款 73.40%，高于去年同期的 69.44%，处于近五年来不低的水平。房贷是居民中长期贷款的主体，中长期贷款占比的反弹与房地产市场有着密切关系，因此需要关注住房贷款对消费的挤占效应。非金融企业方面，非金融企业及机关团体贷款增加 9105 亿元，同比少增 700 多亿。其中非金融公司短期贷款 4408 亿元，同比多增约 1800 亿元；票据融资增加约 960 亿元，同比少增近 2000 亿元；非金融公司中长期 3753 亿元，同比少增 250 亿左右。6 月的非金融公司贷款依然延续了今年以来的贷款结构，短期贷款多，但中长期贷款少，其根本原因在于，在经济下行阶段，企业没有意愿借入中长期贷款扩大生产，银行出于风控也无意愿借出长期资金。其中，最直接的表现就是大部分国有银行和股份制银行的小微企业贷款品种都是短期贷款，期限多在一年以内，甚至会要求住宅等优质抵押品。

6 月 M2 同比增长 8.5%，与上期持平，但是 M1 同比增加

4.4%，比上个月提高了一个百分点。其主要原因在于，地方政府专项债的集中发行，使得地方政府现金流状况得到较大改善。

（二）中国货币及金融政策走势预判

整体来看，本次社融数据虽然超于市场预期，但是也在情理之中。超预期的增量主要还是来自于地方政府专项债的集中发行。剔除地方政府专项债和低基数效应后的社融数据并不亮眼，只能算是弱势企稳，后续的走势还有待观察。

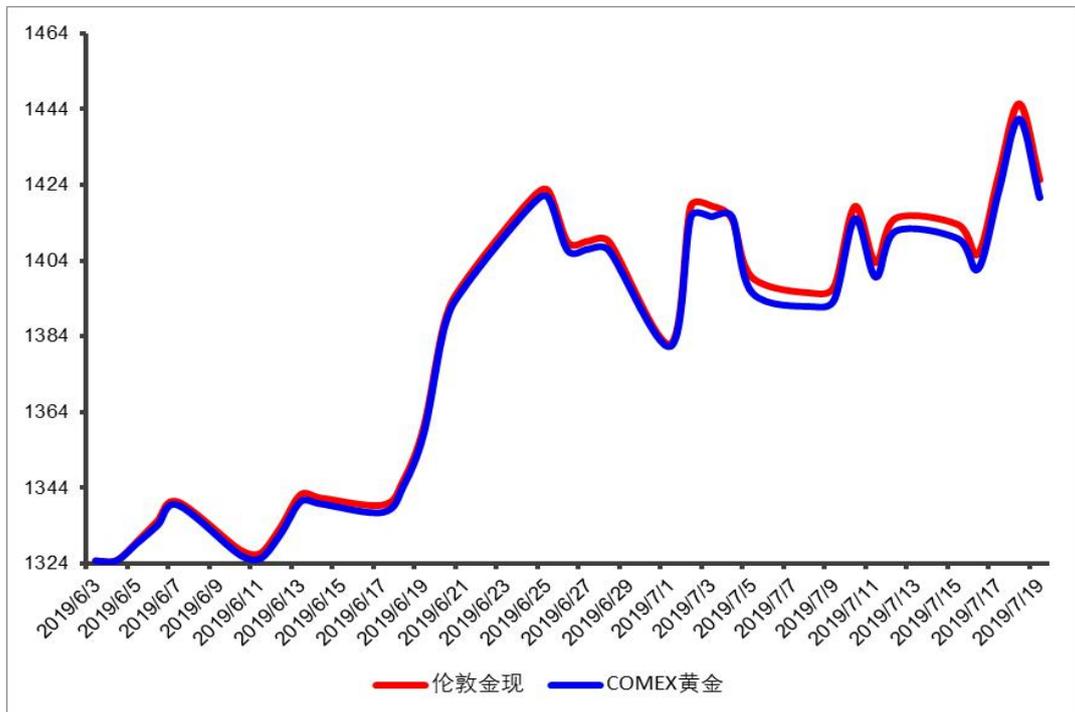
值得关注的是，近期监管部门对房地产市场的态度较为严厉，银保监会主席郭树清上月公开表示，凡是过度依赖房地产实现和维持经济繁荣的国家，最终都要付出沉重代价。随之而来的是政策层面房地产信托业务与表内贷款的进一步收紧。在消费和出口短期内难有起色，房地产托底经济力度减小的当下，后期社会融资的走势更多取决于政府逆周期政策的力度。按照当前的刺激政策来看，如果不继续用力，社融有进一步下滑的风险。2019年《政府工作报告》提出，今年计划发行2.15万亿元人民币地方政府专项债券，因此下半年剩余额度在8400亿左右，财政部要求各地方在9月底之前发行完毕，7、8、9三个月月均地方政府专项债发行量将在2800亿左右。因此，9月份之前，地方政府专项债会对社融起到支撑作用，但是如果地方政府专项债拉动的社会投资、生产需求并没有相应跟上，那么9月份之后，社融将面临下滑的风险。另外，美联储主席鲍威尔在7月11日表示，美国经济仍然处在工厂活动令人失望、通胀疲弱以及贸易战不断

发酵的威胁之下，并暗示美联储准备实施十年来的首次降息。美联储的彻底转鸽给了我国更大的货币政策操作空间。再考虑到包商事件后，中小银行资金压力较大和四季度社融承压的现实情况，年内定向降准有可能成为选择。

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6月至7月中旬，黄金市场较为景气，价格呈现震荡上行的走势。截止2019年7月19日，国际现货黄金、纽约商品交易所黄金期货分别收于1425.38美元/盎司、1426.5美元/盎司，分别较6月1日上涨7.60%和7.24%。



2. **黄金价格预测。**近三个月以来，黄金价格走势整体较为强劲，上涨的动力主要在于放缓的经济增长、日益紧张的地缘政治和美联储对于货币政策逐渐转鸽的态度。

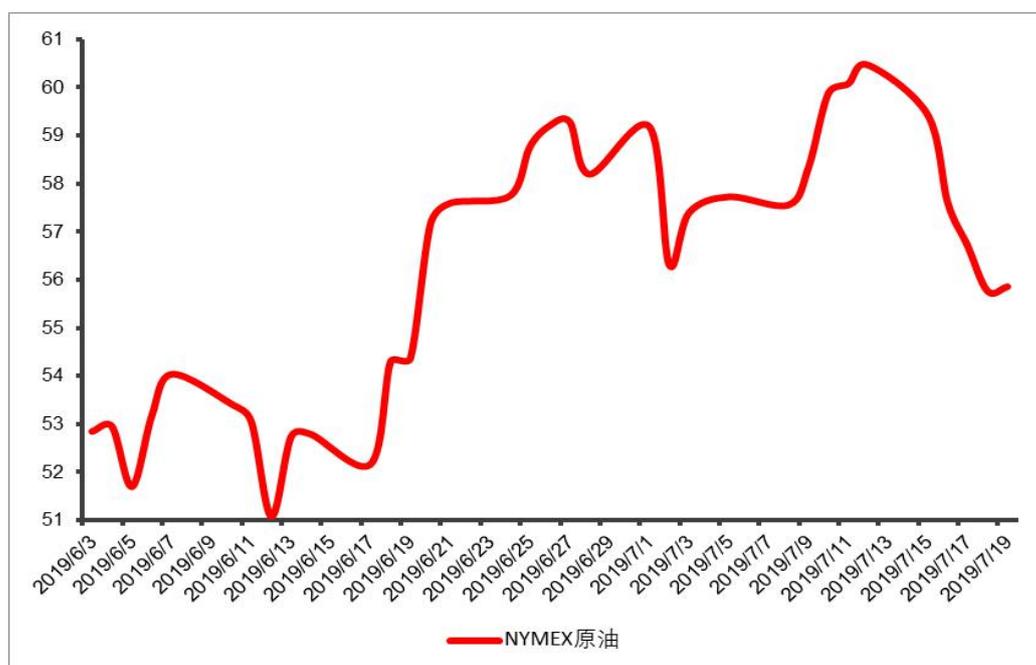
美国 6 月 ISM 制造业 PMI 实际录得 51.70，好于预期值 51，但是依然低于前值 52.10，并且创 2016 年 10 月以来新低。产品库存上升抑制了美国的制造业活动，并暗示在贸易不确定性增大的情况下，经济很难继续保持动能。而美国 6 月非制造业指数报 55.1，低于前一个月的 56.9。6 月制造业及非制造业指数加权平均数因此降低到了 54.7，是近 3 年以来的最低点。除制造业数据以外，近期美国经济的疲软也使消费者信心受到一定的负面影响，世界大型企业联合会的消费者信心指数 6 月份环比下滑至 121.5，为 2017 年 9 月以来的最低水平。鉴于消费对于美国经济的重要性，该数据的变动非常重要，虽然美国当前整体消费的基本面依然良性，但是如果其他经济领域的增长势头减弱，就业市场恶化，那么消费增长的放缓是不可避免的。

面对复杂的经济形势，美联储转鸽的倾向越来越明显。美联储在 6 月货币政策会议的政策声明中删除了“耐心”一词，并且根据点阵图显示，8 名联储官员预计 2019 年将降息，8 名预计年内维持利率不变，1 名预计加息一次。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，如需保持经济扩张，美联储将迅速采取行动。而在 7 月 16 日，美联储主席鲍威尔在演讲中重申美联储将采取适当行动维持经济扩张。同时，他表示第二季度美国经济的整体增长似乎有所放缓，企业固定投资增长降幅明显，制造业自年初以来一直表现疲弱，部分原因是企业支出较弱、全球经济增长乏力以及市场对贸易紧张形势的担忧。

地缘政治方面，最近的热点在伊朗问题。自从特朗普宣布美国退出先前各国达成的伊核协议后，伊朗问题就屡生波折。近期，7月4日，直布罗陀当局在英国海军协助下，以违反欧盟禁令为由扣押了伊朗油轮。在伊朗要求英国“放船”未果的情况下，19日伊朗伊斯兰革命卫队扣押了悬挂英国国旗的“史丹纳帝国”号油轮。美极限施压是当前伊核紧张局势的起因，其背后更是包含着多个大国之间的利益博弈，因此伊朗问题的复杂性和波折性将持续很久。

综上，在国际政治局势复杂、全球经济增长放缓、美联储态度转鸽的形势下，黄金具有较大投资价值。

3. 原油价格分析。6月至7月中旬，原油价格呈现先涨后跌的走势。从6月初到7月12日，国际原油期货价格一路震荡上行，7月中旬开始，国际原油价格回落明显，截止7月19日，国际原油期货收于63.30美元/桶，较6月初上涨5.70%。



4. 原油价格预测。在6月中下旬，国际油价迎来了一轮大反弹。反弹的主要动力源于早期的下跌、欧佩克组织的限产决议以及中东局势的紧张。

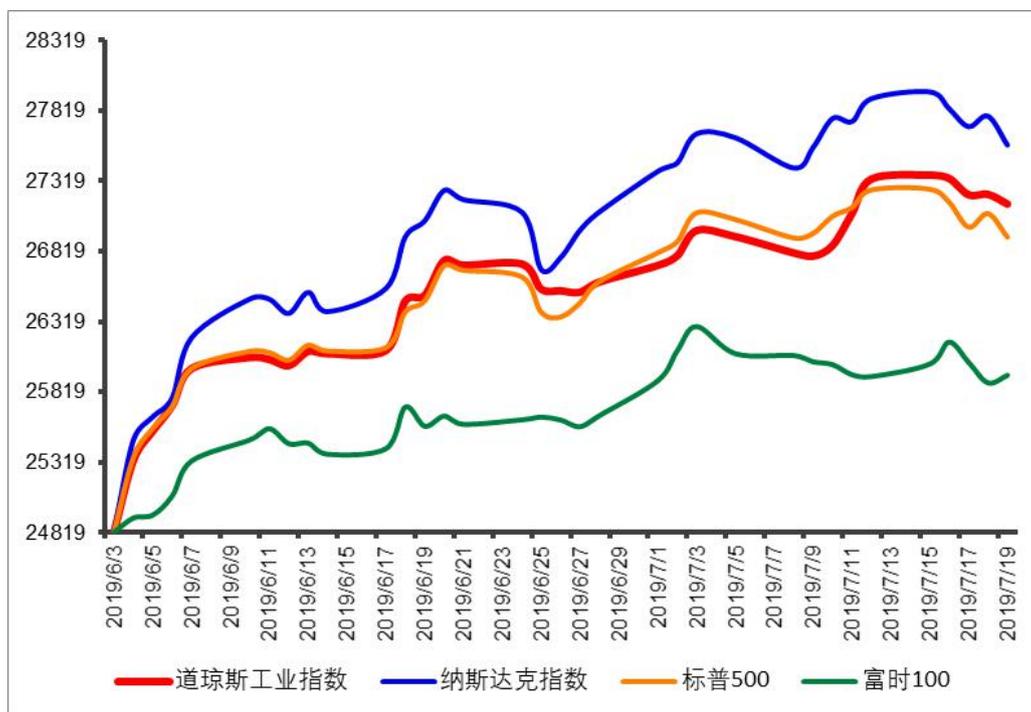
欧佩克本月决定，将此前的原油减产协议延长9个月至2020年3月底。而伊朗、伊拉克也公开表示，支持延长减产6-9个月。在全球原油需求增速放缓之际，减产可以改善供需关系，有助于推升油价。

另外，伊朗问题升级以来，霍尔木兹海峡爆发多次油轮遇袭事件，而伊朗、美国双方也各有无人机被击落。伊朗、英国两国更是互相扣押油轮，使得地区局势十分紧张。中东的石油输出，必须依靠霍尔木兹海峡才能运出去，而霍尔木兹海峡实际在伊朗的控制之下。因此，伊朗问题的升级对油价有着明显的推动作用。

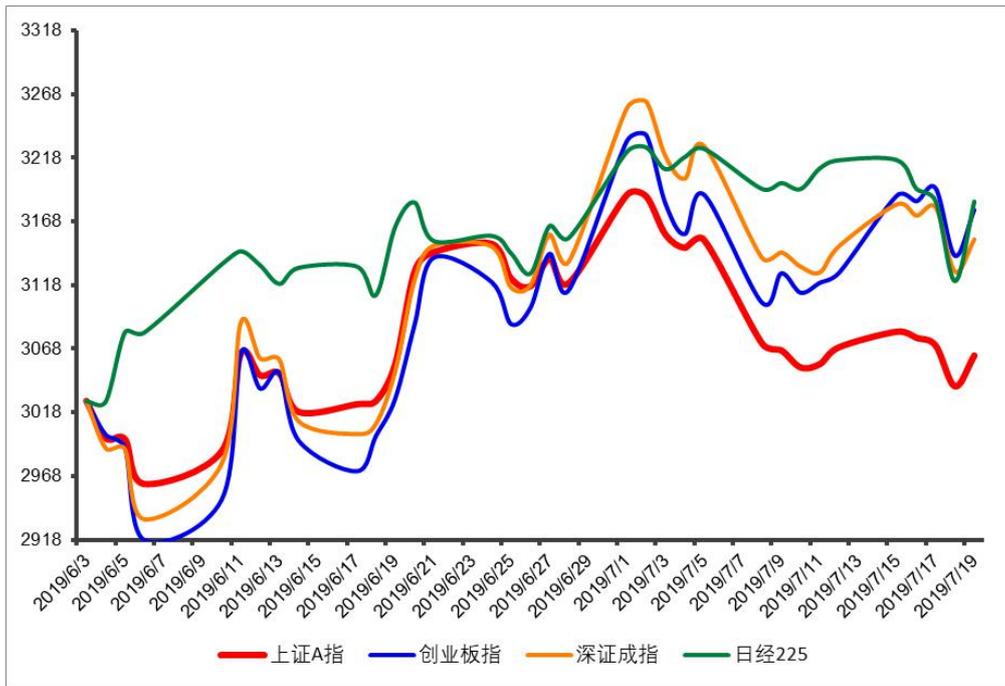
当前多空因素交织，油价在未来一段时间内走势会较为震荡。利多因素方面，迫于全球经济增长日趋放缓，全球新一轮货币宽松潮已经初现端倪，仅在7月18日当天，就有韩国和印尼央行双双降息，特别是韩国乃是三年来的首次降息。一旦宽松货币政策对经济的短期提振“预期”形成，原油的需求也将出现较明显回升，届时无疑将利好油价。而空头方面，近期全球油市越发呈现供过于求的现象。美国能源信息署（EIA）最新数据显示，截至7月12日当周，美国汽油库存增加356.5万桶，此前预估为减少92.5万桶；精炼油库存增加568.8万桶，此前预估为增加61.3万桶。

(二) 全球股票市场评析

1. 欧美股市评述。6月至7月中旬,欧美股市走势基本一致,都呈现震荡上行的态势。截止7月19日,道琼斯工业指数收于27154.2点,纳斯达克指数收于8146.49点,标普500收于2976.61点,富时100收于7508.7点,相较于6月初,分别上涨9.41%、11.09%、8.46%和4.51%。



2. 亚洲股市评述。6月至7月中旬,亚洲股市整体走势与欧美股市有所区别,呈现先涨后跌的态势。A股在6月初至6月底处于震荡上行的状态,之后在7月初出现颓势,逐步震荡下行,吐回部分涨幅。截止7月19日,上证A指、创业板指、深证成指、日经225分别收于3062.77点、1541.98点、9228.55点和21466.99点,相较于7月初,分别上涨1.18%%、4.97%、4.20%和5.17%。



3. 全球未来股市走势分析。综合来看，6月至7月中旬，全球股市表现均较为理想。其主要得益于贸易争端的缓和和市场对货币政策宽松的预期升温。

美国方面，最新出炉的美国经济数据显示，7月份制造业活动停滞，美国7月Markit制造业PMI从6月份的50.6降至50，创下2009年9月以来新低。美国经济第三季度开局疲弱，甚至有悲观预测，美国三季度GDP年化增长率仅为1.6%。IMF也预测，随着财政刺激效应的消退，预计美国2020年全年增速将放缓至1.9%。迫于疲软的经济数据，美联储对于货币政策的态度越发转鸽，多位有投票权的FOMC票委都或明或暗地表示将支持降息，而美联储主席鲍威尔也在公开场合表态将运用货币政策工具保证经济增长。因此，近期美股股市的走势较为喜人。但是，值得指出的是，当前美国的联邦基金利率水平仅为2.25%-2.5%，降息空间远不如过去的两次。而且，从2001年1月到2003年6

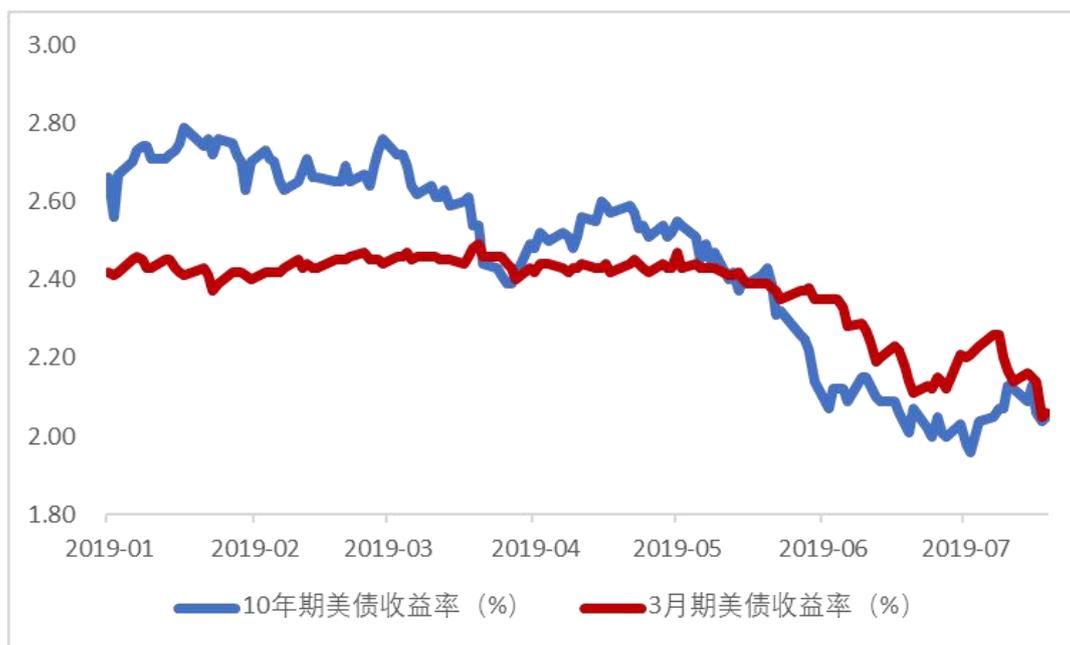
月、2007年9月到2008年12月的两次降息来看，降息并没有避免美国经济出现衰退。因此，降息不是万能灵药，往往反而预示着美国经济出现较大问题，经济衰退即将到来。

中国方面，最新的经济数据表现较为疲软，但也体现了经济的一定韧性。总体来看，6月份的经济数据普遍好于预期，但是消费反弹的可持续性存疑，工业增加值受益于去年的低基数，6月社会融资整体数据尚可，但结构不佳。同时，6月信贷增速又重回较低区间，信贷结构也较差，企业信贷期限仍以短期限为主。另外，值得关注的是，近期监管部门对房地产市场持续喊话，监管政策也对房地产融资造成了较大束缚，而支撑社融的地方政府专项债发行也将在未来两个月内结束。在当前经济增长新动能尚未成形，房地产市场承压的情况下，政府拉动经济增长的可持续性、效果以及效率都是值得存疑的。

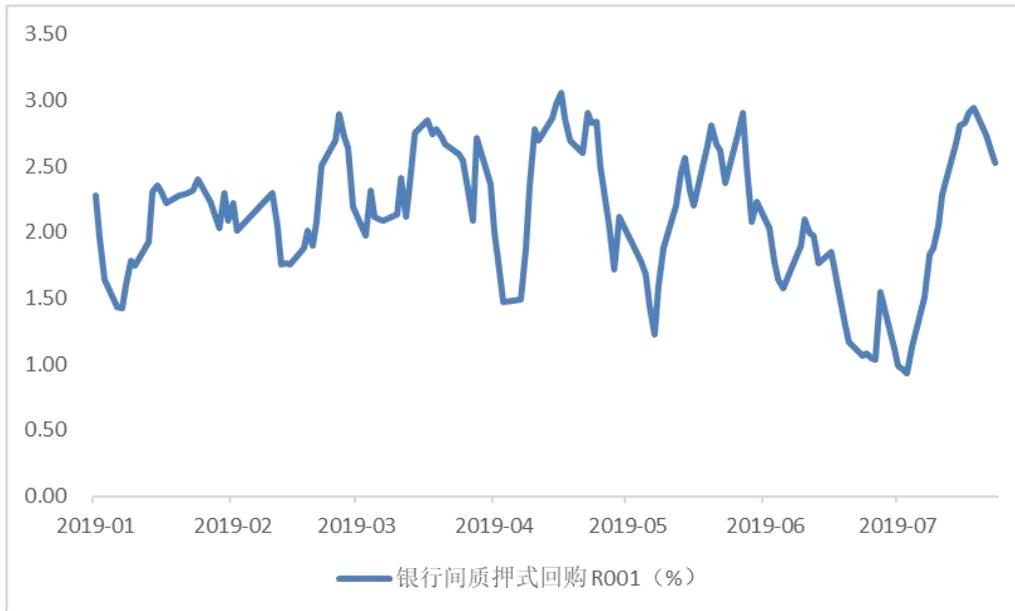
因此，我们坚持之前的判断，中长期的全球股市并不乐观。无论是中国，还是美国，经济增长动能的持续性都存在一定的问题，基本面都有恶化的倾向。虽然面对经济增长放缓，政府的货币政策空间和刺激政策工具也十分充足，中国经济增长有着较强的韧性，但是当前中国经济结构也有着诸多问题，并且在过去的两年里改善有限。所以，在基本面较为疲软的情况下，中短期的中国股市可能会保持一段时间的震荡，即遇到利好消息上涨，遇到利空则下跌，多空因素交织，多头空头反复博弈。

(三) 中美债券市场评析

1. 美国国债市场评述。6月到7月，10年期美债收益率仍位于低位徘徊。7月初，10年期美债收益率一度跌破2%大关，创下2016年以来最低。此后，受中美贸易战暂时缓和影响，收益率回升至2%以上，此后在2.1%之下震荡徘徊。7月FOMC会议尚未召开，但市场普遍预期美联储将在7月会议上降息25个基点。受降息预期升温影响，短期国债收益率下降较快，截止7月20日，10年期与3月期美债收益率倒挂幅度已大幅收窄至1BP左右。

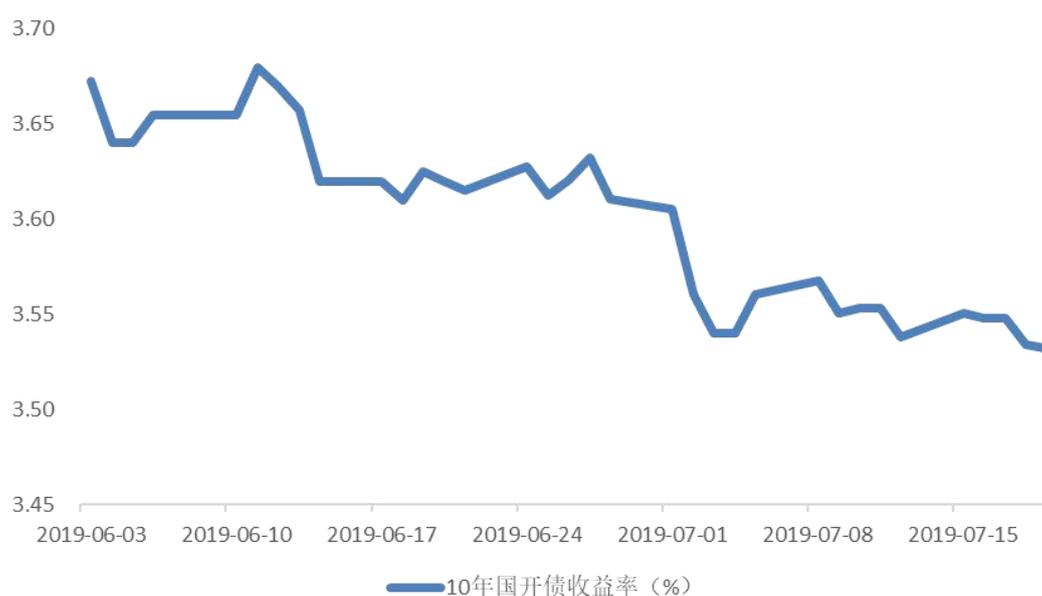


2. 中国债券市场分析。自6月末至7月下旬，债券市场流动性危机逐渐恢复，6月末跨半年基本平稳度过。然而，“包商事件”的余波仍未完全退却，市场亦处于重构期。



从资金市场方面来看，6月至7月，银行间市场流动性较为宽裕。为平复市场流动性危机，维护市场在跨半年时点平稳运行，央行在6月20日至30日，通过公开市场操作净投放货币超过2800亿人民币，并于6月30日投放MLF7400亿人民币。金融市场宽裕的流动性，在资金价格上得以充分体现。6月20日以后，银行间隔夜回购加权利率基本维持在1.1%附近。而即便是跨半年时点最后一个交易日，回购加权利率仅为1.5%（作为对比，2018年半年最后一个交易日隔夜利率为3.15%），资金宽松程度可见一斑。7月初，市场的宽松氛围仍在发酵，市场连续三天出现1%以下的隔夜加权利率。然而，在7月中旬，由于税期及地方债缴款因素与公开市场操作回笼相叠加，市场流动性骤紧，隔夜利率连续多日维持在2.8%以上。此后，央行于19日再度投放4600亿逆回购，并于7月23日等量续作到期MLF，市场流动性稍宽松。值得注意的是，此次5000亿MLF到期，进行的并非严格意义上的“续作”，其中约3000亿MLF，由利率更

低且更加稳定的 TMLF 置换。以 TMLF 置换 MLF，体现了央行目前维持相对宽松货币环境的大方向并未发生改变。不过，面对七月份税期叠加地方债缴款造成的流动性趋紧局面，央行却回笼了货币投放，并未进行“削峰填谷”操作。这一相对“反常”的操作，恰恰反映了央行当下对于货币环境的态度。由于之前为对冲“包商事件”及应对半年时点的惯常流动性紧张，央行进行了大量的货币投放，导致银行间出现短暂的“大水漫灌”迹象。大量的流动性投放，仅仅是应对突发情况的一种手段，一旦特殊时期过去，便回归到维持相对合理充裕的流动性水平。实际上，五月末至六月，市场总体处于相当宽松的状态，而央行在7月份回笼流动性的操作，也意在向市场再次传达不搞“大水漫灌”的政策态度。相应的，回购市场相对的松紧，将表现出一定“均值回归”特性，投资者可以抓住这一特性，提前预判短期内资金价格的反转和波动。



3. 中国债券市场预判。利率债方面，7月20日国开债收益率相较一个月前下降了约9BP。收益率下行原因主要有三：第一，从外部市场环境来看，美国于7月议息会议后极大概率开启降息，欧洲央行蠢蠢欲动，而韩国、印尼等国央行于7月中旬也已宣布降息。总体来说，由于世界经济前景不明朗，全球央行已掀起“降息潮”，这加深了投资者对中国央行跟随降息的预期。第二，市场对利率债需求活跃，从10年期国开活跃券发行情况来看，6月以来发行倍数大多位于3.5倍以上，市场情绪旺盛。从内部来看，由“包商事件”所引发的信用收缩，导致投资者对较低等级信用债配置能力收缩，投资风格有所转变，市场弥漫着“Flight to Quality（安全投资）”的氛围。从外部来看，由于美国经济逐渐衰退的预期不断加强且美债收益率继续低位徘徊，收益率相对较高的中国利率债，得到国际投资者青睐，在近期的利率债招标中，外资参与明显活跃。第三，一季度市场对于“经济触底”的乐观预期，曾引发利率债一波较大幅度的回调，不过此后“经济触底”预期已被证伪，且中美贸易摩擦前景愈发扑朔迷离，投资者对基本面预期再度偏向悲观。从6月份的经济数据来看，中国经济言底仍为时尚早，而贸易摩擦的风吹草动对市场的影响也趋于钝化，利率债投资并未失去基本面逻辑。不过，值得注意的是，目前利率债收益率已经接近年内低点，在没有重大突发利空施压的情况下，下行空间相对有限。

信用债方面，除了去年起一直存在的一级市场的信用分层、

所有制分层问题以外，由“包商事件”所引发的流动性分层、结构化产品爆仓等问题，导致信用债市场雪上加霜。7月多只“网红”债券发生实质性违约，民企信用风险集中爆发。由于非银产品受制于流动性紧缩而引起的配置能力下降，叠加集中违约所导致的信用进一步收缩，一级市场上，低评级债券发行难度持续加大。6月-7月，新发行民企债券收益率多在7.5%以上，多数资质一般的城投债发行利率也在6%以上。不过，另一方面，资质较好的信用债需求有所回升，高等级银行同业存单认购率已恢复至90%以上。一个值得注意的现象是，在内资存量资金按兵不动的同时，6月至7月，外资对中国地产信用债表现出了浓厚的兴趣。在增仓信用债的同时，外资也在利用中国市场流动性分层的机会，收取市场上地产债的“便宜筹码”。在可转债方面，在报告期内，相比于股票资产，可转债表现出了较强的抗跌性，6月20日-7月20日，上证指数下跌约2.2%，而同期上证转债指数则上涨了0.8%。此外，6月至今共计有5只可转债上市，均在上市首日取得浮盈，平均涨幅在6.6%附近，转债打新仍有空间。目前，普通信用债市场乏力，而股票市场则在3000点以下震荡，可适当关注可转债市场机会。

整体而言，6月至7月，市场仍处于“包商事件”后的调整期，市场逻辑尚不十分明确，新的市场走向与一致预期也并未形成，银行间信用体系能否最终恢复仍有待观察。贪图高票息而主动放松信用，或在当前收益率点位左侧交易，均蕴含较高风险，

在策略选择上，投资者仍应采取防御态势。

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。