

No. 1811

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第十五期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

目 录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观.....	- 1 -
1. 美国经济复苏步伐减缓 年内四次加息概率增加.....	- 1 -
2. 汇率走势分析：人民币汇率破 7 概率极低.....	- 3 -
(二) 国内宏观.....	- 7 -
1. 经济：生产回落、投资续降、消费微升，下半年韧性仍强.....	- 7 -
2. 通胀：CPI 温和 PPI 反弹，下半年通胀无忧.....	- 11 -
3. 金融：“宽货币”延续，下半年“紧信用”有望改善.....	- 12 -
(三) 商业银行.....	- 14 -
1. 资管新规”相关文件出台.....	- 14 -
2. 2018 年 6 月货币金融数据分析.....	- 16 -
(四) 资本市场.....	- 18 -
1. 股市：财政临门一脚，A 股绝处逢生.....	- 18 -
2. 债市：贸易摩擦升温，货币政策微调.....	- 20 -
二、宏观经济专题：高质量发展不靠“大水漫灌”	- 22 -
三、主要经济数据	- 25 -

图表目录

图 1：二季度广义通胀和名义 gdp 增速、GDP 平减指数发生背离.....	- 8 -
---	-------

图 2：土地购置费是支撑房地产投资增速的主要力量.....	- 9 -
图 3：6 月地产链相关消费回升.....	- 10 -
图 4：中国出口增速与全球经济景气度持续 3 个月发生背离.....	- 11 -
图 5：2 季度南华工业品指数持续上行.....	- 12 -
图 6：行新增社融创近 5 年新低，表外融资继续大幅下降.....	- 13 -
图 7：2018 年 6 月 M0 增量分解.....	- 16 -

表格目录

表 1：6 月 M2 增量的结构.....	- 17 -
表 2：经济数据一览.....	- 25 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

2018 年第一季度，美国没有延续 2017 年下半年的 GDP 增速，经济整体复苏的进程放缓；欧元区和日本两大经济体则面临着经济发展不良的状况，日本 2018 年第一季度的 GDP 甚至产生了大幅的下降。

1. 美国经济复苏步伐减缓 年内四次加息概率增加

美国经济复苏步伐减缓：2018 年第一季度美国 GDP 增长速率修正为 2.0%，相较于 2017 年第四季度 2.9% 的增长率有明显的下降。受消费动能不足及加息的负面影响，美国经济后劲不足，复苏步伐减缓。从生产端看，美国 1-4 月的制造业和服务业的 PMI 指数持续下降，5-6 月有所回升，暗示美国这一轮经济复苏步伐暂缓，但仍有回转空间；**通胀符合预期，但仍有上升空间：**6 月 CPI、核心 CPI 均符合预期（6 月 CPI 同比 2.9%，预测同比 2.9%；核心 CPI 6 月同比 2.3%，预测同比 2.3%），显示了物价上涨的压力。但是美联储对经济预期乐观，在六月利率决议中上调了通胀预期。失业率居于低位，非农人口变动超过预期：6 月失业率为 4.0%，较 4、5 月有所回升，但仍处于低位。6 月非农业就业人口变动达到 21.3 万，远高于市场预期的 19.5 万。6 月 FOMC 会议加息 25 个基点，点阵图显示年内加息次数增加到 4 次。

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

(2) 欧元区经济增速显著下降，通胀有所回升

欧元区经济增速显著下降：一季度 GDP 增速环比折年率修正为 1.5%，较 2017 年第四季度的 2.8% 下降 1.3 个百分点，整体经济增速显著回落。从支出法看，受贸易战、强欧元影响一季度欧元区经济下行主要受贸易拖累，消费、投资均好于前值，显示内生动能仍然稳健：受全球经济回落、贸易战、强欧元影响，1 季度欧元区出口同比 3.71%（前值 6.18%）、进口同比 2.99%（前值 3.84%）较前值均大幅下降。相比之下，居民消费支出同比 1.70%（前值 1.30%）、政府消费支出同比 1.40%（前值 1.30%）、固定资本同比 3.70%（前值 2.40%）大幅上涨。

分国家看，贸易战、极端天气以及法德罢工拖累德法经济，部分短期经济负面因素将逐渐消除：欧洲经济增长的火车头德国和法国一季度经济也都出现了放缓。首先，贸易疲软和大规模罢工是德国增长主要原因。德国第一季度经济的积极贡献主要来自国内需求（投资大幅增加，其中建筑、设备方面的投资大幅增，家庭支出略有上升），而贸易疲软（动能下滑）是拖累因素。另外，流感和罢工（1 月德国遭遇 34 年来强势罢工，70 万人参与）也拖累了经济表现。未来贸易动能不确定性仍强，但内需动能较为稳健。另一方面，法国经济放缓则受天气和罢工影响，一季度冬季风暴席卷法国，影响法国工业生产。在 2 月和 3 月的大雪之后，铁路工人举行罢工抗议总统马克龙 (Emmanuel Macron) 对该行业进行改革的计划，经济中断一度中断。法国 5 月制造业 PMI 初值达到 55.1，创了三个月新高。包括产量，新

增订单和就业在内的一系列关键指标显示正在加速扩张。

政治角度来看，意大利、西班牙政治局势对经济产生负面影响，意大利组阁成功或缓解部分担忧：1 季度整个欧洲和主要国家的经济政策不确定性增强，意大利组阁一波三折、西班牙总理被弹劾下台等因素，使得消费者信心指数、投资信心指数下跌。下半年欧洲政治风险来自于意大利财政预算、欧美贸易摩擦和英国脱欧进程。

从生产端看，欧元区制造业 PMI 指数持续走低，6 月制造业 PMI 下跌至 54.9，而服务业 PMI 上涨 1.4 个点至 55.2。

通胀回升：6 月 HICP 为 2%，较上月上升 0.1%。核心 HICP 为 0.9%，较上月下降了 0.2%。失业率维持低位：5 月失业率仍然维持在历史低位 8.4%，与上月修正值一致。

(3) 日本经济增速回落，失业率仍处于历史地位

日本经济增速大幅回落：2018 年第一季度日本 GDP 增速环比折年率由 2017 年第四季度的修正值 1%降至-0.6%；从生产端来看，6 月日本制造业和服务业的 PMI 都有所回升，制造业 PMI 上升至 53，服务业 PMI 上升 0.4%至 51.4。通胀回升：6 月 CPI 维持在 0.7%，核心 CPI 小幅上升，从 0.7%涨至 0.8%。失业率处于历史低位：5 月失业率为 2.3%，仍处于历史低位。

2. 汇率走势分析：人民币汇率破 7 概率极低

(1) 如何理解本轮人民币贬值？

从 2018 年年初开始，CFETS 出现了明显走高，主要原因是美元

走弱+资本流入状况改善（债券通、MSCI 等促使金融账户大幅净流入、境内融资环境趋紧促使企业海外发债回境内用）+企业挤压结汇的释放造成的人民币超涨，衡量是否超涨的指标就是 CFETS 指数走高至 98。但在岸人民币汇率从 6 月中旬至今半个月内累计跌幅达 3%，叠加贸易战背景，市场担忧再次燃起。

本轮人民币贬值的原因大致有 4 点：首先，美元小反弹下前期结汇释放告一段落，企业层面出现观望；其次，每年年中都有季节性的交易压力，体现在很多企业半年盈利需要换成美金汇出给境外股东，一般持续到 7 月中旬左右；再次，国内股市近期出现较大的波动，直接触发一些金融账户资本流入放缓；最后，以上三点因素都是有基本面真实结售汇背景的，并非纯粹的做空人民币，考虑到前期因为这些因素造成 CFETS 超涨，本身 CFETS 回调也是合理的。因此央行并没有过多干预汇率贬值，其实是个默许的态度。当然在这其中，多少也掺杂了一些交易层面对于贸易战下顺差缩减的担忧。

(2) 贬值会不会失控关键在于基本面

目前的贬值局面是否会演变失控呢？是否能够形成新一轮的贬值压力的关键还在于基本面。

企业和居民端来看：结售汇数据整体向好，体现进出口企业持汇预期的收汇结汇率和付汇售汇率数据向好。收汇结汇率在二季度还出现了跳涨，同时付汇售汇率走低，表明企业赚了美金是更倾向于换成人民币的，而要付给国外的美金是倾向拖延的，通过持币倾向已经明确表达了的对人民币乐观的情绪，这也是二季度人民币超涨的基本面，

后续看，前期挤压结汇仍有释放存量，只是处在观望期略有放缓，顺差缩减但贸易顺差的方向仍能保持，结售汇数据仍然将是一个稳定的基本面。

投机资本来看：从量上看，2014-2016 两年热钱流出的确明显，主要源于“美元进入加息周期升值+811 汇改后恐慌+2015 年主要权益市场出现异常波动”三大因素。热钱流出对人民币形成明显的贬值压力，但是从 2017 年开始此数据一直在一个稳定的修复方向中。在债券通+纳入 MSCI 等金融市场持续开放的背景下，2017 年四季度到 2018 年 1 一季度，连续两个季度境外资金净流入国内资本市场都高达 700-1000 亿/季，最近 QFII 的 20%汇出限制取消、RQFII 重新提上日程等开放措施还在继续推进，对国际资本配置中国都是利好，待股市情绪缓和后，仍有较强的配置吸引力（因为中国资产相对全球相关系数较低，从配置上讲是利好资产组合的）；

从价上看，根据平价抛补原理，套息息差是短期投机资本流动的主要衡量指标。中美套息息差在三月至今处于一个修复的趋势中，也就是借美元投人民币资产的正息差存在且在走高。（这里用国债衡量人民币收益，如果换成存单绝对收益将会更高。）

从套保成本看：汇率掉期套保成本目前只有 1%左右，明显低于贬值预期较高时的 1.5-2%，也就意味着从基本面过度到稍微复杂一些的衍生品市场，也没有过度看贬人民币的情况。

从波动率看：811 汇改后波动弹性明显增加，人民币已经和 G7 货币波动率虽然还有一定差距，但整体已经非常接近一个发达成熟货

币的波动水平。波动性强意味着更为弹性，单边升贬值预期都更容易释放而不会刚性积累。

(3) 汇率的展望：年内 6.8 是明显的阻力位，破 7 概率极低

从超涨部分的消化空间看：市场消化前期超涨部分可以用 CFETS 指数来衡量，那也就意味着 CFETS 指数到 95 左右对应的是人民币贬到 6.7 左右，考虑到美元波动与情绪层面略有放大，人民币汇率这一轮贬值的压力位应该在 6.8 左右。

从挤压结汇释放点位看：2017 年年中强势升值前的位置，当时企业锁汇一年的价格基本在 6.8 左右，2017 年中的强势升值使得很多企业出现了汇兑损失已经得到了比较深刻的教训，因此如果再次贬值到这个位置可能触发这一期的挤压结汇的快速释放从而形成压力位。本质上还是对于人民币的弹性有所接受，贬值预期得到了大幅修复。

从美元债发行回流看：下半年信用债到期仍有波段冲击，整体信用环境仍然偏紧，企业海外发债的需求仍在，上半年中资企业海外债净融资额 600 亿美元左右，预计下半年仍有相当体量。

从中美贸易战角度看：对于中国顺差缩减的担忧的确存在，但是由于目前仍在博弈谈判期，目前看对于今年的顺差影响尚有限，如果中美博弈格局延续，形势进一步胶着，本因素对于长期汇率的慢影响是客观存在的，需要紧密跟踪。

从汇率运行机制看：在加大金融市场开放的环境下，汇率机制出现大幅调整的可能性很低，毕竟目前的机制刚刚稳定运行满两年，人民币贬值预期修复也刚一年，国际贸易环境恶化的背景下，人民币国

际化也需要一个稳定的汇率运行机制，因此所谓的再度一次性贬值出现的概率极低。

（二）国内宏观²

今年上半年，我国 GDP 累计增长 6.8%，已经连续 14 个季度维持在 6.7%-7% 之间窄幅波动。应该说，面对外有贸易摩擦，内有防风险去杠杆的双重约束，上半年我国经济如此表现尤为可贵。往后看，透过 7 月 23 日召开的国务院常务会议，下半年保持经济稳定增长的必要性变大，对应着积极财政政策会更加积极、稳健的货币政策会松紧适度：预计全年 GDP 增速 6.6% 左右，基建有望止跌企稳，制造业投资也将延续温和反弹，消费的贡献力度将继续凸显。继续提示关注中美贸易摩擦的演化态势。

1. 经济：生产回落、投资续降、消费微升，下半年韧性仍强

（1）实际 GDP 如期回落、名义 GDP 未能反弹

18 年上半年实际 GDP 增速 6.8%，与一季度 GDP 增速持平；当季同比看，18Q1 和 Q2 分别是 6.8%、6.7%；18 年上半年名义 GDP 增速为 10.0%，比一季度下滑 0.2 个百分点，比去年同期回落 1.4 个百分点；二季度 GDP 平减指数为 3.0%，一季度为 3.2%。对比看，实际 GDP 如期回落，但是名义 GDP 未能反弹，主因是广义通胀与 GDP 平减指数首次发生背离。今年二季度，广义通胀如期由 1 季度反弹了 0.1

²撰写人：IMI 研究员熊园

个百分点,但 GDP 平减指数却较 1 季度下滑了 0.2 个百分点至 2.98%。背后看,主要是二季度 PPI 反弹对应的是工业品(二产),但以农产品(一产)和服务业(三产)并未走高。

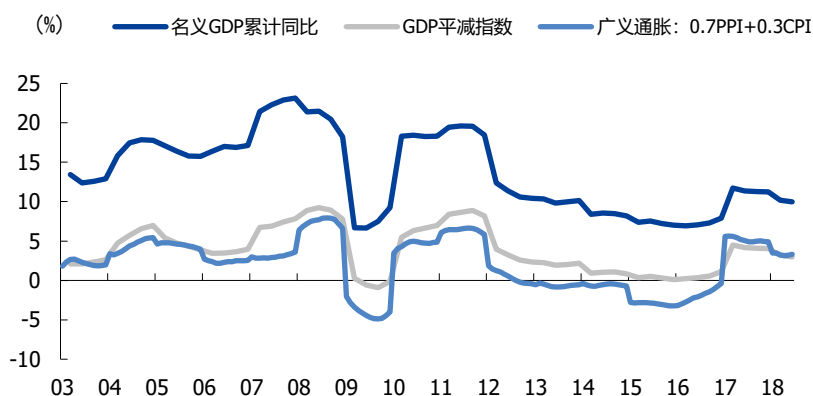


图 1: 二季度广义通胀和名义 gdp 增速、GDP 平减指数发生背离

数据来源: wind 资讯

(2) 工业生产有所降温, 高基数应为主因

1-6 月,规模以上工业增加值累计同比微降至 6.7% (1-5 月 6.9%, 去年同期 6.9%), 但 6 月单月规上工业增加值较 5 月回落 0.8 个百分点至 6.0%, 不及预期值 6.5%, 应与去年工业增加值的“季末冲高”效应有关: 2017 年 6 月的工业增加值增速较前 5 月反弹 1.1 个百分点至 7.6%, 9 月较 8 月反弹 0.6 个百分点至 6.6%。分行业看,专用设备、计算机及通信设备、通用设备等高端制造业增速较高, 纺织、运输设备制造、金属制品、化学原料等传统行业增长疲软。分产量看, 钢材、十种有色金属产量均保持同比正增长, 但增幅已有所收窄。

(3) 房地产投资回落仍高, 基建继续惯性下滑, 制造业投资延续反弹是亮点

1-6 月，固定资产投资同比增长 6%，比 1-5 月份增速回落 0.1 个百分点，比去年同期下降 2.6 个百分点。其中，房地产投资、基建投资和制造业投资均延续了前期趋势，即房地产投资缓慢回落（较前值回落 0.5 个百分点至 9.7%），基建投资显著减速（较前值再度回落 2.1 个百分点至 7.3%，单月-3.5%），制造业投资持续回升（较前值回升 1.6 个百分点至 6.8%，连续第 3 个月回升）。

分项看，房地产投资高增，土地购置仍是主支撑；基建投资主要是惯性下滑，随着地方债提速（7.23 国常会明确要求），下半年基建投资有望止跌企稳；制造业投资的连续反弹，继续提示跟踪制造业反弹的四条线索：工业企业盈利改善的可持续性、PPI-PPIRM 裂口收窄、新旧经济制造业投资增速分化及制造业 FDI 增速反弹。往后看，四条跟踪线索仍有效，制造业投资将继续成为今年经济稳中缓降的重要支撑。

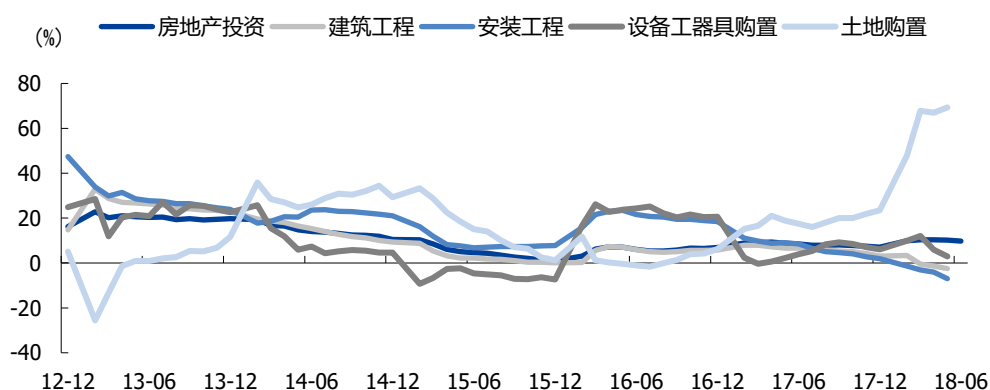


图 2：土地购置费是支撑房地产投资增速的主要力量

数据来源：wind 资讯

(4) 消费回升但未超季节性，汽车消费仍弱，关注地产链回暖

1-6 月，社会消费品零售总额同比增长 9.4%，较 1-5 月小幅回落 0.1 个百分点。单月来看，6 月社零总额名义增速 9.0%，高于前值(8.5%)和预期（8.8%）。具体看，6 月汽车零售额当月同比增速继续大幅下滑，由上月的-1.0%回落至-7.0%（乘联会数据显示，7 月前三周汽车销量下滑近 20%），创下 2002 年以来新低。值得注意的是，6 月地产链相关消费都有不同程度的反弹，家电、家具、建筑装潢类消费增速分别较前值提升 6.7、6.4 和 0.7 个百分点，这与 4 月以来商品房销售面积小幅回升相互印证。

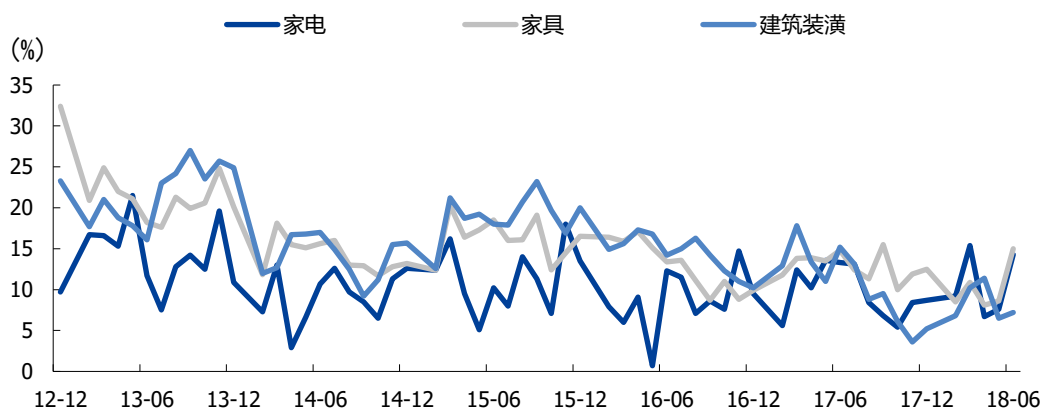


图 3: 6 月地产链相关消费回升

数据来源: wind 资讯

(5) 贸易“抢跑”仍在，下半年大概率转弱

以美元计，中国 6 月出口同比增长 11.3%（预期值 9.5%，前值 12.6%）；进口同比增长 14.1%（预期 21.3%，前值 26%）；贸易顺差 416.1 亿美元，（预期 277.2 亿美元，前值 249.2 亿美元）。在确认了 4、5 月份发生了“抢跑”之后，仍然倾向于认为 6 月的出口是再次发生了“抢跑”，主要基于三大背离：与韩国、台湾出口增速相背离；与我国 PMI 进出口分项指数相背离；与主要发达经济体 PMI 走势相背离，

与全球综合 PMI 走势背离。预计下半年贸易将转弱。

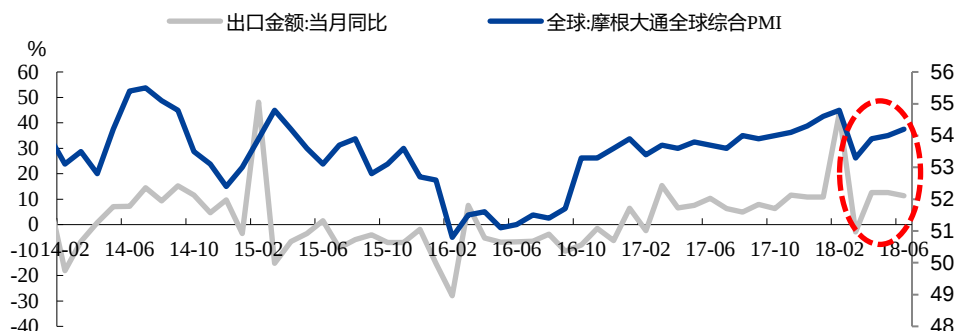


图 4：中国出口增速与全球经济景气度持续 3 个月发生背离

数据来源：wind 资讯

2. 通胀：CPI 温和 PPI 反弹，下半年通胀无忧

(1) CPI 温和上涨，源于猪价止跌反弹和高油价

6 月 CPI 温和上涨，非食品是主要推动力，但总体仍弱，连续 3 个月涨幅低于 2%。6 月 CPI 同比上涨 1.9%，涨幅略有扩大（前值 1.8%），保持温和上涨态势。分结构看，食品价格同比上涨 0.3%（前值 0.1%），其中，鸡蛋（6 月同比 17.1%）和鲜菜（9.3%）价格上涨成为主推手；非食品价格同比上涨 2.2%，持平前值，拉动 CPI 上涨约 1.8 个百分点。往后看，鉴于季节性和猪价延续弱升，预计 7、8 月 CPI 有望微升至 2%，但整个下半年仍无通胀以来，预计 CPI 全年中枢 2-2.2%。

(2) PPI 增幅扩大，源于高油价和低基数

6 月 PPI 同比上涨 4.7%，超出预期的 4.5%和前值 4.1%（翘尾影响约为 4.1 个百分点，新涨价影响约为 0.6 个百分点）。分项看，生产资料分项涨幅扩大 0.7 个百分点至 6.1%；生活资料分项涨幅扩大 0.1

个百分点至 0.4%。往后看，综合 PPI 持续反弹、螺纹水泥钢材等周期品可能“淡季不淡”以及环保再度加码等因素，预计 7、8 月 PPI 仍有望在 4%以上，9 月由于高基数开始走弱，全年 PPI 中枢在 3.5%左右。

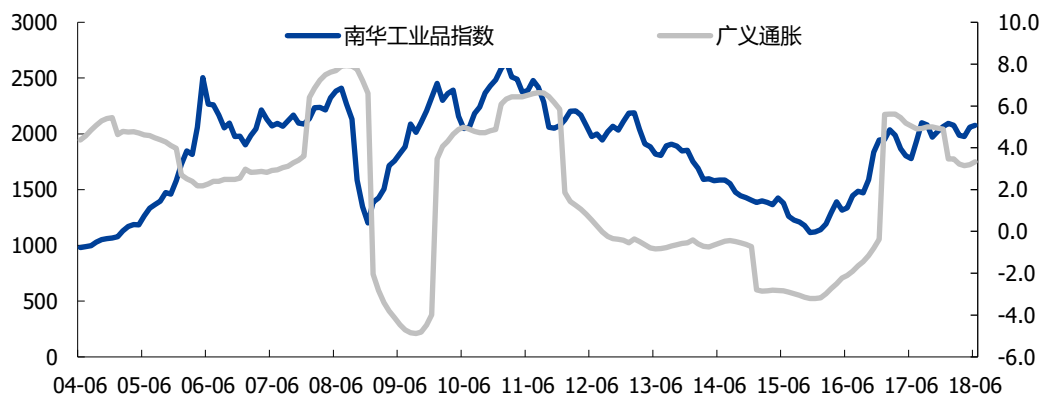


图 5：2 季度南华工业品指数持续上行

数据来源：wind

3. 金融：“宽货币”延续，下半年“紧信用”有望改善

(1) 新增信贷 6 月大增，源于银行“冲贷”、票据融资放量

6 月新增信贷 1.84 万亿，高于预期值（1.53 万亿）和前值（1.15 万亿），创下近 5 年同期最高值，但整个二季度新增贷款 4.17 万亿，低于一季度（4.86 万亿）但高于去年同期（3.75 万亿）。6 月新增社融 1.18 万亿，创下近 5 年同期新低，主因还是表外融资大幅缩水。具体来看，新增人民币贷款、企业债券融资同比均有所增加，而以“委托+信托+未贴现银行承兑汇票”合计的 6 月表外融资-6915 亿（前值-4215 亿、同期 2219 亿；连续第 4 个月负增长、连续第 6 个月下滑）。基于 7.23 国常会对货币政策更趋宽松的定调，预计下半年信贷尤其

是社融将有所改善。

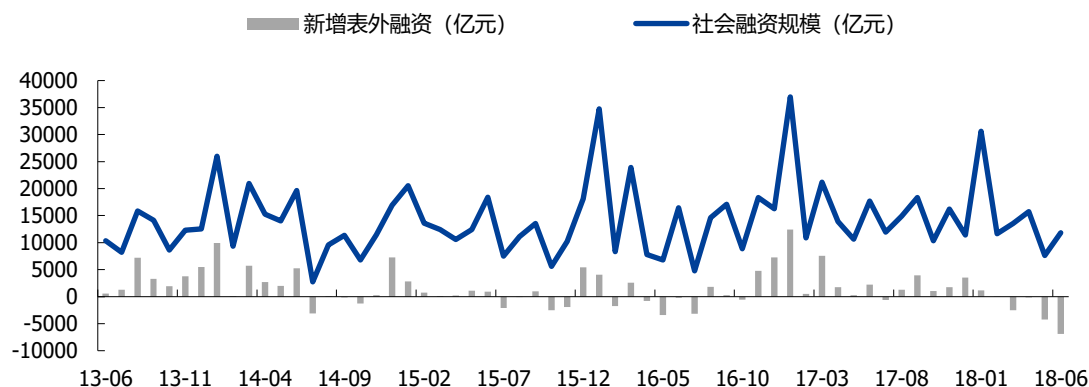


图 6：行新增社融创近 5 年新低，表外融资继续大幅下降

资料来源：Wind

(2) M2 同比创新低，M1-M2 剪刀差连续 5 个月为负

6 月 M2 同比增长 8%，低于前值（8.3%）及预期（8.4%），主要是 6 月企业存款、非银机构存款有所回落：6 月企业新增存款 9475 亿（去年同期为 1.07 万亿），非银机构新增存款 1438 亿（去年同期 2649 亿）。由此可见，4 月和 6 月的两次降准并没有加大货币供应。6 月 M1 同比增速上升 0.6 个百分点至 6.6%，结束了连续 2 个月的下滑趋势。不过，M1-M2 剪刀差为 -1.4%，自今年 2 月以来已连续 5 个月为负，反映的还是紧信用背景下企业融资大幅萎缩。

（三）商业银行³

1. 资管新规” 相关文件出台

2018 年 7 月 20 日，监管部门颁布了“资管新规”的部分相关管理办法。包括：

1. 人民银行《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称《通知》）

2. 银保监会《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《理财办法》）

3. 证监会《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及其“运作管理规定”

其中，前两部文件对银行理财业务影响较大，《通知》是对前期“资管新规”部分内容的进一步明确，《理财办法》则是银行理财业务的系统管理办法。第三部文件跟银行业也有一些关系。

《通知》包括 6 点内容，分别为：（1）公募资管产品可以投非标，但要符合非标的有关规定（比如不得期限错配、限额管理、信息披露等）。这一点规定完全符合我们前期预期，因为《指导意见》第十条规定公募资管产品“主要投资”标准化资产（债券和上市交易的股票），那么我们认为从语法上讲，“主要投资”四个字的意思就是可以少量投资非标。（2）过渡期内可发行老产品去投新产品。这一点为原来《指导意见》中未明确的。允许适当发行一些不完全符合新规的老产品，

³撰写人：IMI 研究员王剑

投资于新的资产（优先国家重点领域、重大工程续建、中小微企业融资），这样是为了维护融资规模的稳定，有序压降，不至于出现过快收缩。（3）过渡期内，两类产品的资产可使用摊余成本法。此前业内很多人士期待能够允许在更多场合使用摊余成本法。但显然，《通知》中依然并不允许，仅在过渡期做了让步，而且是有前置条件的。（4-5）对于过渡期结束后仍无法消化，需要回表的，考核上给予适当照顾。这个符合我们预期，因为这是“新老划断”的应有之义。（6）过渡期内银行自主决定老产品的压降计划。不硬性设立类似“每年压降 1/3”之类的指标。每家银行制定好计划后，报送监管部门。

《理财办法》基本上就参照“资管新规”来制定，内容基本符合预期。《理财办法》的最大意义，在于赶紧完成修订发布，以便银行们能够按新规要求开展理财业务。在过去的这一个月中，“资管新规”已实施，但具体的业务管理办法还没最终定稿，很多银行的理财业务处于停滞状态。这直接导致的后果，是理财规模收缩，理财产品的资产投放行为开始受到明显影响，比如非标融资规模下降，信用债发行量也受到影响，最终影响了企业融资。

后续，还有待一些相关的规定出台。包括：（1）标准化资产的定义：“资管新规”中对标准化资产的定义比较含糊，认定标准需要另行制定。（2）资管产品如何投资于银行信贷资产受（收）益权。银行信贷资产受（收）益权是最具代表性的非标种类，也是过去银行资产出表的主要手段。以后，政策方向是鼓励银行想做资产出表的话，用正规的资产证券化。因此，资管产品对银行信贷资产受（收）益权，

估计不会太鼓励。(3) 大资管的具体统计制度。(4) 公募银行理财产品投资股票的方式。需要等待一些细则，包括产品如何去交易所开户交易等技术问题。(5) 银行理财子公司的监管与定位。理财子公司的具体监管方式和业务技术细节，以及银行内部如何定位理财子公司的的问题。因为按照新规，银行理财产品与现行的其他资管产品越来越类似，可以会发生内部竞争。

2. 2018 年 6 月货币金融数据分析

(1) 基础货币

2018 年 6 月末，基础货币余额为 31.85 万亿元，全月增加 1.40 万亿元。本月大部分渠道均在投放基础货币，包括货币政策工具投放 6264 亿元，财政支出投放约 5352 亿元，另有其他渠道投放约 2368 亿元。6 月基础货币增加是季节性规律。

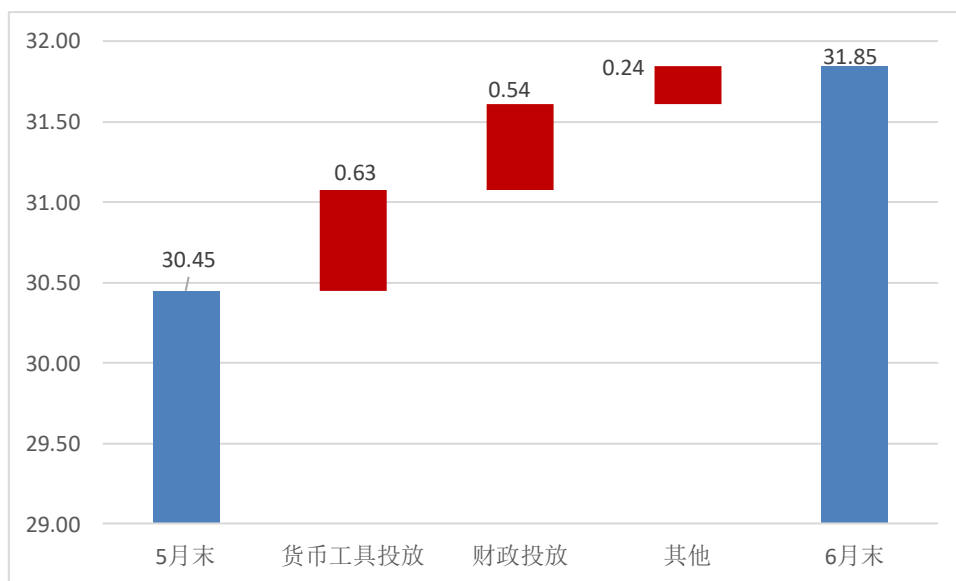


图 7：2018 年 6 月 M0 增量分解

资料来源：wind

(2) 广义货币

广义货币方面，2018 年 6 月末，M2 余额 175.24 万亿元（老口径，即不包括货币市场基金），环比增加 2.86 万亿元。6 月 M2 高增长也是季节性规律。

表 1：6 月 M2 增量的结构

余额增量结构（亿元）		来源结构	
M0	-185	外占	14
单位活期	17,853	债券	1,416
单位定期	-1,638	贷款	16,787
个人	11,107	财政	5,352
非银	1,430	其他（非银、非标等）	4,997
全月	28,567	全月	28,567

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

从 M2 来源来看，贷款派生了 1.68 万亿元，财政投放贡献了 5352 亿元。同时，其他（投放非银等）派生了 4997 亿元，一改前几个月下滑的局面。我们预计，此前每到季末安排理财产品到期、组织存款的行为，仍然存在。这表现为 6 月投放非银等仍然增加，同时一般存款（个人、企业的存款）有 6 月突然增长。后续，随着资管监管继续向深入推进，后续这种季末调节存款的行为将会有所收敛。

（四）资本市场

1. 股市：财政临门一脚，A 股绝处逢生⁴

财政临门一脚，正式确认信用缓和信号。国务院总理李总理 7 月 23 日主持召开国务院常务会议：积极财政政策要更加积极。主要体现在保障在建基建项目融资需求：加快专项债发行使用进度，保障融资平台公司合理融资需求。财政临门一脚，正式确认信用缓和信号。先前货币金融政策已转向宽松，包括央行定向降准、证监会化解股权质押风险改善资金供求关系，一行两会发布节奏缓和的资管新规配套细则；积极财政政策是临门最后一脚，在重要会议前财政与金融形成统一合力。

资管新规配套细则出台边际缓和信用紧缩。资管新规配套实施细则出台，资产和负债端操作节奏灵活调整，但治理期限错配、去化通道和嵌套、和打破刚兑的原则不变。最大的变化在于 1) 非标投资放宽，但核心矛盾“期限错配、借短投长”仍严格限制。2) 老产品去化节奏缓和，但并无增量，“续旧投新”存在期限要求，目的引导资金去向重点项目及中小微企业。3) 扩大理财适用客户群体，估值方式合理化。

货币&信用政策力度变化影响由债至股传导经验。回顾过去三轮“宽货币+紧信用”下信用边际缓和的区间：1) 货币大幅宽松+信用预期扩张—>可转债和 A 股同步见底回升；2) 货币大幅宽松+信用边

⁴撰写人：IMI 副研究员孙超

际缓和—>可转债领先，A 股震荡约四个月筑底；3) 货币有限宽松+信用边际缓和—>可转债领先 A 股见底约四个月。货币+信用政策力度的不同影响风险偏好修复由债至股的传导节奏。本次宽货币的力度或介于 12 年和 14 年之间，而信用紧缩边际缓和，预计可转债较 A 股领先。

信用缓和的筑底阶段，增长性溢价逐步上行。历史上“宽货币+紧信用”组合在信用紧缩边际缓和、风险偏好略有修复、市场构筑中期底部的过程中，确定性溢价和成长性溢价兼顾但边际变化不同，成长性溢价边际上行，盈利高增速公司或可获得较优收益。

二季度基金普遍降仓，板块配置主要加仓消费。二季度基金普遍降仓，消费受偏爱，Q2 加仓幅度最大的是医药、食品饮料、计算机、家电，减仓幅度最大的是银行、电气设备。对行业龙头股配置与 Q1 持平。对大盘股配置连续两个季度回落、对中证 500 连续两个季度加仓、对创业板配置基本与 Q1 持平但增持小市值减持大市值。

A 股绝处逢生，宽信用下看好周期反弹。周期方向明确：优先配置财政政策潜在发力方向的基建产业链（建材/钢铁/建筑），从 PB-ROE 角度来看，性价比较高的银行、煤炭、机械等行业也会迎来估值向上修复的机会；宽货币下，成长股会继续有结构性和主题性机会，挖掘 α （计算机/航天航空装备/传媒）；在市场消化仓位过程中逢低配置全球估值横向比较依然合理低估的龙头（旅游/零售）；主题投资关注自主可控（军工）、促开放（粤港澳大湾区）、扩内需（乡村振兴）。仍需注意中美贸易摩擦带来的短期情绪冲击。

2. 债市：贸易摩擦升温，货币政策微调⁵

7月国债期货走势近似“倒N型”，截止7月24日下行0.61%至95.29；活跃券10年国开180205上行5.75个BP。月初主流卖方均看多市场，短期乐观情绪达到阶段高点，而草根调研显示6月信贷数据比较强势，部分获利盘兑现引发上旬期货的回调；中旬美公布2000亿的拟加税清单，致使避险情绪升温，同时6月的社融、M2数据疲弱，再度激发市场宽松的预期，现券收益率再度走低；下旬，受新股细则放松的影响，“宽信用”预期升温，利率债有所回调。

海外环境错综复杂，中美贸易摩擦或对国内经济产生负面冲击，而“去杠杆”推进过程中，信贷社融增速出现断崖式下跌，指向经济下行压力加大；国务院常务会议凸显了管理层保持经济运行在合理区间的决心，在经济下行压力较大时，财政金融政策协调发力，预调微调呵护实体经济。

上半年基建压力较大，下半年积极财政更加积极，着力点是减税和地方专项债提速。减税有利于提升企业投资生产的积极性，但时滞较长，短期预计将更侧重于专项债的使用，以及在推动在建基础设施项目上早见成效。货币政策有所微调，删除了二季度货币政策例会上关于“保持中性”以及“管好货币供给总闸门”的表述。保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕，货币信贷政策传导机制保持通畅，应对社融非标萎缩以及表外资产入表可能是接下来的重心。

政策重心出现微调，逐步由“宽货币、紧信用”转为“宽货币、

⁵ IMI 研究员芦哲

宽信用”，在此背景下，利率继续向下突破需要经济走弱的验证，或将维持在低位震荡，同时投资者对于信用债领域的信心回暖，信用利差有望收窄，但政策的微调是去杠杆长期目标下阶段性对现实情况的应对，而并非重回“大水漫灌”的老路，低资质的信用债仍需仔细做好鉴别。

二、宏观经济专题：高质量发展不靠“大水漫灌”⁶

基于日前召开的国务院常务会议，下半年保持经济稳定增长的必要性变大，对应着积极财政政策会更加积极、稳健的货币政策会松紧适度。本次政策调整优化的背后，凸显了内外部不确定因素的复杂性和严峻性，是我国基于形势变化做出的预调微调、定向调控，中国经济发展不会选择“大水漫灌”式强刺激之路。

回看上半年，我国 GDP 累计增长 6.8%，连续 14 个季度在 6.7% 至 7% 之间窄幅波动。总体来看，我国经济延续了平稳发展的态势，韧性仍强。然而，需要清醒认识到的是，我国事实上面临着较大的经济下行压力。

一方面，经济走稳的支撑经不住细抠，体现为：上半年房地产投资居高不下，主要是靠拿地，地方政府依旧不改土地财政依赖症；4 月起 PPI 连续第三个月回升，推动二季度工业企业盈利继续向好，但价格回升主要来自供给收缩并非需求恢复。此外，上半年贸易坚挺但有“抢跑”的成分，基建投资和消费则明显走坏。

另一方面，美国挑起的这轮贸易纠纷有愈演愈烈之势，对我国经济的拖累效应将逐步显现。据有关测算，基于中美拟加征关税的规模，将导致我国 GDP 增速放缓 0.1 至 0.5 个百分点。换言之，如果不出台对冲举措，我国 GDP 增速有可能跌至 6% 甚至更低。

随着我国步入高质量发展阶段，经济高速增长已经不是硬要求，国家也在逐步淡化 GDP 增速目标，但这并不意味着当前可以容忍经

⁶撰写人：IMI 研究员熊园

济失速下行。考虑到十九大提出的阶段性目标，叠加我国正处在内部防范化解金融风险 and 外部应对贸易摩擦的关键时期，稳定的经济增速尚属必需。由此不难理解，本次国务院常务会议提出“保持经济运行在合理区间”，就是旨在稳增长。具体到经济对策，主要还是财政政策和货币政策双管齐下。

财政政策方面，会议要求“积极财政政策要更加积极”，主要着力点是减税降费和地方专项债提速。减税方面，预计今年政府工作报告提出的“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平”以及“提高个人所得税起征点”有望取得较大突破。同时，会议提出加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，加之要求“在推动在建基础设施项目上早见成效”，预计下半年基建投资会止跌企稳。

货币政策方面，会议要求“稳健的货币政策要松紧适度”。相比此前召开的央行二季度货币政策例会，删掉了“保持中性”以及“管好货币供给总闸门”的表述，再叠加“鼓励商业银行发行小微企业金融债券”，这有望缓解上半年尤其是 5 月和 6 月“紧信用”。结合 4 月和 6 月央行的两次定向降准，会议所提出的疏通货币信贷政策传导机制，真实用意还是要支持小微企业和民营企业。

需要指出的是，认为本次政策调整意味着政策明显转向、我国即将迎来新一轮“大放水”的观点有失偏颇。应该说，**本次调整确实透露出我国财政政策和货币政策有所松动**，但仔细梳理十九大以来一系列政策的理念和思路不难发现，未来我国经济会更多依靠新旧动能转

换、壮大新经济，扩大内需不会再依靠大搞地产基建。当然，考虑到眼下新经济并未成为我国经济增长的主依靠，受制于贸易纠纷这个巨大的外部冲击，短期内尚且离不开基建投资这个逆周期稳定器。

形势有变化，政策自然会优化。我国市场主体韧性强、国内巨大规模市场的回旋空间广阔，下半年我国宏观政策会保持稳定性，经济将继续企稳，GDP 不会失速下行。同时，我国也有足够的能力来化解内外部压力，尤其是贸易摩擦。

三、主要经济数据⁷

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	17-Dec	18-Jan	18-Feb	18-Mar	18-Apr	18-May	18-Jun
CPI	同比	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9
PPI	同比	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7
制造业 PMI	同比	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5
工业增加值	同比	6.2	-	7.2	6.8	6.9	6.9	6.7
规模以上工业企业利润总额	累计同比	21.0	-	16.1	11.6	15	16.5	17.2
固定资产投资完成额	累计同比	7.2	-	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0
社会消费品零售总额	同比	9.4	-	9.7	9.8	9.7	9.5	9.4
进出口总值	当期值 同比	8	22	24.5	5.3	16.7	18.5	
M2	同比	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0
社会融资规模	当月值 (亿元)	11398	30603	11736	17993	18141	18214	18327
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	11200	5844	29000	8393	11000	11500	12915

⁷撰写人：IMI 副研究员李振新

免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作, 仅供派发予特定收件人, 不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI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 IMI 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。对依据或者使用本文件所造成的一切后果, IMI 及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所 (IMI) 推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同, 本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中, 宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色, 主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析, 提高了本报告的学术内涵。本报告由 IMI 研究员倾力打造, 由各位资深学术委员倾情指导, 是 IMI 的主要学术产品之一。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1811	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 15 期)	IMI
IMI Report No.1810	2018 人民币国际化报告 (中文发布稿)	IMI
IMI Report No.1809	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 14 期)	IMI
IMI Report No.1808	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 13 期)	IMI
IMI Report No.1807	2018 年第二季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 12 期)	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 11 期)	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 10 期)	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 9 期)	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 8 期)	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 7 期)	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告 (发布稿)	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 6 期)	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 5 期)	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流——驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 4 期)	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 3 期)	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 2 期)	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 1 期)	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI
IMI Report No.1703	欧盟的未来：以改革促前行	赵雪情



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn