

金融市场部 研究创新部

胡云瀚

0571-85171780

huyunhan@hzbank.com.cn

陆桔利

0571-85157120

lujuli@hzbank.com.cn

全球利率共振下行，国内基本面利多利率债 ——19年下半年宏观经济及债市展望

摘要

与18年的分化景象不同，伴随着贸易摩擦美方多次反复，今年上半年国内外基本面共振下行，全球经济动能放缓，核心通胀指标低位运行。虽然美国通胀和就业数据不弱，但制造业景气指数临近荣枯线、居民消费和企业资本开支意愿下降。随着市场对美联储年内降息的预期不断加深，美债大幅下跌，中美利差回归合意区间。

国内央行以宽信用（置换降准）配合财政发力（地方债发行前置），一季度经济超预期增长。二季度外部环境再度恶化，内外需持续疲疲软。在贸易摩擦演进的过程中，对美出口额明显下降，过去依赖的高额顺差的发展模式难以维系，同时中国对美产品进口金额大幅减少，与欧盟和东盟国家贸易金额稳步上升，全球贸易体系和产业链分工格局开始重塑。

政策面上，政治局会议对待当前经济结构性、体制性问题尤为坚决，不走刺激老路、坚持深化供给侧结构性改革和走高质量的发展路线。货币政策方面，考虑到基本面下行压力较大，三季度将稳健的货币政策将保持松紧适度，重点疏通货币政策传导机制，并同时保持相机抉择，以求外部环境反复过程中能灵活应对。财政政策方面，受减税降费举措影响，财政收入和支出增速明显下行，作为稳增长抓手的基建投资增速提升有赖于

专项政府债的新增。

对债市而言，我们看到过去在影子银行的配合下，房地产加杠杆或城投加杠杆的增长模式使国内宏观杠杆率在短短 10 年内增长超过 100 个百分点，居民部门杠杆率增长超过 35 个百分点，而在金融严监管、去杠杆的背景下杠杆持续加速的模式难以维系，国内“旧模式”下的投资、以及居民消费和贸易顺差都难有亮点，基本面因素预计利多债市。在另一方面，在金融供给侧改革（包商事件作为触发点）的引领下，机构风险偏好回落，无风险利率进一步下行。在刚兑打破、同业生态重塑，中小行同业负债发行难度增加、部分银行或面临被动缩表的同时，评级间债项利差扩大，低资质发行人或将持续面临再融资压力。

目录

一、	经济下行共振，多国央行实施降息，全球利率下行	4
（一）	基本面：伴随贸易疑云，全球经济动能放缓、下行压力凸显	4
1.	全球制造业 PMI 景气指数持续下滑，欧、日、中三国连续跌破枯荣线	4
2.	主要经济体内需不足，核心通胀指标低位运行	4
3.	花旗意外指数显示，中、美经济数据较预期明显走弱，欧洲和日本则较一季末回升	5
（二）	金融市场：多国央行转鸽下调政策利率，全球债券利率下行，货币环境转松支撑权益资产	6
1.	美国“逆周期”降息调控预期升温，不过“进入衰退”还言之尚早	6
2.	19 年来多国先后进入降息周期，全球利率重回 16 年水平	8
3.	美、欧未扩表支撑美元和欧元，但中美利差已重回舒适区域	8
二、	内外需疲软，旧模式“终结”，中国基本面惯性走弱	10
（一）	政策面：经济转型不走旧模式，金融供给侧改革成改革重点	10
1.	不走老路，结构性、体制性矛盾决定供给侧改革是政策主线	10
2.	金融供给侧改革是今年改革重点之一	11
3.	包商事件推动金融同业生态重塑，评级间利差扩大，中小行或被动缩表	11
（二）	基本面：内外需疲软，融资需求下行	16
1.	制造业 PMI 指数：内外需皆弱，价格下行	17
2.	投资：房地产投资高位回落，制造业投资增长受限于盈利能力不佳和贸易环境收紧，基建发力受制于资金来源不足	17
3.	消费：地产杠杆后继乏力，政策出台有望刺激乘用车、5G、智能家居等相关消费	20
4.	进出口：贸易摩擦常态化推动结构调整，内需下行、进口减少带动顺差回升	21
5.	通胀：食品价格引领下 CPI 冲高，内外需疲软，PPI 支撑乏力	22
6.	社融：非标融资有所恢复，融资增速小幅反弹，企业资本开支需求依然偏弱	24
（三）	货币政策：贸易摩擦反复下短期面临相机抉择	25
1.	基本面下行压力较大，货币政策需保持稳健的基调	25
2.	外部环境复杂多变，对于央行货币政策灵活性要求提升	26
3.	当前人民币汇率压力减小，货币政策腾挪空间加大	27

一、经济下行共振，多国央行实施降息，全球利率下行

19年上半年，以全球主要经济体经济数据走弱，尤其是美国财政刺激效果衰减、经济动能较去年明显放缓，全球多家央行重新迈向宽松，上半年已有包括澳大利亚、新西兰两家发达国家央行和印度、马来西亚、菲律宾和俄罗斯四家新兴市场国家央行启动降息，除此之外，6月美联储议息会议释放降息信号，欧央行近期公开表示若通胀仍不见起色，或将进一步降低政策利率。在经济数据持续疲软和对货币政策放松预期升温的情况下，全球主要国家国债收益率持续回落。同时，在宽松的货币政策支撑下，全球风险资产价格较年初有明显上升。

(一) 基本面：伴随贸易疑云，全球经济动能放缓、下行压力凸显

1. 全球制造业 PMI 景气指数持续下滑，欧、日、中三国连续跌破枯荣线

从经济景气指数看，19年6月摩根大通全球制造业 PMI 指数为 49.4%，连续 15 个月下跌，并连续两个月低于荣枯线，分项来看产出和新订单指数皆低于 50%，显示供需双弱。分国家来看，6月主要经济体中欧元区、日本和中国制造业 PMI 指数分别为 47.6%、49.3%和 49.4%，今年上半年 6 个月中超过一半时间低于枯荣线、且二季度连续下降，美国制造业 PMI 指数自 18 年四季度起呈趋势性下行状态、指数已临近荣枯线；新兴世界国家中，二季度巴西、印度、俄罗斯、南非等国家 PMI 指数较一季度也明显下行。

2. 主要经济体内需不足，核心通胀指标低位运行

18 年以来，伴随国际贸易环境恶化，全球主要经济体内需走弱，除了欧盟以外（前 4 个月进口累计同比增长 6.6%，较 18 年全年值基本持平），美国、日本、中国进口额分别同比增长 0.42%、-0.3%以及 1.8%。内需不足、核心通胀水平下滑¹，19

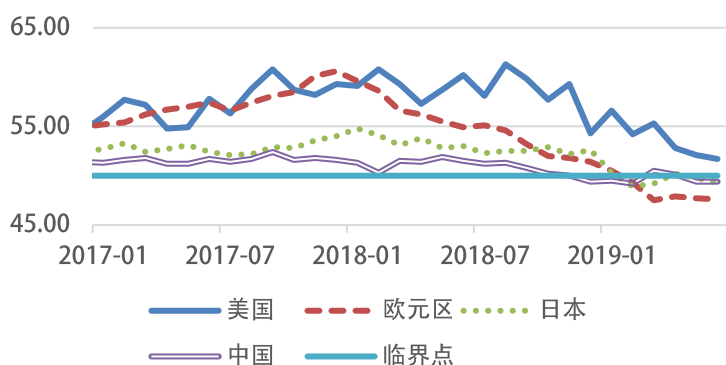
¹ 其中日本和中国数据为 5 月数据。

年前 5 个月，全球主要经济体中除了美国核心 CPI 指数保持在 2% 左右，日本、欧元区和中国核心 CPI 指数分别为 0.8%、0.8% 和 1.6%。

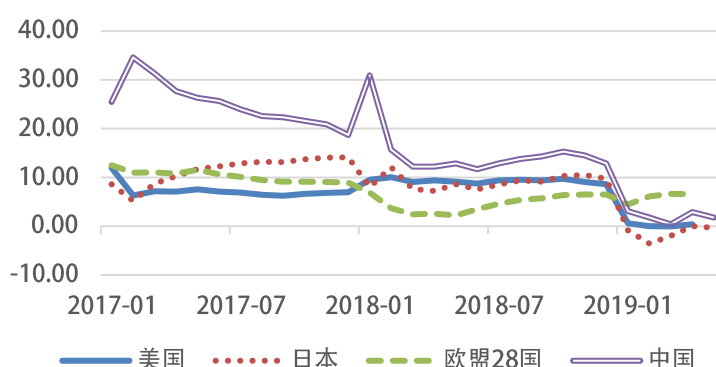
3. 花旗意外指数²显示，中、美经济数据较预期明显走弱，欧洲和日本则较一季末回升

具体来看，6 月美国和新兴市场国家经济意外指数分别为 -56.46 和 -29.9，较去年呈一路下行趋势，欧洲和日本经济意外指数为 -15 和 -13，呈上升趋势。中国经济意外指数在 4 月份冲高后（+40）明显回落（至 -43），显示了一季度政策发力托底后，经济内生动力不足、叠加 5 月贸易摩擦加剧，国内基本面加速下行。

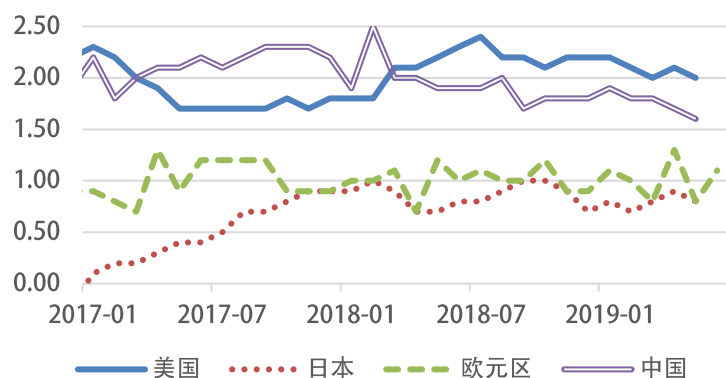
制造业 PMI



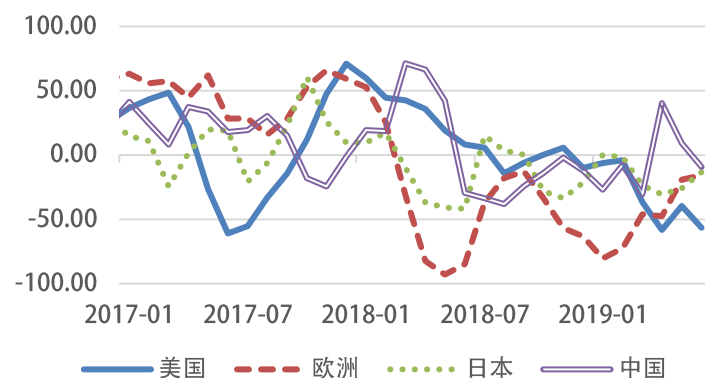
各国进口额累计同比增速



核心 CPI



花旗经济意外指数



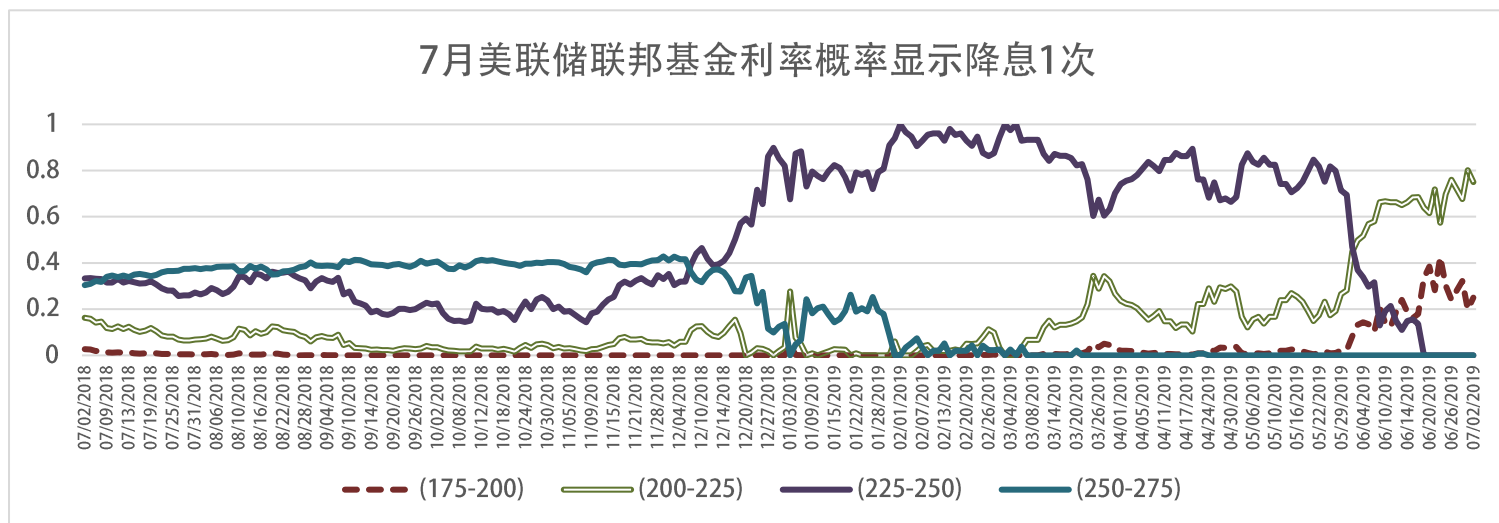
数据来源：WIND，杭银研究

²花旗经济意外指数定义为以历史为权重的意外数据标准差，当指数为正数的情况下，表示实际经济情况好于人们的普遍预期。负值则表明不及预期。

(二) 金融市场：多国央行转鸽下调政策利率，全球债券利率下行，货币环境转松支撑权益资产

1. 美国“逆周期”降息调控预期升温，不过“进入衰退”还言之尚早

随着全球经济和美国经济数据走弱，美联储除了早期已决议在 9 月停止缩表以外，于 6 月 FOMC 会议释放出年内降息的信号来实施“逆周期”对冲，市场从去年预期美国加息转向年内降息 1-3 次。

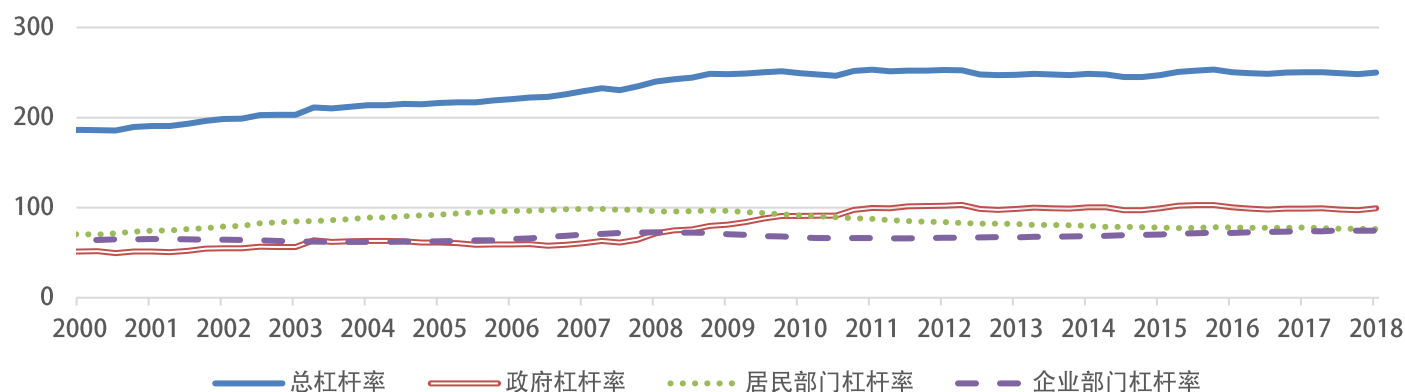


数据来源：FedWatch，杭银研究

虽然景气指数下行（6 月 ISM 制造业 PMI 新订单指数已降至 50%）、市场降息预期升温，但我们认为美国经济快速进入衰退的可能性较小，且在一定时期内仍相对（欧元区、中国、日本）更为强劲。一是根据 BIS 数据，美国宏观总杠杆率自 08 年金融危机（09 年政府实施危机救助后至 18 年底）基本持平在 250%以内，其中政府杠杆率从 75%上升至 100%，企业杠杆率较 09 年基本保持持平，居民杠杆率从近 100%下降至 74%，相比较经济衰退时期，虽然目前政府杠杆接近历史高点、上涨乏力，但居民部门和非金融企业部门债务状况明显改善，实际风险抵御能力更强；二是通胀指数维持在 2%的合意水平，

就业数据保持稳定，6月新增非农就业和ADP就业数据高于预期、未明显下行，失业率数据保持稳定；三是10Y-2Y国债的利差指标暗示，目前美国国债收益率曲线虽然大幅下行，但收益率并未倒挂，而最近几十年美国经济衰退或经济危机都出现在国债收益率曲线持续倒挂后的三到六个季度左右。

08年以来，美国宏观杠杆率维持平稳



美国10Y-2Y国债利差未出现倒挂

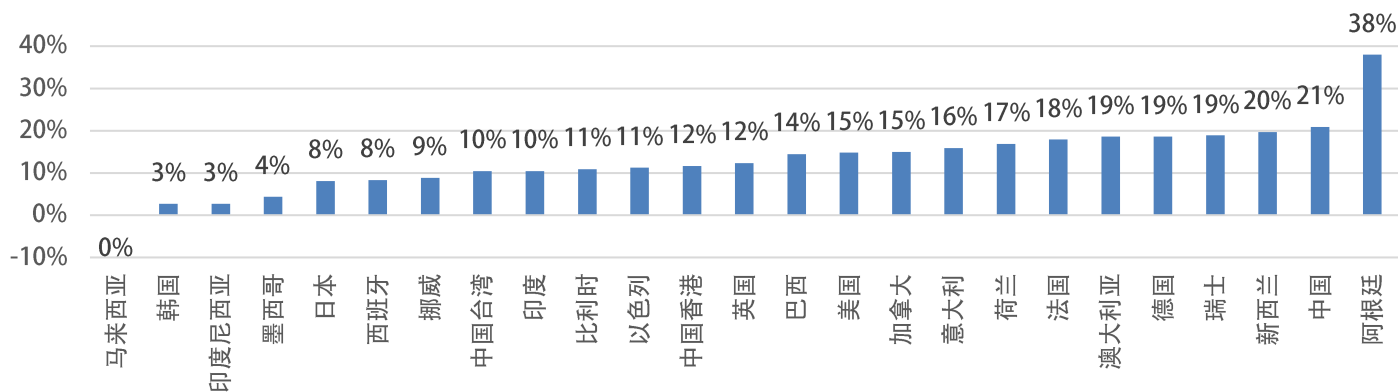


数据来源：WIND，杭银研究

2. 19 年来多国先后进入降息周期，全球利率重回 16 年水平

全球经济同步放缓、下行压力加剧，多国央行货币政策立场转向宽松，年初以来已有澳大利亚、新西兰、印度、马来西亚和菲律宾央行先后下调政策利率。除了上文提及的联储释放降息信号以外，欧央行也于 6 月底表示进一步降低政策利率是货币政策工具箱的一部分，此外，欧洲三大政治机构于 7 月 2 日提名现仍 IMF 副总裁拉加德接仍欧央行行长，市场预期其有望延续现任主席德拉吉的宽松立场。在全球多数央行转鸽的情况下，全球利率与年初相比大幅下行，以 10 年期债券为例，发达国家如美债、德债、日债和英债分别下行 69、56、20 和 38BP，新兴市场国家如印债和巴债分别下行 49 和 176BP。截至 19 年 6 月底，除中债和美债以外的主要经济体债券收益率已接近 16 年低点，欧元区、日本重返负利率时代。同时，美联储转鸽使新兴市场货币贬值压力减轻，全球货币政策的宽松预期也一定程度支撑了风险资产。

央行进入降息周期，货币条件转松支撑全球权益市场



数据来源：WIND，杭银研究

3. 美、欧未扩表支撑美元和欧元，但中美利差已重回舒适区域

18 年是全球流动性的拐点，联储加息缩表带动美元指数走强，欧央行暂停 QE 计划。虽然 19 年以来全球多家央行已实施降息，市场对货币政策宽松的预期不断加温，但实际上全球最大两家央行资产负债表未实施扩表在很大程度上对美元和欧元

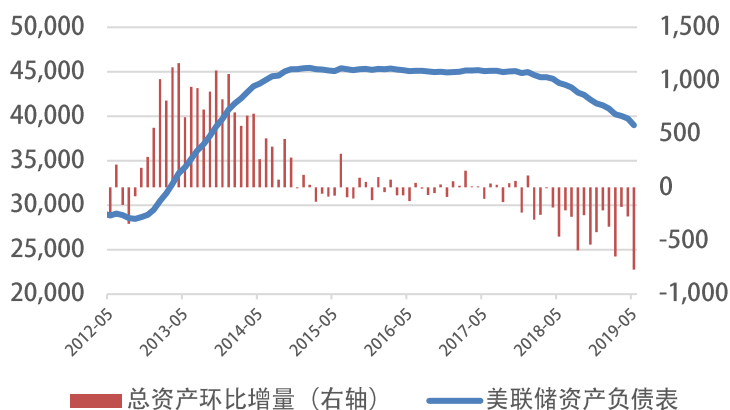
请务必仔细阅读本文尾部的免责声明

8

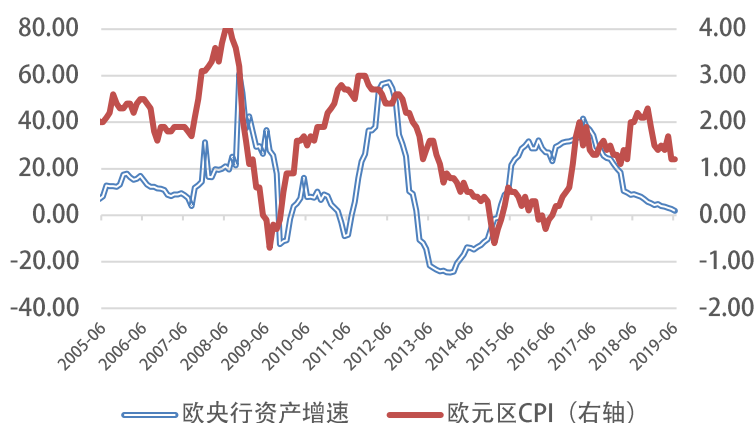
起到了支撑作用，年初以来联储资产负债表仍保持月均 400-500 亿的收缩规模，欧央行资产负债表同比增速也持续走低，因此虽然债券收益率大幅下行，但美元指数仍在 96-97 之间高位徘徊，欧元汇率（以兑人民币为例）有较大的支撑。

对国内的影响上来看，虽然贸易摩擦出发汇率贬值，但欧、美即将重回降息周期，以及美债大幅下行后中美利差重回舒适区域（目前已回升至 120BP）大幅降低了人民币汇率压力，同时也为国内提供了较大的政策空间。另一方面，随着全球利率同步下行和债券市场国际化进度提升，国内利率中枢相对其他主要经济体国家较高，在很大程度上有利于吸引外资进入国内债券市场。

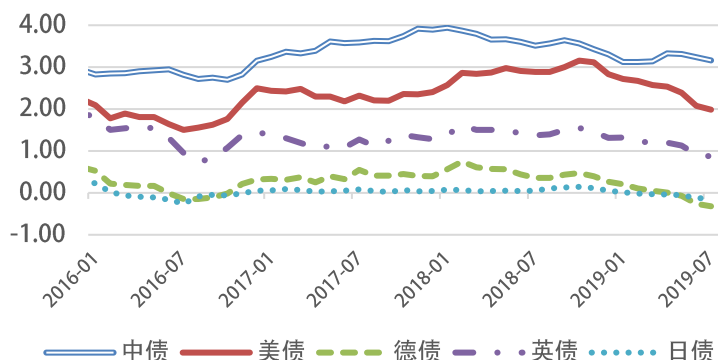
联储缩表仍在持续



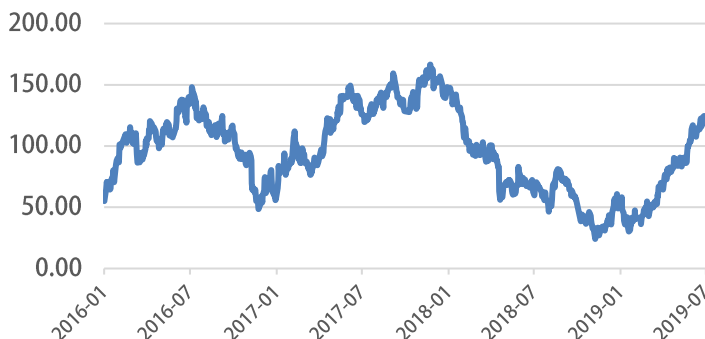
欧央行资产负债表规模同比未上涨



全球利率重回16年



中美10Y国债利差回归合意区间



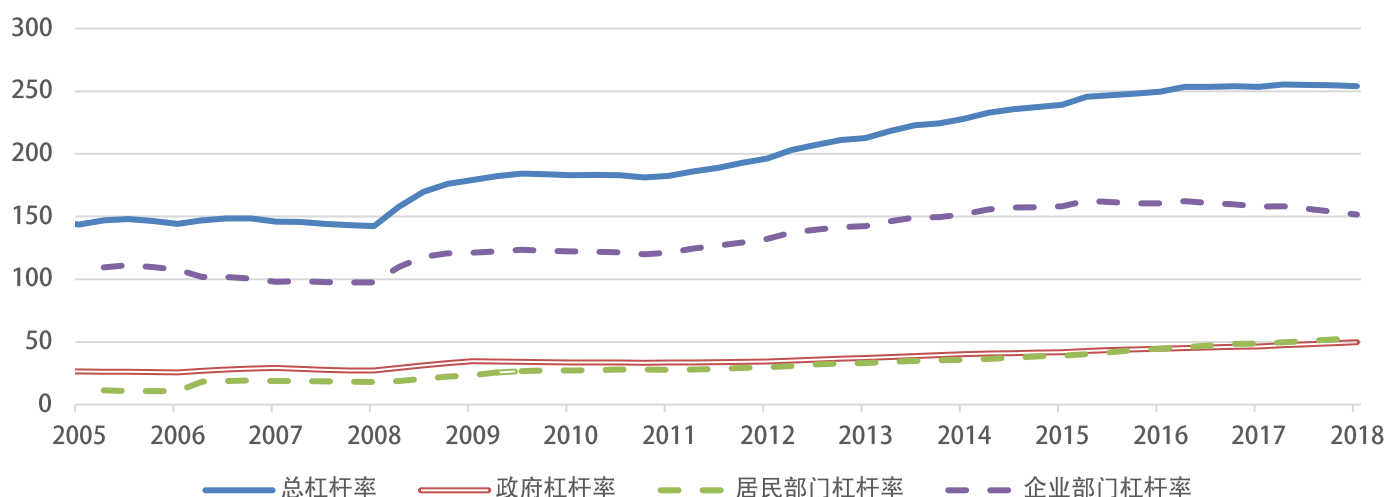
数据来源：WIND，杭银研究

二、 内外需疲软，旧模式“终结”，中国基本面惯性走弱

(一) 政策面：经济转型不走旧模式，金融供给侧改革成改革重点

1. 不走老路，结构性、体制性矛盾决定供给侧改革是政策主线

中国宏观杠杆率：10年内大幅飙升



数据来源：WIND，杭银研究

一季度 GDP 同比增长 6.4% 好于预期，可见 18 年年底以来逆周期的宽货币、宽信用的宏观政策已见效。4 月召开的政治局会议认为“目前国内经济有下行压力，其中有周期性因素，但更多的是结构性、体制性的，必须保持定力、增强耐力，勇于克难，以供给侧改革的办法稳需求，在推动高质量发展中防范化解风险，以“稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度”为工作方针，宏观政策立足于高质量发展，更加注重质的提升和激发市场活力”。7 月初召开的达沃斯论坛上，李克强总理也重申“中国经济也面临着新的下行压力，但坚定不移抓好发展这个第一要务，不搞强刺激，不走铺摊子、粗放增长的老路”（仅 10 年时间，在影子银行的配合下，宏观总杠杆率从 142% 升至 254%）。综上所述，虽然经济面临下行压力，但应对结构性、体制性造成的下行压力，必须坚持供给侧结构性改革的主线思路，发展和经济增长

是首要诉求，但底线是不引发系统性风险。因此，在防风险和逆周期调节政策上都要把握好度。

2. 金融供给侧改革是今年改革重点之一

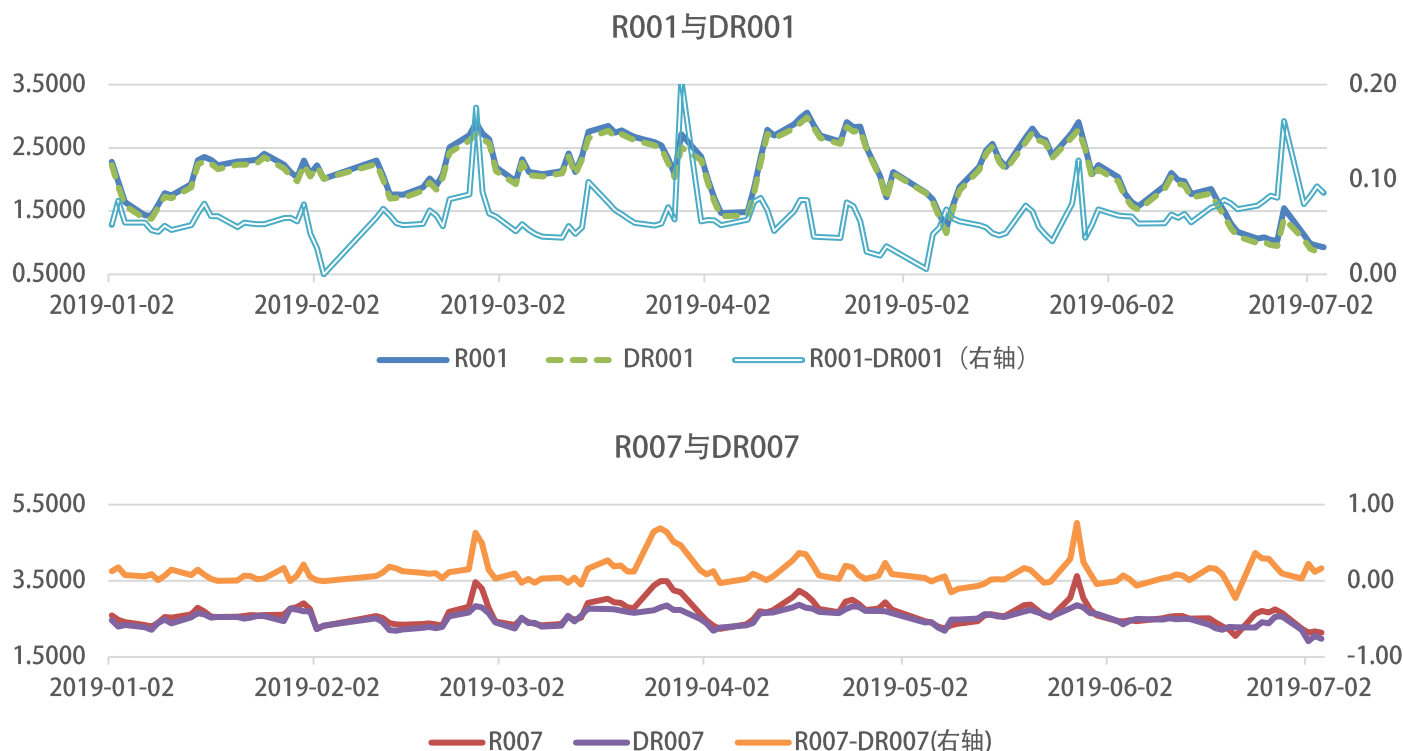
今年二月底政治局会议中，习近平总书记提出“金融供给侧结构性改革”，此后央行和银保监会先后对这一概念进行官方解读。总结来看，**央行围绕金融供给侧结构性改革主要开展四项任务**：一是坚持实施稳健的货币政策，深化利率市场化改革，完善货币政策传导机制，提高金融服务实体经济的实际效果；二是坚定推进资本市场改革建立多层次资本市场，拓宽股权融资渠道，提升资本市场发展质量；三是优化大中小金融机构的布局，构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系和信贷市场体系；四是以市场需求为导向，重塑金融机构的经营理念、服务模式、风险管理和考核评价机制。**银保监会在五方面深入推进金融供给侧改革**：一是改善金融供给，增加有效供应，进一步增加中小银行和保险机构数量，提高业务比重，破除无效供给，推动僵尸金融企业退出；二是疏通货币信贷政策传导机制，消除空转通道；三是优化间接融资和直接融资结构，促进行业回归本源；四是提高配置效率，将过度授信的企业向中小微企业倾斜；五是降低资金成本（实体融资成本）。总体来看，针对金融供给端结构性问题较为突出，资源分配不均，与经济高质量发展不匹配，因此金融供给侧结构性改革将是今后较长一段时间的政策主线之一。同时，金融供给侧结构性改革包括了防风险、推进多层次资本市场、利率市场化改革等等多个改革维度，且在演进过程中可能引伸出多重问题。

3. 包商事件推动金融同业生态重塑，评级间利差扩大，中小行或被动缩表

在金融供给侧结构性改革推进的过程中，近期包商银行托管事件对以下几方面进行冲击：

一是首先对市场流动性进行冲击，央行随即持续释放流动性进行对冲、并及时与市场做好沟通工作，以不发生以系统性风险为前提，把握好度、稳定推进改革，平抑事件带来的传染性影响。央行公告包商事件次日，逆回购方资金融出意愿降低，资金价格上涨，R001 收盘价较前一交易日上涨 16BP 至 2.9%，DR001 收盘价较前一交易日上涨近 13BP 至 2.79%，R 与 DR 间价差为年初以来季末时点外最高点；R007 收盘价较前一交易日上涨 58BP 至 3.63%，DR007 收盘价较前一交易日上涨近 9BP 至 2.86%，R 与 DR 间价差 76BP 为年初至今最高点。随即央行持续进行流动性释放，5 月 28 日至 6 月底公开市场操作净投放 4575 亿（含国库现金），超额续作 MLF 净投放 770 亿，并于 6 月 14 日公告增加再贴现 2000 亿和 SLF 额度 1000 亿元。

与此同时，央行前后多次公告包商接管事件进展，向市场及时做好沟通工作。包商事件后，银行间同业拆借中心、上清所、中央结算发布回购违约处置细则，提升银行间市场回购违约处置效率。央行和证监会于 6 月 18 日召集六家大行和部分头部券商开会，鼓励大行扩大向大型券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资，以维护同业业务的稳定，安抚市场情绪，具体措施包括允许券商发行金融债融资、调高头部券商短融限额，以及针对机构风险偏好降低后，银行间市场出现流动性分层、部分非银机构出现流动紧缩的情况，证监会于 7 月 5 日发文《证券公司流动性支持管理规定（征求意见稿）》，明确公司自救、股东支持、行业互助以及投保基金救助等多元化流动性支持方式。在央行的“呵护”下，市场总体流动性进一步充裕，事件第三日和第四日资金价格立即大幅下行，6 月资金回购价格呈一路下行趋势，7 月月初隔夜资金持续跌破 1%，7 天回购利率保持在 2.5% 的政策利率以内。



数据来源：WIND，杭银研究

二是对机构流动性和信用进行冲击，同业生态开始重塑，对交易对手的风险定价开始重估，中小银行同业融资难度提升，银行间市场的头部效应凸显。以金融供给侧改革的角度来看，包商事件实质上是破除无效供给、打破同业刚兑，事件导致市场对银行同业存单的风险偏好迅速下降。从包商事件前后的同业存单发行成功率上看，中小银行融资难度提升，包商事件前一周 AAA 评级存单发行成功率为 93%，AA+及以下为 75%；事件当周 AAA 评级发行成功率降至 80%，AA+ 及以下降至 55%；事件后一周至 7 月初，AAA 评级发行成功率基本回升至 90%以上，但较低评级存单发行成功率平均为 60%。发行量上看，6 月份市场存单存量大幅净减少 2410 亿，其中大行和股份行净增长 310 亿（其中已上市的全国性银行净增长 752 亿），其余中小行净减少超过 2700 亿；按照评级区分后，AAA 评级以上银行净减少 345 亿，AA+

请务必仔细阅读本文尾部的免责声明

13

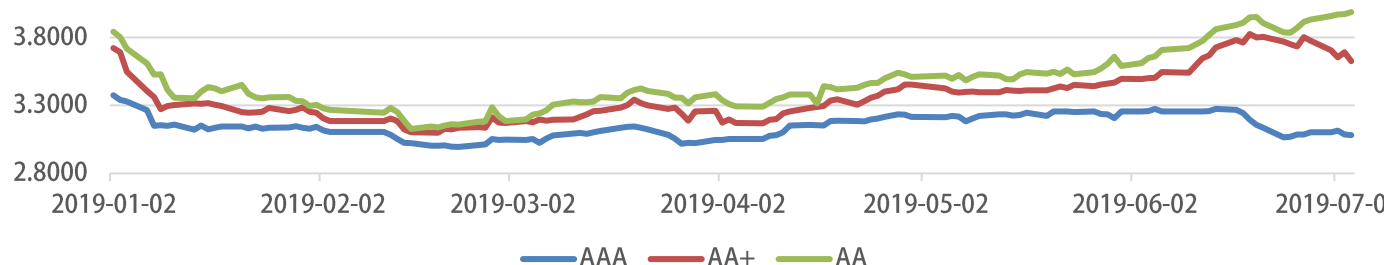
及以下评级净减少接近 2050 亿。

根据我们对城商行资产负债表的统计数据，18 年年底 5000 亿规模以上股份行、城商行平均主动负债占比约为 30%，其中发行存单约占 10%，这部分受到的压力较小。而 1000 亿至 5000 亿级别城商行平均主动负债占比约为 27%，其中发行存单约占 15%，按照目前的存单实际发行成功率来推演，部分过度依赖同业负债的中小城商行若无法找到有效方式进行负债融入，则会面临较大的缩表和抛售债券的压力。可以看到，包商事件打破刚兑之后，市场对交易对手的风险担忧明显上升，金融市场头部特征进而凸显。

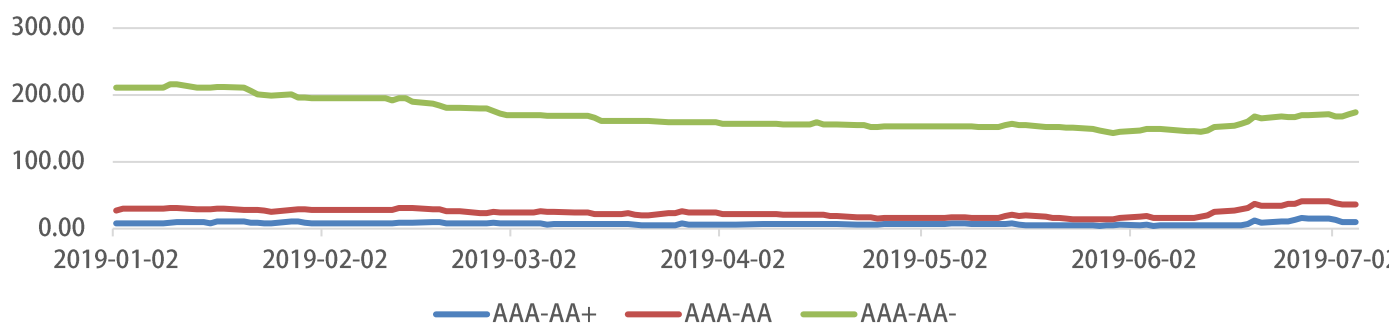
三是同业刚兑打破、金融机构风控标准调整的同时，流动性分层、信用利差扩大。一方面，低等级债券发行人（包括金融机构、城投、信用债）再融资压力加大，另一方面，风险偏好下行，配置无风险资产和高等级信用债的利差将进一步缩窄。

二级市场收益率变化上看，从包商事件次日开始，同业存单、城投债还是企业债评级间利差持续走扩，不仅仅是刚兑信仰的进一步冲击，资产端冲击也已经开始显现，高资质债券、存单“受青睐”的同时，低资质的发行人再融资压力凸显，也将进一步加大其信用风险。举例来看，目前 1Y 期同业存单 AAA 和 AA-间利差 27BP 持续走扩至 7 月初的 91BP，1Y 期城投债 AAA 和 AA-间利差从 147BP 走扩至 174BP，3Y 期企业债 AAA 和 AA-间利差从 237BP 走扩至 253BP。而即将到来的 8 月和 9 月将是低评级存单发行人和信用债发行人的到期高峰，届时需要关注其续作情况。

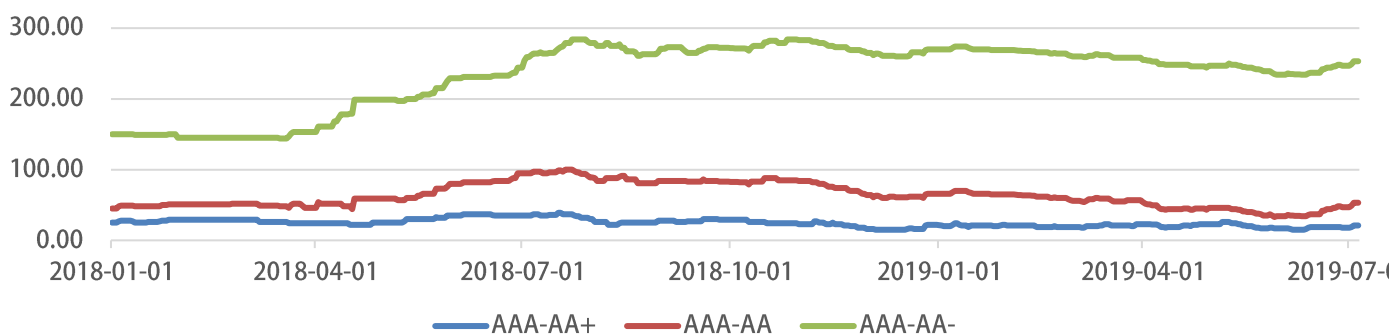
同业存单二级市场收益率：低评级持续走高，金融市场头部效应升级



城投债收益率利差：同业刚兑打破后，低评级城投债利差也有所走扩



信用债利差:结构化发行遇再融资压力，低评级债券利差明显走扩



数据来源：WIND，杭银研究

(二) 基本面：内外需疲软，融资需求下行

下图：宏观热力图：颜色越淡数据越强

宏观热力图	频率	2019-05	2019-04	2019-03	2019-02	2019-01	2018-12	2018-11	2018-10	2018-09	2018-08	2018-07	2018-06
GDP	累计 %			6.40			6.60			6.70			6.80
工业增加值	累计 %	6.00	6.20	6.50	5.30	6.80	6.20	6.30	6.40	6.40	6.50		6.70
工业利润	累计 %	(2.30)	(3.40)	(3.30)	(14.00)		10.30	11.80	13.60	14.70	16.20		17.20
PMI	当月 %	49.40	50.10	50.50	49.20	49.50	49.40	50.00	50.20	50.80	51.30	51.20	51.50
固定资产投资	累计 %	5.60	6.10	6.30	6.10		5.90	5.90	5.70	5.40	5.30	5.50	6.00
房地产投资	累计 %	11.20	11.90	11.80	11.60		9.50	9.70	9.70	9.90	10.10	10.20	9.70
制造业	累计 %	2.70	2.50	4.60	5.90		9.50	9.50	9.10	8.70	7.50	7.30	6.80
基建	累计 %	4.00	4.40	4.40	4.30		3.80	3.70	3.70	3.30	4.20	5.70	7.30
社零总额	累计 %	8.60	7.20	8.70	8.20		8.16	8.10	8.60	9.20	9.00	8.80	9.00
出口	累计 %	0.40	0.20	1.30	(4.60)	9.30	9.87	11.52	12.42	12.20	11.97		12.51
进口	累计 %	(3.70)	(2.40)	(4.70)	(2.90)	(1.30)	15.83	18.34	20.19	20.17	21.01		20.06
贸易差额	累计 %	38.27	25.19	67.77	(15.38)	114.07	(16.35)	(19.57)	(22.91)	(24.47)	(28.12)		(24.05)
CPI	当月 %	2.70	2.50	2.30	1.50	1.70	1.90	2.20	2.50	2.50	2.30	2.10	1.90
PPI	当月 %	0.60	0.90	0.40	0.10	0.10	0.90	2.70	3.30	3.60	4.10	4.60	4.70
社融增速	累计 %	10.59	10.40	10.69	10.08	10.44	9.78	9.87	10.22	10.58	10.80	10.84	11.10
社融规模	当月 亿元	13952	13854	28600	7101	46026	15898	15239	7420	21691	19391	12254	14877
新增贷款	当月 亿元	12046	8402	19587	7535	36012	8580	11515	6341	13671	12796	12088	16423
新增非标	当月 亿元	(1453)	(1425)	823	(3649)	3432	(1696)	(1904)	(2675)	(2888)	(2674)	(4886)	(6915)
M2	当月 %	8.50	8.50	8.60	8.00	8.40	8.10	8.00	8.00	8.30	8.20	8.50	8.00
外汇储备	当月 亿美元	31010	30950	30988	30902	30879	30727	30617	30531	30870	31097	31179	31121
财政收入	累计 %	2.04	2.94	3.28	5.04		10.57	11.10	12.11	13.03	14.14	13.88	15.60
财政支出	累计 %	16.59	19.77	22.82	32.87		14.18	13.21	13.82	13.09	11.80	11.86	12.70

数据来源：WIND，杭银研究

站在去年年底的时点上看，各项经济数据全面下滑，当时我们认为今年一、二季度经济稳增长的压力是非常明显的。但实际上今年财政发力前置，在工业企业利润增速下滑、财政减税刺激经济、财政收入增速大幅下行的背景下，财政支出增速超出预期（一季末同比增长 22.82%）和地方债提前发行（一季度净发行 1.2 万亿，较 18 年增长 1 万亿），同时，内需下行、以及贸易摩擦后对美国进口明显下降，一季末贸易顺差较去年提升近 2/3，带动一季度 GDP 超预期增长 6.4%。二季度政策力度减弱，叠加 5 月贸易局势收紧，经济内生动力继续下行。虽然 G20 峰会上两国领导人达成继续谈判的共识、贸易环境阶段性改善，但鉴于中美谈判的历史，两国反复的可能性也较大。因此，相较于一季度经济增长超预期，二季度经济下行压力和外部环境的不确定性加大，货币政策实际上面临相机抉择，财政逆周期政策发力的必要性仍存，7 月底中央政治局会议对当前的形势判断和政策定调值得重点关注。

1. 制造业 PMI 指数：内外需皆弱，价格下行

工业供给侧改革和环保限产推进力度减弱，工业产能恢复，下游需求疲弱，库存累积带动原材料价格下跌，中上游企业利润承压。6 月官方制造业 PMI 指数为 49.4%，与上月持平，已连续两个月低于 50% 的扩张区间。分项来看，生产和新订单指数连续三个月下行，新出口订单指数连续两个月下行。供给侧改革和环保限产导致 17-18 年工业上下游企业出现分化，钢铁、有色、能源等上游企业工业品价格明显上升带动利润与投资回升，导致前两年工业利润增速主要集中在上游。而去年四季度召开的 19 年中央经济工作会议要求在“打赢蓝天保卫战”问题上“统筹兼顾，避免处置简单粗暴”，供给侧改革力度进而放缓。从 PMI 分项指数来看，PMI 生产指数和新订单指数之差达到 15 年、16 年以来新高，生产强于需求导致库存指数回升、价格指数较 17 年底大幅下滑，PPI 接近转负，从而压制中上游企业利润。

2. 投资：房地产投资高位回落，制造业投资增长受限于盈利能力不佳和贸易环境收紧，基建发力受制于资金来源不足

严守“房住不炒”，房企资金收紧导致房地产开发投资增速高位回落。1-5 月房地产开发投资完成累计同比增长 11.24%，较上月回落 0.6 个百分点。资金运用上看，主要受到新开工支撑，建筑工程累计同比增长 9%，较去年明显回升，土地购置款项同比增长 27.33%，较 18 年半年度高位持续回落，实际上去年年底以来土地购置费用非占房地产开发投资完成规模比例持续位于 30% 左右，除去土地购置费的房地产开发投资额同比仅 5.2%。资金来源上，1-5 月房地产开发资金来源同比增长 7.6%，较上月下行 1.3 个百分点，其中主要比重的自筹资金和其他资金同比增长 4.1% 和 10.2%，分别较上月下行 1.2 和 2.5 个百分点。房屋销售上呈现一、三线城市火爆、二线城市相对平淡的景象，1-6 月（30 大中城市）一线和三线城市商品房成交

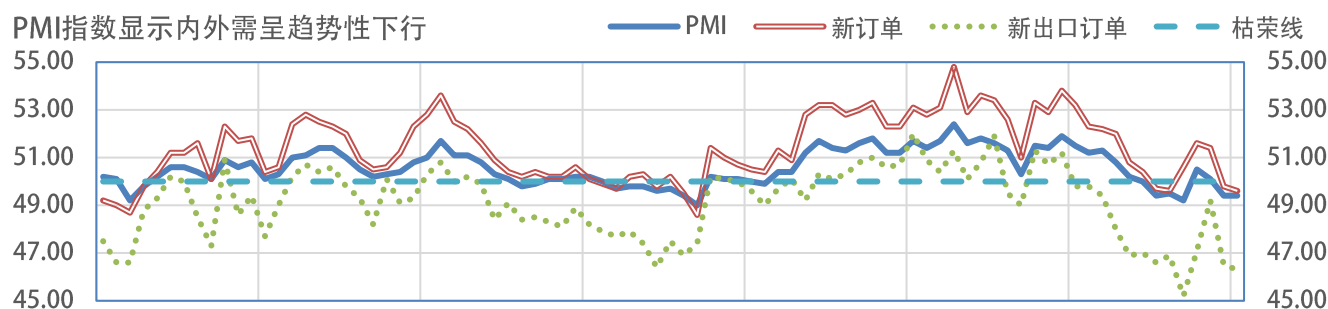
面积分别累计同比增长 31%和 19.8%，较 5 月下行 3 个百分点和 1.1 个百分点，二线城市累计同比减少 1.4%，较 5 月少减 0.9 个百分点。政策面上，银保监会于 5 月 17 日下发《关于开展“巩固治乱象成果，促进合规建设”工作的通知》重点检查房地产行业违规融资；并于 7 月初约谈、警示房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，要求其严格执行房地产市场调控政策和监管要求。受到房地产融资政策边际收紧、居民中长期杠杆放缓影响，预计三季度房地产开发资金来源将持续收缩，进而影响到房地产投资增速。

贸易摩擦背景下，全球需求疲软、盈利能力下行，企业资本开支意愿受限，制造业投资维持低位。1-5 月制造业投资累计同比增长 2.7%，较 4 月低位回升 0.2 个百分点。去年主要经济数据中只有制造业投资触底回升主要原因有两点，一是金属冶炼、金属制品、化学纤维制造等行业受益于供给侧改革影响企业高利润带动投资意愿上升，二是部分高质量转型方向的行业受益国家政策支持，投资数据快速回升。19 年上半年，企业利润数据同比向下、PPI 接近转负，企业资本开支意愿不足。同时，5 月起贸易摩擦反复，高技术行业投资增长受限，专用设备、汽车制造、航空航天制造等行业投资数据较年初大幅下行甚至转负。与此同时，贸易摩擦不确定性增加和国内生产成本上升，今年部分制造业企业已回迁或转移至台湾、东南亚等周边地区，导致国内制造业投资逐步下滑。

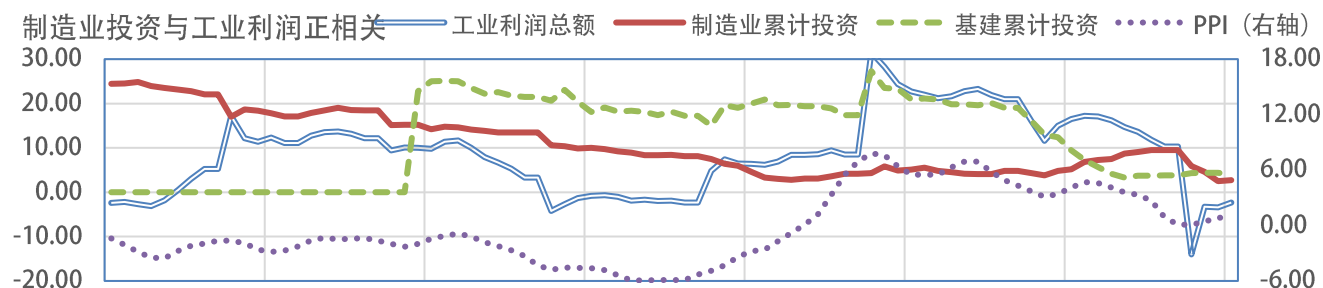
经济下行压力仍存，基建投资仍是稳增长重要抓手。1-5 月基金投资累计同比增长 4%，较上月同比下行 0.4 个百分点。基建投资增长乏力主要原因在于去年同期基数较高的情况下，今年资金来源仍明显受限。一是减税刺激经济的背景下，财政收入增速大幅下行，二季度财政支出从高位开始明显回落，而实际上用于基建投资的财政支出款项占比约为 10%不到；二是严监管的背景下，非标融资渠道未打通，1-

5月新增委托和信托贷款合计约-3200亿；三是一季度经济增速高于预期的情况下，二季度政策重心实际上重回防风险和调结构。展望下半年，随着二季度经济数据走弱、贸易摩擦反复，作为逆周期调控的重要抓手，基建投资增速有望回升。具体措施上看，6月10日中办、国办下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，有望拉动基建投资底部回升。此外若外部环境发生变化，作为应对措施，三季度专项国债、地方债发行力度可能加码。

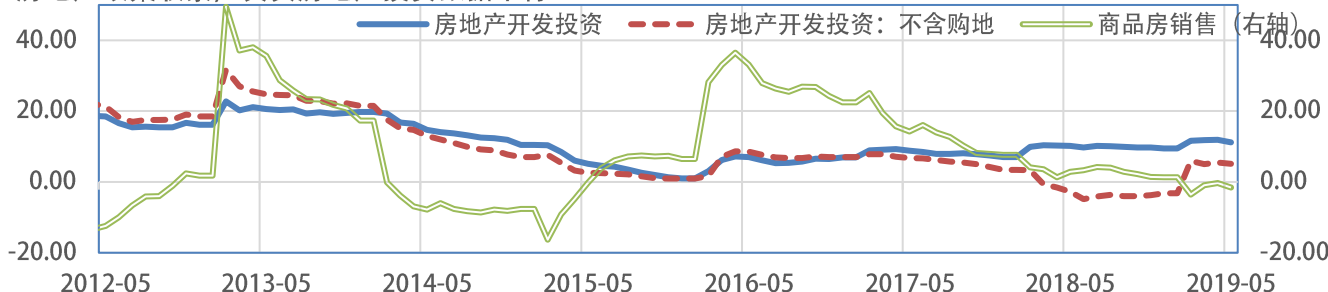
PMI指数显示内外需呈趋势性下行



制造业投资与工业利润正相关



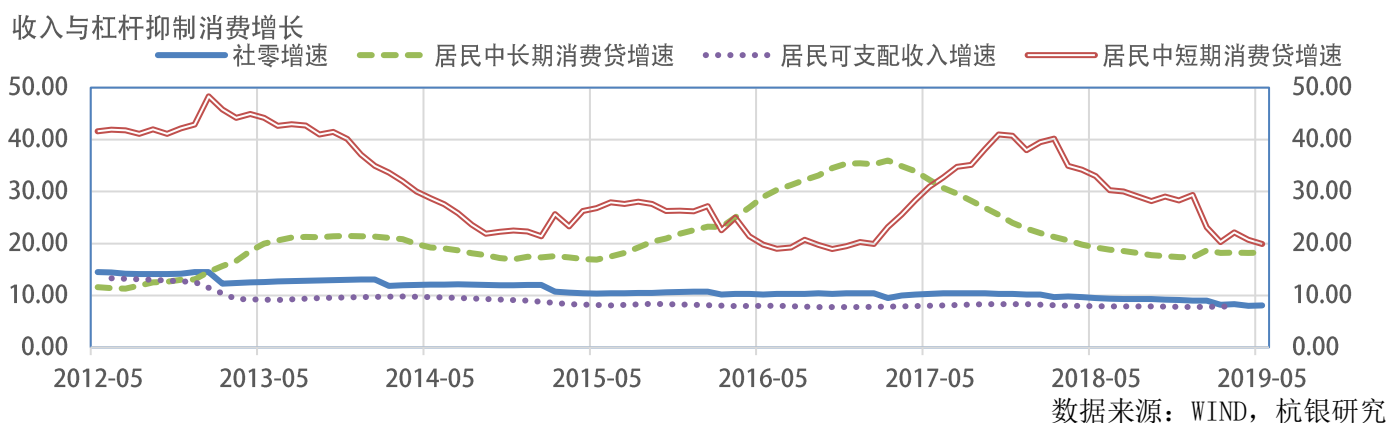
房地产政策收紧，真实房地产投资数据下行



数据来源：WIND，杭银研究

3. 消费：地产杠杆后继乏力，政策出台有望刺激乘用车、5G、智能家居等相关消费

过去 10 年居民杠杆上升过快，地产消费后继乏力，发改委围绕高质量发展出台消费刺激有关新政。如前文所述，根据 BIS 数据，08 年底至 2018 年底美国宏观杠杆率基本持平在 250% 以内，其中居民部门杠杆率从近 100% 下降至 74%。同一时期中国宏观杠杆率从 142% 飙升 112 个百分点至 254%，居民部门杠杆率从 18% 飙升 34 个百分点至 52%，而美国居民部门从 1951 年的 23% 至 1985 年的 52% 左右前后经历了 30 余年。受到杠杆率大幅增长影响，居民中长期和短期消费贷款增速呈趋势性放缓态势，19 年 5 月同比增速分别为 18.2% 和 19.9%，较去年同期下降 2 和 14 个百分点。



今年 1-5 月全社会消费品零售总额同比增长 8.1%，较上月提升 0.1 个百分点。从收入情况看，受益于个人所得税减免，一季度城镇居民人均可支配收入累计同比增长 7.9%，除去通胀因素后实际同比增长 5.9%，增速较去年有 0.1-0.2 个百分点的提升，但继续低于 6.4% 的 GDP 增长率。短期来看，内外需疲软导致企业盈利能力受损，贸易摩擦导致部分制造业面临向外转移压力，过去依赖的高额贸易顺差大幅缩窄，居民可支配收入增长下行，过去两年居民部门加杠杆支撑的房地产相关消费

承压。在利好因素上，6月6日发改委联合生态环境部和商务部印发《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》，以供给侧改革为主线推进高质量消费，推动新能源汽车、智能家居、数字服务、商用5G等消费领域升级，尤其是提出“坚决破除乘用车消费障碍，严禁各地出台新的汽车限购规定，加快由限制购买转向引导使用”，预计下半年各地有望陆续出台新政刺激乘用车相关消费。

4. 进出口：贸易摩擦常态化推动结构调整，内需下行、进口减少带动顺差回升

经常账户顺差回升主因进口减少，美、欧仍是货物贸易顺差主要来源。1-5月国际收支口径(国际货物和服务贸易)贸易顺差为540亿美元，同比提升745亿美元。其中，货物贸易顺差为1640亿美元，同比提升574亿美元；服务贸易逆差为1100亿美元，同比缩窄171亿美元。国际收支口径贸易顺差提升主要是由于内需疲软，货物和服务贸易进口金额较去年同期同比减少427亿美元和134亿美元，同比分别减少5.21%和6%，其中服务贸易进口额首次出现下降，主要是旅游支出同比减少127亿美元；出口金额上，货物贸易和服务贸易进口同比分别增长147.5亿美元和37.4亿美元，同比分别仅增长1.6%和3.9%。从量上来看，虽然贸易顺差同比上升，但较15、16年获取大额顺差时期已缩减过半。从构成上看，1305亿美元的货物贸易顺差(海关口径，与国际收支口径有小幅差异)中对美国和欧盟的贸易顺差分别为1105.5亿和543亿，分别占85%和42%，未来随着中美贸易谈判深入，国内货物贸易顺差将相应压缩，依靠外需或更加困难。

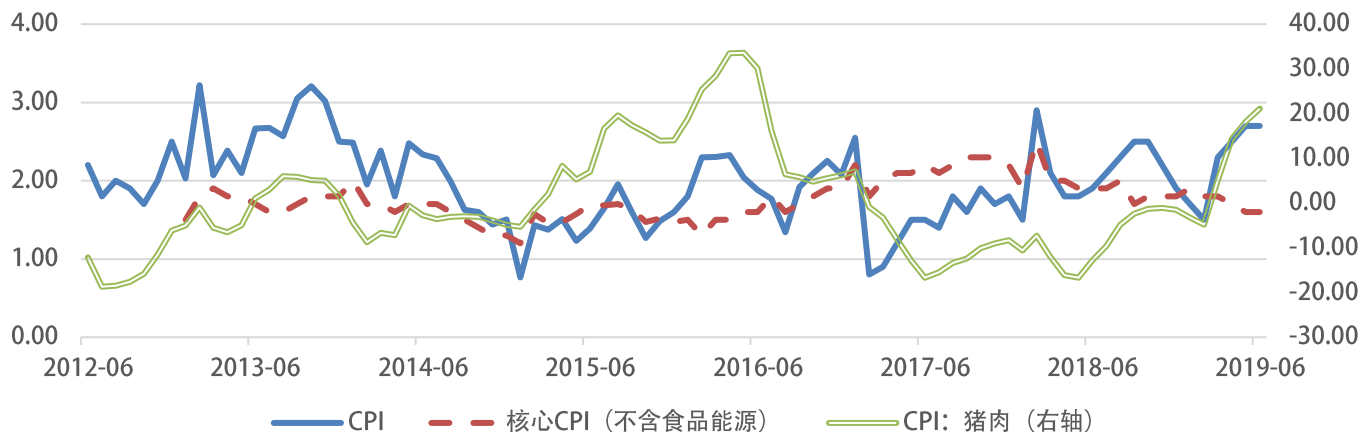
贸易摩擦影响下对美进出口额均大幅减少，与欧盟和东盟国家贸易金额稳步上升，全球贸易体系和产业链分工格局开始重塑。自18年二季度中美贸易摩擦爆发以来，美国对中国出口的2500亿美元商品加征关税，中国对美国出口的600亿美元商品加征关税。受此影响，全球贸易体系和产业分工格局开始重塑，部分产业投

资逐步向越南、台湾等地区外移，中国对美国的原油、大豆、大飞机等产品进口金额大幅减少，进口向欧洲、拉美、大洋洲等国家转移。具体来看，1-5月中国货物进口金额累计同比减少 3.75%，其中对美国进口金额同比下降 29.5%，对韩国和日本（主要涉及机电产品再加工后进行对外输出）进口金额同比下降 12.4%和 6.5%，进口从北美转移后对欧盟进口增长 2.4%，对拉美进口增长 10.3%，对大洋洲进口同比增长 8.7%。19年全球经济同步下行，1-5月中国货物出口金额累计同比仅增长 0.4%，其中对美国出口同比减少 8.6%（主要涉及第 16 类机电、音像设备及零件、第 17 类车辆、航空器、船舶及运输设备），对欧盟出口增加 7.6%、对东盟国家出口增长 6.4%，此外对越南出口金额累计增长 13.8%（预计部分与中转再出口有关）。

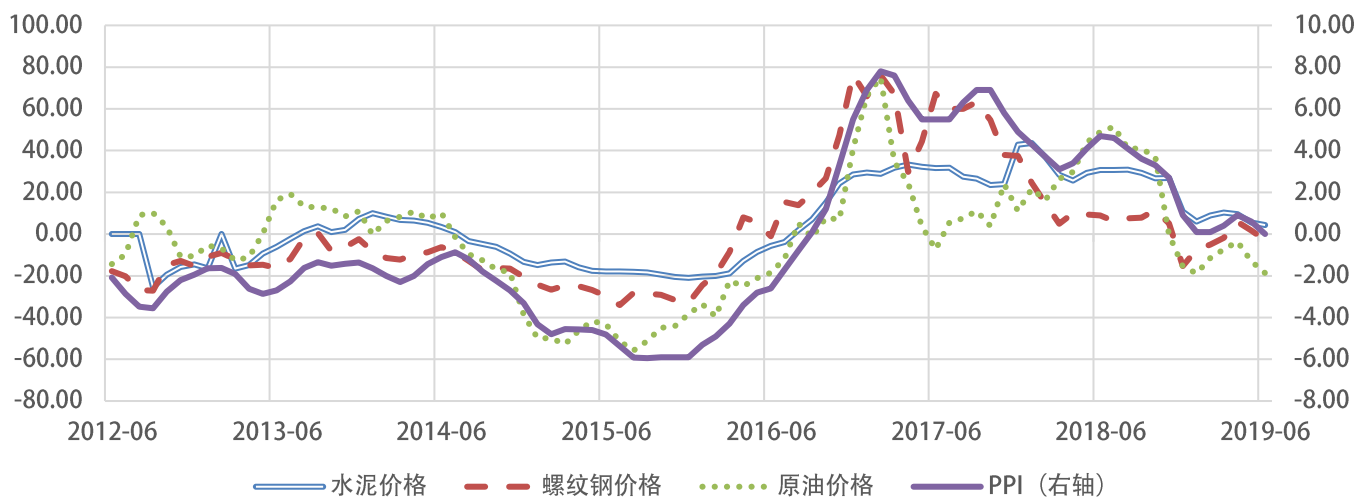
5. 通胀：食品价格引领下 CPI 冲高，内外需疲软，PPI 支撑乏力

猪肉和水果价格位于高位带动 CPI 上升，非食品涨价乏力，（不含食品和能源）核心 CPI 持续下行，7 月 CPI 预计为 2.5-2.6%左右。6 月 CPI 同比增长 2.7%，较 5 月持平，其中翘尾因素为 1.6%，新涨价因素为 1.1%。核心 CPI 仅为 1.6%，较 5 月持平。CPI 上升至 13 年年底以来次高位主要原因是非洲猪瘟导致存栏生猪数持续下降，猪肉价格同比上涨 18.2%，以及去年寒冻灾害导致苹果等水果减产，进入夏季后水果旺季导致价格同比上升 42.7%。环比来看，6 月 CPI 环比下降 0.1%，其中食品鲜菜补跌、环比下降 9.7%，猪肉环比增长 3.6%，水果环比上升 5.1%，非食品中衣着环比下降 0.1%，租房增长 0.2%（毕业季），交通和通信环比下降 0.7%。高频数据来看，7 月蔬菜和禽类价格继续下跌，猪肉价格仍处于上行通道，且夏季属于鲜果消费旺季，价格难以迅速恢复，考虑到翘尾因素仍有 1.3%，以及今年的新涨价因素为 1.1%，预计 7 月 CPI 仍有 2.5-2.6%左右，三季度 CPI 仍位于较高位。

猪价和水果价格上涨推升CPI，但核心CPI趋势性下降



需求疲软，工业品价格持续下行，通缩压力显现



数据来源：WIND，杭银研究

内外需疲软，供给侧改革力度弱化，工业品价格下降，PPI 进入下行通道，年内大概率转负。5 月 PPI 同比增长 0.59%，较 4 月下降 0.3 个百分点，其中翘尾因素为 0.6%。PPI 环比增长 0.2%，其中石油天然气、黑色金属采选业分别上涨 4.2%和 2.2%是 PPI 环比上涨的主要原因。但从高频工业品价格数据来看，内外需疲软、基建和房地产投资增速上涨有限，金属、工业原料、纺织品等大宗商品价格持续下行，国际经济下行预期导致 5 月国际油价冲高后回落，但 7 月初欧佩克延长停产协议以

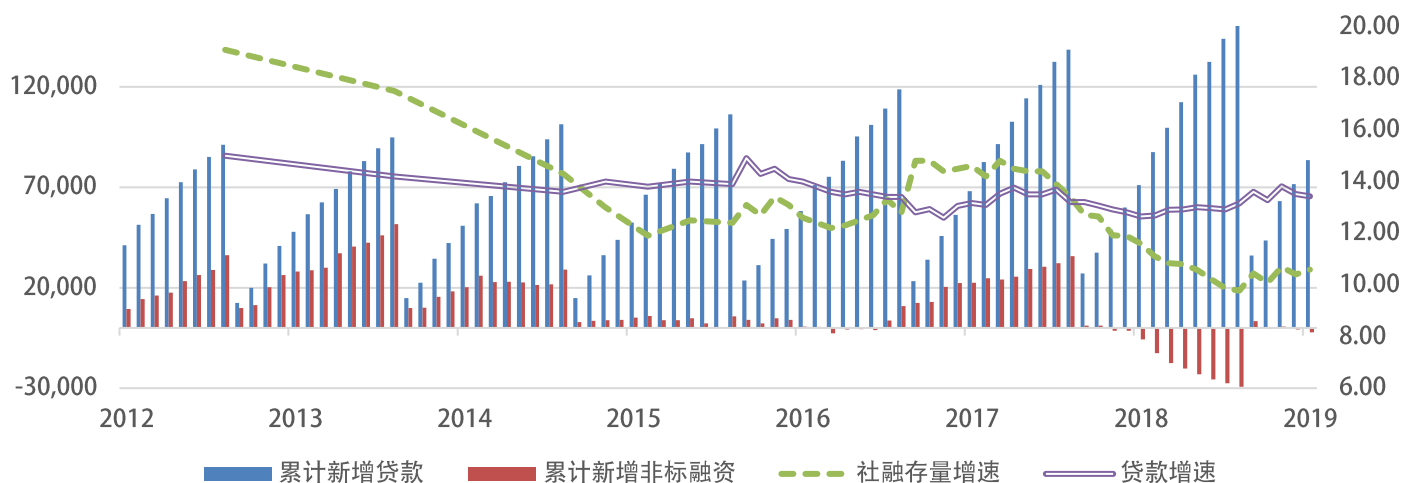
及美元下行在一定程度上支撑油价。考虑到翘尾因素在8月逐步转负,内外需疲软、房地产融资政策趋紧,将导致PPI进入下行通道并大概率在三季度转负。

6. 社融: 非标融资有所恢复, 融资增速小幅反弹, 企业资本开支需求依然偏弱

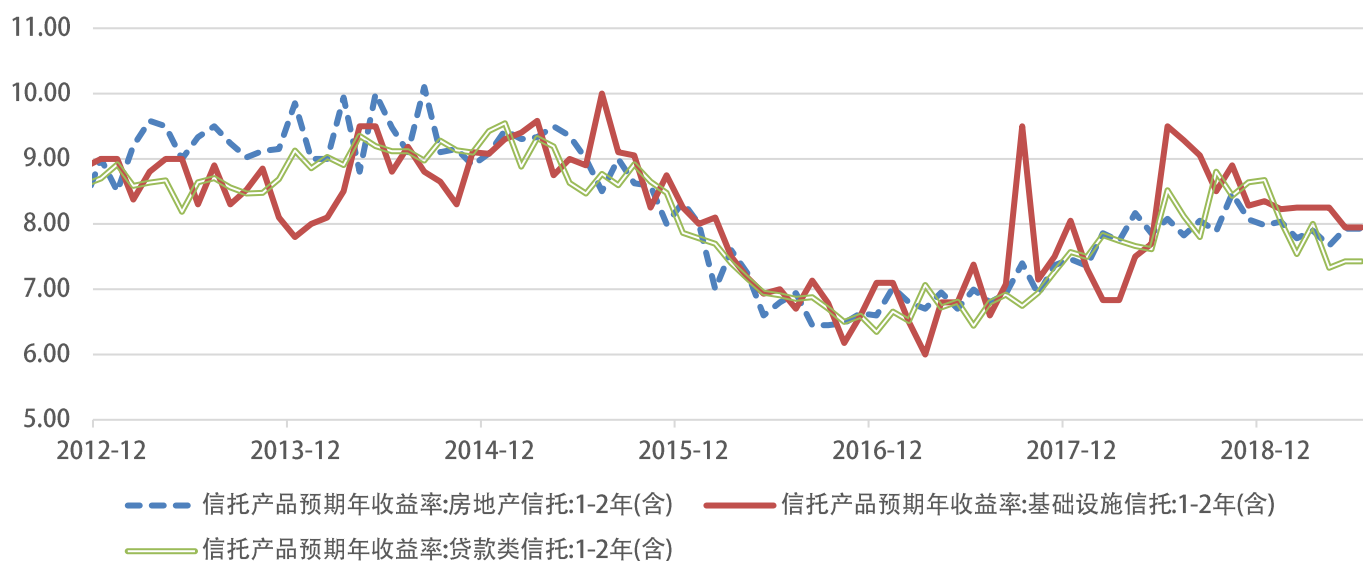
新增非标融资平稳带动社融增速小幅反弹, 企业资本开支需求偏弱、非标融资边际收紧, 下半年融资需求承压。5月社融存量同比增长10.6%, 老口径社融存量同比增长9%, 均较4月提升0.2个百分点, 人民币贷款存量同比增长13.4%, 较4月下行0.1个百分点。其中, 1-5月新增人民币贷款为8.35万亿, 同比多增1.26万亿; 新增非标融资(委托、信托和未贴现银行承兑汇票)减少757亿, 同比少减5672亿; 新增企业发债同比新增1.34万亿, 同比多增4358亿; 此外由于一季度地方政府债券前置发行, 新增地方政府债为8321亿, 同比多增5732亿。单月来看, 新增人民币贷款为1.18万亿, 同比多增459亿; 新增非标融资减少1453亿, 同比少减4215亿; 新增企业债券为476亿, 同比多增858亿; 新增地方政府债为1251亿, 同比多增240亿。总的来看, 5月社融小幅反弹主要由于非标融资下降幅度缩窄, 尤其是新增信托贷款超过900亿, 结束18年连续10个月的负增长。

信贷数据中, 5月新增企业中长期贷款为2524亿, 同比少增1507亿, 占当月新增贷款仅为21.4%, 占比均低于均值显示实体资本开支意愿较弱。另一方面, 5月新增居民中长期贷款为4677亿, 同比多增754亿, 占当月新增贷款规模接近40%。存款数据中, 5月非银存款增长409亿, 同比少增1735亿, 1-5月新增非银存款为-6477亿, 同比少增2.71万亿, 主要原因可能是受到3月权益市场见顶, 股票型基金大幅赎回影响。往后看, 在包商事件(金融供给侧改革)影响下, 6月市场货基从8.31万亿下降到7.71万亿, 6月新增非银存款可能继续下行。

1-5月新增社融平稳，支撑社融增速小幅回升



上半年信托融资渠道恢复，信托产品利率明显下行



数据来源：WIND，杭银研究

(三) 货币政策：贸易摩擦反复下短期面临相机抉择

1. 基本面下行压力较大，货币政策需保持稳健的基调

兼顾“稳增长”和“稳妥推进金融供给侧改革”，货币政策基调保持稳健。我们认为在目前的宏观背景下，货币政策将继续保持稳健的基调。一是全球经济下行、

内外需疲软导致国内基本面下行压力加大；二是虽然猪肉价格上涨导致 CPI 走高，但核心 CPI 和 PPI 进入下行通道，经济面临通缩风险；三是包商事件后金融市场风险担忧提升，信用利差走扩，中小行存单发行受阻，资产端也面临抛售流动性资产压力。机构风险偏好回落的同时，非银结构化产品带来的信用风险事件发生频率增大，非银机构融资难度加大，容易发生传染性风险。

2. 外部环境复杂多变，对于央行货币政策灵活性要求提升

中美贸易摩擦反复导致外部环境不确定性提升，货币政策保持战略定力的同时仍面临相机抉择。与中央政治局会议的定调一致，央行二季度货币政策委员会定调“稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配”，但同时指出“要继续密切关注国际国内经济金融形势的深刻变化”、“适时适度实施逆周期调节”。

货币政策主要工作重点上，一是深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，进一步疏通货币政策传导渠道；二是深化金融供给侧结构性改革的要求，优化融资结构和信贷结构，加大对高质量发展的支持力度，提升金融体系与供给体系和需求体系的适配性；三是改进小微企业和“三农”金融服务，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环；四是进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

综上，结合货币政策定调和工作重点上看，目前稳健的货币政策松紧适度，平衡好“稳增长”和“防风险”之间的关系，疏通货币政策向实体的传导渠道，降低实际利率，进一步促进宽货币向宽信用的传导。但同时，考虑到美方对贸易问题反复无常的历史，货币政策同时需相机抉择，若贸易摩擦继续深化从而对实体经济产生过度的负面影响，

货币政策或进一步宽松（李克强总理在 7 月初达沃斯论坛上发言提及“...考虑到今年经济形势的复杂性，我们已经做了预判...，当前财政方面减税的力度是空前的，...，货币政策在保持稳健的过程当中也注意适时适度地微调，应该说现在货币供应量总体上是合理充裕的，问题是在于怎么样通过有效的传导措施”，...，从宏观政策讲，我们有加大定向降准力度的工具，会适时运用...）；若中美在 G20 达成继续贸易谈判共识之后有所进展，届时国际贸易环境和国际经济增长预期会相应改善，货币政策将保持战略定力，深入推进供给侧改革，加强货币传导机制的疏通。

3. 当前人民币汇率压力减小，货币政策腾挪空间加大

中美利差恢复至合意区间，三季度人民币汇率压力减小。随着美国经济动能走弱，美联储多次透露降息预期提升（最新一次：美联储主席鲍威尔于 7 月 10 日国会证词称，自 6 月会议以来不确定性持续施压经济前景，许多 FOMC 委员认为需要在一定程度上放松政策），美债大幅下行，中美利差走扩，虽然目前受到缩表的影响下美元指数仍徘徊于 96-97 的高位区间，美元兑人民币位于 6.8-6.9 区间，但我们认为随着三季度联储停止缩表以及年内进行降息操作，美元大概率进入下行通道，届时人民币汇率压力降显著下降，国内货币政策将迎来较大的灵活操作空间。

免责声明：

本报告中的信息均来自于公开资料及合法获得的相关内、外部资料，我们对来源的相关信息的准确性和完整性不作任何保证，我们的观点和建议仅供投资机构或者个人参考。任何时候任何情况下，本报告观点并不构成对任何机构或者个人的投资建议，对因本报告任何内容引起的任何损失，我们不承担任何责任。