

## 贸易和金融周期中的中国经济

### ——2018年中期经济展望



丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：[dinganhua@cmbi.com.hk](mailto:dinganhua@cmbi.com.hk)

- ❖ **梗概：**在大多数时间内，中国经济的内部均衡更为关键，但在贸易摩擦加剧、全球主要央行相继收缩的情况下，外部均衡日益重要。外部压力向中国国内传导，可能使本已紧张的资本市场压力继续加大，对金融稳定形成冲击。在外部失衡风险加剧的同时，国内去杠杆背景下信用条件趋于紧缩，企业销售回款账期拉长，导致生产端的扩张不能支撑需求增长。本报告在全球贸易和金融周期的大背景下，讨论中国经济的内外均衡，以及下一步宏观政策可能的走向，为风险研判及业务发展提供策略建议。
- ❖ **外部压力：全球贸易和金融周期下行。**贸易和金融双重动力减弱是中国经济需要面对的主要外部压力：1) 作为本轮经济复苏的主动力，未来三年全球贸易对经济的拉动作用将显著下降，而贸易摩擦可能导致出口下降、经济下行压力加大、汇率贬值、资本外流，进而加速贸易下滑趋势；2) 全球货币紧缩或将引发新一轮金融市场动荡，主要央行收紧货币政策将进一步降低全球流动性，恰好与未来几年全球经济增速回落的预期叠加，进而影响包括中国市场在内的全球资本市场。发达国家收益率曲线走向倒挂，金融市场存在大幅下跌的风险。为应对外部压力，中国下一步有可能结合稳增长、防风险推出结构性逆周期的调控政策。
- ❖ **实体经济：供需格局分化，经济增长“三驾马车”均有下行压力。**总供给大于总需求，很大程度上是融资条件收紧的反应：社融增速下降，企业销售回款大幅放缓，资金链紧张，投资需求下降；同时，居民将过多金融资源投入房地产，消费需求下降。下半年，内外需均面临较大挑战：1) 消费增长动力相对有限，终端需求难有大起色；2) 投资增速下滑趋势不变，整体固定资产投资或有进一步下行压力，制造业投资喜忧参半（政策利好但融资贵且难），基建投资难有起色，房地产开发资金对银行贷款的依赖程度会越来越弱，对定金及预收款、自筹资金和应付款的依赖程度会逐渐变大，房地产投资将受到融资制约，增速或将下滑；3) 出口面临较大压力，顺差趋于收窄。生产向需求收敛是大趋势，生产下行压力增大。供需失衡的重要原因在于应收账款账期拉长，而通过激活信用、适当提高企业资金可得性，有助于缓解企业资金链紧张。
- ❖ **财政和金融：下半年财政政策可望更积极，金融政策结构性放松。**今年以来“紧信用”推升表内信贷利率，使融资环境收紧，信用风险发酵，而“宽货币”为市场持续注入流动性，导致市场利率下行。展望下半年 1) 财政政策可望更加积极，财政支出有望低位回升；2) 金融政策结构性放松，“去杠杆”转向“稳杠杆”，监管主基调大概率保持不变，下一步的重点将落在调整实体杠杆结构上。可能的宏观调控政策包括继续定向降准、增加信贷投放能力，修复信用债融资功能等。2018年下半年社融规模存量增速料将触底反弹，我们预判大概率回归10%以上。10年期国债利率的走势关键看监管部门会不会采取措施压低信用债利差，同时支持银行对企业增加贷款，若采取该措施则10年期国债利率可能走高，中枢为3.6-3.8%。
- ❖ **汇率：波动加大但不会持续贬值。**要在贸易摩擦和扩大开放下的大背景下理解人民币汇率问题，美元指数是人民币汇率变化的主要驱动因素，此外人民币汇率波动还主要受到跨境资本流动和中美贸易摩擦的影响。前瞻地看，下半年国际资本流入的形势有望持续，对人民币汇率形成支撑，人民币汇率波动或将加大，但不会持续贬值。
- ❖ **专题研究：**本报告的第一项专题研究聚焦应收账款账期问题，研究发现，在“紧信用”背景下企业资金链紧张，付款拖欠增加，主要行业资金周转天数拉长，经营性净现金流方面除采掘业之外收入质量全面下滑。分地域来看，江苏、浙江、广东账期较长，北京、山东、上海账期较短。第二项专题研究关注中美贸易摩擦对中国经济的影响，贸易摩擦导致全球贸易增速开始快速下滑，拖累中国经济增长，并对中国上市公司业绩产生不利影响。

## 目录

<b>一、序言——全球贸易和金融周期中的中国经济</b> .....	<b>3</b>
(一) 贸易是本轮全球经济复苏的重要动力，但未来三年动力将减弱 .....	3
(二) 全球货币紧缩或将引发新一轮金融市场动荡 .....	4
(三) 全球贸易和金融周期下行的背景下，中国经济失衡压力加大 .....	4
(四) 下一步可能结合稳增长、防风险推出结构性逆周期调控政策 .....	5
<b>二、实体经济——供需失衡的解释与化解</b> .....	<b>6</b>
(一) 需求动能减弱，内外需均承压 .....	6
1. 消费增速下滑，年内增长动力有限 .....	6
2. 投资增速下滑趋势不变 .....	7
3. 进出口保持相对平稳，下半年压力将增大 .....	9
4. CPI 增长温和，PPI 相对强势，年内通胀无压力 .....	10
(二) 生产由强转弱，供需分化格局不可持续 .....	10
(三) 供需失衡的重要原因：应收账款账期拉长 .....	11
(四) 激活信用有助于化解供需失衡 .....	12
<b>专题一：应收账款账期——分行业、分区域概述</b> .....	<b>13</b>
(一) 主要行业资金周转天数拉长 .....	13
(二) 江苏、浙江、广东账期较长，北京、山东、上海账期较短 .....	14
<b>三、财政金融——广义财政收缩，“宽货币、紧信用”下的利率双轨</b> .....	<b>15</b>
(一) 财政政策可望更加积极，“稳增长”与“防风险”并重 .....	15
(二) 金融政策结构性放松，“去杠杆”转向“稳杠杆” .....	16
(三) “宽货币、紧信用”下，利率双轨分化，信用风险上升 .....	18
1. “宽货币、紧信用”是利率双轨的最大成因 .....	18
2. “宽货币”为市场持续注入流动性 .....	18
3. “紧信用”使融资环境收紧，信用风险发酵 .....	19
(四) 利率中枢料将反弹，双轨有望收敛 .....	21
<b>四、外部均衡——贸易摩擦和扩大开放下的人民币汇率展望</b> .....	<b>23</b>
(一) 美元指数是人民币汇率变化的主要驱动因素 .....	23
(二) “三因素”分析人民币汇率走势 .....	23
1. 美元指数进一步上行空间有限 .....	23
2. 扩大开放政策下，国际资本有望持续流入 .....	25
3. 主要风险：中美贸易摩擦升级 .....	26
(三) 人民币汇率波动或将加大，但不会持续贬值 .....	27
<b>专题二：中美贸易摩擦对中国经济的影响</b> .....	<b>28</b>
(一) 美国需求和汇率驱动全球贸易周期 .....	28
(二) 贸易摩擦背景下的全球贸易周期：基准和冲击模型 .....	29
(三) 贸易摩擦对中国出口和经济的影响 .....	29

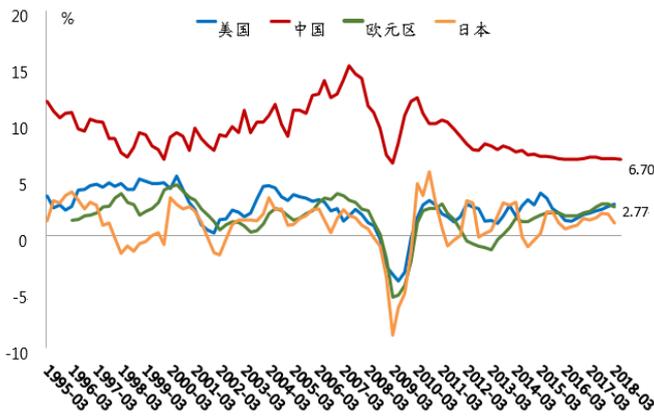
## 一、序言——全球贸易和金融周期中的中国经济

中国是一个大型开放经济体，经济运行中要兼顾内外均衡。在大多数时间内，内部均衡更为关键，但在贸易摩擦加剧、全球主要央行相继收缩的情况下，外部均衡日益重要。中国经济承受的外部压力有两方面。一是贸易摩擦可能导致出口下降、经济下行压力加大、汇率贬值、资本外流；二是主要央行加息缩表的进程恰好与未来几年全球经济增速回落的预期叠加。发达国家收益率曲线走向倒挂，全球流动性紧张，金融市场存在大幅下跌的风险。外部压力向中国国内传导，可能使本已紧张的资本市场压力继续加大，对金融稳定形成冲击。在外部失衡风险加剧的同时，国内去杠杆背景下信用条件趋于紧缩，企业销售回款账期拉长，导致生产端的扩张不能支撑需求增长。本报告在全球贸易和金融周期的大背景下，讨论中国经济的内外均衡，以及下一步宏观政策可能的走向，为风险研判及业务发展提供策略建议。

### （一）贸易是本轮全球经济复苏的重要动力，但未来三年动力将减弱

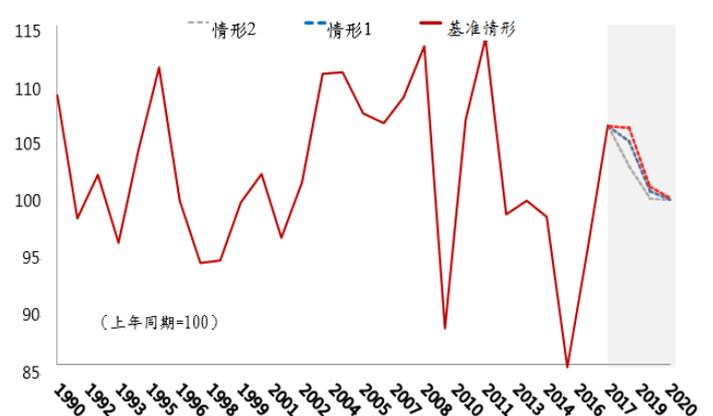
- ❖ **全球经济正处于温和复苏周期，贸易是本轮经济复苏的重要驱动力。**2016年下半年以来，全球经济出现了恢复性增长，国际货币基金组织（IMF）连续调高对全球经济增速的预测值，其最主要的理由就是全球贸易的快速复苏。从分国别的情况看，欧元区、日本、中国三个经济体的GDP增速2017年预期值被连续调高，但美国的GDP增速预期值反而调低，主要原因是欧元区、日本、中国三个贸易拉动型经济体2017年的出口增速大大超出预期。其中，净出口对中国2017年各季度GDP的拉动分别为0.3、0.3、0.2和0.6个百分点。
- ❖ **未来三年全球贸易对经济的拉动作用将明显下降，下降幅度受到贸易摩擦不确定性的影响。**在不考虑贸易摩擦的情形下，全球贸易增速将高位回落。2017年，全球以美元计价的贸易增速在连年负增长后实现了6.1%的正增长，大幅度高于2000年以来2.6%的平均增速。展望未来三年，基于国际货币基金组织、世界银行等国际组织对全球经济增长的预测，结合美元指数走势，我们预期全球贸易增速2018年稍微放缓至6.0%，2019年开始下滑至0.7%，2020年出现负增长（-0.3%）。

图 1:全球经济温和复苏



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 2:全球贸易增速可能下降



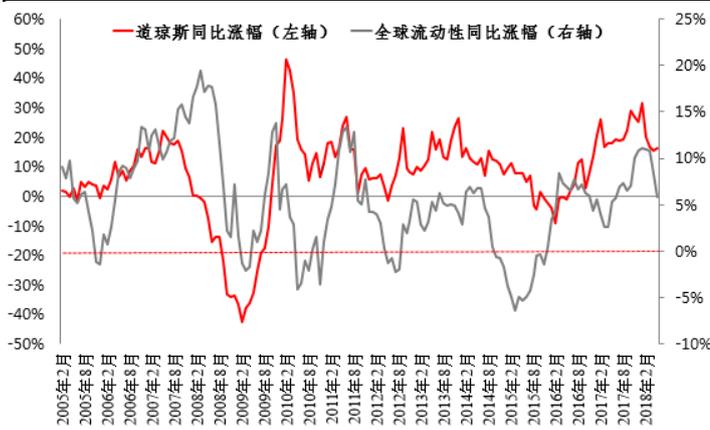
资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

- ❖ **在贸易摩擦影响下，全球贸易增速将从2018年开始快速下滑，2019年可能陷入负增长。**第一种情形，考虑美国已经和即将出台的贸易措施，包括对中国500亿美元、2000亿美元产品分别征税，以及在“232条款”下对钢铁和铝制品征税，2018-2020年全球贸易增速分别为4.7%、0.3%和-0.4%，较基准情形下降1.3、0.4和0.1个百分点。**第二种情形**，如果贸易摩擦继续升级，美国对所有中国产品征税，并对欧元区、日本、韩国等主要贸易伙伴的汽车征收关税，2018-2020年全球贸易增速分别为2.5%、-0.3%和-0.5%，较基准情形下降3.5、1.0和0.2个百分点。

## (二) 全球货币紧缩或将引发新一轮金融市场动荡

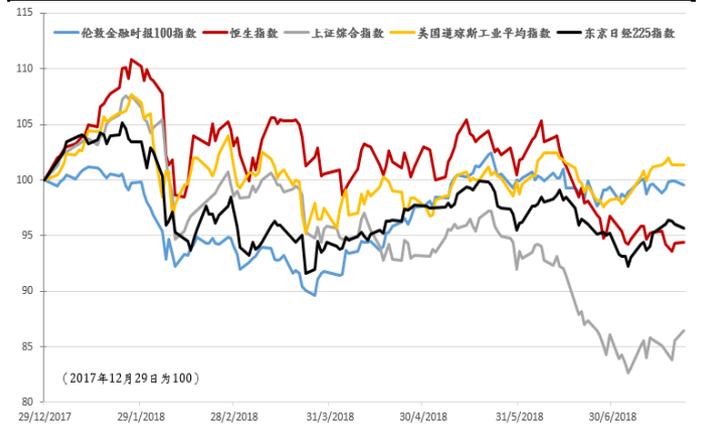
- ❖ **全球主要央行收紧货币政策导致全球流动性增速下降，甚至负增长。**美联储已处于加息和缩表进程当中；英格兰银行已经停止量化宽松，市场预期其未来1年加息多于一次；欧央行预计今年年底将结束量化宽松，明年年中开始加息；日本央行虽然仍在量化宽松，但已经削减了购债规模。目前，上述主要国际货币发行国的货币增速已经明显下降，再加上美元汇率相对强势的影响，未来几年全球流动性（美欧日英四大储备货币发行国按市场汇率折合以美元标价的货币总量，下同）增速将大幅下滑，甚至出现负增长。
- ❖ **全球流动性收紧造成的资本市场下行压力可能向中国传导。**根据我们的观察，随着全球流动性增速的下降，美国股市上涨的动力也趋于下降，下半年美国股市可能承压（如图3）。同时，美国国债短端利率受加息影响抬高，长端受2019年以后经济增速下滑预期影响上行空间有限，利率曲线可能呈现倒挂。全球金融市场高度联动，如果美国股市出现大幅度调整、债市又出现收益率倒挂，压力将向中国股市传导，导致本来就低迷的A股市场进一步下突破位。美债收益率倒挂，在利率平价约束下，可能导致中国国债短端利率出现较大的上行压力，但长端利率受影响可能较小。

图 3:全球流动性紧缩影响资本市场



资料来源:Wind、IMF、招商银行研究院

图 4:全球资本市场高度联动



资料来源:彭博、招银国际研究

## (三) 全球贸易和金融周期下行的背景下，中国经济失衡压力加大

- ❖ **中国经济外部均衡压力加大，但人民币贬值压力有限。**在全球贸易周期影响下，中国的出口增速本就趋于下降，叠加贸易摩擦加剧、关税上升，以及国内扩大进口政策的影响，中国贸易顺差可能大幅缩小，甚至出现逆差。在这种情况下，人民币贬值和资本外流的压力可能会加大，严重的时候还会影响房价和金融稳定。但是，虽然人民币有贬值压力，考虑到美元指数年内大概率冲高回落，高点在98左右，再加上外资投资中国债券市场和股票市场的规模仍在增加，人民币贬值压力在今年年底会有所降低。在经济增速不低于6.5%的前提下，人民币兑美元汇率不会“破7”。贸易摩擦进程反复可能加大人民币汇率的波动，但考虑到贸易摩擦通过谈判妥协的可能性，外部均衡的压力或小于预期。
- ❖ **中国经济内部均衡受信贷紧缩负面影响较大。**当前，中国实体经济总供给大于总需求，出现明显的背离现象。一方面生产端各种指标（PMI、工业增加值、工业企业利润、发电量、煤炭钢铁价格）仍然表现较好。另一方面，消费、投资、出口需求均出现较大的回落。我们经过调查分析发现，上述背离很大程度上是融资条件收紧的反应。社会融资增速下降，企业销售回款大幅放缓，资金链紧张，投资需求下降；同时，居民将过多金融资源投入房地产，消费需求下降，导致总需求大幅低于总供给。

- ❖ **“宽货币、紧信用”下，利率双轨持续，信用风险上升。**一方面，随着央行2季度两次降准改善流动性，无风险利率快速回落。另一方面，在资管新规等政策约束下，表外资产端快速收缩，回表压力增大，银行负债端增长乏力，表内贷款利率高企，企业利息负担明显上升。2018年3月企业的利息支出增速为10.9%，三年来首次大幅超过负债增速（5.8%）。
- ❖ **财政“狭义积极，广义收紧”加剧了信贷紧缩。**从中央和地方政府财政预算看，财政政策是积极的。但是，由于财政部“23号文”明令禁止银行对地方政府提供新增贷款，地方政府融资平台已经不能获得政府融资担保，而其自身信用又不足以支持银行对其增加贷款，因此把政府平台融资和支出考虑在内的广义财政是明显收缩的，这也是导致信贷需求下降和信用紧缩的原因。
- ❖ **在内外均衡的约束下，下一阶段中国经济失衡压力加大。**经济增速继续下行，社会信用紧绷。如果继续当前严厉的广义财政收缩和强金融监管政策，债务违约事件可能将在今年3季度到明年1季度大幅度增加，多起事件交织影响，可能触发系统性风险。

#### **（四）下一步可能结合稳增长、防风险推出结构性逆周期调控政策**

- ❖ **财政政策可望更加积极。**狭义财政减税，可能包括降低生产环节税收、特别是增值税，加快推进个税改革，降低工薪阶层个税负担。广义财政在对地方政府隐形债务进行摸底和排查的基础上，可能会通过规范的渠道让银行对地方政府融资平台提供新增融资。
- ❖ **金融政策结构性放松。**除了继续定向降准之外，资管新规细则可能较预期更为宽松。如果贸易摩擦加剧导致稳增长压力加大，监管部门可能会出台政策鼓励银行支持重点领域和薄弱环节，使社会融资规模增速重新回到10%以上的区间。作为配套，为防范资金过度流向房地产，房地产税立法有望实质性加速，并加大宣传力度，抑制居民投资性购房冲动。
- ❖ **对接国际标准推动新一轮更高水平对外开放。**中国将进一步削减进口关税，加强与非美发达国家及新兴市场国家的经贸联系，深耕“一带一路”倡议项目，对冲中美贸易摩擦影响。对产业升级支持政策进行微调，从以基金投资为代表的一级市场投资为主，转向在二级市场进行财务投资为主，通过鼓励产业升级类企业上市并支撑其估值，以更市场化的手段支持产业升级。

## 二、实体经济——供需失衡的解释与化解

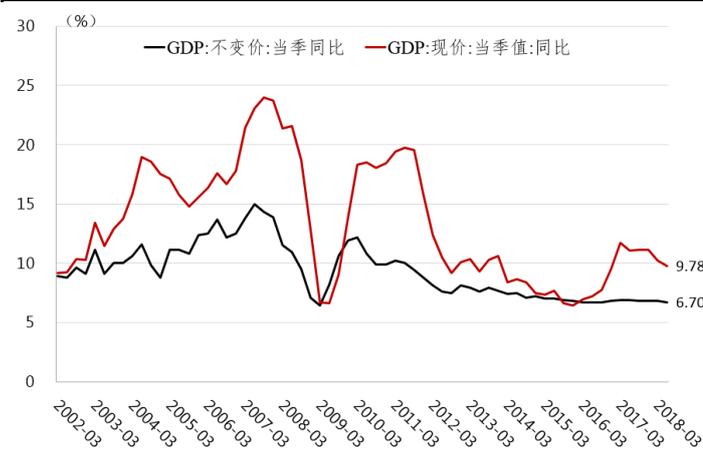
- ❖ 上半年，中国经济运行总体平稳，但总供给大于总需求，供需格局出现分化。实际GDP增速基本保持平稳，累计同比增长6.8%，2季度同比增长6.7%。上半年名义GDP同比增速小幅下滑，累计同比增长9.98%，2季度同比增长下降至9.78%。具体来看，需求数据已露“疲态”，房地产一枝独秀；1-5月工业生产相对旺盛，具有一定“韧性”，但6月生产已开始向需求收敛。
- ❖ 供需格局分化很大程度上是融资条件收紧的反应。社会融资增速下降，企业销售回款大幅放缓，资金链紧张，投资需求下降；同时，居民将过多金融资源投入房地产，消费需求下降，导致总需求大幅低于总供给。展望下半年，内外需均面临较大挑战，终端需求难有大起色，生产逐渐向需求收敛是大趋势，供需均转弱，经济下行压力增大，经济增速下行趋势明显，未来政策将向基本面收敛。下面分别从需求端和生产端两方面进行分析。

### （一）需求动能减弱，内外需均承压

#### 1. 消费增速下滑，年内增长动力有限

- ❖ 2018年上半年，零售消费增速超预期下滑。社会零售销售总额增速从3月份开始逐渐走弱，5月同比增速下滑至8.5%，为2004年以来最低增速。6月社会零售销售总额增速有所反弹，当月同比增速回升至9%，但累计同比增速小幅下滑至9.4%，较去年同期下降了1个百分点。
- ❖ 下半年消费增长动力相对有限。第一，居民名义和实际可支配收入增长下滑，抑制居民消费支出增长。从全国居民看，2018年上半年，全国居民实际收入同比增速下滑至6.6%，低于GDP增速0.2个百分点。从城镇居民看，城镇居民实际可支配收入增速从2017年4季度开始回落，2018年2季度收入累计同比增速下降为5.8%。受此影响，城镇居民人均实际消费支出增速延续了2017年以来的下滑趋势，1季度下滑至3.4%的低位。第二，前期居民加杠杆购房透支了长期消费能力，加上年初以来房贷利率逐渐提高，5月房地产销售增速反弹，均可能直接抑制了居民消费。预计收入增长下滑和消费能力透支导致的终端需求疲弱短时间内难以逆转，即使考虑到服务消费的快速增长，下半年居民消费支出增速上升空间仍然有限。

图 5:名义和实际 GDP 增速



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 6:社会零售销售增速超预期下滑

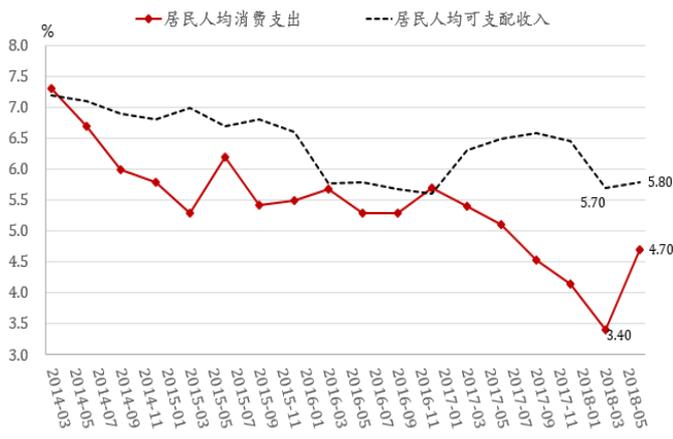


资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 投资增速下滑趋势不变

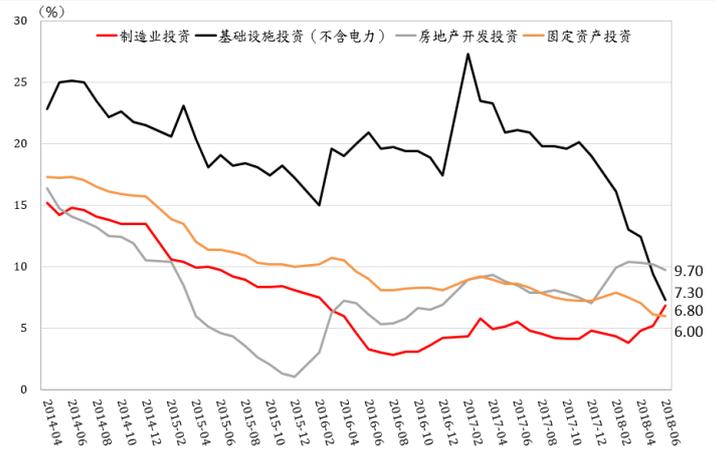
- ❖ 上半年投资增速逐步下滑，累计同比增速下滑至 6.0%，较去年同期下降 2.6 个百分点。其中，房地产维持较高增速，制造业平稳回升，基建是主要拖累项。预计下半年，整体固定资产投资或有进一步下行压力。短期内地产投资或将保持高速增长，但投资增速将逐渐下滑，制造业投资将略有回升，基建投资难有起色。

图 7:居民收入增速下滑抑制消费



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 8:固定资产投资增速逐步下滑



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

- ❖ 上半年房地产投资保持较高增速。上半年房地产投资累计同比增速 9.7%，保持高位平缓下滑趋势，基本符合预期。房地产开发投资增长较快，主要是因为前期房地产企业拿地热情高涨，土地购置费累计增速持续攀升。5 月土地购置费占比上升至 27.5%，累计同比增长 69.3%，较去年底上升 46 个百分点；而建安设备费累计同比增速则持续下滑，5 月降幅达到 2.9%。与投资增速下滑相对应的是，开发资金来源同比增速下滑至 4.6%，较去年年底下降 3.6 个百分点。除开发投资与资金来源增速下滑外，6 月房地产销售额、销售面积、房屋新开工面积以及房屋施工面积累计同比增速均继续回升，对开发投资形成一定支撑。

图 9:土地购置费支撑房地产投资



❖ 在防风险、严监管和稳杠杆的政策背景下，下半年融资将在一定程度上对房地产投资形成制约，房地产投资增速或将下滑。

第一，从投资完成额构成看，预计前期土地购置形成的投资支撑将逐步被消化，无法对房地产投资形成持续性支撑。

第二，从开发资金来源增速看，融资将对房地产投资形成制约。上半年房地产资金来源累计同比增长下滑至 4.6%，其中，国内贷款和个人按揭贷款降幅均较大，定金及预收款同比增速也明显低于去年同期。

第三，从不同资金来源依赖程度看，在楼市去杠杆、房贷利率上行和企业违约潮背景下，房企获得的国内贷款和个人按揭贷款都将维持下行态势；定金及预收款和自筹资金占比虽逐月上升，但增速一降一升，难有大起色；而应付款占比具有明显的季节性，全年也将呈逐月下降趋势。

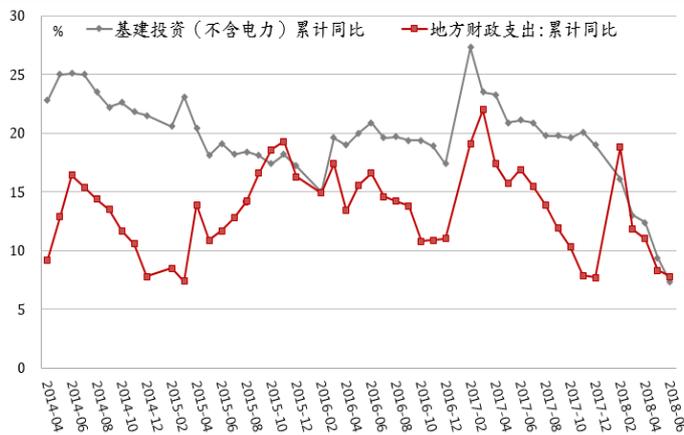
整体来看，房地产开发资金对银行贷款的依赖程度会越来越弱，对定金及预收款、自筹资金和应付款的依赖程度会逐渐变大。

❖ 上半年基建投资（不含电力）是投资的主要拖累项。上半年基建投资延续下滑趋势，同比增速下降至 7.3%，较去年底下降了 11.7 个百分点。一方面，从政府融资来看，财政部在 4 月初发文，进一步规范地方政府举债融资行为，并且资管新规发布后资金来源收紧，均对基建投资产生了一定的制约。另一方面，从主要投资项目看，监管日趋严格推动 PPP 项目规范化运营，目前各省级财政部门已完成本地区 PPP 清库，过去地方政府通过 PPP 模式进行大量基建投资建设的情形将不大可能继续存在。

❖ 下半年基建投资有望止跌企稳。一方面，今年政府设定的 GDP 目标相对中性，国家将继续稳步提升 GDP 的增长质量，而不再片面追求 GDP 高增长。随着增长诉求减弱，“去杠杆、防风险”诉求提升，传统政治周期难再现，地方政府投资和融资规范化都将进一步制约基建投资增长。另一方面，虽然今年预算赤字率目标下调到了 2.6%，但同时增加了 1.35 万亿的地方政府专项债，积极的财政政策取向不变。并且，财政部在 5 月初发文督促地方政府加快财政资金拨付速度，财政资金回笼加快，预计下半年基建投资增速有望止跌企稳。

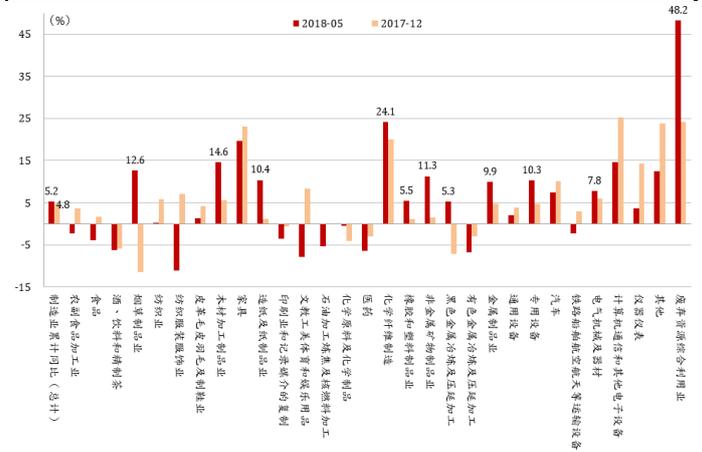
❖ 上半年制造业投资逐步回暖。制造业投资累计同比增速连续三个月回升，上半年同比增长 6.8%，较去年底上升 2 个百分点。分行业投资看，投资增速较去年底上升幅度最大的为废弃资源综合利用业，同比增速由 24.1% 上升至 48.2%。此外，烟草制品、木材加工、造纸及纸制品、化学纤维、橡胶和塑料制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工、金属制品、专用设备、电器机械及其器材制造业等 10 个行业的固定资产投资增速均较去年底有所抬升。

图 11: 地方政府举债融资规范制约投资



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 12: 制造业分行业投资增速变化



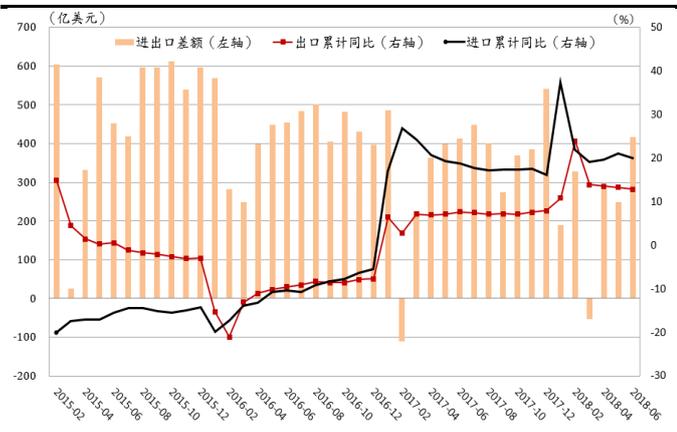
资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

- ❖ **下半年制造业投资喜忧参半。**一方面，政策利好制造业。5月至少有25个省对外公布重大项目投资计划，江苏、福建等逾10省投资总规模均超过万亿，高新技术、战略性新兴产业、生态环保等成为投资热点。同时，在全面扩大行业开放、产业升级等政策推动下，制造业投资仍有继续回升的动力。另一方面，融资难与融资贵可能对其后续表现造成拖累。目前企业信用风险仍在持续发酵，金融机构风险偏好普遍下降，信用分层明显；同时，信用债市场利率上行已逐步向实体部门传导，企业信用扩张动力承压，再融资两极分化，对民营和中小企业冲击尤其大。企业未来投资，尤其民营企业投资增速有待观察。

### 3. 进出口保持相对平稳，下半年压力将增大

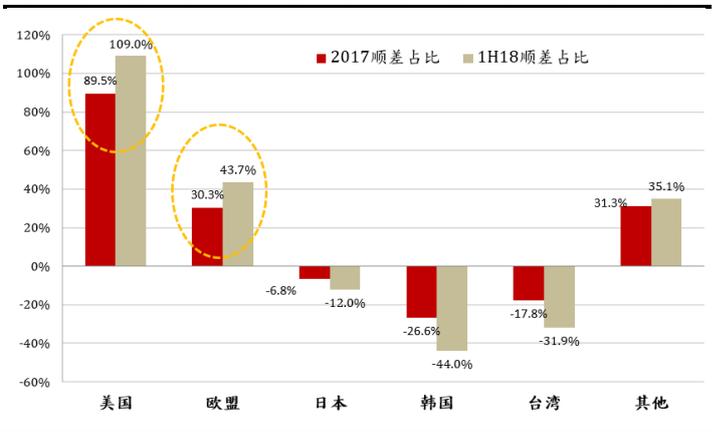
- ❖ **上半年进出口贸易增长相对平稳。**上半年按美元计价的进口累计同比增长19.9%，出口累计同比增长12.8%。出口增长相对稳定，主要原因除了美国经济持续复苏及其进口PMI指数保持强劲外，对贸易摩擦的避险情绪促使贸易商提前安排进出口也可能是主要原因之一。6月中国对主要国家的出口中，对美国出口同比增长与上月持平，对欧盟和日本的出口同比增速均有小幅下滑。
- ❖ **欧美是贸易顺差的主要支撑。**上半年中国实现贸易顺差1,396亿美元。其中，对美国和欧盟分别实现顺差1,522和611亿美元，分别占比109%和43%。分贸易方式看，上半年顺差主要来源于进料加工贸易，顺差占比110%，其次是一般贸易及其他方式贸易。分企业类型看，上半年顺差主要来源于民营企业，占比高达189%，其次是外商投资企业，国有企业贸易逆差形势不变。
- ❖ **下半年出口面临较大压力，顺差趋于收窄，净出口对GDP增长大概率仍为负贡献。**一方面，在中国扩大进口的政策下，进口增速仍有进一步提升的空间。中国自7月1日起降低日用消费品、汽车整车及零部件进口关税，未来可能还会继续出台降低关税政策，以满足中国居民的消费需求，提高本国居民的福利，有利于消费升级。另一方面，由于外需面临着较大不确定性，包括欧日经济复苏放缓、全球贸易摩擦升温、地缘政治风险、新兴经济体货币危机等，下半年出口增长不容乐观，并将对工业企业生产和进口贸易形成拖累。因此，贸易顺差或将趋于收窄，净出口对GDP增长可能继续为负贡献。

图 13:进出口贸易稳中有降



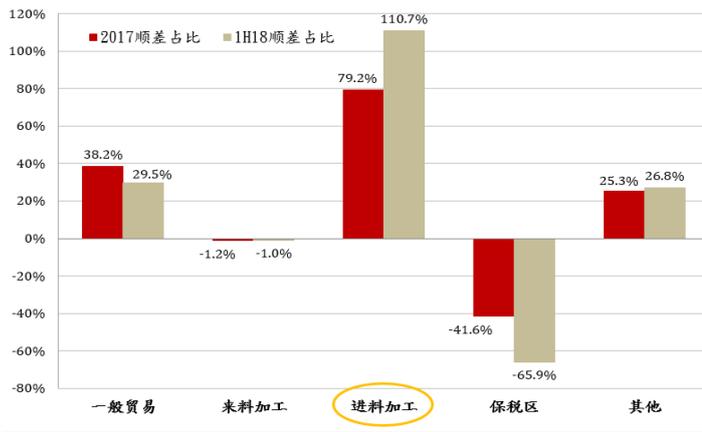
资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 14: 欧美是贸易顺差的主要来源



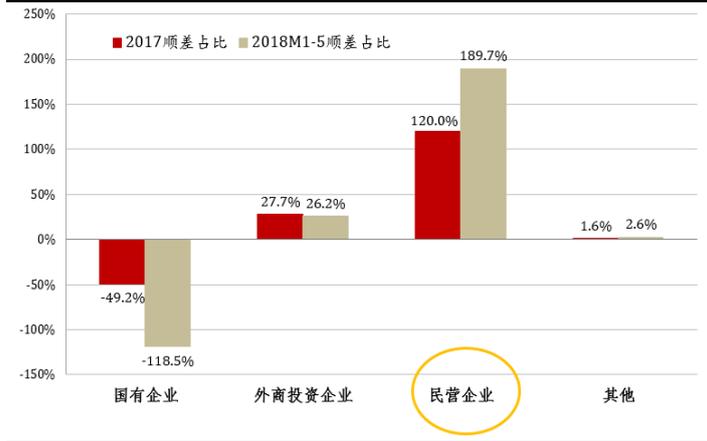
资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 加工贸易是顺差主要来源



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 16: 民营企业是顺差主要来源

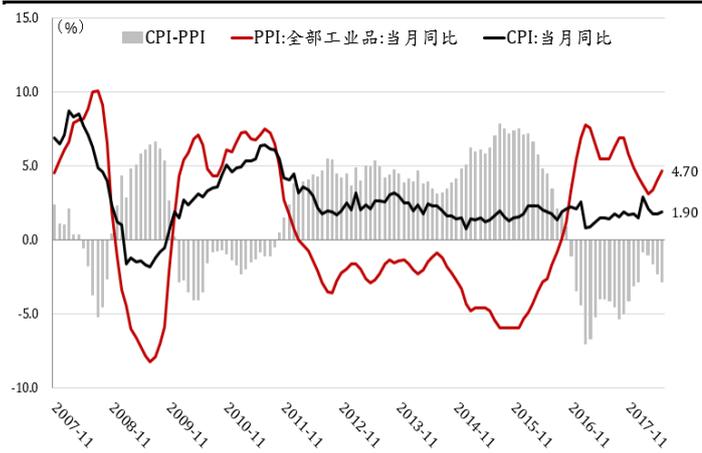


资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

#### 4. CPI 增长温和，PPI 相对强势，年内通胀无压力

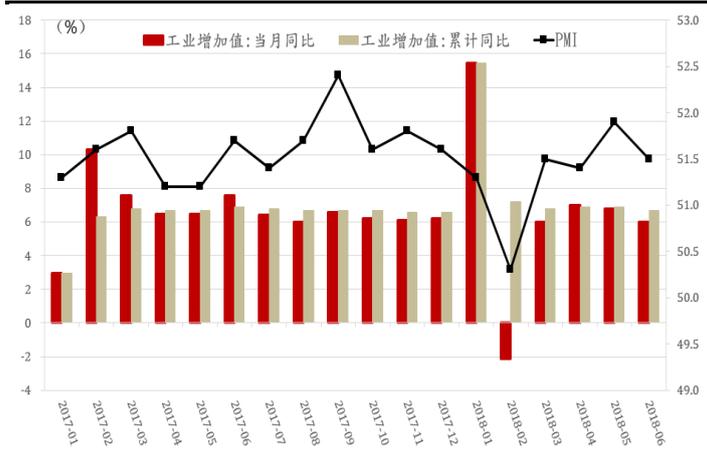
- ❖ 上半年 CPI 增长相对温和，势头料将在下半年持续。6 月 CPI 同比增速 1.9%，其中食品价格上涨 0.3%，非食品价格上涨 2.2%。6 月猪肉价格同比跌幅已开始收窄，环比也由负转正，猪肉价格继续下探的空间不大。一方面是由于目前猪粮比已跌破盈亏平衡点，猪肉价格已降至今年低位，另一方面是因为去年同期猪肉价格基数偏低所产生的基数效应所致。
- ❖ 上半年 PPI 相对强势，同比增速止跌反弹，预计仍有小幅上升空间，并在 3 季度见顶回落。PPI 同比增速在年初开始下滑，并在 4 月反弹，6 月同比增速上升至 4.7%。其中生产资料价格同比上涨 6.1%，是 PPI 的主要支撑因素，生活资料价格增长相对温和。5 月以来，中东地缘政治风险走高推升国际油价，CRB 商品价格指数、南华工业品指数也呈现上扬态势，同时，6 月 PPI 翘尾因素进一步抬升至 4.17%，这是 6 月 PPI 进一步上升的主要原因。7 月以来，主要工业品价格的涨幅已开始回落，由于去年 7 月 PPI 的基数仅小幅走高，PPI 的回落幅度将相对比较平缓。

图 17: CPI 温和上涨，PPI 止跌回升



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 18: 工业生产由强转弱



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

#### (二) 生产由强转弱，供需分化格局不可持续

- ❖ 1-5 月工业生产相对旺盛，具有一定“韧性”，但 6 月生产已开始向需求收敛。上半年，PMI 指数均在 50% 荣枯线以上的扩张区间，6 月 PMI 指数下降至 51.5%，比去年同期低 0.2 个百分点。从 PMI 分类指数看，生产指数、代表需求的新订单指数和新出口订单

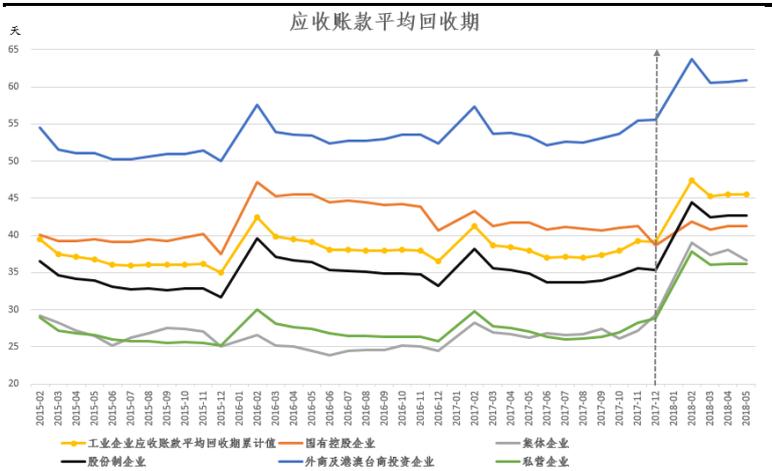
指数均有所下降，其中，新出口订单指数已下降至 49.8%。与 6 月 PMI 走弱相对应的是，6 月工业增加值同比增长下降 0.8 个百分点至 6%，上半年累计同比增长小幅下降至 6.7%。这表明终端需求相对疲弱的状况已传导至生产端，供需分化格局不可能长期持续，生产在逐步向需求端收敛。

- ❖ **上半年工业企业利润总额保持较高增长。**1-5 月全国规模以上工业企业实现利润总额 2.7 万亿元，累计同比增长 16.5%，5 月同比增长 21.1%。工业企业利润增速保持相对稳定，一方面主要得益于供给侧改革带来的价格冲击以及 5 月以来国际油价的持续攀升，石油相关行业的存货和生产动力提升，进一步促进相关行业生产增速提升。另一方面则是由于“幸存者偏差”，部分生产经营转弱的企业退出“规模以上”统计样本，不符合环保要求的小企业被清退而存活企业的市场份额进一步扩大，生存下来的企业大多具有一定的市场竞争力和活力。
- ❖ **下半年内外需均有压力，生产向需求收敛是大趋势，经济下行压力增大。**一方面，下半年经济增长“三驾马车”均有下行压力，终端需求的下行压力在 6 月份已开始传导至生产端，工业生产增速将有继续下行的压力。另一方面，年初以来，由于表外资产回表，银行表内资金成本逐渐上升。企业信用风险持续发酵，金融机构风险偏好普遍下降，企业信用扩张动力承压，融资受限将制约部分企业未来的正常经营活动。

### （三）供需失衡的重要原因：应收账款账期拉长

- ❖ **“紧信用”背景下企业资金链紧张，付款拖欠增加。**社会融资增速下降，企业销售回款大幅放缓，资金链紧张，导致投资需求下降，是总需求大幅低于总供给的重要原因。统计局公布的规模以上工业企业应收账款回收期数据显示，除国有企业以外，其他类型工业企业的账期均大幅拉长。企业利润难以变现为现金流，是企业投资需求下降的重要原因。

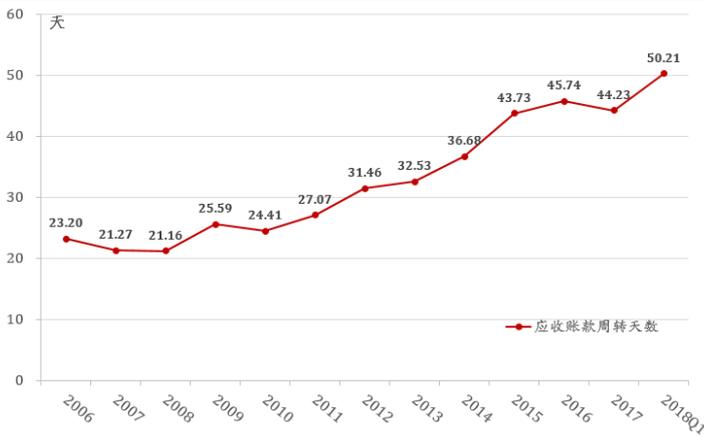
图 19:不同类型企业应收账款平均回收期情况



资料来源: Wind、招银国际研究

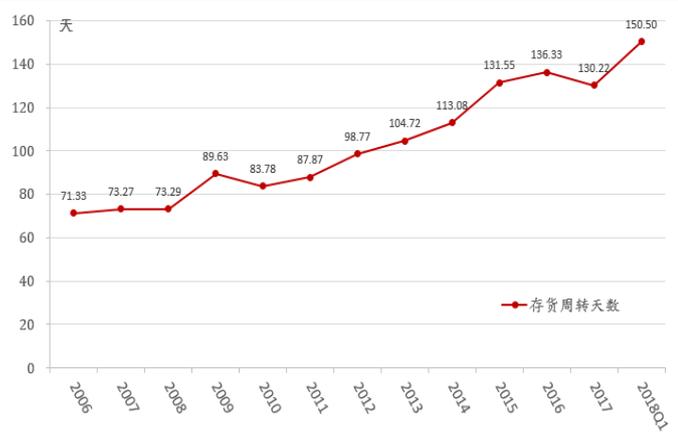
- ❖ **A 股上市公司应收账款与存货周转天数均不断上升，达到近十年高位。**由于统计局数据仅从 2015 年开始，为了考察长周期内企业资金回收情况，我们研究了 2006-2018 年 1 季度 A 股上市公司（剔除金融行业）的应收账款周转天数和存货周转天数，发现了账期拖长、周转率下降的趋势。在需求端下行的宏观经济背景之下，实体经济之间的资金流动容易出现供需不匹配的现象：一方面，资金需求方大量的应收账款难以收回；另一方面，拖欠了应付账款的上市公司持有资金并没有合理利用到需求端，而是用于偿还金融机构欠款，导致上市公司资金面恶化，违约事件频发。

图 20:应收账款周转天数拉长



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究, 研究样本为 A 股上市公司 (剔除金融行业), 右同

图 21:存货周转天数上升



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

#### (四) 激活信用有助于化解供需失衡

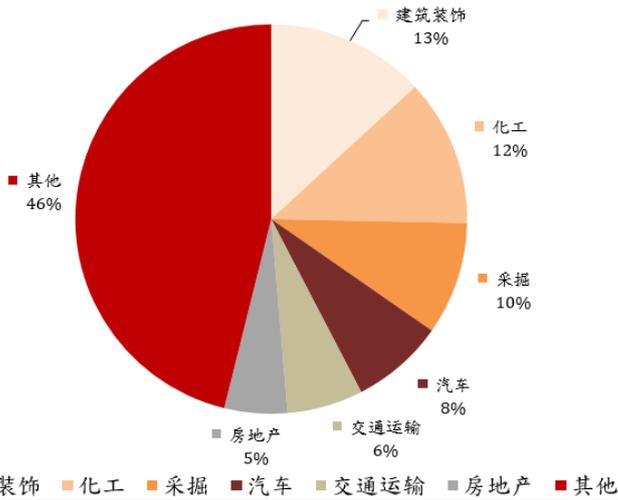
❖ 历史经验表明, 激活信用、适当提高企业资金可得性, 有助于缓解企业资金链紧张, 化解供需失衡问题。上世纪九十年代, 朱镕基总理治理“三角债”时总结出“注入资金、压货挂钩、结构调整、扼住源头、连环清欠”的口号。其中, 最关键的启动步骤就是“注入资金”。在目前信用紧缩的环境下, 要提高全社会资金周转效率, 支持企业合理扩大投资需求, 化解国民经济供需失衡问题。7月18日, 媒体报导, 近日央行对商业银行进行窗口指导, 要求银行增加贷款、增配低评级信用债投资, 并将相应额外给予 MLF 资金支持。要求较7月初报送贷款额度多增部分按 1:1 给予 MLF 资金, 多增部分为普通贷款, 不鼓励票据和同业借款。对于产业类信用债投资, AA+及以上评级按 1:1 比例给予 MLF, AA+以下评级按 1:2 给予 MLF 资金。这表明, 央行已经开始进行政策微调, 迈出了激活信用的第一步。

## 专题一：应收账款账期——分行业、分区域概述

### (一) 主要行业资金周转天数拉长

根据申万宏源行业一级分类，由于A股上市公司中前六大行业的营业收入占比达53.86%，因此我们选取该六大行业近12年的应收账款周转天数、存货周转天数、经营性净现金流数据，来分析上市公司的资金使用情况。

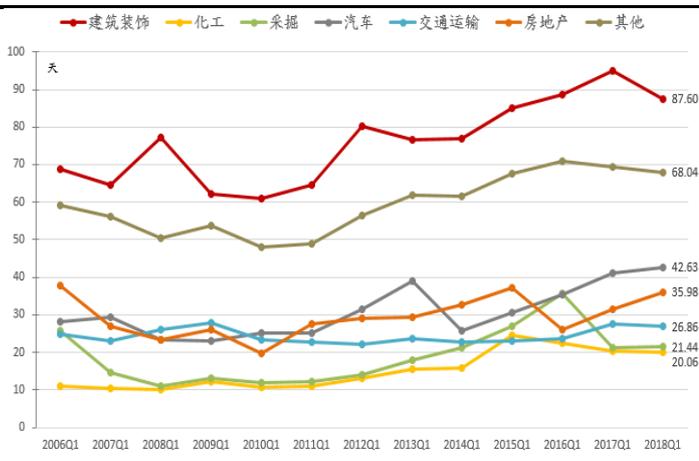
图 22:前六大行业应收账款金额占比



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

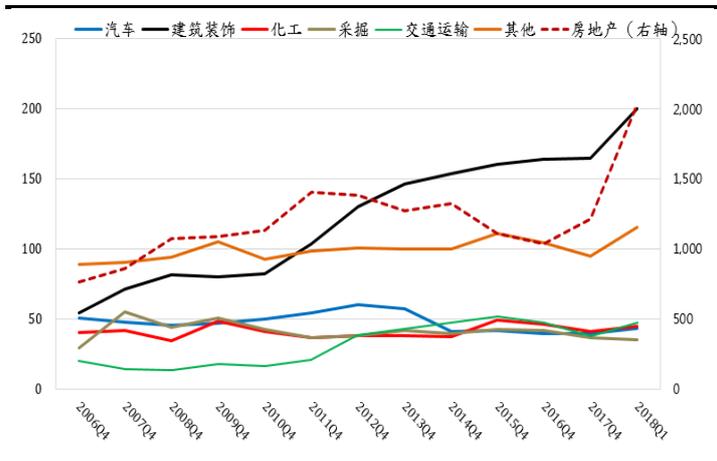
❖ 近12年内，六大行业应收账款周转天数均整体上升。A股上市公司账期拉长，坏账损失风险明显上升，资产流动性下降，资金链紧张。其中，房地产行业账期在2018年1季度大幅上升，一方面受到春节的季节性影响，另一方面也反映出部分房地产上市公司资金链紧张。从年度数据看，房地产行业账期一直处于各行业相对低位，主要是因为房地产行业多年以来一直处于卖方市场。采掘行业2017年—2018年1季度账期明显缩短，可能是由于国家供给侧改革不断推进，去产能化导致产品供不应求，出现卖方市场。从存货周转天数来看，各行业也存在明显的拉长现象。

图 23:主要行业应收账款周转天数



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

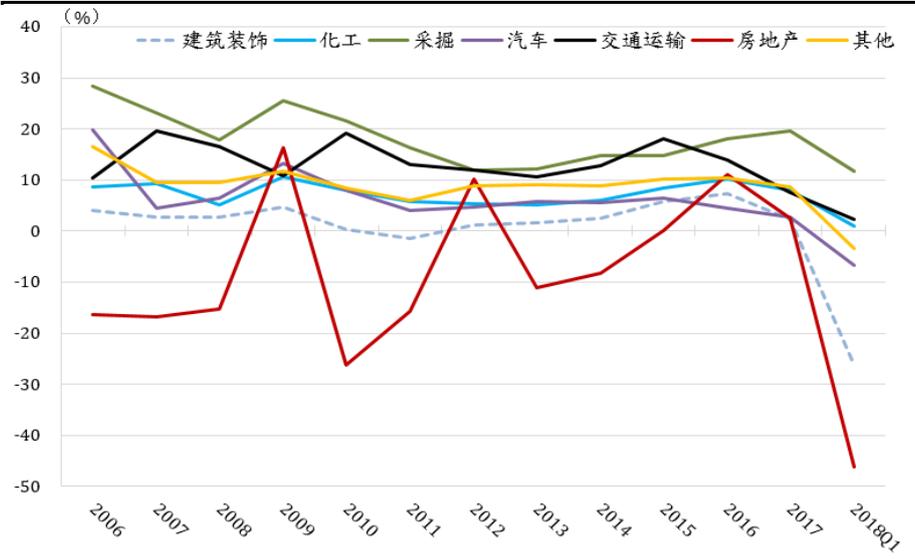
图 24:主要行业存货周转天数



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

❖ 经营性净现金流方面，六大行业中除采掘业以外，2016—2017 年营业收入质量全面下滑。经营性净现金流下降明显，经营性净现金流与营业收入的比值降低到 10 以内，甚至出现负值，流通环节资金压力较大，其中房地产行业表现尤其明显。2018 年 1 季度各行业经营性现金流进一步下滑，一方面有季节性因素的影响，另一方面也凸显了企业的资金面紧张程度。

图 25:A 股上市公司经营性净现金流/营业收入

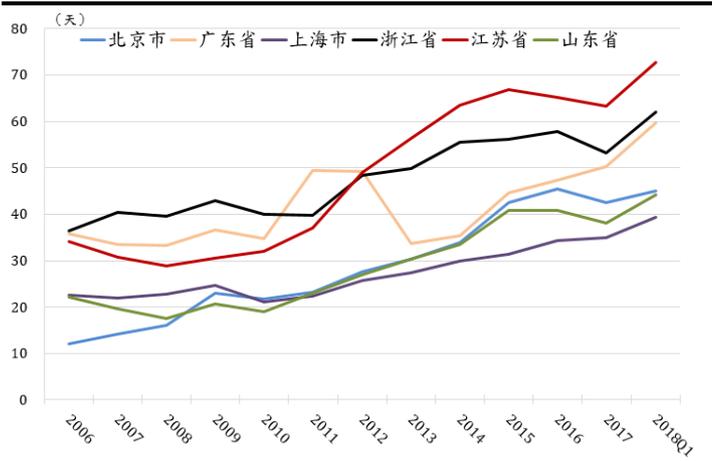


资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

## (二) 江苏、浙江、广东账期较长，北京、山东、上海账期较短

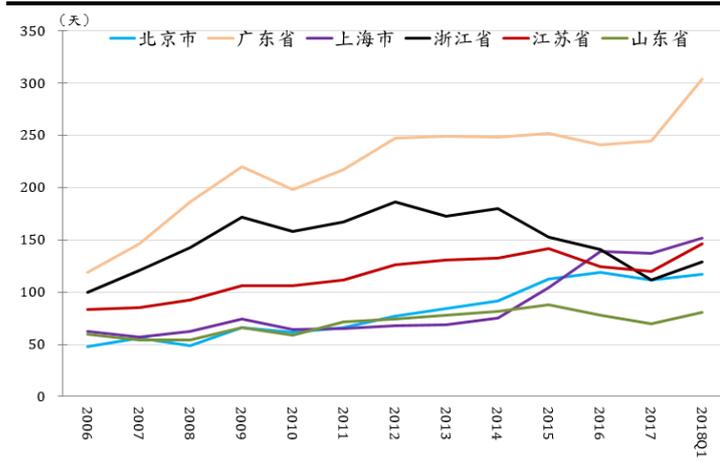
❖ 分地区看，所有 A 股上市公司营业收入比重最高的 6 个省市为北京、广东、上海、浙江、江苏和山东，其 A 股上市公司占全国所有 A 股上市公司营业收入的比重分别为 40.01%、10.14%、10.05%、4.40%、4.23%和 4.17%，合计 73%。其中，江苏、浙江、广东账期较长；北京、山东、上海账期较短。

图 26:各地上市公司应收账款周转天数



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 27:各地上市公司存货周转天数



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

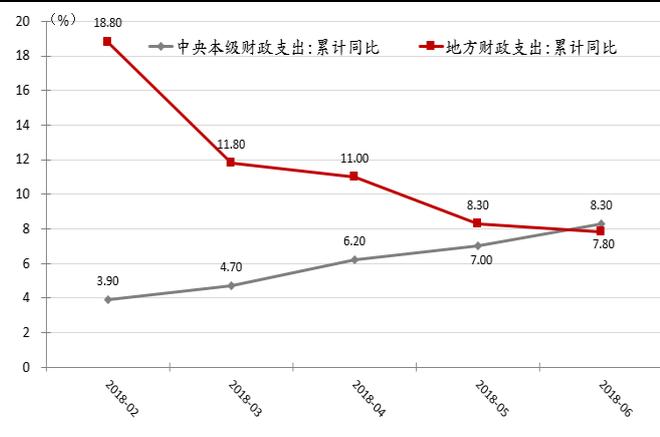
### 三、财政金融——

## 广义财政收缩，“宽货币、紧信用”下的利率双轨

### (一) 财政政策可望更加积极，“稳增长”与“防风险”并重

- ❖ 财政“狭义积极，广义收紧”加剧了信贷紧缩。上半年公共财政支出整体呈现放缓态势，虽然中央财政支出同比上升，但地方财政支出在严监管环境下同比大幅下降。一方面，受到资管新规的影响，表外非标投资明显缩量，基建投资增速下行较快，原有通过狭义财政撬动广义财政的模式受到约束；另一方面，为了防范地方政府债务风险，财政部“23号文”明令禁止银行对地方政府提供新增贷款，地方政府融资平台已经不能获得政府融资担保，而其自身信用又不足以支持银行对其增加贷款，因此把政府平台融资和支出考虑在内的广义财政明显收缩，这也是导致信贷需求下降和信用紧缩的原因。

图 28: 财政支出“收地方-放中央”



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 29: 公共财政收入增速快于上年



资料来源: Wind、招商银行研究院、招银国际研究

- ❖ 平衡“稳增长”与“防风险”，中央释放政策微调信号。随着防风险与去杠杆政策的大力推进，去杠杆过程中的次生风险值得高度警惕。宏观上表现为社融余额和广义信贷增速的大幅回落，并对短期经济增长形成较大的下行压力；微观上则表现为企业面临融资困境，以及由此引发的信用债违约潮。在此情况下，4月23日的政治局会议时隔三年再次提出“扩大内需”，发出了政策微调的信号。与此同时，4月25日财政部发文，提出加快下达转移支付预算、加快资金拨付进度、减少置换债券发行后资金停留国库时间等要求，并下发了《地方财政预算执行支出进度考核办法》的通知，预计下半年财政支出有望低位回升。
- ❖ 下半年财政政策可望更加积极。本次“扩大内需”政策组合的关键在于如何实现“高质量增长”，避免走推高基建和刺激商业地产需求的“老路”，因此财税体制改革的深化将成为下半年财政政策的重要抓手。一是优化支出结构，财税政策向新经济等领域倾斜。2018年政府工作报告明确提出加大对三大攻坚战的支持，财政支出更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜。二是激发市场活力，加快减税降费政策落地。上半年，国务院常务会议两次推出减税措施，明确支持制造业、小微企业等实体经济发展，大力支持创业创新发展，预计全年将减轻市场主体税负超过4600亿元。预计下半年中国将进一步推进增值税改革，降低生产环节税收；加快个税改革落地，降低工薪阶层个税负担，增加居民可支配收入。同时，广义财政方面，在对地方政府隐性债务进行摸底和排查的基础上，可能会通过规范的渠道让银行对地方政府平台提供新增融资。

图 30：2018 年上半年国务院减税降费政策梳理

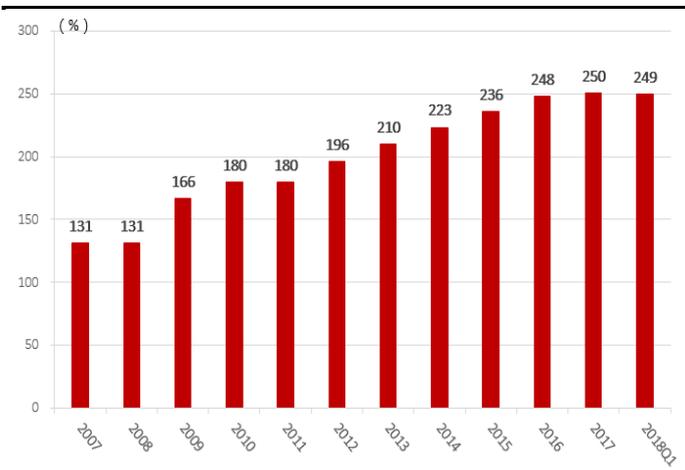
时间	政策	具体措施
3月28日	提出完善税制，支持制造业、小微企业等实体经济发展	1、将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%，预计全年可减税2400亿元。 2、统一增值税小规模纳税人标准。将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由50万元和80万元上调至500万元，并在一定期限内允许已登记为一般纳税人的企业转登记为小规模纳税人，让更多企业享受按较低征收率计税的优惠。 3、对符合条件的装备制造业等先进制造业、研发等现代服务业企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的进项税额予以一次性退还。
4月25日	推行7大减税措施，支持创业创新和小微企业发展	1、将享受当年一次性税前扣除优惠的企业新购进研发仪器、设备单位价值上限，从100万元提高到500万元。 2、将享受减半征收企业所得税优惠政策的小微企业年应纳税所得额上限，从50万元提高到100万元。 3、取消企业委托境外研发费用不得加计扣除的限制。 4、将高新技术企业和科技型中小企业亏损结转年限由5年延长至10年。 5、将一般企业的职工教育经费税前扣除限额与高新技术企业的限额统一，从2.5%提高至8%。 6、对纳税人设立的资金账簿按实收资本和资本公积合计金额征收的印花税减半，对按件征收的其他账簿免征印花稅。 7、将目前在8个全面创新改革试验地区和苏州工业园区试点的创业投资企业和个人天使投资个人投向种子期、初创期科技型企业的按投资额70%抵扣应纳税所得额的优惠政策推广到全国。
4月	降费政策	1、停征、免征和调整部分行政事业性收费； 2、降低部分政府性基金征收标准； 3、第一批降低一般工商业电价措施自4月1日起执行； 4、申报扣除财产损失不再报送相关材料。

资料来源:招商银行研究院、招銀国际研究

## (二) 金融政策结构性放松，“去杠杆”转向“稳杠杆”

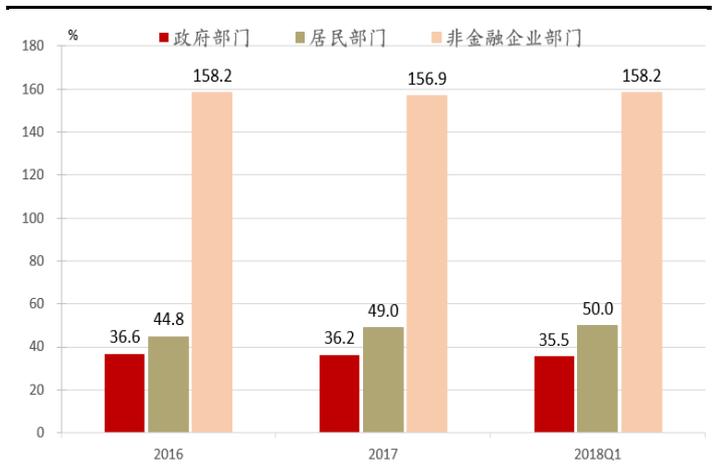
- ❖ “去杠杆”取得阶段性成果，监管主基调大概率保持不变。2008 年国际金融危机之后，中国宏观杠杆率快速上升，2016 年末高达 247.6%，因此 2017 年把“去杠杆”列为三大攻坚战之首。此后一年多，中国宏观杠杆率上升势头明显放缓，2018 年 1 季度中国杠杆率比 2017 年末下降了 1 个百分点，总杠杆率得到有效控制。随着上半年资管新规的正式颁布，金融同业杠杆率大幅下降。央行在 1 季度中国货币政策执行报告中指出，“金融体系控制内部杠杆取得阶段性成效”。下半年，预计监管主基调大概率保持不变。

图 31:中国宏观杠杆率上升势头放缓



资料来源:Wind、招商银行研究院、招銀国际研究

图 32:居民加杠杆，企业稳杠杆，政府去杠杆



资料来源:国家金融与发展实验室、招商银行研究院、招銀国际研究

- ❖ 防范化解系统性金融风险的壓力增加，下一步“去杠杆”的重点将落在调整实体杠杆结构上。随着银行资产端的收缩，“紧信用”环境下实体部门的负债端开始被动收缩，如果继续当前严厉的金融监管政策，债务违约事件可能将在今年 3 季度到明年 1 季度大幅度增加，多起事件交织影响，可能触发系统性风险。从结构上看，实体杠杆过高的现象存在内部分化，地方政府和国有企业两个领域是高杠杆的重灾区，而受此轮去杠杆冲击较大的中小型企业并非是去杠杆的主要目标。因此 4 月 2 日，中央财经委员会召开第一次会议，首次提出“结构性去杠杆”，为打好防范化解金融风险攻坚战划定基本思路，并分部门、分债务类型提出不同要求，要求地方政府和国有企业尽快把杠杆降下来。同时，由于这两类负债规模过大，为守住不发生系统性风险的底线，需要把握好结构性去杠杆力

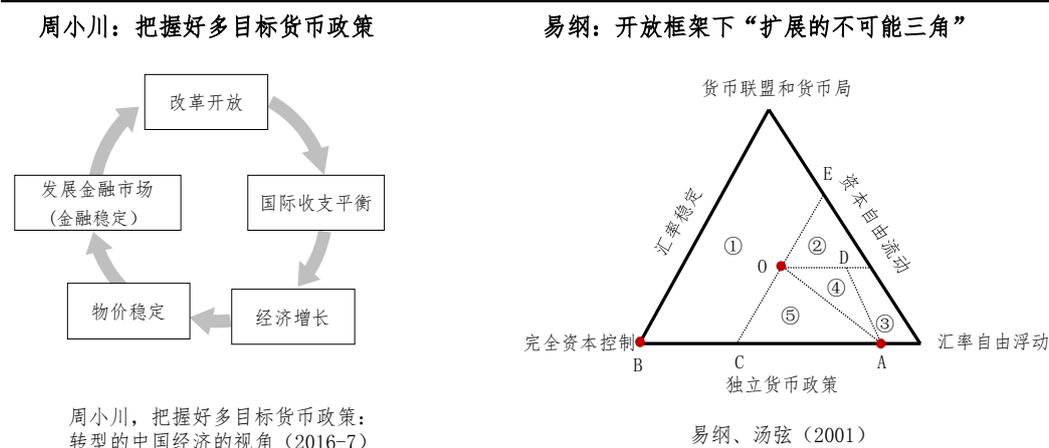
度和节奏。下半年预计延续采用“金融+财政”的手段稳杠杆，然后再通过地方债置换、转移支付、债转股等方式处置存量债务，化解风险，实现稳步降杠杆。

❖ **货币政策结构性宽松有望延续，但在“去杠杆”的大背景下，货币政策能够调整的空间有限。**6月27日，央行货币政策委员会2018年2季度例会上，货币政策的措辞较之前略有调整：将“维护流动性合理稳定”调整为“保持流动性合理充裕”；在“稳健的货币政策保持中性”基础上增加了“松紧适度”等。上述变化表明，下半年货币政策或将延续上半年的结构性宽松，但放松空间有限：一方面要持续推进结构性去杠杆，保持政策定力，因此“宽货币、紧信用”的局面将贯穿全年；另一方面，受到全球货币政策周期的影响，利差收窄和资金外流压力限制国内货币政策的放松空间。央行行长易纲指出，作为一个经济大国，中国应保持货币政策的独立性，中国货币政策关注的重点应该是国内的宏观经济形势，应当服务于实体经济。因此，当前的货币政策既要在金融去杠杆、稳增长、防范金融风险等方面寻求平衡，也要在保证货币政策独立性的基础上，在汇率自由浮动和资本自由流动方面各有所取。

❖ **下半年，可能的宏观调控政策包括：**

(1) **继续定向降准，引导资源进一步向小微企业倾斜。**今年上半年，央行进行了三次定向降准，其中包括置换MLF到期资金，6月20日，国务院常务会议确定了进一步缓解小微企业融资难、融资贵的多项措施。考虑到表内依然有较高的法定存款准备金率，年内或仍存在降准可能。此外，为配合定向降准，可能通过定向PSL、加强MPA考核等方式，鼓励资金流向小微企业，保证对普惠金融定向支持的效果。

**图 33：两任央行行长关于货币政策目标的视角**



资料来源:招商银行研究院

(2) **增加信贷投放能力，修复信用债融资功能。**在“紧信用”延续的情况下，非标融资收缩明显，但由于信贷增长受制于信贷额度约束，债券融资受制于信用风险发酵，因此信贷和债券融资并未对非标融资的快速收缩形成替代，从而导致社会融资继续萎缩。预计下半年资管新规细则可能较预期宽松，表内信贷增速将略高于上半年；同时随着风险缓释政策信号释放，信用债净融资也可能有所回升。

(3) **受外部环境约束，央行或将加息以保持汇率稳定。**国际收支的整体平衡是维持人民币汇率稳定的基础条件之一。当前由于中美货币政策分化，中美利差持续收窄，下半年预计美联储仍有2次加息操作，受此影响，资本外流及国际收支失衡压力增大，人民币汇率承压。中国央行或将跟随上调政策利率，以抵御美国加息带来的冲击，稳定市场预期。

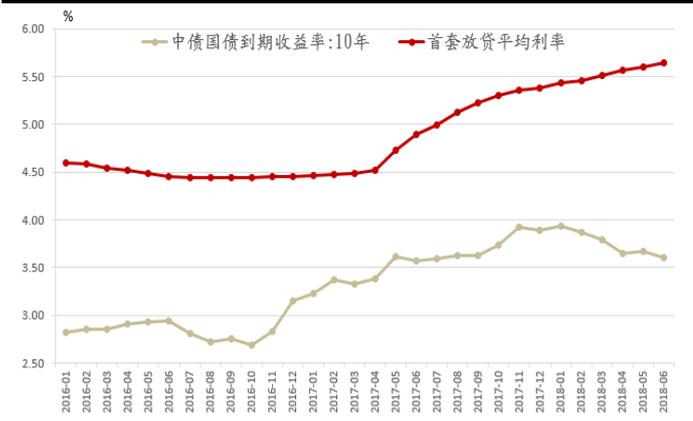
(4) **如果贸易摩擦加剧导致稳增长压力加大，监管部门可能会出台政策，鼓励银行支持重点领域和薄弱环节，稳定社会融资规模增速。**作为配套，为防范资金过度流向房地产，房地产税立法有望实质性加速，并加大宣传力度，抑制居民投资性购房冲动。

### （三）“宽货币、紧信用”下，利率双轨分化，信用风险上升

#### 1. “宽货币、紧信用”是利率双轨的最大成因

❖ “紧信用”推升了表内信贷利率。年初以来，由于银行表外资产先于负债回表，银行存款增长乏力，银行负债成本持续上升，结构性存款利率与大额存单利率均有一定程度提高，信贷利率由此也开始上升。股份行对公贷款利率中位数上行 35 个 bp，首套房贷平均利率上行 26 个 bp。“宽货币”导致市场利率下行。年初以来，在“防风险”底线，央行操作表现出明显的流动性呵护意图，银行间流动性因此相对充裕，市场利率持续走低，10 年期国债到期收益率下降了 28bp。

图 34:利率双轨



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 35:今年以来央行三次降准的目标和规模

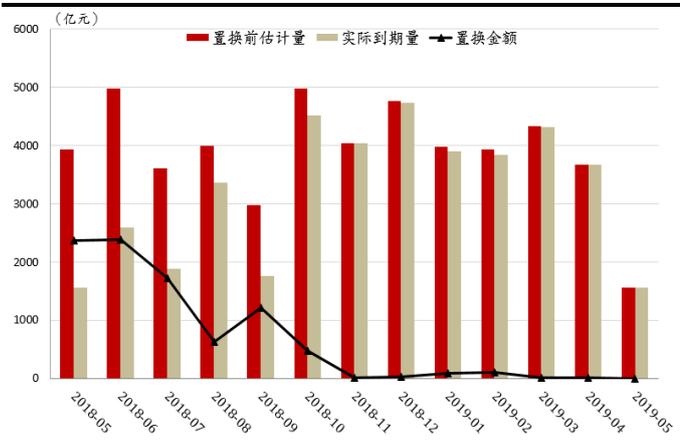
时间	降准目标	规模
1月25日	支持金融机构发展普惠金融业务	3000亿
4月17日	偿还央行的中期借贷便利 (MLF)	4000亿
6月24日	进一步推进市场化法治化“债转股”，加大对小微企业的支持力度	7000亿

资料来源:招商银行研究院、招银国际研究

#### 2. “宽货币”为市场持续注入流动性

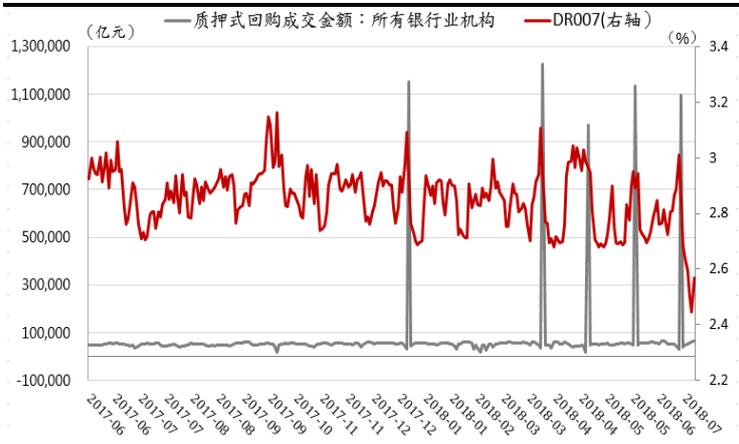
- ❖ 年初以来中长期流动性投放增加，三次降准、一年期 MLF 超量续作以及 PSL 投放力度加大是 2018 年上半年市场流动性好转的主要原因。今年央行三次定向降准，共释放资金 1.4 万亿人民币，虽然政策目标和侧重点均有所差异，但缓解小微企业融资难融资贵的表述却贯穿始终，体现了政策向小微企业倾斜的意图。
- ❖ 银行间市场量价关系能够很好地反应整体流动性：3 月末、4 月末，银行间市场价格飙升，成交量大涨；4 月底降准置换 MLF 后，5 月末银行间市场成交量仍然高企，但价格比较稳定；6 月，由于缴准缴税和半年末考核的因素，各种压力集中。进入 6 月份以来，特别是贸易摩擦升级后，央行继续通过各种公开市场操作呵护流动性。

图 36:MLF 各月到期金额



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

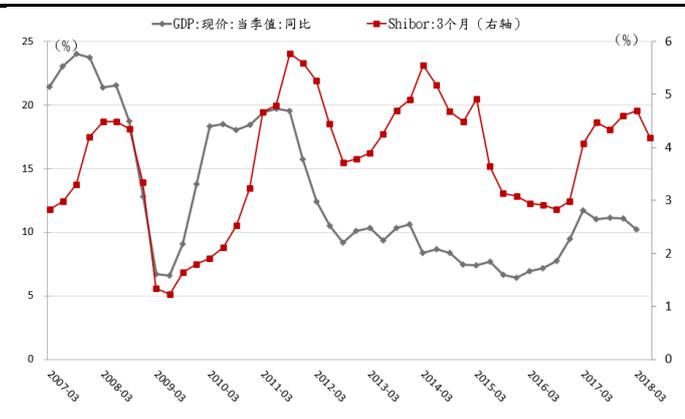
图 37:银行间市场量价走势



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

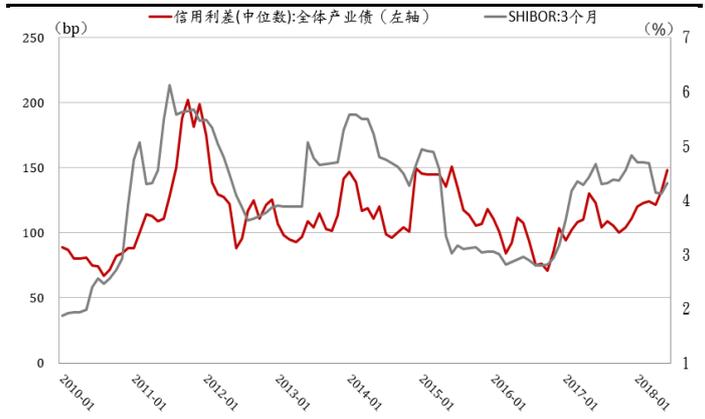
- ❖ 无论是政策面的表态还是经济面的信号都反映出货币市场利率已经步入缓慢下行的周期，下半年整体流动性依然较为乐观。从政策面来看，流动性“合理充裕”替代了“合理稳定”，货币政策的边际变化趋于明朗。今年以来央行三次降准、5月份MLF抵押品扩容以及7月17日下调国库现金定存招标利率，均意味着稳健中性的货币政策实质上转变为了结构式的定向宽松，可以在一定程度上支持实体融资，缓解信用风险释放的压力。从基本面来看，3个月Shibor的高点往往出现在名义GDP增速向下的拐点附近，而历年的8、9月份又是货币市场利率波动相对较小的时期，因此流动性稳中偏松的局面可能在第三季度延续。
- ❖ 虽然在定向降准后，流动性宽松格局有望延续，但流动性缓和的程度还取决于风险事件的进一步演绎。（1）从信用风险来看，货币市场利率已经见顶，但信用利差仍在上升。历史经验表明，在信用利差继续抬升的过程中，货币市场利率将继续下行并徘徊在低位，直至信用利差见顶回落。展望下半年，监管部门有望出台结构性政策控制信用利差走扩的趋势，在这种情况下，货币市场利率有望见底。（2）从贸易摩擦风险来看，央行今年第三次降准的时间点（7月5日）与美国对中国商品加征关税的时间点（7月6日）十分接近，货币当局或许会通过货币政策工具对冲潜在的贸易风险。然而，中美贸易冲突的进程反复，如果贸易冲突缓和，去杠杆得到良好的外部环境支持，流动性或从稳中偏松转回平衡。

图 38: Shibor 与名义 GDP 的走势高度相关



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 39: Shibor 与信用利差的走势

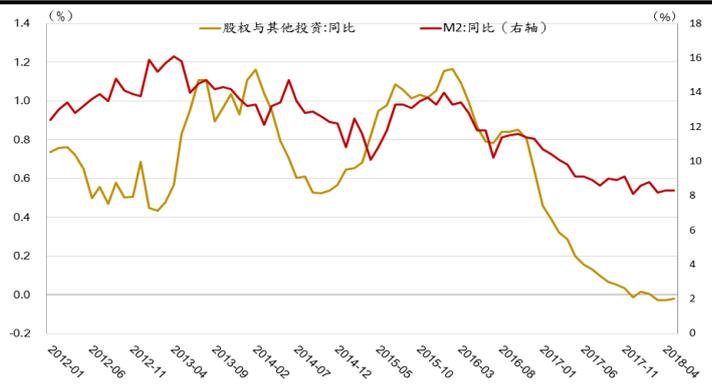


资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

### 3. “紧信用”使融资环境收紧，信用风险发酵

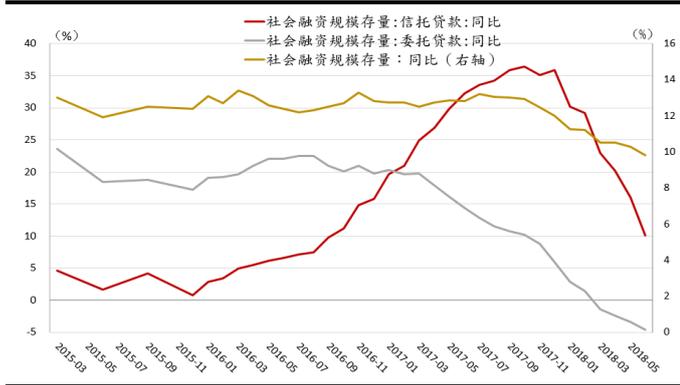
- ❖ 金融强监管、减通道、去杠杆使 M2 和社会融资规模存量增速大幅下降，实体经济融资环境进一步收紧。受金融去杠杆影响，商业银行“股权与其他投资”科目增速大幅下降，M2 增速也随之大幅下行。同时，社融存量增速出现趋势性回落。6 月份社融存量增速为 9.8%，较 2017 年底回落 2.2 个百分点，涉及地方融资平台和房地产等融资的委托和信托贷款增速较去年底分别回落 10.5% 和 25.8%。

图 40: M2 增速下降与金融去杠杆关系密切



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

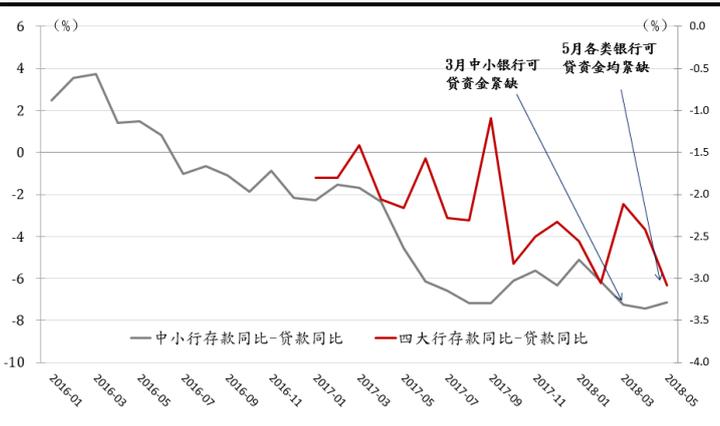
图 41: 表外融资收缩造成社融总量回落



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

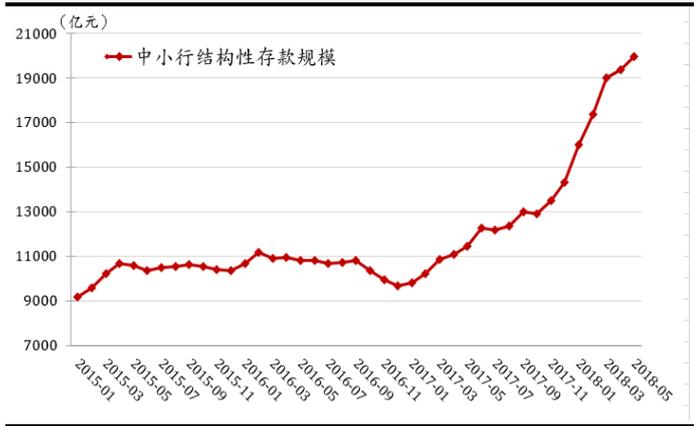
❖ 同时，随着监管不断收紧，前期末外业务无序扩张带来的回表压力，使得银行负债荒问题逐渐凸显。中小银行存贷款规模增速差 2 季度最低达到-7.44%，均创近年新低。四大行存贷款规模增速差也下滑至-3.08%，呈现出大中小行齐缺钱的局面。揽储压力下，中小银行结构性存款爆发式增长。结构性存款的高增长，既是负债端压力的重要表征，又推高了表内资金成本，为缓解实体经济融资难、融资贵的问题带来了严峻的挑战。

图 42: 银行存贷款规模增速差



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 43: 中小行结构性存款高增长



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

❖ 2018 年下半年社融规模存量增速料将触底反弹，我们预判大概率回归 10% 以上。主要逻辑有以下几点：其一，“去杠杆”和金融严监管是本轮信用收缩的主要原因之一，但行业规范后未来的政策冲击会逐渐减弱；其二，今年央行的三次降准可能意味着对前期略微偏紧的货币政策和信贷状况作出修正，适当补充流动性，资管新规细节也很可能放松；其三，从社融结构来看，债券融资和委托贷款在社融存量中占比较大，伴随着债券收益率的下降，债券融资分项已经从去年 11 月底开始连续反弹，而委托贷款增速距离触底也已不远，如果二者同时回升，社融存量增速将随之反弹，信用收缩对实体经济中居民和企业融资的影响会逐渐扭转。

❖ 受“紧信用”影响，表内贷款利率高企，企业利息负担陡增。最近一轮“负债红利”始于 2015 年初，终于 2018 年 2 月。在此期间，企业负债的扩张并没有同等幅度地引起利息支出的增加。2016 年 4 季度银行表内利率快速抬升，企业“负债红利”开始快速收窄，2018 年 3 月企业的利息支出增速（10.9%）大幅超过负债增速（5.8%），“负债红利”逆转，企业偿债压力陡增，但 4 月后企业利息支出增速小幅下降，与负债增速之差缩窄，利息负担边际好转。

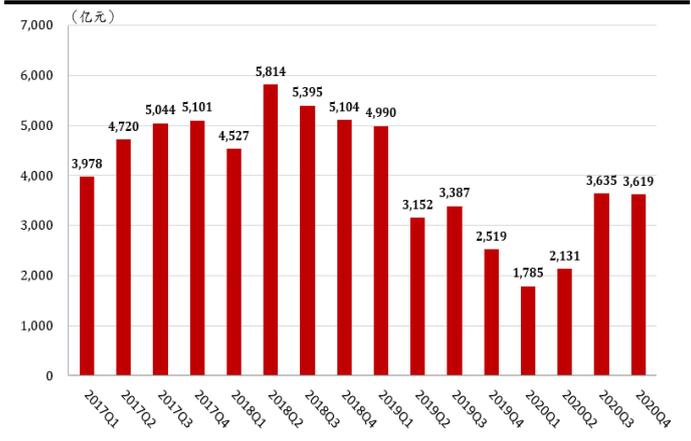
❖ 受“紧信用”影响，上半年债券市场违约事件增加，信用风险上升。上半年新增违约发行人 11 家，涉及新增违约债券 18 期，违约规模合计 192.7 亿元。从下半年到期情况来看，AA 级以下企业信用债到期 1.05 万亿，中低评级信用主体到期资金周转压力较大。

图 44:工业企业“负债-利息支出”组合



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 45:AA 级以下信用债到期分布



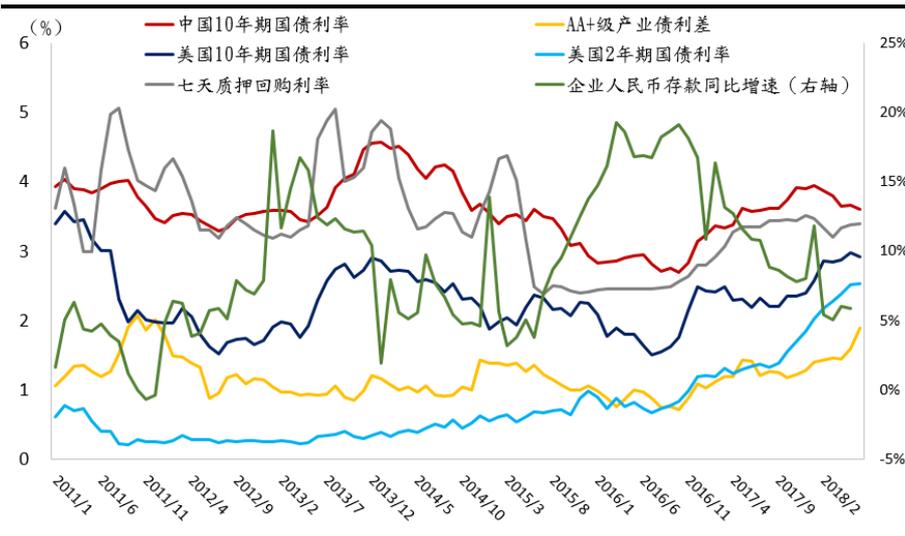
资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

❖ 目前违约事件主要集中于企业资产负债率偏高、资金周转依赖于再融资的民营企业，特别是传统行业的民企。除了首先爆出来的民企信用风险之外，房地产、城投平台等亦值得关注。年初以来 AAA 信用债发行占比高达 80%，中低评级主体融资难问题在债券市场和信贷市场中表现一致。降低宏观负债率的政策取向不再适用于高杠杆的经营方针，传统行业逐渐被新动能取代，对于这些行业而言，爆发信用事件难以避免，这将带来阵痛，但长期来看信用风险总体可控。

#### (四) 利率中枢料将反弹，双轨有望收敛

❖ 利率平价、流动性松紧、市场避险情绪以及企业资金面这四个因素对中国 10 年期国债利率的影响较大。以中美 10 年期国债利差、银行间市场七天回购平均利率、信用债利差和企业存款同比增速作为利率平价、流动性松紧、市场避险情绪和企业资金面的代理变量，通过最小二乘回归，我们发现上述四个变量与中国 10 年期国债利率显著相关。其中，中美利差、R007 与 10 年期国债利率呈正相关关系，信用债利差和企业存款同比增速与 10 年期国债利率呈负相关关系。

图 46:10 年期国债利率走势及其影响因素



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

❖ 今年 1 月底至今，这四个影响因素的合力使利率持续下行。中国 10 年期国债利率不断走低，同期美国 10 年期国债利率不断走高，中美利差收窄；上半年货币政策边际放松，银行间流动性稳定，R007 呈震荡下降趋势；受到信用收缩和流动性风险加大的影响，信用利差的中枢上移；“紧信用”也同时带来了企业资金面的紧张。分析下一步长端利率走势的关键也在于判断上述四个影响因素的变化方向。

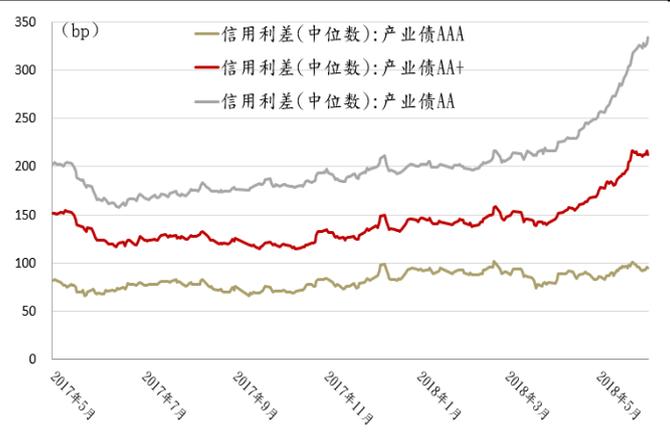
- ❖ **从利率平价分析，美联储大概率将继续渐进加息，为中国长端利率带来上行压力。**美国目前经济增长强劲，通货膨胀率稳定，支持美联储采取更多的加息行动，美联储将保持渐进加息的步调；联邦基金利率期货也显示，美联储大概率将在9月进一步加息。7月16日，中国10年期国债利率为3.48%，美国10年期国债利率为2.85%，相差63个bp，若下半年美国加息1-2次，美债利率继续走高，在利率平价的约束下，中国长端利率将有上行压力。
- ❖ **从流动性分析，下半年流动性仍将维持宽松。**央行保持流动性合理充裕，上半年三次定向降准，目的在于优化结构，缓解小微企业融资困难，缓释信用风险。下半年仍有降准可能，流动性总体仍将维持宽松。但有鉴于目前银行间市场的流动性已足够宽松，下半年政策边际放松的主要目的为调节信用紧缩的现象，R007可能仍在低位徘徊，不会继续下行。
- ❖ **从市场避险情绪分析，受信用风险发酵刺激，市场避险情绪升温，若不采取措施，则信用利差仍有走阔的可能。**城投债和产业债AA+和AA级信用债利差在4月份以来大幅抬升，AAA级信用债利差则比较稳定；4月末降准短期内改变了利差，但近期情况又开始恶化，市场避险情绪高涨。造成这一趋势的原因有以下几点：首先，资管产品净值化转型的背景下，市场对信用风险的容忍度下降；其次，在表外业务转表内的大背景下，表内资金更偏好高等级企业融资；最后，影子银行收缩，非标融资受阻，信用风险升温，中低评级信用主体发债难度大增。

图 47:城投债信用利差走势



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 48:产业债信用利差走势



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

- ❖ **从企业资金面分析，如果监管部门采取措施缓解信用紧张，下半年可能有部分资金流出利率债市场。**从历史上来看，企业资金面越紧张，用来购买国债的资金越少，“收入效应”使得10年期国债利率走高。但今年的逻辑则有所不同，企业资金面紧张的原因主要是银行惜贷，信用利差分化，资金流向利率债，“替代效应”引起10年期国债利率下行。
- ❖ **结合这四个因素，下一步中国10年期国债利率的走势，关键看监管部门会不会采取措施压低信用利差，同时支持银行对企业增加贷款。**如果采取这一措施，那么在美国加息、R007下行空间有限、信用利差回落、银行对企业放款增加（相应地减持利率债）的影响下，10年期国债利率可能走高，中枢为3.6-3.8%之间，表内贷款利率与国债利率的分化有望收敛。

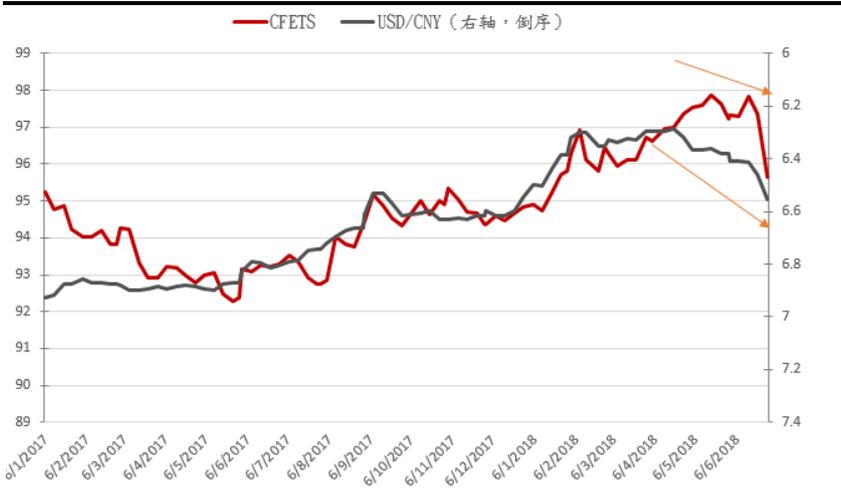
## 四、外部均衡——

### 贸易摩擦和扩大开放下的人民币汇率展望

#### (一) 美元指数是人民币汇率变化的主要驱动因素

- ❖ 2018年以来，人民币兑美元汇率和CFETS人民币汇率指数都呈现出先升后贬的走势。2018年1-3月，人民币兑美元汇率累计升值3.5%；4月至6月中，人民币兑美元汇率开始逐渐贬值，累计贬幅2.4%。年初截至6月中，CFETS指数累计升值超过3%。不过6月中旬以来，人民币汇率加速贬值，一个月间人民币兑美元汇率下跌3.6%，CFETS指数下跌2.4%，市场开始担忧人民币将进入持续贬值通道。

图 49:上半年人民币汇率先升后贬



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

- ❖ 人民币兑美元汇率与美元指数高度相关。2016年初至2018年6月15日，人民币汇率与美元指数的相关系数达到0.85。2017年，美元指数贬值10.7%，人民币汇率升值6.8%，人民币汇率对美元指数的敏感系数约为0.64。在今年1月央行宣布将逆周期调节因子恢复中性后，对人民币汇率的官方干预降低，美元兑人民币中间价主要由“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”两个市场因素决定。由于人民币对一篮子货币汇率大体保持稳定，美元指数的波动对人民币汇率的影响加大。
- ❖ 6月初以来人民币兑美元汇率快速贬值是对前期美元升值的滞后反应。受到美国经济表现亮眼、美联储加息次数上升以及贸易摩擦影响，今年5月底美元指数突破90整数位后快速升值，升幅达5%，但同期人民币贬值幅度仅为1.7%；6月中至7月中，美元指数基本保持稳定，但人民币兑美元汇率则“补跌”超过6%。

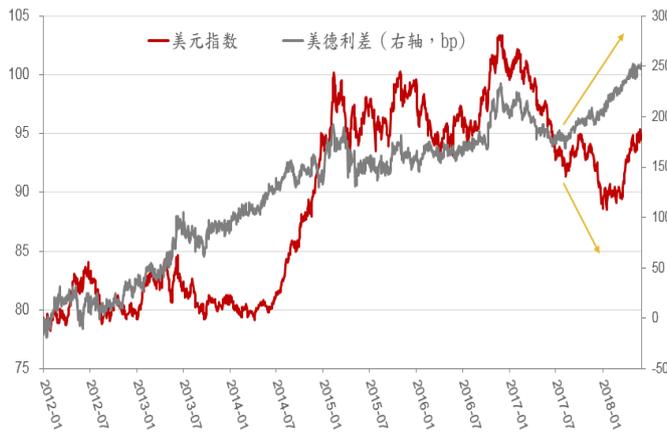
#### (二) “三因素”分析人民币汇率走势

除了美元指数外，上半年人民币汇率波动还主要受到跨境资本流动和中美贸易摩擦的影响，判断下一步人民币汇率的走势，应当主要从上述三个因素出发。

##### 1. 美元指数进一步上行空间有限

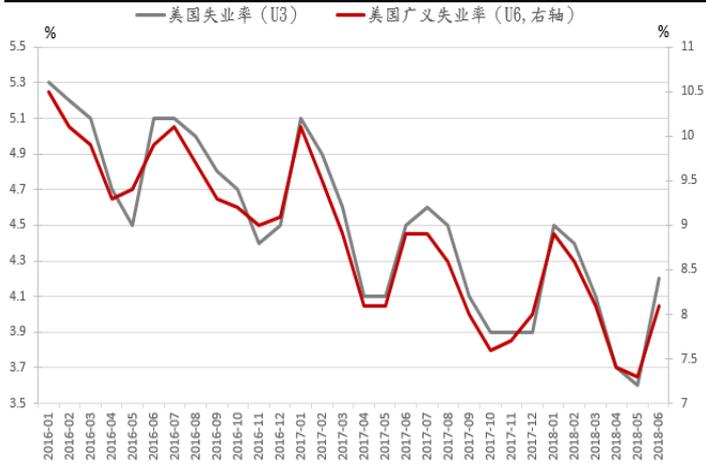
- ❖ 今年上半年以来，美国经济基本面表现相较其他国家优异，然而1季度的美元指数并未能反映经济表现的相对强弱，美元指数一度跌破90，美德利差则在1季度一路上行30bp，与利率平价产生背离。其中主要原因在于今年初市场基于2017年的经济数据延续了“美弱欧强”的预期，高估了欧洲、日本和新兴经济体的经济复苏进程，低估了美国经济增长和通胀回升。

图 50:美元指数和美德利差与利率平价背离



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 51:美国失业小幅反弹, 仍处历史低位



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

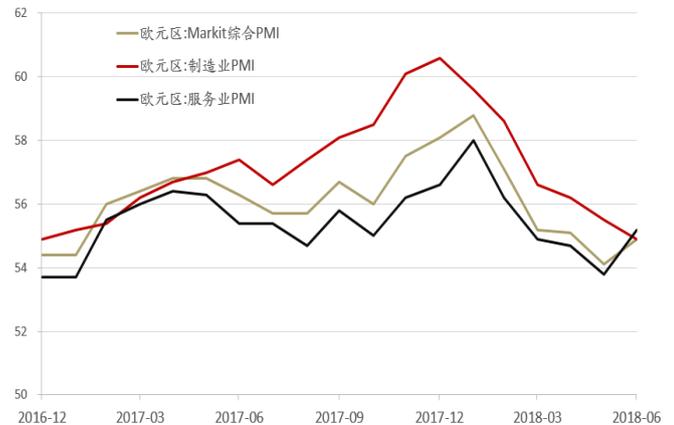
- ❖ 今年 4 月以来, 美元指数重回强势, 从不到 90 一路上行至超过 95, 涨幅超过 6%, 主要原因在于欧美经济表现和货币政策的分化。上半年欧洲和日本经济增长放缓, 通胀亦疲弱, 货币政策立场趋于鸽派。相较之下, 美国的经济表现可谓“一枝独秀”, 在薪资增长和油价推动下, 美国通胀水平已达联储目标, 年内美联储预期加息次数也由 3 次上升为 4 次。由于美国经济走势和货币政策超预期, 叠加全球贸易摩擦推升全球避险情绪, 全球资本回流美国, 美元指数走高。

图 52: 6 月美国通胀已达联储目标



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 53: 6 月欧元区 PMI 出现反弹



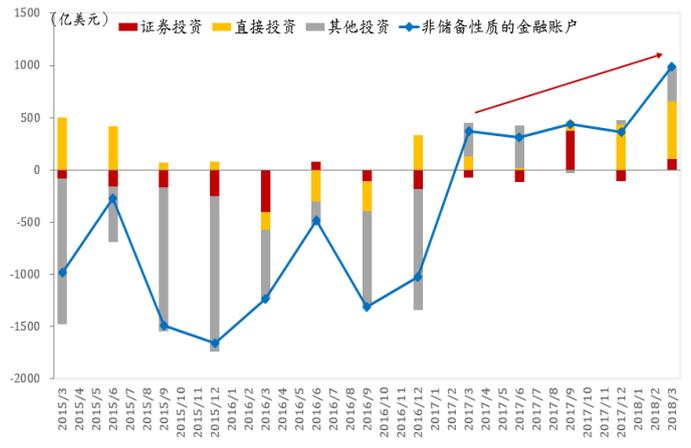
资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

- ❖ 下一阶段美元指数上行空间有限, 年内高点可能在 98 左右。美元指数在 4-5 月快速上行后在 95 附近震荡盘整, 已较为充分地吸收了美国经济基本面和货币政策变化的预期 (年内美联储加息 4 次)。除非美国经济和政策再度超出预期, 美元指数才有可能进一步单边升值。假设今年加息 4 次, 明年加息 3 次, 2020 年美国的政策利率就将达到 3.5-3.75% 的中性水平, 届时叠加经济周期的影响, 美国经济可能重新进入衰退。对此市场是有充分预期的, 今年年末美国经济增速有可能触顶回落, 美元指数进一步上行将遇到阻力。
- ❖ 此外, 欧元区的经济和货币政策也存在超预期的可能。由于年初以来经济表现疲软, 市场目前普遍预期欧央行将于明年 12 月才开始加息, 退出量化宽松的时点也可能延后。不过 Markit PMI 6 月数据显示欧元区经济特别是服务业有回暖的迹象, 加上 6 月通胀“达标”, 指向年初的经济疲软有可能是暂时现象, 这也使得欧央行执委们就加息时点的看法产生了分歧, 部分执委主张最早于 2019 年 7 月开始加息。7 月 9 日, 欧央行行长德拉吉就退出 QE 做出了“鹰派”表态, 表示年末退出 QE 的计划不会受到贸易摩擦的影响, 当日欧元汇率应声上行。一旦欧央行于明年 7 月或 9 月加息的概率上升, 欧元将重获支撑, 美元指数也将因之回落。

## 2. 扩大开放政策下，国际资本有望持续流入

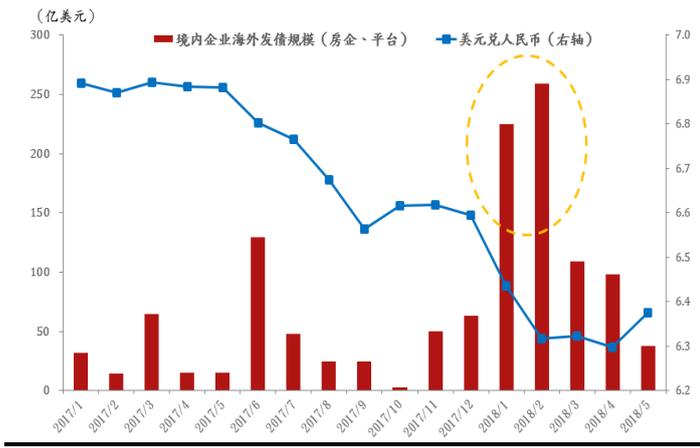
- ❖ **资本和金融项目顺差上升。**从外管局公布的国际收支平衡表的数据分析，2017年1季度，中国非储备性质的金融账户自2014年2季度以来首次实现顺差，且之后顺差逐季递增。2018年1季度，在经常账户逆差341亿美元的情况下，非储备性质的金融账户顺差达989亿美元，其中直接投资顺差550亿美元，证券投资顺差103亿美元，其他投资顺差336亿美元。国际资本加速流入，当然与中国1季度经济表现出来的韧性和人民币汇率持续升值直接相关，但金融去杠杆以及金融开放的政策效应也同样不容忽视。

图 54: 2017 年以来国际资本加速流入



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

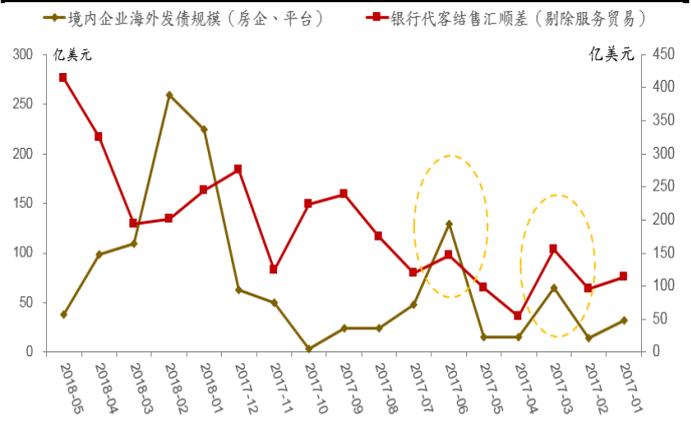
图 55: 境内企业海外发债规模大幅攀升



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

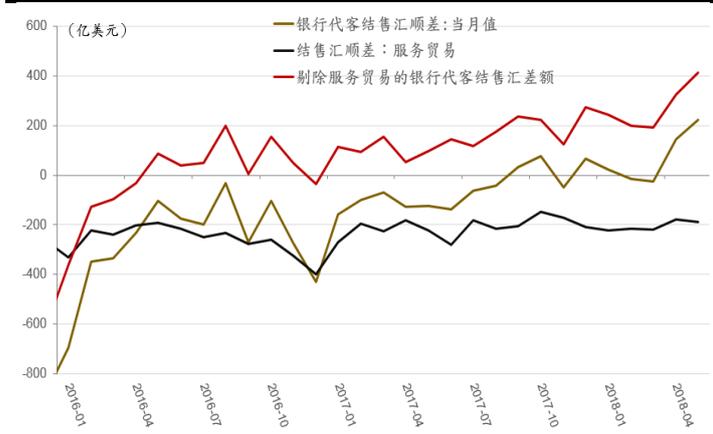
- ❖ **“紧信用”带来国际资本流入。更高频的数据表明，上半年银行代客结售汇的规模大幅上升，而这很可能与中国目前“紧信用”的金融环境相关。**随着“去杠杆”持续推进，越来越多的内地房地产企业、地方政府融资平台增加境外融资，并将资金调入境内结汇。今年1-5月，境内房企、地方平台的发债规模已达700亿美元和39亿美元（合计739亿美元），为去年同期的5.2倍。通常情况下，境内企业境外融资后会在2-3个月内将境外融资的美元兑换成境内投资的人民币。因此1-2月中国企业海外发债资金回流带来的结汇盘很可能推高了4-5月银行代客涉外收支的顺差，进而对人民币汇率形成一定支撑。

图 56: 境内企业海外发债推升结汇需求



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 57: 企业结汇导致代客结售汇顺差



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

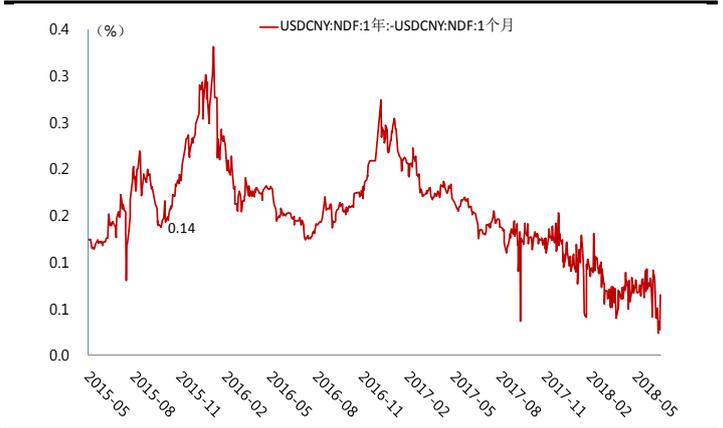
❖ 从数据上看，企业的购汇需求与人民币汇率的走势高度相关，这很大程度上可以解释4-5月人民币汇率相对于美元指数走势的短暂偏离。4-5月银行代客结售汇服务贸易项下月均逆差（180亿美元）与中位数（215亿美元）偏离不大，表明在此期间居民的购汇需求并未发生太大变化。因此银行代客结售汇顺差大幅上升主要受到企业结汇需求增加的推动。如果剔除服务贸易项，银行代客结售汇4-5月实现顺差达739亿美元（月均369亿美元），较2017年以来的均值几乎翻番（188亿美元）。2017年以来，“剔除服务贸易的银行代客涉外收付差额”与人民币汇率高度相关（相关系数达0.93）。2018年4-5月，虽然美元指数大幅走高，但由于企业结汇需求上升对人民币汇率形成支撑，人民币汇率并未出现大幅贬值。

图 58: 银行代客涉外收付与美元汇率相关



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 59: NDF 隐含的贬值预期保持稳定



资料来源:Wind、招商银行研究院

❖ 前瞻地看，下半年国际资本流入的形势有望持续，对人民币汇率形成支撑。一方面，随着人民币汇率趋于稳定，企业的结汇需求仍将旺盛；另一方面，人民币资产的国际吸引力提升将带来海外投资资金的流入；此外，从微观指标观察，人民币此轮快速贬值并未使得汇市形成人民币持续贬值的预期。

### 3. 主要风险：中美贸易摩擦升级

❖ 中美贸易摩擦的走势是近期汇市大幅波动的“导火索”，也是中期内人民币汇率所面临的主要风险。在7月10日白宫宣布新一轮2,000亿美元的加征关税清单之后，受中美贸易摩擦影响的中国商品总额已达2,500亿美元，占美国向中国进口商品总额的一半。年内中美贸易摩擦很可能将持续发酵，使得人民币汇率承压。

❖ 不过，贸易摩擦对汇率的影响有望边际缓解：

(1) 贸易摩擦对美国经济的负面影响已经开始显现。例如，中美贸易摩擦抬升了美国制造商所使用的中国零部件的价格，损害了全球产业链中美国公司的竞争力。尽管美国的钢铁厂商直接受益于美国的贸易清单，但自今年3月美国对进口钢铁征收25%的关税以来，美国的钢价上涨已超过30%，这最终将损害美国消费者的福利。7月6日中国正式实施对美国产进口车征收40%的关税，这将大幅抬高美国产进口车的价格，损害美国汽车制造商在中国市场的竞争力（在美国生产较多的其他国家厂商也将受到牵连），进而对汽车行业的投资和就业造成负面影响。

(2) 特朗普政府可能高估了美国在贸易摩擦中的胜算，低估了中国反制的决心和效力。中国愿意协商但不会认输，反制措施仍然有效，且拥有市场准入、监管政策等方面的储备方案。例如，5月以来，美国大豆价格至今已跌去近20%，创下10年新低，这将对共和党的农民票仓形成打击。一旦贸易摩擦白热化，中国对美国科技公司实施反制，将对美国科技公司和股市形成直接冲击（苹果公司超过20%的营业收入来自中国，科技股今年领涨美股）。

(3) 特朗普政府升级贸易摩擦将遭遇政治上的阻力。2018年以来，特朗普在政府在外事务上动作不断，其目的在于为11月举行的美国中期选举赢得胜算。4月底至6

月中旬，伴随着全球贸易摩擦开始升级，特朗普的民调支持率逐步上升，这可能为特朗普政府新一轮加征关税提供了激励。但美国民众和政界随后都表达了对贸易摩擦进一步升级的不满：6月中旬以来，特朗普的民调支持率大幅下跌，反对率大幅上升；7月11日，美国参议院以压倒性优势通过了一项非约束性提案，寻求限制总统以国家安全为由加征进口商品关税的权力。这些因素可能在未来发酵，对特朗普政府在贸易摩擦中的强硬立场形成约束。

### （三）人民币汇率波动或将加大，但不会持续贬值

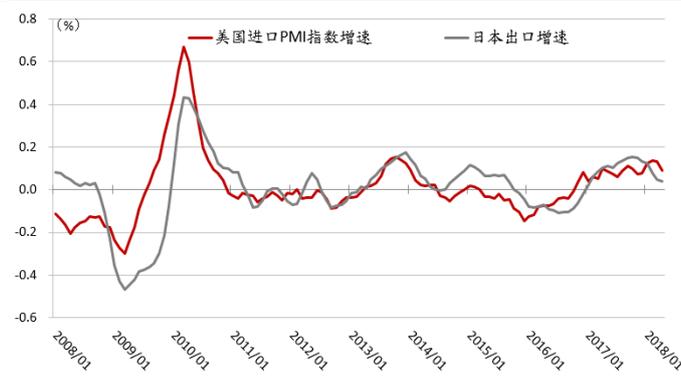
- ❖ 总体来看，人民币汇率下半年很可能将先贬后升，但不存在大幅贬值的基础。首先，“美强欧弱”的经济分化下半年有望收敛，美元指数年内高点在98左右。其次，资本和金融项目下的国际资本流入仍将对人民币汇率形成支撑。最近在贸易摩擦加剧的背景下，证券项下外资仍持续流入，指向投资者对中国经济发展和对外开放依然保持乐观。只要2018年GDP增速能维持在6.5%以上，在美元指数年内高点在98左右的前提下，人民币兑美元汇率也不会“破7”（参见7月25日报告《人民币汇率向何处去》）。
- ❖ 中美贸易摩擦的走势将是未来一段时间人民币汇率所面临的主要风险，也将使得人民币汇率的波动性增加。前瞻地看，尽管美国中期选举前特朗普的贸易政策不会彻底转向，但所遭遇的经济政治阻力将越来越大，这也将边际缓解贸易摩擦对人民币汇率的压力。

## 专题二：中美贸易摩擦对中国经济的影响

### (一) 美国需求和汇率驱动全球贸易周期

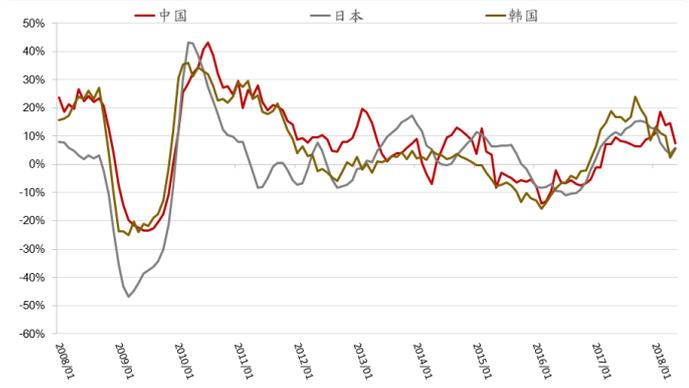
- ❖ **美国经济增长是驱动全球贸易的重要力量。**美国是全球供应链上的最大买家，在全球贸易价值链中处于核心位置。据美国商务部统计，2017 年全年，美国货物进出口额为 3.89 万亿美元，进口 2.34 万亿美元，排名全球第一。美国进口需求是驱动全球贸易的重要力量，而美国进口需求又取决于由投资所驱动的内生经济增长水平。全球贸易周期动力的逻辑分析框架：**美国投资→美国经济增长→美国进口→亚洲和欧洲出口→全球贸易。**
- ❖ **美国进口波动激起亚洲出口涟漪。**2008-2017 年，美国进口增速和日本出口增速走势高度相关，日本出口增速变动一定程度上滞后于美国进口增速，美国的进口需求驱动了日本出口。进一步考察中国和韩国的出口增速情况，发现二者出口增速和日本出口增速依然保持了很高的相关性，但中国和韩国出口增速变动进一步滞后于日本出口增速。这说明，日本的出口进一步带动了韩国与中国的出口。我们可以将上述现象称为“贸易涟漪”，这一现象是美国、日本、韩国、中国在全球贸易价值链中所处的位置不同所致——美国处于全球贸易价值链的最顶端，日本、韩国处于全球贸易价值链的前端，而中国在全球贸易价值链中则处于美日韩之后。

图 60:美国进口驱动日本出口



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 61:日本出口带动亚洲出口涟漪



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

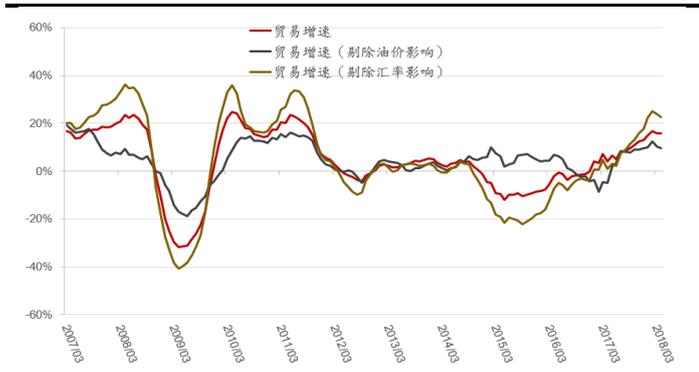
- ❖ **美国经济增长驱动进口需求。**美国的进口需求很大程度上取决于美国的经济增长水平，美国 GDP 增速与进口 PMI 增速均保持了较强的一致性：当经济增速上行时，进口需求变强，当经济增速下行时，进口需求变弱。另外，美国经济增长的波动，形成美国与欧元区、日本、英国等主要发达国家的经济增速差异以及货币政策走向差异，从而对美元汇率形成重大影响。而美元汇率又与国际原油价格高度相关。从 2007 年以来的全球贸易增长的波动看，汇率和油价的起伏对全球贸易增速的影响很大。如果不考虑油价的影响，本轮全球贸易复苏的起点是 2016 年初。但是，如果考虑到油价以及与油价高度相关的全球大宗商品贸易的波动，那么本轮全球贸易复苏的起点是 2017 年初。

图 62:美国经济增长驱动进口



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 63:油价对全球贸易增速造成影响



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

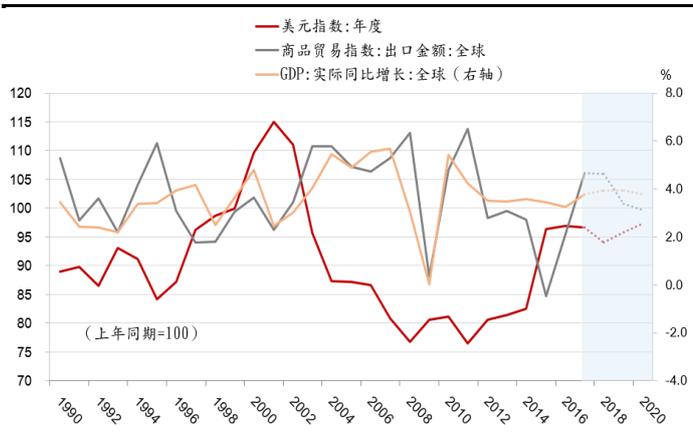
## (二) 贸易摩擦背景下的全球贸易周期：基准和冲击模型

- ❖ **基准模型：不考虑贸易摩擦情况下，未来全球贸易增速 2018 年持平，2019 年开始下滑。**根据本报告理论逻辑，我们基于国际货币基金组织 2018 年 4 月发布的《世界经济展望》中美国 GDP 增长数据和全球贸易增速年度数据，结合美元指数走势，构建了全球贸易增长预测模型。模型显示，在不考虑贸易摩擦的基准情形下，2018 年全球贸易增速为 6.0%，与 2017 年的 6.1% 基本持平；2019 年，随着美国经济减速以及美元的小幅升值，全球贸易增速为 0.7%；2020 年进一步下滑至 -0.3%。
- ❖ **冲击模型：考虑贸易摩擦情况下，贸易摩擦导致全球贸易增速从 2018 年开始快速下滑，2019 年可能陷入负增长。**考虑到全球贸易摩擦加剧的影响，假设两种不同情形。

**第 1 种情形：**美国对中国 500 亿美元产品征税 25%，另对 2000 亿美元产品征税 10%，中国采取同样措施反制；美国并同步对欧盟、加拿大、日本、墨西哥等主要贸易伙伴总额约 200 亿美元的钢铁产品征收 25% 的关税，对约 50 亿美元的铝制品征收 10% 的关税，其他贸易伙伴以同等力度反击。这大概相当于对美国 5.3 万亿美元的货物与服务贸易总额征收 1.5% 的关税。这种情况下，2018-2020 年全球贸易增速分别为 4.7%、0.3% 和 -0.4%，较基准情形下降 1.3、0.4 和 0.1 个百分点。

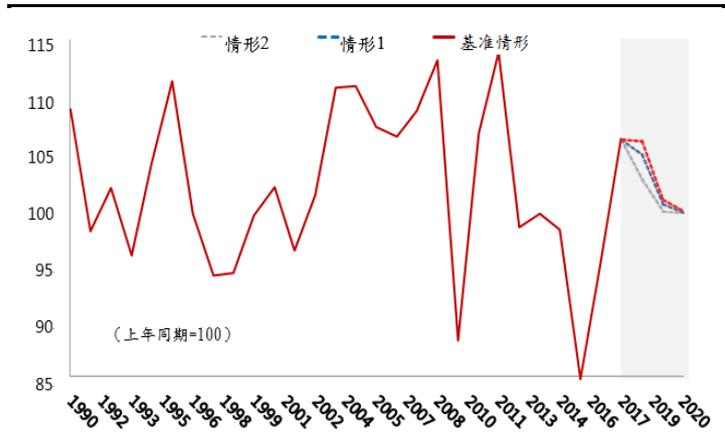
**第 2 种情形：**在以上基础上，美国再对中国 2000 亿美元产品加征 25% 的关税，中国同等反制；美国对欧盟、日本、韩国等主要国家输美汽车（约 1600 亿美元）征收 25% 的关税，其他国家同等反制。这种情况下，相当于对美国 5.3 万亿美元的货物与服务贸易总额征收 4.0% 的关税。2018-2020 年全球贸易增速分别为 2.5%、-0.3% 和 -0.5%，较基准情形下降 3.5、1.0 和 0.2 个百分点。

图 64: 全球贸易周期(基准情形)



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 65: 全球贸易周期(贸易摩擦情形)



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

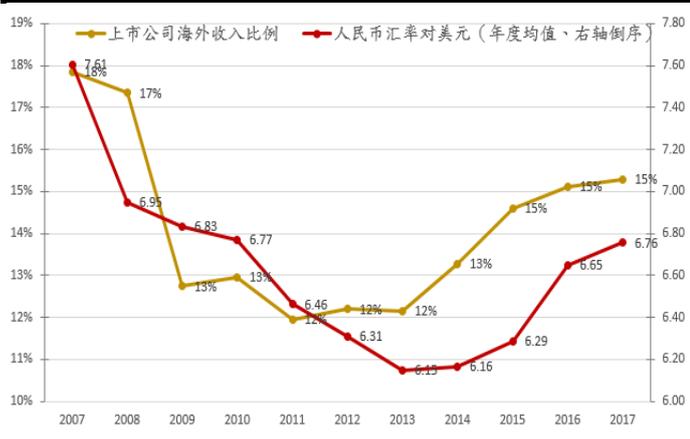
## (三) 贸易摩擦对中国出口和经济的影响

综合各方面信息看，中美贸易摩擦将是一个长期的过程。从宏观上看，中美贸易摩擦对中美两国的经济增速、通货膨胀以及宏观政策都有可能产生较大影响。

- ❖ **贸易摩擦对出口产生负面影响，拖累中国经济增长。**美国政府 6 月 15 日单方面发布加征关税商品清单，拟对 500 亿美元商品加征 25% 的关税，预计将会抑制中国的出口增速约 0.6 个百分点，GDP 增速约 0.16 个百分点。在中国商务部发布反制措施后，白宫强势回应将另行对价值约 2000 亿美元的中国商品征收 10% 的额外关税。这估计将拖累出口增速约 0.8 个百分点，GDP 增速约 0.25 个百分点。据测算，若中美贸易摩擦全面爆发，即美国再对中国 2000 亿美元商品加征 10% 关税，三项措施累加将拖累经济增速约 0.8 个百分点，中国 2018 年经济增速可能低于 6.5%。

- ❖ **贸易摩擦对中国上市公司业绩产生不利影响。**由于对进口产品征税，相当于增加进口成本，这在一定程度上与进口产品来源地货币升值的影响类似。我们选取 2007-2017 年年报中均报告了“海外收入”的 742 家上市公司为样本，通过研究汇率变动对上市公司业绩的影响，间接研究贸易摩擦对 A 股上市公司业绩的影响。从总体情况看，A 股上市公司海外收入占比与人民币汇率呈负相关关系 (-0.74)。2007-2013 年，随着人民币兑美元汇率的升值，A 股上市公司海外收入比例逐渐降低；2014-2107 年，随着人民币兑美元汇率的贬值，A 股上市公司海外收入比例又逐渐回升。据此测算，贸易摩擦的三种情形对 A 股上市公司的业绩影响如下：（1）美国对 500 亿美元中国产品征收 25% 的关税，相当于增加中国输美产品成本平均 2.47%，将引起 A 股上市公司营业收入下降 0.4%，盈利水平下降 5.1%；（2）美国增加对 2000 亿美元中国产品征收 10% 的关税，相当于再增加中国输美产品成本平均 4%，将引起 A 股上市公司营业收入再下降 0.7%，盈利水平再下降 8.1%；（3）美国再增加对 2000 亿美元中国产品征收 10% 的关税，相当于上述第二项成本再增加一遍。以上三项叠加，共导致 A 股上市公司营业收入下降 1.7%，盈利水平下降 21.2%。
- ❖ 分行业看，资本货物、材料、技术硬件与设备、耐用消费品与服装、银行、运输、汽车与汽车零部件、半导体与半导体生产设备等行业海外收入规模最大；半导体与半导体生产设备、技术硬件与设备、零售业、耐用消费品与服装、运输、多元金融等行业海外收入占比最高。这些行业可能是受贸易摩擦影响最大的行业。

图 66: A 股上市公司海外收入受汇率的影响



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

图 67:主要行业 A 股上市公司海外收入



资料来源:Wind、招商银行研究院、招银国际研究

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。