



中国经济的困境

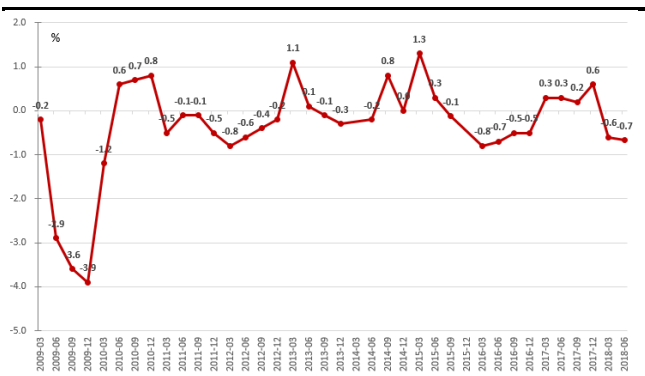
——全球贸易和货币周期的视角

7月23日召开的国务院常务会议针对当前经济运行面临的挑战和压力，提出多项举措部署下一步宏观调控的重点方向，要求通过财政金融政策协同发力，扩内需、调结构、促实体。更加积极的财政政策和松紧适度的稳健货币政策旨在切实惠及实体经济，有效保障在建项目资金需求，根据形势变化相机预调微调、定向调控，守住不发生系统性风险底线。这次常务会议对当前经济运行的困境提出了应对之策和正确部署。本文将从全球贸易和货币周期的角度出发，分析中国经济面临的主要困境并在此基础上提出政策前瞻。

一、我国经济面临全球贸易周期下行和贸易摩擦的外部冲击

✧ 从全球贸易周期观察，贸易增长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同步增长，最主要的原因就是全球贸易的快速复苏。2017年，以美元计价的全球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。分国别的情况看，欧元区、日本、中国三个经济体的出口大增，拉动经济超预期增长。其中，净出口对我国2017年各季度GDP增长的贡献分别为0.3、0.3、0.2和0.6个百分点。

图1：净出口对中国GDP拉动作用



资料来源：万得、招银国际研究

✧ 然而，在“贸易战”的阴影下，未来几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烈度的影响。即使不考虑贸易摩擦（基准情形），全球贸易周期也预示贸易增速将从2017年的高位回落。基准情形下，全球贸易增速2018年稍微放缓至6.0%，明年明显下滑至0.7%，后年出现负增长（-0.3%）。考虑贸易摩擦影响，全球贸易增速将从今年下半年开始快速下滑，明年可能陷入负增长。

我们测算了两种可能的情形：

第一，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、2000亿美元产品分别加征关税，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。

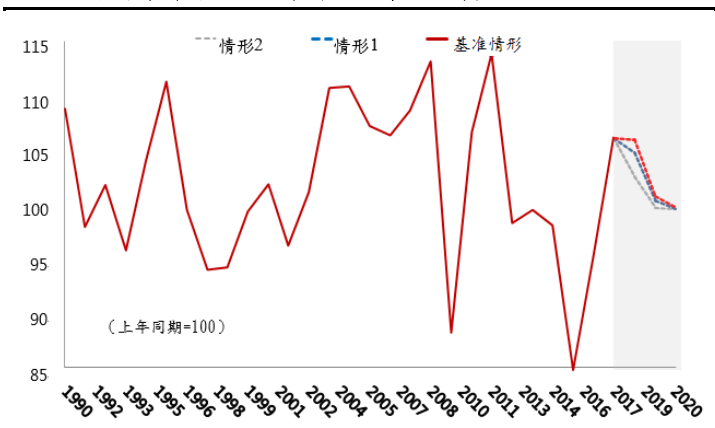
第二，如果“贸易战”全面升级，美国对所有中国产品征税，并对欧元区、日本、韩国等主要贸易伙伴的汽车征收关税，2018-2020年全球贸易增速分别为2.5%、-0.3%和-0.5%，较基准情形下降3.5、1.0和0.2个百分点。

丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

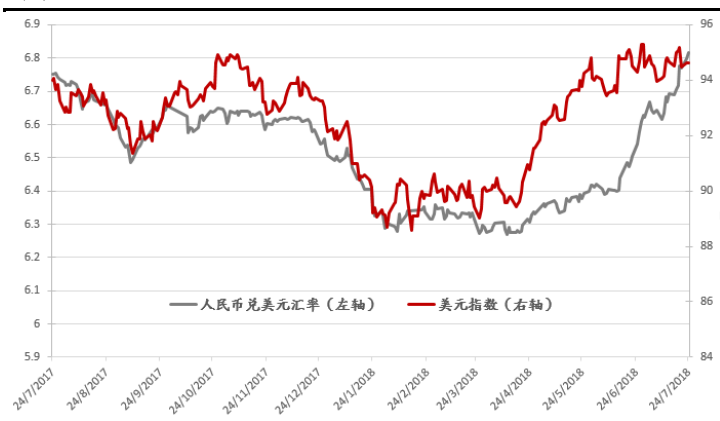
图 2:全球贸易增速可能下降(三种情形分析)



资料来源：万得、招商银行研究院

- ❖ **贸易摩擦对出口产生负面影响，拖累我国经济增长。**美国对 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。若对 2000 亿美元的中国商品征收 10% 的额外关税，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。若中美贸易摩擦全面爆发，即美国对中国余下所有商品加征 10% 关税，累计将拖累经济增速约 0.8 个百分点。在贸易战全面升级的情形下，我国经济增速将明显下降，6.5% 的增长目标难以实现。
- ❖ **贸易摩擦对人民币汇率形成较大压力。**6 月初以来人民币兑美元汇率快速贬值是对前期美元指数升值的滞后反应。受到美国经济表现强劲、美联储加息次数上升以及贸易摩擦影响，今年 5 月美元指数突破 90 后快速升值，升幅达 5.5%；人民币的快速贬值则是从 6 月 15 日（美国宣布对中国 500 亿美元商品加征关税措施）开始的，此时美元指数基本稳定在 95 的位置，而人民币兑美元汇率“补跌”超过 6%。显然，贸易摩擦对人民币汇率产生了明显的不利影响。

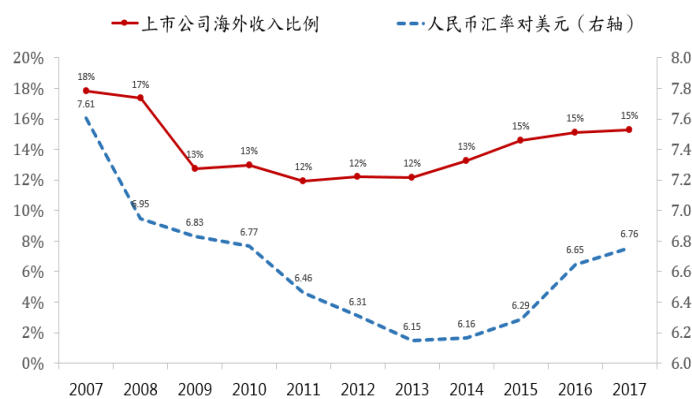
图 3: 6 月初以来人民币兑美元汇率快速贬值是对前期美元指数升值的滞后反应



资料来源：万得、招银国际研究

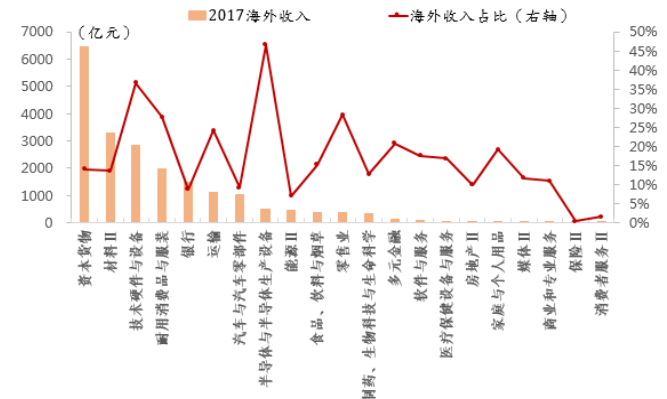
- ❖ **贸易摩擦将对我国实体经济产生不利影响。**以 2007-2017 年上市公司年报中公布“海外收入”的 742 家企业为例，可以通过研究汇率变动对上市公司业绩的影响，来间接估算贸易摩擦对实体经济的影响。在美国对 500 亿美元中国产品征收 25% 的关税、2000 亿美元中国产品征收 10% 的关税两种情形下，上市公司营业收入分别下降 0.4% 和 0.7%，盈利水平分别下降 5.1% 和 8.1%。如果美国对全部中国产品加征关税，三轮关税措施叠加，将导致上市公司营业收入下降 1.7%，盈利水平下降 21.2%。其中，技术硬件与设备、半导体与半导体生产设备、耐用消费品与服装、运输等行业海外收入规模大、占比高，受到的冲击最大。

图 4: A 股上市公司海外收入受汇率的影响



资料来源：万得、招商银行研究院

图 5: 主要行业 A 股上市公司的海外收入

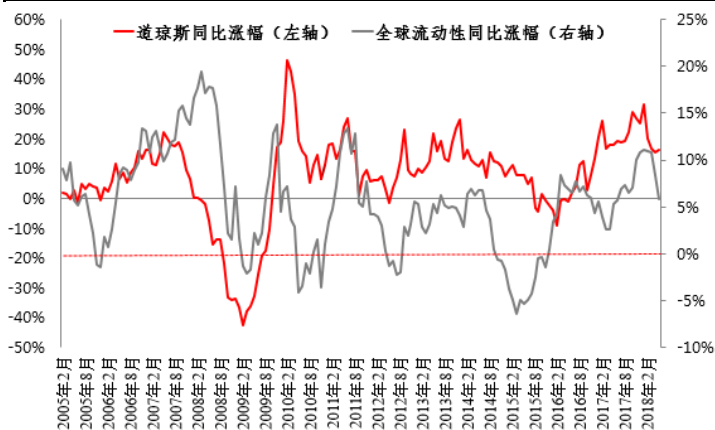


资料来源：万得、招商银行研究院

二、全球货币紧缩叠加我国信用收紧，对我国经济金融造成较大负面影响

❖ 从全球货币周期观察，各主要央行纷纷收紧货币政策，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。

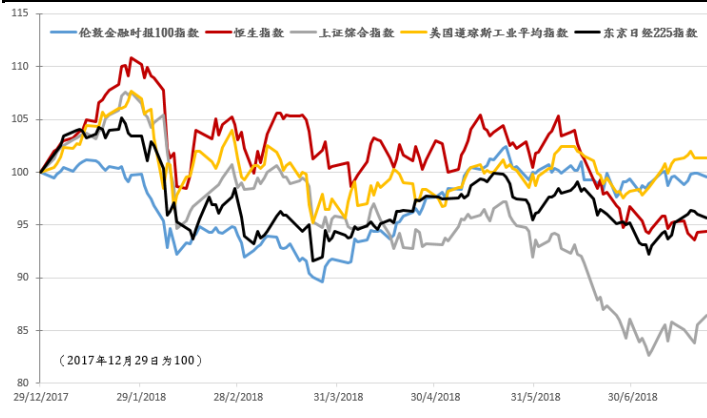
图 6: 全球流动性紧缩影响资本市场



资料来源：万得、IMF、招商银行研究院

❖ 全球流动性收紧造成的资本市场下行压力可能向我国传导。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逐渐消退，下半年美国股市可能承压。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，收益率曲线平坦化并可能呈现倒挂。全球资本市场高度联动，如果美国股市出现大幅度调整，压力将向中国股市传导，导致本来就低迷的 A 股市场进一步下破位。

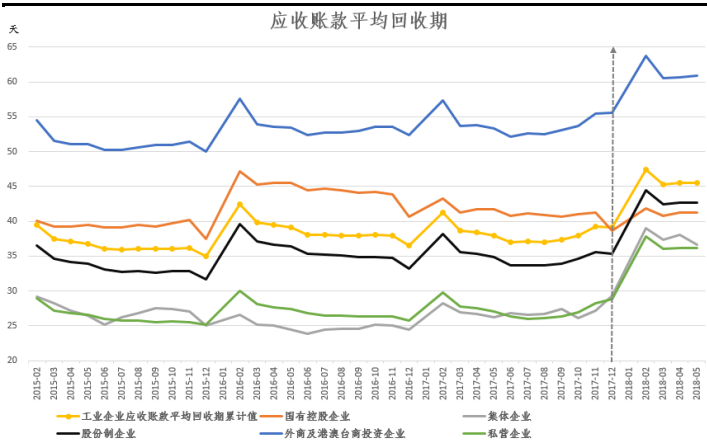
图 7：全球资本市场高度联动



资料来源：彭博、招银国际研究

- ❖ **我国经济内部均衡受信贷紧缩负面影响较大。**当前，我国实体经济总供给大于总需求，出现明显的生产热、消费冷的背离现象。一方面生产端各项指标（PMI、工业增加值、工业企业利润、发电量、煤炭钢铁价格）仍然表现出较好的韧性。另一方面，需求端的消费、投资、出口均出现较大的回落。上述背离很大程度上是实体经济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，拖欠款增多导致资金链紧张，资本开支下降。此外，居民将过多金融资源投入房地产，导致消费需求下降也是重要原因。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应收账款期均大幅拉长，其中私营企业的应收账款期拉长最为明显，从去年底的 28 天上升到 6 月底的 38 天，流动资金周转效率下降三分之一。

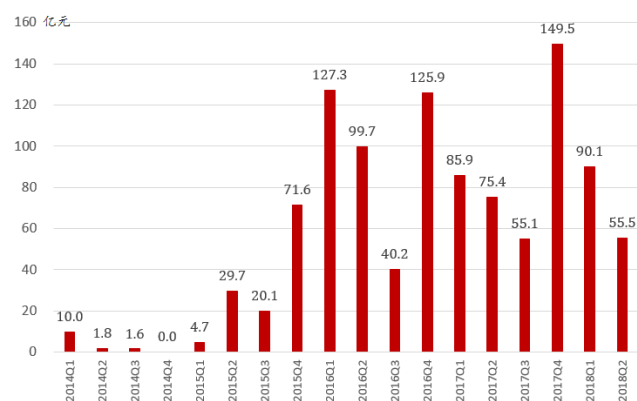
图 8：除国有企业外其他类型工业企业的应收账款期均大幅拉长



资料来源：万得、招银国际研究

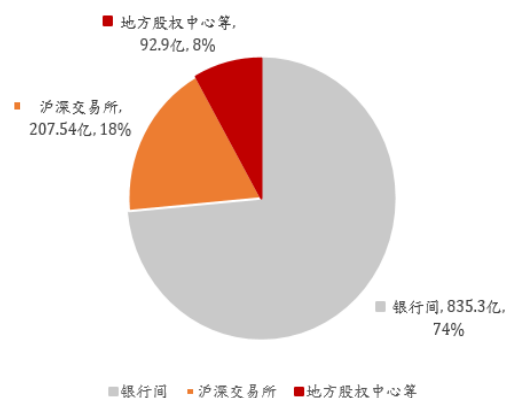
- ❖ **财政“狭义积极、广义收紧”加剧了信贷紧缩。**从中央和地方政府财政预算看，财政政策是积极的。但是，由于财政部“23 号文”明令禁止银行对地方政府提供新增贷款，地方政府融资平台已经不能获得政府融资担保，而其自身信用又不足以支持银行对其增加贷款，因此把政府平台融资和支出考虑在内的广义财政是明显收缩的，这也是导致信贷需求下降和信用紧缩的主要原因。
- ❖ **“宽货币、紧信用”下，利率双轨持续，信用风险上升。**一方面，随着央行两次降准改善流动性，无风险利率快速回落。另一方面，在资管新规等政策约束下，表外资产端快速收缩，回表压力增大，银行负债端增长乏力，表内贷款利率高企，企业利息负担明显上升。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%）。“宽货币、紧信用”下出现国债利率下行，而信贷利率上行的避险反应模式。
- ❖ **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。

图 9: 债市违约规模及时间



资料来源: 万得、招银国际研究

图 10: 债市违约场所



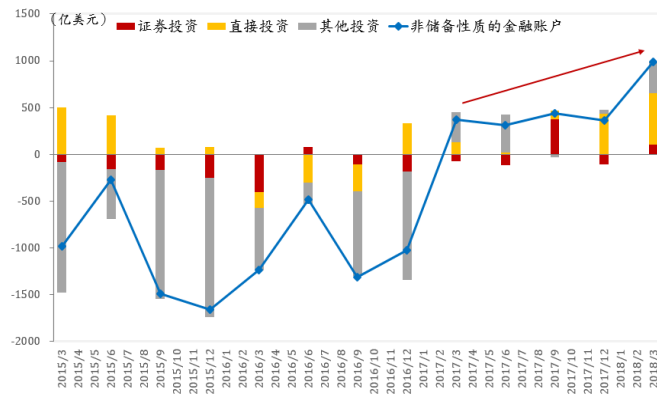
资料来源: 万得、招商银行研究院

- ❖ **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，朱镕基总理在治理“三角债”问题时总结出“注入资金、压货挂钩、结构调整、扼住源头、连环清欠”的口诀。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，支持企业合理的信贷需求，化解国民经济供需失衡问题。7月18日，媒体报导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，迈出了激活信用的第一步。

三、贸易摩擦下人民币汇率波动性加大

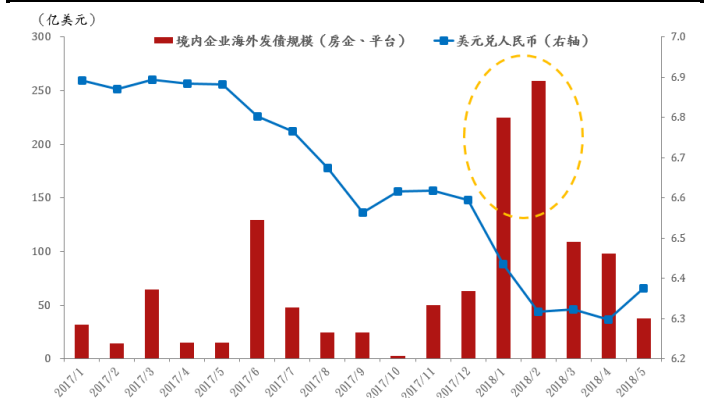
- ❖ **贸易摩擦导致人民币贬值压力加大。** 分析汇率走势，美元指数变化是驱动人民币走势的一个主要因素。我们预计，下一阶段美元指数上行空间有限。美元指数在 4-5 月快速上行后在 95 附近震荡盘整，已较为充分地吸收了美国经济基本面和货币政策变化的预期（年内美联储加息 4 次）。按照目前的加息预期，2020 年初美国的政策利率将达到中性水平，叠加经济周期的影响，美国经济很可能重新进入衰退。随着减税刺激的消退，今年四季度美国经济增速可能触顶回落。此外，欧元区的经济增长和货币政策也存在超预期改善的可能。美元指数进一步上行将遇到阻力，年内高点在 98 左右，比 2016 年底的 103 的高点低约 5%，对人民币汇率形成的压力仍然可控。
- ❖ **国际资本持续流入我国对人民币汇率形成支撑。** 2017 年一季度，我国非储备性质的金融账户自 2014 年二季度以来首次实现顺差，且之后顺差逐季递增。今年一季度，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。究其原因，资金流入增加可能与我国目前“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美元融资，并将资金调入境内结汇。今年 1-5 月，境内房企、地方平台的境外发债规模已达 700 亿美元和 39 亿美元（合计 739 亿美元），为去年同期的 5.2 倍。

图 11: 2017 年以来国际资本加速流入



资料来源：万得、招商银行研究院

图 12: 境内企业海外发债规模大幅攀升



资料来源：万得、招商银行研究院

- ❖ **中美贸易摩擦是中期内人民币汇率所面临的主要风险，但对汇率的影响有望边际缓解。**贸易摩擦对美国经济的负面影响已经开始显现。我国反制措施开始生效。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，这将对共和党的农业州票仓形成打击。特朗普政府升级贸易摩擦开始遭遇政治上的阻力。目前金融市场对贸易战的预期可能偏于悲观，贸易摩擦的不确定性消退后，人民币所面临的贬值压力可望缓解。我们判断，只要 2018 年 GDP 增速能维持在 6.5% 以上，美元指数年内高点在 98 左右的前提下，人民币兑美元汇率不会“破 7”。

四、政策前瞻：有可能结合稳增长、防风险推出结构性逆周期调控政策，我国“利率双轨”有望收敛

- ❖ **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，降低工薪阶层税务负担。广义财政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。
- ❖ **相关政策出台将导致我国“利率双轨”趋于收敛。**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我国 10 年期国债利率的影响较大。上半年货币政策边际放松，是国债利率下行的主要因素，而同期美国国债利率上行的影响有限。同时，受到信用收缩和流动性风险加大的影响，避险情绪导致信用利差走阔，更多资金流向无风险的国债和政策性金融债市场，加剧了“利率双轨”现象。下一阶段，如果监管部门采取措施激活信用债市场的融资功能，支持银行对企业增加贷款，那么在美国加息背景下，我国的货币市场利率下行空间有限、信用利差回落、银行对企业放款增加（相应地减持利率债），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。

总之，在全球贸易周期和金融周期下行的外部背景下，中国的去杠杆应该是一个漫长的市场调节过程，面临的风险因素错综复杂，需要我们时刻保持警觉。

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之分析员，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

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，请与我们联络。

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国投资者

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个人。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士。