

中國經濟的困境

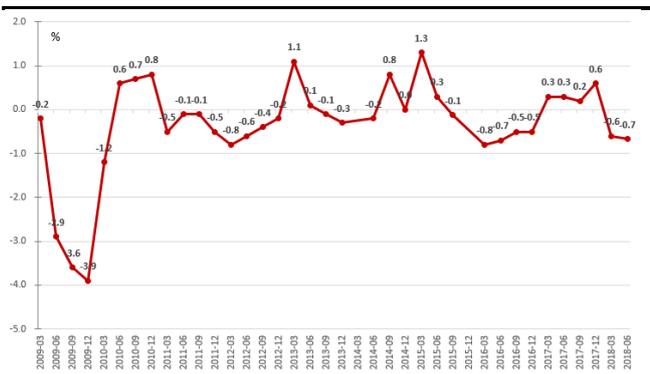
——全球貿易和貨幣周期的視角

7月23日召開的國務院常務會議針對當前經濟運行面臨的挑戰和壓力，提出多項舉措部署下一步宏觀調控的重點方向，要求通過財政金融政策協同發力，擴內需、調結構、促實體。更加積極的財政政策和鬆緊適度的穩健貨幣政策旨在切實惠及實體經濟，有效保障在建項目資金需求，根據形勢變化相機預調微調、定向調控，守住不發生系統性風險底線。這次常務會議對當前經濟運行的困境提出了應對之策和正確部署。本文將從全球貿易和貨幣周期的角度出發，分析中國經濟面臨的主要困境并在此基礎上提出政策前瞻。

一、我國經濟面臨全球貿易周期下行和貿易摩擦的外部衝擊

❖ 從全球貿易周期觀察，貿易增長是本輪經濟復蘇的重要驅動力。2016年下半年以來，全球經濟出現了恢復性同步增長，最主要的原因就是全球貿易的快速復蘇。2017年，以美元計價的全球貿易增速在連年負增長後實現了6.1%的正增長，大幅度高于2000年以來2.6%的平均增速。分國別的情況看，歐元區、日本、中國三個經濟體的出口大增，拉動經濟超预期增長。其中，淨出口對我國2017年各季度GDP增長的貢獻分別為0.3、0.3、0.2和0.6個百分點。

圖1：淨出口對中國GDP拉動作用



資料來源：萬得、招銀國際研究

❖ 然而，在“貿易戰”的陰影下，未來幾年全球貿易對經濟的拉動作用將明顯下降，下降幅度受到貿易摩擦烈度的影響。即使不考慮貿易摩擦（基準情形），全球貿易周期也預示貿易增速將從2017年的高位回落。基準情形下，全球貿易增速2018年稍微放緩至6.0%，明年明顯下滑至0.7%，後年出現負增長（-0.3%）。考慮貿易摩擦影響，全球貿易增速將從今年下半年開始快速下滑，明年可能陷入負增長。

我們測算了兩種可能的情形：

第一，考慮美國已經和即將出臺的貿易措施，包括對中國500億美元、2000億美元產品分別加征關稅，以及在“232條款”下對鋼鐵和鋁製品徵稅，2018-2020年全球貿易增速分別為4.7%、0.3%和-0.4%，較基準情形下降1.3、0.4和0.1個百分點。

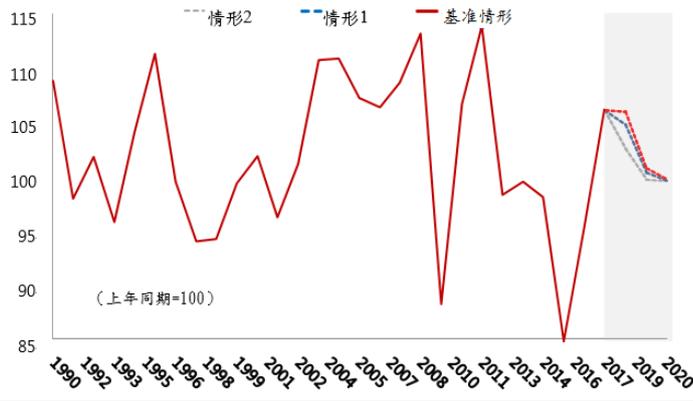
第二，如果“貿易戰”全面升級，美國對所有中國產品徵稅，并對歐元區、日本、韓國等主要貿易夥伴的汽車徵收關稅，2018-2020年全球貿易增速分別為2.5%、-0.3%和-0.5%，較基準情形下降3.5、1.0和0.2個百分點。

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

圖 2：全球貿易增速可能下降（三種情形分析）



資料來源：萬得、招商銀行研究院

- ❖ **貿易摩擦對出口產生負面影響，拖累我國經濟增長。**美國對 500 億美元商品加征 25% 的關稅，預計將會抑制中國的出口增速約 0.6 個百分點，GDP 增速約 0.16 個百分點。若對 2000 億美元的中國商品徵收 10% 的額外關稅，估計將拖累出口增速約 0.8 個百分點，GDP 增速約 0.25 個百分點。若中美貿易摩擦全面爆發，即美國對中國餘下所有商品加征 10% 關稅，累計將拖累經濟增速約 0.8 個百分點。在貿易戰全面升級的情形下，我國經濟增速將明顯下降，6.5% 的增長目標難以實現。
- ❖ **貿易摩擦對人民幣匯率形成較大壓力。**6 月初以來人民幣兌美元匯率快速貶值是對前期美元指數升值的滯後反應。受到美國經濟表現強勁、美聯儲加息次數上升以及貿易摩擦影響，今年 5 月美元指數突破 90 後快速升值，升幅達 5.5%；人民幣的快速貶值則是從 6 月 15 日（美國宣布對中國 500 億美元商品加征關稅措施）開始的，此時美元指數基本穩定在 95 的位置，而人民幣兌美元匯率“補跌”超過 6%。顯然，貿易摩擦對人民幣匯率產生了明顯的不利影響。

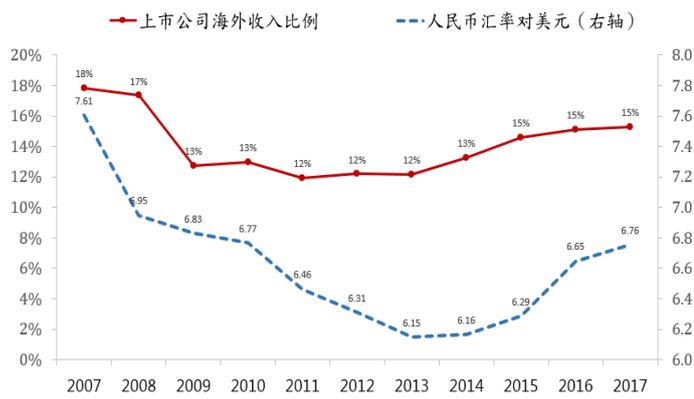
圖 3：6 月初以來人民幣兌美元匯率快速貶值是對前期美元指數升值的滯後反應



資料來源：萬得、招銀國際研究

- ❖ **貿易摩擦將對我國實體經濟產生不利影響。**以 2007-2017 年上市公司年報中公布“海外收入”的 742 家企業為例，可以通過研究匯率變動對上市公司業績的影響，來間接估算貿易摩擦對實體經濟的影響。在美國對 500 億美元中國產品徵收 25% 的關稅、2000 億美元中國產品徵收 10% 的關稅兩種情形下，上市公司營業收入分別下降 0.4% 和 0.7%，盈利水平分別下降 5.1% 和 8.1%。如果美國對全部中國產品加征關稅，三輪關稅措施疊加，將導致上市公司營業收入下降 1.7%，盈利水平下降 21.2%。其中，技術硬件與設備、半導體與半導體生產設備、耐用消費品與服裝、運輸等行業海外收入規模大、占比高，受到的衝擊最大。

圖 4: A 股上市公司海外收入受匯率的影響



資料來源：萬得、招商銀行研究院

圖 5: 主要行業 A 股上市公司的海外收入

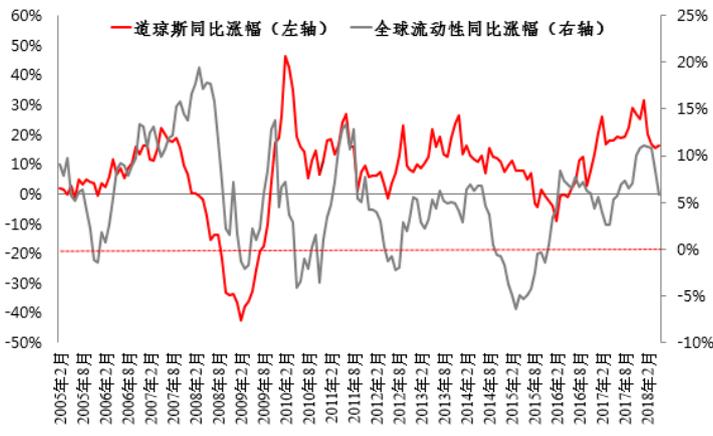


資料來源：萬得、招商銀行研究院

二、全球貨幣緊縮疊加我國信用收緊，對我國經濟金融造成較大負面影響

❖ 從全球貨幣周期觀察，各主要央行紛紛收緊貨幣政策，導致全球流動性增速下降，甚至負增長。美聯儲已處於加息和縮表進程當中；英格蘭銀行已經停止量化寬鬆，市場預期其未來 1 年加息多於一次；歐央行預計今年年底結束量化寬鬆，明年年中開始加息；日本央行雖然仍在量化寬鬆，但已經削減購債規模。目前，上述主要國際貨幣發行國的貨幣增速已經明顯下降，再加上美元相對強勢的影響，未來幾年全球流動性（美歐日英四大儲備貨幣發行國按市場匯率折合以美元標價的貨幣總量，下同）增速將大幅下滑，甚至出現負增長。

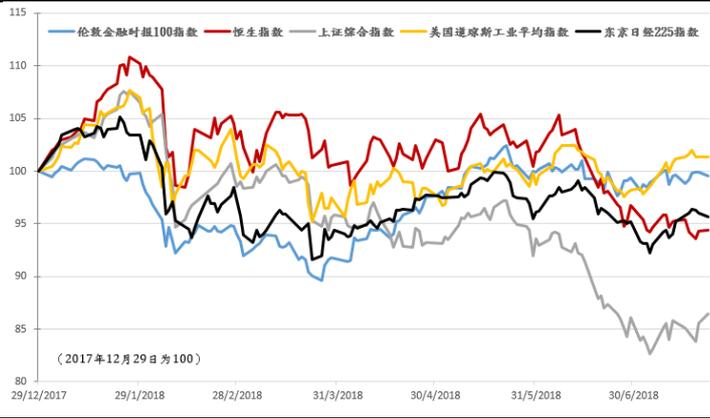
圖 6: 全球流動性緊縮影響資本市場



資料來源：萬得、IMF、招商銀行研究院

❖ 全球流動性收緊造成的資本市場下行壓力可能向我國傳導。根據我們的觀察，隨著全球流動性增速的下降，美國股市上漲的動力逐漸消退，下半年美國股市可能承壓。同時，美國國債短端利率受加息影響抬高，長端受 2019 年以後經濟增速下滑預期影響上行空間有限，收益率曲線平坦化并可能呈現倒掛。全球資本市場高度聯動，如果美國股市出現大幅度調整，壓力將向中國股市傳導，導致本來就低迷的 A 股市場進一步下跌破位。

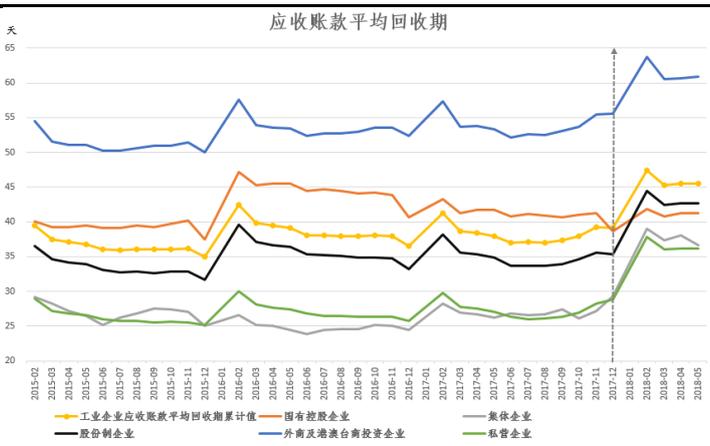
圖 7：全球資本市場高度聯動



資料來源：彭博、招銀國際研究

- ❖ 我國經濟內部均衡受信貸緊縮負面影響較大。當前，我國實體經濟總供給大於總需求，出現明顯的生產熱、消費冷的背離現象。一方面生產端各項指標（PMI、工業增加值、工業企業利潤、發電量、煤炭鋼鐵價格）仍然表現出較好的韌性。另一方面，需求端的消費、投資、出口均出現較大的回落。上述背離很大程度上是實體經濟融資條件收緊的反應。社會融資增速下降，企業銷售回款大幅放緩，拖欠款增多導致資金鏈緊張，資本開支下降。此外，居民將過多金融資源投入房地產，導致消費需求下降也是重要原因。統計局公布的規模以上工業企業應收賬款回收期數據顯示，除國有企業以外，其他類型工業企業的應收賬期均大幅拉長，其中私營企業的應收賬期拉長最為明顯，從去年底的 28 天上升到 6 月底的 38 天，流動資金周轉效率下降三分之一。

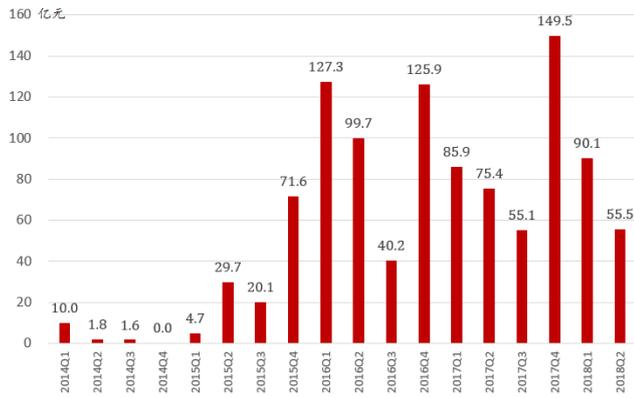
圖 8：除國有企業外其他類型工業企業的應收賬期均大幅拉長



資料來源：萬得、招銀國際研究

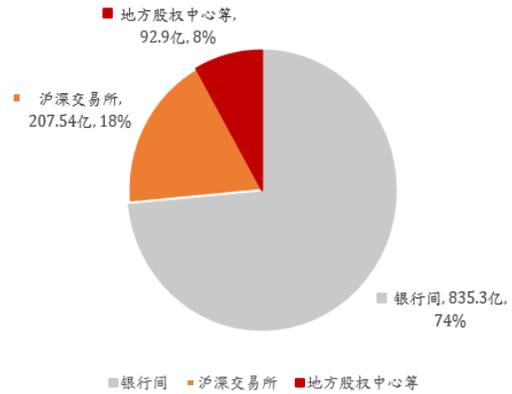
- ❖ 財政“狹義積極、廣義收緊”加劇了信貸緊縮。從中央和地方政府財政預算看，財政政策是積極的。但是，由於財政部“23 號文”明令禁止銀行對地方政府提供新增貸款，地方政府融資平臺已經不能獲得政府融資擔保，而其自身信用又不足以支持銀行對其增加貸款，因此把政府平臺融資和支出考慮在內的廣義財政是明顯收縮的，這也是導致信貸需求下降和信用緊縮的主要原因。
- ❖ “寬貨幣、緊信用”下，利率雙軌持續，信用風險上升。一方面，隨著央行兩次降准改善流動性，無風險利率快速回落。另一方面，在資管新規等政策約束下，表外資產端快速收縮，回表壓力增大，銀行負債端增長乏力，表內貸款利率高企，企業利息負擔明顯上升。2018 年 3 月企業的利息支出增速為 10.9%，三年來首次大幅超過負債增速（5.8%）。“寬貨幣、緊信用”下出現國債利率下行，而信貸利率上行的避險反應模式。
- ❖ 在內外均衡的約束下，下一階段中國經濟失衡壓力加大。經濟增速繼續下行，社會信用緊縮。如果繼續當前嚴厲的廣義財政收縮和強金融監管政策，債務違約事件可能將在今年 3 季度到明年 1 季度大幅度增加，多起事件交織影響，可能觸發系統性風險。

圖 9: 債市違約規模及時間



資料來源：萬得、招銀國際研究

圖 10: 債市違約場所



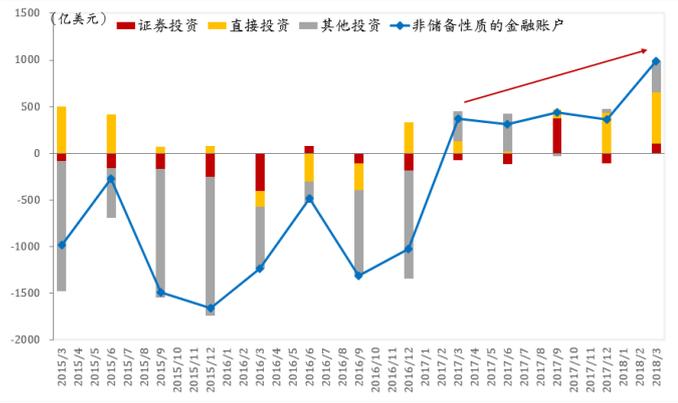
資料來源：萬得、招商銀行研究院

- ❖ **激活信用、適當提高企業資金可得性，有助於緩解企業資金鏈緊張，化解供需失衡問題。** 上世紀九十年代，朱鎔基總理在治理“三角債”問題時總結出“注入資金、壓貨掛鉤、結構調整、扼住源頭、連環清欠”的口訣。其中，最關鍵的啟動步驟就是“注入資金”。在目前信用緊縮的環境下，要提高全社會資金周轉效率，支持企業合理的信貸需求，化解國民經濟供需失衡問題。7月18日，媒體報導央行對商業銀行進行窗口指導，要求銀行增加貸款、增配低評級信用債投資，並將相應額外給予 MLF 資金支持，邁出了激活信用的第一步。

三、貿易摩擦下人民幣匯率波動性加大

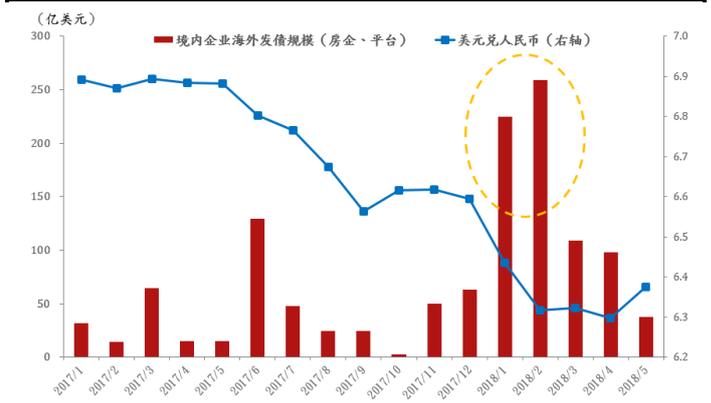
- ❖ **貿易摩擦導致人民幣貶值壓力加大。** 分析匯率走勢，美元指數變化是驅動人民幣走勢的一個主要因素。我們預計，下一階段美元指數上行空間有限。美元指數在 4-5 月快速上行後在 95 附近震蕩盤整，已較為充分地吸收了美國經濟基本面和貨幣政策變化的預期（年內美聯儲加息 4 次）。按照目前的加息預期，2020 年初美國的政策利率將達到中性水平，疊加經濟周期的影響，美國經濟很可能重新進入衰退。隨著減稅刺激的消退，今年四季度美國經濟增速可能觸頂回落。此外，歐元區的經濟增長和貨幣政策也存在超預期改善的可能。美元指數進一步上行將遇到阻力，年內高點在 98 左右，比 2016 年底的 103 的高點低約 5%，對人民幣匯率形成的壓力仍然可控。
- ❖ **國際資本持續流入我國對人民幣匯率形成支撐。** 2017 年一季度，我國非儲備性質的金融賬戶自 2014 年二季度以來首次實現順差，且之後順差逐季遞增。今年一季度，在經常賬戶逆差 341 億美元的情況下，非儲備性質的金融賬戶順差達 989 億美元，其中直接投資順差 550 億美元，證券投資順差 103 億美元，其他投資順差 336 億美元。究其原因，資金流入增加可能與我國目前“緊信用”的金融環境相關。隨著“去杠桿”持續推進，越來越多的內地房地產企業、地方政府融資平臺增加境外美元融資，並將資金調入境內結匯。今年 1-5 月，境內房企、地方平臺的境外發債規模已達 700 億美元和 39 億美元（合計 739 億美元），為去年同期的 5.2 倍。

圖 11: 2017 年以來國際資本加速流入



資料來源：萬得、招商銀行研究院

圖 12: 境內企業海外發債規模大幅攀升



資料來源：萬得、招商銀行研究院

- ❖ **中美貿易摩擦是中期內人民幣匯率所面臨的主要風險，但對匯率的影響有望邊際緩解。** 貿易摩擦對美國經濟的負面影響已經開始顯現。我國反制措施開始生效。例如，5 月以來美國大豆價格至今已跌去近 20%，創下 10 年新低，這將對共和黨的農業州票倉形成打擊。特朗普政府升級貿易摩擦開始遭遇政治上的阻力。目前金融市場對貿易戰的預期可能偏于悲觀，貿易摩擦的不確定性消退後，人民幣所面臨的貶值壓力可望緩解。我們判斷，只要 2018 年 GDP 增速能維持在 6.5% 以上，美元指數年內高點在 98 左右的前提下，人民幣兌美元匯率不會“破 7”。

四、政策前瞻：有可能結合穩增長、防風險推出結構性逆周期調控政策，我國“利率雙軌”有望收斂

- ❖ **財政政策可望更加積極。** 狹義財政減稅，可能包括降低生產環節稅收特別是增值稅，加快推進個稅改革，降低工薪階層稅務負擔。廣義財政在對地方政府隱形債務進行摸底和排查的基礎上，可能會通過規範的渠道讓銀行對地方政府融資平臺提供新增融資。
- ❖ **金融政策結構性放鬆。** 除了繼續定向降准之外，資管新規細則可能較預期更為寬鬆。如果貿易摩擦加劇導致穩增長壓力加大，監管部門可能會出臺政策鼓勵銀行支持重點領域和薄弱環節，使社會融資規模增速重新回到 10% 以上的區間。
- ❖ **相關政策出臺將導致我國“利率雙軌”趨于收斂。** 利率平價、流動性鬆緊、市場避險情緒以及企業資金面這四個因素對我國 10 年期國債利率的影響較大。上半年貨幣政策邊際放鬆，是國債利率下行的主要因素，而同期美國國債利率上行的影響有限。同時，受到信用收縮和流動性風險加大的影響，避險情緒導致信用利差走闊，更多資金流向無風險的國債和政策性金融債市場，加劇了“利率雙軌”現象。下一階段，如果監管部門採取措施激活信用債市場的融資功能，支持銀行對企業增加貸款，那麼在美國加息背景下，我國的貨幣市場利率下行空間有限、信用利差回落、銀行對企業放款增加（相應地減持利率債），10 年期國債利率可能走高，中樞為 3.6-3.8% 之間，表內貸款利率與國債利率的分化有望收斂。

總之，在全球貿易周期和金融周期下行的外部背景下，中國的去杠杆應該是一個漫長的市場調節過程，面臨的風險因素錯綜複雜，需要我們時刻保持警覺。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。