

旬度经济观察

——贸易战对实体经济的影响如何？

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019年6月21日

内容提要

贸易战对我国实体经济影响的路径或许是这样：中美两大经济体之间爆发的贸易战使得全球经济预期悲观、经贸活动收缩，外需的整体走弱进而对中国的出口产生冲击。贸易战带来的不确定性使得我国外贸依赖度较高的行业投资趋于谨慎，产业链转移的迹象开始显现。往后看，贸易战对出口、制造业投资的压力可能会长期存在。

包商银行事件对银行间市场的冲击仍在延续，央行对此保持了必要的警惕，但其在不同市场的扩散能否被及时阻断，以及是否会导致总量层面的信用收缩仍需持续观察。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

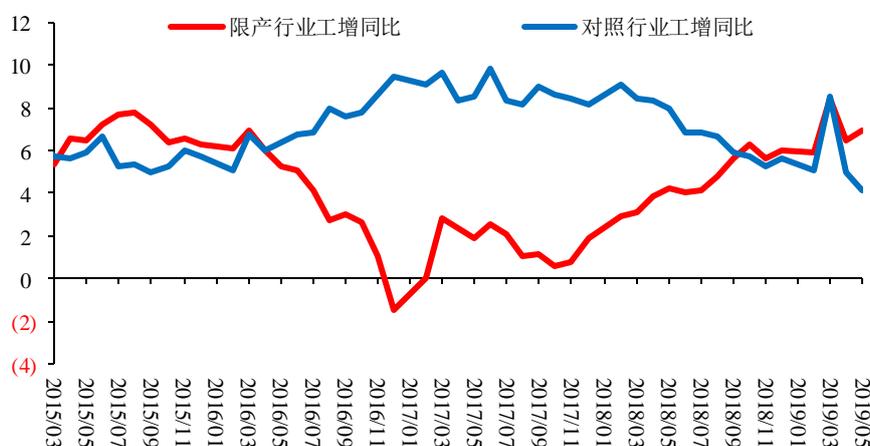
一、贸易战对实体经济的影响逐步显现

5月工业增加值同比录得5.0%，较4月大幅回落0.4个百分点，创历史新低。其中供改组生产再次走强，而表征经济自然状态的非供改组持续回落，与供改组生产相关的高炉开工率、粗钢、焦煤、水泥产量均同步走高。

观察同期的价格数据，PPI环比和主要原材料购进价格明显走弱，原油和铜价大幅回落，铁矿石受供应端扰动价格持续上行，在此带动下黑色系价格保持平稳，整体来看，工业品价格表现偏弱。

结合量价指标来看，经济的需求端仍在趋势下滑中，贸易战对出口、制造业以及资金流动的影响仍在延续。

图1: PMI新出口订单, %



数据来源: Wind, 安信证券

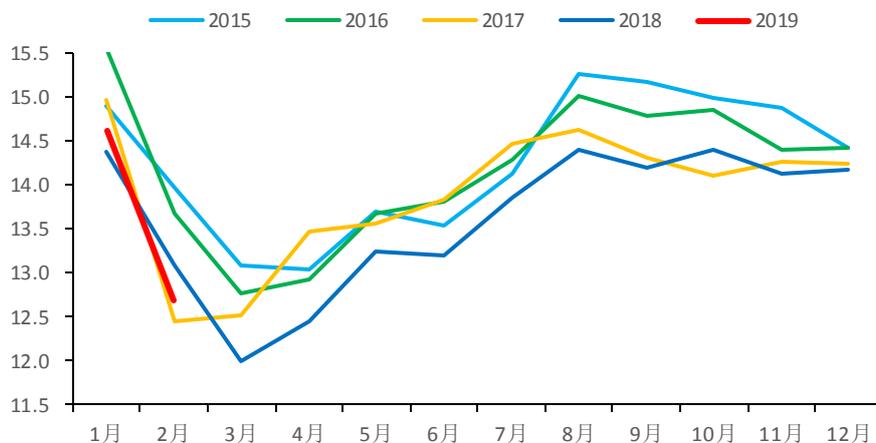
随着中美贸易战的常态化，年初以来中国对美出口出现明确的下滑，而与此同时中国对日本、欧盟、越南、菲律宾的出口逐步上升，合并来看，全球贸易中中国出口的份额保持平稳。这背后有贸易转口和替代的影响，比如中国对美出口

较多的锅炉、电机等产品，今年以来其对欧盟和越南的出口相对历史均值出现大幅上升。

另外一个不容忽视因素来自汇率，去年 6、7 月份贸易战最为激烈的时段，人民币兑一篮子货币贬值幅度达 5%，贸易战爆发后的汇率相较爆发前半年平均贬值 3%。贸易战导致的汇率贬值，在很大程度上把贸易战对中国出口的冲击分散给全球其他经济体，进而使得中国在全球贸易中的份额保持稳定。如图 3 所示，未受关税影响商品中，美国从中国的进口占美国总进口的比重从去年年中开始回升，至今仍维持高位，显示汇率贬值对中国出口的显著提振。当然这也反映了市场自我调整和修复的能力，也在一定程度上表明在经济全球化的背景下，基于双边的关税贸易协定效力往往有限。

从这个角度来看，中美贸易战对中国出口的直接影响可能相对有限，贸易战最主要的影响或许是使得未来不确定性增加，这将会对市场主体的生产和投资行为产生持续的抑制，全球生产和经贸活动的减速进而拖累中国的出口活动。

图2：中国出口占全球出口的比重，%



数据来源：Bloomberg，安信证券

数据截至 2019 年 2 月

图3：未征加关税商品中美国从中国进口占美国总进口的比重，%

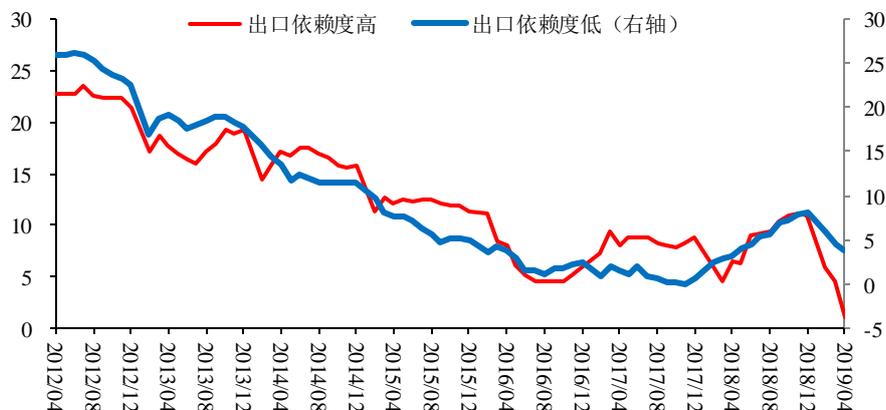


数据来源：Bloomberg，安信证券

该类商品包括：集中供热锅炉及其配件，吊扇、风扇及其配件，空调、汽车空调配件，热泵配件，液体、气体燃料炉燃烧器，面包炉，烹饪炉；镇流器，ADP机电源部件，变压器配件，静态转换器部件等。

中美贸易战对中国的投资活动影响如何？我们观察制造业投资的情况，按照各行业出口依赖度的情况，将制造业投资分成两类。可以发现出口依赖度高行业的制造业投资和出口依赖度低行业的制造业投资在历史上表现出较强的同步性，在一些全球经济和贸易复苏的时段，比如 2016 年中到 2017 年底，出口依赖度高行业的制造业投资表现明显较强，而在去年两者的走势完全一致，这背后或许具有高盈利水平的影响，但从今年年初以来，两者出现比较明显的分化，显示贸易战正在对我国贸易依赖度较高行业的投资活动产生显著的冲击。随着 5 月以来贸易战的再度恶化以及市场对贸易战长期化的共识逐步达成，未来制造业投资可能会持续承压。

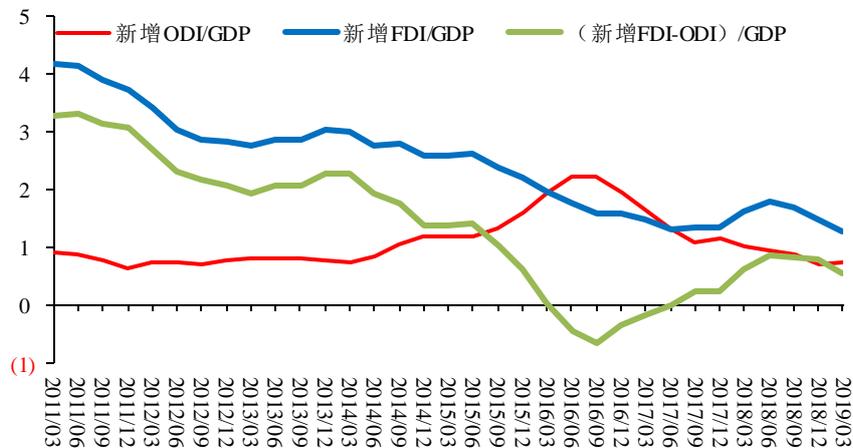
图4：制造业投资同比：出口依赖度高 V.S. 低，%



数据来源：Wind，安信证券

此外，贸易战在外商对中国的投资以及中国海外投资方面或许也产生了显著影响。可以发现，从 811 汇改附近的某个时点到 2016 年中，中国海外投资资金的流出速度高于外资流入的速度，整体表现为资金的净流出加速；而从 2016 年年中到 2018 年中，资金的净流入逐步加速，这可能和中国经济的企稳有关；从 2018 年年中至今国内资金外流企稳的情况下，海外流入中国的资金开始持续回落，进而表现为资金的净流出加速，这背后固然有中国去年年中以来经济下行的影响，但可能也有中美贸易战的冲击。一个支持性的证据在于，年初以来中国对东南亚的投资相对于过去几年均出现了大幅抬升，供应链转移的迹象看起来已经开始显现。

图5：国际收支平衡表：ODI/GDP 和 FDI/GDP，%



数据来源：外管局，安信证券

图6：中国 ODI 的东南亚国家分布

	中国对越南外商直接投资项目数量	中国对越南外商直接投资项目注册资金, 百万美元	中国对泰国投资, 百万美元	中国对菲律宾投资, 百万美元
2015年一季度	29.0	42.9	-226.6	6.5
2016年一季度	102.0	222.8	55.0	3.7
2017年一季度	90.0	756.6	-171.5	5.4
2018年一季度	128.0	280.9	-20.1	8.1
2019年一季度	233.0	1561.4	62.8	13.7
过去四年平均	87.3	325.8	-90.8	5.9

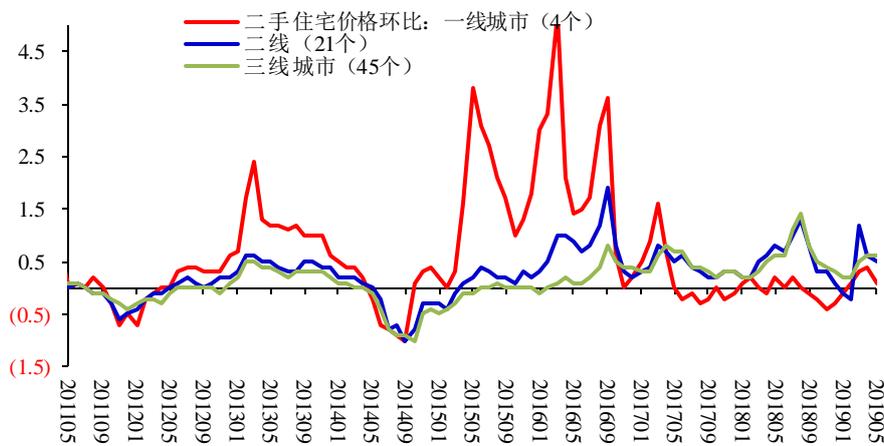
数据来源：外管局，安信证券

合并来看，贸易战对我国实体经济影响的路径或许是这样：中美两大经济体之间爆发的贸易战使得全球经济预期悲观、经贸活动收缩，外需的整体走弱进而对中国的出口产生冲击。贸易战带来的不确定性使得我国外贸依赖度较高的行业投资趋于谨慎，产业链转移的迹象开始显现。往后看，贸易战对出口、制造业投资的压力可能会长期存在。

经济需求端其他分项来看，基建的回升更多取决于政策意愿，消费看起来仍处于趋势下行中，地产投资的走向是否能支撑投资变得尤为关键，我们倾向于认

为地产投资趋势下行的可能偏低，支撑地产投资年初以来仍然偏强的主要因素或许仍是低库存，经历了一年房地产市场的补存货，目前全国范围内的存货水平仍然偏低。从价格数据来看，目前二三线住宅价格的低点相对 14 年库存过剩时有显著抬升，显示存货水平可能仍有上升的空间。

图7: 一、二、三线二手住宅价格环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

二、包商银行事件的冲击仍在延续

近期包商银行事件对银行间市场的冲击仍在延续，央行对中小银行的同业存单发行提供信用增进，并增加再贴现额度和 SLF 额度，显示决策层对包商银行引发的流动性问题的关注。银行间质押式回购加权利率和存款类机构质押式回购加

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11863



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn