

旬度经济观察

——狭义贸易摩擦的负面影响或小于预期

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019年6月10日

内容提要

2019年以来的贸易数据显示，中国对非美国国家的出口上升在较大程度上抵消了中国对美出口的大幅下降，使得中国的总体出口可能好于预期。

包商事件被接管是中小银行供给侧改革的开始，央行出手维稳后局势暂时平稳。其对银行间市场、债券、权益市场乃至实体经济的影响仍需进一步观察。

特朗普宣布加税后加剧了全球经济下行的压力，倒逼全球货币政策迅速转向进一步宽松。这是否能有效对冲经济下行，值得密切留意。

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

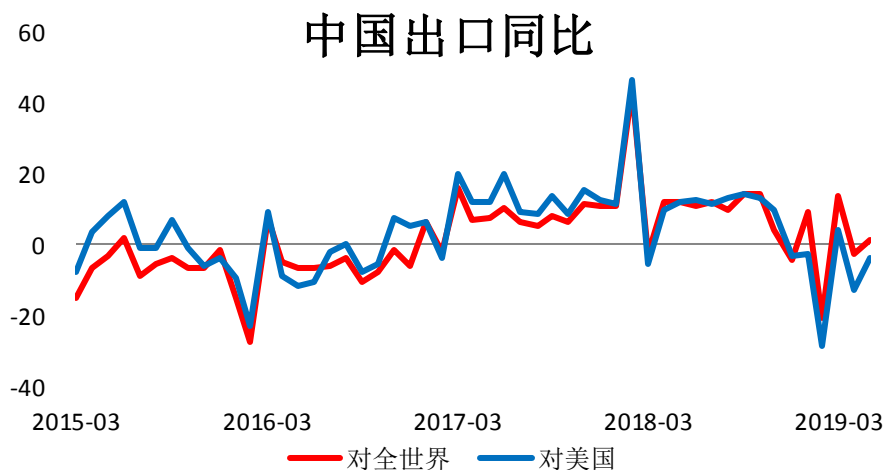
2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、狭义贸易摩擦的负面影响或小于预期

中美贸易摩擦已经持续一年左右的时间，目前已经超越了狭义贸易摩擦的范畴，并对经济和资本市场产生了重大的影响。鉴于美国的加税行为已经进行了一年左右的时间，我们可以对一些相关的影响做一些研究。我们的分析发现，中国对其他国家的出口替代在较大程度上抵消了中国对美国出口的大幅下降，使得中国的总体出口可能好于预期。因此，狭义贸易摩擦的负面影响可能没有市场上想象的那么大。

由于众所周知的原因，中国的对美出口增速从2019年1月起出现了明显的下降，比整体出口增速低9%左右。关税的上升确实对出口产生了负面的影响。与此同时，中国的整体对外出口增速也出现了明显的下滑，一个顺理成章的推断是对美出口的大幅下降拉低了中国的整体对外出口。

图1: %

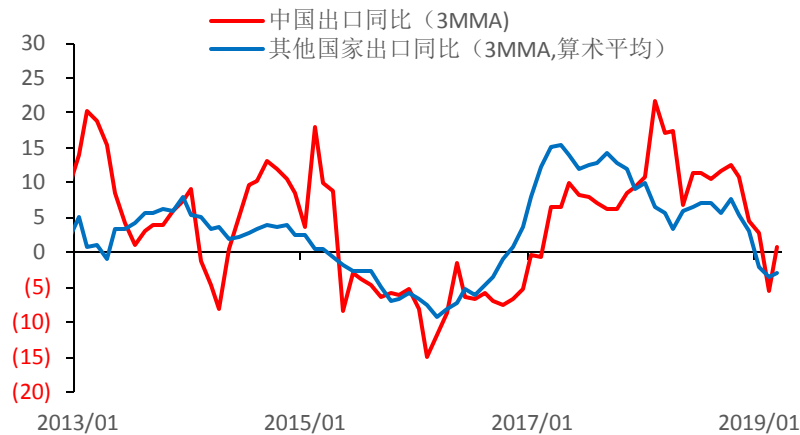


数据来源: Wind, 安信证券

然而，与其他国家的出口增速相比，2019年的中国出口增速并没有出现明显的下降，甚至要略好。通过对数据的梳理，我们推断，美国加税的确对中国对美

出口产生了负面影响，但是中国对非美国家的出口明显上升，在较大程度上抵消了美国加税的负面影响。

图2: %



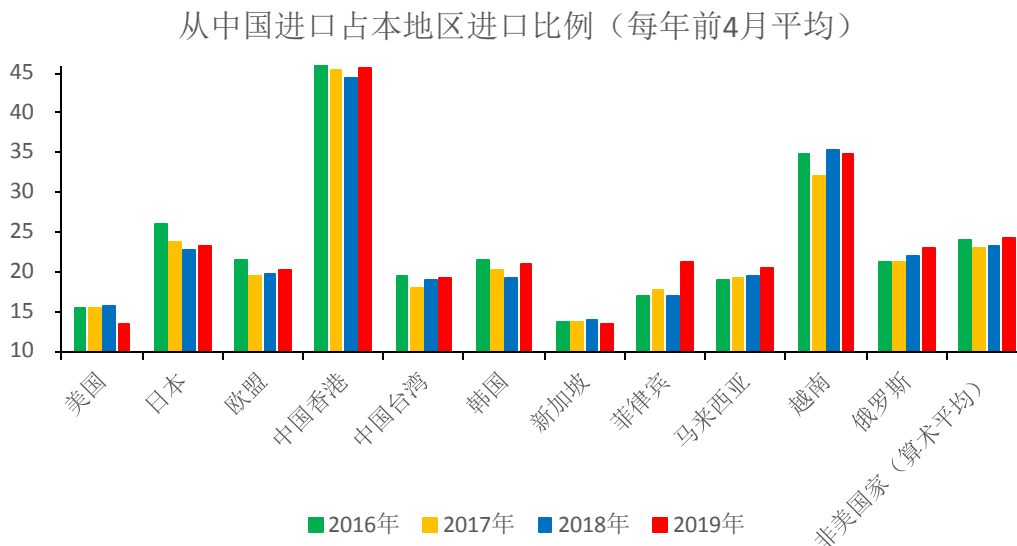
数据来源: Wind, 安信证券

注: 其他国家包括欧盟、日本、中国香港、中国台湾、韩国、新加坡、菲律宾、马来西亚、俄罗斯和越南。

从 2019 年前 4 月的情况来看，美国从中国进口的占比从 2016-2018 年的年均 15.7% 降低至 13.5%，但其他国家从中国进口的占比普遍上升，均值从 2016-2018 年的年均 23.3% 上升至 24.2%。鉴于所列示的非美国国家从中国进口的绝对数大致是美国从中国进口的 2-3 倍，因此中国对非美国家的出口扩大大致抵消了中国对美出口的减小。

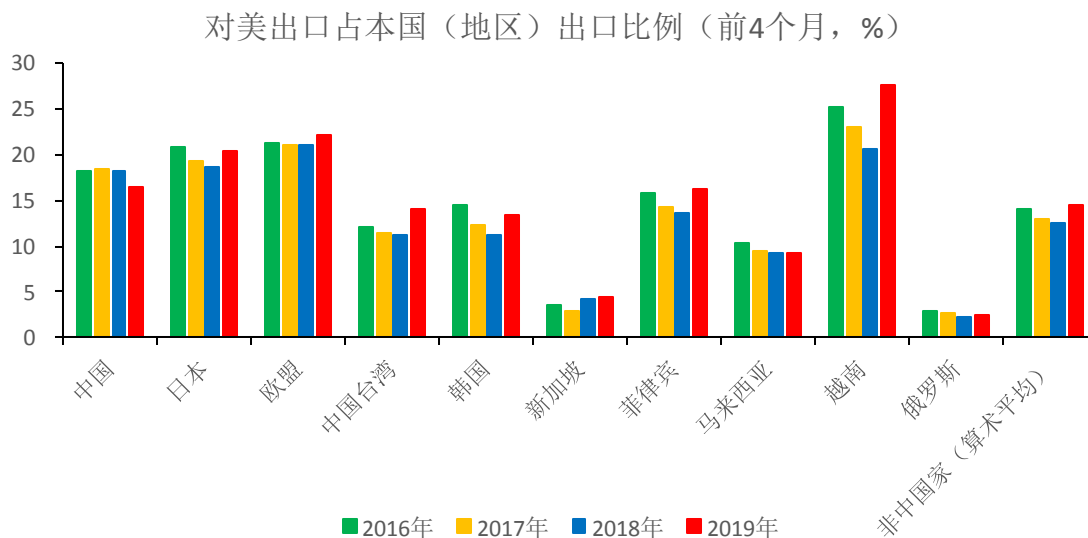
因为中美两国的大部分贸易商品都不是中国唯一生产、美国唯一消费的，因此在高关税下有不小的替代空间。中国方面体现的是出口替代，美国方面体现的是进口替代。我们发现，在美国对中国进口明显下降的同时，美国对他国的进口在 2019 年出现了明显上升。

图3: %



数据来源：Wind，安信证券

图4: %

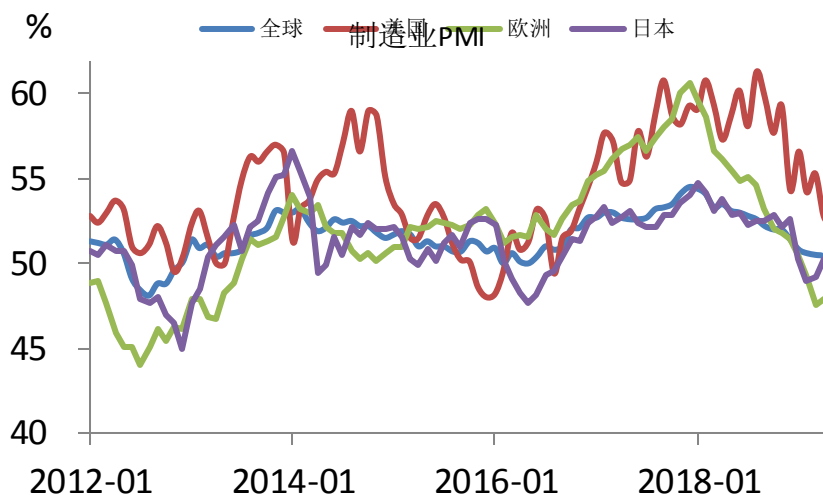


数据来源：Wind，安信证券

从中期的角度来看，中美贸易摩擦本身的负面影响在一定程度上或被贸易替代所抵消。随着时间的推移，贸易替代的空间会变得更大。因此，假如 2019 年 1-4 月已经出现了较为显著的贸易替代的话，那么未来可以更乐观些。贸易摩擦对

中国出口更主要的影响渠道是：贸易摩擦加剧了全球经济下行的压力，外需减少导致出口减少。因此，未来更需要关注的是贸易摩擦对全球经济的负面影响。

图5：点



数据来源：Wind，安信证券

二、包商银行冲击未平，央行多举措维护稳定

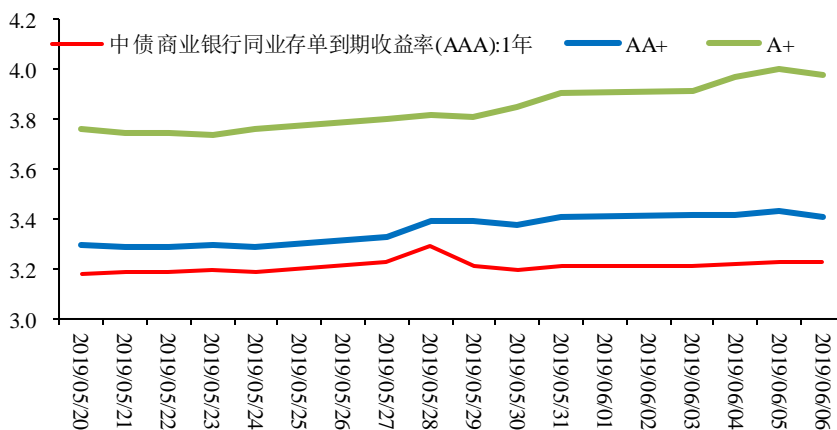
5月24日央行和银保监会联合发布公告，鉴于包商银行出现严重信用风险，对其实行为期一年的接管。随后央行在答记者问环节中明确表态，对5000万人民币以下的企业存款/存单进行全额保障，但对5000万以上存单及对公存款协商偿付。银行同业存单刚性兑付的信仰被打破。

为安抚银行间市场恐慌情绪，防止中小银行出现普遍的挤提风险，央行于近期密集发声，明确表态包商被接管是个案，目前没有打算接管其他银行，金融委办公室也召开会议研究维护同业业务稳定工作。同时央行为银行间市场持续注入

流动性，对锦州银行等中小银行发行同业存单提供信用增进，国开行与四大行也加大对中小银行同业存单的购买力度。

目前来看，银行间市场流动性充裕，利率出现普遍下行，但同业市场出现明显的动荡。同业存单一级市场发行成功率出现大幅滑落，同时二级市场较低评级同业存单的收益率出现持续上升，显示投资者的普遍担忧。

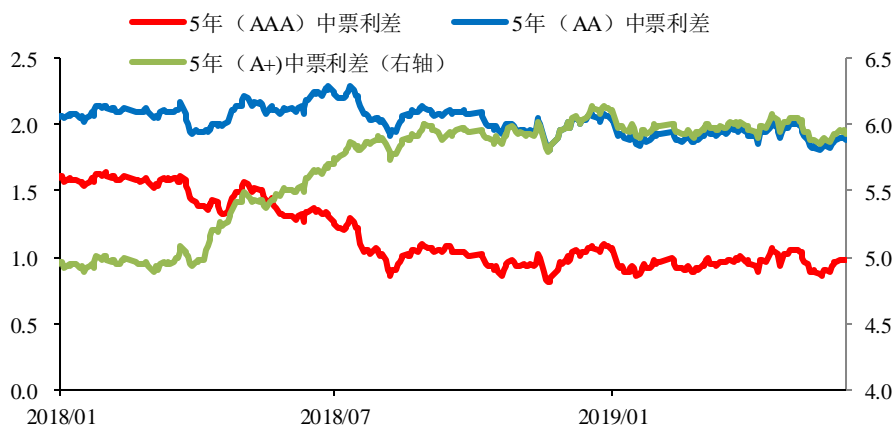
图6: 1年期同业存单收益率, %



数据来源: Wind, 安信证券

由于中小银行对同业存单、同业存款的依赖普遍较高，同业存单市场刚性兑付的打破对中小银行的负债端将产生明显的冲击，而负债的下降也将带来资产的收缩。农商行、城商行相对大行风险偏好更高，更多服务于中小企业以及地方城投平台，其资产的收缩必将压制债券市场整体风险偏好，新近的数据显示信用债利差近期已经出现比较明显的上行。

图7：不同评级信用债利差，%

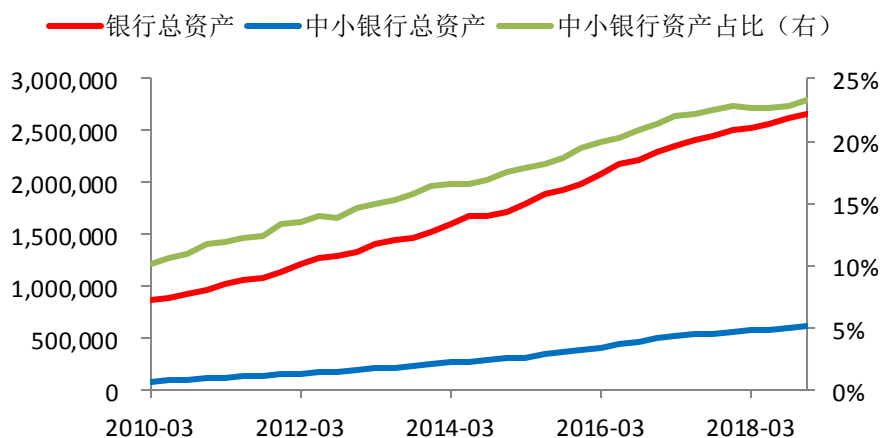


数据来源：Wind，安信证券

去年资管新规打破理财市场的刚性兑付，债券市场上出现信用利差放宽，利率债收益率趋势下行的情形，而本次以包商银行被接管为代表的同业市场刚性兑付的打破，是否会重塑同业存单市场的定价体系，进而对债券市场带来系统性影响值得关注。

从实体经济角度来看，中小银行信贷占存款类金融机构总信贷的比重大约25%，而且中小银行是服务中小企业最主要的力量，因此中小银行负债的收缩是否会导致信贷总量的收缩，产生紧缩性货币政策的效果，需要持续跟踪6、7月的信贷数据。

图8：亿元，%



数据来源：Wind，安信证券

总体来看，包商银行被接管只是中小银行金融供给侧改革的开始，其对银行间市场、债券、权益市场乃至实体经济的影响会伴随央行的后续处理而逐步体现，在中美贸易冲突加剧、国内经济下行压力凸显的背景下，金融供给侧改革面临更大的挑战。

三、全球下行压力增大，美联储降息预期升温

新近公布的美国劳动力市场数据显示，5月美国新增就业7.5万人，远低于市场预期的18万，同时前两月数据共下修7.5万。小时工资环比0.2%，较上月小幅回升0.1个百分点，低于市场预期，而同比增速3.1%，较上月小幅回落0.1个百分点。

此前公布的5月ADP就业人数2.7万，创2010年3月以来新低，远低于预期的18.5万人和前值27.5万人。

分行业看，零售业、IT业降幅居前，其他行业也出现普遍回落，合并考虑近期PMI数据的下行，美国经济走弱的迹象更加明确。

在此背景下，近期鲍威尔表示会“采取适当的行动去维持经济扩张”，市场将此理解为鸽派信号，市场预期9月份降息的概率超过90%。截至目前，印度、澳大利亚、新西兰等国均出现降息，欧央行此前表态要开始新一轮的TLTRO，全

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_12109

