

全球经济与贸易减速的新解释

摘要

- **BIS 在近期论文《经济放缓背后的原因》中对近期全球经济减速给出了新的解释。**2017 年制造业和全球贸易强劲反弹，并拉动全球经济回暖。2018 年开始至今全球经济增长减速，而这主要受制造业和贸易放缓的拖累，服务业和就业依然保持韧性。BIS 申铨松认为，工业产成品占全球商品贸易的 70%，因此制造业贸易与全球贸易二者的联系非常紧密。全球价值链（GVC）--以全球商品出口额占全球 GDP 比例衡量--能够很好将制造业和全球贸易结合起来理解。**GVC 属于金融密集型活动，这就决定了全球价值链的波动与金融条件密不可分。**尤其是美元信贷对于全球价值链有重要的影响。一般来说，美元走强会带来银行美元信贷收缩，并拖累全球价值链，这也意味着制造业和全球贸易的走弱。一旦依靠 GVC 实现的制造业和贸易增长走到尽头，过度依赖制造业和商品贸易可能会让全球经济失望。政策面需更多考虑财政政策的重要性。
- **加征关税成本主要由美国消费者承担。**NBER 最近的两篇工作论文分析了贸易战对美国企业和家庭的影响，结果表明美国消费者将首先受到冲击。《The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare》指出，关税成本主要通过提高美国价格，影响美国国内消费者和生产者，而对外国出口商影响有限。2018 年美国主要针对中国进口的 2500 亿美元产品加征关税，每月减少居民部门约 14 亿美元的实际收入。由于国外竞争的减少，国内生产者价格也将上涨，将提高工业产成品上涨 1%。关税将带来政府收入减少，但能够以更高价格销售产品的国内生产商收入将增加。《The Return to Protectionism》认为，如果美国关税完全转嫁到进口价格，估计新的关税制度使美国进口减少了 32%，出口下降 11%。美国的关税倾向于保护那些在政治竞争最激烈的县雇用工人的行业。
- **本轮美联储紧缩周期中，银行净息差逆势提升。**美联储在《货币政策与银行净息差变化：四个紧缩时期的比较》中指出，2015 年的货币收紧期以来，银行净息差（NIMs）总体有所上升，而在此前的三轮紧缩周期中，NIMs 总体上都有所下降。这主要是本轮紧缩周期下银行利息支出/有息资产增长慢于利息收入/有息资产的增长。这种变化与银行的存、贷款利率设定行为相关。由于负债流动性充裕，即使短期利率上升，银行对存款的争夺也不像过去激烈。此外，银行资产中与短期利率挂钩的流动性资产比重增加，货币收紧带来的利息收入向上调整速度更快。
- 美联储副主席威廉姆斯认为人口结构与生产率的全球变化对美国经济和货币政策有两个重要影响。首先，人口和生产率增长放缓直接导致经济增长趋势放缓。其次，这些趋势导致长期中性实际利率 r^* 大幅下降。未来经济低迷时期降息的政策空间有限，央行抵消经济下滑的能力受限。美联储目前正在对其框架和战略进行审查。
- **人民币汇率破“7”可能性较小。**中国央行副行长潘功胜近期表示，中国经济金融的稳健运行，为外汇市场和人民币汇率保持合理稳定提供了有力的基本面支撑。在应对外汇市场波动方面，央行积累了丰富的经验和充足的政策工具，根据形势变化将采取必要的逆周期调节措施，加强宏观审慎管理。央行将保持外汇市场稳定运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
- 风险提示：中美贸易摩擦失控。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 经济走势将推动政策再度宽松——2019 年 1 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-05-20)
2. 外部风险继续加大，内需重要性持续提升 (2019-05-19)
3. 经济放缓，逆周期调节政策将再度发力 (2019-05-16)
4. 定量分析中美贸易战对经济的影响 (2019-05-15)
5. 跟随内需变化的方向 (2019-05-12)
6. 实体融资暂时回落，逆周期政策预计再度发力 (2019-05-10)
7. 通胀压力减轻，年内或难破“3%” (2019-05-10)
8. 外需将弱势运行，经济企稳依然需要依赖内需 (2019-05-08)
9. 经济继续弱平稳，逆周期政策或再度发力——月度经济预测 (2019-05-06)
10. 小长假期间国内外经济与资本市场状况述评 (2019-05-05)

目 录

1 《经济放缓背后的原因》--BIS	1
1.1 简单的回顾历史：在近年来保护主义盛行之前，全球贸易已经出现下滑	2
1.2 全球价值链的波动与金融条件密不可分	3
1.3 对政策的含义	4
2 《美国消费者首先受到贸易战冲击》--NBER.....	6
3 《货币政策与银行净息差变化：四个紧缩时期的比较》--美联储	7
3.1 银行的净息差如何随着货币政策的变化而变化？	7
3.2 当前的货币政策收紧有什么不同之处？	8
4 《当实际情况发生改变》--联储副主席威廉姆斯	11
4.1 过去只是序幕	11
4.2 r^* 下降	11
4.3 新的情况、新的应对	12
5 《经济金融稳健运行，为外汇市场和人民币汇率保持合理稳定提供有力支撑》--央行副行长潘功胜	13
参考文献	14

图 目 录

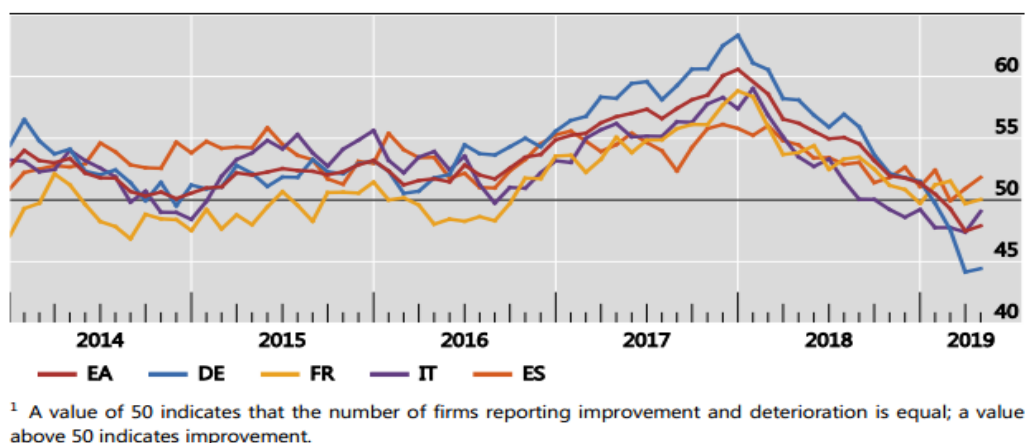
图 1: 制造业 PMI	1
图 2: 德国: 按行业划分的 Ifo 商业景气指数	1
图 3: 2000 年和 2017 年全球价值链网络结构比较	2
图 4: 全球货物出口占全球 GDP 的比率	2
图 5: 美元信贷增长以及 GVC 活动与美元强弱负相关	3
图 6: 银行业资产和账面股本	5
图 7: 商业银行的净息差、联邦基金利率以及收益率曲线斜率	7
图 8: 目标联邦基金利率与银行净息差	8
图 9: 相对于联邦基金利率的净息差分解	9
图 10: 在前 175 个基点加息情况下, 相对于联邦基金利率的净息差分解	9
图 11: NIMs 的累计变化分解, 2015:Q4-2018:Q4	10
图 12: 人口寿命与人口增长变化	11
图 13: 近 10 多年以来生产率大幅放缓	11
图 14: 全球 r^* 的走势	12

1 《经济放缓背后的原因》--BIS

2019 年 3 月 14 日，在德国联邦财政部及欧洲经济研究中心举办的“公共财政对话”工作会议上，申铨松对于全球经济放缓的原因做了详细说明。

最近几个月，制造业和贸易均有所放缓，尽管在服务业和就业的支撑下，消费仍相对更具韧性。对欧洲制造业的调查显示，2018 年制造业活动开始减弱，并且从制造业采购经理人指数 (PMIs) 可以看出，至 2019 年，中国制造业的疲软程度在加深。

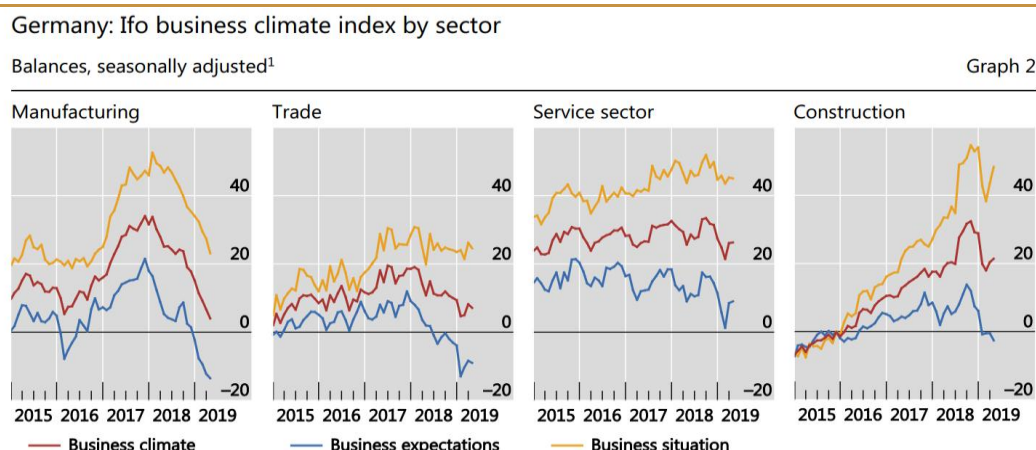
图 1：制造业 PMI



数据来源：IHS Markit，西南证券整理

德国处于制造业疲软的严重时期。按行业划分的 Ifo 商业景气指数，突显出制造业和贸易的疲弱。服务业与房地产业的情况相对较好。这两个面向国内的部门为德国的就业和国内消费提供了强劲支撑。重要的是，制造业和贸易的疲软，并不仅仅局限于欧洲。这种疲软，通过全球价值链，沿着贸易链条，传播到全球各地，并成为一种普遍现象。与中国企业供应链紧密联系的亚洲经济体受到的冲击最为严重。

图 2：德国：按行业划分的 Ifo 商业景气指数



数据来源：Ifo Institute for Economic Research, Business Survey, April 2019，西南证券整理

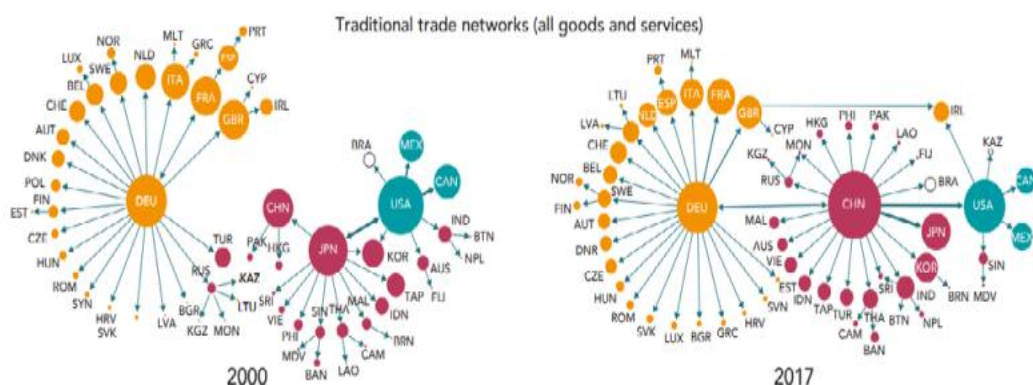
在服务业和就业仍然强劲的情况下，如何理解制造业与贸易的放缓？

1.1 简单的回顾历史：在近年来保护主义盛行之前，全球贸易已经出现下滑

工业产成品占全球商品贸易的 70%，制造业贸易促进了世界贸易的增长。在上世纪 80 年代末和 90 年代初的全球化鼎盛时期，贸易增速是 GDP 增速的两倍。制造业贸易增长是由跨国公司与全球价值链的发展共同推动。中国加入全球贸易体系，全球价值链自身的地理结构也发生了深刻变化。

下图展示了 2000 年和 2017 年的贸易网络结构。辐条连接的两个经济体，说明一方是另一方最大的贸易伙伴，或者说占另一方贸易的 25% 以上。在 2000 年，全球贸易体系的枢纽是德国、日本和美国。到了 2017 年，中国占据了中心的位置，不仅是亚洲的枢纽，而且是连接德国与美国的节点。

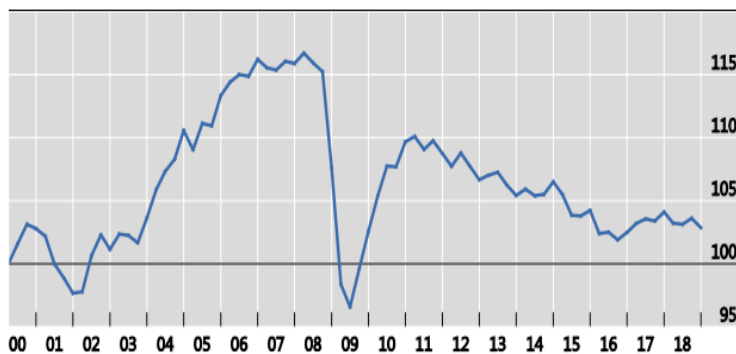
图 3：2000 年和 2017 年全球价值链网络结构比较



数据来源：BIS，西南证券整理

在试图理解制造业放缓的过程中，一个很好的起点是看世界贸易和全球价值链的情况。衡量全球价值链在全球经济中所占权重的综合指标是全球商品出口额占全球 GDP 的比例。出口是用总量来衡量，而 GDP 是用增加值来衡量。世界出口额衡量的是供应链上易手商品的简单总和，包括使用进口中间产品作为输入的商品的出口。GDP 衡量的是每一阶段的增加值，并试图只计算最终产品的价值。因此，当全球价值链活跃，中间产品贸易更多地沿着供应链进行时，全球货物出口相对于 GDP 的比例就会提高。

图 4：全球货物出口占全球 GDP 的比率



数据来源：IMF，西南证券整理

金融危机之前，世界贸易都增长迅速，但此后出现了逆转，表明全球价值链活动在后危机时期一直在下降。金融危机后，全球贸易立即反弹，但一直没有恢复到危机前的水平。事实上，自 2011 年以来，贸易相对于 GDP 的占比一直呈下降趋势，2017 年只是出现了短暂的缓解。这对于掌握导致全球价值链活动最近疲软的潜在力量非常重要。早在贸易保护主义和最近几年的贸易冲突之前，贸易就已经放缓了。

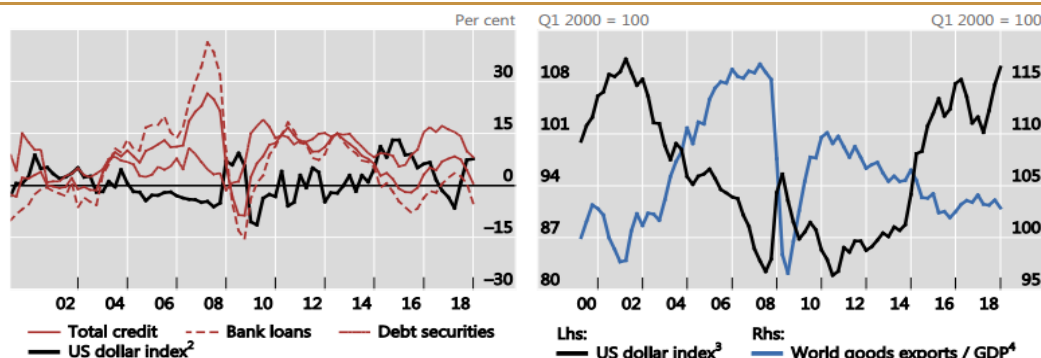
1.2 全球价值链的波动与金融条件密不可分

全球价值链的起伏与全球银行业的波动有着不可思议的相似之处。建立和维持 GVCs 是高度金融密集型的活动，对企业的营运资本提出了很高的要求。当财务需求超出公司自身的财务状况时，必要的营运资金就会依赖于短期银行信贷。由于企业在向供应链上的其他企业销售产品时，需要持有中间产品库存或应收账款，所以全球价值链的融资需求应运而生。随着供应链的增长和运输间隔时间的延长，边际融资需求持续增加，只有在非常宽松的融资条件下，拉长全球价值链才是可行的。宽松的金融条件会使得 GVCs 所连接的公司越长越多，包括生产中间产品的公司，而这些中间产品往往具有更大的价值。

当资金状况收紧时，维持长而复杂的全球价值链将不再可行。通过向国内供应商或地理位置较近的供应商“外包”和“回流”活动，使供应链合理化，将有助于降低支持长全球价值链的信贷成本。

国际清算银行全球金融体系委员会(CGFS)在其 2014 年的贸易融资报告中发现，约 35% 的贸易融资来自银行体系。其余 65% 的资金由公司自己提供，要么由卖方以“公开账户融资”的形式提供，要么由买方以“预付现金”的形式提前支付。CGFS 发现，约 80% 的银行贸易融资是以美元计价的。鉴于美元信贷在支持贸易方面的普及，影响信贷条件和银行美元贷款供应的因素在支持全球价值链活动方面发挥着重要作用。在众多以美元计价的银行信贷可用性指标中，美元汇率作为企业美元信贷状况的晴雨表发挥着尤为重要的作用。美元疲软时，以美元计价的贷款往往增长更快，反之亦然。下图显示了美元强弱与美元贷款之间的负相关关系。在全球金融危机之前，以美元计价的银行贷款迅速增长，而在危机爆发后，以美元计价的银行贷款却有所放缓。

图 5：美元信贷增长以及 GVC 活动与美元强弱负相关



¹ Annual growth of credit to non-banks denominated in US dollars. ² Annual growth of Federal Reserve Board trade-weighted nominal dollar index, major EMEs ("other important trading partners"), based only on trade in goods. A positive value indicates appreciation of the US dollar. ³ Federal Reserve Board trade-weighted nominal dollar index, broad group of major trading partners of the US ("broad"), based only on trade in goods. An increase indicates appreciation of the US dollar. ⁴ Both exports and GDP are measured in constant prices.

数据来源：BIS，西南证券整理

GVC 活动反应了美元融资状况的事实，贸易与 GDP 比率的波动与美元的强势呈现反向关系，在美元走强的时期，贸易相对于 GDP 的比重较低，反之亦然。

金融条件与美元之间的关系将反映经济运行中的许多力量，其中可能包括通过全球价值链联系在一起的非金融企业的资产负债表渠道。企业作为全球价值链的一部分，强大的资产负债表能够满足公司巨大的营运资本需求。然而，更高的公司债务加上公司资产负债表上的货币错配，可能会削弱公司为营运资本融资的能力，尤其是在信贷环境收紧的时候。受货币错配和过度杠杆作用拖累的企业将需要削减债务并重建资本。

从全球来看，较高的企业杠杆率已成为增长脆弱性的一个来源。在这一背景下，美元的持续走强可能在一定程度上反映了这些公司调整资产负债表的努力。美元走强将增加调整资产负债表的紧迫性，因为它将增强偿还美元债务的动机。也许正是出于这个原因，货币市场近期的走势违背了美国宽松的货币政策与美元疲软有关这一规律，美元一直保持强势，尤其是对新兴市场货币。

德国制造业企业并不会因为他们借入欧元而相对较少地依赖美元贸易融资。制造业企业的调查表明其一直将外部需求疲弱列为制造业活动疲弱的主要原因。因此，即使德国企业本身不那么依赖美元融资，它们的贸易伙伴也可能更依赖美元贸易融资。注意力也不能局限于与德国的直接贸易对手方，因为间接贸易联系将波及全球贸易体系，这就是全球贸易体系内在联系的结果。

在有关贸易全球化的辩论中，市场倾向于将贸易与金融划清界限。很容易认为，贸易和投资的真正开放主要是为了消除贸易壁垒。然而，从 GVC 活动的波动情况可以看出，这种想法过于简单。实际上，贸易和制造业与金融尤其是银行业信贷紧密相连。

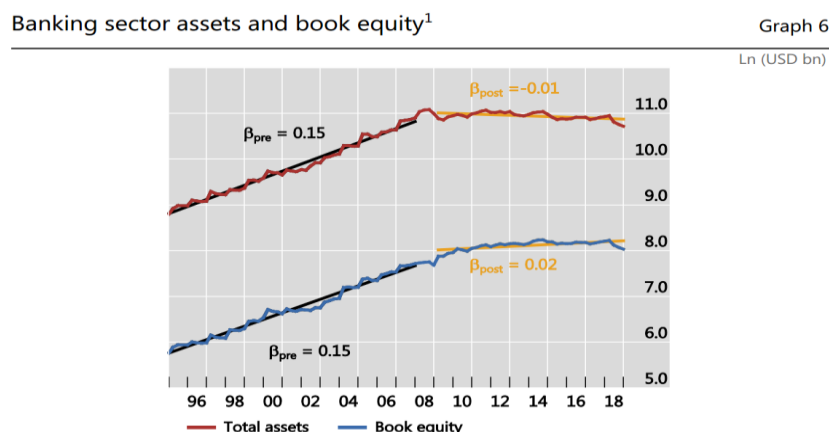
事实上，制造业和金融业联系紧密，以至于我们可能认为 GVC 会像资本市场一样存在泡沫。2006 年至 2007 年，GVCs 在全球范围内的过度扩张，可能只有在当时极其宽松的金融环境下才会持续下去。2017 年制造业的小规模繁荣在之后发生逆转，应该会让政策制定者停下来思考，什么才是全球增长的持久动力。即使短期快速的增长来自于贸易和制造业，它也可能不够强大，无法承担维持全球增长的全部负担，需求的构成可能和总量一样重要。

1.3 对政策的含义

银行信贷对提供贸易融资至关重要。但自全球金融危机以来，银行业一直处于低速运转状态。尽管危机后的改革提高了银行业吸收亏损的能力，增强了韧性。但银行信贷增长疲弱，更为重要的是，作为银行放贷基础的资本金账面价值已陷入停滞。

自全球金融危机以来，账面资本金增长大幅放缓，部分原因是银行业盈利能力较低，以及持续的派息和股票回购。由于账面资本金是银行放贷的基础，其增长放缓与放贷增长停滞相伴而生。全球金融危机以来，银行资本金与资产增长趋势的急剧逆转，说明即便在危机过去十年后，银行业仍未从危机中复苏。

图 6：银行业资产和账面股本



数据来源：Datastream; BIS calculations, 西南证券整理

银行业的疲弱暴露出长期货币宽松政策的副作用，即通过负利率和压低长期利率对银行盈利能力造成了负面影响。在当前的经济环境下，货币政策负担过重。这一点与货币政策对 GVC 和制造业活动的影响尤其相关。银行贷款和企业资产负债表的强度是支撑 GVC 贸易融资的关键。

尽管发达经济体的低利率提振了消费，并支撑了强劲的就就业增长，但对 GVC 影响更直接的银行贷款来说，低利率没有那么有效。也不能认为货币政策对企业杠杆的影响一直是积极的。企业利用长期利率较低的优势，通过资本市场借入长期资金，并将所得资金用于金融交易、收购、或是回购股票。与房地产无关的实际投资与制造业的健康状况更为密切，但一直处于低迷状态。最近，信用较差的公司发行的杠杆贷款越来越受到政策制定者的关注，被认为是公司财务压力的一个潜在来源。

一旦依靠频繁使用 GVC 实现的制造业和贸易增长走到尽头，过度依赖制造业和商品贸易可能会让全球经济失望。2017 年制造业和贸易在宽松信贷环境和美元走软的推动下强劲增长。然而这些活动的扩张很容易受到信贷环境逆转的影响。

需要考虑需求构成和财政政策的重要性。当长期公共投资的适当机会出现时，财政刺激（通过利用长期低利率优势投资项目）可能是使经济转向国内活动的一种方式。这种重新定位将有助于重新平衡需求的构成及其总体规模。届时，财政空间和公共债务的长期可持续性将亟需得到解决。

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_12401

