

## 国际经济秩序面临新挑战 国内经济新动能持续增长

——2018 年上半年宏观经济分析及展望

研发部/ 戴晓枫 何金中

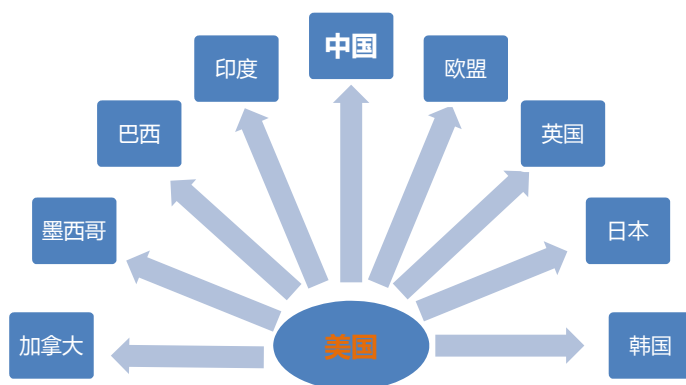
**摘要：**美国单边发起的贸易摩擦正在挑战国际经济秩序，引发全球对贸易和经济复苏的担忧，叠加持续收紧的货币政策，美国的两大经济政策导致全球金融市场上半年波动幅度显著增大。上半年我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，新动能增长较快。尽管经济增长因外部贸易战和内部强监管而面临一定压力，但在近期国务院常务会议以及中央政治会议的针对性政策部署下，将逐步得以缓释。财政政策更加积极、货币政策松紧适度预期下，投资降速态势有望得到扭转，“宽货币+紧信用”下实体融资难在监管节奏和监管力度的变化下也将有所改善。

### 一、国际经济秩序面临新挑战

自特朗普于 2017 年 1 月就任美国总统以来，中美之间的贸易摩擦频发。美国以“美中贸易不平衡”、“贸易逆差巨大”、“威胁美国国家安全”等为由，挑起了实质以遏制中国崛起的贸易战。2018 年 3 月，美国宣布对钢铝加征进口关税，吹响中美贸易战的号角以来，美国在对中国的贸易战过程中态度反复无常。6 月中旬，美国单方面破坏中美双方经多轮谈判后达成的“不打贸易战、停止互相加征关税”的共识，宣布对 500 亿美元中国商品征收 25% 关税。2018 年 7 月 6 日，美国对中国产农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元商品加征关税，标志着中美贸易战正式开打。

在对中国挑起贸易战的同时，美国亦不顾及北美自由贸易协定（NAFTA）、世贸组织（WTO）等促进区域和全球经济一体化的协议和发展原则，对欧盟、印度、加拿大、韩国等国发起贸易调查并发起贸易战。

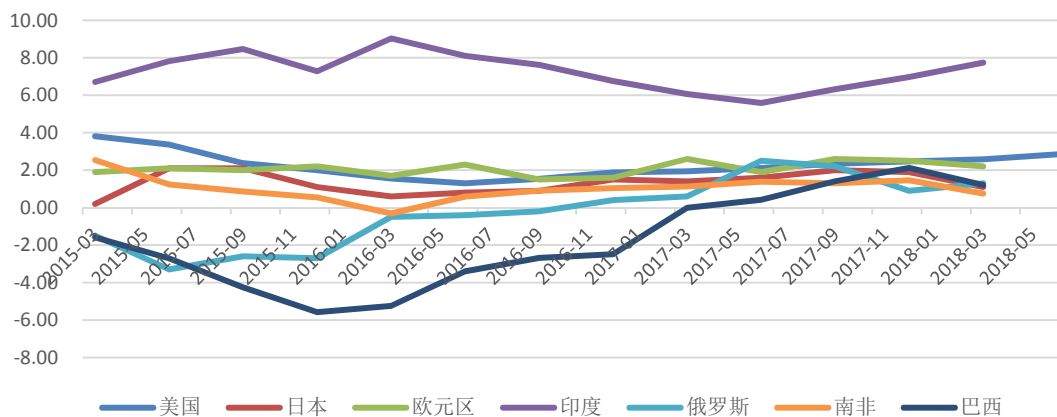
图表 1 美国向多国或经济体挑起贸易冲突



资料来源：新世纪评级根据公开信息整理绘制

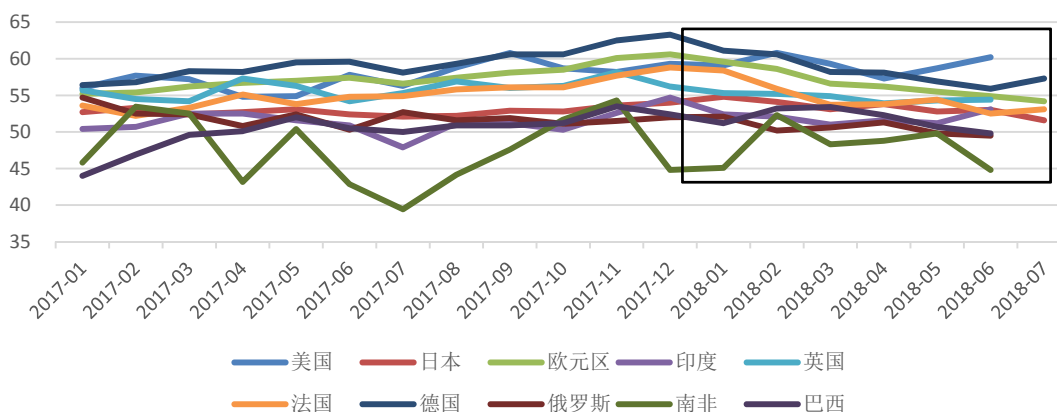
在全球经济持续复苏的环境下，美国对主要经济体发起贸易战，挑战国际经济秩序，引发全球对贸易和经济复苏的担忧。2018 年以来，除美国和印度外，其余主要经济体的实际 GDP 增速均有所放缓；制造业 PMI 整体上虽仍处扩张区间，但较前期高点均有所回落，经济景气度下降。

图表 2 除印度和美国外全球主要经济体实际 GDP 增速放缓（单位：%）



数据来源: Wind

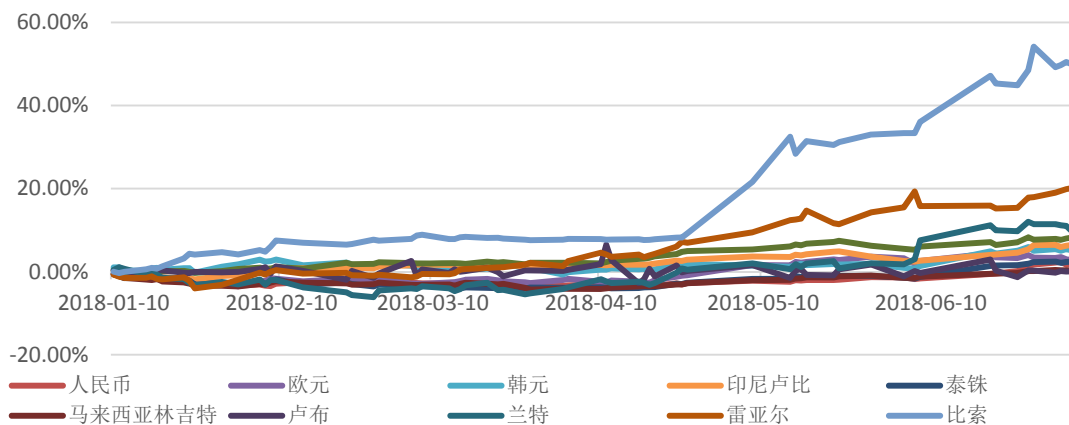
图表 3 全球主要国家或经济体制造业 PMI 回落（单位：%）



数据来源: Wind

同时，美联储缩表正常推进，加息呈现“鹰派”，货币政策持续收紧，也将加速全球性信用收缩。美国的贸易政策和货币政策对国际金融市场形成了较大幅度的扰动，主要经济体货币贬值、股票市场波动增大，全球风险偏好下降。

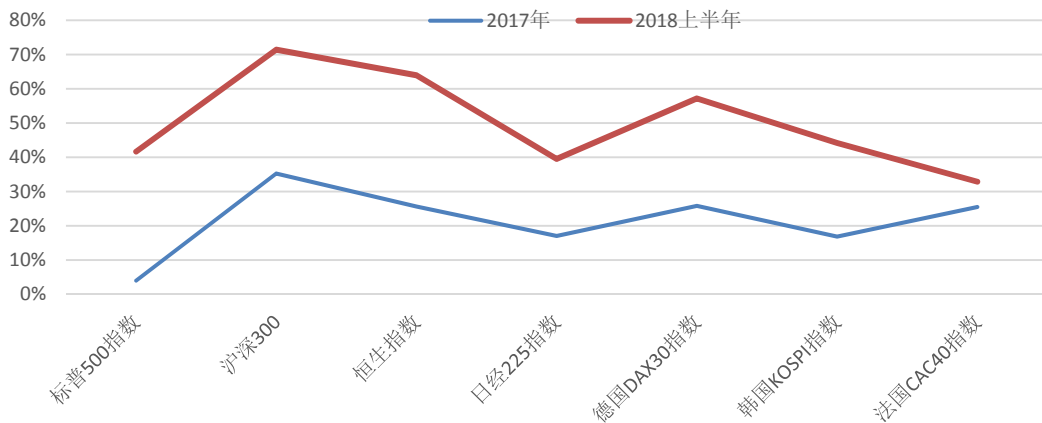
图表 4 4 月份以来非美货币对美元贬值幅度明显扩大



数据来源：Wind、新世纪评级计算

注：贬值幅度计算基准日为 2017 年 12 月 31 日。

图表 5 全球主要股票指数波幅超过 1% 的交易日占比明显扩大



数据来源：大智慧大数据终端、新世纪评级计算

注：1. 波幅 = (当日最高价 - 当日最低价) / 前一日收盘价 \* 100%；

2. 交易日占比 = 波幅超 1% 交易日天数 / 期间总交易日天数 \* 100%。

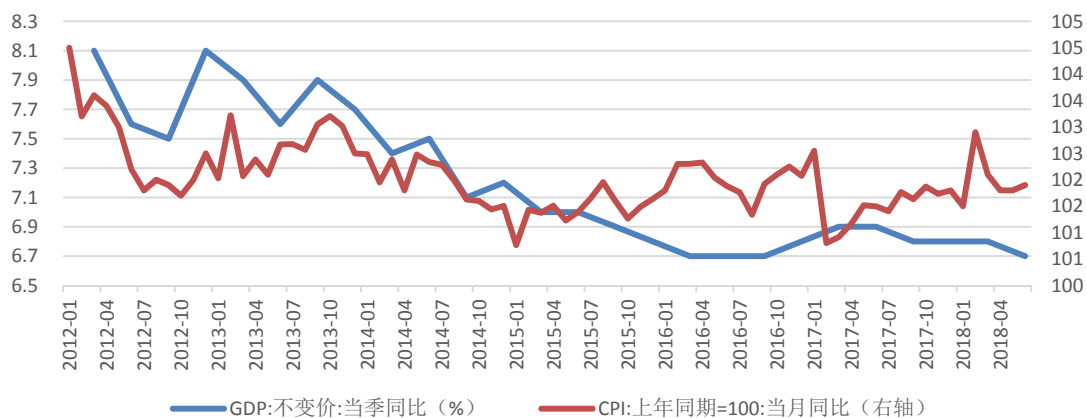
## 二、国内经济新动能持续增长

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。2018 年第一、二季度，我国实际 GDP 当季同比增速分别为 6.8% 和 6.7%，上半年累计同比增速为 6.8%，经济增速连续 12 个季度位于 6.7%-6.9% 的稳定增长区间。

上半年我国消费者物价水平仍保持温和增长态势但增幅要略高于上年同期，就业形势总体较好。上半年我国 CPI 当月同比增速均值为 2.0%，较上年同期的 1.4% 高 0.6 个百分点。其中，随着居民消费结构快速升级，医疗服务、家庭服务、养老服务和旅游服务等服务类价格上涨较快，上半年服务价格同比上涨 2.7%，影响 CPI 上涨约 1.01 个百分点，是拉动 CPI 上涨的主要动力；另外，能源价格

上涨带动工业品价格上涨 1.6%，影响 CPI 上涨约 0.54 个百分点，是拉动 CPI 上涨的次要动力。6 月我国城镇调查失业率为 4.8%，是 2016 年全国月度劳动力调查开展以来的最低值。

图表 6 我国 GDP 增速与 CPI 指数

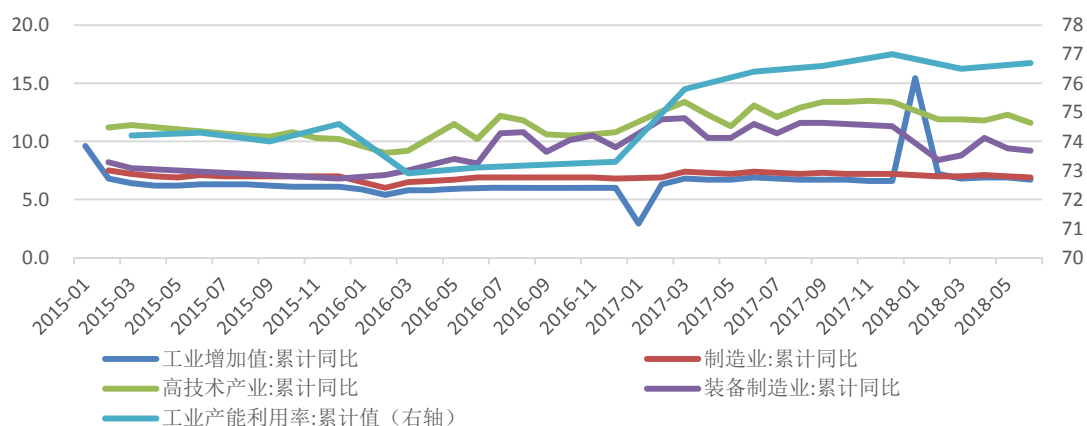


数据来源: Wind

### (一) 工业生产总体平稳, 新动能增长较快

2018 年上半年, 我国规模以上工业增加值累计同比增长 6.7%, 较上年同期下降 0.2 个百分点, 但较上年全年加快 0.1 个百分点, 工业生产总体呈平稳增长态势。其中, 制造业增加值同比增长 6.9%, 较整体工业高 0.2 个百分点。同时, 随着过剩产能的淘汰、无效产能和低端产能的减少, 工业生产产能利用率持续向好, 上半年我国工业产能利用率 76.7%, 较上年同期的 76.4% 提高 0.3 个百分点。

图表 7 规模以上工业增加值及产能利用率 (单位: %)



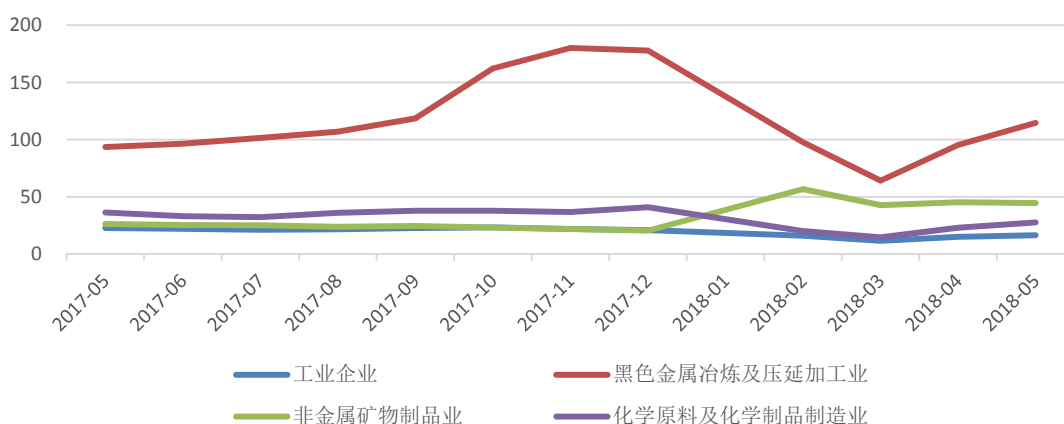
数据来源: Wind

在工业生产整体平稳的同时, 代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品仍保持较高增速, 新动能增长较快。上半年, 我国高技术产业和装备制造业增加值同比增速分别为 11.6% 和 9.2%, 分别较整体工业高 4.9 个百分

点和 2.5 个百分点；新能源汽车、智能电视机、工业机器人、锂离子电池、集成电路、太阳能电池等产品分别同比增长 88.1%、16.9%、23.9%、10.7%、15.0% 和 8.6%，产量增长亦较快。

在供给侧结构性改革成效持续释放推动下，我国工业企业经营效益持续向好，特别是产能过剩行业，表现更加强劲。上半年，我国规模以上工业企业利润总额同比增长 17.2%，处于相对较高水平。其中，黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业和化学原料及化学制品制造业利润总额分别同比增长 113.0%、44.1% 和 29.4%，均明显高于整体工业利润增速。

图表 8 工业企业利润总额累积同比增速（单位：%）



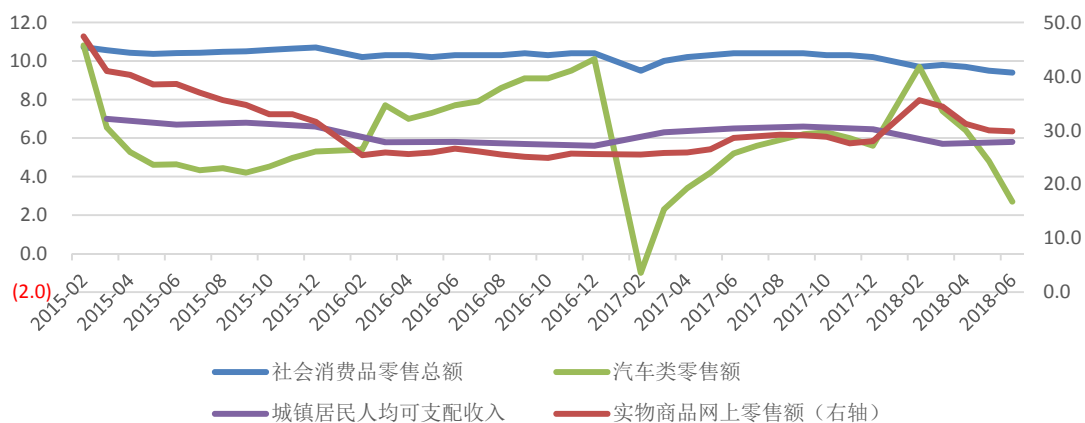
数据来源：Wind

## （二）消费升级夯实消费对经济发展的基础性作用

2018 年上半年，我国消费支出对 GDP 的贡献率创仅 10 年来新高，达 78.5%，较上年同期提高 17.8 个百分点，拉动 GDP 增长 5.3%，较上年同期提高 1.2 个百分点，消费支出在促进我国经济发展中发挥了重要的基础性作用。当前消费支出对 GDP 贡献率的大幅上升主要是因为投资和净出口的贡献明显下降所致。

受居民可支配收入增速放缓拖累及汽车类商品进口关税政策调整影响，消费增速有所放缓。2018 年上半年我国社会消费品零售总额累计同比增长 9.4%，较上年同期下降 1.0 个百分点。同期，城镇居民可支配收入累计同比增长 5.8%，较上年同期下降 0.7 个百分点；个税改革正在进行中，改革落地后居民可支配收入增速放缓的态势或将改观。今年 5 月份，财政部宣布于 7 月 1 日下调汽车进口关税，汽车消费需求被延后释放，受此影响，占消费比例较高的汽车类零售额上半年累计同比仅增长 2.7%，较上年同期下降 2.5 个百分点，汽车进口关税正式实施后，汽车类零售额有望快速回升并支撑整体消费。

图表 9 零售及可支配收入累计同比增速（单位：%）



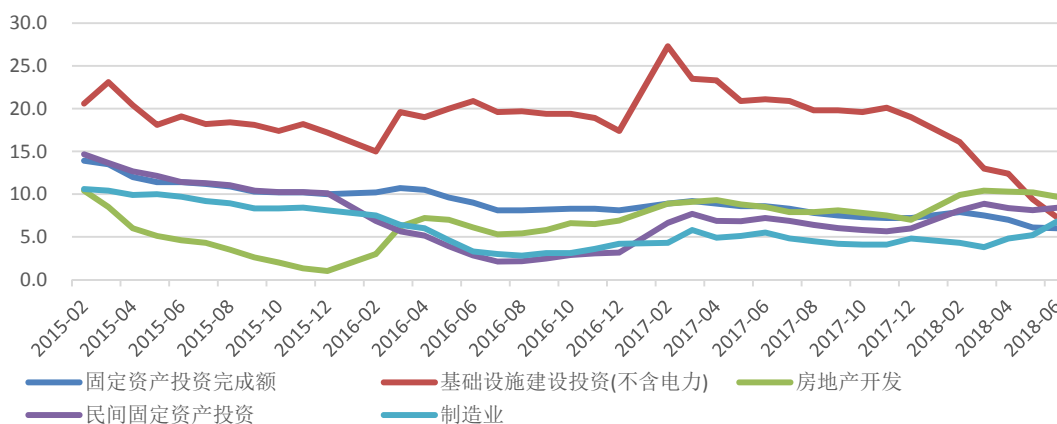
数据来源：Wind

上半年消费增速虽有所放缓，但消费升级趋势未变，消费升级类商品和消费新业态仍保持较快增长，不断夯实消费对经济发展的基础性作用。上半年，限额以上单位化妆品类、家用电器和音像器材类商品同比分别增长 14.2% 和 10.6%，分别比上年同期加快 2.9 和 0.2 个百分点。同时，代表消费新业态的网上零售同比增长 30.1%，处于较高水平。

### （三）制造业投资改善，投资结构持续优化

基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续。2018 年上半年，资本形成总额对 GDP 的贡献率下降至 31.4%，较上年同期低 1.3 个百分点。

图表 10 固定资产投资完成情况（累计同比，单位：%）



数据来源：Wind

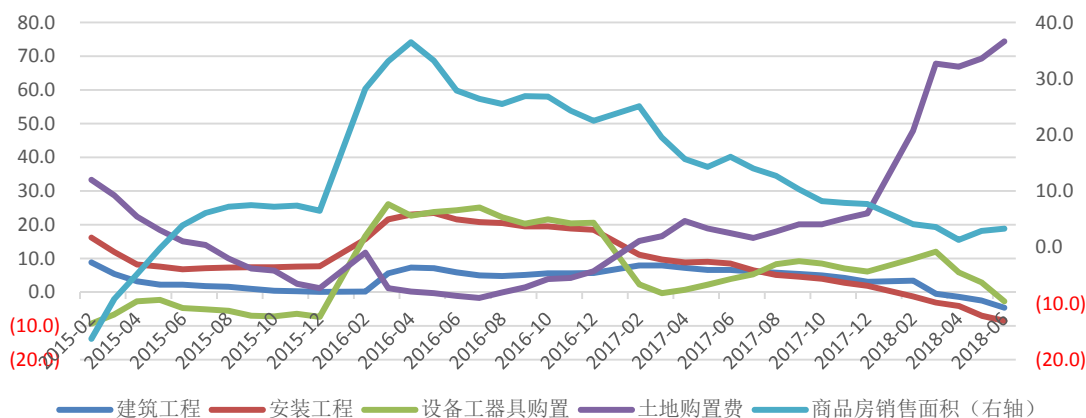
2018 年上半年，受基建投资增速大幅下降影响，我国固定资产投资增速明显放缓。上半年，我国固定资产投资累计同比增长 6.0%，较上年同期下降 2.6 个百分点并创 2000 年以来新低。其中，基础设施建设投资（不含电力）同比增长

7.3%，较上年同期大幅下降 13.8 个百分点，是拖累固定资产投资增长的主要因素。今年基建投资增速的大幅下降是多方面因素综合的结果，首先，今年以来地方政府债务监管不断强化、基建的主要执行主体地方融资平台融资受限，加之上半年地方债发行节奏偏缓慢，基建投资的资金来源受限；其次，去年 11 月《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金〔2017〕92 号）发布后，各地对 PPP 项目清理整顿加速，导致市政工程、交通运输和城镇综合开发等一批项目停工；第三，今年财政支出增速下降的同时支出方向更加倾向于向创新驱动、“三农”、民生等契合“三大攻坚战”领域倾斜，基建投资退至次要位置。

2018 年上半年，在工业企业经营效益持续向好带动下，我国制造业投资累计同比增长 6.8%，较上年同期提高 1.3 个百分点，开始扭转前期的疲弱态势，同时在结构转型升级的大背景下，投资结构持续优化。其中，制造业技术改造投资增长 15.3%，增速比全部制造业投资高 8.5 个百分点；高技术制造业投资增长 13.1%，比全部制造业投资高 6.3 个百分点。上半年，我国民间固定资产投资累计同比增长 8.4%，较上年同期提高 1.2 个百分点，民间投资活力也有所提升。

2018 年上半年，我国完成房地产开发投资累计同比增长 9.7%，较上年同期加快 1.2 个百分点，增长较快并对固定资产投资起到重要支撑作用。分项看，房地产开发中建筑工程、安装工程、设备工器具购置投资累计同比增速均下降至负增长，而其他费用中的土地购置同比大幅增长 74.4%，是支撑房地产开发投资较快增长的重要分项。上半年，我国 100 大中城市供应土地面积合计 3.3 亿平方米，较上年同期大幅增长 22.1%，增速较上年同期高 19.2 个百分点，土地供应的大幅增长下房地产开发土地购置费将保持高速增长进而持续支撑房地产开发投资增长。但是在地产严调控下，房地产销售增速的持续放缓，上半年房地产销售累计同比增速为 3.3%，较上年同期大幅下降 12.8 个百分点，料将继续拖累建筑工程、安装工程、设备工器具购置投资增速。同时，棚改政策收紧，一定程度上也会拖累房地产开发投资。

图表 11 房地产开发投资分项完成情况及房地产销售累计增速（单位：%）



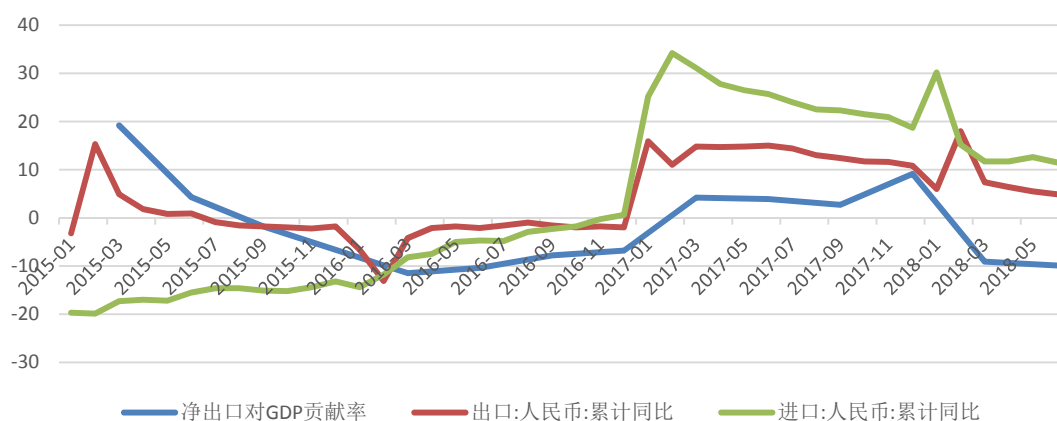
数据来源: Wind

7月23日,国务院常务会议部署更好发挥财政金融政策作用,支持扩内需调结构促进实体经济发展。会议强调财政政策要更加积极、货币政策松紧适度,有效保障在建项目资金需求,推进建设和储备一批重大项目,推动有效投资稳定增长,当前投资增速持续下降态势有望得到扭转,基建稳增长的作用有望增强。

#### (四) 进出口增速双双走低,受贸易战影响面临一定压力

2018年上半年,我国以人民币计价的进出口贸易增速双双走低,净出口对GDP的贡献率显著下降且为负值。其中,进口增速为4.9%,出口增速为11.5%,分别较上年同期下降10.1个百分点和14.2个百分点;净出口对GDP的贡献率为-9.9%,较上年同期大幅下降13.8个百分点。

图表 12 我国进出口贸易情况 (单位: %)



数据来源: Wind

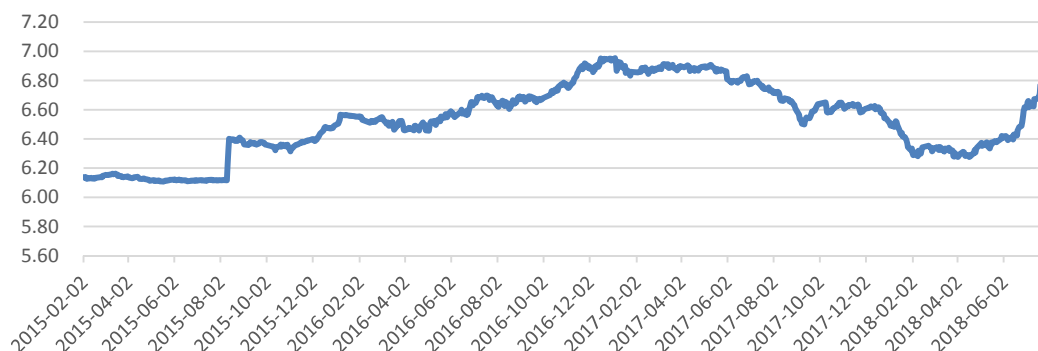
上半年进出口增速双双下降主要是因为内外需求走弱所致。上半年,国内消费及投资需求增速均有所下降,国内需求走弱导致进口增速下降,同时,汽车进口关税政策调整导致的需求延迟释放一定程度上也拖累了进口增速;上半年,国



外主要经济体 PMI 虽仍处扩张区间，但较前期高点均回落，外部需求有所走弱导致出口增速下降。

上半年中美间贸易摩擦持续加剧并走向贸易战，全球经济秩序面临挑战，对当前全球经济的复苏进程带来担忧，也会对我国的进出口贸易带来一定压力，且持续时间可能较长。当然，二季度以来，人民币兑美元汇率快速走弱，一定程度上可以部分对冲出口降速压力，但人民币汇率水平仍大体符合我国经济基本面，对出口的提振作用估计有限。

图表 13 美元兑人民币中间价走势

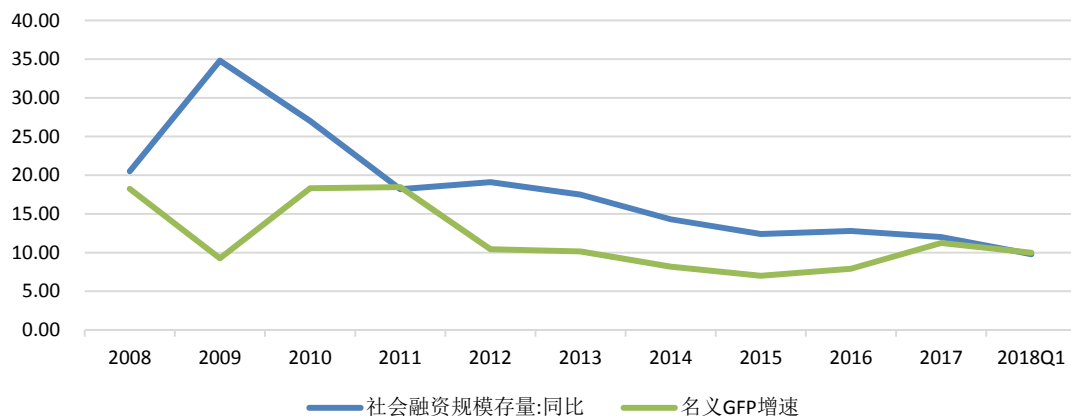


数据来源：Wind

### 三、强监管下信用收缩明显，实体融资难度上升

2018 年上半年，国内强监管态势延续，结构性去杠杆下影子银行业务清理整顿加速，表外融资压缩明显，6 月末，我国社会融资规模（以下简称“社融”）存量同比增长 9.79%，增速降至个位数且创历史新低。同时，社融存量增速已低于上半年名义 GDP 9.98% 的增速，实体融资困难，特别是前期主要依靠表外融资的实体，面临的流动性压力更大。

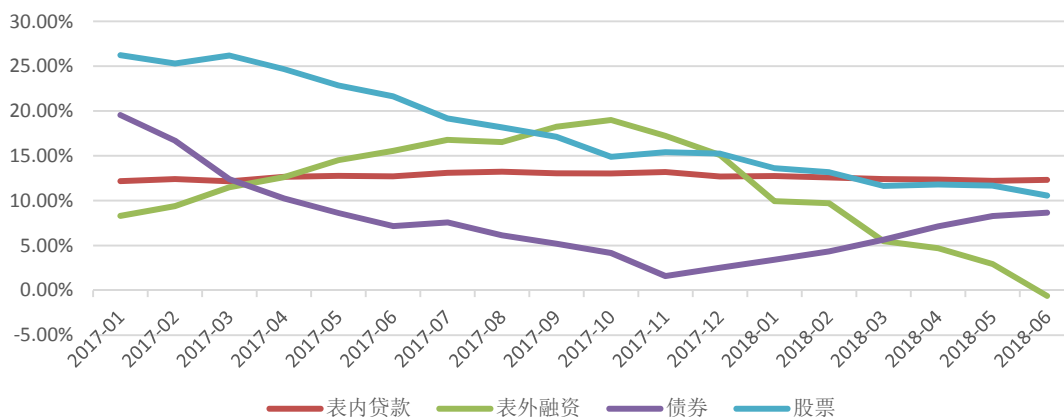
图表 14 社融存量增速与名义 GDP 增速（单位：%）



数据来源：Wind

分类看，表外融资已降至负增长，特别是资管新规正式稿落地后，表外融资压缩明显加速，上半年表外融资占新增社融的比重由上年同期的 22.20% 下降至 -13.80%；同期，表内贷款占比由上年同期的 73.93% 大幅上升至 96.20%，社会融资表外转表内趋势明显，但受表内额度限制，表内承接力度有限；上半年在资金面宽松、央行三次定向降准带动下，市场利率水平下降，债券发行回暖，非金融企业债券融资在新增社融中的占比由上年同期的 -3.32% 大幅上升至 11.20%。

图表 15 社融存量分类同比增速



数据来源：Wind、新世纪评级整理计算

注：1. 表内贷款=人民币贷款+外币贷款(折合人民币)；

2. 表外融资=委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票。

图表 16 新增社融构成（单位：%）

年份	表内贷款	表外融资	债券	股票
2016 年	66.69	6.14	16.85	6.97
2017 年	71.21	18.36	2.31	4.49
2018 年 1-6 月	96.20	-13.80	11.20	2.80
2017 年 1-6 月	73.93	22.20	-3.32	4.21

数据来源：Wind、新世纪评级整理计算

上半年，除降准外，央行通过回购、MLF、SLF 等政策工具实现基础货币净投放 2790 亿元（含国库现金），较上年同期的 122 亿元明显增加，国内市场资金面整体偏宽松。但由于强监管下信用创造受限，国内市场处于“宽货币+紧信用”的政策环境中。7 月 23 日国务院常务会议释放了货币政策进一步边际宽松信号，并明确坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，意在对冲贸易战等外部不确定性带来的经济下行压力；同时 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚定做好去杠杆工作，把

握好力度和节奏”；因此预期下半年市场流动性仍将偏宽松，而信用创造在监管节奏和监管力度的变化下也会有一定幅度的好转。

#### 四、结论与展望

2018 年上半年，全球贸易环境明显恶化，美国单边发起的贸易摩擦正在挑战国际经济秩序，引发全球对贸易和经济复苏的担忧，主要经济体货币贬值、股票市场波动增大，全球市场风险偏好下降。中美经贸摩擦对我国经济的影响整体可控，预期中美经贸摩擦具有复杂性和长期性<sup>1</sup>。

上半年我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。同时我国经济也因中美贸易战以及国内强监管而面临一些新的挑战，近期国务院常务会议以及中央政治会议根据国内外经济形势做出针对性政策部署，预期未来经济增长的压力将逐步得以缓释。上半年，我国消费者物价水平仍保持温和增长态势但增幅要略高于上年同期，就业形势总体较好；工业生产总体平稳，产能利用率提升，在供给侧结构性改革成效持续释放推动下，我国工业企业经营效益持续向好，特别是产能过剩行业，表现更加强劲；消费支出在促进我国经济发展中发挥了重要的基础性作用，受居民可支配收入增速放缓拖累及汽车类商品进口关税政策调整影响，消费增速有所放缓，而消费升级趋势未变，消费升级类商品和消费新业态仍保持较快增长，个税改革正在进行中，改革落地后居民可支配收入增速放缓的态势或将改观并有望支撑整体消费；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续，土地供应的大幅增长有望持续支撑房地产开发投资增长但房地产投资同时会受到地产销售增速下降及棚改政策收紧的拖累，国务院推动有效投资稳定增长的政策取向有望扭转当前投资增速下降态势，基建稳增长的作用有望增强；以人民币计价的进出口贸易增速双双走低，净出口对 GDP 的贡献率显著下降且为负值，中美贸易战对我国的进出口贸易将带来一定压力，人民币兑美元汇率快速走弱，一定程度上可以部分对冲出口降速压力，当前人民币汇率水平仍大体符合我国经济基本面，对出口的提振作用估计有限。

上半年，国内强监管态势延续，结构性去杠杆下影子银行业务清理整顿加速，表外融资压缩明显，社融增速降至个位数且创历史新低并低于名义 GDP 增速，实体融资困难，特别是前期主要依靠表外融资的实体，面临的流动性压力更大。实体融资表外转表内趋势明显，但受表内额度限制，表内承接力度有限，利率水平下降带动债券融资回暖。国务院常务会议释放了货币政策进一步边际宽松信号，

<sup>1</sup> 参见新世纪评级与 2018 年 7 月 17 日发布的《中美经贸摩擦分析与展望》。

同时中央政治局会议强调坚定去杠杆，但会协调各项政策出台时机，预期下半年市场流动性仍将偏宽松、信用创造在监管节奏和监管力度的变化下也会有一定幅度的好转。