

2018年7月31日 (总第53期)

# 一财研究

## Yicai Research



[www.cbnri.org](http://www.cbnri.org)

## 编者按：

近日，由第一财经研究院、国家金融与发展实验室联合推出的《中国金融风险 and 稳定报告 2018》正式发布。《报告》在揭示出主要风险的同时，还针对维护中国金融稳定提出了详细的政策组合建议。国家金融与发展实验室理事长李扬和清华大学国家金融研究院院长朱民担任联席总顾问。IMF 前高级经济学家孙涛博士、港交所首席经济学家巴曙松、蚂蚁金服研究院副院长邓海清、CF40 高级研究员管涛、中国人民银行数字货币研究所所长姚前、中国银行国际金融研究所所长陈卫东担任报告撰稿人。此外，《报告》在附录中推出了第一财经研究院编制的中国金融条件指数，由第一财经研究院研究员刘昕撰写。

国内宏观经济方面，6 月，房地产开发投资完成额累计同比涨幅较上月收窄 0.5 个百分点，主要来自建设投资的下降。在土地购置费大幅上涨的支持下，房地产开发投资完成额在上半年表现出了较好的韧性，但这种结构性趋势并不具有可持续性，事实上 6 月确实出现了开发投资增速放缓的情况，如果该趋势延续，未来房地产市场对经济的支持作用或将进一步减弱。

国际方面，国际货币基金组织（IMF）近日发布中国经济 2018 年度报告，即第四条磋商报告。IMF 认为，中国在加强金融监管、持续推动经济开放等关键领域的改革取得进展。但随着全球金融市场条件收紧、贸易摩擦发酵，中国面临的外部风险上升。

在近日发布的《二十国集团监测报告》中，IMF 研究了贸易摩擦升级对全球 GDP 的影响。我们针对报告专栏文章《不断升级的贸易摩擦对全球的影响》进行了归纳总结。

联系我们

cbninstitute@yicai.com

微信

cbn\_research



# 目录

## 【报告发布】

六大经济学家联袂打造《中国金融风险与稳定报告 2018》

——在改革和波动中实现金融稳定 .....1

## 【宏观与央行】

上周人民币指数下跌 6 月短期资本流出压力大 .....3

房地产投资增速放缓 政策协调意识增强 .....5

惠誉：中美关税长期或将使美税收收入承压 .....7

## 【国际观察】

IMF 发布 G20 监测报告：贸易摩擦若升级 美国经济损失将居首 .....8

保罗·克鲁格曼：美国将如何“输掉”贸易战 .....10



## 【报告发布】

六大经济学家联袂打造  
《中国金融风险与稳定报告 2018》  
——在改革和波动中实现金融稳定

近日，由第一财经研究院、国家金融与发展实验室联合推出的《中国金融风险与稳定报告 2018》正式发布。《报告》在揭示出主要风险的同时，还针对维护中国金融稳定提出了详细的政策组合建议。国家金融与发展实验室理事长李扬和清华大学国家金融研究院院长朱民担任联席总顾问。

报告内容包括六章，第一章《中国金融稳定概览》由 IMF 前高级经济学家孙涛博士领衔撰写。港交所首席经济学家巴曙松担纲撰写了第二章内容《资管新规和打破刚兑》。第三章《金融市场的联动和监管应对》由蚂蚁金服研究院副院长邓海清撰写，第四章《管理人民币汇率和资本流动》由 CF40 高级研究员管涛撰写，第五章《数字货币的泡沫、风险和未来》由中国人民银行数字货币研究所所长姚前以笔名署名撰写。最后一章《外部金融风险》由中国银行国际金融研究所所长陈卫东领衔撰写。

此外，《报告》在附录中推出了第一财经研究院编制的中国金融条件指数，由第一财经研究院研究员刘昕撰写。

## 联席总顾问



李扬

国家金融与发展实验室理事长



朱民

清华大学国家金融研究院院长

## 撰稿人



孙涛

IMF 前高级经济学家



巴曙松

港交所首席经济学家



邓海清

蚂蚁金服研究院副院长



管涛

CF40 高级研究员



姚前

中国人民银行数字货币  
研究所所长



陈卫东

中国银行国际金融研究所所长

## 报告《执行摘要》



## 【宏观与央行】

上周人民币指数下跌  
6月短期资本流出压力大

阚明昉 黄慧红 / 第一财经研究院研究员

截至7月20日的一周，第一财经研究院人民币名义有效汇率指数（NEER）大幅下跌1.25%，收于92.14；第一财经研究院人民币实际有效汇率指数（REER）大幅下跌1.18%，收于101.84。

上周人民币对篮子货币全线下跌，其中人民币对瑞士法郎贬值1.77%，对日元贬值1.57%，对美元贬值1.39%。这也导致了第一财经研究院人民币REER和NEER指数均大幅下跌。

## 汇率市场纪要

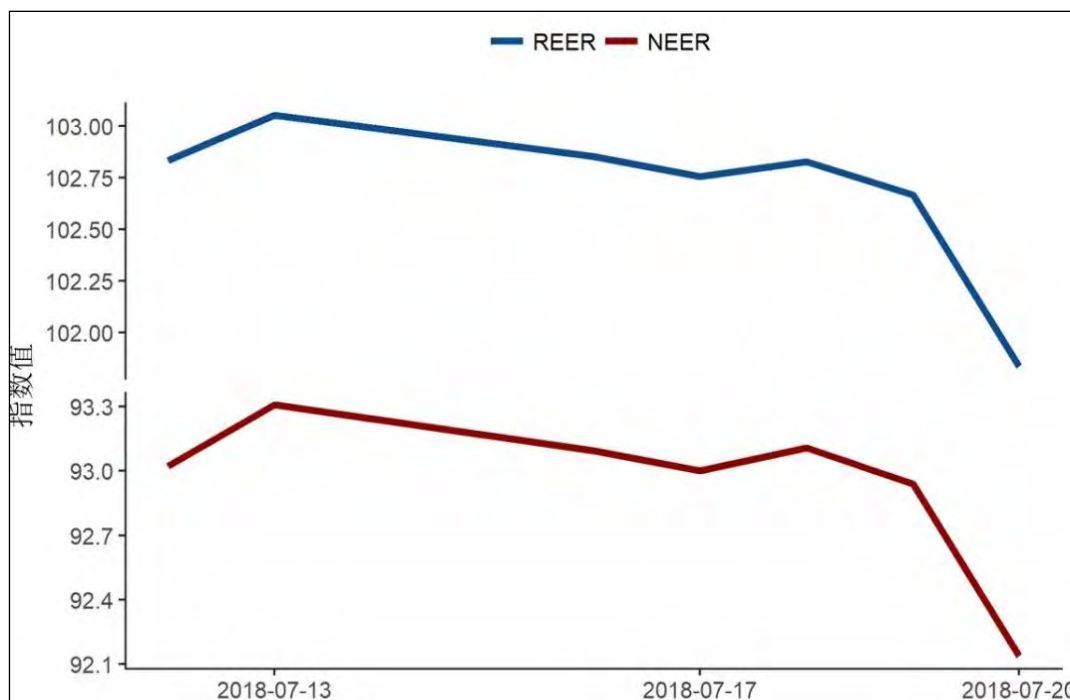
7月17日、18日两天，美联储主席鲍威尔出席国会半年度听证。鲍威尔证词提到，当前最佳途径是保持渐进加息，很难预料贸易政策对经济的影响，但长期关税偏高对经济不利。美国经济当前面临的风险大致均衡，

美联储意识到加息太快或太慢的风险。此外，他认为加密货币不是货币，应该受到合理监管，美联储不考虑发行官方数字货币。听证会期间黄金跌幅扩大，美元走高。

19日，特朗普在接受采访时表示，联储加息可能干扰美国经济复苏，并担心加息的时机可能不好，在日欧央行都保持货币宽松时，加息可能会让美国处于“劣势”。美元重挫超0.7%，创3月以来最大日内跌幅。特朗普的评论令美联储今年9月份再次加息的概率进一步上升。

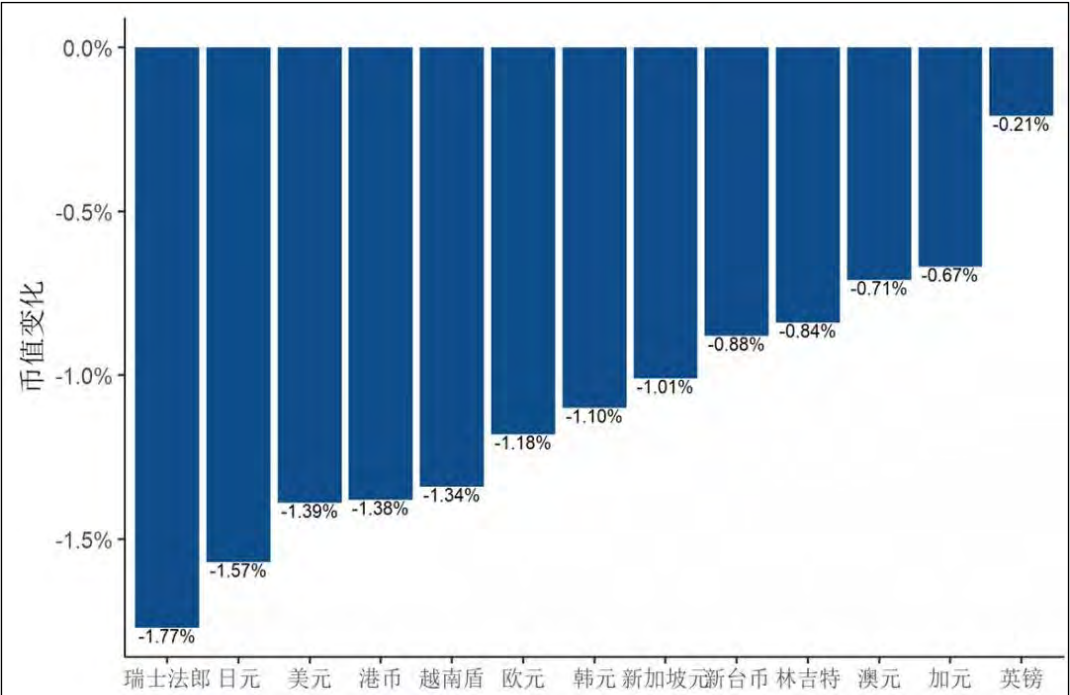
针对近期人民币汇率出现下跌，美国财政部长努钦周五表示，美国正在密切关注人民币近期走软，将在10月15日财政部的下一次半年度汇率操纵报告中评估人民币的跌势，审查该货币是否被操纵。

图1. 第一财经研究院 NEER 与第一财经研究院 REER 走势



来源：Bloomberg、第一财经研究院

图 2. 第一财经研究院人民币指数成分货币对人民币币值变化



来源：Bloomberg、第一财经研究院

图 3. 上周人民币对美元中间价遭重挫，美元指数上涨



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



# 房地产投资增速放缓 政策协调意识增强

马绍之 吴越 / 第一财经研究院研究员

6月，房地产开发投资完成额累计同比涨幅较上月收窄0.5个百分点，主要来自建设投资的下降。房地产开发投资完成额主要包括土地购置费 and 建设投资。

一方面，土地购置费占比不断提高，达29%。其中，房企土地购置费同比大幅上涨74.4%，增速为2010年来高点。另一方面是房地产建设投资的下降。

具体看，建筑工程、安装工程和设备器具购买投资均出现负增长，且降幅不断扩大。在土地购置费大幅上涨的支持下，房地产开发投资完成额在上半年表现出了较好的韧性，但这种结构性趋势并不具有可持续性，事实上6月确实出现了开发投资增速放缓的情况，如果该趋势延续，未来房地产市场对

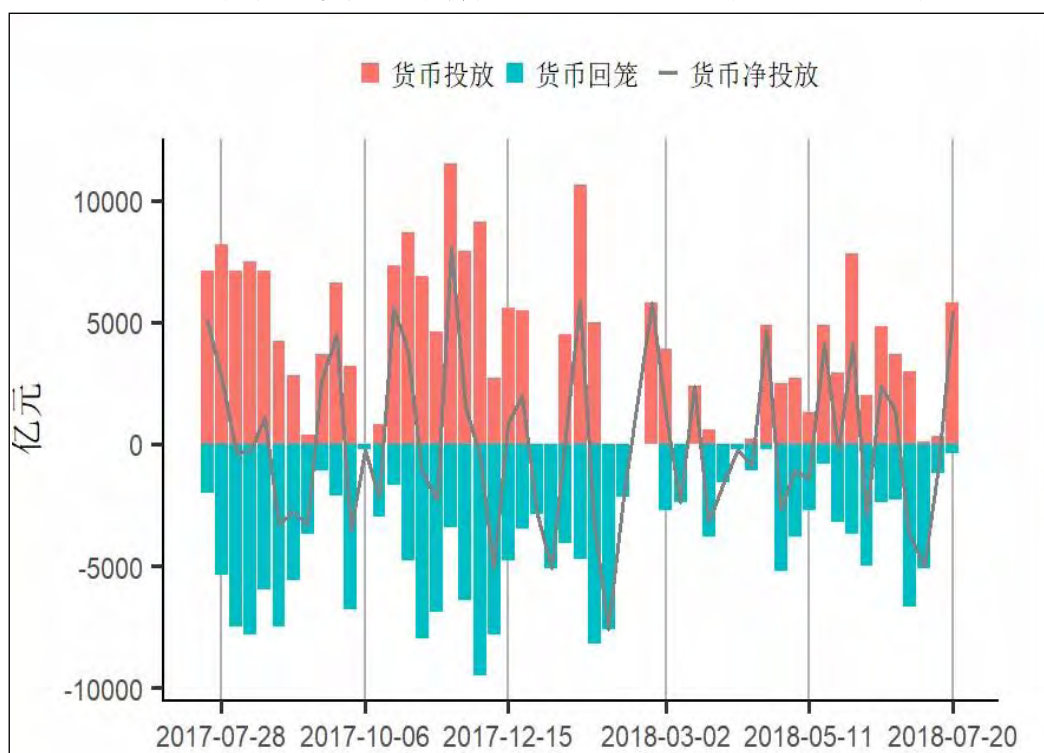
经济的支持作用或将进一步减弱。

23日，国务院常务会议提出，财政金融政策要协同发力、根据形势变化相机预调微调、定向调控，保障融资平台公司合理融资需求、支持小微企业融资。政策协调意识增强，但并没有迹象表明严监管有转向。

上周，央行公开市场净投放资金5400亿元，资金价格稳定。银行间市场流动性较充裕。1年和5年期互换合约利率和票据直贴率均继续下降。23日，央行开展5020亿元1年期MLF操作。

上周，唐山钢铁高炉开工率有所下降，钢价和水泥价格稳定；六大发电厂日均耗煤量上升；动力煤价格进一步下探。

图1. 上周央行货币净投放环比上涨6300亿元至5400亿元



来源：Wind、第一财经研究院

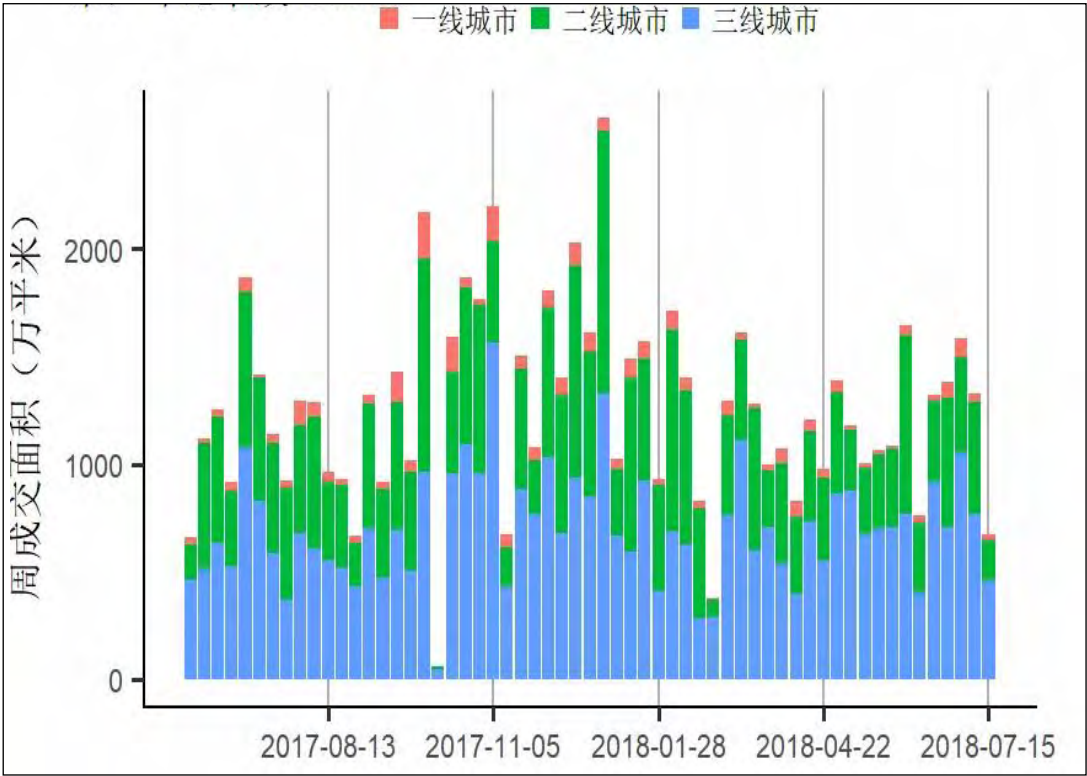


图 2. 上周六大发电集团日均耗煤环比上涨 5.44%



来源：Wind、第一财经研究院

图 3. 截至 7 月 15 号当周, 百城土地成交面积为 677.25 万平方米, 环比下跌 49.05%



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



# 惠誉：中美关税长期或将使 美税收收入承压

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

## 一周经济观点

◆惠誉表示，中美贸易增税在短期不会对美国国家财政预算产生较大影响。但是，那些高度依赖中国进口商品的行业、部门以及地区可能承压。长期来看，不断增加的双边关税和 / 或更广泛的贸易争端的积累效应可能最终导致美国失业率上升、收入下降和税收降低。

◆7月10日，特朗普政府宣布将对额外2000亿美元中国进口商品增加10%的关税。对美国的大部分州来说，增税范围扩大将影响到的贸易总量小于这些周GDP的1.2%。缅因州双边贸易量最小，占GDP0.1%。仅有四个州贸易量占GDP超过2%，其中最高的是爱达荷州（2.7%）。爱达荷州的贸易中近三分之一为电脑及电子产品。

◆惠誉表示，除了目前关税的影响相对较小以外，美国各州具有不错的财政优势使他们可以较好的应对增税的短期风险。

◆但如果中美贸易战升级到更广泛的商品和服务，贸易敞口较大的州或将受到长期影响。此外，北美贸易压力可能由于北美自由贸易协定取消，墨西哥、美国和加拿大之间在WTO框架下重启最惠国关税而上升。未来，这些因素的综合影响可能导致失业率上升和经济活动放缓，逐步形成对美国税收收入的下行压力。贸易战还可能产生其他副作用，比如全球经济疲弱、通胀上升、汇率和大宗商品价格波动上升，这可能对美国经济和预算产生更深、更久的影响。

## 一周评级

◆标普将希腊长期本、外币主权评级B+的展望由稳定调为正面，确定其短期本、外币主体违约等级为B。依据为该国政策稳定度增强。（2018.7.20）

◆穆迪将以色列本、外币发行主体等级A1的展望由稳定调为正面。依据为该国随着高新技术产业的不断扩张、能源自给自足程度不断提高、对外地位不断加强，经济实力增强。（2018.7.20）

◆穆迪将冰岛本、外币发行主体等级A3

的展望由稳定调为正面。依据为该国通过净外部债权人的地位、更平衡的增长和不断加强的国家银行体系，提高经济弹性。（2018.7.20）

◆大公维持印度尼西亚本、外币主权信用等级BBB-，展望稳定。印尼偿债环境基本稳定，经济保持快速增长，良好的融资渠道、较低的融资需求与合理的债务期限结构有助于缓解债务小幅攀升所引起的偿债压力，政府本、外币偿债能力均保持稳定。（2018.7.10）

[【查看全文】](#)

## 【国际观察】

IMF 发布 G20 监测报告 ——  
贸易摩擦若升级 美国经济损失将居首

整理：阚明昉 / 第一财经研究院研究员

7月18日，国际货币基金组织（IMF）发布了《二十国集团监测报告》，监测报告重点分析了贸易摩擦的影响。IMF研究了贸易摩擦升级对全球GDP的影响，模拟显示，贸易摩擦通过贸易和信心渠道，将对全球经济带来负面影响，在辐射效应下，美国的经济损失将居全球之首。IMF强调要警惕贸易摩擦可能会对WTO框架造成破坏，并呼吁通过国际合作来解决当前紧张局势。下文就G20监测报告专栏《不断升级的贸易摩擦对全球的影响》展开。

人们越来越担心贸易局势的紧张可能会影响全球经济。虽然全球经济增长普遍强劲，但贸易局势紧张：新关税和反制性关税此起彼伏，发达市场和新兴市场经济都有明显的下行风险。贸易局势带来不确定性上升，股市和商业信心也迅速反映了由此带来的不利影响。

例如，在宣布可能征收关于进口汽车和从中国进口商品的关税后，欧洲汽车制造商和风险敞口大的美国公司（这些公司与中国或国际有着密切的贸易关系）股价相对于大盘指数大幅下跌。同样，近期数据显示新出口订单放缓，商业信心下降，尤其是包括德国在内的汽车出口占比较高的欧洲经济体。

IMF假设了贸易局势的四种情景，通过IMF构建的动态宏观经济模型（该模型整合了货币和财政变量，涵盖了美国、日本、欧元区、新兴亚洲（包括中国）、拉丁美洲和世界其他地区这六个国家和地区），模拟分析了不同场景下对全球GDP和各个国家和地

区GDP的影响。

需要强调的是，这场景模拟并不是预测，并且模拟没有考虑到全球贸易或全球供应链的行业结构，这些因素可能会增加贸易行动升级的成本，并可能改变在各国的成本的分配。

总体而言，关税对美国经济的负面影响要大于其他国家。主要原因是由于“辐射式”的相互强迫性关税的征收：由于美国对其他国家的商品征收关税，它相应地遭受相同规模的报复。因此，美国出口的较大份额商品最终会受到影响。相比之下，其他地区在没有征收额外关税的情况下继续相互交易，从而发生贸易转移可以对与美国的贸易流量进行一些调整。在引入对从中国进口商品的额外关税以及中国采取报复后，美国GDP规模相对于第一年的基准下降约0.2%，然后在第五年负面影响减弱到0.1%。如果贸易争端扩大到包括美国汽车进口，美国GDP第一年的冲击为0.6%，第五年为0.3%。

图 1. 欧美汽车制造商股价相对于大盘指数的变化

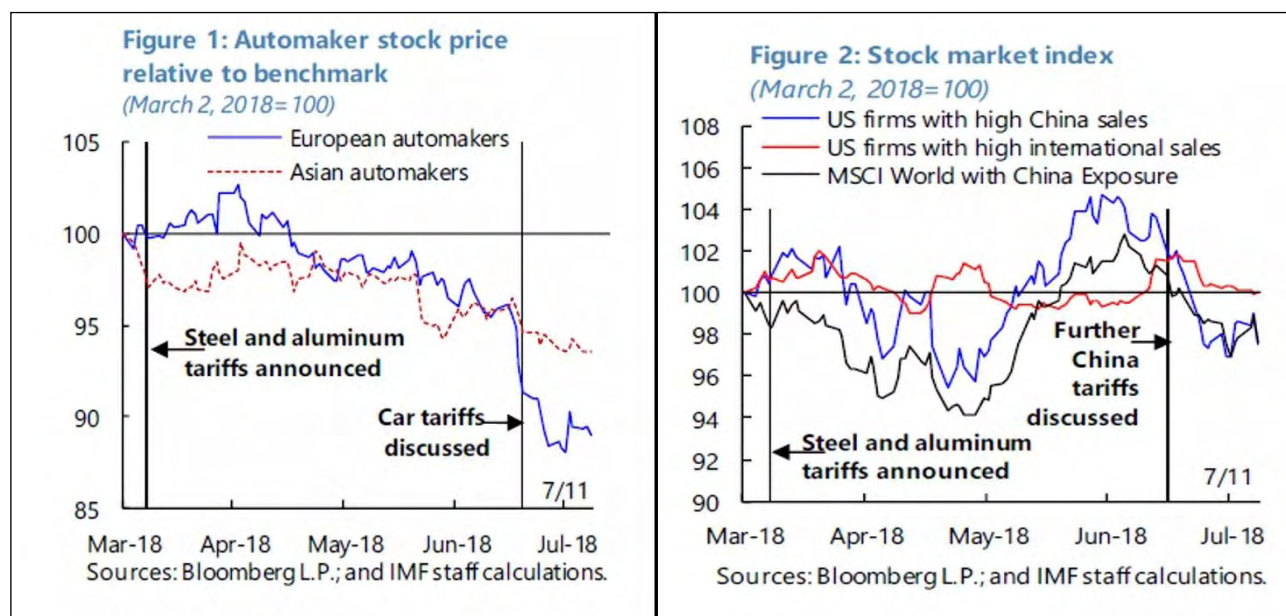
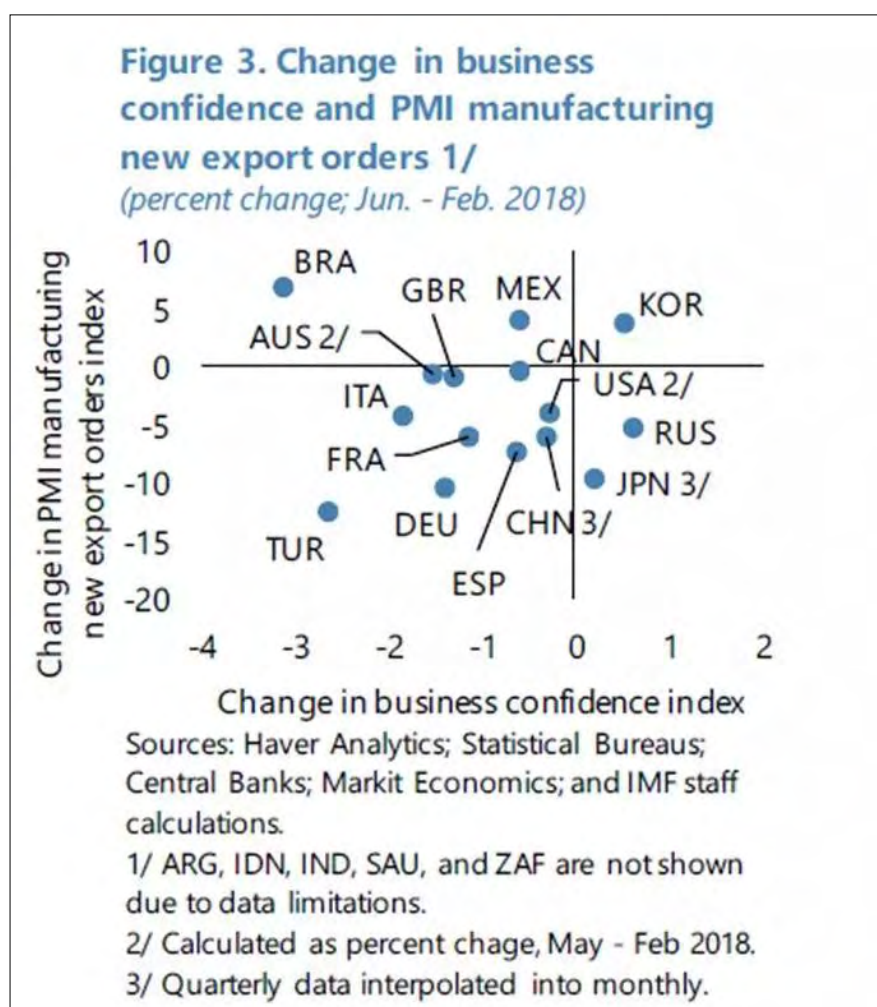


图 2. 商业信心下降，制造业出口订单数下滑



[【查看全文】](#)



# 保罗·克鲁格曼： 美国将如何“输掉”贸易战

整理：第一财经研究院

经济学家保罗·克鲁格曼在《如何输掉一场贸易战？》一文中指出，额外的关税负担将主要转嫁给美国国内下游的生产商，而中国的报复性关税措施有着更为明确的目标，即伤害特朗普的选民们。

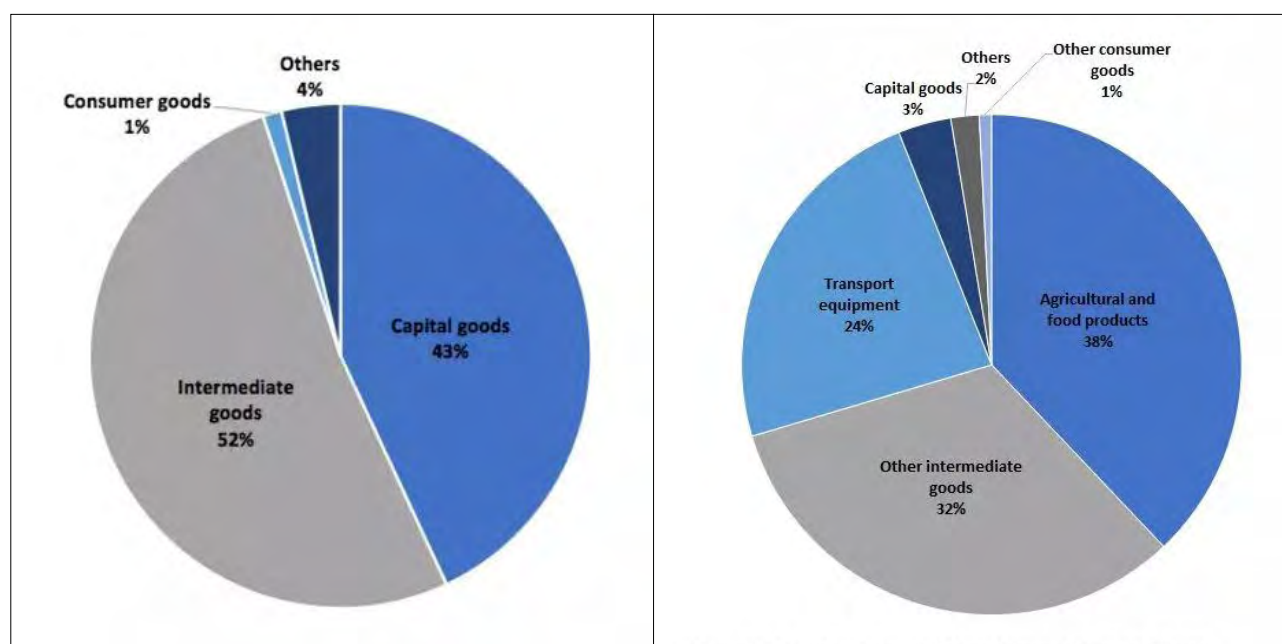
经济学家保罗·克鲁格曼(Paul Krugman)在《纽约时报》发表了名为《如何输掉一场贸易战？》的评论文章。文章指出美国贸易代表办公室(USTR) 6月15日列出的征税商品列表中，高达95%的商品为用于生产的中间品或资本商品(如汽车零部件)，而仅有1%为最终消费品(如汽车)。

这意味着额外的关税负担将主要转嫁给美国国内下游的生产商。此外，“贸易战”对美国

国内就业的影响也是不确定的，即使中间品制造商增加员工雇佣，但下游生产商仍然可能因为成本提高而缩减规模。

中国的报复性关税策略则与美国不同。在中国公布对美国加征关税的商品列表中，约35%为中间品或资本商品，而其余则为消费品。这意味着中国的消费者将更多负担加征进口关税的成本。

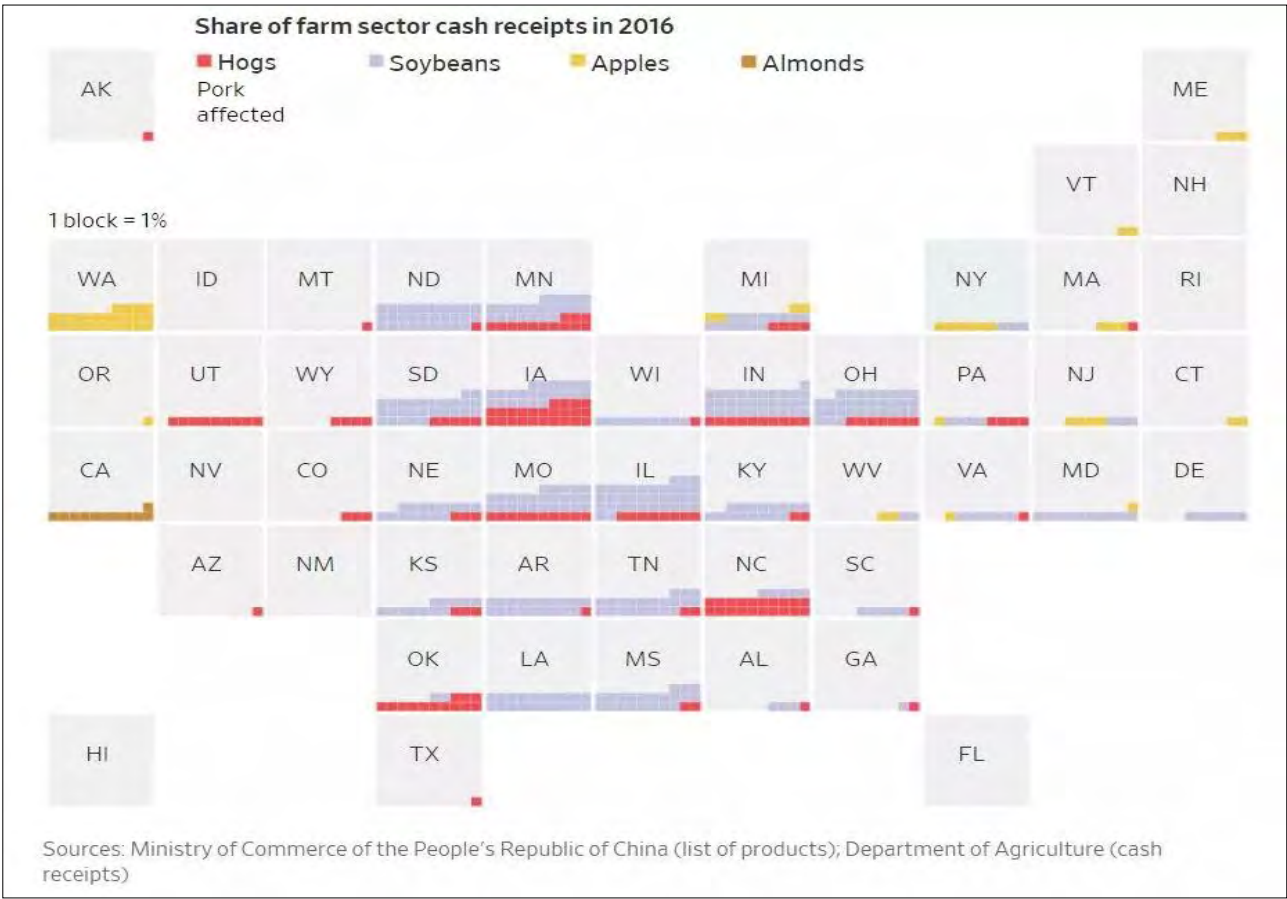
图 1. 美国对中国加征关税商品多为中间品，  
中国对美国则多为消费品



从政治的角度来看，中国的报复性关税措施有着更为明确的目标，即伤害特朗普的选民们。猪肉、大豆及苹果等食品是中国对美国加征关税的主要商品，而这些商品的主要产地与共和党票仓高度重合。爱荷华、密苏里、北卡罗来纳等州都在 2016 年总统大选中帮助特朗普最终获胜。

自去年 4 月特朗普启动美国进口钢铝的调查到现在，美国威胁要施加或已施加额外关税的进口商品金额已高达 8700 亿美元，而各国也开始纷纷采取反制措施。在全球经济已高度联结和共振的今天，贸易战中没有赢家。生产者和消费者将最终共同承担额外的关税负担，而来之不易的全球经济复苏也将受到拖累。

图 3. 中国对美国加征关税的食品产地与共和党票仓高度重合



## 版权声明：

“一财研究”系第一财经研究院的电子出版物系列产品，版权为第一财经研究院所有。本产品仅供广大用户研究、学习之用，不构成投资参考。

本报告的版权由第一财经研究院所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。