

一财研究

Yicai Research



www.cbnri.org

编者按：

应美方邀请，中国商务部副部长兼国际贸易谈判副代表王受文拟于8月下旬率团访美，与美国财政部副部长马尔帕斯率领的美方代表团就双方各自关注的中美经贸问题进行磋商。这是近三个月来中美双方首次进行的正式交流。本次对话主要是测试高级别对话的可能性，试探两国是否还有进行进一步对话的可能。

中国人民银行近期发布二季度货币政策执行报告，并在《专栏3如何看待近期人民币汇率变化》中指出，目前境内微观经济主体尚未完全树立财务中性理念，外汇市场容易出现“追涨杀跌”的顺周期行为和“羊群效应”，加剧市场波动。针对市场可能出现的顺周期波动，必要时也须进行逆周期调节。

宏观经济方面，尽管中美贸易战已经正式开始，7月对外贸易仍然维持此前的增长态势，根据统计局数据7月进出口同比增长分别为27.3%与12.1%，贸易顺差继续减少。然而国内贸易增速仍在下滑，7月社会消费品零售总额同比增长8.8%，为06年来次低点，其中线上零售放缓是拖累消费增长的主要原因。

国际局势方面，美国总统特朗普签署《国防授权法案》，批准军费7163亿美元，比上一财年增加了760亿美元，增幅高达11.9%。这是近20年来国防预算案在国会过关速度最快的一次。另一方面，美国8日突然宣布，对俄罗斯追加新制裁——对俄在金融、出口等领域展开制裁，第一波制裁预计22日生效。

联系我们

cbninstitute@yicai.com

微信

cbn_research



目录

【宏观与央行】

中美重启贸易谈判 人民币汇率或成焦点·····	1
外储连续两个月回升 人民币指数企稳·····	3
外贸平稳 内需下滑·····	4
惠誉：中国企业海外发债面临挑战·····	6

【国际观察】

美追加对俄罗斯制裁 美俄关系紧张升级·····	7
美“天价”国防预算出炉·····	9

【图解世界】

中国专利的质与量·····	10
---------------	----

【名家观点】·····	11
-------------	----

【宏观与央行】

中美重启贸易谈判 人民币汇率或成焦点

马鑫 / 第一财经研究院特约研究员

中美重启贸易谈判，美方或将聚焦两大敏感议题：
要求清单和人民币汇率。

中国官方 16 日发布消息称，应美方邀请，中国商务部副部长兼国际贸易谈判副代表王受文拟于 8 月下旬率团访美，与美国财政部副部长马尔帕斯率领的美方代表团就双方各自关注的中美经贸问题进行磋商。这是近三个月来中美双方首次进行的正式交流。中美贸易战持续升级，两国在经过多轮较量后再度重新回到谈判桌。

中美重启贸易谈判，美方将聚焦两大敏感议题。据媒体报道，知情人士表示，美国财政部在筹备此次会谈的过程中一直试图将重点放在要求清单上。

这些要求包括：中国降低关税，取消迫使美国公司转让技术的政策，放宽对外国企业的市场准入以削减去年美国对华 3750 亿美元贸易逆差。会谈的另一项议题是人民币汇率。多年来，美国一直抱怨中国政府操纵人民币汇率，而人民币兑美元自 4 月份以来已累计下跌近 10%，减弱了美国关税措施的效果。美国政府希望中国政府将人民币汇率推升至贸易争端之前的水平。

本次对话主要是测试高级别对话的可能性，试探两国是否还有进行进

一步对话的可能。据了解谈判情况的人士称，8 月份的中美经贸磋商将是较低级别的试探性会谈，如果进展不明朗，双方可以挽回颜面。

本次对话前景未卜。彭博社 16 日分析称，经济学家们对此次计划中的对话并不没有抱太多期望。著名经济学家史剑道表示，美国财政部副部长马尔帕斯在贸易方面没有权威，但是这对中国股市有好处。

据媒体报道，谈判可能会加剧美国政府内部的持续分歧。在美国财政部正在努力重启谈判的同时，美国贸易代表继续推进对 2000 亿美元中国商品征收关税的计划。

美国升级对华贸易战的下一个步骤可能是瞄准人民币汇率问题。根据美媒报道，美元 2018 年对人民币已经升值了 5%，涨幅主要发生在过去两个月。特朗普在竞选期间曾指控人民币受到大量操纵，但是在就任总统之后在这个问题上比较低调。美媒认为，特朗普可能会通过攻击人民币来反击中国。

虽然问题依旧存在，不过中美又要谈判了，这是一个积极的信号。

外储连续两个月回升 人民币指数企稳

(2018.8.3-8.10)

阚明昉 王筠筱 (实习) / 第一财经研究院研究员

截至8月10日的一周，第一财经研究院人民币名义有效汇率指数（NEER）下跌0.02%，收于91.03；第一财经研究院人民币实际有效汇率指数（REER）下跌0.01%，收于104.15。

上周，人民币对英镑升值1.45%，对欧元升值0.49%，对加元升值0.17%；但人民币对大部分篮子货币出现下跌，其中人民币对日元贬值0.58%，对韩元贬值0.52%，对美元贬值0.11%。

人民币对欧元、英镑的升值稳住了第一财经研究院人民币REER和NEER指数的跌势。

汇率市场纪要

10日，中国人民银行发布二季度货币政策执行报告，并在《专栏3 如何看待近期人民币汇率变化》中指出，目前境内微观经济主体尚未完全树立财务中性理念，外汇市

场容易出现“追涨杀跌”的顺周期行为和“羊群效应”，加剧市场波动。针对市场可能出现的顺周期波动，必要时也须进行逆周期调节。

上周，美国在国际政治舞台上怒刷存在感。先是特朗普6日发表声明称，美国从8月7日起重启对伊朗金融、金属、矿产、汽车等领域的制裁；将从11月5日起重启对伊朗能源领域的制裁。声明称，美国意在以“极限经济施压”的制裁迫使伊朗政府改变自身行为。

10日，特朗普扬言将对土耳其进行大规模制裁，土耳其里拉汇率暴跌进20%，截至8月11日收盘，美元对里拉日跌幅15%，报6.4032。自今年年初以来，土耳其货币里拉已贬值超三分之一。周五午后，美元指数日内涨幅达0.5%，上破96关口，创13个月新高。

图1. 第一财经研究院人民币 NEER 与 第一财经研究院 REER 走势

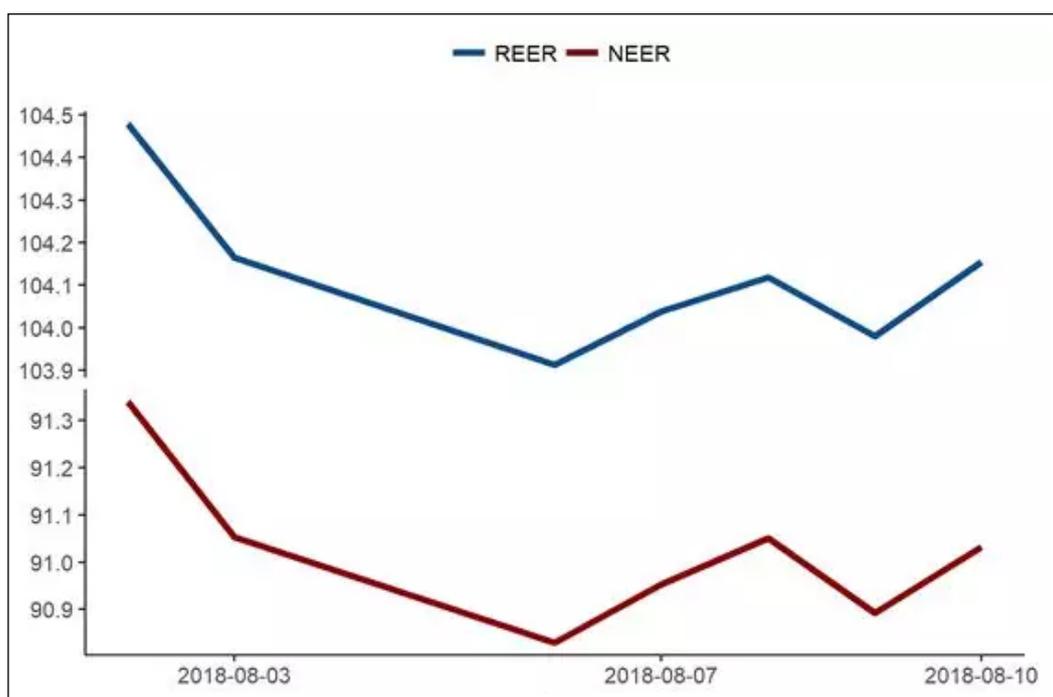


图 2. 第一财经研究院人民币指数成分货币对人民币币值的变化

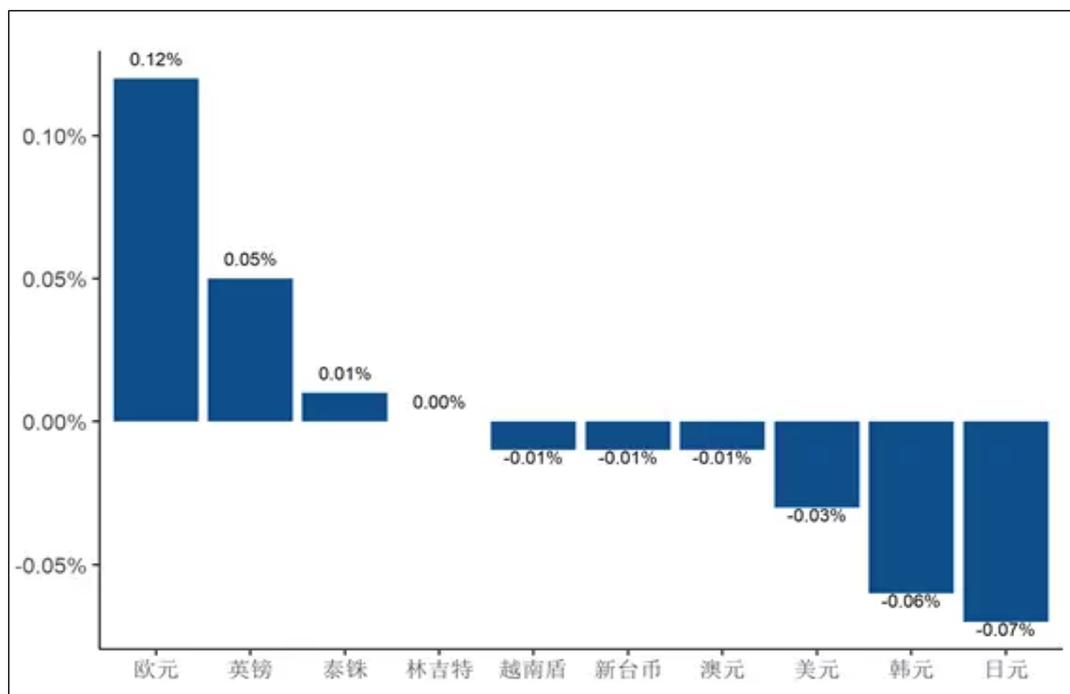


图 3. 上周人民币对美元波动率差值异常



来源：Bloomberg、CEIC、CFETS、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



外贸平稳 内需下滑

(2018.8.6-8.12)

马绍之 / 第一财经研究院研究员

尽管中美贸易战已经正式开始，7月对外贸易仍然维持此前的增长态势，根据统计局数据7月进出口同比增长分别为27.3%与12.1%，贸易顺差继续减少。

与此同时，对美进出口增速也相对稳定，未出现大幅下滑。这种稳定可能与此前订单积累有关，贸易战带来的巨大外部压力仍然存在。

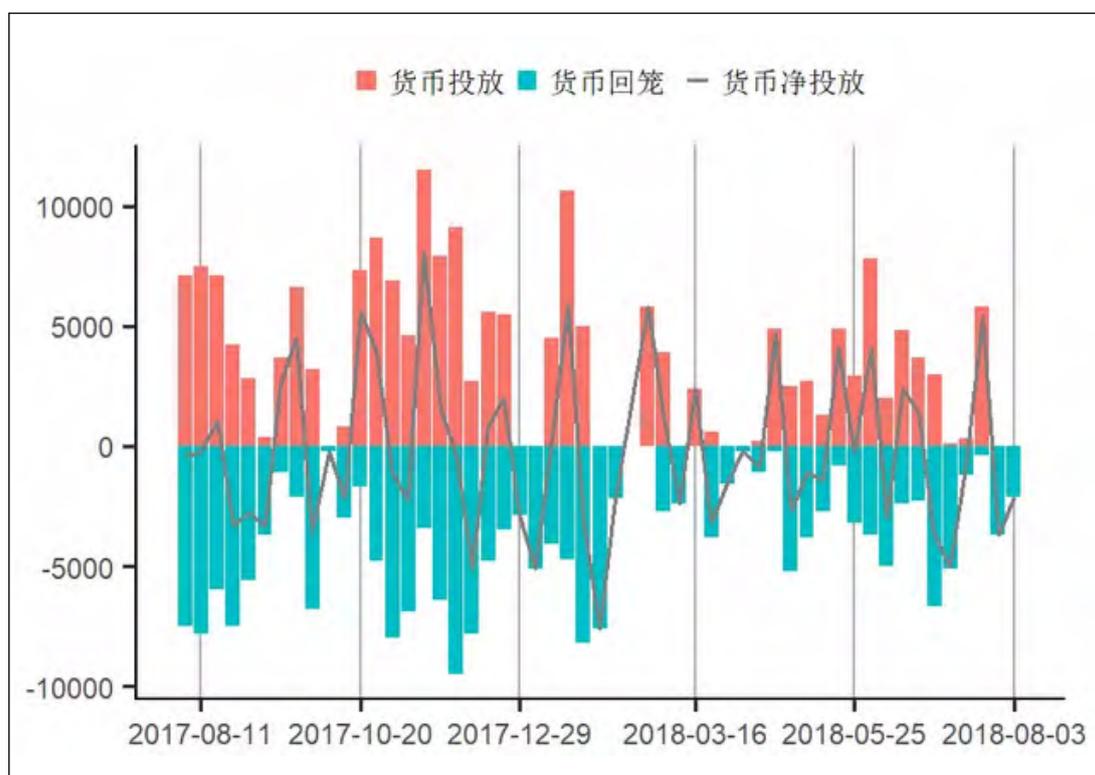
然而国内贸易增速仍在下滑，7月社会消费品零售总额同比增长8.8%，为06年来次低点，其中线上零售放缓是拖累消费增长

的主要原因。

上周央行货币净回笼2100亿元，随着7月中旬政策转向，银行间市场利率水平显著下降，回购利率已回到15年末的水平，国债收益曲线也趋于陡峭化。

工业原材料方面，环保限产的提前发力对相关工业品价格影响显著，钢铁价格大幅走高。然而整体工业增长仍在放缓，7月工业增加值累计同比增长6.6%，较上月下降0.1个百分点。

图 1. 上周央行货币净投放环比上涨 1600 亿元至 -2100 亿元



来源：Wind、第一财经研究院

图 2. 银行间市场隔夜回购利率下跌 2 个基点至 1.83%，7 天回购利率下跌 11 个基点至 2.29%

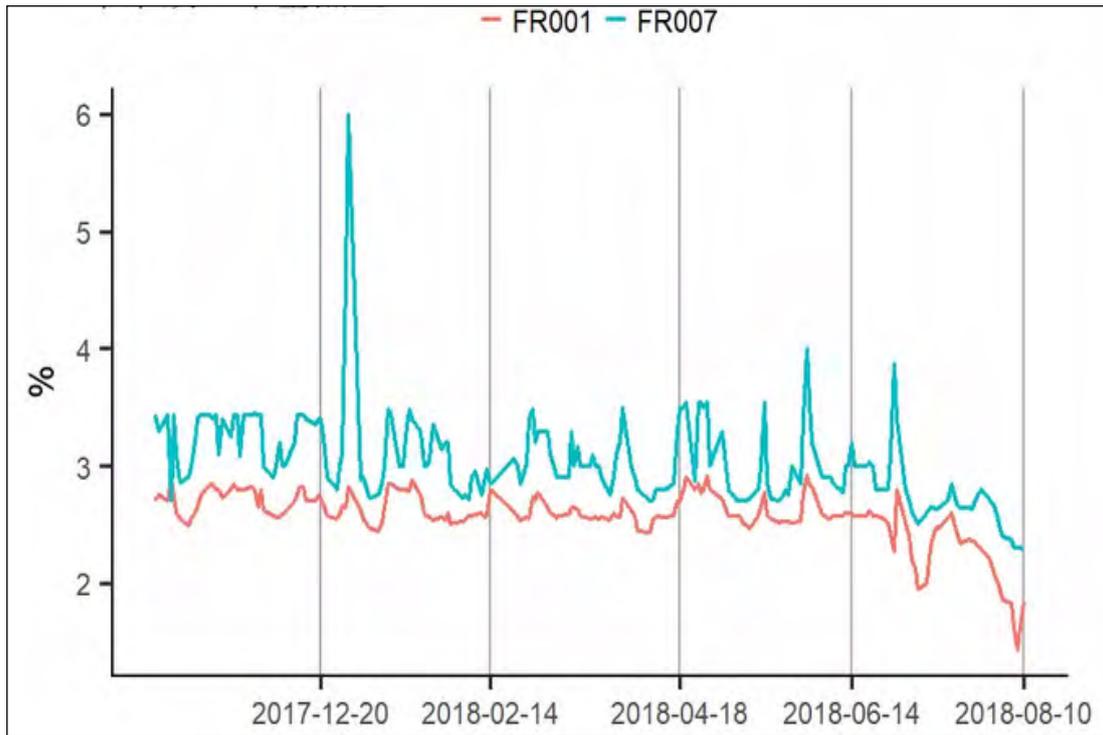
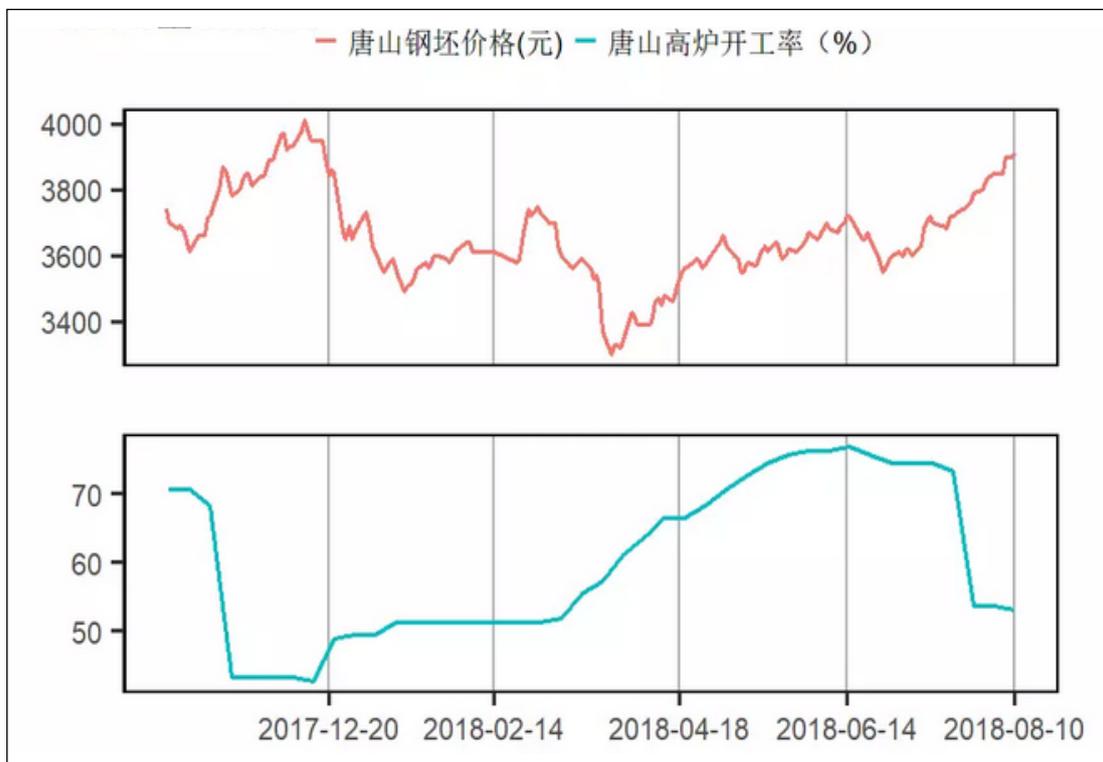


图 3. 唐山钢坯价格上涨 1.56% 至 3910 元，唐山高炉开工率下跌 0.61% 至 53.05%



来源：Wind、第一财经研究院

[【查看全文】](#)



惠誉：中国企业海外发债面临挑战

整理：吴越 / 第一财经研究院研究员

一周经济观点

◆惠誉表示，最近几个月由于违约率上升和中美贸易紧张关系，中国企业海外债券发行量大幅下降。惠誉表示，尽管中国政府近期减轻在岸信贷紧张状况的措施有助于缓解投资者对违约风险的担忧，但是下半年将很有可能只有实力较强的发行人可以进入离岸市场。

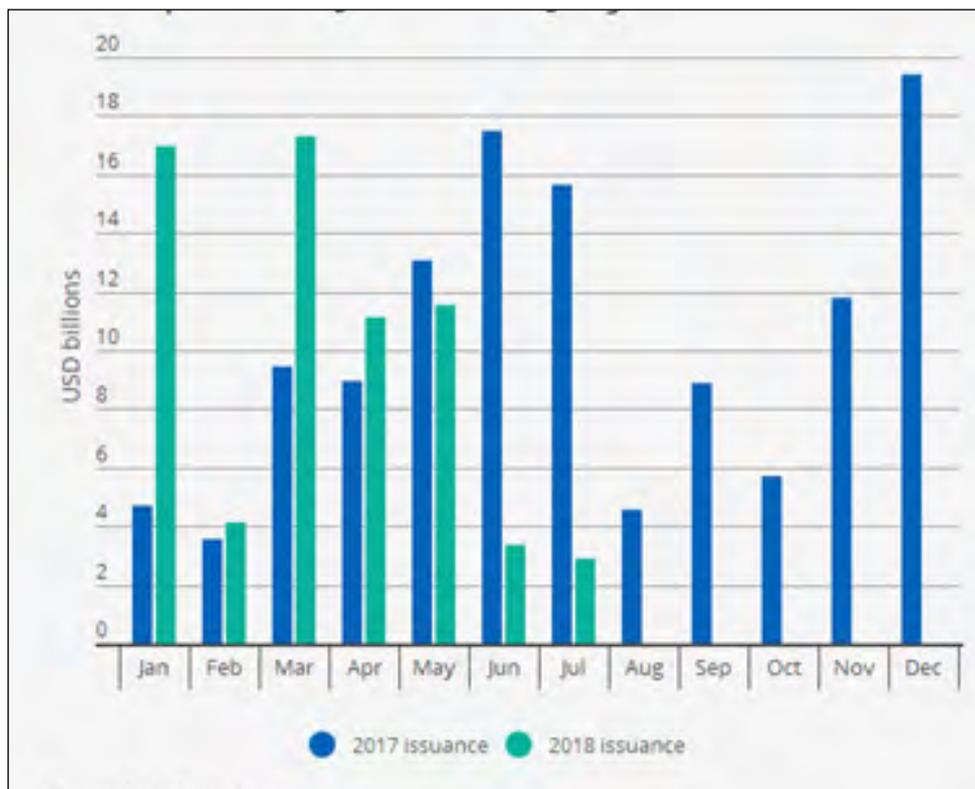
◆2017年，中国金融监管收紧推高在岸融资成本，促使中国企业寻求海外融资。但是，跨国债券发行量在2018年7月下降至29亿美元，是2016年8月以来低点，最近两个月的发行量不足2017年同月的五分之一。

◆此外，中国海外债务发行的市场环境首次

出现急剧恶化，尤其是对投机级发行人。在美国货币政策收紧和保护主义抬头的背景下，全球投资者在近几个月变得尤为风险厌恶，亚太企业投机级债券对美国国债利差大幅上升，尤其是中国投机级海外债券的利差。7月中的下降或来自于政策鼓励中国银行业投资高收益债券。

◆穆迪表示，中美贸易争端的最新发展将使更多类别的中国企业受美国关税影响。美国于2018年8月1日公布对价值2000亿美元中国进口商品的关税从10%上调至25%，此次公布的征税清单所涵盖的产品范围比以前更广，将有更多类别的中国企业受到影响。

图 1. 中国企业海外债券发行量近两月锐减



[【查看全文】](#)



【国际观察】

美追加对俄罗斯制裁 美俄关系紧张升级

马鑫 / 第一财经研究院特约研究员

美国宣布将对俄在金融、出口等领域展开制裁，第一波制裁预计 22 日生效。对俄制裁凸显了美国“两个对俄政策”。特朗普即便有再强的个人意愿，美俄之间也没有很大的关系改善的空间。

美国 8 日突然宣布，对俄罗斯追加新制裁。原因是今年 3 月俄前特工斯克里帕尔父女在英国被“化学毒剂”刺杀事件。

美国将首先对俄在金融、出口等领域展开制裁，第一波制裁预计 22 日生效。《纽约时报》解读称，以后任何带有潜在国家安全目的的产品，例如汽轮机、电子产品、集成电路以及测试和校准设备等，美国都将禁止对俄出口。

按照美国的推测，这轮制裁将给俄罗斯带来严重冲击，受影响的企业将达到俄罗斯经济总量的 70% 和劳动力的 40%。三个月后，则可能是第二波制裁，措施将包括：降低外交关系级别、禁止俄航直飞美国航线，以及几乎全面停止美国对俄出口等措施。

特朗普与普京“秀恩爱死得快”。特朗普与普京 7 月会晤时，特朗普曾对此次峰会高度评价，声称将进一步与莫斯科修复关系。但“普特会”后，美国国会炸翻天，各种指责特朗普对俄罗斯太软弱，这是在向普京投降。

鉴于国内反对派力量很强大，特朗普自身更身陷“通俄门”，因此，特朗普在面对国内问题时，不得不把俄罗斯视为敌人，对俄罗斯下手。

对俄制裁凸显美“两个对俄政策”。《纽约时报》分析称，制裁俄罗斯决议出台的过

程，反映出特朗普和其政府在对俄关系上存在的分歧。特朗普政府有一个对俄政策，但是特朗普自己也有一个对俄政策。

虽然从特朗普和普京两个人本身出发，都想促进美俄关系，尤其是俄罗斯。但是美国国内反对力量太大，特朗普即便有再强的个人意愿，美俄之间也没有很大的关系改善的空间。

美对俄黔驴技穷，制裁效果或不佳。美对俄制裁逐渐成为一种惯性和象征手段。虽然美宣布制裁后，俄罗斯卢布应声下跌，成为当天全球最悲催的货币。

但由于奥巴马政府已经禁止向俄罗斯出口可能具有军事用途的物品，因此实际受本次制裁影响的物品数量相当少，对俄制裁的影响或许不如外界想象得那么大，第一轮制裁颇有“雷声大雨声小”的感觉。

《俄罗斯经济评论》分析称，目前虽然出现诸多不利因素，但卢布还形成不了暴跌的趋势。俄罗斯对美国制裁已经形成免疫力，制裁对俄罗斯的经济会有短期影响，但不会击垮俄罗斯的经济。

当前，反俄已经成为美国外交实践和言论中不可或缺的一部分。未来俄美紧张关系升级将是不可避免的，这彻底阻碍了赫尔辛基两国元首会晤后出现的积极趋势。

美“天价”国防预算出炉

马鑫 / 第一财经研究院特约研究员

2019年国防预算再次表明特朗普政府要加强美军科技现代化建设，将国家军事能力放在首要位置。

美国 2019 财政年度《国防授权法案》批准军费 7163 亿美元，比上一财年增加了 760 亿美元，增幅高达 11.9%。这是近 20 年来国防预算案在国会过关速度最快的一次。目前，只待总统特朗普签字后生效。

美国军费开支领跑世界。美国 2019 年的国防预算相当于排在美国之后的九个国家的预算总和。这笔经费将会用来更新美军海陆空部队的装备，更新美国防御系统、航母、防空系统，使美国国防系统更现代化，提升军队威力，更好的面对未来发生的一切。总之，这笔经费将确保美国在国防军事上保持世界超前的地位，保障美国的安全。

军事优先一直是特朗普“美国优先”执政理念的重要组成部分，也是特朗普施政的核心和关注的焦点。正是鉴于此，特朗普在竞选时就打出了“重建美国海军”、“重建美国军事力量”的口号。

就任后，他多次表示要大幅增加国防预算，建议在不扩大财政赤字的前提下增强美国国防安全和军队“硬实力”，并呼吁国会废除全面预算削减案，把美国军队建设得更大更强，企图回到冷战结束后那种拥有绝对霸权优势的时代。2019 年国防预算再次表明特朗普政府要加强美军科技现代化建设，将国家军事能力放在首要位置。

美国国防预算将军事重点从反恐转向针对中俄的竞争。这与美国在去年年底、今年年初连续推出的《国家安全战略》报告和《国

防战略》报告中均将中俄作为“战略竞争对手”的表述一脉相承。根据这份国防授权法案，国会将拨款 6500 万美元用于研发新型潜射低当量核弹头、拨款建造 6 艘极地破冰船和投入高达 10 亿美元研制水下无人机。

这些硬件设备的建造和新技术的开发几乎都是为应对俄罗斯在相关领域的所谓优势而量身定制。特朗普政府通过树立假想敌的方式来追求打造“更大、更强美军”，目的不过是通过用武力营造符合自身利益的国际秩序。

军费高企让美国的不少军火商“乐开了花”。有媒体认为，此次军费上涨最大的赢家应该是洛克希德·马丁、波音和雷神等大型军火公司，这些公司每年花在游说国会议员身上的钱数以百万计，而特朗普重建美国军事力量的目标不仅为其赢得了不少白人选民的追捧，也获得了不少军工企业的支持。在减税和扩军的双重压力下，美国政府的负债或将迎来新一轮暴涨。

【图解世界】

中国专利的质与量

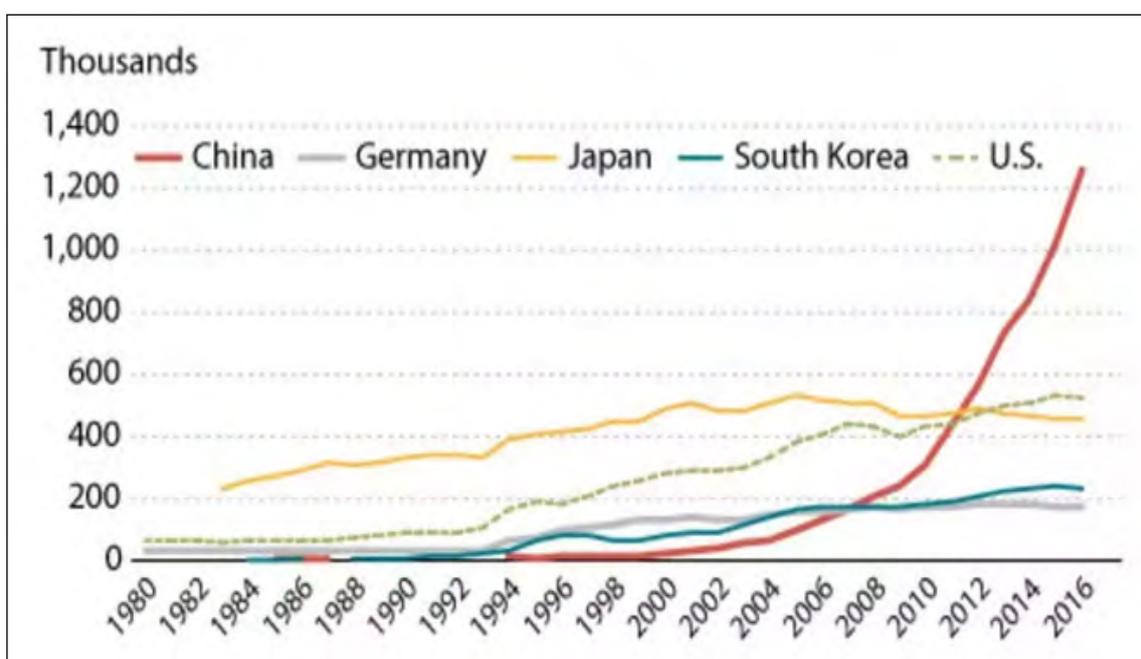
整理：第一财经研究院

圣路易斯联储在一篇论文中指出，用专利申请来衡量创新是不完美的，他们提出了三个衡量的指标：专利许可、专利类别以及国际专利申请。

中国在专利申请数量方面已经超越美国和其他创新型国家，近年来在获得专利许可方面也处于领先地位。但这是否意味着中国在创新方面是全球领导者？圣路易斯联储的 Ana Maria Santacreu 和 Heting Zhu 撰文指出，用专利申请来衡量创新是不完美的，他们提出了三个衡量的指标。

一是专利许可。虽然中国的专利许可数量在 2015、2016 年超过了日本、美国、德国、韩国。但专利许可占专利申请的比重则低于他们。在 2000 年到 2016 年间，中国有 23.4% 专利申请得到许可，而这一比例在日本是 50.5%，韩国是 45.5%，美国是 44.9%，德国是 43.5%。

图 1. 1980-2016，各国专利申请情况



二是专利的类别。2000-2016年，中国专利许可中高质量的发明专利仅占19.3%，实用新型专利和设计专利则分别占到44.5%和36.2%。

美国比中国有更大的激励去保护在国外的知识产权。另一种解释是，中国的专利质量不高，可能无法通过国际的评估。

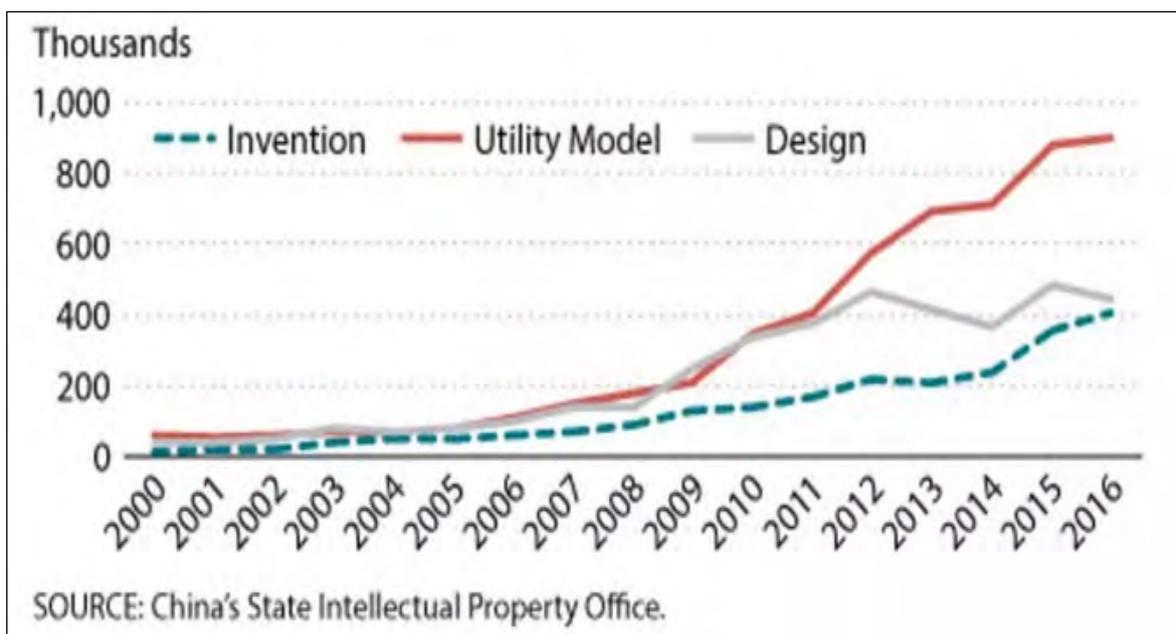
三是国际专利申请。2016年中国国外申请专利仅占4.2%，国外许可专利仅占6.3%。而美国则分别是43.4%、48.1%。一种解释是，

综上，尽管中国在创新方面后来居上，但仍有改进空间。中国应继续保持创新投资，并把关注点从量转移到质上。

图 2. 1980-2016, 各国专利许可情况



图 3. 2000-2016, 中国专利申请情况 (按类别)



【名家观点】



周小川
中国人民银行原行长

要推进人民币国际化，肯定要推进人民币自由使用、汇率机制改革。由于对利弊分析不完全一致，总要选择一部分和放弃一部分，什么都想要，往往是做不到的。推进人民币国际化需要有所取舍。此外，推进人民币国际化还应避免出现摇摆。一些制度安排如果做出摇摆性安排，恐怕对长远有影响，



余永定
中国社科院学部委员

除非在极端情况下，央行没有必要干预外汇市场。即使人民币汇率破7，我也不认为央行非要干预外汇市场不可。

以中国目前的形势，人民币很难出现大幅度贬值的情况。除资本管理外，汇率贬值是抑制资本外流、平衡国际收支的一种重要工具。汇率实现自由浮动目前的时机很好，宜尽快成汇率改革。



杨燕青
《第一财经日报》副总编
第一财经研究院院长

融资难融资贵是一个长期的过程，大量资金去了负债率高的行业。现在是个动手术的过程，其中特别重要的一块是债转股。

中国银企关系在过去很长一段时间中股本太低债务太高，导致了杠杆过高的情况。选择股本为核心的融资方式，需要一个良好的资本市场。债转股某种程度上会给资本市场带来新的血液，但也会带来供给压力。长期而言，我们需要一个更大的资本市场来承托中国企业的融资结构。

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。