

## 社会融资与贸易条件，影响经济增长的两个内外因素

【摘要】2018年社会融资规模增速出现结构性塌陷，影子银行规模快速收缩是主要原因。进入二季度，金融监管有所缓和，民营企业融资问题决策层高度关注，“六稳”的要求下基建投资受到重视。但强监管整体态势未变，资管新规、MPA等约束没有实质性放宽，融资资金供给仍旧受到很大制约。从投资需求来看，仅有制造业在今年改善超预期。房地产投资尚可，基建投资与非标融资几乎同步下行。未来PPI与工业企业利润持续回落，开发商利用自有资金拿地逐步收窄，基建投资需求仍受抑制，投资需求整体偏弱制约社会融资。贸易问题仍不乐观，未来不确定性很大。美国经济增长三季度放缓，长期面临诸多结构性因素；欧元区有利的货币金融条件正在转向；全球流动性收紧加剧新兴市场经济的脆弱性。即便不考虑贸易摩擦，全球经济增长放缓将最终影响出口，是贸易增长的决定性因素。

## 一、二季度以来监管有所缓和，但对社融修复的实际作用不大

**今年以来社会融资的结构性变化。**2018年1-11月社会融资规模新增17.6万亿，其中，信托+委托贷款下降2万亿，信贷新增14.7万亿，债券新增2万亿。2017年同期社会融资规模新增20.8万亿，其中，信托+委托贷款新增2.7万亿，信贷新增13.2万亿，债券新增0.39万亿。2018年1-11月，信托+委托贷款同比少增4.7万亿，是今年社会融资规模出现收缩的最主要原因。

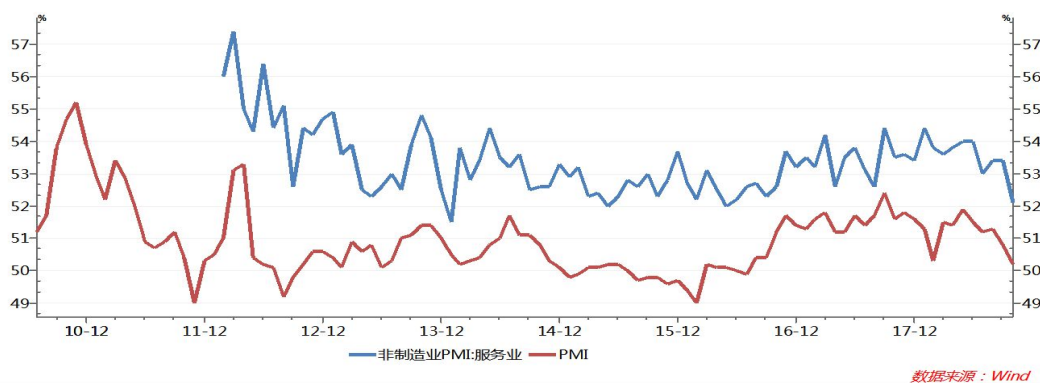
**二季度以来监管政策的调整与矫正。**以今年4月27日央行资管新规正式稿发布为标志，本轮强监管达到了周期顶峰。但从5月以来，中国社会融资规模增速持续回落，其中非标融资出现塌陷式的收缩。从主要经济数据来看，一季度以后，消费、投资、工业生产开始呈现放缓迹象。对比今年4月与7月的中央政治局工作会议对经济形势的表述，7月的会议强调下半年要保持经济社会大局稳定，深入推进供给侧结构性改革，提出六个稳，即做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，表明决策层对经济稳定的重视程度明显提高。此后的10月政治局会议观点与7月基本一致，政策更多聚焦经济形势的总体稳定。10月会议甚至没有再提出去杠杆，表明在当前形势下，去杠杆正逐步弱化，也表明之前金融强监管周期已进入后半程，监管开始出现一定的缓和与矫正。主要表现在以下几个方面：一是7月央行《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》和该《通知》的说明、银保监会的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》对新增理财投资非标资产的放宽。二是对民营企业融资支持力度显著增强。三是对基建投资稳定经济增长的作用开始重视，地方专项债发行在三季度大幅增加。

**监管压缩表外融资，但MPA又制约信贷承接表外融资。**从监管思路来看，压缩影子银行规模，融资回归表内是大趋势。2018年10月最新公布的以委托贷款与信托贷款为代表的非标融资存量大约为20.66万亿。当前商业银行总资产262万亿，信用、市场与操作风险加权资产分别为121万亿，1.6万亿和8.87万亿，商业银行净资本为18.2万亿，其中一级经济资本14.9万亿，实际资本充足率为13.81%，一级资本充足率11.33%。《商业银行资本管理办法》对中国系统性重要性商业银行实际资本充足率要求为11.5%，非重要的为10.5%。因此，仅从理论上中国商业银行有两个百分点的降低空间，对应释放的信贷规模最高可以达到26万亿，是可以覆盖当前存量非标回归表内的信贷要求。但事实情况是，中国商业银行资本充足率普遍低于全球银行同业，考虑到宏观审慎管理对逆周期缓冲资本要求以及总损失吸收资本(TLAC，中国目前尚未要求追加此项资本要求)要求，未来中国商业银行资本补充存在较大的补充缺口，商业银行资本补充渠道又相对有限，这实际上极大地限制了非标资产回归表内的规模。因此，短期内MPA监管约束需要有进一步的放宽才可以实现基建投资增长的融资需求，长期来看商业银行资本补充渠道和规模需要有进一步的拓展和增加，由此才能最终满足非标回表的资本监管要求。

## 二、投资需求整体偏弱制约社会融资

2016年以来的经济弱复苏周期基本结束。2018年10月官方制造业PMI数据创出2016年7月以来的新低。这与其他主要经济体制造业PMI走势大致一致。2016年下半年以来，中国经济逐渐企稳回升，但随后的国内融资收缩、房地产调控以及外部贸易需求扩张放缓，从今年上半年开始，固定资产投资投资、工业生产、消费等数据回落的趋势逐渐显现，预示着本轮经济弱复苏周期基本结束。事实上，在三去一降一补的政策影响下，本轮经济扩张的高点被人为抑制了，例如，作为影响经济短期波动的重要因素的企业实际库存投资一直处于较低位置，与上游行业相关的固定资产投资也没有因为上游行业PPI价格高企而出现以往的投资过热，这些都与2016年以来的去过剩产能等有很大关系，这实际上限制了相关行业无效产能的再次扩张；此外，金融强监管极大制约了地方政府加杠杆冲动，基建投资从2017年开始一直呈现回落态势。这些政策的执行有利于提升经济增长质量、防范宏观杠杆率的进一步攀升，但不可避免的弱化了本轮经济复苏回升力度。

图 1：11 月 PMI 为 2016 年 7 月新低



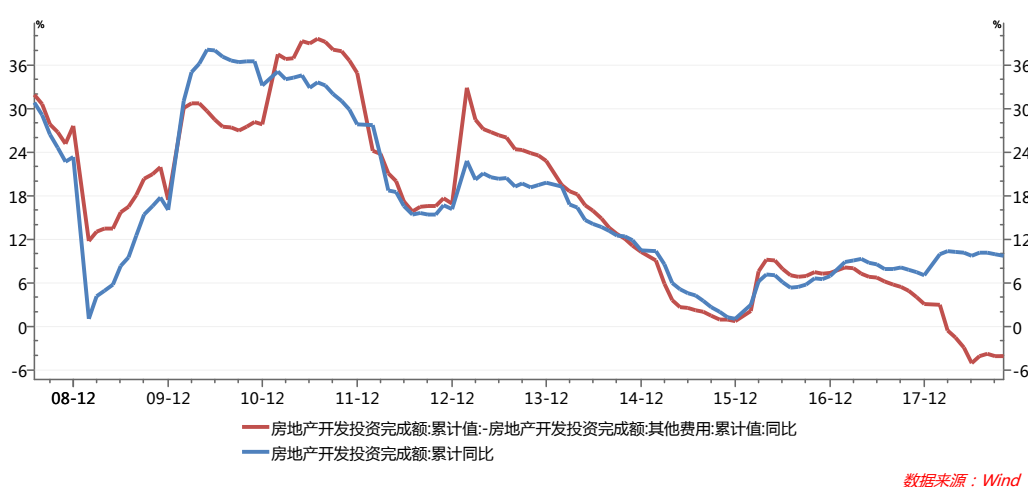
资料来源：BIS，Wind，工行投行研究中心

三大领域投资增速分化，整体需求仍处于低位。地方融资渠道受到严格约束，基建回升空间有限。正如之前所述，之前地方政府花式加杠杆主导基建投资的渠道受到严监管约束，至今没有松动迹象。但地方存量债务规模庞大。中央支持的政府举债方式只有地方专项债和一般债券发行。根据以往研究估算，按照2018年经济实际增速6.5%，全年通胀2%计算，2018年固定资产投资中基建投资（不含电力）预计需要达到15.4万亿，2017年该数据为14万亿，因此基建投资同比增速需要达到10%以上，远高于当前实际数据。地方专项债在8、9月发行激增之后基本接近今年1.35万亿的额度，四季度增长空间有限。但其他方式融资仍处于低位。以城投债为例，2018年下半年以来，净融资额仅为326亿，远低于去年，因此当前基建投资的资金缺口很难充分补足，未来基建反弹空间有限。

房地产实际投资持续下行，土地购置反应市场预期。本轮地产调控与以往有较大差异。按照以往经验，剔除土地购置费用后的房地产投资增速与土地购置费用增速大致是相同的走势，即便有差别也不会持续太久。但本轮2017年一季度地产实施严格调控后，土地购置费

用增长一直处于较高区间，下降较快的是建筑与安装工程、设备工具购置投资。可能的解释是，这一方面反映出短期内的房地产调控与融资约束，后去库存时代房地产商融资渠道趋紧，更多依赖销售回款，限制了当前房地产开放投资，另一方面，土地购置较高的增速说明开发商对未来土地价格至少是不悲观。2016 年以来主要面向棚改的补充抵押贷款 PSL 投放存量达到 3.3 万亿，三四线地区地价上涨也助推了土地购置的增长。总的来看，当前实际房地产投资增速处于历史低谷时期，但中长期对地价的预期使得开发商土地储备增速不减。未来随着房地产调控的持续与棚改资金投放的边际放缓，开发商资金来源进一步受到限制，减缓土地购置，房地产投资增速未来一段时间内将趋向回落。

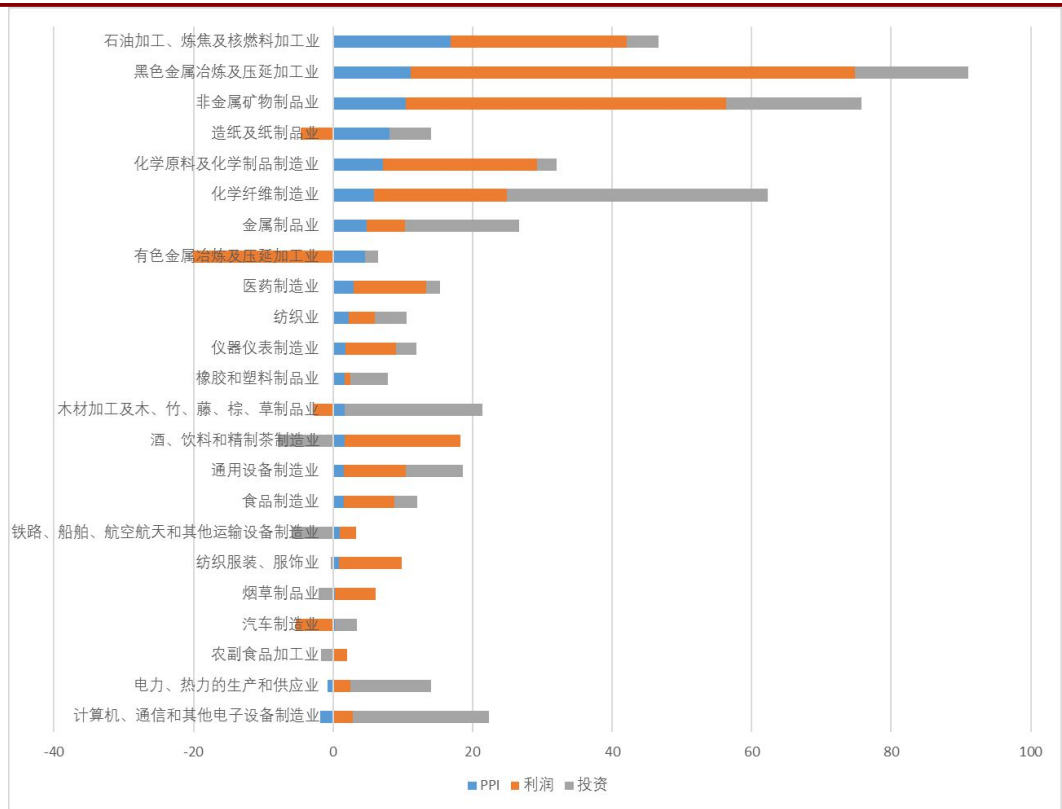
**图 2：开发商融资渠道收紧，但土地购置仍保持较高增速**



资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

**利润引导制造业投资回升，持续性有待观察。**2018 年制造业投资整体持续攀升，表现超出了市场预期。从制造业细分行业来看，2018 年以来投资增速明显改善的行业大多数是由行业利润带动，尤其是去过剩产能后的上游行业，如煤炭、钢铁、石油的开采与加工等。在经历了近 3 年的集中化解钢铁煤炭行业过剩产能后，“十三五”期间压减煤炭产能 5 亿吨、粗钢产能 1.5 亿吨的上限目标有望提前两年超额完成，去产能压力减少，因此 2018 年这些行业的投资出现了反弹，带动制造业整体回升。其他中下游制造业如汽车、信息、交通设备制造等行业利润与投资均表现一般。从 PPI 与行业利润走势来看，本轮 PPI 与工业企业利润大幅上行主要是来自上游行业供给收缩的推动，此外 2016 年经济回暖也起到了助推作用。但 2017 年下半年以后，随着基数效应以及上游供给大幅收缩后趋于稳定，PPI、上游行业利润开始逐步从高点回落，预计未来相关行业投资也将放缓，叠加未来内外部需求偏弱，整体制造业投资增速继续上行空间有限。

**图 3：行业 PPI、企业利润与制造业投资增速**



资料来源：BIS, Wind, 工行投行研究中心

### 三、即便没有贸易摩擦，外部需求放缓仍会影响贸易增长

按照贸易摩擦影响的简单静态估算，相互加税对贸易顺差与经济增长影响不大。中美贸易摩擦、相互加税对贸易顺差的影响可以通过一个简单的进出口价格弹性系数模型进行静态估算。中国进口与出口产品的价格弹性存在一定的差异，进口产品大多是刚性需求的能源、工业原材料、农产品等，出口产品则多为竞争性与可替代性较强工业品，因此，中国进出口产品结构决定了中国进口产品价格弹性要小于出口产品。根据以往的研究文献归纳，中国出口商品弹性均值为-1.65，中国进口商品弹性均值为-1，也就是说中国出口产品的价格敏感性比进口产品高出 60%以上。按照 2017 年中美贸易数据与加税决策组成的测算结果显示，不考虑服务贸易，当美国对中国 2000 亿美元货物进口加税+中国对全部对美国货物进口商品的 1500 亿美元加税，中国对美进口减少 375 亿美元，中国贸易顺差下降 10.7%，净出口对中国 GDP 同比拉动率变化为-0.06%，影响似乎不是很大。当美国对中国 2000 亿美元货物进口加税+中国不对全部对美国货物进口商品的 1500 亿美元加税，中国贸易顺差下降 19.7%，净出口对中国 GDP 同比拉动率变化为-1.2%，影响比我国反击加税要更为显著一些。

表 1：中美贸易征税策略组合对中国净出口与经济增长的影响

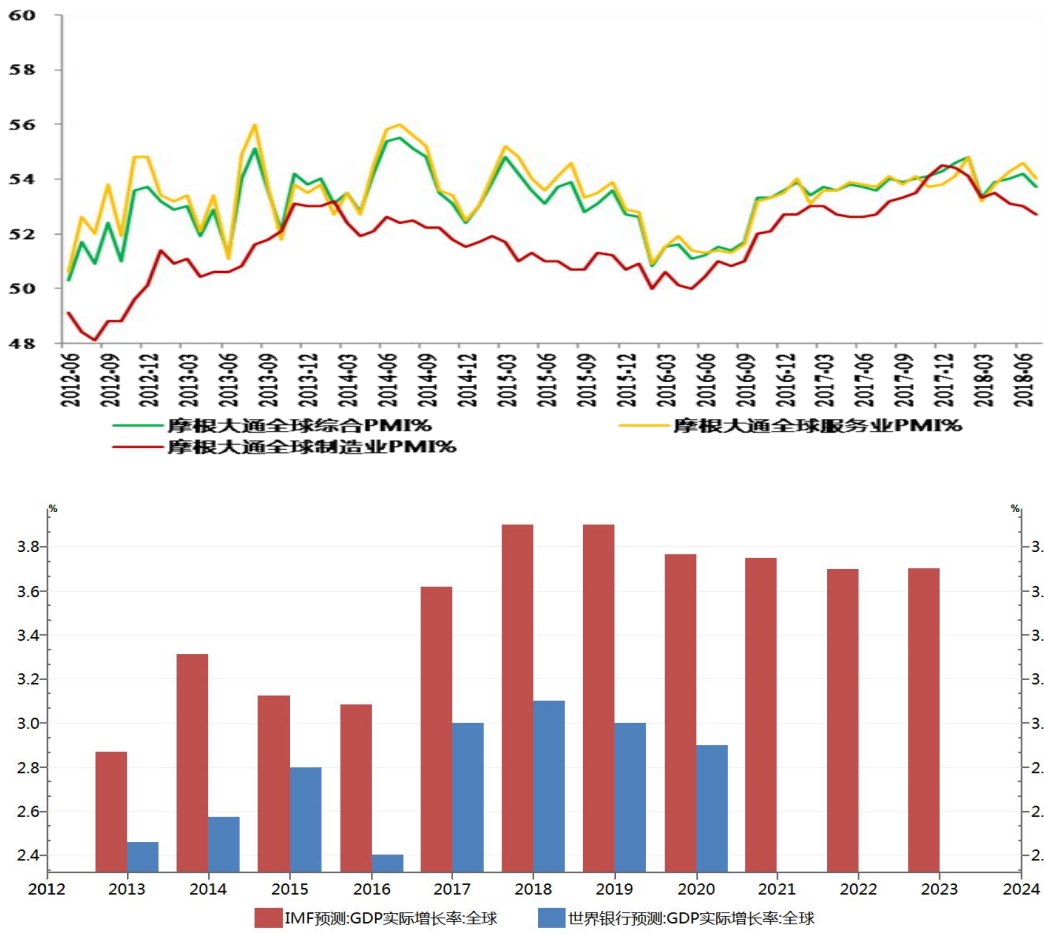
美国：2000 亿美元商品加税 25%；中国出口商品弹性：-1.65；中国进口商品弹性：-1				
中国：1500 亿美元商品进口加税（25%）	中国对美出口变化： -825 亿美元	中国对美进口变化： -375 亿美元	中国顺差变化： -10.7%	净出口对中国 GDP 同比 拉动率变化：-0.06%

中国：1500 亿美元商品进口不加税	中国对美出口变化： -826 亿美元	中国对美进口变化： 0	中国顺差变化： -19.7%	净出口对中国 GDP 同比 拉动率变化：-1.2%
--------------------	-----------------------	----------------	-------------------	------------------------------

**相比统计上的贸易顺差，进出口对经济增长的影响更大。**从以上估算来看，中国跟随美国加税的策略下，净出口对中国 GDP 同比拉动只有很微弱的减少。但从实际情况来看，2018 年以来，我国货物与服务贸易净出口对经济增长的拉动从一季度就已经开始转为负值，这与去年的情况完全相反。2017 年我国贸易顺差幅度明显低于 2015-2016 年，但 2017 年净出口对经济增长的拉动是大幅改善的，是中国经济在 2017 年企稳的重要推动因素。实际上，贸易部门的进出口总额变化情况才是影响经济增长的最终因素，贸易顺差作为统计上的数据，其变化大小对经济增长的影响需要结合进出口总额来综合考察。2015-2016 年，我国货物贸易顺差创出历史记录，但由于当时进内外需求疲弱，进出口总额是衰减的，只是进口回落速度快于出口，导致贸易顺差在当年出现大幅增加。2016 年下半以来，随着国内外经济逐步趋稳，内外需求回升，进出口总额增速也开始改善，这一阶段虽然贸易顺差相比之前出现缩减，但进出口整体的改善最终是带动了经济增长的企稳回升。进入 2018 年，随着外部需求扩张边际放缓，进出口贸易增速出现回调，净出口对经济增长的拉动也开始转为负面。由此来看，进出口增速变化能够更为准确地代表贸易部门对经济增长的影响。

**本轮全球经济复苏进入后半程，是贸易增长的决定性因素。**12 月 1 日，中美 G20 峰会决定停止升级关税等贸易限制措施，包括不再提高现有针对对方的关税税率，及不对其他商品出台新的加征关税措施。从今年以来的数据看，贸易摩擦短期内对进出口的影响并不明显，相反加税预期反而助推我国出口增速。事实上，此次 G20 会议的决定不是贸易摩擦的终结，只是暂时的休战与缓和，未来中美贸易关系仍具有很大的不确定性。事实上，即便没有贸易摩擦，我国未来出口增速仍不乐观，主要原因是外部需求基本面正在逐渐放缓。2016 年二季度以来的全球经济出现新一轮扩张与中国经济复苏几乎是同步的。2016 年以来，中国贡献了全球经济增量的三分之一以上，中国国内总需求扩张是带动全球经济回升的重要因素。但从多项经济数据看，中美欧等主要经济体均呈现出增长放缓的态势。发达经济体 PMI 数据持续波动。欧元区 PMI 数据自年初以来整体下行，11 月 PMI 持续下滑至 51.8，美国 PMI 自年内峰值复降至 59.3，预示本轮全球经济扩张的高点已过，尤其是 2018 年表现亮眼的美国经济从三季度开始表现出触顶回落的迹象。11 月我国进出口增速均出现回落，随着内外需求逐步走弱，未来进出口将呈现震荡下行。从今年以来中美贸易摩擦演进的背后逻辑来看，已经不再是简单的通过大量购买美国产品弥补美国贸易逆差缺口的问题了。中美贸易摩擦是更深层次竞争与角力的表现，最终结果很大程度上取决于我国更深层次上的改革进程。

图 4：全球综合 PMI 走势与国际机构对全球经济增长的预测



数据来源: Wind

资料来源: BIS, Wind, 工行投行研究中心