

No. 1806

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第 12 期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

目录

一、国内外经济金融形势研判	- 1 -
(一) 海外宏观	- 1 -
1. 美国经济增速有所回落通胀稳中有升	- 1 -
2. 4 月核心事件分析：港币保卫战中中美贸易摩擦进入反复阶段美国打击叙利亚对油价提振有限	- 2 -
(二) 国内宏观	- 4 -
1. 经济：GDP 稳中缓降，房地产投资大超预期	- 4 -
2. 通胀：CPI 温和抬升，PPI 持续下行	- 6 -
3. 金融：信贷社融收缩，关注 M1 与 M2 剪刀差为负	- 7 -
(三) 商业银行	- 8 -
1. 金融业全面开放	- 8 -
2. 2018 年 3 月货币金融数据分析	- 9 -
(四) 资本市场	- 11 -
1. 股市	- 11 -
2. 债市	- 12 -
二、宏观经济专题：中美潜在贸易战的利害得失	- 14 -
第一种情形：美国单方面对从中国进口全面征收关税。	- 14 -
第二种情形：中国报复，中美相互进口关税贸易战。	- 15 -
第三种情形：中美相互关税和非关税混合贸易战。	- 16 -
三、主要经济数据	- 17 -

图表目录

图 5：2018 年 2 月 M0 增量分解	- 10 -
------------------------	--------

表格目录

表 1：3 月 M2 增量的结构	- 10 -
表 2：经济数据一览	- 17 -

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观¹

国际货币基金组织（IMF）当地时间4月17日发布《世界经济展望》更新报告指出，全球投资和贸易继续回升，2017年全球经济增长3.8%，比2016年提高了0.6个百分点，成为2011年以来增长最快的一年。IMF认为，此轮全球经济增长基础广泛，特别是欧洲和亚洲地区出现了令人惊喜的显著增长。相较去年10月份，IMF此次将今明两年的全球经济增长预测均上调了0.2个百分点至3.9%，反映了全球增长继续加强，同时IMF还将中国今年经济增长预测上调了0.1个百分点至6.6%。

1. 美国经济增速有所回落通胀稳中有升

（1）美国经济增速有所回落 通胀稳中有升

美国经济复增速放缓：第四季度美国GDP增速环比折年率2.5%，较三季度增速有所回落，但仍在较高位置。从生产端看，3月美国制造业PMI达到59.3，虽相较于2月60.8稍有回落，但仍处于历史高点的状态，显示美国经济在2018年开头表现良好；**2018年3月来通胀出现上涨现象，但涨幅不大：**受到能源价格波动的影响，美国3月CPI有出现小幅上涨（3月CPI环比0.2%，同比2.4%，核心CPI2月环比0.3%，同比2.1%）不及预期，未出现加速上涨迹象。失业率居于低位：3月失业率为4.1%，与上月持平。

（2）欧元区经济增速放缓，通胀回升

欧元区经济增速放缓：第四季度欧元区GDP增速环比折年率由三季度的3.0%降至2.4%，整体经济增速回落。从生产端看，4月欧元区制造业PMI下降0.6个点至56.0，连续五个月下降，下降幅度达到4.6%，服务业PMI上涨0.1个点至55.0；**通胀回升：**3月HICP为1.3%，较上月上升0.2%。核心HICP在1.0%保持不变。**失业率：**3月失业率任然维持在历史新低8.5%，相较上月下降0.1%。

（3）日本经济增速回落，失业率历史低位

日本经济增速有所回落：第四季度日本GDP增速环比折年率由三季度的2.2%降至0.5%；**通胀大幅回落：**3月CPI结束了5个月的大幅增幅，回落0.4个点至1.1%，核心通胀亦回落0.1个点至0.9%。失业率处于低位：2月失业率为2.5%，相较上月上涨0.1个点，就业状况

¹撰写人：IMI研究员张瑜

持续改善。

2. 4月核心事件分析：港币保卫战中中美贸易摩擦进入反复阶段美国打击叙利亚对油价提振有限

（1）港币不担忧 强弱总有时

4月12日，港元兑美元触及7.85关口（金管局设定的弱方兑换保证关键点），随后香港金管局多次入市干预。对于港币的后续走势，我们认为金管局有能力也有意愿继续维持港币稳定，对于港币未来走势不必过度担忧。

港元走弱原因一利差走阔下的套利交易：香港和美国利差走阔导致套利交易是港币走弱的主要原因。以1个月的HIBOR和LIBOR的利率走势之差来看，两者利差从2018年初的0.37%大幅上升至4月的1.11%。利差的走阔促使套利交易大幅兴起。交易员借助低Hibor借款，卖空港币买入美元，投资收益更高的美元资产，港元在套利交易下不断走弱美联储在3月份的议息会议上决定加息25个基点，未超市场预期。点阵图显示2018年加息3次（年内还要加息2次），2019年加息3次；同时美联储对经济预期乐观，维持通胀预期不变，美联储预计2018、2019年美国经济增速为2.7%，2.4%，核心PCE为1.9%、2.0%。

港元后续展望一不必过度担忧：我们基于1）香港外汇储备充足，足以应对本次港币贬值 2）联系汇率制经过数次考验之后，自我稳定能力更强 3）香港经济基本面稳健，房地产市场向好，香港资产仍具备吸引力 4）港币触及弱方兑换，为金管局收回超发货币、利率正常化提供条件 5）金管局有足够经验维护汇率稳定，认为金管局将继续维护港币汇率，不必过度担忧港币风险。

（2）中美贸易摩擦情绪反复 短期不必过度悲观 长期不可过度乐观

中美两方贸易摩擦经历升级又反转，局势进入情绪反复阶段。4月2日（周一），中方针对美方对中国的钢铁和铝产品采取进口限制措施，宣布对30亿美元的自美进口产品实施加征关税措施公布了对进口美国的128项产品征收15%或者25%的关税。继3月22日特朗普签署总统备忘录后，美国东部时间4月3日（周二），美方发布对中国约1333个税号的产品加征25%关税，将涉及中国约500亿美元出口，清单涉及航空航天、信息、通信技术、机器人及机械等行业。为应对美方单边主义的贸易保护做法，中方于4月4日（周三）宣布对原产于美国的部分进口产品对等采取加征关税措施，并且正式启动WTO争端解决程序。4月5日（周四），面对中方的反击，特朗普表示考虑再对中国1000亿出口商品加征关税。4月

24 日特朗普表示，美国财政部长和贸易代表将在未来数日率领代表团前往中国就贸易问题进行磋商。

对于中美贸易摩擦，我们认为，短期不必过度悲观，大概率以和谈收尾，长期不宜过度乐观，中美关系进入质变期，长期博弈浪潮恐反复出现。短期看似剑拔弩张，但背后有特定因素（美国 11 月的中期大选、中美战略博弈），最终是国力相对变化下的重新明确利益与国力边界的过程。目前中美关系的剑拔弩张是相互在找寻边界做工具，短期仍将大概率回到谈判桌寻求战略一致点；长期中美关系的博弈是和中美发展阶段相关，对于后发优势国崛起的战略转变是大概率事件，中美关系在 2010 年就明确走出蜜月进入了平淡期，特朗普迫于选举因素提速了这一质变过程。后续可以关注时点：5 月美台防务会议、5 月美朝领导人见面以及 6 月美在台协会新址搬迁。

（3）美国打击叙利亚 对油价提振有限

美国总统特朗普在 4 月 13 日晚间宣布，他已经下令美军向叙利亚的军事设施实施导弹精准打击。消息发布后，油价快速上涨 0.1 个百分点从 67.23 美元/桶至 67.3 美元/桶，黄金上涨 0.4%。

如何理解本次打击？特朗普在中期选举压力下急于作为：今年 11 月是美国的中期大选，特朗普存在较大的压力。特朗普通过对外推进强硬的贸易政策和对叙利亚的强势态度转移民众注意力，有较强的政治作秀和“有所为”的诉求。

历史上叙利亚局势对油价有何影响？形成一周左右的短期冲击：去年 4 月 7 日，美国也曾向叙利亚发射导弹，油价和黄金价格先涨后跌，受到大概长达一周左右的冲击。

本次叙利亚局势是否会提升油价？提升有限，需进一步观察：我们认为当前叙利亚局势对油价提升作用有限，基于以下 3 点：1. OPEC 对油价的影响力下降；2. 需求端—主要消费国需求不确定；3. 供给端—俄罗斯原油供给存在提升空间、冻产协议存在瓦解风险：

对资本市场展望？避险情绪上升，金融市场波动率加大：地缘政治影响还需进一步观察，上半年国际形势大概率维持波谲云诡，事态的反转也存在可能性，金融市场波动率加大，对全球权益资产维持谨慎态度

（二）国内宏观²

一季度宏观经济数据总体符合预期，超预期较大的是房地产投资增速。往后看，今年经济将继续稳中缓降，全年增长 6.6% 左右，主因是去年经济的三大支撑（价格驱动、投资带动、贸易拉动）今年会继续起作用，但边际贡献趋弱，这在一季度也已经体现；房地产投资增速大概率是前高后低；基建投资二季度继续走弱，下半年会企稳。受中美贸易摩擦影响，我国经济下行压力加大，政策可能会边际放松。具体看，监管是不会松的，货币已边际宽松（降准了），后续财政也有松动空间，主要是可能放松 PPP 项目和扩大地方专项债规模。

1. 经济：GDP 稳中缓降，房地产投资大超预期

（1）GDP 如期回落，贸易是最大拖累

一季度 GDP 累计增速由去年的 6.9% 降至 6.8%，意味着 2015 年以来，我国 GDP 增速季度波动幅度，已经连续第 13 个季度最大不超过 0.1 个百分点，表明我国经济整体呈现“低波动、有韧性”的特征。换句话说，宏观经济总量上没有大的波动，需要关注结构性的变化。按三驾马车拆分来看，贸易负向拉动了 0.6 个百分点，去年同期则是正向拉动 0.6 个百分点，也就是说贸易由去年的正贡献变为了负拖累，预计接下来这个趋势仍会延续。往后看，预计 2 季度 GDP 增速降至 6.7%，全年 6.6% 左右。

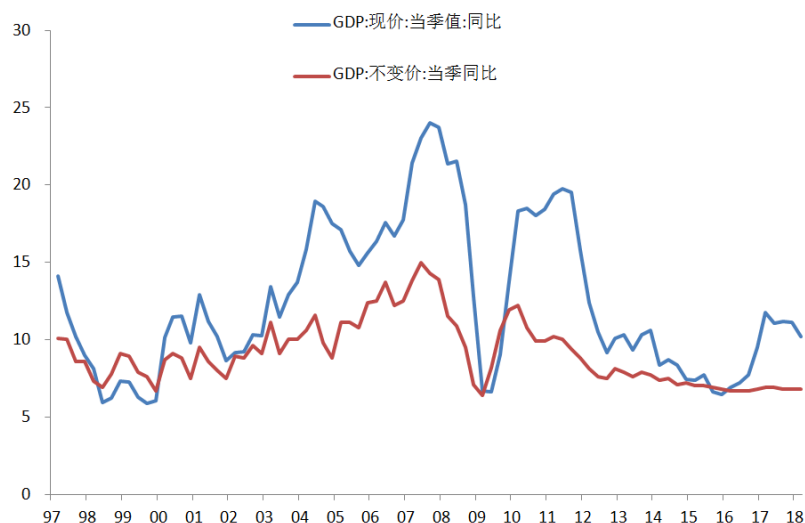


图 1：2018 年名义和实际 GDP 增速双双回落

数据来源：wind 资讯

（2）工业生产降温，复工力度偏弱

²撰写人：IMI 研究员熊园，IMI 助理研究员蒋超

1-3 月，规模以上工业增加值增速由 1-2 月的 7.2% 落至 6% 了，基本符合预期，因为今年一季度各项中微观数据的确是走弱的，体现在：1 季度 PMI 制造业的生产、新订单和新出口订单指数以及非制造业的新订单指数，均为一年半来最低；1 季度电耗煤增速月均增速（8.6%）显著低于去年同期（19.8%）和去年全年（13.9%），3 月发电耗煤增速更是首度转负（此前连续 21 个月正增）。

（3）地产投资超预期，基建投资大降

1-3 月，固定资产投资增速由前两月的 7.9% 回落至 7.5%。分结构看，房地产投资继续超预期，基建投资和制造业投资继续下滑。其中：地产投资增速由 10.4%，对应 3 月单月增长 10.9%，创三年来最高，可谓大超预期，主因是土地购置高增（1 季度，地产投资分项中土地购置费累计同比接近 50%，去年则不到 25%）。往后看，今年前三个月土地购置面积仅仅增长了 0.5%，大幅低于去年全年的 16%，预计后续全年地产投资增速将呈现为前高后低。基建投资方面，1-3 月基建累计增速为 13%，较 1-2 月相比回落了 3.1 个百分点，当月同比增速更是降为 6%，下滑幅度还是挺明显。往后看，财政端的 PPP 有可能放松和地方政府专项债规模有可能扩大，预计基建投资二季度延续弱势，下半年有望企稳。

（4）消费小幅反弹，地产链相关回升

3 月社零消费同比增长 10.1%，较 1-2 月升 0.4 个百分点，背后主要是地产链相关的消费有所回升，其中，家具类累计同比由 1-2 月的 8.5% 上升至 9.3%，建筑装潢消费由 6.8% 上升至 8%。往后看，尽管今年仍是调控大年，但由于去年基数较低加之去年三四线去了一大批库存（意味装修的需求会起来），今年地产链相关的消费有望企稳，对今年的消费构成支撑。

（5）出口大幅回落，贸易逆差首度为负

2018 年 3 月，以美元计，我国出口同比增速 -2.7%（由正转负，前值 44.5%），大幅下降系季节性因素主导，无需过度担忧。历史看，春节后出口往往大跌（开工率低，员工涨薪等），春节错位放大出口波动。综合一季度看仍有 14.4% 的高增速，出口不弱。3 月我国进口金额同比 14.4%（前值 6.3%），进口回升主要是机电产品带动，其中数控机床（同比 64.3%）、集成电路（同比 43.3%）等关键零部件进口增长较快。由于进口高增、出口回落，3 月贸易差额录得 -49.83 亿美元（13 个月来首次为负）。往后看，在中美贸易摩擦的冲击下，全球贸易将受到压制，我国贸易也就承受较大压力。值得注意的是，贸易战可能会在短期内引起进出口“抢跑”的现象。

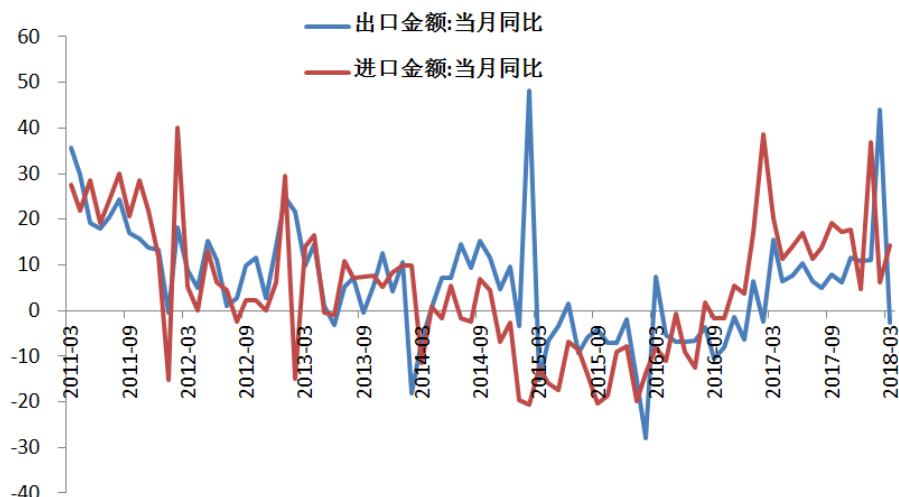


图 2：3 月我国出口大降

数据来源：wind 资讯

2. 通胀：CPI 温和抬升，PPI 持续下行

(1) 猪价拖累 CPI，通胀压力未现

3 月，我国 CPI 同比增长 2.1%，较前值 2.9% 回落，主因是“春节效应”消退，导致食品价格大幅下跌（环比-4.2%，前值 4.4%），除去季节因素，猪肉价格跌幅最大（同比-12%），拉低 CPI 同比约 0.32 个百分点，系产能扩张加上集中出栏（禁养区拆迁、养户压栏惜售）所致。一季度总体看，1-3 月累计同比 2.1%，通胀压力未现。往后看，猪价仍处下行阶段，“供大于求”的形势未变，需求也并未实质性复苏，上半年通胀中枢预计在 2%-2.2%，全年通胀无忧。

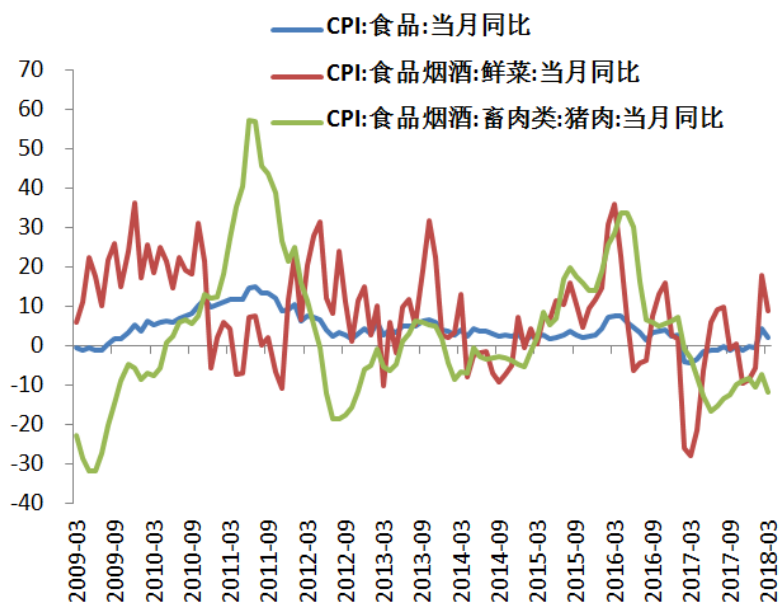


图 3：食品价格拖累 CPI

数据来源: wind

(2) PPI: 低谷已至, 二季度有望反弹

3月, 我国PPI同比增速继续回落0.6个百分点至3.1%, 创17个月以来新低, 主因原材料价格走低, 铁矿石供大于求(1-2月我国进口铁矿石同比新增950万吨, 同期生铁产量则减少195万吨), 美国石油钻井平台数量走高打压油价, 中美贸易战影响有色价格(LME铜价半月跌幅达5.9%), 再加上市场需求释放明显不及预期, 黑色、有色、石油相关行业价格继续下行, 黑色金属采选业同比增速19个月来首次为负。一季度整体看, 1-3月累计同比3.7%, 延续下行态势。往后看, PPI低谷已至, 未来将止跌反弹, 预计4月PPI回升至3.5%左右。再往后看, 供给侧改革和环保政策继续推进, 加上国际油价上行和PPI基数走低, 预计全年PPI高点将在6月或7月出现(4.5%左右), 全年PPI中枢在3-3.5%。

3. 金融: 信贷社融收缩, 关注M1与M2剪刀差为负

(1) 监管强压表外, 信贷社融双降

3月信贷、社融均不及预期, 延续了金融紧约束的大趋势, 尤其是强监管压制表外融资。在“强监管、防风险、去杠杆”的主基调下, 去年4月份以来我国的金融环境就表现为表外受压制, 表外回表内。今年3月, 以“委托+信托+未贴现银行承兑汇票”合计的表外融资大降至-2525亿(连续第三个月下滑), 显著低于去年同期(7542亿)和2017年月均(2836亿); 今年1季度-1335亿, 也明显不及去年同期(2.05万亿)。

(2) M1-M2剪刀差连续为负, 流动性压力加大

3月M1同比7.1%, 较1月和2月分别回落7.9个和1.4个百分点, 也大幅低于去年同期(18.8%)和去年月均(15.5%); 3月M2同比较前值回落0.6个百分点至8.2%, 仅略高于1986年数据公布以来的最低值(去年12月的8.1%)。成因看, 一方面, 3月份财政存款-4802亿元, 大幅高于季节性水平(去年同期为-7830亿); 另一方面, 非金融企业存款新增1.17万亿, 同比少增1243亿, 应与严控房贷和表外受压有关。

值得注意的是, 3月M1-M2的剪刀差为-1.1%, 继2月(-0.3%)连续第二个月为负, 此前连续28个月均为正。简单统计发现, 自1996年以来, M1-M2的剪刀差一旦为负就会持续数月; 而在为负的7个时间段中, 最长57个月(2011年1月-2015年9月), 最短10个月(2003年4月-2004年1月), 平均24个月。根据经验规律, 接下来几个月M1-M2“剪刀差”或大概率为负, 预示通胀将继续走弱、经济趋于下行、房地产销售延续下滑。

表 1:1996 年以来, M1-M2 “剪刀差” 为负的情形统计

时间段	持续月份	M1-M2的剪刀差均值
1996年1月-1997年5月	17个月	-9.0%
1997年10月-1999年9月	24个月	-3.0%
2001年7月-2002年9月 (期间有3个月为正)	15个月	-1.3%
2003年4月-2004年1月	10个月	-1.5%
2004年7月-2006年10月 (期间有1个月为正)	28个月	-3.5%
2008年5月-2009年8月	16个月	-5.7%
2011年1月-2015年9月	57个月	-6.0%
2018年2月-2018年3月	2个月或更长?	-0.7%

数据来源: wind 资讯

(三) 商业银行³

1. 金融业全面开放

4月11日, 中国人民银行行长易纲在博鳌亚洲论坛 2018 年年会宣布了进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表, 大部分开放措施将在今年 6 月 30 日之前落实。

扩大金融开放包括六大具体措施。一是取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制, 对内外资一视同仁。二是放宽证券、基金、期货、人身险公司的外资持股比例的上限到 51%, 三年以后不再设限。三是不再要求合资证券公司至少有一家证券的境内股东。四是进一步完善内地和香港两地股市的互联互通机制, 沪股通和深股通每日额度由 130 亿元调整为 520 亿元人民币, 港股通每日额度从 105 亿元调整为 420 亿元人民币。五是允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务。六是放开外资保险经纪公司的经营范围。这些开放政策充分体现了我国的金融自信, 有利于中国金融市场的改革与发展, 有助于增强内资金融机构的国际竞争力。

有部分观点认为, 扩大金融对外开放将增加我国金融体系的风险和不稳定性, 外资进入会使爆发金融危机的可能性加大。但是从以往实施的对外开放政策的效果来看, 外资进入中国能做的业务并不是太多, 在传统金融业务上难以与长期稳定发展的内资企业抗衡。在目前我国金融监管趋紧的环境下, 未来扩大对外开放预计对银行业带来的冲击不会太大。

³撰写人: IMI 研究员王剑

从内地经验来看,自中国加入 WTO 后,外资银行进入内地发展,但发展进程缓慢。近十年我国银行业金融机构总资产规模迅速扩张,但外资银行总资产增长不多,且总资产占比从 2007 年底的 2.36%持续下降到 2016 年底的 1.26%。外资银行的资产利润率也始终大幅低于行业平均水平。也就是说,在 21 世纪中国银行业迅速发展的黄金时段,在华外资银行可能由于在中国开设的网点较少,难以深入三四线城市,表现始终乏善可陈。但不可否认的是,外资银行的部分管理方法和经验为中资银行注入了新的活力。引入外资的竞争机制,有效促进了我国金融业稳健发展,提高了银行业的国际化程度。

从台湾地区来看,台湾自上世纪 50 年代起就采取了分步骤、逐步引进外资银行的政策,金融外开放比内地提前几十年。外资银行在台发展表现出以下特征:机构数量虽多但市场份额小,机构集中设立在较大城市,在小地方深入程度不够,但资产负债管理能力和经营能力较强,体现出一定的竞争力。外资银行进驻台湾经营发展的同时,也把先进的金融管理理念带入了台湾银行市场。

从欧美经验来看,上世纪 80 年代欧美国家大规模开展跨国活动,进入 21 世纪国际化水平趋稳,近年受到全球经济低迷的影响,国际化战略大多有所调整或收敛。总的来看,各国银行国际化战略均趋于保守,主要目的是服务本国企业海外发展。

因此,扩大对外开放并不会对经济体现有发展格局产生较大冲击,开放带来的对国际经贸往来的促进作用将大于外资注入的负面冲击。随着中国金融业进一步扩大对外开放、金融市场开放程度加大,我国金融监管和从业机构都需要做好充分准备,迎接机遇与挑战:一要坚持强化银行监管,防范化解系统性金融风险,金融开放程度要与金融监管能力相匹配。二应遵循准入前国民待遇和负面清单原则,明确外资禁止经营的领域,最大可能释放外资经营的积极性,大力提高我国金融市场化 and 竞争程度。三是中资银行应该积极迎接挑战,主动借鉴外资企业先进的管理经验,加强金融创新能力,提高风险管理水平,在激烈竞争中实现共同进步与发展。

2. 2018 年 3 月货币金融数据分析

(1) 基础货币

2018 年 3 月末,基础货币余额为 32.14 万亿元,全月增加 3061 亿元。其中,政府存款下降 5649 亿元,相应形成 5649 亿元的基础货币投放。而央行货币政策工具则回笼了基础货币,共回笼约 3253 亿元。外加约 700 亿元的其他因素,因此,基础货币变化额约 3061 亿

元。

基础货币内部结构也因季节性因素而变化。基础货币包括货币发行（包括居民手持现金 M0 和银行库存现金）、银行存放央行（含法定和超额存款准备金）、非金机构存放央行（即支付公司集中存管的客户备付金）三大类。春节过后，居民开始把大量手持现金存回银行，M0 下降 8732 亿元，银行把这些存回来的现金，外加部分自己的库存现金，都存至央行，使央行货币发行下降了 1.2 万亿元，而银行存放央行、非金机构存放央行两个科目增加了 1.5 万亿元，因此整个基础货币净增约 3061 亿元。

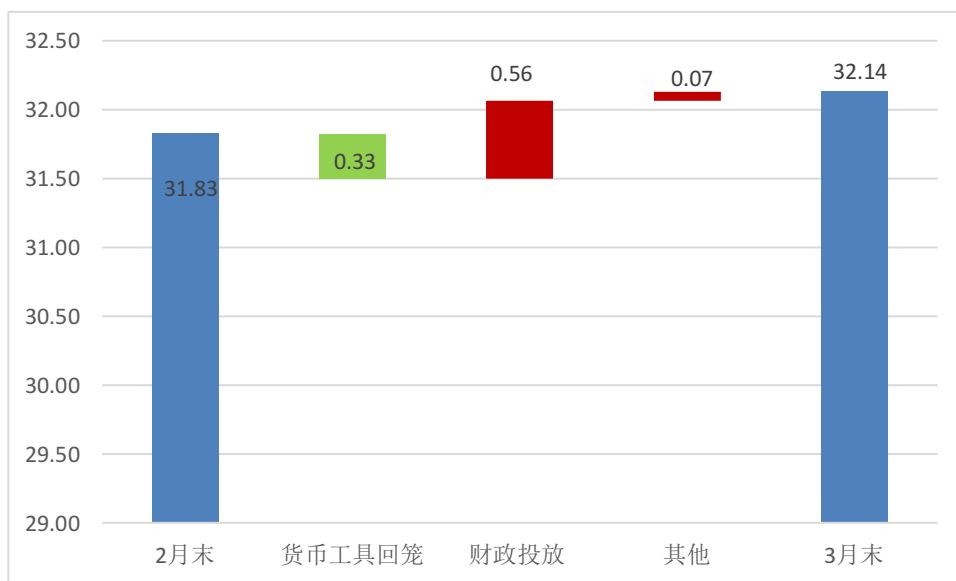


图 1：2018 年 2 月 M0 增量分解

资料来源：Wind

现金季节性回存可能是 3 月银行间流动性宽松的原因之一。但一般来说，央行对此是有预案的，也在适度回笼流动性。因此，要么是央行为配合近期贸易摩擦、监管新政等不确定性，给予适当宽松，要么就是还有其他因素。

（2）广义货币

广义货币方面，为继续沿用原来的 M2 分解方法，我们继续使用旧口径 M2，即不包括货币市场基金的 M2。

2018 年 3 月末，M2 余额 172.45 万亿元，环比增 9077 亿元。从 M2 来源来看，信贷派生贡献了 11400 亿元，财政投放了约 7943 亿元 M2。此外，其他（非银、非标等）大幅下降 1.2 万亿元。

表 1：3 月 M2 增量的结构

余额增量结构（亿元）		来源结构	
M0	-8,732	外占	-91

单位活期	15,236	债券	1,935
单位定期	2,074	贷款	11,400
个人	5,487	财政	7,943
非银	-4,989	其他（非银、非标等）	-12,110
全月	9,077	全月	9,077

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

上述数据中，左侧，春节之后 M0 大幅下降，存回银行，因此使单位和个人存款增加。同时，非银存款下降这一季节性现象仍然存在，即部分理财产品安排在 3 月末到期，刚好使部分非银存款回流为一般存款，以改善银行的季末一般存款表现。

值得关注的仍然是其他（非银、非标等）继续大幅下降 1.2 万亿元。说明银行表内投放非标、委外等业务还有收缩。这一数据在信贷收支表中也有体现，存款类金融银行的“股权及其他投资”科目 3 月下降 8721 亿元。非标、委外等业务在银行报表上体现为 SPV 投资，在去除通道、回归本源等监管要求下，这些业务今年以来大幅收缩，使金融市场的杠杆水平有所下降，这可能也是导致 3 月银行间利率快速回落的原因之一。我们仍将紧密观察后续的去杠杆进度。

（四）资本市场⁴

1. 股市

●定向降准不改信用略紧的基调，但最紧或已在一季度

本周央行定向降准并非受制于经济数据下行，结合前期 4 月 16 日调升逆回购利率 5 个 BP，当前政策呈现出“货币中性、紧信用边际缓和”的组合，但信用略紧基调不变。今年“温和通胀去杠杆”背景下紧信用有限。参考去年金融去杠杆时货币最紧时段 4-5 月，此时央行释放不希望中期信用过于紧缩的信号，信用最紧的阶段或已在一季度过去。

●地产政策无需过度悲观

2008 年 2 月房地产销售面积同比增速转负，2008 年 6 月出现调控松绑迹象；2011 年 10 月房价环比转负，2011 年 12 月央行宣布降准；2014 年 2 月房地产销售面积同比转负，2014 年 3 月出现调控松绑。当前“房住不炒”基调下，地产调控政策较以往更为坚决，但监管有序下也无需过于悲观。且低库存对于房地产投资的支撑力度仍将持续。

●中美利差制约货币持续宽松

⁴撰写人：IMI 研究员芦哲

当前中美利差下美国加息预期将对国内利率形成掣肘、结合油价上涨带来的输入型通胀压力，央行将回归中性的货币政策。二季度“货币回归中性、信用边际缓和”的组合仍将延续。近期港元汇率走弱不同于 97 年受基本面拖累，而是港元钉住美元的联系汇率机制下两者利差走阔导致的借港元买美元套利交易行为。当前美元处于加息通道中，汇率承受贬值压力难以持续进行货币宽松。

● 货币状态边际变化的信号已经出现

超长利率开始快速下行，但短端利率拐头向上时，意味着利率已达阶段底部。当前 30 年期国债收益率虽仍处快速下行通道中，但 SHIBOR 7 天重现上行之势，或可认为货币状态的边际变化信号已经出现。

● 慢牛中的震荡期，折返跑，再均衡

我们维持 A 股处于慢牛中的震荡期判断，对绝对收益投资者，仍需要适度控制仓位观察更明确的信用缓和（社融改善）与中美贸易摩擦演进；对于相对收益投资者，“折返跑，再均衡”更清晰，继续建议优先配置调整充分的大周期（银行/地产/煤炭/券商等），战略配置具备产能扩张潜力的中游制造（医药化工/材料包装/机械设备）以及大众消费（商贸零售/食品加工/医药），成长挖掘 α 景气度与估值匹配（中药/传媒）。主题建议重点关注国产替代产业路径，包括集成电路、医疗器械、创新药、军工（北斗、大飞机）等）。

2. 债市

周二央行在公开市场实施小额净投放，资金面小幅趋紧，债市情绪继续回暖。周二，央行在公开市场上进行 300 亿元的小额净投放操作，但银行间市场资金面仍然趋紧，R007 大幅上行 135.04BP 至 6.1569%。债市情绪较昨日小幅回暖。期债方面，5 年期、10 年期债主力合约分别收涨 0.12% 和 0.11%。现券方面，中债 10Y 国开债收益率下行 5.01bp 至 4.3509%，10Y 国债收益率下行 1.64bp 至 3.5855%。

对于近期资金面的收紧，我们认为整体不必过于担忧，短期因素为主，在政策整体边际松的情况下，资金面没有大的问题，关注明日降准执行后的资金面情况。近期资金面收紧一方面是税期因素扰动，另一方面也与债市情绪好转后，机构集中加杠杆有关系。本次降准首先将直接降低银行流动性成本，其次稳定提供长期流动性，第三货币乘数扩大提升后期基础货币投放对商业银行资产增速的支持能力，有助于提升银行支持实体经济的能力、配合表外融资需求回表。我们认为，18 年可能出现的情形是资金面的止升企稳，实体经济融资上半

年还是压力比较大，接下来关注对融资平台、房地产等融资的限制，维持下半年实体融资状况边际改善的判断不变。

近日 10 年期美国国债收益率大幅上行引发市场对于中美利差迅速收窄的担忧，但我们认为中美利差不是影响国内债市的核心因素，同时在当前背景下海外债市长端利率继续大幅上行的空间已经较为有限。自 4 月中旬以来的这一轮美债利率大幅上行过程，更多与近期油价急剧攀升带来的通胀预期提振有关，这一因素与今年 1-2 月的海外长端收益率普遍上行有所不同（彼时主要由欧央行等货币政策边际紧缩预期高涨推升实际利率水平所致）。但从油价的角度看，在美国页岩油产量持续迅速增长的背景下，沙特、俄罗斯为保证全球能源供给市场的份额，竞争策略可能产生变化，中期油价仍将逐步回落，从而令中期通胀预期有所缓解。而从货币政策的角度看，由于年初以来欧央行、英格兰银行货币政策边际紧缩预期已快速形成，美联储全年紧缩步伐也难超预期，当前的市场预期中已经很大程度上包含了海外经济体年内通胀水平有所回升的判断，后续通胀超预期上行、货币政策超预期紧缩的概率已非常低。因此，我们预计当前背景下美债、德债等海外主要发达经济体长端国债收益率不会进一步大幅上行。继续关注后期中美贸易战进展，若贸易战实际执行，或将成为推升美债收益率的最大的不确定性因素，但预计后期中美进入贸易谈判的可能性更大。海外债市方面，关注周四公布的欧央行 4 月利率决议对货币政策和经济前景的表述。

对于国内债市，我们维持全年债券收益率两头高中间低的判断不变，下半年关注四季度制造业投资回升以及政策边际放松带动的经济小反弹，但债券收益率高点不会创新高。维持对全年国债收益率波动区间 3.4%-4% 的判断不变，继续看多 2 季度。

二、宏观经济专题：中美潜在贸易战的利害得失⁵

中美经贸关系近期以来可谓“一波未平一波又起”，贸易战的“乌云”密布。3月2日，美国宣布对进口的所有钢铁和铝产品分别开征25%和10%的全球性关税，引发了几乎全球的关注和抗议反对。作为反制措施，4月2日国务院关税税则委员会决定对美国7类商品进行增加关税进口，对水果及其制品120项产品加征关税15%，对猪肉等产品加征25%的关税，而且明确指出这项措施是针对美国的232调查。4月3日，美国贸易办公室依据知识产权的301调查结果，公布了拟加征关税的中国商品建议清单，涉及每年从中国进口的价值约500亿美元的商品，主要涉及信息和通信技术、航空航天、机器人、医药、机械等领域。4月4日，国务院关税税则委员会发布反制措施，对原产于美国的大豆、汽车和化工产品等14类106项商品加征25%的关税，涉及中国自美国的500亿美元进口。4月6日，特朗普指示贸易代表办公室，研究在301条款下，追加针对中国商品1000亿美元的进口，制定商品清单。对此，中国商务部、外交部等强硬表态，中方将奉陪到底，不惜付出任何代价，必定予以坚决回击。

“欲加之罪，何患无辞”，美国政府的保护主义证据确凿，“逆全球化”行为毫无掩饰，特朗普总统甚至在个人推特上一厢情愿的声称美国将“轻而易举的赢得贸易战”。如果中美贸易战真的全面爆发，美国真的能够赢得这场不计后果的无理贸易博弈吗？以下我们用事实说话，量化模拟中美贸易战的各种可能情形以及带来的影响。

我们构建一个包含29个国家或地区的内生性贸易不平衡全球一般均衡模型系统，使用“内部货币”的结构来内生贸易不平衡，同时引入贸易成本并分解为关税壁垒和非关税壁垒。“内部货币”的内生性贸易不平衡结构在模拟实践上的表现非常稳定；贸易成本的结构有利于同时评估关税贸易战和非关税贸易战的经济影响。对贸易战的经济影响模拟上，同时考虑美国单方面和相互关税贸易战的效应，以及同时关税和非关税的混合贸易战的效应。

第一种情形：美国单方面对从中国进口全面征收关税。

数值模型的模拟结果发现，对中国而言，福利、GDP和制造业产值、制造业就业、出口和进口都将有所受损；并且随着美国进口关税率的提高，负面冲击递增。但实际上，中国作为全球第二大经济体和第一大货物贸易国，近年来贸易地理方向不断向多元发展，美国发起的贸易保护主义措施虽然会在一定程度上损伤中国，但负面的冲击是完全可以承受的，并不

⁵撰写人：中国社科院世界经济与政治研究所副研究员李春顶

会给中国经济带来实质性的损害，美国的贸易战“大棒”恐怕难以对中国构成有效威胁。

表 1：美国对从中国进口单方面关税保护对两国的影响（单位：%变化）

国家	福利	GDP	制造业产 值	制造业就 业	贸易	出口	进口
<u>美国单方面征收 15%进口关税</u>							
中国	-0.179	-0.724	-1.750	-1.034	-2.082	-3.394	-0.496
美国	0.139	0.125	0.051	-0.074	-2.125	-0.217	-3.480
<u>美国单方面征收 30%进口关税</u>							
中国	-0.312	-1.260	-3.047	-1.810	-3.626	-5.909	-0.867
美国	0.184	0.241	0.096	-0.144	-3.689	-0.397	-6.027
<u>美国单方面征收 45%进口关税</u>							
中国	-0.414	-1.667	-4.033	-2.407	-4.803	-7.824	-1.152
美国	0.175	0.346	0.136	-0.210	-4.871	-0.546	-7.941

数据来源：中国社科院世界经济与政治研究所贸易政策模拟团队。

对美国而言，受益主要表现在福利提高、制造业产值以及 GDP 的增加；美国的制造业就业、出口和进口实际上都会受损。特朗普政府提出发起贸易战的初衷主要是增加就业，但模拟的结果发现，美国制造业份额的下降是美国经济的比较优势及结构决定的，并不是中国的出口造成了美国的失业。整体上，美国可以从单方面对中国发起的贸易战上获利，但收益非常有限，同时需要牺牲国内就业和贸易。

具体以美国单方面对中国所有货物进口征收 30%关税为例。中国的福利将减少 0.312%，GDP 下降 1.26%，制造业产值下降 3.047%，制造业就业减少 1.81%，出口减少 5.909%，而进口下降 0.867%。对美国的影响上，福利可以提高 0.184%，GDP 增加 0.241%，制造业产值增加 0.096%，但制造业就业将减少 0.144%，出口下降 0.397%，而进口减少 6.027%。

第二种情形：中国报复，中美相互进口关税贸易战。

模拟的结果发现，美国对中国单方面征收进口关税的情况下，贸易报复能够有效的减少中国的损失，并且对美国的贸易战“大棒”构成威胁。对中国的经济效应方面，中国的福利、GDP、制造业产值和就业，进出口贸易仍然会受损，但损害程度有所下降，并且这些损害相对于中国的经济规模来说，完成是可以承受的。所以美国的贸易战威胁并非“洪水猛兽”，可以说中国无需过度担忧。

对美国的经济影响方面，福利和 GDP 仍然会有所受益，但在中国的贸易报复下获益减少。同时，美国的制造业产值和就业、进出口贸易都会受损，并且随着相互贸易战激烈程度的深化而增加。可以说，美国需要牺牲制造业的产出和就业以及贸易来换取微不足道的社会福利提高和 GDP 增加。特朗普政府希望借助贸易战振兴制造业和拯救就业的企图只是一厢

情愿。

具体以中美相互 30%进口关税贸易战为例。中国的福利会下降 0.31%，GDP 减少 1.152%，制造业产值和就业分别下降 2.992%和 1.861%，而进出口贸易分别减少 6.036%和 2.673%。美国方面，福利和 GDP 将分别增长 0.152%和 0.037%，但制造业产值和就业将分别减少 0.92%和 0.957%，出口和进口分别下降 2.75%和 6.189%。

表 2：中美相互进口关税贸易战对两国的影响（单位：%变化）

国家	福利	GDP	制造业产值	制造业就业	贸易	出口	进口
<u>相互征收 15%进口关税</u>							
中国	-0.163	-0.667	-1.721	-1.062	-2.601	-3.467	-1.554
美国	0.120	0.007	-0.538	-0.545	-2.749	-1.583	-3.577
<u>相互征收 30%进口关税</u>							
中国	-0.310	-1.152	-2.992	-1.861	-4.514	-6.036	-2.673
美国	0.152	0.037	-0.920	-0.957	-4.761	-2.750	-6.189
<u>相互征收 45%进口关税</u>							
中国	-0.441	-1.514	-3.955	-2.479	-5.960	-7.993	-3.502
美国	0.132	0.079	-1.200	-1.278	-6.276	-3.638	-8.149

数据来源：中国社科院世界经济与政治研究所贸易政策模拟团队。

第三种情形：中美相互关税和非关税混合贸易战。

美国针对中国的 301 调查涉及知识产权等非关税壁垒，同时当前贸易战一旦爆发，不可能仅仅局限于关税层面，制度和规则等非关税壁垒的较量不可避免。进而，需要进一步考虑关税和非关税的混合贸易战影响。

对中国的影响方面，关税和非关税混合相互贸易战与单纯关税贸易战相比，会增加中国的损害，但冲击仍然是可控以及可以承受的，不会形成足以让中国做出较大妥协和让步的威胁。对美国的影响上，关税和非关税混合贸易战也进一步增加对美国的损害，美国的福利、制造业产值和就业以及进出口贸易都将受损，仅有 GDP 能有所获益。可以说，美国挑起中美相互贸易战是损人又害己的非理性行为。

具体以中美同时设置 30%关税和非关税混合贸易战的情形为例，中国的福利将下降 0.917%，GDP 减少 1.577%，制造业产值和就业分别下降 4.622%和 3.093%，出口和进口贸易分别减少 9.541%和 4.104%。美国的福利将减少 0.684%，制造业产值和就业分别下降 1.412%和 1.906%，而出口和进口贸易将分别减少 4.502%和 9.508%，仅有 GDP 增加 0.503%。

表 3：中美同时关税和非关税混合贸易战对两国的影响（单位：%变化）

国家	福利	GDP	制造业产 值	制造业就 业	贸易	出口	进口
相互关税和非关税同时增加 15%							
中国	-0.563	-1.000	-2.934	-1.953	-4.513	-6.051	-2.654
美国	-0.387	0.301	-0.923	-1.221	-4.751	-2.872	-6.086
相互关税和非关税同时增加 30%							
中国	-0.917	-1.577	-4.622	-3.093	-7.080	-9.541	-4.104
美国	-0.684	0.503	-1.412	-1.906	-7.429	-4.502	-9.508
相互关税和非关税同时增加 45%							
中国	-1.158	-1.939	-5.680	-3.814	-8.674	-11.734	-4.975
美国	-0.917	0.647	-1.698	-2.330	-9.077	-5.520	-11.602

数据来源：中国社科院世界经济与政治研究所贸易政策模拟团队。

综合上述,特朗普认为可以“轻而易举的赢得贸易战”的想法被残酷的现实证明是一个“天方夜谭”,同时美国希望通过贸易保护和贸易战来振兴制造业和增加就业也是主观想象的“肥皂泡”。中美双方都无法成为贸易战的赢家,对立的结果是相互受损,合作才能实现共赢。一旦美国主动挑起贸易战,中国不会单方面承受,贸易报复是必然的选择,同时与美国打关税和非关税的混合贸易战。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	17-Sep	17-Oct	17-Nov	17-Dec	18-Jan	18-Feb	18-Mar
CPI	同比	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1
PPI	同比	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1
PMI	同比	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5
工业增加值	同比	6.6	6.2	6.1	6.2	-	7.2	6.8
工业企业利润总额	累计同比	22.8	23.3	21.9	21.0	-	16.1	11.6

⁶撰写人：IMI 副研究员李振新

固定资产投资 完成额	累计同 比	7.5	7.3	7.2	7.2	-	7.9	7.5
社会消费品零 售总额	同比	10.3	10	10.2	9.4	-	9.7	9.8
进出口金额	累计同 比	12.7	11.2	15.6	14.2	16.2	16.7	
M2	同比	9.2	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8	8.2
社会融资规模	当月值 (亿 元)	18199	10387	16195	11398	30603	11736	17993
金融机构新增 人民币贷款	当月值 (亿 元)	12700	6632	11200	5844	29000	8393	

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告（第 12 期）	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华 张劲帆 唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告（第 11 期）	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告（第 10 期）	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告（第 9 期）	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告（第 8 期）	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告（第 7 期）	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告（第 6 期）	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告（第 5 期）	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流 ---- 驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告（第 4 期）	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告（第 1 期）	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI
IMI Report No.1703	欧盟的未来：以改革促前行	赵雪情
IMI Report No.1702	扬帆起航——走向国际的中资保险公司	IMI
IMI Report No.1701	2017 年 2 月中国经济金融形势评论	张超、张家瑞、黄泽清、韦祎
IMI Report No.1619	多重举措促进资本市场开放，为人民币加入 SDR 献礼	曹彤、杨丰
IMI Report No.1618	——东盟人民币接受程度季度评价（2016 年 3 季度）	曹彤、杨丰



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn