

贸易战负面影响已现，下半年中国经济承压

邵宇

国家金融与发展实验室特聘高级研究员

市场出清，有两种途径，第一种是西方国家“自由落体”式的；另一种是中国式的，节奏由政府把控，底线是不发生系统性的金融风险。

二季度数据已经公布，2018 年上半年，实体经济运行惯性平稳，金融市场波澜壮阔。价格水平反应的内需仍然低迷，经常账户正在从长期的顺差向逆差转换，其对经济影响或将在未来进一步体现。金融领域，宽货币和紧信用，导致流动性充裕和短缺并存。今年以来，央行通过多种“降准”方法，向市场投放了万亿流动性，短期利率和高信用债利率不断下行，这说明流动性很充裕。但另一方面，P2P 集中暴雷、低信用等级债务融资利率上升，企业融资能力下降，又反映出流动性很紧张。这是因为，流动性是分层的，它并不是装在一个池子里，央行和监管机构通过各种措施，按下了“水阀”，导致高杠杆、产能过剩，以及风险较高的领域枯竭。这一点可以从社会融资规模增速及其内部结构的变化看出。M2 增速创历史新低，也能说明这个问题。广义流动性在不断收缩，M2 与社会融资规模增速还会进一步收敛。这是“去杠杆”，或者“稳杠杆”的必要举措。

综合来看，下半年中国经济面临的挑战会更加严峻。第一，对内，去杠杆的难度大。资管新规虽然将缓冲器延长到 2020 年底，但执行层面主要集中在今年，5 月和 6 月的债券违约以及 P2P 跑路事件，都是体现。但是，真正的雷区还没有涉及，那就是地方政府、城投平台和城商行；第二，对外，中美贸易战的负面影响已经逐步体现，今年 1 季度的经常账户已经出现逆差，这是 2001 年底中国加入 WTO 以来的首次。去年净出口对 GDP 增速拉动的 0.6 个百分点，才使得全年达到了 6.9 的增速。按照目前的情形，中美贸易摩擦仍在发酵，对贸易依赖度较高的企业和行业的影响已经逐步显现。周边有企业家说贸易战把美国的业务都打没了，“春江水暖鸭先知”，宏观数据有一定滞后性，贸易战对经济的影响，在下半年会体现的更加明显。

实体与金融交叉的房地产市场，分化仍在延续。从全国来看，上半年房地产开发投资 55531 亿元，同比名义增长 9.7%，说明开发商对未来仍有较乐观的预期。上半年，商品房销售面积 77143 万平方米，同比增长 3.3%，增速比 1-5 月份提高 0.4 个百分点。对比 6 月末商品房待售面积 55083 万平方米，同比下降-14.7%，比 5 月末减少 927 万平方米，说明房地产库存仍在持续下降，这也对价格上升提供了支持。就房价来说，二三线城市涨幅更为明显，一线城市的房价调控效果比较明显，深圳房价已经连续 21 个月下降，降幅为 1500 元/平米。

二三线城市房价延续了去年以来的走势，仍然受棚改的影响。但随着棚改暂停，其增长的动力也会边际上趋缓。一线城市的房价，主

流观点是存在泡沫。以上海为例，由于政策对新房设置了价格限制，与周边二手房出现价格倒挂，近期的迹象显示，二手房的价格在向一手房收敛。近期还出台了对企业购房的限制，所以政策上放松的可能性在短期内不太高。所以，短期内价格出现大涨的可能性也比较小。

房地产是最大的“刚兑”，但却不能像其他资产一样打破刚兑，所以现在掣肘了各项政策的实施，它相当于把宏观调控的“两只手”给捆起来了。

对内去杠杆，对外贸易战，两大灰犀牛，增强了投资者风险厌恶情绪。所以，即使在价值洼地，A股仍然在下行，指数从年初的3600一路下滑，已经跌破2700。美国对中国的每一轮贸易制裁，可能都会对指数形成冲击。所以，在杠杆和对外风险出清之前，指数出现趋势性反转的可能性不大。但这对风险防御型的投资品种却是利好，比如高信用等级的债券，如国债、3A级的公司债等。但我们认为，这仍然是存量资金的博弈，趋势能否延续仍然有较大的不确定性。美国加息的大背景下，中国利率的走势，很大程度上要看人民币汇率和资本管制的有效性。就像上个月人民币汇率快速贬值时期，国内利率是承受较大压力的。

出清之路，仍然是任重道远。