



月度经济概览



经济形势观察

- [人民币逆势升值是否持续?](#)



金融服务

- [永续债利好银行宽信用](#)



汽车

- [汽车经销商：降本、重组和转型](#)



能源

- [巨头将至](#)



生命科学与医疗 服务

- [靶点之战打响](#)

经济形势观察

人民币逆势升值可否持续?

自去年12月中美重启贸易谈判以来，人民币逐步走强，这得益于市场普遍认为，即使中美只是暂时休战，也能改善中国市场的低迷情绪，引发股市反弹，并提振人民币汇率；第二个可能原因是，最近市场对美联储加息的预期发生了巨大变化，今年1月美联储决定保持短期利率不变，这大大抑制了对美元的看涨情绪，从而缓解了人民币的贬值压力。

图：历次中美会谈与汇率走势



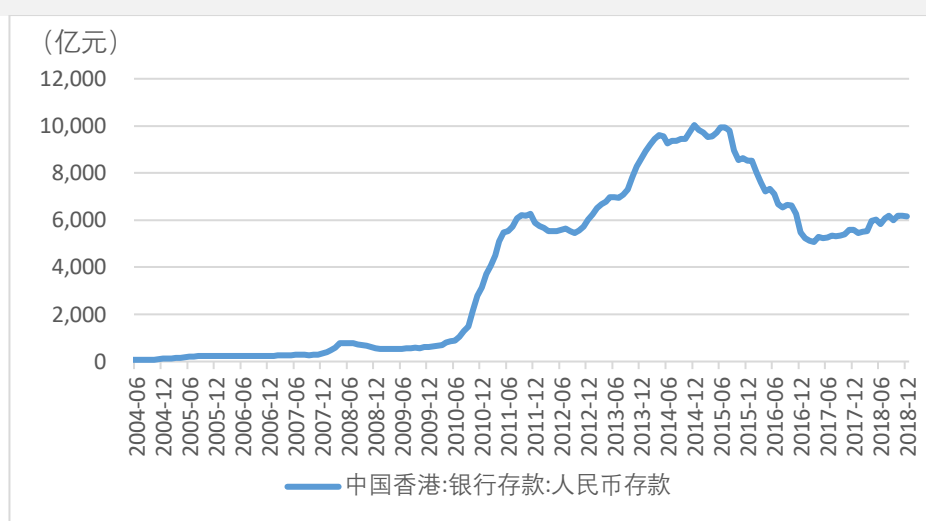
数据来源：Wind

此外，我们认为还有第三种可能性——人民币汇率更多受政治因素影响（例如中国政府曾在亚洲金融危机期间维持人民币汇率稳定）。目前，中国似乎将保持人民币汇率稳定作为一种善意的姿态，来推进贸易谈判。当前中国的情况虽不能与 1985 年与美签订《广场协议》的日本相提并论，但基本可以明确，中国至少将在未来几个月保持人民币稳定。

事实上，稳汇率的政策偏向可以追溯到 2018 年下半年，中国央行通过各种办法来实行“有管理”的浮动汇率制，“7.0”被视为美元兑人民币汇率的心理防线。但一个关键问题不容忽视——人民币走强的代价有多大，是否拖累了企业利润增长？我们始终认为，虽然中国无需大幅贬值汇率来增强出口竞争力，但人民币稍贬（相当于货币宽松）有利于当前国内货币环境，任何紧缩政策（无论是高利率还是强汇率）都会增加去杠杆的痛苦。

对于中美贸易关系的走势，最理想的结果是，中国通过实质性地开放国内市场（主要是服务业），并扩大进口美国农产品和能源产品，而美国放弃把 2000 亿美元商品清单的税率上调至 25%。不过，这一情景也意味着中国必须在持续的下行压力下，保持人民币汇率相对稳定。而最糟糕的结果是持续的中美僵局将严重影响股市情绪和民间投资，并使亟需的国内改革愈发困难，如放宽某些领域的合资企业限制，增加金融行业的外资股权。在这种情景下，人民币稍贬有利于促进出口，提高国内流动性。无论中美贸易谈判结果如何，中国央行都希望保持宽松的货币环境，今年或会两次下调存款准备金率。

图：香港人民币存款量显示人民币汇市情绪改善



数据来源: Wind

理论上来说, 中国可以使人民币适度贬值, 以消除进一步贬值的预期。可以通过观察香港银行体系中的人民币存款来一窥市场预期——如果其人民币存款保持稳定, 就表明市场没有强烈的人民币贬值预期。

然而, 在实践中, 这样操作有难度。维持稳定的汇率, 同时允许中美利差扩大, 将导致经济扭曲, 并增加资本管制的行政成本。德勤经济学家认为, 短期利率上升, 借贷成本增加, 将对长期习惯于低利率的美国企业和消费者造成压力。美联储最近的一份调查报告显示, 自上一次经济衰退以来, 美国银行已大幅收紧放贷标准。如果今年美国基准利率只上升 25 个基点, 人民币的下行压力将减轻。但是, 逾温和的美联储, 也代表着逾多全球经济同步放缓的可能性。如果贸易保护主义情绪开始在更多国家积聚势头, 就很难主张提振人民币汇率。

另一个影响 2019 年人民币走势的重要因素是去杠杆。由于去杠杆必然伴随着痛苦, 其最终必须通过经济增长、通货膨胀和债务重组共同来实现。历史经验表明, 稍高通胀将减少去杠杆的痛苦, 而稍高的通胀将需要更低的汇率。

综上所述, 中国若要在今年或更长一段时间内保持汇率稳定, 有许多政策工具, 但关键在于随之而来会有哪些代价。总体而言, 人民币稍显疲软能带来的经济效益比保持稳定更大。美国和其他贸易伙伴都希望敦促中国让人民币升值, 但强势的人民币将使货币环境收紧, 这与现在振兴民间投资的政策取向不符。如果中国政府允许人民币贬值 3-5% (低于 3% 将难有实质性作用), 是否会引发对亚洲其他经济体潜在传染效应的担忧呢? 应该说, 这种传染效应被夸大了。与 1997 年亚洲新兴市场遭遇资本急剧外流的严重冲击不同, 当前大多数经济体在国际收支和财政状况方面都变得更好了, 不会再发生像当年亚洲金融危机导致的日元大幅下跌的情况。

针对目前情况, 最佳对策是进一步开放中国庞大的国内市场, 使其他经济体也能从中国繁荣的消费市场中获益。如果中国政府能够在去杠杆和稳增长之间取得平衡, 那么人民币微贬 (只要不像 1994 年那样大幅贬值) 对地区经济影响不大。开放金融领域 (如证券、信用评级、保险和资产管理等) 将带来外国投资者对人民币资产的需求, 这些投资者更看重货币的可兑换性, 而非汇率稳定。去年, 我们曾预测 2019 年美元兑人

人民币汇率将达到 7.3，现在看来，除非中美贸易谈判严重停滞，否则人民币不会贬值到这个程度；但是，人民币贬值的大方向今年将保持不变，即今年人民币潜在的下行压力不太可能消失。

金融服务

永续债利好银行宽信用

2018 年 12 月 25 日，金融委办公室要求推动尽快启动永续债发行。一个月后，中国银行获准在银行间债券市场发行 400 亿元无固定期限资本债券（即永续债）补充一级资本，预计提升资本充足率 0.3 个百分点。这是中国银行业首单，较常见的优先股融资，永续债融资操作便利，对银行充实资本、进而提升信贷投放能力有积极影响，但不可忽视投资风险。

迈向 TLAC 合规之路

从银行经营来说，发永续债融资可获得流动性、夯实资本金，这主要用于满足三个方面需求：一是缓解表外资产回表、业务结构调整导致的资本压力；二是满足业务转型发展需求，如四大行理财子公司陆续筹备开业，其注册资本金约 100-160 亿；三是为支持稳增长，银行将加大信贷投放支持实体经济。

从外部监管来说，为满足国内国际监管要求，四大行已开始准备总损失吸收能力 TLAC (Total Loss-Absorbing Capacity, 即总损失吸收能力) 监管达标。在国内，2018 年底国内系统重要性金融机构资本充足率、一级资本充足率及核心一级资本充足率需达到 8.5%、9.5%和 11.5%，其他银行三项指标各低 1%；国际上，四大行作为金融稳定理事会 FSB 评定的系统重要性银行 G-SIBs，即“大而不倒”应满足 TLAC 要求，需要多样化的资本补充工具，永续债即为常用的一种。2019 年 1 月 1 日起，最低 TLAC 要求不低于集团风险加权资产的 16%，过渡期 6 年，2022 年不低于 18%，比资本充足率要求更严格。汇丰银行、巴克莱银行、德意志银行等均发行过永续债以满足监管要求。

优化银行资本结构

永续债落地拓宽了银行再融资渠道，有利于银行提升其他一级资本比例，优化资本结构并降低成本。对比国外银行，中国银行业再融资渠道比较单一。目前 29 家上市银行的一级资本几乎趋同于核心一级资本—主要为普通股，资本质量好但成本高；而其他一级资本比例很小（2018 年 3 季度末约 0.68%），这部分资本此前主要依靠发行优先股补充。相比优先股融资，永续债融资更加灵活：一是非上市银行也可发行；二是发行审批简便，多在银行间债券市场发行；三是银行可依据财务情况递延支付股息；四是兼具债务和股权特征，损失发生时可减记或转股。

表：四大行其他一级资本充足率不高

2018年三季度	核心一级资本充足率	其他一级资本充足率*
工商银行	12.48	0.46
农业银行	11.32	0.59
中国银行	11.14	0.85
建设银行	13.34	0.58

来源：银行财报（一级与核心一级资本充足率之差为其他一级资本充足率）

警惕投资风险

不同于欧美成熟金融市场，银行永续债在中国刚起步，作为新型股债混合工具，其交易风险和投资风险需引起关注。

一方面，央行背书支持提升其流动性，如新设央行票据互换工具 CBS 并将合格永续债纳入抵押品范围，同时保险等金融机构均可投资永续债，需警惕流动性泛滥和金融体系内关联交易风险。另一方面，银行永续债无固定期限、可多次递延付息、且不含利率跳升机制，其市场接受程度仍有待观察，投资者应警惕被低资质发行主体“套牢”。

总之，受政策红利支持，更多银行使用永续债补充一级资本（哈尔滨银行和民生银行等已公告发行计划），可减少二级市场再融资压力和对股市压力。预计银行永续债市场规模将呈现较快增长，不可忽视流动性泛滥，投资者应关注拥有评级较好以及资本充足水平较高的银行。

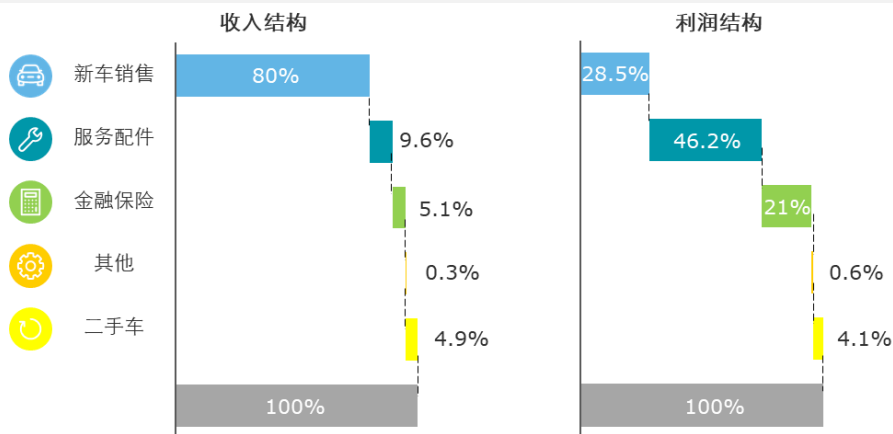
汽车

汽车经销商：降本、重组和转型

2019 年中国汽车经销商集团将迎来深度整合，一方面退网关停企业数量将增多，经营不善的弱势品牌可能出现退网高峰；另一方面经营能力和资金面雄厚的经销商，将主动或被动式地开展渠道变革。

盈利能力弱、资金链承压是经销商集体进入整合期的最主要原因。去年，经销商库存预警系数连续 12 个月位于警戒线之上。分指标中的“经营状况”和“从业人员”出现大幅下滑，表明多数经销商处于亏损经营，让利促销明显，而且从业人员对行业前景表示悲观。库存重压下超过全国 3 万余家经销商（不含二级经销网络）中超过三分之二出现亏损，三分之一盈利的经销商中，近 10% 的企业盈利取得同比增长^[1]。从影响范围看，此前销量表现较差的弱势自主和合资品牌受影响最为明显。

图：汽车经销商集团营收和利润结构*



注：2017年；数据来源：中国汽车流通协会

经销商加快整合的另一个原因在于面临不断恶化的内外部竞争环境。第一层压力来自于上游主机厂，低增长前景下，厂商亟需集中资源、缩减开支、提高运营效率。去年多家OEM主张合并销售渠道，对不同渠道的经销商提供统一的资源和资金支持；而且从最早的进口、国产渠道整合，到近期的乘用车、商用车并网，预计未来合并范围还将延伸至区域经销网络的整合。第二层压力源于新兴涌现的竞争对手及其背后的商业模式，尤其是直销模式的崛起。目前多数新造车企业均采用线上直销+线下体验店/交付店的模式来销售电动车。由于新造车企业处于成立初期，销售规模相对较小，直销模式能够帮助厂商迅速建立起品牌形象，确保统一的零售体验。随着传统渠道盈利能力的式微、消费偏好的持续变化，预期传统主机厂也将重新审视授权经销模式，增加直营渠道的占比。此外，新零售平台（商业本质为金融直租）在四五线及乡镇地区的快速渗透，也对4S店下的二网渠道形成一定冲击。

除此之外，经销商集团还面临外部经商环境的恶化。此前由于宏观去杠杆，使得经销商的资金成本高企，而高居不下的库存则进一步拖累其债务水平。今年年初起，经销商还将面临新的成本压力，即营销费用的上涨，此前汽车电商平台宣布单条销售线索费用涨价，此举遭遇全行业抵制。作为对应之策，部分主机厂已开始独立培训经销商建立自身的线上线索捕获能力，以抵御流量成本的上涨，并积极适应新的营销渠道变化。

[1]: 乐车邦《2018年中国汽车经销市场调研报告》

能源

巨头将至

国家天然气管道公司的成立将为天然气价格进一步市场化改革奠定基础并加快煤转气进程，但需要满足一个条件——管道完全向第三方天然气供应商开放。

管道巨头隐约可见

期待已久的国家管道公司有望在 2019 年上半年成立。据报道，国家管道公司的相关改革方案已通过国家能源局审议并上报国家发改委，预计 2019 年上半年正式对外颁布。

根据中石油预测，2019 年中国天然气需求同比增长 11.4% 达到 3080 亿立方米。鉴于中国天然气需求持续增长，连通、开放的管道将缓解基础设施瓶颈，并利于加速煤转气进程。

虽然组建新管道公司的官方计划尚未公布，但业界最常讨论的组建方式分三个阶段：

第 1 步：三巨头剥离管道资产并将其转移到新的管道公司，再按各自管道资产的估值厘定新公司的股权比例；

第 2 步：拟引入约 50% 社会资本，包括国家投资基金及民营资本，新资金将用于扩建管网；

第 3 步：新管道公司寻求 IPO。

开放管网

创建国家天然气管道公司可谓中国天然气市场的一次重大改革，因为它将向管道所有者以外的供应商开放天然气管网。管网向第三方开放可以帮助较小的天然气生产商购买管道网络上的可用容量。目前，中国的天然气管道主要由石油巨头运营，巨头们通过限制第三方进入管道，享受气价上涨带来的收入增长，从而帮助抵消其昂贵的液化天然气进口费用。

另一个问题是机制问题，如统一气体质量和计费测量单位。为了解决这个问题，国家发改委于 2018 年 8 月就《油气管网设施公平开放监管办法》公开征求意见，该《办法》建议参照国际标准，统一使用热值而不是立方米作为公平接入的计费方式。

做好准备

与西方天然气企业不同，中国大部分石油巨头尚未与下游天然气购买者签订照付不议销售合同以确保稳定的天然气需求。第三方气源的进入将增加其出售自产气体的难度。

中石油拥有中国约 75% 的管道资产，剥离管道资产将对其产生巨大影响。中石油近年来一直致力于整合天然气销售公司以优化资源利用。

中石化的管道分拆清除了其零售业务 IPO 的最后一道障碍，因为中石化首先需要将其原油和成品油管道资产注入到国家管道公司。就在 1 月 16 日，国务院批准了中石化零售业务在香港上市的计划。

第三方参与者可能在未来几年内租用长途管道和储气设施。这意味着当价格下降时，他们将能够从海外市场购买现货液化天然气，将货物运送到储存设施，并在冬季消费需求高峰时出售。

电信网络与运营商的分离以及随后的费用改革在中国互联网行业的蓬勃发展中起着关键作用。建立国家管道公司的举措表明，中国的管道天然气市场自由化正在逐步展开。

生命科学与医疗服务

靶点之战打响

从来没有哪个药物像 PD-1/PD-L1 抗体这样受到如此追捧。目前，全球范围内已有 6 个 PD-1/PD-L1 产品上市，其中 BMS 的“O 药”和默沙东的“K 药”已于 2018 年下半年在国内上市。

2018 年 12 月，君实生物和信达生物的 PD-1/PD-L1 单抗产品先后获得国家药品监督管理局的批准上市，恒瑞和百济神州的产品也进入了申报审评阶段。这标志着在该领域，国产产品正式开始与外企产品同场竞技，未来随着越来越多国内产品进入临床后期，该领域的竞争格局将日趋激烈。

图：中国 PD1/PD-L1 单抗药物全景（截至 2019 年 1 月）



来源：德勤研究

上市只是开始，适应症的覆盖才是真正战场

PD-1/PD-L1 作为广谱抗癌药，其特殊性在于能够实现“异病同治”，因此适应症非常广泛。截至 2018 年底，“O 药”和“K 药”在 FDA 分别获得了 17 个和 15 个适应症，而在中国仅分别各获批了 1 个适应症。同样的，君实和信达的产品也各只有 1 个适应症获批，其它适应症仍在临床试验阶段。

可以说，成功获取上市只是第一步，后续市场竞争的关键是适应症的增加，尤其是在肺癌、消化道癌症等市场规模较大的病种，先发优势会非常明显，因此未来企业应将研发重点投入在这些方面。另外，由于 PD-1/PD-L1 的协同性较强，尽早推进联合用药研究也是非常重要的。

产能问题是未来几年的主要挑战

由于生物药的生产工艺较为复杂、生产设施建设成本较高，而且优秀的生物药生产人员也相对稀缺。再加上病人需求又比较大，因此产能问题是未来几年 PD-1/PD-L1 企业的一大挑战，尤其是对于相对“年轻”的中国创新药企业来说。

为此，企业应提前做出产能规划，一些企业也的确提前意识到了产能问题的重要性。2018 年初，百济神州与勃林格殷格翰达成协议，将旗下未来的 PD-1 产品委托给勃林格殷格翰在上海的生产基地进行生产，同时在新建广州工厂。信达生物也与礼来合作生产，同时在苏州准备了 1.8 万升新增产能，预计将于 2019 年底到位。可以预见的是，这些产能能否顺利到位将成为决定未来市场份额竞争的重要因素。

随着市场逐渐成熟，价格战或将出现

从目前披露的价格来看，国产产品具有较大优势。“O 药”和“K 药”在赠药优惠后的年费用约在 15-20 万元，而君实的产品则不到 10 万元。虽然目前各产品之间由于适应症不同因此不直接竞争，不过未来随着适应症重叠越来越多，进入市场的企业和产品也越来越多，价格战可能一触即发。因此，跨国企业若想避免价格战带来的影响，因尽早规划医保准入策略，推进价格谈判。



联系我们

许思涛

德勤中国首席经济学家
德勤研究负责人 合伙人
+86 10 85125601
sxu@deloitte.com.cn

陈岚

德勤研究
总监
+86 21 61412778
lydchen@deloitte.com.cn

周菲

金融服务行业
+86 10 85125843
annizhou@deloitte.com.cn

吴燕子

汽车行业
+86 21 23166125
zwu@deloitte.com.cn

屈倩如

能源行业
+86 10 85207047
jqqu@deloitte.com.cn

刘科宇

生命科学与医疗服务行业
+86 21 61411312
keyliu@deloitte.com.cn



Deloitte (“德勤”)泛指一家或多家德勤有限公司(即根据英国法律组成的私人担保有限公司,以下称“德勤有限公司”),及其成员所网络和它们的关联机构。德勤有限公司与其每一家成员所均为具有独立法律地位的法律实体。德勤有限公司(又称“德勤全球”)并不向客户提供服务。请参阅[关于德勤](#)中有关德勤有限公司及其成员所更为详细的描述。

本通信只供内部传阅并只限于德勤有限公司、其成员所及它们的关联机构(统称为“德勤网络”)的人员使用。任何德勤网络内的机构均不对任何方因使用本通信而导致的任何损失承担责任。

