

# 旬度经济观察

## ——贸易摩擦对美国的制约明显上升

韦志超<sup>1</sup> 袁方(联系人)<sup>2</sup>

2019年9月1日

### 内容提要

贸易摩擦对中国资本市场的影响在边际递减，对美国乃至全球资本市场的影响在边际递增；贸易摩擦起始对贸易依存度较高的国家影响较大，但现在逐渐演变成对全球经济广谱性的威胁。

这将对美方下一步的政策形成制约。美方在关税方面进一步加码的幅度将减小。中美摩擦的重点可能从关税转向其他方面。

8月PMI略有下行，维持低位平稳。新出口订单指数回升，这是否意味着外需的好转还需要进一步的验证。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

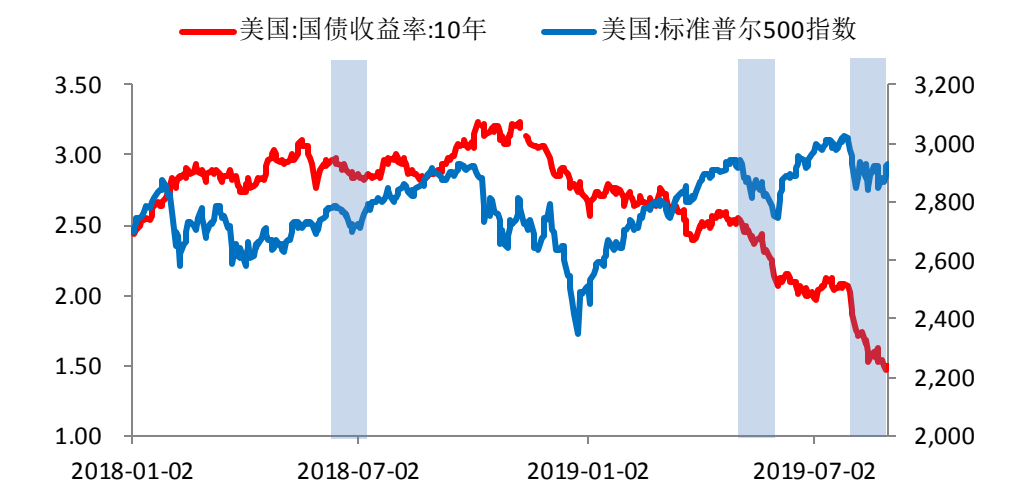
1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

## 一、贸易摩擦对美国的制约明显上升

8月的全球资本市场呈现了明显的“Risk Off”模式，避险资产大涨，美国10年期国债收益率大跌超过50个BP，逼近2016年的低点；金价则创出近年来新高。同时，股市、商品等风险资产大跌。这和中美贸易摩擦进一步升级有关。如何判断中美贸易摩擦的未来走势显得非常重要。

图1: %



数据来源：Wind，安信证券

注：阴影部分是三次贸易摩擦的时间（贸易摩擦开始后两周）

自2018年6月起，中美之间的贸易摩擦不断，对资本市场影响比较大的大约三次：2018年6月15日（特朗普宣布对美国从中国进口的500亿美元商品征收25%的关税）、2019年5月5日（特朗普宣布对美国从中国进口的2000亿美元商品征收关税的税率从10%提高至25%）以及2019年8月1日（特朗普宣布对美国从中国进口的3000亿美元商品征收10%的关税）。

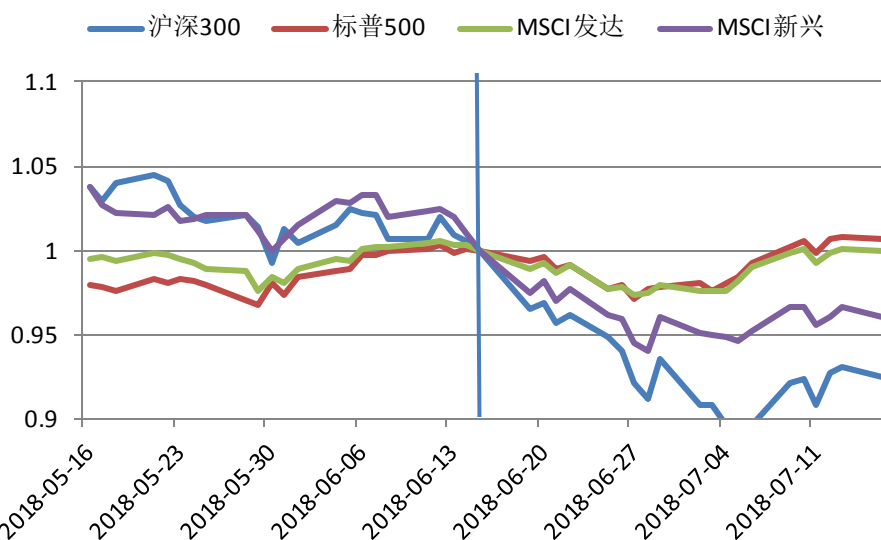
我们对这三次贸易摩擦对资本市场的影响进行了分析，得出以下结论：

- 1) 贸易摩擦对中国资本市场的影响在边际递减；
- 2) 贸易摩擦对美国乃至全球资本市场的影响在边际递增；

3) 贸易摩擦起始对贸易依存度较高的国家影响较大，但差异在减小，现在逐渐演变成对全球经济广谱性的威胁。

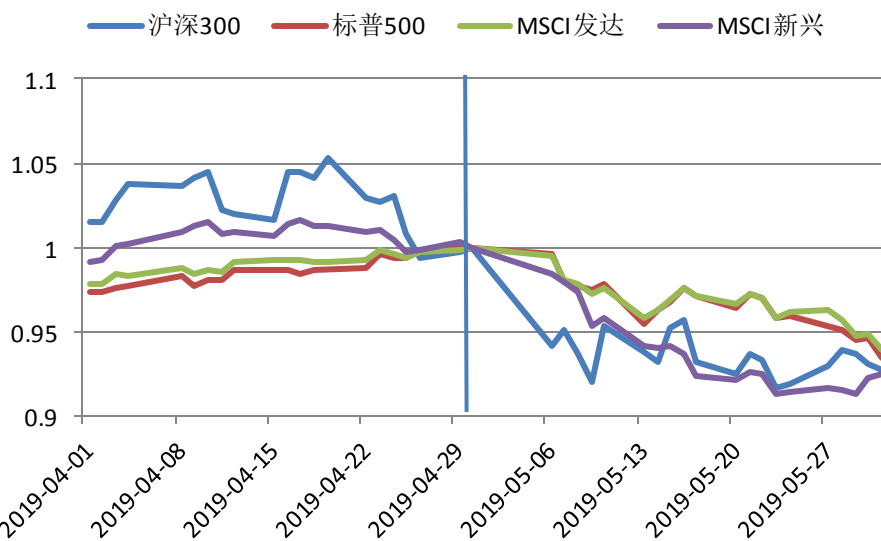
因此，我们认为，相比一年前，贸易摩擦的大环境发生了比较大的改变，贸易摩擦对美方的负面影响加大并逐渐显性化，这将对美方下一步的政策形成制约。就关税方面，我们认为，美方进一步加码的幅度将减小。中美摩擦的重点可能从关税转向其他方面。

图2:



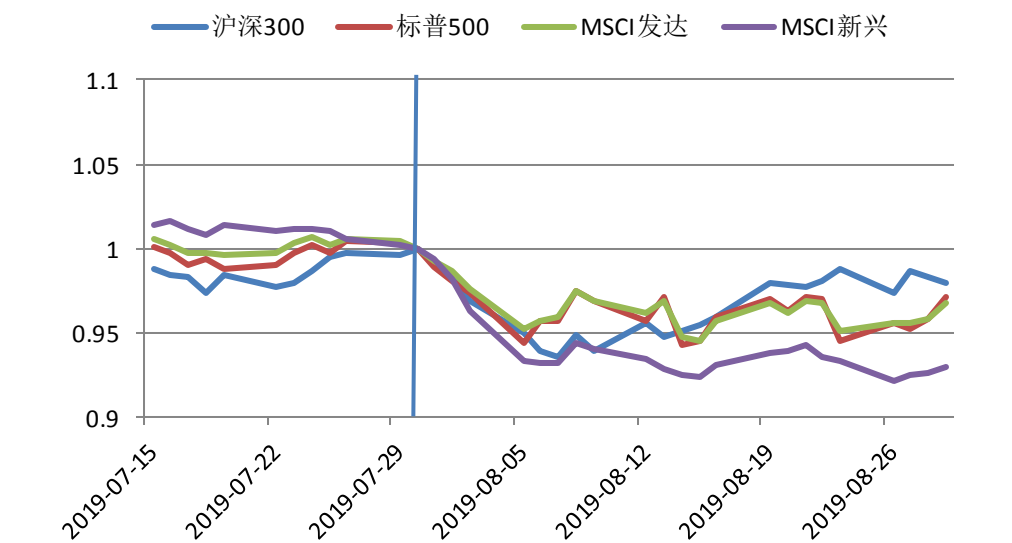
数据来源：Wind，安信证券

图3:



数据来源：Wind，安信证券

图4:



数据来源: Wind, 安信证券

注: 阴影部分是三次贸易摩擦的时间(贸易摩擦开始后两周)

首先, 我们总结了三次贸易摩擦下全球主要股市指数的变化。其表现概述如下:

2018年6月15日第一次贸易摩擦: 中国股市大跌, 最高跌幅达10%; 美国和发达市场股市只跌了3%左右, 并在随后反弹; 新兴市场股市跌幅介乎两者之间。

2019年5月5日第二次贸易摩擦: 中国股市大跌, 幅度小于第一次; 同时, 美国和发达经济股市的跌幅比第一次要大, 新兴市场股市跌幅已和中国股市接近;

2019年8月1日第三次贸易摩擦: 中国股市首次和全球股市同步下跌(之前都是中国率先大跌), 随后中国股市反弹的力度领先发达和新兴市场。

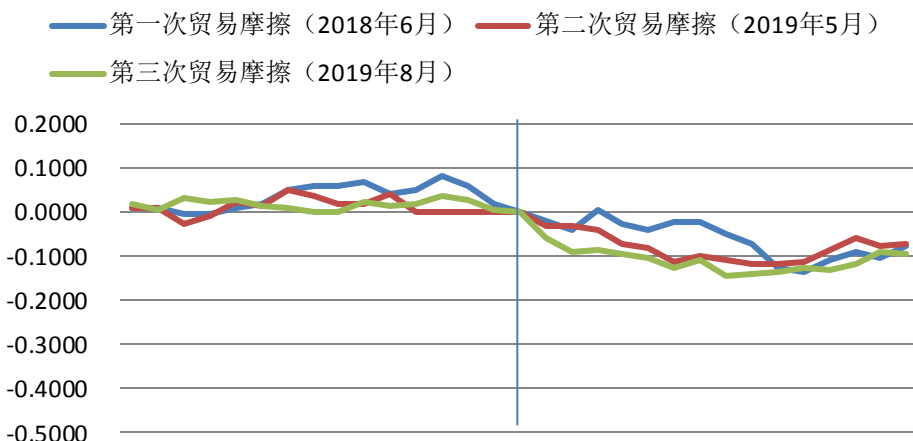
债市的表现与股市基本是类似的。

中国债市: 短期来看, 贸易摩擦对债市影响在递增, 但从两周到三周的时间维度上看, 影响几乎趋同;

美国债市: 无论长短期, 贸易摩擦对债市的影响明显在递增, 第三次尤其明显, 影响幅度比中国债市明显更大。

图5: %

### 中国10年期国债收益率变动

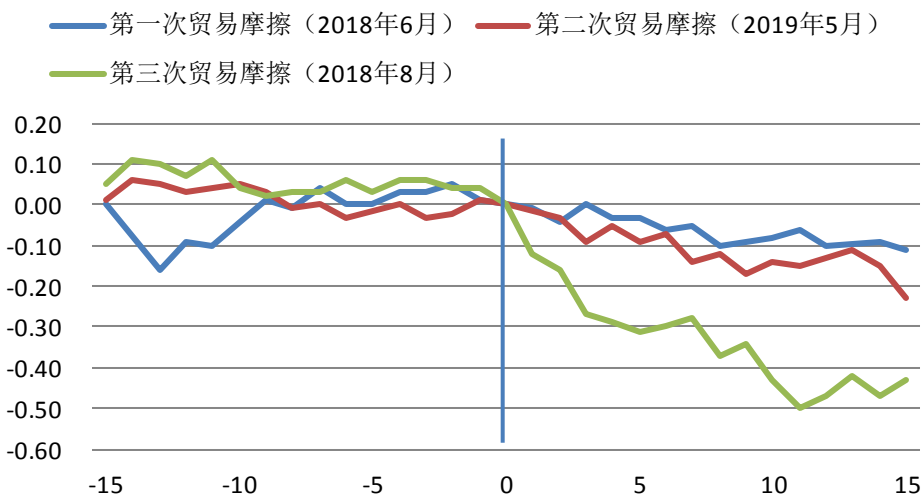


数据来源: Wind, 安信证券

注: 将三次贸易摩擦的时点标准化为零, 横轴为交易日; 纵轴为收益率相比零点之差

图6: %

### 美国10年期国债收益率变动



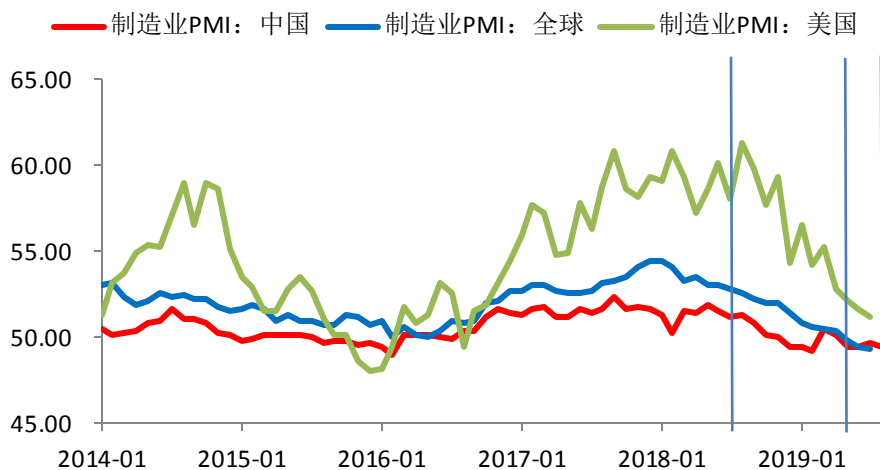
数据来源: Wind, 安信证券

注: 将三次贸易摩擦的时点标准化为零, 横轴为交易日; 纵轴为收益率相比零点之差

资本市场在三次贸易摩擦下的不同和实体经济的大背景息息相关。2018年6月, 中国经济在下行通道上, 而美国经济仍相对强势; 然而, 2019年5月和8月,

中国的制造业 PMI 读数尽管在低位，但低位平稳；而美国的制造业 PMI 读数则在一路下滑。

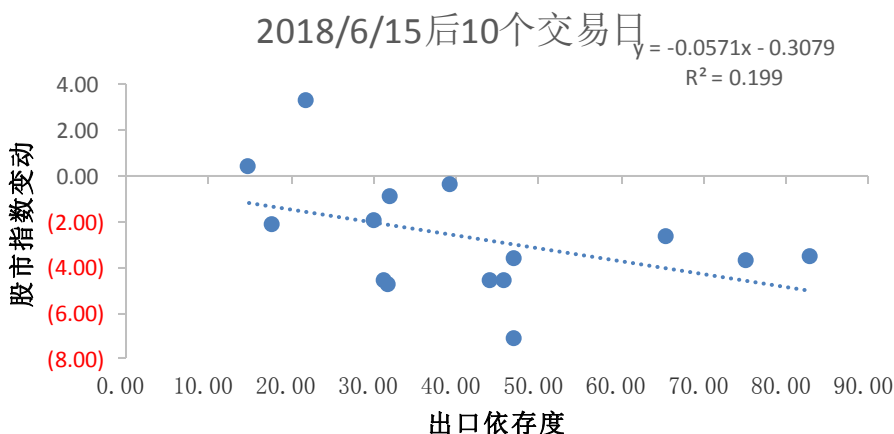
图7: %



数据来源：Wind，安信证券

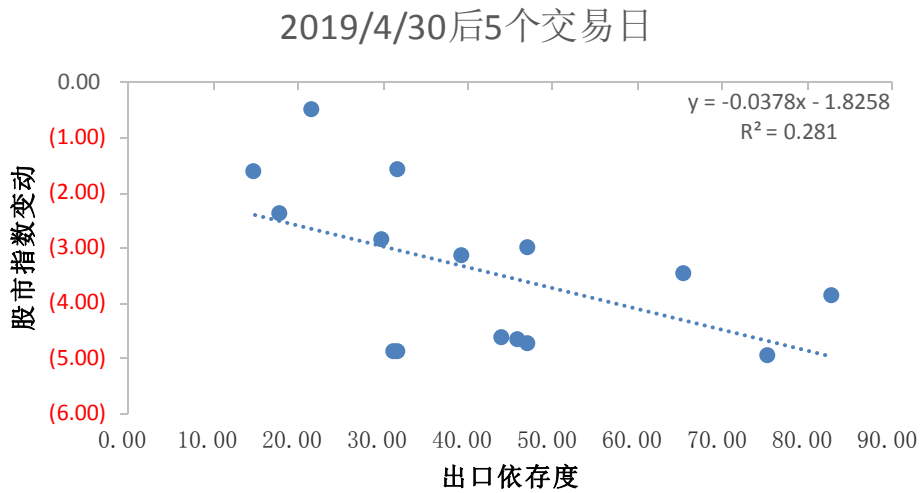
从截面数据上看，三次贸易摩擦对资本市场的影响也有明显变化。从图 8-10 可以看出，每次贸易摩擦下，出口依存度越高的国家的股市跌幅更大。但我们注意到，股市指数变动对出口依存度的回归系数在不断变小，而截距项在不断变大。这说明，市场逐渐认为，贸易摩擦不但影响贸易本身，而且会造成对全球经济的全局性负面影响。

图8: %



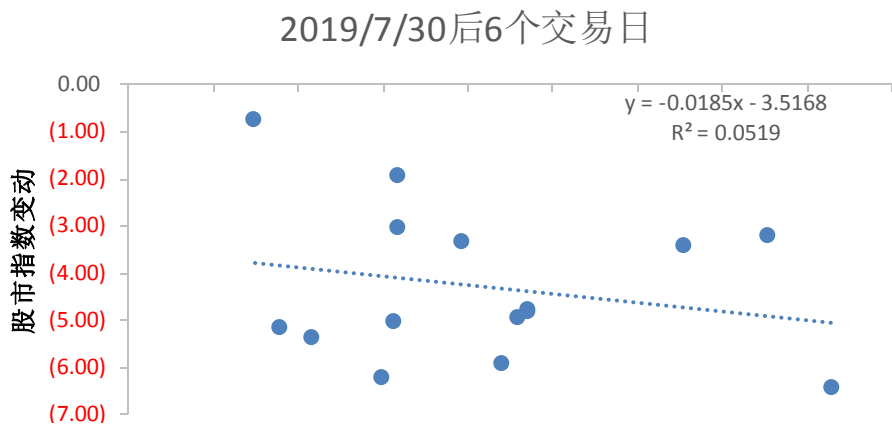
数据来源：Wind，安信证券

图9: %



数据来源: Wind, 安信证券

图10: %



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10400](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10400)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>