

中美贸易摩擦对中国资本市场影响趋于收敛

主要结论：

一、中美贸易摩擦对中国资本市场影响趋于收敛

- 中国对美方重启加征关税进行反制，特朗普推特表示上调关税税率，中美贸易摩擦短期再次升温。美股、工业品等风险资产大幅下跌，黄金、美债等避险资产价格上涨。
- 从宏观层面上看，美方加征关税对中国宏观经济的影响趋于弱化。一方面，最后的商品美方对中国进口依赖度较高。另一方面，中国的国内政策传导性有所加强。
- 从资本市场来看，A股、中债、汇率、商品的反应都变得更加理性。从A股来看，尽管美股下跌对风险偏好形成打压，但随着国内资本市场改革的推进、政策对症下药的效果加强、市场信心的趋稳，A股整体表现开始逐渐好于美股。从中债来看，货币政策的定力依然较高，货币政策的传导变得更加高效，债券收益率的下降也没有美债那么大。从汇率来看，短期离岸汇率贬值幅度较大，但人民币汇率中长期大幅贬值的预期并不强烈，资本也没有明显的外流倾向，短期基本面依然对人民币兑美元汇率升值形成支撑。从商品价格来看，原油、铜等国际定价大宗商品价格反映相对不大，黑色等国内定价工业品走势相对较强，黄金、白银等避险资产短期涨幅相对较大。

二、欧元区8月制造业初值高于预期、美国制造业PMI跌入收缩区间

- 欧元区8月制造业初值高于预期：在新业务小幅增长的背景下，经济活动温和增长。
- 美国8月制造业PMI初值进入收缩区间：疲弱的商业活动增长在很大程度上反映出8月份服务业失去了增长动力。
- 美国7月成屋销售高于预期：中西部，南部和西部上升，但在东北地区略有下降。

三、本周重点关注美国物价指数和个人支出等数据

- 财经数据：8月26日晚间德国8月IFO商业景气指数、美国7月耐用品订单月率初值、美国7月PCE物价指数年率、美国7月个人支出月率。

风险提示：

- 美联储货币宽松程度不及预期，导致经济向下压力的累积。
- 全球贸易摩擦进一步升温，拖累全球需求。
- 新兴市场持续动荡拖累全球经济进一步走弱。

边泉水

 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
 bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐

 联系人
 (8621)61038260
 duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

一、中美贸易摩擦对中国资本市场影响趋于收敛

中国对美方重启加征关税进行反制，特朗普推特表示上调关税税率，中美贸易摩擦短期再次升温。8月23日下午，中国国务院关税税则委员会决定，对原产于美国的5078个税目、约750亿美元商品，加征10%、5%不等关税，分两批自2019年9月1日12时01分、12月15日12时01分起实施。随后，8月24日凌晨，特朗普发布推特表示，将对5500亿美元商品再加征税率。中美贸易摩擦短期再度升温，美股、工业品等风险资产大幅下跌，黄金、美债等避险资产价格上涨。

从宏观层面上看，美方加征关税对中国宏观经济的影响趋于弱化。一方面，最后的商品美方对中国进口依赖度较高。最后加征关税的3000亿美元商品，美国对中国的依赖度较高，即使加征关税，中国出口需求下降幅度可能相对有限，反倒对美国进口价格可能会影响较大。另一方面，中国的国内政策传导性有所加强。从货币政策来看，随着LPR定价机制的改革，货币政策的传导性得到加强，企业的融资成本有望得到进一步下降，地产对货币政策的掣肘也有所减弱。从财政政策看，地方政府隐形负债得到约束，显性负债对基建的支撑作用加强，减税降费对企业利润、尤其制造业投资的提振正在变得明显。整体来看，单单加征关税对中国宏观经济的影响正在弱化。

从资本市场来看，A股、中债、汇率、商品的反应都变得更加理性。从A股来看，尽管美股下跌对风险偏好形成打压，但随着国内资本市场改革的推进、政策对症下药的效果加强、市场信心的趋稳，A股整体表现开始逐渐好于美股。这一方面反映了宏观经济基本面的预期影响趋弱，另一方面反映了资本市场改革对A股信心的提振正在逐渐加强。从中债来看，货币政策的定力依然较高，货币政策的传导变得更加高效，债券收益率的下降也没有美债那么大。但是，由于中国潜在增长率依然相对较高，中国的自然利率水平依然较高，对应的利率债收益率中枢也相对较高，这对外资依然形成较大的吸引力。从汇率来看，短期离岸汇率贬值幅度较大，但人民币汇率中长期大幅贬值的预期并不强烈，资本也没有明显的外流倾向，短期基本面依然对人民币兑美元汇率升值形成支撑。从商品价格来看，原油、铜等国际定价大宗商品价格反映相对不大，黑色等国内定价工业品走势相对较强，黄金、白银等避险资产短期涨幅相对较大。

二、欧元区8月制造业初值高于预期、美国制造业PMI跌入收缩区间

1、欧元区8月制造业初值高于预期

Markit 公布数据显示，欧元区8月制造业初值为47，高于预期的46.2，也高于前值46.5；欧元区8月Markit综合PMI初值为51.8，高于预期的51.2，也高于前值51.5；欧元区8月Markit综合PMI初值53.4，高于前值53.2，高于预期的53.0。在新业务小幅增长的背景下，经济活动温和增长。最近的服务业增长模

式弥补了制造业的下滑。服务业活动继续稳步增长，德国、法国和整个欧元区都出现了增长迹象。相比之下，制造业产出连续第七个月下降，但降幅小于7月份。**整体新订单受到新出口业务(包括欧元区内部贸易)下降的阻碍。**8月份新出口订单连续第11个月下降。由于全球经济放缓削弱了乐观情绪，人们对12个月前景的信心在8月份出现大幅下降。市场信心降至2013年5月以来的最低水平。法国和欧元区其它国家的乐观情绪有所减弱，而德国企业对商业活动前景感到悲观。信心下降导致第三季度中期市场对招聘进一步持谨慎态度，就业岗位创造速度温和，从7月份的水平小幅下降至2016年4月以来的最低水平，分类来看，服务业就业增长放缓，制造业连续第四个月裁员。尽管整个欧元区就业增长放缓，但企业仍能够轻松应对新订单，并处理积压的工作。事实上，未完成业务自2014年11月以来下降幅度最大。8月份，投入成本和产出价格通胀率均有所上升，但由于需求环境走软，通胀率仍处于低位。此外，制造商继续发出明确的降低成本负担和销售价格的信号。

Markit 公布数据显示，8月份德国制造业 PMI 初值为 43.6，高于前值 43.2，也高于预期的 43；德国 8 月 Markit 综合 PMI 初值为 51.4，高于前值 50.9，高于预期的 50.6；德国 8 月 Markit 服务业 PMI 初值为 54.4，高于预期的 54.0；低于前值 54.5。**德国 8 月 PMI 新业务流入总额出现四个月来的第三次下降。**制造业订单降幅为 4 月份以来最大，整体降幅为 2013 年 4 月以来最大。外部需求依然特别疲弱，来自海外的新订单在这两个受到监控的行业都出现下滑。此外，由于服务提供商的新增就业仅温和增长，增幅为 7 个月来最低。对需求的担忧是 8 月份商业信心下降的几个因素之一，此外还有不确定性加剧、汽车业疲软和地缘政治紧张局势。按行业划分，服务业的乐观程度是自 2014 年 10 月以来的最低水平，而制造业预期则是自 2012 年年中该系列开始以来的最低水平。8 月份，德国私营部门积压的工作数量连续第 10 个月下降。下降速度加快至 2012 年末以来的最快水平。就业增长进一步放缓，增速放缓至 2014 年 8 月以来的最低水平。服务业就业人数的最新增长势头强劲，但也是自 1 月份以来的最低水平，而制造业就业人数的下降速度则加速至 2012 年 7 月以来的最快水平。由于制造业普遍疲软，投入成本通胀处于 38 个月来的最低水平，而产出支出增幅为 2016 年 10 月以来最小。

法国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值 51，高于预期的 49.5，也高于前值 49.7；法国 8 月 Markit 综合 PMI 初值为 52.7，高于预期的 51.8，高于前值 51.9；法国 8 月 Markit 服务业 PMI 初值为 53.3，高于预期的 52.5，高于前值 52.6。**与产出趋势一致，法国 8 月份向私营部门公司发出的新订单继续稳步增长。**在行业层面，相比较服务提供商的增幅，制造商的增幅更大。新增就业人数创去年 9 月以来最快增速。继第三季度初的停滞之后，8 月份的新出口订单有所增加。尽管如此，总体增长幅度很小。8 月就业增长率与 7 月份基本持平，总体保持稳定，其中制造业和服务业的就业都出现了增长。法国私营部门企业的产能压力进一步加大，积压的工作数量连续第四个月上升行。在价格方面，8 月份的投入成本继续大幅上升，此外，受商品生产者成本负担温和回升的推动，通胀率升至 3 个月来的最高水平。尽管投入价格涨幅更大，但 8 月份私营部门企业设定的平均收费增幅有所放缓。最后，法国私营企业 8 月份对商业前景保持乐观。信心指数弱于 7 月份，但仍略高于历史平均水平。

2、美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值进入收缩区间

8 月 22 日晚间 Markit 公布数据显示美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.9，低于预期的 50.5，也低于前值 50.4；美国 8 月 Markit 综合 PMI 初值为 50.9，低于前值 52.6；美国 8 月 Markit 服务业 PMI 初值 50.9，低于前值 53。**疲弱的商业活动增长在很大程度上反映出 8 月份服务业失去了增长动力。**私营部门企业 8 月份公布的新业务增长明显放缓，最新一轮订单增长为 2009 年 10 月该系列调查开始以来的最低水平。受访者提到企业支出疲软是为了应对商业环境走软以及对全球经济前景的担忧。一些私营部门公司指出，不太有利的需求条件阻碍了工作人员在 8 月的招聘，就业增长率降至 2010 年 2 月以来的最低水平。与此同时，对全年商业前景的信心连续第七个月下降，降至 2012 年 7 月该指数开始编制以来的最低水平。整体 PMI 的下降主要反映出新订单的回落，抵消了就业小幅企稳的影响。8 月份，制造业企业接到的新业务在过去 4 个月里第二次出现下滑，最近的订单下滑却是整整 10 年来最严重的。最新数据还显示，出口销售出现自 2009 年 8 月以来的最快降幅。调查受访者表示，汽车销售下滑往往是因为整个汽车行业出现疲软，同时全球经济状况走弱对制造业出口构成不利影响。与此同时，制造业企业 8 月份继续削减库存，这主要与对需求前景的担忧有关。

3. 美国 7 月成屋销售高于预期

8 月 21 日晚间美国全国房地产经纪人协会（National Association of Realtors）公布数据显示，7 月成屋销售增长 2.5%，高于预期的 2.3%，高于前值的-1.3%；经季节性调整后的年率为 542 万户，高于预期的 539 万户，高于前值 529 万户。

7 月份的成屋销售在中西部、南部和西部上升，但在东北地区略有下降。东北地区 7 月成屋销售下降 2.9%，比去年同期下降 4.3%。东北部的中位数价格为 305,800 美元，较 2018 年 7 月下降 1.0%。在中西部地区，成屋销售小幅增长 1.6%，较 2018 年 7 月增长 0.8%。中西部地区的中位数价格为 226,300 美元，较去年同期增长 8.1%。7 月南部成屋销售增长 1.8%，比去年同期增长 2.7%。南方的中位数价格为 245,100 美元，比一年前上涨 5.2%。西部现房销售在 7 月份猛增 8.3%，西部的中位数价格为 408,000 美元，较 2018 年 7 月上漲 3.7%。抵押贷款利率下降正在改善住房负担能力，并推动买家进入市场，7 月份 30 年期固定利率抵押贷款的平均承诺率从 6 月份的 3.80% 下降至 3.77%。

图表 1: 海外宏观数据跟踪和简评

美国	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	最新数据简评
增长																
GDP (环比折年率, %)	4.2			3.5			2.2			3.2			2.1			高于预期, 消费为主要提振, 净出口和库存回落
消费																
个人总收入 (环比折年率, %)	0.4	0.3	0.4	0.2	0.5	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.1	0.5	0.5	0.4			低于前值
个人消费支出 (环比折年率, %)	0.4	0.5	0.4	0.2	0.6	0.4	(0.6)	0.1	0.1	0.9	0.3	0.4	0.3			服务业和其他商品支出的增长抵消了汽车购买量的下降
零售销售额 (环比折年率, %)	0.2	0.6	(0.1)	(0.1)	0.8	0.2	(1.2)	0.2	(0.2)	1.6	0.3	0.4	0.4	0.7		得益于无店铺零售业和加油站
投资																
耐用品订单 (环比, %)	0.9	-1.2	4.7	0.0	-4.4	0.8	1.2	0.4	(1.6)	2.7	(2.1)	(1.4)	2.1			企业对设备的支出有所增加
建造支出 (环比, %)	-0.7	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	0.8	(0.6)	1.3	1.0	(0.9)	(0.1)	(0.8)	(1.3)			建造投资大幅回落
对外贸易																
出口 (同比, %)	8.8	7.5	6.5	6.6	6.3	3.8	0.1	3.0	2.4	1.3	(0.1)	(1.3)	(2.2)			海外需求回落
进口 (同比, %)	7.7	8.7	9.3	9.5	8.5	3.2	3.1	1.6	-0.5	2.6	0.2	3.3	1.2			内需拉动回落
贸易差额 (十亿美元)	-46.2	-50.4	-53.7	-54.6	-55.5	-49.3	-59.8	-51.1	-49.4	-50.0	(50.8)	(55.5)	(55.2)			贸易逆差基本保持稳定
通胀																
CPI (同比, %)	2.9	2.9	2.7	2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.6	1.8		受益于能源和其他多数商品和服务价格走高
核心CPI (同比, %)	2.3	2.4	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2		剔除能源和食品因素后, 高于前值
核心PCE (同比, %)	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.6			高于前值但低于预期
密歇根大学通胀预期 (同比, %)	3.0	2.9	3.0	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5	2.9	2.6	2.6	2.7	较前值小幅回升
劳动力市场																
非农就业新增人数 (千人)	213	157	201	134.0	250.0	155.0	312.0	304.0	20.0	196.0	263.0	75.0	224.0	164.0		私营部门为主要拖累
失业率 (%)	4.0	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.6	3.6	3.7	3.7		失业率与前值持平
平均时薪 (环比, %)	0.2	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3		高于预期
职位空缺数 (千人)	6822	7077	7293	7009	7079	6888	7335	7581	7087	7488	7449	7323	7348			休闲行业和建筑业的职位空缺下滑
房地产市场																
标普/CS房价指数 (同比, %)	6.4	5.9	5.5	5.2	5.0	4.7	4.6	4.3	3.0	2.7	2.6	2.5				房价持续回落
成屋销售 (折年数, 万套)	538	534	533	515	522	532	499	494	551	521	519	534	527	542		中西部, 南部和西部上升, 但在东北地区略有下降。
新屋开工 (环比, %)	-11.4	0.6	8.1	-5.5	1.5	3.2	-11.2	18.6	-8.7	-0.3	5.7	-0.9	-0.9	-4.0		单户住宅开工数据升至1月以来的最高水平。
营建许可 (环比, %)	-0.7	0.9	-4.1	1.7	-0.4	5.0	0.3	1.4	-2.0	-1.7	0.6	0.7	-6.1	8.4		营建许可大幅回升
其他																
ISM制造业PMI指数	60.2	58.1	61.3	59.8	57.7	59.3	54.1	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1	51.7	51.2		生产和就业回落
ISM非制造业PMI指数	59.1	55.7	58.5	61.6	60.3	60.7	57.6	56.7	59.7	56.1	55.5	56.9	55.1	53.7		服务业小幅回落
工业产能利用率 (%)	77.8	78.0	78.5	78.5	78.4	78.5	78.7	78.3	78.2	78.8	77.9	78.1	77.9	77.5		产能利用率小幅回落
密歇根大学消费者信心指数	98.2	97.9	96.2	100.1	98.6	97.5	98.3	91.2	93.8	98.4	97.2	100.0	98.2	98.4	92.1	贸易政策加剧了消费者对未来金融前景的不确定性
美联储总资产 (万亿美元)	4.367	4.337	4.266	4.240	4.187	4.145	4.123	4.106	4.016	3.976	3.900	3.870	3.830			缩表提前结束
美国联邦基金基准利率	1.75-2.0	1.75-2.0	1.75-2.0	2.0-2.25	2.0-2.25	2.0-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.00-2.25	2.00-2.25	7月降息25个基点
美元实际有效汇率指数	99.60	99.94	101.00	101.21	101.94	103.05	103.22	106.00	105.90	106.31	106.40	107.40	107.10	106.30		美元实际有效汇率下行
其他发达经济体	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	简评
欧元区																
GDP (环比折年率, %)	1.5			0.6			0.8			1.6						欧元区经济疲软
CPI (同比, %)	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4	1.7	1.2	1.2	1.1		通胀小幅回落
核心CPI (同比, %)	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8	1.2	0.8	1.1	0.9		核心CPI小幅回落
出口 (季调环比, %)	1.7	-0.9	2.1	-1.6	2.1	(1.0)	(0.1)	0.8	(1.4)	0.9	(2.5)	1.4	(0.6)			外部需求大幅回落
进口 (季调环比, %)	2.0	1.5	-0.4	0.2	2.6	(1.9)	0.0	0.3	(2.7)	2.5	(0.9)	(1.0)	0.3			内部需求大幅回升
贸易差额 (十亿欧元)	16.5	12.3	16.8	13.4	12.5	15.1	15.6	17.0	19.5	17.9	15.3	20.2	17.9			贸易差额回升
Markit制造业PMI指数	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2	47.5	47.8	47.7	47.6	46.4	47.0	制造业高于前值
Markit服务业PMI指数	55.2	54.2	54.4	54.7	53.7	53.4	51.4	51.2	52.8	53.3	52.5	52.5	53.6	53.3	53.4	服务业高于前值
德国经济景气指数	111.9	112.8	112.7	112.5	111.2	111.8	109.9	108.5	108.4	106.6	105.1	105.5	102.6	100.2		德国经济景气回落
工业生产指数 (环比, %)	-0.7	-0.8	1.1	-0.3	0.1	-1.7	-0.9	1.4	-0.2	-0.3	-0.5	0.9	0.0			工业生产指数回落
欧央行总资产 (万亿欧元)	4.57	4.59	4.61	4.62	4.62	4.66	4.67	4.69	4.69	4.70	4.70	4.70	4.68	4.68		逐步退出QE
欧央行主要再融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		维持利率不变
英国																
GDP (环比折年率, %)	1.6			2.5			0.7			2.0						经济大幅回升
CPI (同比, %)	2.4	2.5	2.7	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0			通胀保持稳定
英央行基准利率	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75		脱欧问题影响货币政策方向
日本																
GDP (环比折年率, %)	3.0			-1.2			1.4			2.1						国内经济回升
CPI (同比, %)	0.7	0.9	1.3	1.2	1.4	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9	0.7	0.7			通胀保持稳定
央行总资产 (万亿日元)	537.0	546.3	550.9	545.5	551.8	555.5	552.1	556.9	561.9	557.0	562.0	567.0	565.0	568.3		接近QE的极限
新兴市场GDP增速 (同比, %)	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	简评
巴西	0.9			1.2			1.1			0.5						GDP下行压力渐显
印度	8.2			7.1			6.5			5.8						经济增速回落
韩国	2.9			2.0			3.2			1.8			2.1			经济小幅回升
印尼	5.3			5.2			5.2			5.1			5.0			GDP小幅回落
香港	3.5			2.9			1.3			0.6			0.5			GDP出现回落
台湾	3.3			2.3			1.8			1.7			2.4			经济回落
新兴市场CPI (同比, %)	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	简评
巴西	4.4	4.5	4.2	4.2	4.5	4.6	3.8	3.8	3.9	4.6	4.9	4.7	3.4	3.2		通胀大幅回落
俄罗斯	2.3	2.5	3.1	3.1	3.4	3.5	4.3	5.0	5.2	5.3	5.2	5.1	4.7	4.6		通胀小幅下行
印度	3.9	5.6	5.6	5.6	5.6	4.9	5.2	6.6	7.0	7.7	8.3	8.7	8.6			通胀小幅回落
韩国	1.5	1.5	1.4	1.4	1.9	2.0	1.3	0.8	0.4	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6		通胀小幅回落
印尼	3.1	3.2	3.2	3.2	2.9	3.2	3.1	2.8	2.6	2.5	2.8	3.3	3.3	3.3		通胀保持稳定
沙特阿拉伯	2.1	2.2	2.3	2.3	2.1	2.4	2.2	-1.9	-2.2	-2.1	-2.0	-1.5	-1.4			通胀小幅回升

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_10493

