

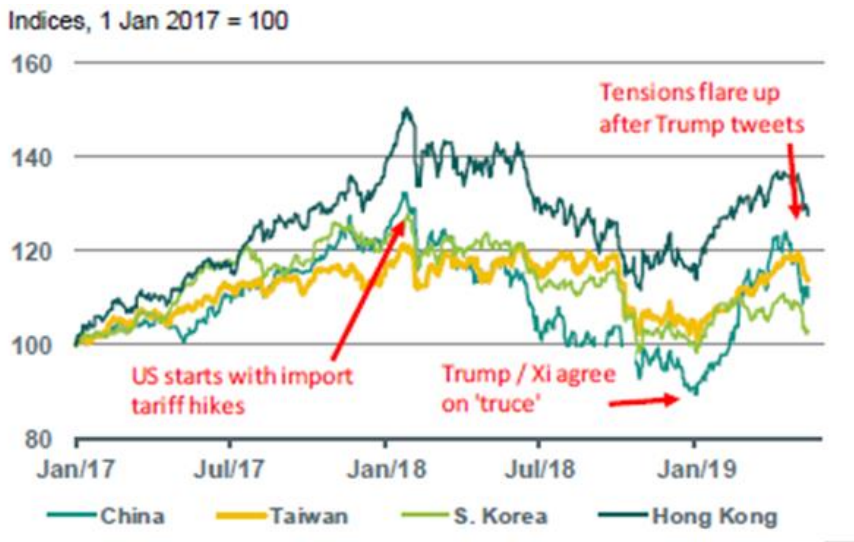
## ❖ 背景：中美贸易摩擦持续升级，金融市场对局势变化反应强烈

北京时间5月6日，在中美双方将就贸易问题进行第十一轮磋商前夕，美国总统特朗普突然宣布将在5月10日把中国对美出口的2000亿美元商品的关税从10%提升到25%，对剩余3250亿美元的输美商品也将加征25%关税。作为反制措施，中方在5月13日宣布自6月1日起对原产于美国的部分进口商品提高加征关税。针对中美双方贸易争端引起的市场波动，我们编译整理了ABN AMRO、Schroders和BlackRock发表于其官方网站的部分最新观点，供市场参考和交流。

## ❖ 中美贸易关系紧张局势升温超市场预期

经过去年12月习特会后美中长期休战时期进行的数月谈判，5月以来中美紧张局势意外再次升级。5月10日，美国将从中国进口的2000亿美元的关税税率从10%提高到25%。5月13日，中国宣布将600亿美元美国进口商品的关税税率提高到5-25%进行报复。此外，美国还公布了另外300亿美元的商品清单，这意味着基本上所有从中国进入美国的商品都将被征收25%的关税，但此次美国对2000亿美元商品的关税上调不会影响已离港的中国商品。中国对600亿美元商品提高关税的政策将于6月1日实施。美国还威胁将在六月下旬对剩余的3000亿美元商品提高关税。

图 1：中国及亚洲地区股市受特朗普上调关税政策影响，出现波动



资料来源：ABN AMRO，川财证券研究所

尽管时间上有一些细微差别，但由于此前预期并不会进一步的关税上调（甚至可能下调），金融市场对中美贸易摩擦的局势变化做出了巨大反应。因此，这是一个影响风险情绪的重大负面突发事件，造成的后果包括使中国和其他亚洲国家股市强烈波动，人民币兑美元自5月3日以来下跌超过了2%，达到2018年12月以来的最低水平。

## 📄 证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2019/5/23

## 👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001

8610-66495901

chenli@cczq.com

## 👤 联系人

周文仪

证书编号：S1100117120006

8610-66495910

zhouwenyi@cczq.com

## 📄 川财研究所

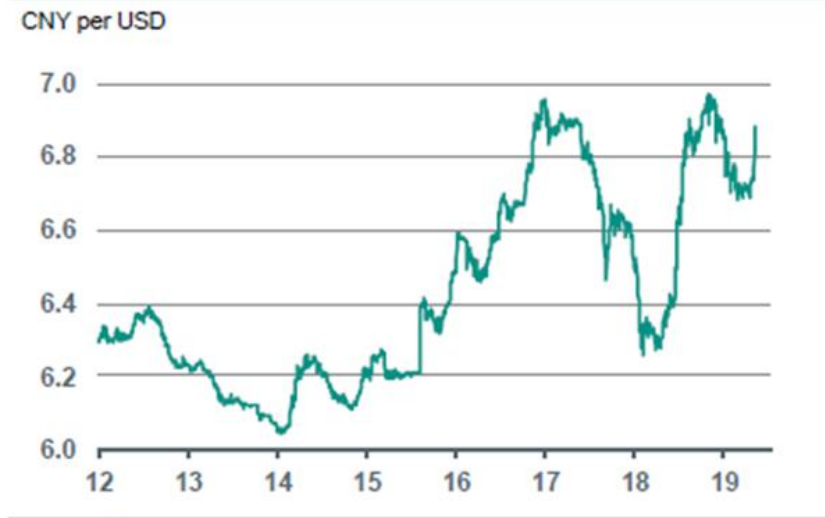
北京 西城区平安里西大街28号  
中海国际中心15楼，  
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦  
11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦  
30层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区  
成都市高新区交子大道  
177号中海国际中心B座17  
楼，610041

图 2：人民币兑美元汇率再度到达 6.90

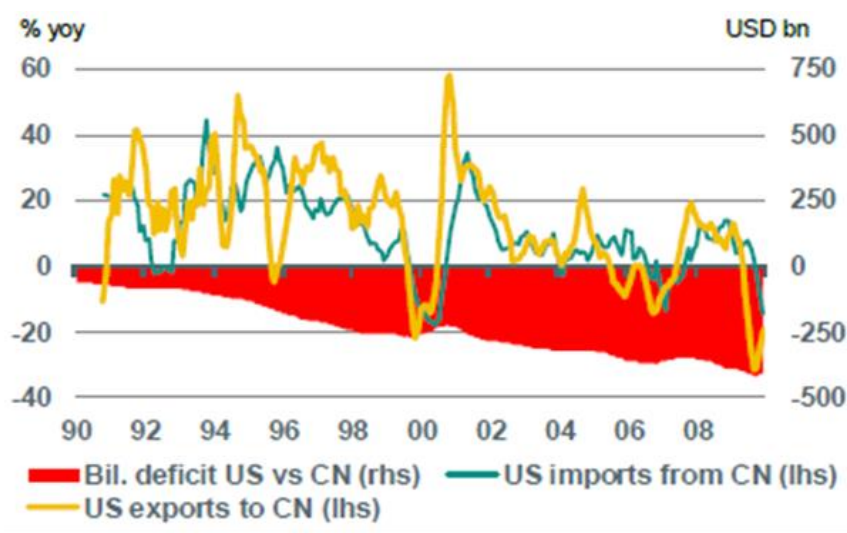


资料来源：ABN AMRO，川财证券研究所

#### ❖ 贸易谈判进展变数较多难以预测

中美之间的谈判进展很难预测。ABN AMRO 认为任何短期协议都不意味着两大巨头之间的紧张关系将完全消退。老牌强国（美国）与新崛起的大国（中国）之间的战略竞争是一种自然现象，并将继续存在。也就是说，ABN AMRO 仍然认为有一些制衡机制可以防止事态过度激化。由于特朗普总统希望明年继续连任，所以他并不希望美国股市或美国经济受到强烈的负面影响。对中国来说，也并不希望与其最大的出口伙伴进行长期的经济战争。总而言之，ABN AMRO 认为双方谈判不太可能完全破裂，可能会在六月底 G20 峰会期间恢复会谈。

图 3：美国对中国贸易逆差走扩



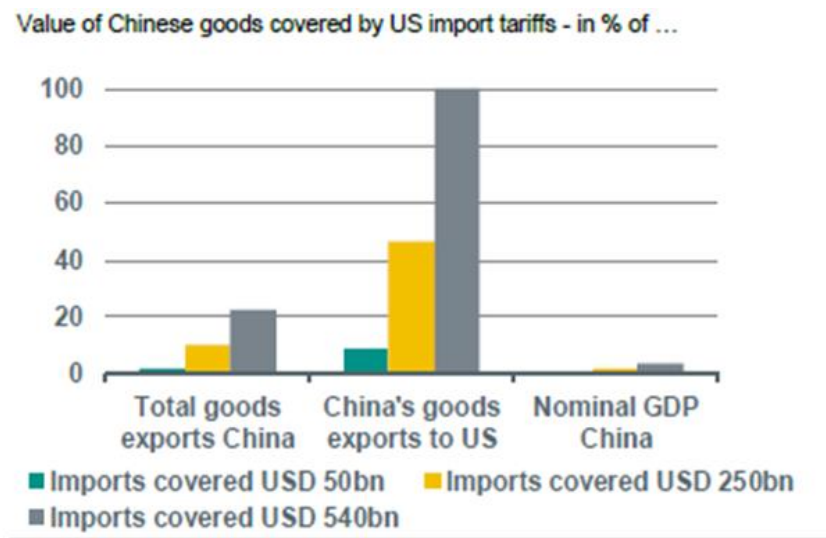
资料来源：ABN AMRO，川财证券研究所

### ❖ 美国加征关税政策对中国经济的潜在影响

去年，贸易冲突的升级成为中国经济和股市的一个关键影响因素，加剧了金融环境的紧缩。随着中美双方于 2018 年 12 月达成协议后，紧张局势缓和，这种不利影响也开始消退。然而，现在紧张局势再次加剧，关税进一步上调，中国经济的下行压力再次增加。

去年美国将进口关税上调（对价值 500 亿美元商品征收 25% 关税及对 2000 亿美元商品征收 10% 关税）对 GDP 增长的拖累大致估计为 0.25-0.5 个百分点。随着 2000 亿美元商品关税税率从 10% 上调至 25%，这种拖累将上升至约 0.5-0.8 个百分点。进一步将 25% 的进口关税扩大到从中国进口的所有其他商品，这种拖累将上升至 1.0-1.5 个百分点（该估算结果在“其余条件不变”的情况下得出，宏观经济政策的潜在放松及金融市场对贸易流量的直接影响未计算在内）。

图 4： 美关税上调影响中国 GDP 增长



资料来源：ABN AMRO, 川财证券研究所

由前期的经济数据分析，在政策宽松和贸易紧张局势消退的背景下，中国经济增长势头良好。然而，四月份的宏观数据显示出部分数据有所回调。

4 月的 PMI 指数低于前值，但总体而言显示过去几个月制造业的情况有所改善。4 月份的进口增长上升，而出口增长为负，凸显了外部风险。4 月份的贷款数据弱于预期，但自 2018 年 5 月以来，贷款增速仍上升了近 1%。PPI 停止下跌，但由于猪流感爆发导致的食物价格上涨，4 月份 CPI 再次小幅上升至 2.5%。

除官方数据外，ABN AMRO 也使用长江商学院（CKGSB）发布的商业信心指标来评估潜在经济动能的变化。自 2011 年 9 月以来，长江商学院根据对 300 多家中国公司的高级管理人员进行调查后发布了商业信心指数，计算方法与 PMI 的计算方法相当。该指数包含一般商业情绪指数，但也包含特定的子指数。这套指标证实了自 2018 年末以来，中国商业信心和融资条件明显改善。整体商业信心指数在过去几个月大幅上升，从 2018 年 10 月的历史低点 41.4 升至 4 月份的 62.8，达到两年来的高位。公司财务指数在 4 月份甚至跃升至 58.2 的历

历史新高，反映出政策转向有针对性的宽松，尤其是对私营企业。

图 5： 长江商学院商业信心指数显示中国融资环境改善



资料来源：ABN AMRO，川财证券研究所

#### ❖ 预计中国将进一步加大经济刺激力度

自 2018 年中期以来，中国将其政策立场从有针对性的紧缩转向有针对性的宽松。在货币方面，当局采取了若干措施来保障银行系统的流动性并刺激贷款，特别是对私营企业和中小企业的贷款（例如通过进一步削减银行储备金水平，以及利用或扩大现有贷款设施和公开市场操作）。在财政方面，政府选择了广泛的减税措施，并将地方政府的债券发行配额翻了一番。总的来说，中国选择了有针对性的货币和财政宽松政策，而不是全面的高强度的刺激措施（不利于稳定金融杠杆等长期目标）。尽管如此，ABN AMRO 认为中国仍为进一步放宽政策留有足够空间。中国人民银行可以选择进一步降低存款准备金率，甚至可以降低基准政策利率，同时允许整体债务水平再次回升。此外，人民币再度走弱也将有助于抵消关税的影响。

中美紧张局势已经再度升级，且最新的宏观数据弱于预期，ABN AMRO 认为基本面的风险正再次转向下行。尽管如此，由于 ABN AMRO 认为宏观经济政策将进一步放松以抵消贸易冲突对经济的冲击，2019 及 2020 年的 GDP 增长预测仍然保持在 6.3%和 6.0%不变。

图 6： 中国 2019 及 2020 年的 GDP 增长预测仍然保持在 6.3%和 6.0%

Key forecasts for the economy of China					
	2016	2017	2018e	2019e	2020e
GDP (% yoy)	6.7	6.8	6.6	6.3	6.0
CPI inflation (% yoy)	2.1	1.5	1.9	2.5	2.5
Budget balance (% GDP)	-3.8	-3.8	-4.0	-4.5	-4.5
Government debt (% GDP)	16	17	19	22	25
Current account (% GDP)	1.8	1.4	0.3	0.0	0.0
Gross fixed investment (% GDP)	42.7	42.9	43.9	43.1	42.1
Gross national savings (% GDP)	45.9	46.0	44.6	43.5	42.4
USD/CNY (eop)	7.0	6.5	6.9	6.6	6.6
EUR/CNY (eop)	7.3	7.8	7.8	7.7	8.3

Economic growth, budget balance, current account balance for 2019 and 2020 are rounded figures

### ❖ 特朗普可能不愿意进一步加剧紧张局势

Schroders 认为特朗普总统不愿意以 25% 的全额关税进一步加剧贸易紧张局势。关税的上调意味着推高各种消费品的价格, 这将导致通货膨胀。虽然特朗普已经表示“中国将支付”关税, 但有证据表明由于公司转嫁上升的成本, 美国消费者正在为此支付额外费用。

当对中国商品征收关税时, 美国进口商必须支付更高的成本, 这些成本可以作为支出削减利润, 也可以转嫁给消费者。自征收关税以来, 美国的消费者价格指数 (CPI) 通胀率一直保持相对较低水平。这给消费者的感觉是公司用其利润的一部分支付了关税。

然而这一点很难证实, 因为关税主要影响生产过程和资本品中使用的中间产品, 消费品只占约 25%。尽管美国从中国的进口商品量下降, 但多数情况下, 由于大多数进口产品都是高度专业化的产品, 美国进口商很难找到替代品。

自从美国征收关税以来, 美国公司不得不面对成本上升的问题。例如, 汽车制造商福特的首席执行官表示, 钢铁关税将使公司额外增加 10 亿美元的成本。尽管公司的大部分金属供应来自国内生产商, 但成本问题依旧存在。

由于关税上调削弱了中国供应商的竞争力, 且他们并没有下调价格, 美国国内公司提高了产品定价, 将成本转嫁给消费者。

如果美国对从中国进口的剩余 3250 亿美元商品征收关税, 由于这些进口商品大部分都是消费品, 美国家庭消费将受到进一步打击。随着 2020 年总统选举的临近, 特朗普可能更希望避免由于关税提高而打击国内消费。

### ❖ 贸易摩擦已经对美国经济造成影响

由 2019 年第一季度 GDP 增长 3.2% 的数据来看, 美国消费者由于关税上调而支出的更高成本目前并未对美国经济前景产生明显影响。但根据经济政策研究中心最近的一份白皮书表明, 该政策已经对美国消费者造成了损失。该白皮书中估计, 由于成本转嫁, 替代品缺失及受影响公司供应链断裂, 每月的消费支出总额减少了 14 亿美元。

**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\\_12354](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12354)

