



继续关注四大超预期

——2019年中期宏观展望

熊园，国盛证券宏观首席分析师

执业证书编号：S0680518050004

2019年5月14日

打造极致专业与效率

- 中美贸易摩擦：必须面对的挑战，难以实质性缓和
- 2019年宏观经济走势：先下后平
 - ✓ “三驾马车”再弱，GDP增速先下后平；通胀有惊无险
 - ✓ 社融企稳回升；利率趋下行但有底；人民币贬值压力加大，“破7”概率提升
- 2019年宏观政策动向：延续宽松，“做好自己的事”，对内改革与对外开放并举
 - ✓ 各类政策均凸显底线思维和逆周期调节思维；货币端再降准“降息”可期，财政更加积极
 - ✓ 要在稳增长的基础上防风险；下调GDP增速目标，但“6%”是最低要求
- 2019年宏观政策节奏：Q1，政策释放期；Q2，政策观察期；Q3，政策继续偏友好；Q4，政策可能偏谨慎
- 2019年，继续关注四大超预期
 - ✓ 钱从哪里来？——改“游戏”规则，关注国内货币派生机制的转变，以及可能的中央加杠杆
 - ✓ 钱到哪里去？——孕育中的新经济，关注新基建、硬科技&知识产权资本化（研发多、专利多、产权多公司）
 - ✓ 改革找活力？——可期待的三方向，关注国企改革、金融供给侧结构性改革、土地改革
 - ✓ 谁会去执行？——各方积极性提升，关注“倒逼压力”、表外融资走势、PPP进度、基建订单落地情况

一、中美贸易摩擦：必须面对的挑战

二、宏观政策走向：延续宽松

三、宏观经济走势：先下后平

四、继续关注四大超预期

中美贸易摩擦：必须面对的挑战

- 中美第十一轮经贸磋商结束，关税升级：美国对2000亿美元商品关税从10%上调至25%，并威胁对剩余3250亿美元商品加征关税，中方5月13日出台600亿规模的反制措施。
- 短期两大时点：1) 美国何时将对剩余的3250亿美元商品征收关税；2) 中美下一轮磋商时间

2018.03.08	2018.04.04	2018.04.16	2018.06.15	2018.08.01	2018.08.07	2018.09.17	2018.12.01	2019.01.09	2019.01.31	2019.05.10
从3月23日起对进口钢铁、铝分别征收25%、10%的关税	建议对500亿美元中国进口商品加征25%的关税	商务部发布中兴禁令	对500亿商品加征25%关税，其中340亿于7月6日生效	拟将对中国2000亿美元进口产品关税税率从10%提高至25%	宣布对华284种商品，共计160亿美元，征收25%的关税，于8月23日起实施	自9月24日起，美国将对2000亿美元中国进口商品征收10%的关税。自2019年1月1日起，关税将上升到25%。若中国采取反制措施，美国将对额外的2670亿美元商品征收关税	美方表示2019年1月1日不会对2000亿中国商品加征关税，仍将维持10%，给双方的贸易代表谈判提供90天的缓冲期	中美谈判，美方承诺加大高技术出口，不再加征关税，已经加的双方逐步双向取消。	中美举行经贸磋商，双方重点就贸易平衡、技术转让、知识产权保护、实施机制等共同关心的议题以及中方关切问题进行了讨论，取得重要阶段性进展。	中美第十一轮经贸磋商结束，美国对产自中国的2000亿美元商品关税从10%上调至25%，于5月10日起实施，并威胁不久后对剩下的3250亿美元商品加征25%关税。

美国 VS 中国

2018.03.23	2018.04.04	2018.04.17	2018.06.15	2018.08.03	2018.08.08	2018.09.18	2018.12.01	2019.01.09	2019.01.31	2019.05.13
4月2日起对自美进口水果、猪肉分别加征15%、25%的关税	对500亿美元商品加征25%关税，实施时间视美方反应而定	商务部称“随时准备采取必要措施，维护中国企业的合法权益”	对美国500亿美元商品加征25%的关税，其中约340亿美元于7月6日起实施	若特朗普实施最新贸易威胁，中国计划对美国5207种约600亿美元商品征收5%至25%不等的关税	宣布对160亿美元中国输美产品加征25%的关税，于8月23日起实施	国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目、约600亿美元商品，加征10%或5%的关税，自2018年9月24日12时01分起实施。如果美方执意进一步提高加征关税税率，中方将给予相应回应，有关事项另行公布。	外交部表示，双方同意推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系。	中国承诺大量进口，主要是农业和能源。	中方将有力地扩大自美农产品、能源产品、工业制成品、服务产品进口。	对原产于美国约600亿美元进口商品分别加征25%、20%、10%、5%关税，自6月1日起实施。

■ 贸易摩擦加剧对经济和行业的影响

- **对经济：**2000亿美元商品加征25%关税，预计拖累我国出口4.4个百分点，拖累实际GDP 0.6个百分点；如果征税商品扩大到全部，将拖累出口7.6-8.5个百分点，拖累实际GDP约1个百分点。
- **对行业：**2000亿商品关税提至25%后，预计对我国机电产品、化工产品、运输&航空设备等行业影响最大。若征税商品扩至全部，那么我国纺织服装业、文体娱乐用品制造业、皮革制品业和家具制造业等劳动密集型行业将受到更严重的打击。

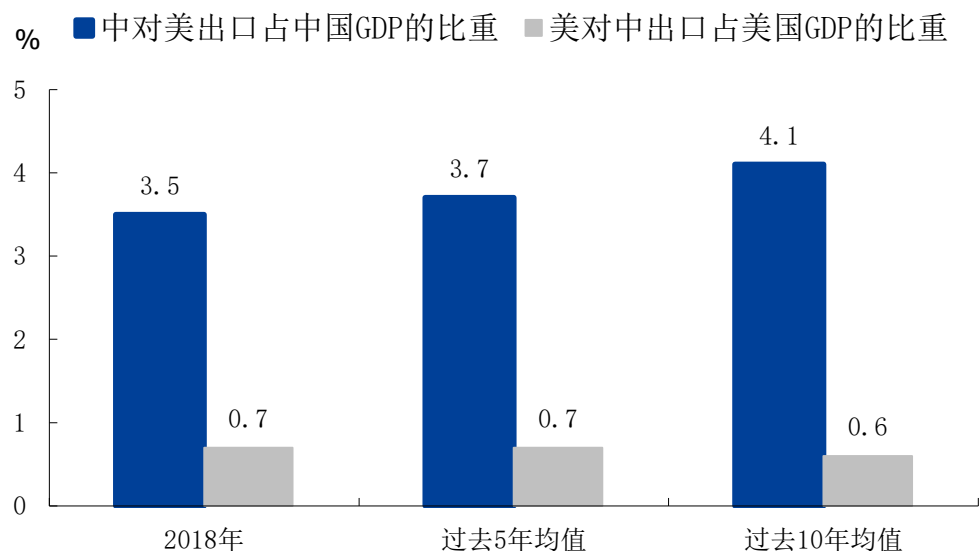
关税税率	征收规模 (亿美元)	弹性	中国对美出口累计下降 规模(亿美元)	中国总出口累计 受影响(%)	对2019年GDP增速影响(%)
25%	500	1.30	163	0.72	0.1
10%	2000	1.30	423	1.87	0.2
25%	2000	1.65	988	4.36	0.6
25%	全部	1.65	1729-1930	7.64-8.52	1.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所测算。基本假设：根据IMF working paper《China's Changing Trade Elasticities》中实证检验结果，中国出口价格弹性因年份不同，在1.3-2.0之间（均值1.65）。这里将出口价格弹性按照征税商品体量大小进行划分，全部对美出口额以我国海关总署公布为准。

- 中美关系将是今后数十年的大变量：中美由过去20多年的蜜月期，正式转为紧平衡；
- 中美贸易摩擦难以实质性缓和，往后大概率会延伸至贸易之外的技术、产业甚至金融。

中国对美国依赖程度更大

蛋糕短期内没法做大，有人“抢蛋糕”、有人“分蛋糕”

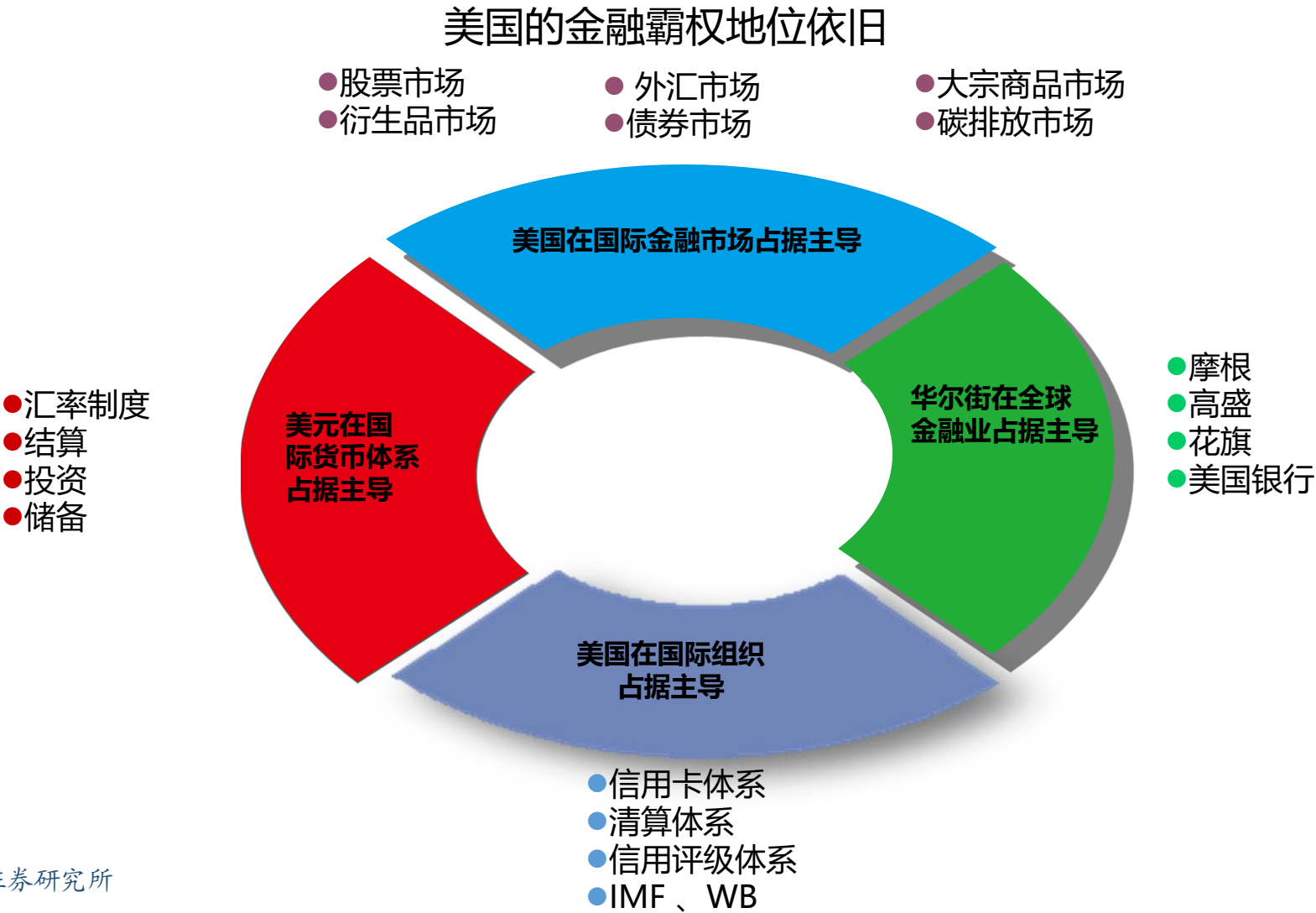


技术进步、人口红利、全球化

失衡

贫富差距、民粹主义、去全球化

■ 警惕贸易摩擦升级为金融摩擦



资料来源：国盛证券研究所

■ 警惕贸易摩擦升级为金融摩擦：几个可能的渠道

- ✓ 汇率端，表现为逼迫人民币升值，港币有望成为将来金融战的一大发力点。
- ✓ 对中国进行金融制裁，类似前几年美国运用“长臂管辖权”来处罚德意志银行、法巴银行等。
- ✓ 利用国际评级机构、美国投行等唱空中国。
- ✓ 逼迫中国资本项目进一步开放。
- ✓ 趁中国当前进一步扩大金融开放之际，加大对中资金融机构的控制权。

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_12537

