

2019 年 05 月 13 日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

短期冲击或小于去年

——中美贸易摩擦再度升级点评

事件：

5 月 11 日第十一轮中美贸易谈判未能达成协议。此前一天，美方已经对华 2000 亿美元出口产品关税从 10%加征到 25%，而中方也回应会采取、必要反制措施。11 日晚间，美国贸易代表处表示会于本周一公布对额外 3000 亿美元产品加征关税的事宜。在 2019 年中国经济整体改善的情况下，我们认为加征关税对于短期中国经济的冲击可能比去年要小，而且也认为中美最终仍然有望达成协议；但是我们认为市场可能低估了万一中美贸易摩擦持久化带来的中长期影响。

投资要点：

■ 中美未能就贸易问题达成一致。刘鹤副总理首度披露了中美双方的三大主要分歧：一是取消全部加征关税；二是贸易采购数字要符合实际；三是改善文本平衡性。我们估计，关税方面，美方可能不愿意一次性取消（而是视中国执行协议状况取消）最初 500 亿中国高科技产品的关税，而中方则认为这是对于中国发展空间的公然限制。文本方面，美方或者要求单方面对于中国实施核查——这显然不合理不公平——当然，中方上一轮协商新提出的立法与协议执行等相关的问题是否达成一致也并不清楚。

■ 加征关税对于中国经济和金融市场的短期冲击可能比去年同等条件下小。人民银行货币政策委员会委员马骏的相关模型显示，参照过去一年中美贸易摩擦几个阶段的实际影响来判断，对中国 2000 亿美元出口产品的关税税率从 10%提高到 25%，中国也实施相应的反制，对中国 GDP 增速的负面影响在 0.3 个百分点左右；但是，对于市场预期和投资者心理预期的影响可能更大。

考虑到今年以来我国逆周期调节的经济政策已经推动我国经济触底反弹，市场主体信心显著改善，且经历了一年多的谈判，对于贸易摩擦的敏感性下降，叠加政府也采取了各种措施进行预期管理，同等程度的贸易摩擦对于实体经济和金融市场的冲击可能小于去年。实际上，上周五中美股票市场虽然都经历了下跌，但最终仍然收涨；在美方宣布可能进一步对中国 3000 亿美元产品征税之后，新加坡 A50 期货曾一度下跌，但随后也收复了失地。

■ 政策可能不会大幅放松。马骏上周五接受央行《金融时报》采访时

相关报告

《4 月贸易数据点评：进口回升验证内需改善》——2019-05-08

《贸易摩擦最新进展点评：为什么对于中美贸易谈判不宜过度悲观》——2019-05-07

《4 月 PMI 数据点评：经济企稳趋势不改》——2019-05-05

《4 月 19 日政治局会议点评：政治局会议对市场关心问题的答案是什么？》——2019-04-21

《2019 年 1 季度经济数据点评：上调 GDP 和 CPI 预测》——2019-04-18

表示，“最近出台的更加积极的财政政策和货币条件的改善应该会在今后几个季度内逐渐释放其对实体经济的提升作用。”刘鹤副总理结束贸易谈判接受采访时也对中国经济的前景表示乐观。从近期一系列情况来看，我们认为决策层似乎对于“减税降费”之后的中国经济比较乐观。目前看来，如果美方关税短期没有进一步加码，中方较大力度的增加财政与货币政策扩张力度的可能性不是很高，更多的会依据经济形势再做相机抉择。当然，在4月金融数据已经如我们所预计的回落，且考虑关税升级的影响，政治局会议以来的偏紧一些的货币条件（以货币市场利率为代表）可能已经见顶回落——虽然不见得会回到政治局会议之前或更低水平。

- **中美仍然有望达成贸易协定。**中美双方都确认会继续进行贸易会谈，考虑到经贸关系作为中美关系“压舱石”的作用，我们仍然认为中美双方大概率会在贸易问题上达成协议——虽然谈不成的风险肯定比此前要高。今年六月份在日本举行的G20峰会是一个值得关注的时间节点。此外，我们的基准预测是美方推出新的对3000亿美元产品的关税会有缓冲期等方面的考虑：一方面美方企业调整供应链确实需要时间，一方面也为进一步会谈创造一定条件。
- **市场可能低估了一旦中美贸易摩擦持久化的中长期影响。**虽然中美仍有达成贸易协定的机会，但是市场对于中美打不成协议的后果似乎估计不足——许多人觉得似乎是即使加了关税，中国也可以应对，美国又能奈何？从我们和客户交流的情况来看，无论是股票市场似乎有“利空出尽”的表现，还是投资者对贸易摩擦情绪的钝化都暗示市场可能低估了这种风险的长期后果。

如果美国对华征收25%（或更高）关税永久化，对于中国在全球供应链的地位可能构成较大的威胁，这既不利于中国的产业升级，也可能意味着中美经济合作会逐步脱轨。更重要的是，作为中美关系压舱石的经贸合作一旦淡化，作为意识形态比较对立、国家实力又日益接近的两大强国，其在政治、安全等诸多领域的矛盾可能更进一步激化。实际上，近期以来在台海、南海等方面美方对华施压正在变得日益频繁，中美在科技教育等方面的合作也存在越来越大的阻力，美方要求其盟友对中国保持警惕的意图也变得日益明显。

如果这种趋势持续，中国和平与发展的战略机遇期是否仍然存在？在面对美方乃至西方世界更大的军事、安全方面的压力，中国国内的意识型态等诸多领域是否需要进一步调整才方便团结一切力量与美国实施对抗？改革开放的许多基本方针能否继续坚持？这些问题当然今天还没有定论而且也是小概率事件，但是确实需要密切关注和思考。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_12577

