

证券研究报告 / 宏观数据

中美谈判进入“黎明前的黑暗”时刻—— 海外宏观周度观察（2019 年第 19 周）

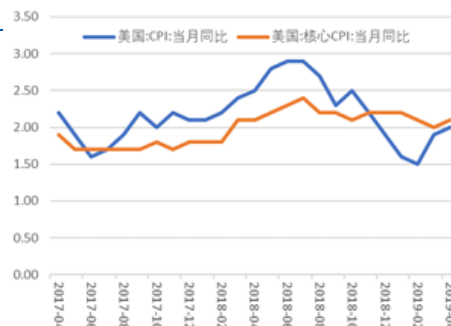
报告摘要：

美国 4 月消费者物价指数上升，但潜在通胀指标保持温和。4 月 CPI 环比上涨 0.3%，核心 CPI 环比微涨 0.1%。CPI 上涨主要受汽油价格上涨驱动，汽油价格上涨 5.7%，对 CPI 增速的贡献率超过三分之二。由于从本周五开始美国对从中国进口的关税升至 25%，若双方迟迟无法谈拢，未来几个月美国通胀将受到上行压力。美国商务部公布的 3 月贸易帐数据显示，美国对中国商品贸易逆差收窄至 283 亿美元，创 2016 年以来最低。但由于特朗普重启贸易战，中国可能将减少从美国购买大豆并提高对美国进口商品的关税，导致未来美国出口可能下降。第一季英国 GDP 同比增长 1.8%，为 2017 年第三季以来的最高增速，主要原因是制造业产量反弹，制造商赶在脱欧前囤积货物，因此 GDP 的强劲增长很难持续。

美联储高官本周多次发表言论称需警惕中美贸易紧张和英国脱欧的不确定性对美国持续施加的下行压力，美联储年内降息的可能性较上周提升明显。日本央行公布的货币政策会议纪要，将继续维持-0.1%的利率。经济衰退和全球不确定性加剧的风险促使日本央行承诺将利率维持在至少一年的超低水平。

美国总统特朗普上周日宣布美国将从本周五起将 2000 亿美元的中国商品关税上调到 25%，且“不久后”将对另外 3250 亿美元的中国商品征收 25% 的关税。周四举行的贸易谈判未能阻止新一轮关税到位。我们认为特朗普此次突然变脸，主要目的还是在于在谈判最后阶段向中国极限施压，以求获取更多的谈判利益。中美两国制度不同。攻守形势不同，所以贸易战升级，美国方面面临的压力更大。故而我们认为后续 3250 亿美元关税全面高税率加征的可能性不大，但不排除美国为了继续对中国施压，而公布征税清单、方案，并像之前一样逐步提升税率的可能。中长期来看，中美双方虽然仍会博弈，但不存在大规模对抗的必要性，故而和谈是必然结果。短期内谈判仍存在一些不确定性，但已是“黎明前的黑暗”。我们认为在中美贸易摩擦升级的背景下，中国货币政策将会保持较为宽松的环境；扩大开放、呵护民企、刺激消费等相关政策值得期待。

受中美贸易战重启的影响，本周全球股市大跌。美欧国债收益率下行，日债收益率上行。有色金属及能源价格有跌有涨，农产品普遍下跌。



相关报告

《预计美国一季度经济无惊喜》（20190423）

《美国零售销售强劲，欧美贸易争端升级——海外宏观周度观察（2019 年第 16 周）》（20190421）

《IMF 下调全球增长预期，英国延期脱欧——海外宏观周度观察（2019 年第 15 周）》（20190414）

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

1. 下周海外重点数据及事件预警	3
2. 油价上涨拉动美国通胀回升，英国一季度 GDP 超预期.....	3
2.1. 美国 CPI、PPI 双双回升	3
2.2. 英国一季度 GDP 增长强劲，但恐为昙花一现.....	4
3. 美联储降息可能性升高，日央行维持宽松政策.....	5
3.1. 通胀上行不减美国降息预期.....	5
3.2. 日央行维持超宽松.....	6
4. 贸易谈判进入攻坚区	6
4.1. 谈判的难点和分歧.....	6
4.2. 虚张声势还是一意孤行？	7
4.3. 谈判短期仍存在不确定性，但已是“黎明前的黑暗”	7
5. 全球市场表现.....	8
5.1. 全球股市大跌.....	8
5.2. 美欧国债收益率下行.....	9
5.3. 有色金属及能源价格有涨有跌，农产品普跌.....	10
图 1: 美国 4 月 CPI 受油价驱动上涨.....	3
图 2: 4 月油价大幅上涨.....	3
图 3: 4 月核心 PPI 维持温和增长	4
图 4: 英国第一季度 GDP 增长超预期	5
图 5: 6 月保持现有利率的概率为 93.3%	5
图 6: 全年维持利率不变的概率为 42.7%	5
图 7: 全球股市大跌.....	8
图 8: 美国国债收益率下行	9
图 9: 欧元区公债收益率下行.....	9
图 10: 日本国债收益率微升.....	9
图 11: 有色金属及能源价格有跌有涨.....	10
图 12: 农产品普跌.....	10
表 1: 重点数据及事件	3

1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

日期	国家	数据/事件
2019/05/14	英国	3 月三个月 ILO 失业率
2019/05/14	欧元区	5 月 ZEW 经济景气指数
2019/05/14	欧元区	3 月工业产出
2019/05/15	德国	一季度季调后 GDP
2019/05/15	欧元区	一季度 GDP
2019/05/15	美国	4 月零售销售
2019/05/16	美国	4 月新屋开工
2019/05/17	欧元区	4 月调和 CPI 终值
2019/05/17	美国	明尼阿波利斯联储主席讨论货币政策和经济

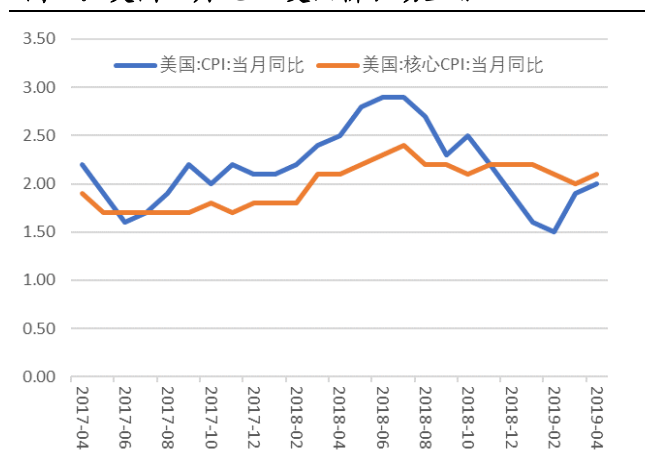
数据来源: 东北证券

2. 油价上涨拉动美国通胀回升, 英国一季度 GDP 超预期

2.1. 美国 CPI、PPI 双双回升

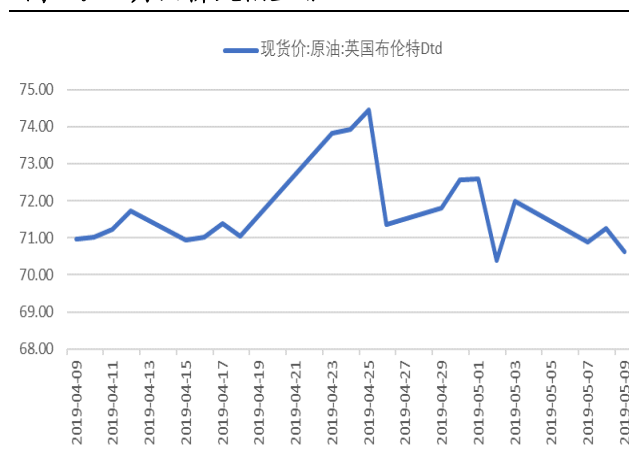
美国劳工部周五公布的 4 月消费者物价指数数据显示, 4 月 CPI 同比增长 2%, 低于预期 2.1%, 核心 CPI 同比增长 2.1%, 符合预期, 超过 3 月的 2%; 4 月 CPI 环比上涨 0.3%, 低于预期 0.4%, 核心 CPI 环比微涨 0.1%, 低于预期 0.2%。美国 4 月消费者物价指数上升, 但潜在通胀指标核心 CPI 保持温和。

图 1: 美国 4 月 CPI 受油价驱动上涨



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 4 月油价大幅上涨



数据来源: 东北证券, Wind

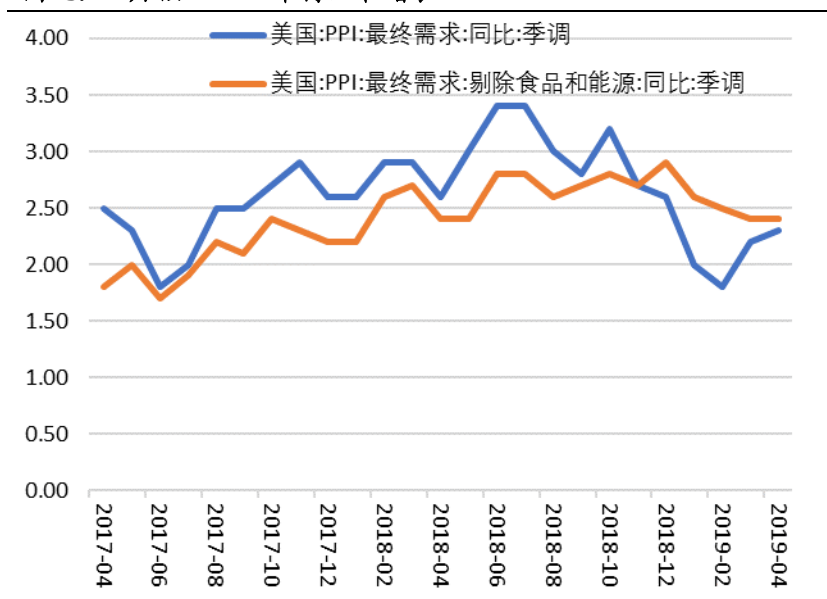
具体项目上看, 4 月 CPI 上涨主要跟汽油价格和住房租金有关。4 月份由于美国取消对伊朗原油出口的豁免, 国际油价大幅上涨, 美国汽油价格上涨 5.7%, 对 CPI 增速的贡献率超过三分之二。能源指数上涨 2.9%, 天然气指数下跌, 电力指数持平。4 月食品指数下跌, 这是近两年来首次月度下跌。住房成本继续支撑通胀, 租金上

涨 0.3%。医疗保健支出增长 0.3%，与 3 月份持平。二手车和卡车价格下降 1.3%，连续第三个月下降。机票、家具和烟草的费用有所下降。新车价格上涨 0.1%。本周五开始美国对从中国进口的关税升至 25%，若双方迟迟无法谈拢，未来几个月美国通胀将受到上行压力。

周四公布的美国 4 月 PPI 同比增长 2.2%，低于预期 2.3%，环比增长 0.2%，低于预期和前值；剔除波动性食品和能源价格后的核心 PPI 同比增长 2.4%，预期 2.5%，前值 2.4%，核心 PPI 环比增长 0.1%，低于市场预期值 0.2%和前值 0.3%。

劳工部报告显示，热塑性树脂和材料、旅游住宿服务和一些零售行业的利润率等均出现下降。本月 PPI 上涨主要受能源价格驱动。食品价格下跌 0.2%。

图 3: 4 月核心 PPI 维持温和增长



数据来源：东北证券，Wind

此外，美国商务部公布的 3 月贸易帐数据显示，美国 3 月贸易逆差扩大至 500 亿美元，低于预期的 501 亿美元。美国对中国商品贸易逆差收窄至 283 亿美元，创 2016 年以来最低。美国 3 月在出口额方面增长 1%，至 2120 亿美元，为 2016 年以来最低。其中，大豆发货量增长 39%。进口方面，石油、食品、汽车和药品的进口额增长 1.1%。但由于特朗普重启贸易战，中国方面作为还击，可能将减少从美国购买大豆并提高对美国进口商品的关税，因此若和谈不顺，未来美国出口可能下降。

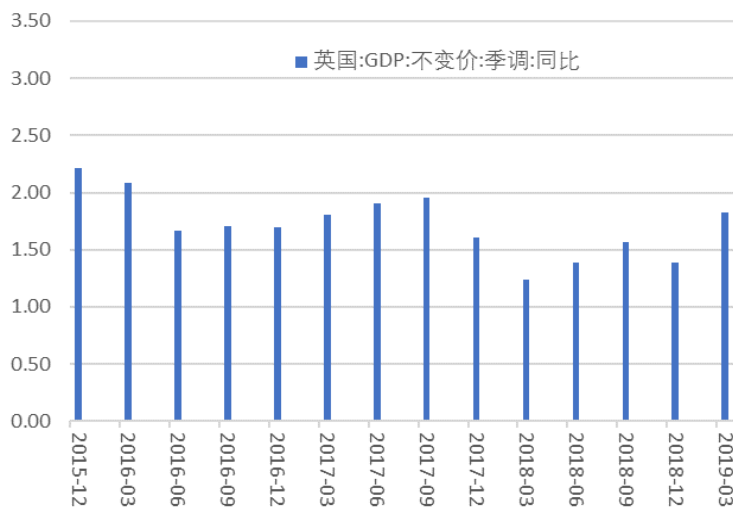
2.2. 英国一季度 GDP 增长强劲，但恐为昙花一现

周三，德国统计部门公布的数据显示，德国 3 月工业生产较前月增长 0.5%，预期为下降 0.5%，增长超预期主要由于消费品和建筑业产出的增长。不过因贸易摩擦和脱欧问题带来的影响，制造业前景依旧黯淡。

周五，英国国家统计局公布数据显示，第一季英国 GDP 同比增长 1.8%。这一增幅大于上季的 1.4%，创下 2017 年第三季以来的最高增速，主要原因是制造业产量反

弹，制造商赶在脱欧前交付订单，囤积货物，因此 GDP 的强劲增长很难持续。

图 4: 英国第一季度 GDP 增长超预期



数据来源：东北证券，Wind

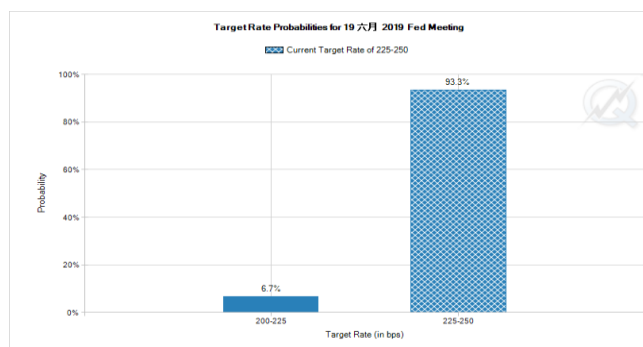
3. 美联储降息可能性升高，日央行维持宽松政策

3.1. 通胀上行不减美国降息预期

亚特兰大联邦储备银行总裁 Bostic 周四表示，美国经济已接近通胀走高的临界点，对中国进口商品提高关税也可能推高物价。Bostic 表示，美联储将密切关注贸易战，视其为可能影响通胀前景的因素之一。

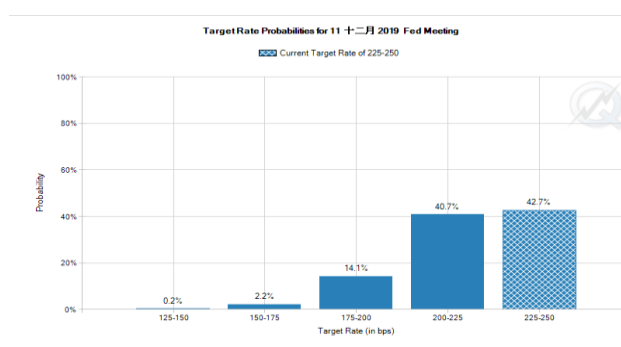
目前美国新生效的对中进口关税将增加企业成本，高达 25% 的关税将促使企业将成本转移至消费者身上，物价在未来有较大上涨可能，这会给美联储货币政策增加一定压力。但同时，贸易摩擦引发了市场对美国经济前景的忧虑，因此市场预期美联储年内降息可能性升高。CME Group 的“美联储观察”显示，目前市场预期 6 月份会议中降息概率为 6.7%，较一周之前有所上升；预期年内降息概率为 57.3%，较一周前有明显上升。

图 5: 6 月保持现有利率的概率为 93.3%



数据来源：东北证券，CME Group

图 6: 全年维持利率不变的概率为 42.7%



数据来源：东北证券，CME Group

3.2. 日央行维持超宽松

5月8日,日本央行公布的货币政策会议纪要显示,日本央行继续维持-0.1%的利率。经济衰退和全球不确定性加剧的风险促使日本央行承诺将利率维持在至少一年的超低水平。全球需求放缓令依赖出口的日本经济前景蒙上阴影下,大部分委员认为应当继续维持宽松,因距离实现物价目标仍然遥远。

美中贸易紧张局势不断升级,打击了出口和工厂产出,引发了对日本经济可能在今年的前三个月出现萎缩的担忧。一位董事会成员表示,如果经济失去实现2%通胀的势头,日本央行必须准备进一步“果断和灵活地”放宽政策。不过另一位成员认为,进一步放宽货币政策可能会适得其反,因为它会伤害商业银行,并阻止他们放贷。

总而言之,日本央行的整体表态仍是将会较长时间内维持宽松政策。

4. 贸易谈判进入攻坚区

美国总统特朗普(Donald Trump)上周日(5月5日)宣布,因不满中国有意将双方先前谈判中已谈妥的内容翻案,美国将从本周五起,将2000亿美元的中国商品关税从10%上调到25%,并且“不久后”将对另外3250亿美元的中国商品征收25%的关税。特朗普的言论正值中美贸易谈判进入冲刺阶段。周四中国副总理刘鹤率领的中国贸易代表团在华盛顿参加为期两日的贸易谈判,但未能阻止新一轮关税到位。

北京时间5月10日中午12点01分,美国正式对中国价值2000亿美元商品征收25%关税。中国商务部10日12点03分发表声明称,中方对此深表遗憾,将“不得不采取必要反制措施”,但未表明会出台哪些措施。

美中代表周五(5月10日)结束高层贸易谈判。双方虽然没有达成协议,但也避免了谈判破局。彭博社引述消息人士的话称,美方在此次的华盛顿会谈中给出了底线:在特朗普政府对剩余的价值3250亿美元的中国进口商品颁布额外关税之前,北京有三到四个星期达成协议。

4.1. 谈判的难点和分歧

随着贸易谈判进入最后阶段,中美双方对一些实质性问题难以达成一致,就目前透露出的消息来看,可能导致谈判破裂的问题有以下几点:

一是中国拒绝通过修改法律来解决美国主要关切的承诺。据路透社报道,有消息称美国发动了对华贸易战的原因是中国在文件中推翻了之前做出的多个承诺,这将导致美国的核心要求无法得到满足。中国删除了修改法律以解决美国主要关切的承诺,其中包括窃取美国知识产权和商业机密、强制技术转让、竞争政策、金融服务准入和货币操纵等。

二是中国经济模式核心的结构性问题。这些措施包括向国有企业提供补贴和其他财政援助，使它们成为不公平的竞争对手。有消息称，目前中国已经同意提高补贴的透明度，但在控制补贴方面还没有取得足够的进展。特朗普需要更多承诺来安抚自己的票仓。

三是关于贸易采购问题，美方要求中方扩大自美进口，甚至要求中方承诺具体数额，目前双方对采购数量未能达成一致。

四是决定如何执行该协议。特别是如果发生违规行为是否可重新征收关税，双方在这个问题上尚未达成一致。美国要求保留单方面征收关税的权利，同时要求中国放弃报复的权利。中方对此表示反对。

五是关于如何处理现有的双方一共价值 3600 亿美元产品的关税，双方还没有达成一致，中方要求全部取消，但美方希望保留部分关税作为后续协议执行的保障。

六是对协议草案文本的要求。中方要求文本平衡性，表达方式必须为国内民众所接受，不损害国家主权和尊严。

4.2. 虚张声势还是一意孤行？

特朗普敢于重新发难，很重要的原因是目前美国经济数据表现良好。美国一季度 GDP 环比折年率达到 3.2%，大超预期，失业率降至 3.6% 的新低。特朗普认为自己的贸易战不会对经济造成负面影响，这促使他坚持对中国继续征收部分关税。特朗普的顾问们表示，一系列积极的经济数据，尤其是第一季度国内生产总值的增长，在一定程度上是出口增长的结果，这证明了特朗普的正确。尽管经济学家将第一季度的经济增长归因于多种因素，但总统及其顾问将这些数据解读为他的关税正在减少贸易逆差、促进经济增长的证据。

除了美国经济数据表现良好的原因外，特朗普执意通过加征关税迫使中国让步的原因还可能是美国认为中方已经很难出给对等“报复”。除了已生效的对 2000 亿美元的中国商品的关税外，特朗普还计划对另外 3250 亿美元的中国商品征收 25% 的关税。然而据路透社估计中国除了去年提出的 1100 亿美元的美国进口商品外，只剩约 100 亿美元美国商品可以施加新增关税。

我们认为特朗普此次突然变脸，除了是对其声称的“中国违背约定”进行报复外，主要目的还是在于在谈判最后阶段向中国极限施压，以求获取更多的谈判利益。在与欧洲、加拿大、墨西哥、日本及其他地方的谈判中，他也曾将他的不可预测性作为一种手段。他曾就新的贸易条款与外国伙伴反复达成一致，后又为了达成额外目标表示要废除这些协议。

4.3. 谈判短期仍存在不确定性，但已是“黎明前的黑暗”

中美之间的谈判是当前两个最大经济体之间的博弈，也是在位霸权国对新兴大国的防范封锁，这决定了谈判必定是十分艰难和曲折的。加之特朗普本人风格就具备较大的不确定性，所以后续谈判中还存在较大的风险因素。中美两国制度不同。攻守

形势不同,所以贸易战升级,美国方面面临的压力更大。故我们认为后续 3250 亿美元关税全面高税率加征的可能性不大,但不排除美国为了继续对中国施压,而公布征税清单、方案,并像之前一样逐步提升税率的可能。中美谈判短期内还将有较多不确定性,需警惕相关风险。

回顾历史上中美的谈判以及美国与其它国家之间的博弈,往往是越接近协议达成的时刻,谈判越艰难、双方态度越强硬。中美两国之间未有不可调节的冲突,也没有急需转移的内外矛盾,所以我们认为中长期来看,中美双方虽然仍会博弈,但不存在大规模对抗的必要性,故而和谈是必然结果。短期内谈判仍存在一些不确定性,但已是“黎明前的黑暗”。

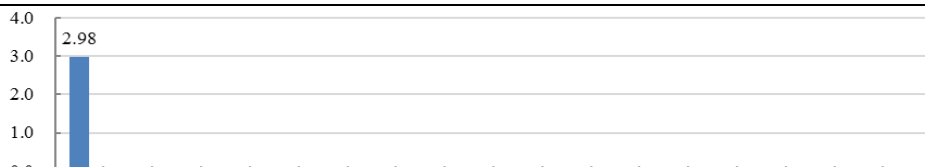
目前中美第 11 轮磋商已经结束,刘鹤表示,双方的协议必须是平等、互利的,在重大原则问题上中方决不让步。同时刘鹤指出,对中国来说,最重要的就是做好自己的事情。在特朗普发布 Twitter 决定加税之后,央行迅速定向降准,表现出维护市场信心、呵护中小企业发展的态度。我们认为在中美贸易摩擦升级的背景下,中国货币政策将会保持较为宽松的环境;未来中国会加大开放力度,增加与其它国家的贸易联系;同时深化改革,进一步支持民企发展,激发市场活力;中国国内市场需求巨大,拉动内需是应对外部环境变化的最好手段,刺激消费的相关政策值得期待。

5. 全球市场表现

5.1. 全球股市大跌

受中美贸易战重启的影响,本周全球股市大跌。标普 500 指数与纳指分别下跌 2.20% 和 3.07%。韩指下跌 4.1%,法指下跌 4.07%,新加坡股指下降 3.56%,德指下跌 2.88%,英国富时指数下跌 2.43%。

图 7: 全球股市大跌



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_12581

