

证券分析师

陆兴元

资格编号: S0120518020001

电话: 021-68761616

邮箱: lu_xy@tebon.com.cn

联系人

赵梧凡

电话: 021-68761616-6319

邮箱: zhaowf@tebon.com.cn

相关研究

贸易摩擦再起，谈判仍会继续

——宏观周报（05.06~05.12）

摘要：

● 主题评论：贸易摩擦再起，谈判仍会继续

✓ **贸易摩擦再起变化，美国重新对中国征收关税。**本周一，特朗普连发两条推特表示，因为中美贸易谈判的缓慢进展，让他考虑在本周五重启对中国的关税。面对特朗普突入起来的威胁，中方还是应美方邀请于5月9日至10日访美。美国目前已经正式对中国重新征收惩罚性关税。特朗普也是再发推特表示：习主席和我的关系依然非常强劲，未来对话会继续。与此同时，美国已经对中国施加关税，取决于未来的谈判，这些关税可能会也可能不会被移除。由此我们可以预判到未来，中美贸易谈判具有较大的反复性与复杂性。

✓ **贸易摩擦突然升级，短期确实提高了两国经济的不确定性。**尤其是根据本周公布的数据显示，中美双方都存在一定的经济增长隐忧。中国方面，4月出口增速较3月大幅回落近17个百分点至-2.7%，其中，中国对美国出口明显回落。金融数据方面，4月信贷、社融环比回落显著，市场流动性充裕但信用扩张仍显不足。美国方面，美国经济方面，美国4月ISM制造业PMI下滑至52。一季度美国GDP尽管超市场预期，但结构存在隐忧，高增长难以维系。同时，美国赤字率跳涨，联邦预算赤字上涨37.7%。

✓ 从中美目前的经济状况来看，中美双方经济从长期上看，都难以支撑长时间的贸易摩擦。但从短时间来看，中国目前所处的经济环境，较去年有较大改善，经济下行压力有所缓解。同时，在货币政策上，有较大可操作空间。美国方面，美国经济增长内生动力不足，同时特朗普出于对总统选举连任的需求，我们认为美国方面态度也将会较去年有所缓和。综合来看，我们认为中美双方在经济发展的长期过程中，难免存在贸易上的争端。但就短期来看，我们认为此次贸易摩擦最终还是达成会达成协议。未来第十二轮经贸磋商与6月底的G20峰会将成为重要的观察时间窗口。

● **本周大类资产走势回顾：**贸易摩擦再升级，全球股债双双下行。股市：在本周一中美贸易摩擦再度升级，本周A股市场大幅下跌。受恐慌情绪影响，全球股市共振下行。上证综指下跌4.5%；利率：同样受中美贸易摩擦影响，中国十年期国债收益率大幅下行（-8.52BP）；美国十年期国债收益率也下行7个bp；汇率：美元指数下跌（-0.52%）；人民币币值下跌（-0.86%）；商品：原油价格小幅上涨0.11%，最新报价70.86美元/桶；黄金价格最新报价1287.4美元/盎司，小幅上涨0.48%。

● 国内外重点事件追踪。

● **国内：**5月11日周六，国务院办公厅发布《国务院2019年立法工作计划》。围绕提高保障和改善民生水平，提请全国人大常委会制定城镇住房保障条例、住房租赁条例等；易会满发表讲话，上市公司必须守住四条底线，谨记四个敬畏。

● **海外：**英国议会三度否决特蕾莎·梅与欧盟达成的脱欧协议后，特蕾莎·梅一个多月前与科尔宾率领的工党展开跨党谈判，英国要求她提前下台的声音与日俱增；美联储官员密集发声：不平等在扼杀美国经济潜力。

● **下周重点关注。**下周重点关注中国工业增加值、消费和投资数据。

● **风险提示：**政策不及预期，全球经济失速下行

目 录

1. 主题评论：贸易摩擦再起，谈判仍会继续.....	4
1.1 中美贸易摩擦新变化	4
1.2 中美经济再比较	4
2. 大类资产走势回顾.....	7
2.1 股债：贸易摩擦再升级，引发全球股债双双下行	7
2.2 汇率：人民币、美元双双下跌	7
2.3 商品：油价小幅上涨，金价小幅上涨	8
3. 国内外重点事件跟踪回顾.....	8
3.1 国内跟踪	8
3.1.1 国务院办公厅发布《国务院 2019 年立法工作计划》	8
3.1.2 易会满：上市公司必须守住四条底线，谨记四个敬畏.....	8
3.2 海外跟踪	9
3.2.1 脱欧谈判进展缓慢，特蕾莎·梅恐遭下台危机	9
3.2.2 美联储官员密集发声：不平等在扼杀美国经济潜力	9
4. 下周重要财经数据和事件.....	9
下周重点关注中国工业增加值、消费和投资数据。	9

图表目录

图 1 4 月进出口增速（按美元计）（%）	5
图 2 PMI 相关指数（%）	5
图 3 社会融资规模及同比多增（亿元）	5
图 4 M1 与 M2 增速（%）	5
图 5 新增人民币贷款（亿元）	5
图 6 美国 ISM PMI 指数	6
图 7 美国 GDP 与分项同比（%）	6
图 8 美国财政收入与财政支出（百万美元）	7
图 9 全球主要指数涨跌幅	7
图 10 中美日欧国债收益率变动	7
图 11 汇率变动	8
图 12 布伦特原油活跃期货收盘价	8
图 13 黄金价格	8
表 1 中美历次谈判	4
表 2 下周重要财经数据和事件	8

1. 主题评论：贸易摩擦再起，谈判仍会继续

本周贸易摩擦再起美国时间5月5日，特朗普连发两条推特表示，因为中美贸易谈判的缓慢进展，让他考虑在本周五重启对中国的关税，并且计划将关税水平从10%提升为25%。同时，他正在考虑对3250亿美元的商品继续加征25%的关税。

1.1 中美贸易摩擦新变化

面对特朗普突入起来的威胁，中方还是应美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦的邀请，刘鹤副总理于5月9日至10日访美，与美方就经贸问题进行了第十一轮磋商。

刘鹤抵达后对媒体表示，我是带着诚意而来，希望在当前特殊形势下，理性、坦诚地与美方交换意见。中方认为，加征关税不是解决问题的办法，对中美双方不利，对世界也不利。在第十一轮磋商结束后，刘鹤表示，大家一致认为，双方需要保持这种继续磋商的良好势头，尽管暂时有一些阻力和干扰。双方也同意，在未来、在北京再见面，继续推动磋商。并且磋商并没有破裂，双方在很多问题上首先是澄清立场，讨论下一步磋商的内容，对未来我们是审慎乐观的。

表 1 中美历次谈判

轮次与时间	谈判地点	主要成果
第一轮 2018年5月上旬	美国财长姆努钦率团访华	在有些领域达成一些共识，在一些问题存在较大分歧
第二轮 2018年5月中旬	刘鹤副总理率团访美	中美在华盛顿达成一致，发表联合声明
第三轮 2018年6月上旬	美国商务部长罗斯访华	双方就落实两国在华盛顿的共识，在农业、能源等多个领域进行了良好沟通，取得了积极的、具体的进展
第四轮 2018年8月中下旬	美国商务部副部长王受文率团访美	双方就关注的经贸问题进行了建设性、坦诚的交流，并未取得突破性进展
第五轮 2019年1月下旬	刘鹤副总理率团访美	双方积极落实两国元首重要共识，就共同关注的贸易问题和结构性问题进行了广泛、深入、细致的交流
第六轮 2019年2月中旬	美国贸易代表莱特希泽和财长姆努钦访华	双方就主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商
第七轮 2019年2月中下旬	刘鹤副总理访美	双方进一步落实两国元首重要共识，围绕协议文本开展谈判，在具体问题上达成实质性进展
第八轮 2019年3月下旬	美国贸易代表莱特希泽和财长姆努钦访华	双方取得一定进展，并正在讨论贸易协议的文本内容
第九轮 2019年4月上旬	刘鹤副总理访美（特朗普会见）	双方取得新的进展，就遗留的问题通过各种有效方式进一步磋商。
第十轮 2019年5月初	美国贸易代表莱特希泽和财长姆努钦访华	双方取得一定进展，并按计划将于下周在华盛顿举行第十一轮中美经贸高级别磋商。
第十一轮 2019年5月初	刘鹤副总理访美	双方澄清立场，讨论下一步磋商的内容。同意，在未来、在北京再见面，继续推动磋商

资料来源：WIND, 德邦研究

目前，我国商务部证实美国已经上调中国2000亿美元商品关税至25%。根据美国贸易代表文件，关税提高自美国时间5月10日起执行，但对5月10日之前中国出口，在6月1日之前到达美国的商品仍以10%税率计算。中方对此表示，将不得不采取必要反制措施。

而在美国国内，美国全国零售商联合会、信息技术产业协会、化学委员会、大豆协会等众多行业协会近日纷纷发表声明，反对美国进一步调高中国输美商品关税。而在此前，中国刚刚加大了对美国的大豆进口力度。

而在5月11日，美国正式对中国加征关税后，特朗普又在推特上表示：过去的两天，美国和中国就两国之间的贸易关系的现状展开了开诚布公、具有建设性的对话。习主席和我的关系依然非常强劲，未来对话会继续。与此同时，美国已经对中国施加关税，取决于未来的谈判，这些关税可能会也可能不会被移除。由此我们可以预判到未来，中美贸易谈判具有反复性与复杂性。

1.2 中美经济再比较

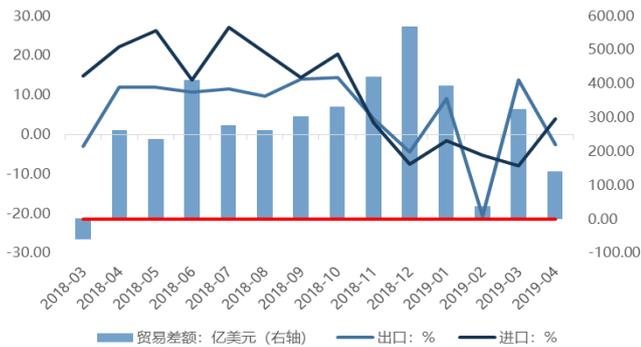
贸易摩擦突然升级，短期确实提高了两国经济的不确定性。尤其是根据本周公布

的数据显示，中美双方都存在一定的经济增长隐忧。

首先从中国公布的经济数据来看，与关税最为相关的进出口数据也在上周公布。4月按美元计，出口增速较上月大幅回落近17个点至-2.7%。尽管有一定的汇率和基数影响，但是进口增速下滑的最主要原因还是全球经济的放缓。

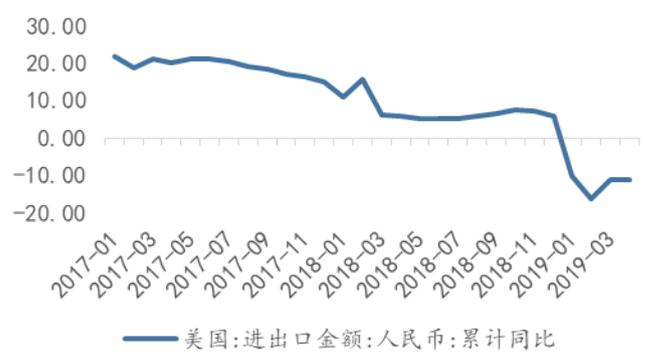
分地区看，本月对各个地区出口增速均出现了放缓。本月较3月比，对美国的出口增速放缓近17个点至-13.1%。虽然本月对各个地区出口均有放缓，但1-4月合起来看，在关税影响下，对美国出口增速的回落程度还是远远高于其他国家，1-4月对美出口同比为-10.1%，较18年四季度回落近16个点。

图 14 月进出口增速（按美元计）（%）



资料来源：WIND，德邦研究

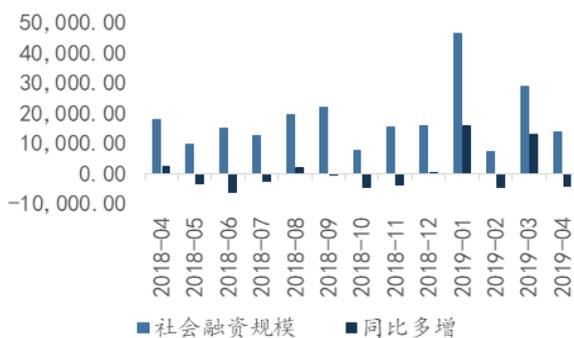
图 2 PMI 相关指数（%）



资料来源：WIND，德邦研究

在金融数据方面，4 月份社会融资规模增量为 1.36 万亿元，主要原因是新增人民币贷款与非标融资的大幅缩量。另外，4 月末，M2 同比增长 8.5%，增速比上月末低 0.1 个百分点。尽管本月 M2 增速有所回落，但依旧比上年同期高 0.2 个百分点，处在正常区间。这表明目前整体流动性还是相对宽松的。M1 同比增长 2.9%，增速分别比上月末和上年同期低 1.7 个和 4.3 个百分点。本月 M1 增速下滑也和非标加速收缩和重新收紧的房地产调控政策有关。

图 3 社会融资规模及同比多增（亿元）



资料来源：WIND，德邦研究

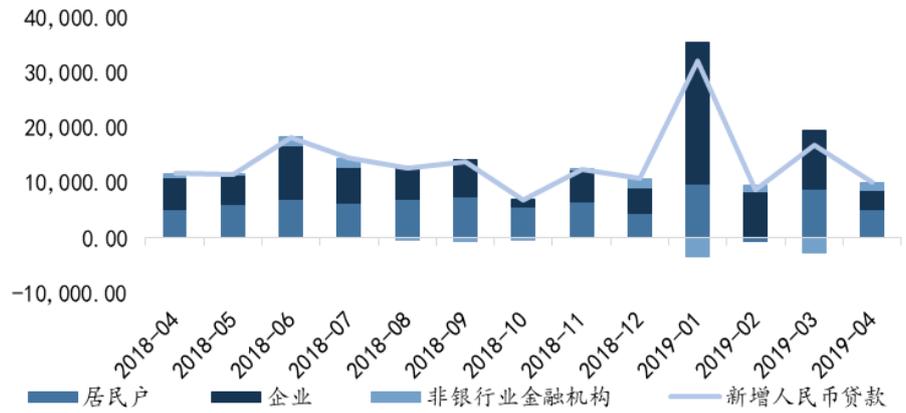
图 4 M1 与 M2 增速（%）



资料来源：WIND，德邦研究

4 月份人民币贷款增加 1.02 万亿元，同比少增 1615 亿元，较上月减少 6700 亿元。四月信贷环比下降主要是因为一季度银行贷款发放超量，提前透支了部分信贷需求。从结构上看，本月信贷数据的回落，主要来自于企业贷款的减少，支撑点主要在于居民中长期贷款与票据融资。同时，本月票据融资增加 1874 亿元，重回高位，一定程度上显示了当前存款类金融风险偏好依旧不高。

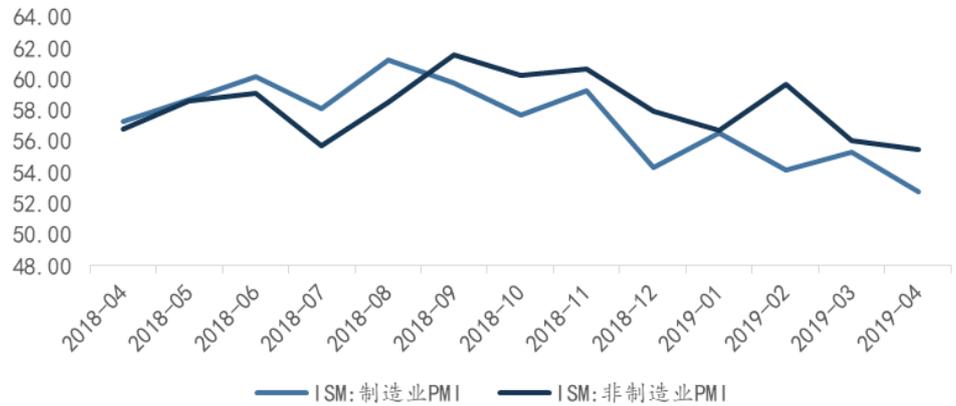
图 5 新增人民币贷款（亿元）



资料来源：WIND，德邦研究

美国经济方面，美国4月ISM制造业PMI下滑至52，其中新订单、产出、就业分项都有所下滑，出口订单指数更是自2016年2月以来首次跌入50以下。

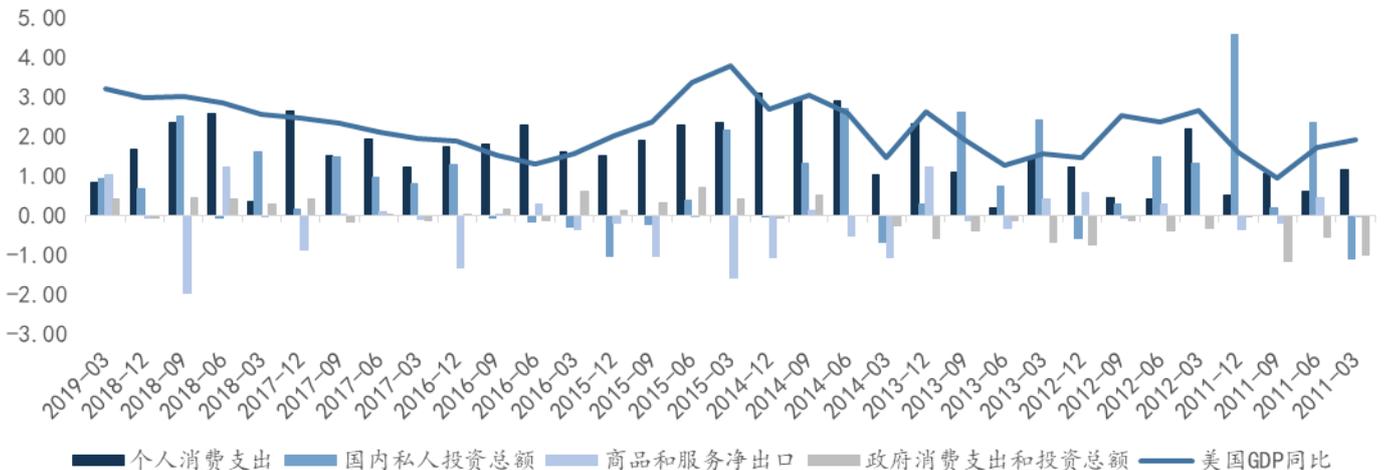
图6 美国ISM PMI指数



资料来源：WIND，德邦研究

另外，美国一季度GDP远超市场预期，美国一季度GDP环比折年率初值为3.2%，高于预期值2.3%，也较前值2.2%大幅回升。此次超预期增长主要来自于出口和投资的增加。在美国GDP主要拉动项——消费支出方面，随着税改的推动力减弱，美国消费后续增长力度不足。同时，正向拉动最强的库存以及净出口一定程度上受到贸易争端的影响。未来，随着贸易摩擦新升级，美国净出口增量将难以维系。

图7 美国GDP与分项同比 (%)

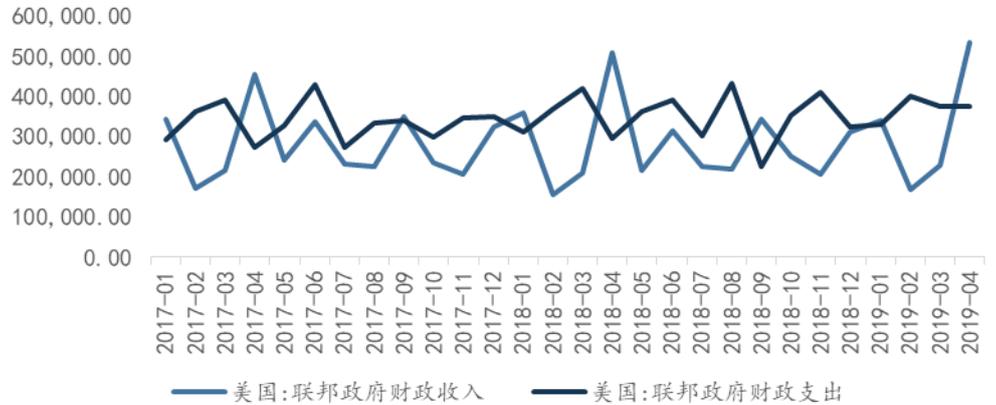


资料来源：WIND，德邦研究

另外，困扰美国经济增长的还有一个原因，美国跳涨的财政赤字。根据美国财政

部报告显示，2019 财年前七个月，美国总财政收入 2.043 万亿美元，较上一财年同期增长 1.8%。总财政支出 2.574 万亿美元，同比增长 7.6%，债务利息支出增长最快。尽管财政收入创历史最高，但支出过大令联邦预算赤字涨 37.7%，至 5310 亿美元。一季度美国 GDP 受美国政府自 2017 年起力推的“1.5 万亿美元财政政策”刺激效果显著，但持续上涨的财政赤字率，可能难以支撑政府继续依靠投资拉动经济。

图 8 美国财政收入与财政支出（百万美元）



资料来源：WIND, 德邦研究

从中美目前的经济状况来看，中美双方经济从长期上看，都难以支撑长时间的贸易摩擦。但从短时间来看，中国目前所处的经济环境，较去年有较大改善，经济下行压力有所缓解。同时，在货币政策上，相较于去年的美联储加息周期，有较大可操作空间。美国方面，美国经济增长内生动力不足，同时特朗普出于对总统选举连任的需求，我们认为美国方面态度也将会较去年有所缓和。综合来看，我们认为中美双方在经济发展的长期过程中，难免存在贸易上的争端。但就短期来看，我们认为此次贸易摩擦最终还是达成会达成协议。未来第十二轮经贸磋商与 6 月底的 G20 峰会将成为重要的观察时间窗口。

2. 大类资产走势回顾

2.1 股债：贸易摩擦再升级，引发全球股债双双下行

- 1) **股市**：在本周一中美贸易摩擦再度升级，本周 A 股市场大幅下跌。受恐慌情绪影响，全球股市共振下行。上证综指下跌 4.5%。
- 2) **利率**：同样受中美贸易摩擦影响，中国十年期国债收益率大幅下行（-8.52BP）；美国十年期国债收益率也下行 7 个 bp。

图 9 全球主要指数涨跌幅

图 10 中美日欧国债收益率变动

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_12603



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn