

中美达成第一阶段经贸协议终结贸易摩擦升级

主要结论：

一、中美达成第一阶段经贸协议终结贸易摩擦升级

13日晚间，国新办举行新闻发布会，介绍中美经贸磋商相关进展，并发布《中方关于中美第一阶段经贸协议的声明》，中美双方第一阶段经贸协议文本初步达成一致，这对中国经济和市场都将产生较大的影响。

1) 首先，中美双方达成、签署相关经贸协议的概率大增。从中美双方的官方信息来看，中美已经就第一阶段的协议文本达成一致，双方将择时签署协议。这表明，中美双方基本上已经在经贸摩擦方面阶段性达成一致，前期互相加增的关税有望逐步调降，中美经贸关系阶段性缓和。

2) 从协议的主要内容和新闻发布会的表态来看，中方在进出口、改革开放方面将加大力度，美方将取消加征关税并进一步对华开放部分商品和服务。总体上看，中国将扩大对美进口、加强知识产权包括、注重技术转让、开放金融服务、推进汇率改革，这意味着中国改革开放的力度和节奏都将加快。同时，美方将分阶段取消对华加征关税，并逐步开放对华出口商品和服务。

3) 未来的中美经贸关系仍存较大的不确定性，中美关系中对抗成分加剧的大方向可能没有改变。中美第二阶段经贸谈判的协议，仍取决于第一阶段中美经贸协议的执行情况。如果后期美国经济好转，白宫可能认为有空间和能力与中国展开新一轮较量，仍可能会选择加征关税或者其他形式的经贸对抗。因此，中美经贸关系仍可能存在较大的不确定性。而且，中美由于经济结构、意识形态、产业链的竞争都在加剧，中美关系中对对方成分增加的大方向可能不会随着阶段性达成经贸协议而逆转。

4) 达成初步协议有利于中国加快经济结构调整，扩大改革开放的决心和力度。从本次中美经贸摩擦的过程来看，中国在科技、研发、创新方面仍存在较大的问题，而过去一年多时间的中美摩擦，让这些问题更加充分的暴露，使得中国扩大改革开放的决心更加坚定。

5) 尽管美方减税的力度略低于市场预期，但市场风险偏好回升的方向确定。从官方正式公布的数字来看，第一阶段协议美方调降关税商品的金额低于预期，令市场出现一定的回落。但是，从中期的角度来看，我们认为，至少从当前到美国2020年总统选举结束，中美关系走向阶段性缓和的方向确定，市场风险偏好回升的大方向基本确定。

二、美国11月零售销售和通胀数据略低于预期

- 美国11月核心CPI同比与预期持平：能源价格和房屋价格为主要提振。
- 美国11月PPI低于预期：商品价格的上涨抵消了服务价格的下跌。
- 美国11月零售销售低于预期：主要受保健和个人护理店以及服装及服装配饰店的拖累。

三、本周重点关注美国住房市场、JOLTS职业空缺数和物价指数

- 财经数据：美国11月新屋开工年化月率、美国11月营建许可月率、美国11月工业产出月率、美国10月JOLTS职位空缺、美国12月费城联储制造业指数、美国11月成屋销售年化总数和美国11月核心PCE物价指数年率。

风险提示：

- 美联储货币宽松程度不及预期，导致经济向下压力的累积。
- 全球贸易摩擦进一步升温，拖累全球需求。
- 新兴市场持续动荡拖累全球经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下:

一、中美达成第一阶段经贸协议终结贸易摩擦升级

12月13日凌晨,特朗普发布推特表示中美双方第一阶段经贸协议初步达成;随后,13日晚间,国新办举行新闻发布会,介绍中美经贸磋商相关进展,并发布《中方关于中美第一阶段经贸协议的声明》(下文简称《声明》);这对中国经济和市场都将产生较大的影响。

首先,中美双方达成、签署相关经贸协议的概率大增。从中美双方的官方信息来看,中美已经就第一阶段的协议文本达成一致,双方将择时签署协议。这表明,中美双方基本上已经在经贸摩擦方面阶段性达成一致,前期互相加增的关税有望逐步调降,中美经贸关系阶段性缓和。

第二,从协议的主要内容和新闻发布会的表态来看,中方在进出口、改革开放方面将加大力度,美方将取消加征关税并进一步对华开放部分商品和服务。从《声明》的内容看,协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款等九个章节。总体上看,中国将扩大对美进口、加强知识产权包括、注重技术转让、开放金融服务、推进汇率改革,这意味着中国改革开放的力度和节奏都将加快。同时,美方将分阶段取消对华加征关税,并逐步开放对华出口商品和服务。

第三,未来的中美经贸关系仍存较大的不确定性,中美关系中对抗成分加剧的大方向可能没有改变。从新闻发布会上的表态来看,中美第二阶段经贸谈判的协议,仍取决于第一阶段中美经贸协议的执行情况。如果后期美国经济好转,白宫可能认为有空间和能力与中国展开新一轮较量,仍可能会选择加征关税或者其他形式的经贸对抗。因此,中美经贸关系仍可能存在较大的不确定性。而且,中美由于经济结构、意识形态、产业链的竞争都在加剧,中美关系中对对方成分增加的大方向可能不会随着阶段性达成经贸协议而逆转。

第四,达成初步协议有利于中国加快经济结构调整,扩大改革开放的决心和力度。从本次中美经贸摩擦的过程来看,中国在科技、研发、创新方面仍存在较大的问题,中国的经济受到地产和传统制造业、出口影响较大,内生性增长动力仍显不足,创新和研发不够导致全要素生产率不高,从而拖累潜在增长率下行;中国的一些行业 and 部门杠杆率较高、风险较大,导致系统性金融风险发生概率上升;社会贫富分化有加重的迹象,财富分配不均带来的社会问题亟待解决。而过去一年多时间的中美摩擦,让这些问题更加充分的暴露,使得中国扩大改革开放的决心更加坚定。

第五,尽管美方减税的力度略低于市场预期,但市场风险偏好回升的方向确定。市场本来预期美方将调降3600亿美元关税,但从官方正式公布的数字来看,第一阶段协议美方调降关税商品的金额低于预期,令市场出现一定的回落。但是,从中期的角度来看,我们认为,至少从当前到美国2020年总统选举结束,中美关系走向阶段性缓和的方向确定,市场风险偏好回升的大方向基本确定。

二、美国11月零售销售和通胀数据略低于预期

1、美国11月核心CPI同比与预期持平

12月11日晚间美国劳工部公布数据显示，美国11月CPI同比2.1%，高于预期的2.0和前值的1.7%；CPI环比为0.3%，高于预期的0.2%，低于前值的0.4%；核心CPI同比2.3%，与预期和前值的2.3%持平。

能源价格和房屋价格的上升为价格指数上涨主要原因。分类数据显示，在10月能源价格环比上涨2.7%之后，11月能源价格环比上涨0.8%、同比下跌0.6%；房屋价格环比上涨0.3%，租房成本同样环比上涨0.3%；在10月二手车价格环比上涨1.3%之后，11月二手汽车和卡车价格环比上涨0.6%；新车价格环比下跌0.1%，为连续第五次下跌。

2、美国11月PPI低于预期

12月12日晚间美国劳工部公布数据显示，美国11月PPI同比1.1%，低于预期1.3%，与前值1.1%持平。美国11月PPI环比0%，低于预期0.2%，低于前值0.4%；美国11月核心PPI同比1.3%，低于预期1.7%，并低于前值1.6%。美国11月核心PPI环比-0.2%，低于预期0.2%，并低于前值0.3%。

商品价格的上涨抵消了服务价格的下跌。11月服务价格下降0.3%，为自2017年2月的下降0.3%以来的最大下跌，三分之二的下跌归因于贸易服务价格0.6%的下跌。相反的是，11月旅行住宿服务价格上升2.6%。11月商品价格上涨0.3%，紧随着10月商品价格0.7%的上涨。商品价格一半的上涨归因于食品价格1.1%的上涨，其中，肉类食品价格上涨3.9%。11月能源价格上涨0.6%，但住宅用电价格下跌0.6%。

3、美国11月零售销售低于预期

12月13日晚间美国商务部公布数据显示，美国11月零售销售月率为0.2%，低于预期的0.5%，也低于前值的0.4%；美国11月核心零售销售月率为0.1%，低于预期值的0.4%，低于前值的0.3%。

美国11月零售销售弱于预期主要受保健和个人护理店以及服装及服装配饰店的拖累。分类数据显示，机动车辆及零部件店销售额环比增加0.5%，低于前值的1.0%；加油站销售环比增加0.7%，低于前值增加的1.7%；家具和家用装饰店销售额环比上升0.1%，高于前值降低的0.7%；电子和家用电器店销售额环比上升0.7%，高于前值降低的0.8%；建筑材料、园林设备及物料店销售额环比0%，高于前值降低的0.3%；食品和饮料店销售额环比增长0.3%，高于前值增加的0.2%；保健与个人护理店销售额环比降低1.1%，但低于前值增加的0.5%；服装及服装配饰店销售额环比下降0.6%，低于前值降低的0.3%；无店铺零售业销售环比增加0.8%，高于前值增加的0.6%。

图表 1：海外宏观数据跟踪和简评

美国	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	19-12	最新数据简评
增长																
GDP (环比折年率, %)			2.2			3.2			2.1		1.9					高于预期, 消费为主要提振
消费																
个人总收入 (环比折年率, %)	0.5	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.1	0.5	0.5	0.4	0.1	0.4	0.3	0.0			个人收入回落
个人消费支出 (环比折年率, %)	0.6	0.4	(0.6)	0.1	0.1	0.9	0.3	0.4	0.3	0.6	0.1	0.2	0.3			对能源商品与服务支出增加为主要提振
零售销售额 (环比折年率, %)	0.8	0.2	(1.2)	0.2	(0.2)	1.6	0.3	0.4	0.4	0.7	0.4	(0.30)	0.30	0.20		保健和个人护理店以及服装及服装配饰店的拖累
投资																
耐用品订单 (环比, %)	-4.4	0.8	1.2	0.4	(1.6)	2.7	(2.1)	(1.4)	2.1	2.1	0.2	(1.1)	0.6			金属制品、电脑及相关产品和资本货物订单为主要提振
建造支出 (环比, %)	-0.1	0.8	(0.6)	1.3	1.0	(0.9)	(0.1)	(0.8)	(1.3)	0.06	1.3	0.5	(0.8)			建造投资大幅回落
对外贸易																
出口 (同比, %)	6.3	3.8	0.1	3.0	2.4	1.3	(0.1)	(1.3)	(2.2)	(0.6)	0.1	(1.8)	(1.4)			海外需求回升
进口 (同比, %)	8.5	3.2	3.1	1.6	-0.5	2.6	0.2	3.3	1.2	0.1	0.0	(2.8)	(4.7)			内需拉动回落
贸易差额 (十亿美元)	-55.5	-49.3	-59.8	-51.1	-49.4	-50.0	(50.8)	(55.5)	(54.0)	(54.9)	(52.5)	(47.2)				贸易逆差小幅回落
通胀																
CPI (同比, %)	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8	2.1		能源价格和房屋价格的上升为价格指数上涨主要原因
核心CPI (同比, %)	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.4	2.4	2.3	2.3		持平于前值
核心PCE (同比, %)	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6	1.8	1.7	1.6			低于前值和预期
密歇根半年通胀预期 (同比, %)	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5	2.5	2.9	2.6	2.6	2.7	2.8	2.5	2.5	2.3	为2017年下半年以来最低
劳动力市场																
非农就业新增人数 (千人)	250.0	155.0	312.0	304.0	20.0	196.0	263.0	75.0	224.0	164.0	130.0	136.0	12.8	26.6		11月出现增长
失业率 (%)	3.7	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7	3.5	3.6	3.5		略低于前值
平均时薪 (环比, %)	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	(0.0)	0.2	0.2		与前置持平
职位空缺数 (千人)	7079	6888	7335	7581	7087	7488	7449	7323	7348	7217	7051	7024				零售贸易行业和教育与健康产业为主要拖累。
房地产市场																
标普/CS房价指数 (同比, %)	5.0	4.7	4.6	4.3	3.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.0	2.0	2.1				房价持平与前值
成屋销售 (折年数, 万套)	522	532	499	494	551	521	519	534	527	542	549	538	546			中西部和南部地区上升
新屋开工 (环比, %)	1.5	3.2	-11.2	18.6	-8.7	-0.3	5.7	-0.9	-0.9	-4.0	12.3	(9.4)	3.8			中西部、南部和西部地区为主要提振
营建许可 (环比, %)	-0.4	5.0	0.3	1.4	-2.0	-1.7	0.6	0.7	-6.1	6.9	7.7	(2.7)	5.0			营建许可大幅回落
其他																
ISM制造业PMI指数	57.7	59.3	54.1	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1	51.7	51.2	49.1	47.8	48.3	48.1		制造业继续回落
ISM非制造业PMI指数	60.3	60.7	57.6	56.7	59.7	56.1	55.5	56.9	55.1	53.7	56.4	52.6	54.7	53.9		制造业带动服务业回升
工业产能利用率 (%)	78.4	78.5	78.7	78.3	78.2	78.8	77.9	78.1	77.9	77.5	77.9	77.4	76.7			产能利用率小幅回落
密歇根大学消费者信心指数	98.6	97.5	98.3	91.2	93.8	98.4	97.2	100.0	98.2	98.4	89.8	92.0	95.5	96.8	99.2	消费者信心指数升至2017年初以来的最高水平, 长期通货膨胀预期回到历史最低。
美联储总资产 (万亿美元)	4.187	4.145	4.123	4.106	4.016	3.976	3.900	3.870	38.300	38.000	39.100	40.700				美联储扩表
美国联邦基金基准利率	2.0-2.25	2.0-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.00-2.25	2.00-2.25	1.75-2.00	1.75-1.5	1.75-1.5		10月降息25个基点
美元实际有效汇率指数	101.94	103.05	103.22	106.00	105.90	106.31	106.40	107.40	107.10	106.30	108.40	108.60	107.90	107.60		美元实际有效汇率小幅下行
其他发达经济体	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	19-12	简评
欧元区																
GDP (环比折年率, %)			0.8			1.6			0.8		0.8					欧元区经济疲软
CPI (同比, %)	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4	1.7	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	0.7	1.0		通胀小幅回升
核心CPI (同比, %)	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8	1.2	0.8	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3		核心CPI小幅回升
出口 (季调环比, %)	2.1	(1.0)	(0.1)	0.8	(1.4)	0.9	(2.5)	1.4	(0.6)	0.6	0.4	0.6				外部需求小幅回升
进口 (季调环比, %)	2.6	(1.9)	0.0	0.3	(2.7)	2.5	(0.9)	(1.0)	0.3	0.0	(1.2)	1.5				内部需求大幅回升
贸易差额 (十亿欧元)	12.5	15.1	15.6	17.0	19.5	17.9	15.3	20.2	17.9	19.0	20.3	18.3				贸易差额回落
Markit制造业PMI指数	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2	47.5	47.8	47.7	47.6	46.4	47.0	45.7	45.9	46.6		制造业持续好于前值, 德国和法国制造业均出现回暖
Markit服务业PMI指数	53.7	53.4	51.4	51.2	52.8	53.3	52.5	53.6	53.3	53.4	51.6	51.8	51.5			低于前值, 制造业的疲软影响到服务业
德国经济景气指数	111.2	111.8	109.9	108.5	108.4	106.6	105.1	105.5	102.6	100.2	100.6	99.4	99.2	99.6		德国经济景气回升
工业生产指数 (环比, %)	0.1	-1.7	-0.9	1.4	-0.2	-0.3	-0.5	0.9	0.0	(0.4)	0.4	0.1				工业生产指数小幅回落
欧央行总资产 (万亿欧元)	4.62	4.66	4.67	4.69	4.69	4.70	4.70	4.70	4.68	4.68	4.68	4.64				逐步退出QE
欧央行主要再融资利率	0.00	0.00	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0			维持利率不变
英国																
GDP (环比折年率, %)			0.7			2.0			(0.8)		1.2					经济大幅回升
CPI (同比, %)	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	2.0	2.1	1.7	1.7	1.5			通胀小幅回落
英央行基准利率	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75			脱欧问题影响货币政策方向
日本																
GDP (环比折年率, %)			1.4			2.1			1.3		0.2					国内经济回落
CPI (同比, %)	1.4	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2				通胀保持稳定
日本央行总资产 (万亿日元)	551.8	555.5	552.1	556.9	561.9	557.0	562.0	567.0	565.0	568.3	572.7	569.7	575.6	578.5		接近QE的极限
新兴市场GDP增速 (同比, %)	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	19-12	简评
巴西			1.1			0.5			1.0		1.2					经济增速回升
印度			6.5			5.8			5.0		4.6					经济增速回落
韩国			3.2			1.8			2.1		2.0					经济小幅回落
印尼			5.2			5.1			5.0		5.0					GDP保持稳定
香港			1.3			0.6			0.5		-2.9					GDP有正转负
台湾			1.8			1.7			2.4		3.0					经济大幅回升
新兴市场CPI (同比, %)	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	19-12	简评
巴西	4.5	4.6	3.8	3.8	3.9	4.6	4.9	4.7	3.4	3.2	3.4	2.9	2.5	3.3		通胀大幅回升
俄罗斯	3.4	3.5	4.3	5.0	5.2	5.3	5.2	5.1	4.7	4.6	4.3	4.0	3.8	3.5		通胀大幅下行
印度	5.6	4.9	5.2	6.6	7.0	7.7	8.3	8.7	8.6	6.0	6.3	7.0	7.6			通胀大幅回升
韩国	1.9	2.0	1.3	0.8	0.4	0.3	0.6	0.7	0.6	0.0	-0.4	0.0	0.15			通胀小幅回升
印尼	2.9	3.2	3.1	2.8	2.6	2.5	2.8	3.3	3.3	3.3	3.5	3.4	3.1	3.0		通胀小幅回落
沙特阿拉伯	2.1	2.4	2.2	-1.9	-2.2	-2.1	-2.0	-1.5	-1.4	-1.4	-1.0	-0.8	-0.3			通胀小幅回升
香港	2.7	2.7	2.5	2.4	2.1	2.1	2.9	2.8	3.3	3.3	3.5	3.2	3.1			通胀小幅回落
台湾	1.7	1.2	(0.1)	0.2	0.2	0.6	0.6	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6		通胀保持稳定

来源：Bloomberg, Wind, 美国劳工部, Fed, ECB, BOJ, IFO, 国金证券研究所

三、本周重点关注美国住房市场、JOLTS 职业空缺数和物价指数

1、本周重点关注美国住房市场、JOLTS 职业空缺数和物价指数

本周重点关注 12 月 16 日晚间公布的美国 11 月新屋开工年化月率(%) (料回升)、美国 11 月营建许可月率(%) (料回落)、美国 11 月工业产出月率(%) (料回落) 和美国 10 月 JOLT's 职位空缺(万) (料回落)、12 月 19 日晚间公布的美国 12 月费城联储制造业指数 (料回落) 和美国 11 月成屋销售年化总数(万户) (料回升) 和 12 月 20 日晚间美国 11 月核心 PCE 物价指数年率(%) (料回升)。

风险提示：

1. 美联储货币宽松程度不及预期，导致经济向下压力的累积。
2. 全球贸易摩擦进一步升温，拖累全球需求。
3. 新兴市场持续动荡拖累全球经济进一步走弱。

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_8319

