

陆兴元 CFA

执业证书编号 S0120518020001

8621-68761616

lu_xy@tebon.com.cn

中美贸易战能否避免？

——宏观周报

主要观点

上周我们提出需要防范美国推出贸易保护主义的风险，并且对A股持谨慎看法。而事态发展如我们所预期的，特朗普宣布对中国600亿美元商品征收关税，全球市场对中美贸易战的担忧升温，令主要股指出现大跌。我们认为，短期内针对贸易战的避险情绪有望降温，但长期风险不容忽视。

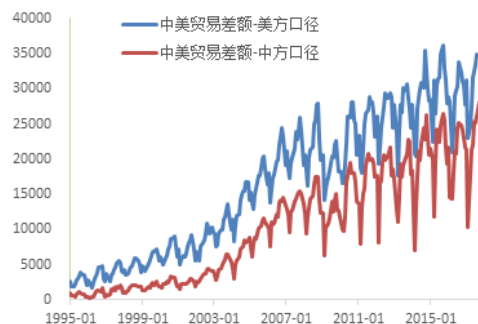
上周国内其他消息方面，两会闭幕，从高层表态来看，改革、开放、监管是主要基调。而到具体操作层面，预计更多金融监管措施将会陆续出台，同时CDR很可能就要展开试点。美联储本周宣布加息以后，中国随即宣布上调政策利率5个基点，力度温和，对市场影响有限。

国际方面，美联储加息25个基点，符合我们的预期。这主要是基于美国强劲的经济数据，以及美国积极财政政策前景。

我们建议对A股市场继续保持谨慎。主要原因在于：

- (1) 两会闭幕，会议精神将逐步落地，具体的金融监管措施将陆续出台；
- (2) 临近一季度末，货币市场预计会出现收紧，短期资金价格上涨对权益市场不利；
- (3) 中美贸易争端仍将是市场焦点，预计消息面会反复变化，导致市场波动加剧。

中国对美贸易顺差逐年增加



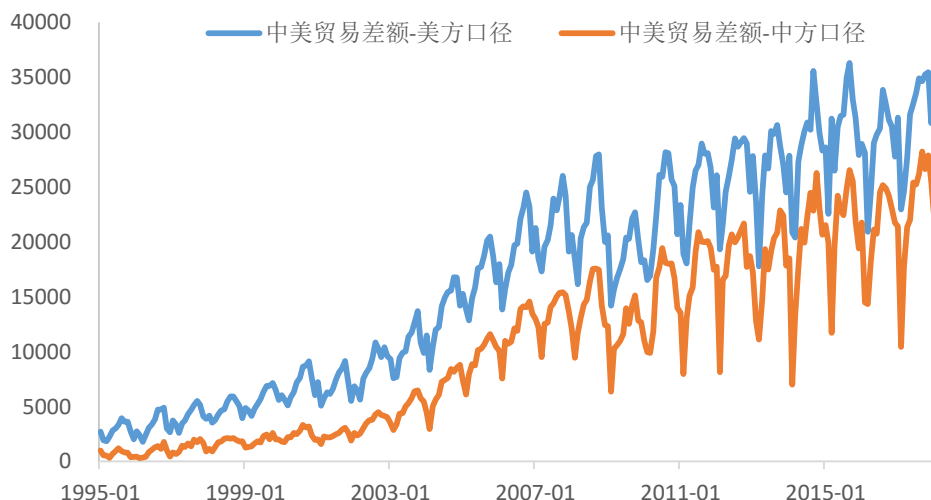
一、专题：中美贸易战能否避免？

1、特朗普签署备忘录，将对中国商品大规模征收关税

美国总统特朗普3月22日签署总统备忘录，依据“301调查”结果，将对从中国进口的商品大规模征收关税，并限制中国企业对美投资并购。特朗普在白宫签字前对媒体说，涉及征税的中国商品规模可达600亿美元。

根据当天签署的备忘录，美国贸易代表办公室将在15天内制定对中国商品征收关税的具体方案。同时，美国贸易代表办公室还将就相关问题向世界贸易组织起诉中国。此外，美国财政部将在60天内出台方案，限制中国企业投资并购美国企业。

图1：中国对美贸易顺差逐年增加



数据来源：wind

2、对行业的影响分析

中国对美进出口主要商品情况 2017年		
出口大类	出口金额 (亿美元)	出口占比
机电、音像设备及其零件、附件	1985.39	46.20%
杂项制品	510.34	11.90%
纺织原料及纺织制品	424.46	9.90%
贱金属及其制品	225.11	5.20%
车辆、航空器、船舶及运输设备	196.84	4.60%
出口合计	4297.55	100.00%
进口大类	进口金额 (亿美元)	进口占比
机电、音像设备及其零件、附件	338.77	22.01%
车辆、航空器、船舶及运输设备	292.8	19.02%
植物产品	169.62	11.02%
化学工业及其相关	145.77	9.47%

光学、医疗等仪器；钟表；乐器	117.57	7.64%
进口合计	1539.43	100.00%

数据来源：海关总署

从上表我们可以看到，2017年中国对美国的贸易差额达到2758亿美元，创历史最高，因此中国在对美贸易中更加得益。对中国而言，具体行业影响方面：

(1) 受损行业——机械、纺织、金融

根据白宫发言人的表态，特朗普要求中国减少1000亿美元逆差。从这个角度来讲，中国对美出口最多，同时出现在提高关税产品清单的行业将成为主要受损对象。

根据301调查结果，航空、现代铁路、新能源汽车等高科技产品会受到影响。从海关统计数据来看，中国出口至美国的权重行业可能也会受到后续政策牵制，具体如下：机械和电气设备（2017年占出口比重46.2%）、杂项制造业（12%）、纺织（9.9%）

此外，根据美方可能要求中国放开部分外资限制。根据当前高层的部分回应，会在养老、医疗、教育、金融等领域，中国会加大放宽准入力度。3月初，证监会就表示，将修订《外商投资证券公司管理办法》，放松外资准入证券业。预示中国金融行业市场环境将会发生变化，市场竞争会加大。

(2) 受益行业——农林牧渔、天然气、民用航空

中国政府推出的反制措施将有保护本土产业的作用。商务部3月23日在官网发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税。产品清单具体包括猪肉、无缝钢管、回收铝部分产品进口采取一定的限制。由于农产品是美国的优势行业，因此对中国的农林牧渔行业形成利好。

此外，倘若最终和平解决贸易纠纷，根据历次中美贸易摩擦的谈判情况，中国可能会在下列商品的上加大进口力度，包括天然气、飞机、大豆进口，因而天然气、石油、航空业造成一定的利好。

3、中国试图避免事态升级，进而引发全面贸易战

(1) 中国目前态度仍较为克制

3月23日，中国商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税。该清单涉及美对华约30亿美元出口，与美国600亿美元的规模相比，仅占其1/20，表明了中国较为克制的态度。

3月21日，外交部发言人华春莹在例行记者会上答问时表示，“打贸易战没有赢家。”她还表示，“中方不想跟任何人打贸易战，但如果有人非逼迫我们打，我们一不会怕，二不会躲。”

关于中美之间的贸易问题，总理李克强在其新闻发布会上也强调，“最近一段时间关于中美要打贸易战的声音比较多，但是我认为中美打贸易战对双方都没有好处，没有赢家。而且如果用“打仗”这个词来形容贸易的话，也有悖于贸易的原则。因为贸易嘛，总是要通过协商、谈判、对话来解决争端。我希望双方要保持理性，不要感情用事，避免打贸易战。”

(2) 中国可能采取的一些协商措施

加大对美采购力度，减少对美贸易顺差。2017年特朗普访华期间，中国就与美国签署2535亿美元采购大单，既创下了中美经贸合作史上的记录，又刷新了世界经贸合作史上的新纪录。所涉及的领域均为美国的优势行业，包括：波音飞机、大豆、液化天然气等，因此，预计今年中国将继续加大对美采购力度，这样可以直接减少中国对美贸易顺差的金额。

开放服务贸易，保护知识产权。关于服务贸易，尤其是金融行业，一直是美国比较具有竞争优势的行业。在这些领域，中国今年将加大开放力度。李克强在新闻发布会上表示，“对于服务贸易，我们现在可以说是逆差，进一步开放服务业会付出一些代价，但可以促进提高我们产业的竞争力。下一步重点要放宽服务业的准入，比如说在养老、医疗、教育、金融等领域，我们会加大放宽准入力度，在一些方面逐步放宽甚至取消股比的限制。”针对特朗普指责中国窃取知识产权，李克强表示，“我们还会全面放开制造业，在这方面不允许强制转让技术，我们将保护知识产权。”

扩大投资准入，减少负面清单。去年7月28日，发改委、商务部全文发布《外商投资产业指导目录》，该目录深化了准入前国民待遇加负面清单管理模式改革，进一步提高服务业、制造业、采矿业等领域开放水平，推动简化外商投资准入管理，将构建更加开放、透明的投资环境。然而从目前的形势来看，中国投资准入的范围还需加大。李克强在新闻发布会上强调，“我们的外商投资负面清单制度会进一步进行调整缩减。今年及今后几年会逐步放宽准入。而且我们还要加快推进涉及外商投资的三个法律合并成一个基础性法律，以实现准入前国民待遇的承诺。”

(3) 短期来看，中美贸易争端有望缓和

鉴于中美贸易规模巨大，去年双边贸易额达到5800亿元。中美两国通过对话达成协议，是双方的最优选择。因此，中国比较理想的策略是适度地扩大市场开放、加强保护知识产权，从而深化改革开放的层次，同时，这也利于产业升级，达到中国经济增长转型的目的。

从长期来看，我们对于中美的贸易前景感到相当担忧。我们担心中美之间的贸易摩擦不仅仅是经贸层面的问题，如果正如我们所担心的那样，那么中国对美国长期顺差的局面恐将不复存在。

二、中国：两会闭幕，改革、开放、监管是主要基调

1、两会在京闭幕，习近平主席发表重要讲话

3月20日中国第十三届全国人民代表大会第一次会议，在圆满完成各项议程，产生新一届国家机构组成人员后，在人民大会堂闭幕。

习近平主席在闭幕式上发表讲话时表示，要以更大的力度、更实的措施全面深化改革、扩大对外开放，贯彻新发展理念，推动经济高质量发展。他强调，中国将继续高举和平、发展、合作、共赢的旗帜，始终不渝走和平发展道路、奉行互利共赢的开放战略。

2、李克强总理召开新闻发布会

3月20日上午十三届全国人大一次会议闭幕后，国务院总理李克强会见采访两会的中外记者并回答记者提出的问题。

关于开放，李克强表示表示，下一步重点要放宽服务业的准入，比如说在养老、医疗、教育、金融等领域，会加大放宽准入力度，在一些方面逐步放宽甚至取消股比的限制。还会全面放开制造业，在这方面不允许强制转让技术，将保护知识产权。

对于金融监管，李克强认为，金融领域也有一些违法违规行或者规避风险的行为在兴风作浪。最近监管部门主动出手、果断处理，就是要让这些点状的风险不扩散。这次机构改革把银监会和保监会合并，也是防止规避监管的行为发生。

关于“互联网+”，李克强表示，下一步还要采取推动“互联网+”的许多新举措，比如说过去一些“互联网+”的企业总是到海外上市，现在已经要求有关部门完善境内上市的制度措施，欢迎他们回归A股，同时要为境内的创新创业企业上市创造更加有利的、符合法律规定的条件。

就目前的形势来看，中国监管层对于推动创新企业上市决心很大，股票发行上市制度出现重大改革契机。我们觉得，近期监管层推出CDR的态度愈发坚决，估计今年内会有首批企业以CDR形式回归A股。

3、央行上调公开市场逆回购利率5个基点

3月22日央行7天逆回购中标利率为2.55%，较上次上调5个基点。

人民银行公开市场业务操作室负责人表示，此次公开市场操作利率小幅上行符合市场预期，也是市场对美联储刚刚加息的正常反应。去年以来，货币市场利率持续高于公开市场操作利率，近期虽有所收窄但仍有不小的利差，此次公开市场操作利率随行就市小幅上行反映了资金供求关系，可进一步收窄二者之间的利差，有利于增强公开市场操作利率对货币市场利率的传导作用，也有利于市场主体形成合理的利率预期，约束非理性融资行为，对稳定宏观杠杆率可起到一定的作用。

我们认为，央行本次小幅上调公开市场操作利率，幅度较为温和，未对短期资金市场造成冲击，也反映了央行中性的货币政策立场。

4、易纲“首秀”定调货币政策

中国人民银行新任行长易纲3月25日在国务院发展研究中心主办的中国发展高层论坛2018年会上表示，进一步明确“监管姓监”，优化监管力量，严格监管执法，抓紧出台金融机构资产管理业务指导意见、非金融企业投资金融机构指导意见、金融控股公司监管办法等审慎监管基本制度。

他表示，当前金融方面的主要工作可以概括为三句话：第一句话是实施好稳健中性的货币政策，第二句话是推动金融业改革开放，第三句话是打好防范化解重大风险攻坚战、保持金融业整体稳定。

5、商务部宣布对约 30 亿美元美国进口商品加征关税

商务部官网信息显示，拟对自美进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中方利益造成的损失。拟加征关税清单暂定包含 7 类、128 个税项产品，按 2017 年统计，涉及美对华约 30 亿美元出口。

商务部还表示，中美作为世界前两大经济体，合作是两国唯一正确的选择，希望双方从中美大局出发，相向而行，聚焦合作，管控分歧，共同促进中美经贸关系健康稳定发展。

三、全球：贸易摩擦加剧，特朗普政府高层出现变动

1、美联储启动年内加息进程

美联储 3 月 21 日发布 FOMC 声明称，加息 25 个基点至 1.50%-1.75% 区间，维持年内加息 3 次预期不变，但预计会在 2019-20 年更加陡峭地加息。

FOMC 声明称，近几个月经济前景走强，预计经济活动中期内将温和扩张；通胀同比增速未来几个月料将走高，中期内会稳定在 2% 目标水平左右；联邦基金利率可能在一段时间内继续低于预期的长期水平，不过联邦基金利率的实际路径将取决于未来数据所展示出的经济前景。

在美联储 3 月决议发布后，鲍威尔出席了其担任美联储主席以来的首场新闻发布会。其中关于贸易方面的风险，他表示，委员们讨论了关税问题，认为贸易政策的改变还未影响经济前景，但更大范围的贸易措施可能影响展望；越来越多美联储官员对贸易政策感到担忧，相较于减税，贸易政策可能是影响经济前景的更为重要的风险。

2、特朗普拟向 600 亿美元中国商品征税

美国总统特朗普 3 月 22 日签署总统备忘录，依据“301 调查”结果，将对从中国进口的商品大规模征收关税，并限制中国企业对美投资并购。特朗普在白宫签字前对媒体说，涉及征税的中国商品规模可达 600 亿美元。

根据当天签署的备忘录，美国贸易代表办公室将在 15 天内制定对中国商品征收关税的具体方案。同时，美国贸易代表办公室还将就相关问题向世界贸易组织起诉中国。此外，美国财政部将在 60 天内出台方案，限制中国企业投资并购美国企业。

3、美国经济数据表现强势，支持美联储逐步加息的观点

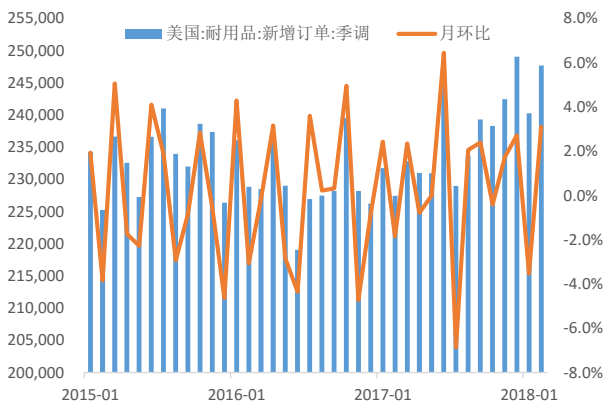
美国设备支出反弹。3 月 23 日美国公布 2 月耐用品订单月率初值 3.1%，前值-3.5%。美国 2 月扣除飞机非国防资本耐用品订单月率初值 1.8%，前值-0.4%。耐用品订单强劲增加，表明设备支出会进一步增长，缓解投资者对于一季度企业支出放缓的担忧。

美国上周初请失业金人数小幅增加。美国劳工部公布，美国 3 月 17 日当周初请失业金人数 22.9

万，前值 22.6 万。该数据仅小幅增加，但继续维持在数十年的低位，暗示美国劳动力市场仍然稳健。

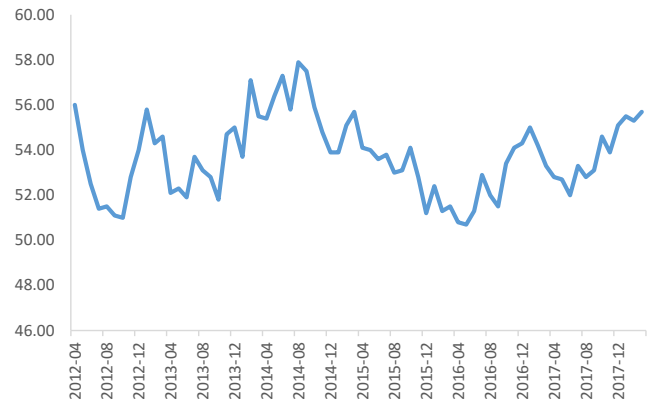
制造业数据继续攀高。美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值 55.7，创 2015 年 3 月以来最高，表明 3 月份美国经济可能继续以稳健的步伐扩张。值得注意的是，调查中的就业指数接近 3 年来的最高水平，预示 3 月美国就业市场将进一步收紧。

图 2：美国耐用品订单环比增长



数据来源：wind

图 3：美国制造业 PMI 继续攀高



数据来源：wind

4、欧元区经济增速略有下滑

3 月 20 日 IHS Markit 表示，欧元区 2 月份综合采购经理指数从 1 月份的 58.8 下滑至 57.1，触及四个月来最低点。

数据显示，虽然目前欧元区经济扩张速度依旧强劲，但 2018 年开年时欧元区经济增速达到峰值以后，现在增速已开始下降。主要原因在于欧元区寒冷的天气因素，以及美国贸易保护主义的前景。

四、本周重大财经事件

时间	国家/区域	事件
2018/3/27	中国	工业企业利润:累计同比(%) 2018/02
2018/3/31	中国	官方非制造业 PMI:商务活动 2018/03
2018/3/31	中国	官方制造业 PMI 2018/03
2018/3/26	欧盟	欧洲央行管委魏德曼发表讲话
2018/3/27	欧盟	欧洲央行公布月度贷款和货币供应数据
2018/3/27	欧盟	欧元区:消费者信心指数:季调 2018/03
2018/3/27	欧盟	欧元区:经济景气指数:季调 2018/03
2018/3/27	美国	纽约联储主席杜德利发表讲话

2018/3/27	美国	克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话
2018/3/27	美国	美联储理事夸尔斯发表讲话
2018/3/27	美国	亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话
2018/3/28	美国	GDP(终值):环比折年率(%) 2017/12
2018/3/28	美国	成屋签约销售指数(2001年=100) 2018/02
2018/3/29	美国	亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话
2018/3/29	美国	人均可支配收入:折年数:季调(美元) 2018/02
2018/3/29	美国	持续领取失业金人数:季调(人) 2018/03
2018/3/29	美国	当周初次申请失业金人数:季调(人) 2018/03
2018/3/29	美国	个人消费支出:季调(十亿美元) 2018/02

五、风险提示

中美贸易战全面爆发。全球主要央行更快收紧货币政策。

分析师声明

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。

法律声明

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已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。