

陆兴元 CFA

执业证书编号 S0120518020001

8621-68761616

lu_xy@tebon.com.cn

中美贸易战升级，人民币或有序贬值

本周观点

近期中美贸易战显著升级。6月15日美国不顾中美贸易共识，单方面针对500亿美元中国商品公布加税清单。紧接着中方迅速做出回应，特朗普宣称将对额外2000亿美元的中国商品加征关税，紧张局势加剧。

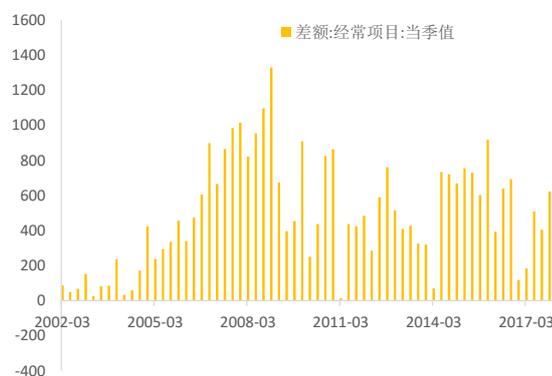
中美贸易战短期内可能会有所缓和，但中美长期的贸易关系将面临风险。就此看来，近期人民币贬值压力集聚，需要释放。以下一些原因或带动人民币对美元出现贬值，包括：中美贸易战对中国经济的下行压力加大；中国央行将边际宽松，美联储将稳步收紧；贸易方面，中国出现季度经常项目逆差。同时需要考虑到，人民币急速大幅贬值可能会加剧市场恐慌情绪，导致资本快速流出，因此有序贬值可能是未来人民币主要的趋势。

针对中美贸易局势的恶化，国内货币政策的支持力度增强，与我们上周的观点一致。中国央行于6月24日下午宣布“定向降准”，释放资金规模约7000亿元。

海外方面，美国经济增长态势稳固，劳动力市场持续吃紧，房屋开工创近11年高位。美联储主席鲍威尔表示，FOMC支持渐进加息，渐进加息的理由“强大”。

我们继续建议投资者保持谨慎，从年初至今，我们对A股的看法始终一贯。虽然中国国内政策在周末作出响应，“定向降准”释放流动性7000亿元，然而人民币贬值压力增强，而且中美贸易战可能要做长期准备，外部环境波动难以避免，国内政策的正面效应恐怕很难抵消外部环境的负面影响。

中国近17年以来首现经常项目逆差



一、专题：中美贸易战升级，人民币或有序贬值

1、中美贸易战升级，特朗普宣称将对额外 2000 亿美元的中国商品加征关税

我们在 3 月 26 日的研究报告《中美贸易战能否避免？》中提及，“虽然短期内针对中美贸易战的避险情绪有望降温，但中美贸易战长期风险不容忽视。”

随后事态的发展正符合我们的担忧。5 月中旬，中美于华盛顿发表联合声明，双方承诺不打贸易战，中美贸易战的紧张局势一度缓和。然而，6 月 15 日美国不顾中美贸易共识，单方面针对 500 亿美元中国商品公布加税清单。紧接着中方迅速做出回应，双方表态的措辞更加激烈，紧张局势显著升级。

时间	事件
2018 年 3 月	美国开征全球钢铝关税，随后逐渐将矛头对准中国。
2018 年 4 月	美国对从中国进口的 500 亿美元商品征税 25%；对中兴实施禁售。
5 月 3-4 日	美国贸易代表团访华，就中美贸易争端展开谈判。
5 月 15-19 日	中国代表团访美，对中美贸易问题进行第二轮磋商。之后，中美于华盛顿发表联合声明，双方承诺不打贸易战，并停止互相加征关税。同时，中方将大幅度从美国购买商品和服务，其中包括美国农产品、石油和清洁能源、高科技产品。
5 月 25 日	美国商务部就解除对中兴公司的销售禁令通报美国国会。
6 月 2-4 日	美国商务部长罗斯访华，中美展开第三轮贸易谈判。
6 月 15 日	就在中美贸易战担忧逐渐缓解的氛围下，美国不顾中美贸易共识，单方面针对 500 亿美元中国商品公布加税清单。
6 月 16 日	随后中国国务院关税税则委员会也出台了同等规模、同等力度的关税反击措施：7 月 6 日起对美国农产品、汽车、水产品加征关税，化工品、医疗设备、能源等加税时间待定。同时根据中国之前的声明，在美国公布加税清单的那刻，中美此前达成的一系列成果即时无效。
6 月 18 日	特朗普政府威胁称，如果中方坚持推进上周的反制措施，将计划对额外 2000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税，并称如果中国再次增加对美关税，将考虑再对 2000 亿美元的中国商品征税。
6 月 19 日	商务部新闻发言人就此发表谈话称，如果美方失去理性、出台清单，中方将不得不采取数量型和质量型相结合的综合措施，做出强有力反制。

根据美国政府 6 月 15 日所公布的关税清单，此轮美国的 500 亿美元征税清单涵盖半导体及芯片、机器人与机械类、导航与自动化、信息与通信技术等行业，主要属于 2025 战略行业。中国政府 6 月 16 日的征税清单则涵盖农产品、汽车、水产品、化工品、医疗器械、能源产品等行业。中国反击的基本策略是限制美国对华优势出口行业。

至此，中美贸易战全面升级，引发市场对全球贸易局面失控的担忧。

2、中美贸易战升级的深层原因

(1) 美国中期选举的需要

在特朗普总统竞选期间，他宣布他将减少美国的贸易赤字，并支持美国的国内公司。但是，自去年以来，美国的贸易逆差总量不但没有减少，反而在上升。在今年的中期选举之前，特朗普迫切希望通过贸易制裁了履行他的竞选承诺。这也是特朗普政府选择继续提高关税的原因之一，通过减少与中国的贸易顺差，来获得国内企业和选民的支持。

在与中国进行对话的官员人选上，特朗普提名原美国中央情报局局长蓬佩奥接替蒂勒森任美国国务卿，库德洛接替科恩任白宫首席经济顾问，令特朗普的内阁成员鹰派立场得到加强，也为其实施对华强硬政策清除了障碍。

(2) 中国制造业向着产业链的高端发展，与美国竞争加剧

2015年《政府工作报告》中首次提出实施“中国制造2025”，坚持创新驱动、智能转型、强化基础、绿色发展，加快从制造大国转向制造强国。“中国制造2025”提出，通过“三步走”实现制造强国的战略目标：第一步，到2025年迈入制造强国行列；第二步，到2035年中国制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平；第三步，到新中国成立一百年时，综合实力进入世界制造强国前列。

“中国制造2025”的提出，标志着中国的制造业将向着全球产业链的高端发展。在这个过程中，中美之间的企业竞争和对抗势必增强。在中美关系中，竞争成分将逐步增加，美国政府势必出台相关政策，来进行抑制。

特朗普政府6月15日所公布的关税清单，涵盖半导体及芯片、机器人与机械类、导航与自动化、信息与通信技术等行业，主要属于2025战略行业。这一举措正是反映了美国抑制中国制造业升级的战略目的。

(3) 美国对中国的意识形态领域更加警惕

美国一度认为，随着中国加入世贸组织，同时中国经济更加市场化，美国式的西方意识形态将逐渐为中国所接受和认同。但事实上，中国并没有接受和承认美国的意识形态，而是偏离了美国的希望，这也逐步引起了美国方面的警惕。

6月18日，美国国务卿蓬佩奥在其国内的底特律经济俱乐部发表演讲，强调美国经济和制造业正在“强劲复苏”，必须让全球经济重回“美国模式”。在谈到非洲时，蓬佩奥表示，要把西方模式，也就是人权、法治、知识产权理念教给他们，这样非洲的发展就将更接近“西方模式”而非“中国模式”。

6月20日，纳瓦罗领导的白宫贸易与制造业政策办公室发布了一份35页的报告，专门列举了中国在科技和知识产权领域的“经济侵略”。报告称：“鉴于中国经济规模、市场扭曲政策的程度，以及中国担当未来工业霸主的既定意图，中国攻击全球技术与知识产权的经济侵略行为、政策和实践，不但威胁美国经济，而且还威胁全球创新体系”。

3、人民币对美元或将有序贬值

从各方面来看，虽然中美贸易战短期内可能会有所缓和，但中美长期的贸易关系将面临风险。就此看来，近期人民币贬值压力集聚，需要释放。同时我们也认为，人民币急速大幅贬值可能会加剧市场恐慌情绪，导致资本快速流出，因此，有序贬值可能是未来人民币主要的趋势。

驱动人民币贬值的主要因素有：

(1) 经济增长方面，中美贸易战对中国经济的下行压力加大

根据中国海关总署公布的数据，2017年中国实现货物贸易顺差4194亿美元，其中对美贸易顺差2758亿元。2017年美国是中国最大的贸易顺差来源国，占货物贸易顺差的66%。如果中美贸易战升级，中国的净出口将受到抑制。

分析此前中国所公布的经济数据，我们已经感到，5月经济数据显现出需求端疲弱的迹象。如果中国的出口出现下滑，将导致需求端进一步萎靡，对经济构成显著的下行风险。

(2) 货币政策方面，中国央行将边际宽松，美联储将稳步收紧

在我们6月19日所发布的报告《正视中国经济的下行风险——解读中国5月经济数据》，我们就提出，“中国政策立场有望边际宽松，以部分对冲经济下行风险。”果然在不到一周以后，中国央行就宣布降准。

6月24日下午，中国人民银行宣布，从2018年7月5日起，下调工行、农行、中行、建行、交行五家国有大型商业银行和中信银行、光大银行等十二家股份制商业银行人民币存款准备金率0.5个百分点，可释放资金约5000亿元，用于支持市场化法治化“债转股”项目，同时撬动相同规模的社会资金参与。同时下调邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点，可释放资金约2000亿元。上述两项合计释放资金约7000亿元。

中国央行同时表示，实施好稳健中性的货币政策，把握好结构性去杠杆的力度和节奏。我们倾向于认为，当前市场环境下，去杠杆的力度和节奏很可能出现阶段性的缓和。

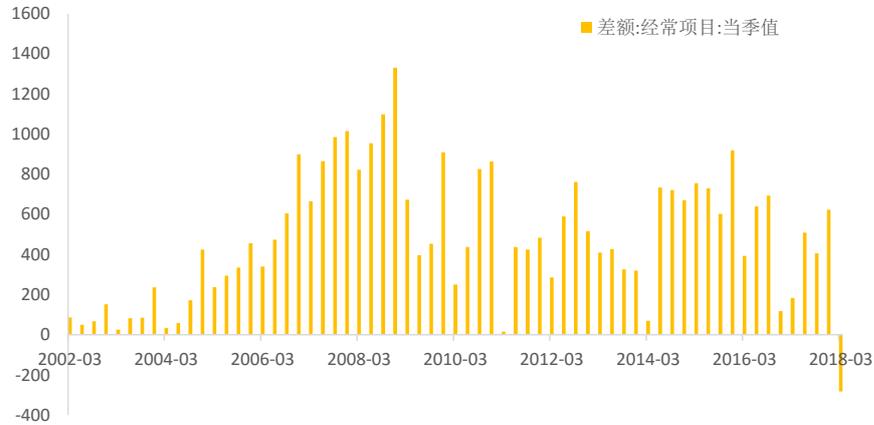
反观美国，美联储继续处于持续加息的轨道上。6月13日美联储发布利率声明称，联邦公开市场委员会委员一致投票决定，将联邦基金目标利率区间上调25个基点至1.75%-2%区间，这也是2015年12月美联储开启本轮加息周期以来的第七次加息。尤其值得关注的是，本次联储会议声明删除了今年5月决议声明中关于“联邦基金利率仍将相当长一段时间保持利率在当前低位”的表述，对于加息，用“进一步逐步上调”替代了“调整”。

(3) 贸易方面，中国出现季度经常项目逆差

根据国家外汇管理局公布的国际收支初步数据，2018年一季度，我国经常项目逆差282亿美元，这是自1998年披露季度国际收支数据以来，我国经常项目收支第二次逆差，上次为2001年第二季度的9亿美元。货物贸易顺差减少、服务贸易逆差扩大是这次经常项目逆差的主要原因。

由于这仅仅只是中国单季度出现经常项目逆差，尚不能确认趋势，但也足以让我们提高警惕，即中国经常项目长期顺差的局面可能已经结束，未来外贸平衡将是中国贸易的新格局。

图 1：中国出现 2001 年二季度以来首次经常项目逆差



数据来源: wind

二、中国：央行再度降准，政策维稳信号显现

1、习近平会见出席“全球首席执行官委员会”特别圆桌峰会外方代表

国家主席习近平 6 月 21 日在钓鱼台国宾馆会见来华出席“全球首席执行官委员会”特别圆桌峰会的知名跨国企业负责人。习近平表示，现在要警惕的是，在经济增长仍旧乏力时，贸易保护主义、孤立主义、民粹主义抬头，各国要共同做大蛋糕，而不是打贸易战，干脆不做蛋糕了。

2、习近平会见朝鲜劳动党委员长金正恩

6 月 20 日，国家主席习近平在北京钓鱼台国宾馆会见朝鲜劳动党委员长金正恩。双方一致表示要维护好、巩固好、发展好中朝关系，共同推动朝鲜半岛和平稳定；习近平表示高兴看到朝鲜作出了将工作重心转向经济建设的重大决定，朝鲜社会主义事业发展进入新的历史阶段，支持朝鲜走符合本国国情的发展道路。

3、国务院常务会议：持续推动实体经济降成本

国务院总理李克强 6 月 20 日主持召开国务院常务会议，部署进一步缓解小微企业融资难融资贵，持续推动实体经济降成本；确定加快已在境外上市新药审批、落实抗癌药降价措施、强化短缺药供应保障；通过《医疗纠纷预防和处理条例（草案）》。

会议指出，要坚持稳健中性的货币政策，保持流动性合理充裕和金融稳定运行，加强政策统筹协调，巩固经济稳中向好态势，增强市场信心，促进比较充分就业，保持经济运行在合理区间。

4、易纲：资本市场有条件健康发展

中国人民银行行长易纲6月19日接受采访时表示，股市出现波动主要受情绪影响，周边股市也都出现一定程度的下跌。既然是市场就会有涨有跌，投资者应该保持冷静，理性看待。易纲还指出，当前我国经济基本面良好，经济增长的韧性增强，总供求更加平衡，增长动力加快转换，今年以来人民币是少数对美元升值的货币之一。基于这样的经济基本面，中国的资本市场有条件健康发展，易纲对此充满信心。

5、中国央行定向降准将释放约7000亿元资金

6月24日下午，中国人民银行宣布，从2018年7月5日起，下调工行、农行、中行、建行、交行五家国有大型商业银行和中信银行、光大银行等十二家股份制商业银行人民币存款准备金率0.5个百分点，可释放资金约5000亿元，用于支持市场化法治化“债转股”项目，同时撬动相同规模的社会资金参与。同时下调邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点，可释放资金约2000亿元。上述两项合计释放资金约7000亿元。

三、中美贸易战：美国对中国商品加征关税的基调暂未改变

1、商务部对美白宫6月18日声明发表谈话

商务部对美白宫6月18日声明发表谈话表示，美方在推出500亿美元征税清单之后，又变本加厉，威胁将制定2000亿美元征税清单。这种极限施压和讹诈的做法，背离双方多次磋商共识，也令国际社会十分失望。如果美方失去理性、出台清单，中方将不得不采取数量型和质量型相结合的综合措施，做出强有力反制。

美方发起贸易战，违背市场规律，不符合当今世界发展潮流，伤害中美两国人民和企业利益，伤害全世界人民利益。中方的应对既是为了维护和捍卫国家和人民利益，也是维护和捍卫自由贸易体制，维护和捍卫人类共同利益。无论外界环境如何变化，中方都将按照既定节奏，坚持以人民为中心，坚定推进改革开放，坚定推进经济高质量发展，加快建设现代经济体系。

2、商务部：中国对美加征关税与中国扩大开放并不冲突

商务部网站显示，在6月21日商务部新闻发布会上，就“中国对美加征关税与中国扩大开放是否冲突？”的问题，商务部新闻发言人高峰表示，中国进一步降低包括汽车在内的部分商品进口关税，是进一步扩大开放的重要举措。我们把一些商品列入中方的管制清单，是对美方单边

征税措施的回应，是不得以而为之的，也符合中国的相关法律和国际法的基本原则。这与我们积极扩大进口并不冲突。

中国将继续扩大市场开放，今年11月将举办首届中国国际进口博览会，让世界各国共享中国机遇，实现共同发展。希望美方顺应中美两国业界加强合作的呼声，不要错过中国发展的快车。

3、美国商务部长：美方基本策略是让中方感受到更多痛苦

美国商务部长罗斯6月20日在美国国会参议院财政委员会举行的听证会上表示，美方对华商品加征关税的基本策略是让中方感受到更多痛苦。他表示，当中国宣布同等规模反制美方对500亿美元中国商品加征关税的措施时，特朗普威胁将对额外2000亿美元中国商品加征关税。

四、海外：

1、美国劳动力市场进一步收紧，房屋开工创近11年高位

美国初请失业金人数上周意外下降。美国劳工部公布，截至6月16日当周经季节调整后初请失业金人数下降3000人，至21.8万人。美国初请失业金人数上周意外下降，预示劳动力市场进一步收紧。

美国住房建设活跃，房屋开工创近11年高位。美国商务部6月19日表示，5月房屋开工增长5.0%，经季节性调整的年率为135万户。这是自2007年7月以来的最高水平。

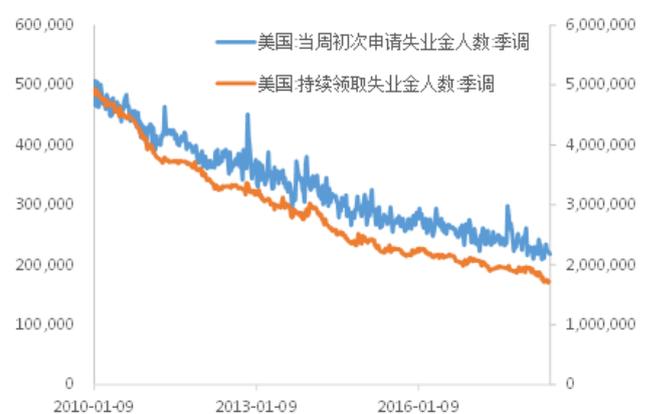
美国5月成屋销售意外下滑。全美不动产协会6月20日，5月成屋销售下滑0.4%，经季节调整后为543万户，这是销售连续第二个月下降。美国5月成屋销售意外下滑，因市场上的房屋供应严重短缺，推动房价升至纪录新高。

图2：美国新屋开工创近11年高位



数据来源：wind

图3：美国上周初请失业金人数小幅下降



数据来源：wind

2、美联储主席鲍威尔：继续渐进加息的理由“很强大”

美联储主席鲍威尔 6 月 20 日表示，FOMC 支持渐进加息，渐进加息的理由“强大”；美国经济表现非常好；就业市场进一步走强，支持薪资增长；通胀接近美联储 2% 的目标；美国财政政策将在未来几年促进需求；部分资产价格较高，当前没有看到过度杠杆；美国经济表现良好。

3、特朗普威胁对从欧盟进口汽车加征 20% 关税

美国总统特朗普 6 月 22 日在社交媒体推特上表示，如果欧盟没有“很快”取消对美国产品的关税和贸易壁垒，美国将对从欧盟进口的汽车加征 20% 关税，远高于目前美国对欧盟 2.5% 的汽车进口关税。欧盟对于美国对进口产品征收关税升级的压力，予以激烈回应。

4、英国央行维持利率不变

英国央行按兵不动，以 6-3 投票比例维持利率在 0.5%（5 月投票比例为 7:2），支持加息人数意外升至 3 人，英国央行首席经济学家霍尔丹转为支持加息；一致同意维持资产购买规模在 4350 亿英镑不变，维持企业债购买规模在 100 亿英镑不变。

5、OPEC 增产低于预期

石油输出国组织（OPEC）与非 OPEC 产油国 6 月 23 日决定从 7 月起适当增加原油产量，此举有望使国际原油市场下半年日供应量增长近 100 万桶，但仍略低于外界预期。在国际原油市场需求回暖的背景下，此增产幅度恐难改变市场供应趋紧的态势。

五、本周重大财经事件

日期	国家/地区	指标名称
2018-06-27	中国	5月工业企业利润:累计同比(%)
2018-06-27	中国	5月服务贸易差额:当月值(亿美元)
2018-06-29	中国	第一季度外债余额(亿美元)
2018-06-30	中国	6月官方非制造业 PMI:商务活动
2018-06-30	中国	6月官方制造业 PMI
2018-06-25	德国	6月 IFO 景气指数:季调(2005年=100)
2018-06-27	欧盟	5月欧元区:M3(百万欧元)
2018-06-28	欧盟	6月欧元区:消费者信心指数:季调
6/28-6/29	欧盟	欧盟召开为期两天的欧盟峰会
2018-06-25	美国	5月芝加哥联储全国活动指数
2018-06-25	美国	5月新房销售(千套)
2018-06-27	美国	6月22日 API 库存周报:原油(千桶)
2018-06-27	美国	5月耐用品:新增订单(百万美元)
2018-06-27	美国	5月成屋签约销售指数(2001年=100)
2018-06-27	美国	6月22日 EIA 库存周报:商业原油(千桶)
2018-06-28	美国	6月23日当周初次申请失业金人数:季调(人)
2018-06-28	美国	第一季度 GDP(终值):环比折年率(%)
2018-06-29	美国	5月个人消费支出:季调(十亿美元)
2018-06-29	美国	5月核心 PCE 物价指数:同比(%)
2018-06-29	美国	5月人均可支配收入:折年数:季调(美元)
2018-06-29	美国	6月密歇根大学消费者预期指数

六、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。