

2018 周度报告 · 2018.04.06

贸易战升级，债市易上难下

—宏观热点债市周评

分析员： 何慧
电 话： 021-60281622
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn
咨询证号： Z0011420

目 录

1 中美贸易战演变及领域.....	1
2 两个视角下的三大目的.....	2
3 中美贸易战对资本市场的影响.....	3
4 流动性跟踪：银行间资金面宽松，央行净回笼 100 亿元.....	5
5 国债期货：避险情绪下债市易上难下.....	6

1 中美贸易战演变及领域

中美贸易战时间脉络梳理：

1 月 23 日，美国宣布对进口太阳能电池和太阳能板以及大型家用洗衣机征收临时性关税。

3 月 8 日，美国签署对美国进口的钢铁和铝分别征收 25%和 10%进口关税命令。

3 月 23 日，特朗普针对中国贸易签署备忘录，宣称将对中国进口产品每年征收大约 600 亿美元的关税，并限制中国企业对美投资并购。作为回击，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，涉及关税 30 亿元。

4 月 2 日，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的部分进口商品中止关税减让义务，**正式实施**，在现行适用关税税率基础上加征关税，对水果及制品等 120 项进口商品加征关税税率为 15%，对猪肉及制品等 8 项进口商品加征关税税率为 25%。现行保税、减免税政策不变。

4 月 3 日，美国贸易代表办公室网站发布了根据所谓“301 调查”，建议加征关税的自中国进口**产品清单**。该清单涵盖大约 1300 个独立的关税项目，涉及航空航天、信息和通信技术、机器人技术和机械等行业。

4 月 4 日，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等 14 类 106 项商品加征 25%的关税。涉及中国自美进口金额约 **500 亿美元**。实施日期将视美国政府对我商品加征关税实施情况，由国务院关税税则委员会**另行公布**。

4月6日,特朗普指示美国贸易代表办公室**考虑**,在301条款下,征收1000亿美元的额外关税是否合适。如果合适,该机构将进一步确定征收关税的产品范围。

表 1: 中美两国贸易战针对领域

美国对中国征税领域 (高科技)	中国对美中止减税领域 (农产品)
新一代信息技术 自动执行功能的高档数控机床 工业机器人 航空航天设备 海洋工程装备 高技术船舶 新能源装备 高铁装备 农机装备 新材料 生物医药 高性能医疗器械。 (25%关税)	第一阶段: (15%关税, 共 120 个税项, 涉及美对华 9.77 亿美元出口) 鲜水果、干水果、坚果及坚果制品; 葡萄酒 改性乙醇 花旗参 无缝钢管 第二阶段: (25%关税, 共 8 个税项, 涉及美对华 19.92 亿美元出口) 猪肉及制品 废铝
涉及金额 \geq 500 亿美元	涉及金额约 30 亿美元

中美双方提高关税商品互有针对性。美国对中国提高关税的商品主要集中在航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业。中国对美国反制的商品主要为大豆牛肉等农产品、部分化工品和部分型号航空产品。美国主要针对中国的高端信息技术,尤其针对中国的高端装备制造等行业;中国则主要针对美国的农产品、化工品和部分航空器等对美国共和党影响较大的一些商品。

2 两个视角下的三大目的

美国对中国多年的贸易逆差是特朗普发起贸易战的直接原因,不过针对中美两国的贸易差额,中美统计口径之差有将近 1000 亿美元的缺口,并呈逐年攀升态势。而中美贸易失衡是由以下四大条件决定的,中美两国储蓄投资的结构,在全球产业链中的不同位置,美国对中国高新技术出口限制,美元国际储备货币地位。为了降低美国与中国之间的巨大贸易赤字,实现贸易再平衡只是贸易战的目的之一。

从中美两国贸易差额占各自的 GDP 来看,中美贸易不平衡相对于中国经济规模来讲有明显的下降,但对美国来讲,贸易不平衡并没有降低,对中国而言问题较小,而对于美国而言这仍然是个大问题。这反映了两国经济相对地位的变化。从中美 GDP 占全球 GDP 的比例来看,美国虽然有美元汇率的波动带来上下的波动,但趋势上总体是下行,而中国是往上的,差别越来越小,这是从总量看相对地位的变化。

潜在目的有两个:一是为了兑现总统竞选时的承诺,为 11 月美国国会中期选举争夺票仓;二是为了重振美国制造业,限制中国高新技术行业发展,确保美国在研究和技术方面的领先地位,巩固美国的霸权地位。若特朗普的核心目标仅是前者,那么中期选举后,贸易战争端或慢慢平息,贸易战不会对经济和资产产生趋势性影响;若其主要目的是后者,那么此轮贸易战或将持续更长时间。

图 1：中美贸易不平衡

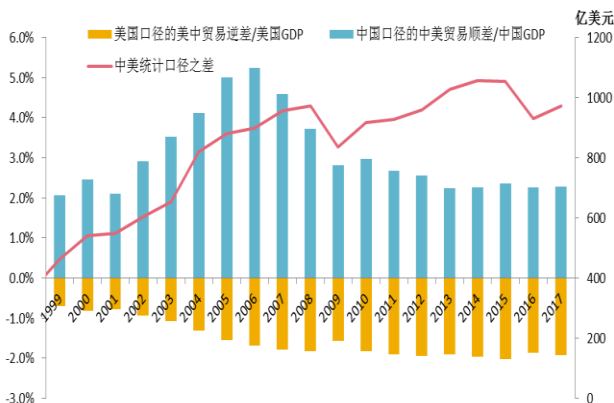
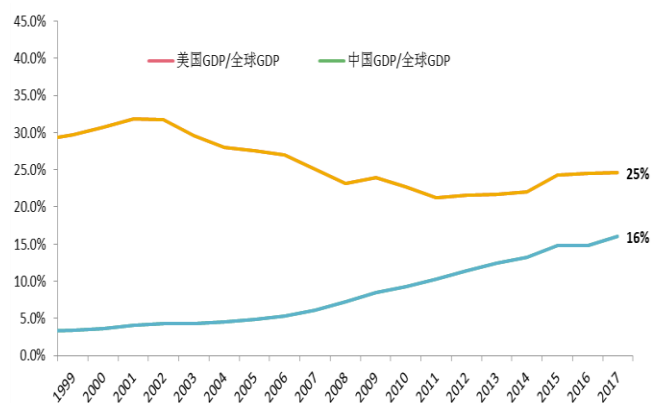


图 2：中国经济逐步崛起



数据来源：wind, 中辉期货研发部

两大经济体在贸易政策上的分歧或许是当前世界面临的最大的不确定性。美国的政策组合是“紧货币+松财政+贸易保护”，中国的政策组合是“货币中性+财政宽松+贸易开放。”后续随着贸易战的演化，两国的宏观政策或将面临一定的调整。

3 中美贸易战对资本市场的影响

图 3：中美贸易摩擦对市场的潜在影响



数据来源：wind, 中辉期货研发部

股市：美股受到三重打击，A股有望保持稳定。当前市场情绪对美贸易保护主义敏感度较高，在目前“股债弱均衡高波动”环境下，美国激进的保护性政策或将进一步扩大资本市场波动率。如果中美贸易摩擦加剧，将导致美国出口企业盈利预期变差，同时风险偏好下降、实际利率预期上升，三个因素均不利于美股。A股企业盈利预期虽变差，但实际利率预期将下降，如果风险偏好变化不大，有利于A股保持稳定。

债券：美债收益率曲线走平，中债可能走向牛陡。美国通胀仍受到薪资增幅和短期加减税的提振，短端利率预计易升难降，但长期经济展望转弱，通胀预期下降，令长端利率下降或者趋平，美债收益率曲线将进一步走平甚至倒挂。中国经济在内部投资、消费转弱，外部贸易对抗加剧的背景下，中美贸易战有可能在一定程度上影响中美进出口贸易，进而对我国总需求造成一定向下压力。需要进行货币的边际宽松来进行对冲，阶段性流动性存在放松诉求，一定程度上有利于债市。

政策：长期来看倒逼中国加快转型，短期来看通过货币、财政政策进行对冲。长期上，从结构调整的角度思考，中国经济结构调整的方向是逐渐摆脱对出口的依赖，更加依靠内需支撑经济发展。当前的贸易摩擦，将加快中国经济结构调整的步伐。短期上，贸易摩擦导致外部环境对经济的支撑力度急转直下。中国可能会通过减税降费、PSL、国开金融、信贷等形式，支撑基建投资、研发支出和新经济行业，以保证经济平稳运行。

通胀：通胀预期恐难以上升。贸易战带来的进口价格上升以及高生产成本的国内产品进口替代效应，将为美国国内通胀输压。但考虑供应链重构、行业内部竞争性调整等因素，贸易战对通胀的影响或存在较长的时滞性。从中长期来看，贸易战将对全球需求侧形成打压，不利于通胀的形成。综合考量，我们仍维持美全年加息3次的判断，但需提防贸易战转化为持久战带来的风险。

虽然中国对美国进口的大豆、玉米等大宗商品纳入提高关税范围，但短期情绪仍打击价格，长期来看农产品虽然具备需求刚性，不过替代供给仍有可能平衡缺口。而且，未来整体需求的下降，带来的整体通胀预期下降，也将抑制价格上涨。

图 4：道琼斯工业指数



图 5：上证综合指数



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 6：十债期货加权指数



图 7：上期所黄金指数



数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 8：美元指数



图 9：国内农产品指数



数据来源：wind, 中辉期货研发部

4 流动性跟踪：银行间资金面宽松，央行净回笼 100 亿元

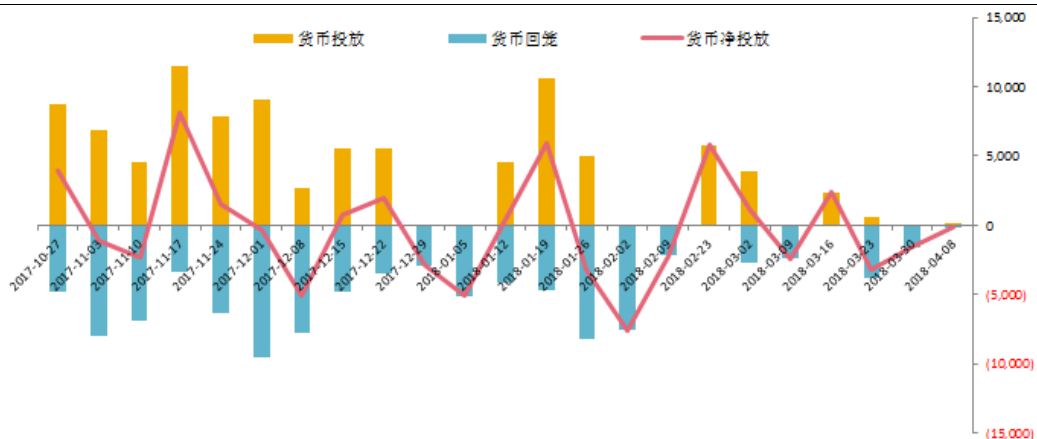
4.1 公开市场操作

本周（2018.4.2-4.8）公开市场在周日进行 100 亿元 7 天逆回购操作，本周净回笼资金 100 亿元，目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响。

表 2：本周央行公开市场操作明细

日期	逆回购操作 (亿元)				MLF 1 年	投放 _亿元	回笼 _亿元	净投放 _亿元	央行公告
	7 天	14 天	28 天	63 天					
2018-04-02							-200	-200	目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响
2018-04-03									目前银行体系流动性总量处于较高水平
2018-04-04									目前银行体系流动性总量处于较高水平
2018-04-08	100					100		100	

图 10：周度公开市场净投放量 (亿元)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

4.2 银行间货币市场利率

本周参考两个交易日，shibor 利率各期限全部下行，银行间质押式回购利率下行幅度较大，半月以内资金较为宽松，存款类机构质押式回购加权利率也出现下行，R007 与 DR007 的利差为 24.92，较上周下滑 83.71bp，二者的利差有所收敛。银行间市场金融机构与商业银行之间的资金分层现象有所修复。

图 11：银行间货币市场利率

日期	SHIBOR					R			DR			价差
	1D	7D	14D	1M	3M	R001	R007	R014	DR001	DR007	DR014	R007-DR007
2018-04-03	2.5740	2.8700	3.8370	4.1268	4.3506	2.5988	3.0151	3.6755	2.5356	2.7659	3.3312	0.2492
2018-03-30	2.6900	2.9166	3.8810	4.2884	4.4615	3.4425	4.1911	5.1905	2.7984	3.1048	4.5203	1.0863
变化 (BP)	-11.60	-4.66	-4.40	-16.16	-11.09	-84.37	-117.60	-151.50	-26.28	-33.89	-118.91	-83.71

数据来源：wind, 中辉期货研发部

图 12：银行间质押式回购利率

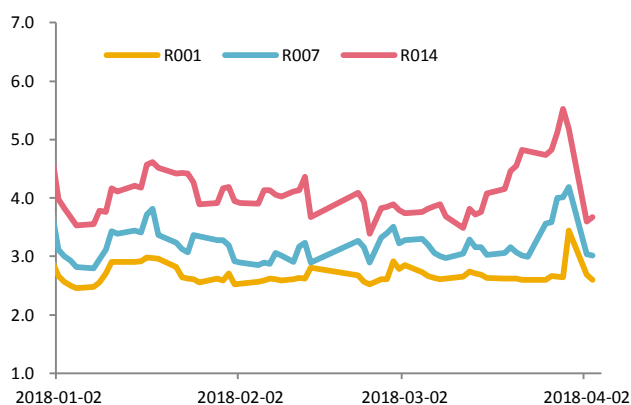
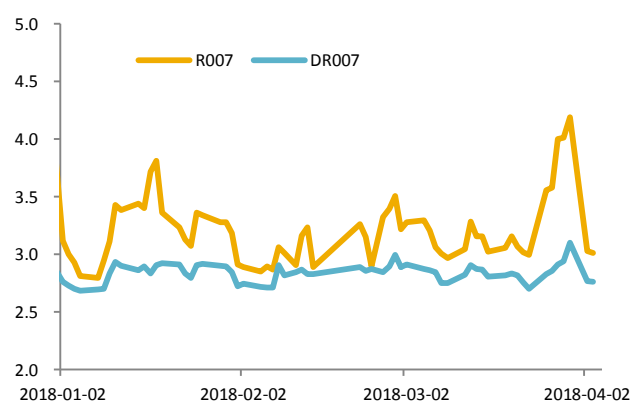


图 13：R007-DR007



数据来源：wind, 中辉期货研发部

5 国债期货：避险情绪下债市易上难下

中美贸易战升级背景下，避险情绪以及需求转弱的预期均对债市有一定支撑，加之银行体系流动性总量处于较高水平，资金面仍较为宽松，债市易上难下。技术上跳空缺口回补，建议缺口以上偏多思路对待。关注监管政策的进度。

风险提示：

1. 如果 3 月份宏观经济数据超预期，可能压制债市表现；
2. 如果 3 月通胀率在基数作用下进一步走高并突破 3.0%，或对资本市场定价与货币政策带来冲击；
3. 大资管新规即将落地，如果存在超预期的内容，且后续监管细则密集发布，或将对市场形成冲击；

图 14: 五年期国债期货价格走势



数据来源: wind, 中辉期货研发部

图 15: 十年期国债期货价格走势



数据来源: wind, 中辉期货研发部

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688