



中美贸易争端对大宗商品及股市、汇市的影响

摘要

一、中美贸易争端的源头及本质

1. 特朗普行动的本质

其实早在2017年的8月份的一次白宫会议上，强硬派代表美国贸易代表办公室（USTR）代表罗伯特·莱特希泽 Robert Lighthizer 就指责中国没有履行入世承诺，导致中美贸易逆差不断扩大，随后开始采取行动。

在面临下个月开始的国会中期选举形势下，特朗普政府以“中国违反WTO规则和保护知识产权不利”为理由开刀不足为怪。大家心里都清楚，这是谈判的筹码，加征关税不是目的！其实美国窥探我们的主要在于两个方面，一是以金融为主的服务贸易；二是以互联网行业及其产生的大数据服务等新型高科技行业。

2. 中国的应对

4月10日，中国国家主席习近平在海南博鳌出席博鳌亚洲论坛2018年年会开幕式提出了“大幅度放宽市场准入、创造更有吸引力的投资环境、加强知识产权保护和主动扩大进口”等扩大开放的四条措施。市场一致认为中国主动提出改善贸易争端的方法和手段。

3. 贸易争端结束了吗？

特朗普政府经过半年的酝酿和准备，不会简单地就这样草草收场。美国还会就某些细节性问题喋喋不休。

二、中美贸易争端对大宗商品及部分风险资产的影响

1. 对大宗商品的影响

大豆的价格波动的因素又增加了一项不可捉摸的新因素，这必将导致交易心态的变化，增加市场交易的心理成本，随后会体现在交易的价格上，价格敏感度会大幅上升，波动率会增大。对于其他大宗商品，同样也是类似的结，但可能利空的力量大一些。因为不管美国对那个国家和地区发起贸易争端，都会导致贸易成本的上升，从而使得商品流通的速度和成本发生变化。还有一个不利因素就是贸易争端会使美元走强。

2. 对部分风险资产的影响

(1) 美国股市

如果中美贸易争端持续，对美国股市的利空影响较大。

(2) 汇市

如果贸易争端恶化，我们建议做空这些国家的货币，首先是韩元，其次是欧元和日元。

南华期货研究所

张一伟
010-63032869
zyw89@nawaa.com
Z0010392

一、中美贸易争端的源头及本质

特朗普行动的本质

2018年4月3日美国贸易代表办公室依据“301调查”结果公布拟加征关税的中国商品清单，涉及每年从中国进口的价值约500亿美元商品。声明表示，建议对来自中国的1300种商品加征25%的关税，主要涉及信息和通信技术、航空航天、机器人、医药、机械等领域。4月5日特朗普责成贸易办公室(USTR)考虑对中国1000亿美元商品实施关税。2018年4月4日，中国国务院关税税则委员会发布关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告，公告称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。至此，市场一片哗然，中美贸易战即将开战的言论甚嚣尘上。

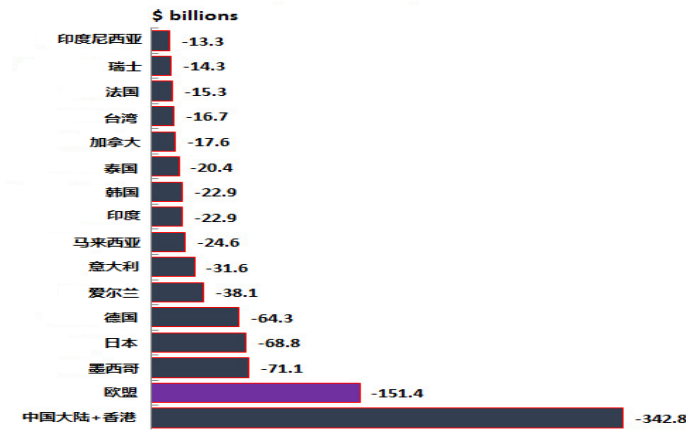
若对中国美国500亿美元商品加征25%的关税，我们预计最多导致对中国的贸易逆差减少100-125亿美元的规模；如果征税规模增至1000亿美元，最多减少中美贸易逆差200-300亿美元左右的规模，与中美现存的3000多亿的逆差规模相差甚远（见图1）。

其实中美贸易的逆差并不都是完全都是中国自身的出口导致的，在全球产业链的影响下，有相当一部分中国的出口是过境加工导致的，如果以工业增加值口径计算，中国对美国的贸易逆差近占美国总逆差的不到17%（见图2），比日本高不了多少。但特朗普政府却以中国贸易逆差开刀，其实本质有着另外的意图。美国现在面临的核心问题是产业（除了金融、高科技和农业外）空洞化导致的社会矛盾在不断激化，这也是导致特朗普当选的主要原因。而中国在2001年加入WTO后，我们的出口份额占全球的比例从不到5%大增到现在的月15%。中国在加入WTO后获得了巨大的增长红利，因此不光成为美国的正面竞争对手，也将成为全球其他国家的竞争对手，这不可避免。在面临下个月开始的国会中期选举形势下，特朗普政府以“中国违反WTO规则和保护知识产权不利”为理由开刀不足为怪。

其实早在2017年的8月份的一次白宫会议上，强硬派代表美国贸易代表办公室(USTR)代表罗伯特·莱特希泽 Robert Lighthizer 就指责中国没有履行入世承诺，导致中美贸易逆差不断扩大，随后开始采取行动，首先就对所谓“中国涉嫌侵犯美国知识产权”进行调查。到了今年3月份公布了新的贸易数据后，特朗普宣布要对中国商品加征关税。

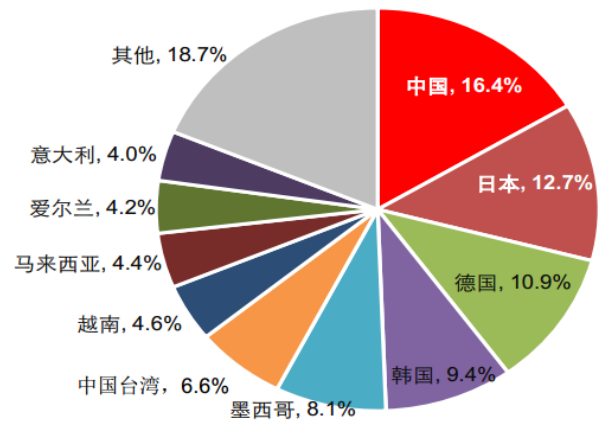
即使真的国会通过了特朗普政府行动，真的就能解决中美之间的贸易逆差吗？大家心里都清楚，这是谈判的筹码，加征关税不是目的！其实美国窥探我们的主要在于两个方面，一是以金融为主的服务贸易；二是以互联网行业及其产生的大数据服务等新型高科技行业。特朗普是商人出身，他明白谈判的技巧和方式。但有一个实施不可忽视，即中国在自身强大后确实导致不少跨国企业的不高兴。这次特朗普采取的行动也得到了一些美国跨国企业乃至欧洲部分企业的支持，我们必须认真面对这个问题。

图 1、与美国存在贸易逆差国家的逆差值（2017 年）



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 2、工业增加值口径下美国商品贸易逆差



资料来源: Bloomberg 南华研究

2. 中国的应对

4月10日,中国国家主席习近平在海南博鳌出席博鳌亚洲论坛2018年年会开幕式并发表题为《开放共创繁荣 创新引领未来》的主旨演讲。提出了“大幅度放宽市场准入、创造更有吸引力的投资环境、加强知识产权保护和主动扩大进口”等扩大开放的四条措施。市场一致认为中国主动提出改善贸易争端的方法和手段。我们认为,习主席提出的措施并不是应对美国贸易逆差的,也不是临时决定的。今年是改革开放四十周年,这些措施可能早就酝酿和内部讨论过了,是中国进一步改革开放的新标志!至此,市场普遍认为中美贸易争端会告一段落。

3. 贸易争端结束了吗?

正如我们前面所阐述的,美国发动此次贸易争端既有短期国会中期选举的原因。同时也存在中国实力增强潜在影响美国地位的长期原因。特朗普政府经过半年的酝酿和准备,不会简单地就这样草草收场。美国还会就某些细节性问题喋喋不休。

图 3、进出口额占本国 GDP 比重

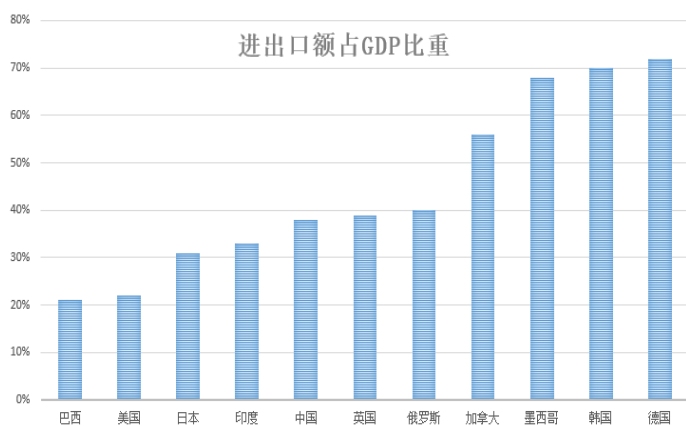
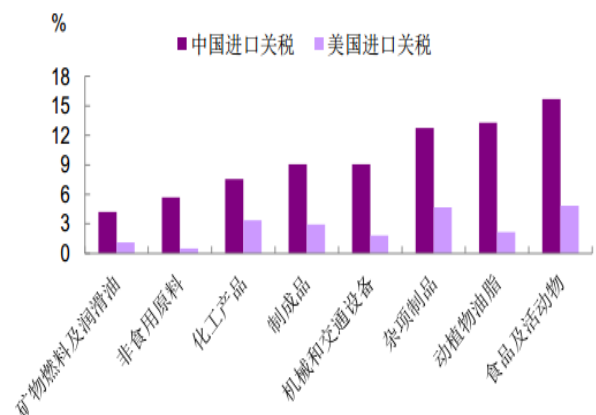


图 4、中美部分行业进口关税情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、中美贸易争端对大宗商品及部分风险资产的影响

1. 对大宗商品的影响

中国表示还会保留部分措施（包括对美大豆加征关税），即使国内大豆价格在中国宣布应对措施中有提高美国大豆进口关税后大幅上涨约5%。4月10日后基本回落到原先的水平。但我们认为市场已经开始接受潜在的政治影响因素对价格的扰动作用。在这之前，市场并没有认真考虑过大豆会成为国家之间谈判筹码的可能性。现在，除了天气等原因之外，价格波动的因素又增加了一项不可捉摸的新因素，这必将导致交易心态的变化，增加市场交易的心理成本，随后会体现在交易的价格上，价格敏感度会大幅上升，波动率会增大。

对于其他大宗商品，同样也是类似的结，但可能利空的力量大一些。因为不管美国对那个国家和地区发起贸易争端，都会导致贸易成本的上升，从而使得商品流通的速度和成本发生变化。还有一个不利因素就是贸易争端会使美元走强，一部分是避险的心理作用，另一部分是全球贸易结构所致。（见图7）

2. 对部分风险资产的影响

(1) 美国股市

首先，中美之间的经济已经是我中有你、你中有我，贸易争端势必会对跨国公司产生巨大不利影响。在特朗普政府宣布做中国的商品加征关税措施后，美国股市大幅震荡（见图9），其中下跌的势能远远超过反弹，其原因就是指数中的大型跨国公司在中国都有巨大利益（见表1）。如果中美贸易争端持续，对美国股市的利空影响较大。

表1. 标普指数成分股公司前20名在中国的销售情况

公司名称	在中国的销售额 (亿美元)	在中国的销售额占公司年度销售比例%
Apple Inc.	447.64	19.6
Intel Corp.	147.96	23.6
Qualcomm Inc.	145.79	65.4
Boeing Co.	119.11	12.8
Micron Technology Inc.	103.88	51.1
Broadcom Ltd.	94.66	53.7
Cisco Systems Inc.	76.5	15.9
Texas Instruments Inc.	66	44.1
Procter & Gamble Co.	52.05	8
Starbucks Corp.	45.12	20.2
Western Digital Corp.	42.71	22.4
Nike Inc. Class B	42.37	12.4
3M Co.	32.55	10.3
Skyworks Solutions Inc.	30.18	82.7

Applied Materials Inc.	27.46	18.9
TE Connectivity Ltd.	24.14	18.4
Corning Inc	22.3	22
Abbott Laboratories	21.46	7.8
Cummins Inc.	21.37	10.5
Amphenol Corp. Class A	20.67	29.5
合计	1583.92	

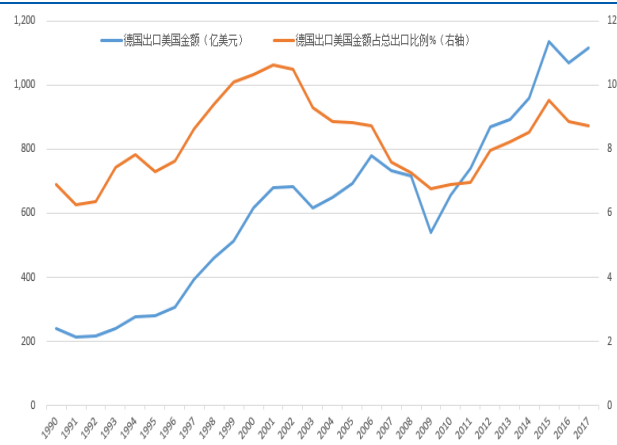
来源: Bloomberg 南华研究

图 5、欧元兑美元走势



资料来源: WIND 资讯 南华研究

图 6、德国出口美国金额及占总出口比例



资料来源: WIND 资讯 南华研究

(2) 汇市

在全球贸易结构中,中国占第一位,除了美国外,排在后面的是日本、德国、韩国等。其中不光是中国,日本、德国等在美国的投入和依赖都不比中国差。例如美国是德国最大出口市场,2016 年对美国的出口量高达 1100 亿欧元,占其出口总额约 10%。同时中国优势德国的最大贸易伙伴,中美贸易争端的发酵会使得德国“躺枪”。同样道理,韩国也会是受伤最严重的国家之一。因此欧元在中美贸易争端期间兑美元异常疲软,且波动率平缓,说明市场一致认可欧元的下跌。如果贸易争端恶化,我们建议做空这些国家的货币,首先是韩元,其次是欧元和日元。俄罗斯卢布的暴跌主要是因为美国对其的制裁,同时也存在贸易争端引起的原因。

图 7、美国贸易争端可能最受伤的国家

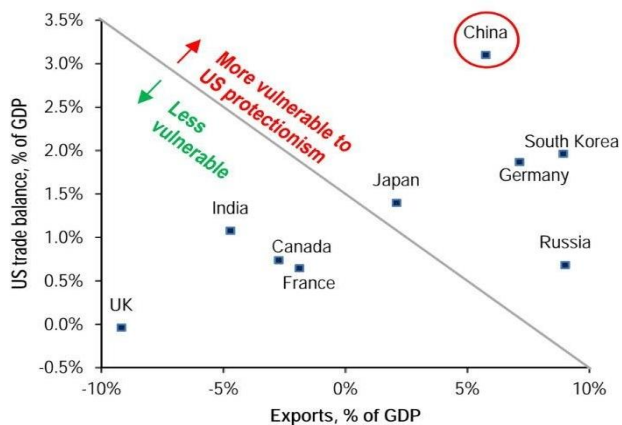


图 8、南华大豆指数



图 9、美国股市的波动情况

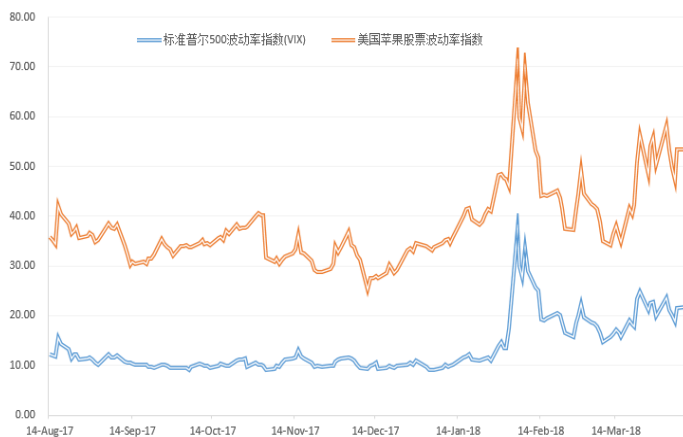
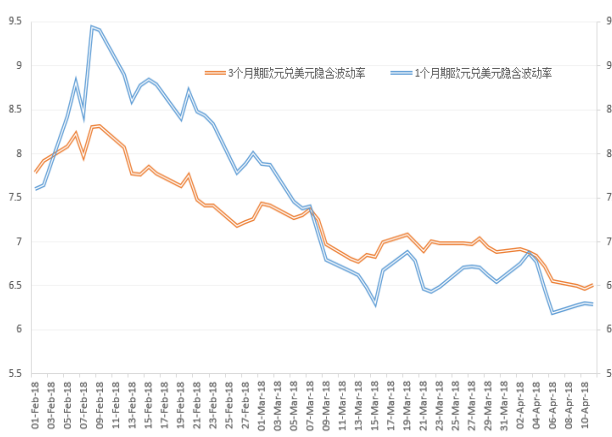


图 10、欧元兑美元的隐含波动率



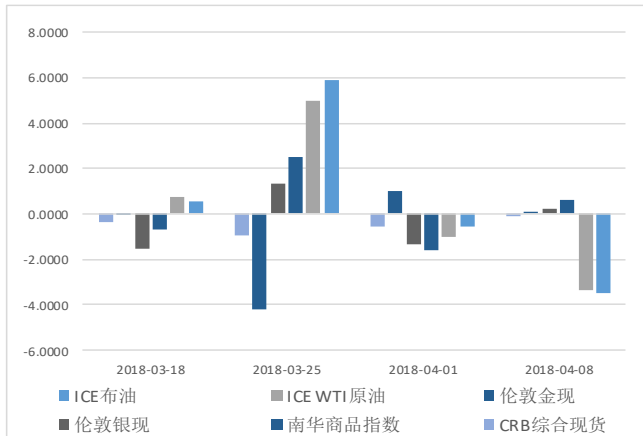
资料来源：WIND 资讯 南华研究

资料来源：WIND 资讯 南华研究

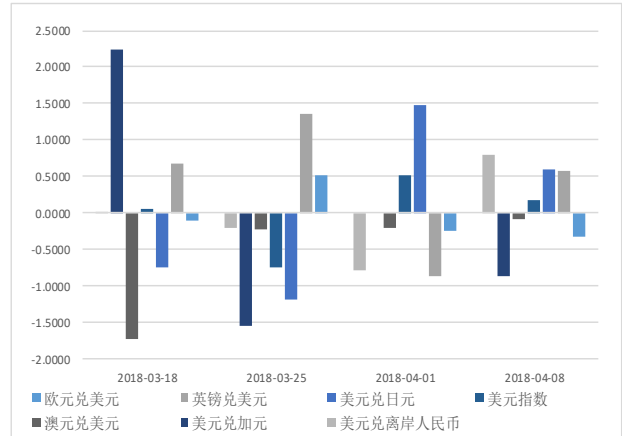
【本周全球大类资产表现】

2018年4月8日

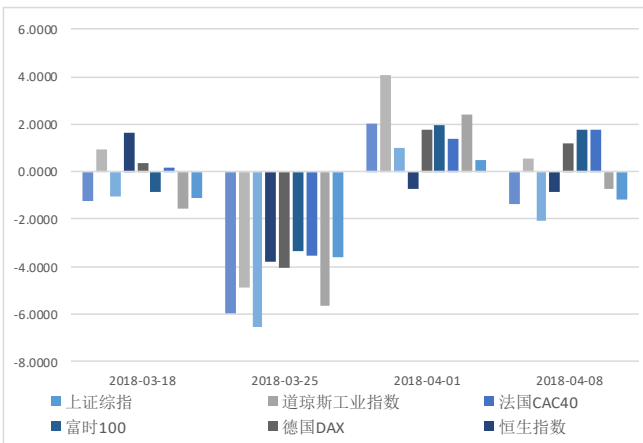
主要大宗商品涨跌幅



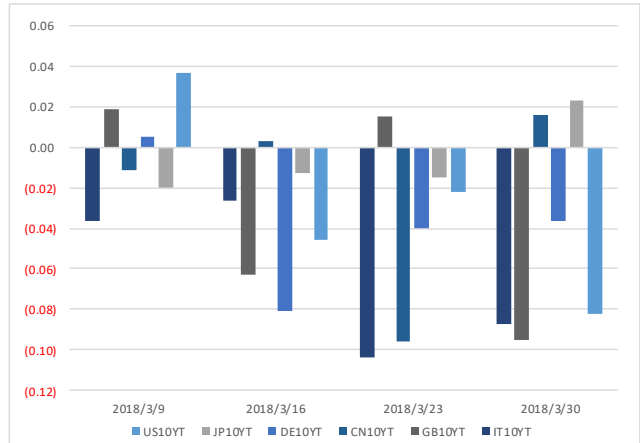
全球主要货币对涨跌幅



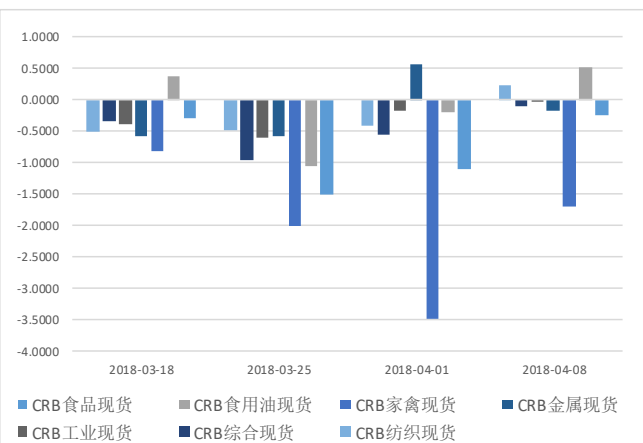
全球股指涨跌幅



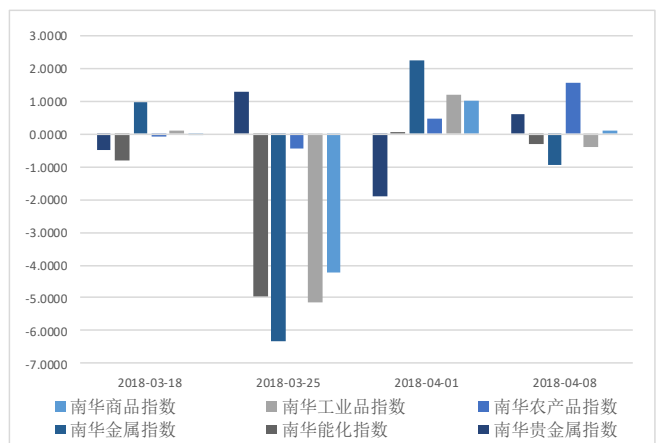
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室（第14层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net