

报告日期：2019年05月16日

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

分析师：包婷 S1070517060002

☎ 021-61680357

✉ baoting@cgws.com

联系人（研究助理）：王小琳

S1070118060039

☎ 021-31829693

✉ wangxl@cgws.com

相关报告

<< 如何从资金面角度理解本轮行情 >>

2019-05-09

<< 18 年年报业绩大幅下滑，一季度有所回升 >> 2019-04-30

<< 2019 年一季度主动股票型基金资产配置及仓位变化情况分析 >> 2019-04-24

中美贸易摩擦演绎和相关行业影响分析

■ **中美贸易摩擦进入新一轮博弈阶段：**中美贸易谈判几经起伏，2019 年初谈判进展顺利，但 5 月以来形势急转直下，中美再次互征关税。鉴于近期形势，短期内贸易谈判仍面临一定阻力，下一轮谈判能否朝协议方向继续迈进尚需观察，关注 6 月底在日本举行的 G20 峰会。

■ **中美谈判核心议题存在争论，双方在原则问题上态度强硬：**美方核心要求在缩小贸易逆差，开放市场（减少非关税壁垒等），加强知识产权，取消强制性技术转移，停止补贴先进制造业，协议执行机制等。目前十一轮谈判中较为顺利的部分是“缩小贸易逆差”和“市场开放”；剩余议题难度较大、涉及到两国的核心利益，即便达成协议，执行起来也有颇多困难。

■ **中美贸易摩擦对中国经贸的影响测算：**假设美国进口对关税的弹性在 $[-2, -1]$ ，根据静态单因子及分两种情形进行测算：

情形一：相对乐观的假设，维持目前 2500 亿美元商品征收 25% 关税。2000 亿美元商品关税从 10% 提升到 25%，将使出口增速下降 1.05%~2.29%、实际 GDP 增速下降 0.19%~0.37%。

情形二：相对悲观的假设，剩余 3000 亿美元商品 25% 的加征关税最终生效。与“500 亿美元 25%、2000 亿美元 10%”相比，将使出口增速下降 4.02%~8.03%、实际 GDP 增速下降 0.66%~1.3%。

目前中国对美出口增速整体有所放缓，如果后续贸易摩擦加剧，出口和 GDP 增速将面临较大下行压力。外需不足情况之下，未来中国经济发展更多依赖内需，预计宏观调控会根据经济走势进行相机调整，后续工作重心将在于结构调整和制度改革。

■ **中美贸易摩擦对美国 and 全球经贸的影响：**（1）美国方面，受全球经济形势和贸易摩擦的影响，下半年以及 2020 年美国下行压力较大。根据 Trade Partnership 分析，如果美国所有从中国进口的产品都被加征 25% 的关税，美国将损失 210 万个工作，每一个四口之家将每年将损失 2000 美元。（2）全球方面，2017 年全球所有货物加权平均关税为 2.5%，若关税回到关税总协定/世界贸易组织之前的水平，全球经济将立即收缩 2.5%，全球贸易量削减 60% 以上。

■ **美国国内压力或成中美贸易谈判扰动因素：**目前美国两党均将中国的崛起视为重要的威胁之一，加之美国民众对国际贸易的负面情绪逐渐发酵，中美贸易摩擦或将成为中长期的常态。综合特朗普竞选承诺、支持率走势、选民偏好等方面的分析，特朗普在贸易战中面对的国内压力主要来自于两方面：一、中国的关税反制将动摇农业州票仓对特朗普的支持。二、下半年美国面临着商品价格上涨的压力，购买力受损和工作机会减少可能推升

民众反对情绪。

■ 中美贸易摩擦对相关行业的影响：

我们从四个维度进行分析，包括贸易摩擦中美加征关税领域、中美双方贸易占比较高的行业、A股美国营收占比较大行业、去年以来贸易摩擦演绎中的行业表现。总体得出：短期来看，贸易摩擦升级相对利好进口替代方向（农产品、大飞机等），此外贵金属、军工等行业也受益；贸易战利空美国特意针对加收关税的中国制造 2025 相关行业（航空航天、信息及通信技术、机械）、中国对美出口的主要行业（机电、杂项制品、纺织品、金属制品）、美国收入占中国上市公司收入比较高的行业（科技硬件、可选消费、医疗用品）。中长期来看，贸易摩擦将倒逼中国加快内生型国家创新体系建设，自主创新相关行业将具有长期投资机会。

中信一级行业来看：（1）受贸易摩擦影响偏正面的行业主要有国防军工、有色金属（贵金属）、农林牧渔、银行、公用事业、餐饮旅游（免税业）。其中，农林牧渔、餐饮旅游（免税业）将受益于进口替代和通胀上行逻辑；国防军工将受益贸易摩擦演绎下的国际关系紧张逻辑；贵金属、银行、公用事业等行业将受益于避险和防御逻辑。（2）受贸易摩擦影响短空长多的行业主要是科技创新相关行业。短期将受到美国压制，但中长期来看将受益于自创创新逻辑。持续关注计算机、电子、通信（5G）、医药（创新药）等行业，自下而上精选优质个股。（3）受贸易摩擦影响相对偏负面的行业有机械（部分行业出口影响偏负面）、轻工制造（部分公司对美出口较大，关注海外产能布局）、交通运输（短期贸易量缩减利空航运）等。

- #### ■ 风险提示：
- 中美谈判不及预期风险，经济走势不及预期风险，资本市场大幅波动风险。

目录

1. 中美贸易谈判进入新一轮博弈阶段	5
1.1 中美贸易摩擦曲折发展	5
1.2 中美贸易谈判核心议题	5
2. 中美贸易摩擦对经济影响的分析测算	7
2.1 对中国经贸的影响	7
2.2 对美国的影响	8
2.3 对全球经贸的影响	9
3. 美国国内压力或成贸易谈判扰动因素	10
3.1 中美贸易摩擦可能成为中长期的常态	10
3.2 特朗普贸易谈判或受民意掣肘	10
4. 贸易摩擦对相关行业的影响分析	12
4.1 几个维度看贸易摩擦相关行业	12
4.2 贸易摩擦影响偏正面的行业	18
4.3 贸易摩擦影响短空长多的行业	19
4.4 贸易摩擦影响偏负面的行业	20
5. 风险提示	错误!未定义书签。

图表目录

图 1 三大需求对 GDP 增长的贡献率和拉动	8
图 2 中国对欧、美、日出口增速比较	8
图 3 美国进口与个人消费支出比较	9
图 4 美国实际 GDP 季度增长率贡献来源	9
图 5 关税回到 GATT/WTO 之前水平对全球贸易的影响	9
图 6 全球各国平均关税水平	9
图 7 特朗普任期内支持率变化	12
图 8 中国关税反制措施对美国各州 GDP 影响	12
图 9 不同类别中国出口产品在各轮征税中所占比重	14
图 10 600 亿美元清单涉及的主要美国产品	14
图 11 2018 年美国按 SITC 二级分类对华出口额比重（前 20 名）	15
图 12 2018 年中国按 HS 产品类对美出口额比重	15
表 1: 贸易摩擦发展阶段	5
表 2: 贸易谈判进展过程	6
表 3: 不同关税情景的影响分析	7
表 4: 特朗普上任两年来竞选承诺兑现情况	11
表 5: 美国进口中国产品关税清单分类	13
表 6: 2018 年报 A 股美国区域主营收入占比（前 50 名）	16
表 7: 贸易摩擦升级和缓和时期的行业表现	18

1. 中美贸易谈判进入新一轮博弈阶段

贸易谈判历时超过一年，几经起伏，2019年2、3、4月份谈判进展顺利，但是5月份以来形势急转直下，中美再次互征关税。双方在原则问题上均态度强硬，结合谈判的核心议题来看，经济制度上的分歧目前难以通过谈判的方式解决。“缩小贸易逆差”“开放市场”等议题此前已有部分共识，其他争议较大的问题接下来的进展尚不明晰。鉴于形势的变化，短期内贸易谈判仍面临一定阻力。目前贸易谈判或将进入博弈阶段。

1.1 中美贸易摩擦曲折发展

近年来美国对全球其他国家的贸易逆差持续扩大，美国贸易保护主义有抬头趋势。2017年中美贸易摩擦逐渐加剧。2018年3月22日，中美贸易摩擦爆发。特朗普以301法案为依据，认为中美之间存在不公平贸易，宣布将大幅提高从中国进口产品的关税。高额贸易逆差和不公平贸易条件成为美国发动贸易摩擦的主要依据。此后双方均态度坚定，期间举行的4轮贸易谈判未有实质进展。2018年三季度，中美相互加征的高额关税先后生效，局势僵持数月。2018年12月，在G20首脑会晤中，“习特百日休战”约定达成。2019年以来，双方共进行了6轮谈判，2、3、4月谈判进展较为顺利，双方在缩小贸易差额、消除贸易壁垒、市场开放、知识产权保护等议题上取得一定进展，但是“加征的关税何时撤销”、“达成的协议怎样履行”等实际问题仍未有解决方案。进入5月份以来，形势再次变化，双方在第十一轮谈判中重申了各自的原则，且态度坚定。谈判结束后，双方再次互征关税，局势日趋紧张。下一轮谈判能否朝协议方向继续迈进尚需观察，关注6月底在日本举行的G20峰会。

表 1: 贸易摩擦发展阶段

时间	阶段	谈判/交锋情况
2018年3月	爆发	特朗普宣布将对600亿美元中国产品加征25%关税。双方均态度强硬，齐举贸易武器
2018年7、8、9月	激化	共计500亿美元的中国出口产品和1100亿美元的美国出口产品被加征25%的关税，2000亿美元的中国商品被加征10%的关税。在此之前，双方进行多次谈判尝试，但是均未在主要分歧上达成一致。
2018年12月	休战	中国主动增加从美国购买农产品、能源，并且对美国企业放宽市场准入。美国暂时不对2000亿美元中国产品做进一步增税。
2019年2、3、4月	谈判	双方在缩小差额，消除壁垒等贸易方面的分歧上本达成一致，在市场开放、知识产权保护方面也取得了显著进展，网络安全、关税撤销以及执行措施等方面仍有很大不确定性。
2019年5月	博弈	局势再生变化，双方进入博弈态势。5日川普再启对2000亿美元中国产品的大幅增税，将关税从10%提高到25%。13日中国对原600亿美元征税商品清单，提高关税水平至5%、10%、15%和25%不等。仅数小时后，美国公布3000亿美元征税产品清单，关税计划升至25%，将在6月17日展开听证。

资料来源：长城证券研究所

1.2 中美贸易谈判核心议题

美方的核心要求主要在缩小贸易逆差，开放市场（减少非关税壁垒等），加强知识产权，取消强制性技术转移，停止补贴先进制造业，协议执行机制等方面。中国方面要求美国取消之前加征的全部关税，作为达成协议的条件。双方围绕谈判的核心议题，共计开展了十一轮贸易谈判。

谈判中较为顺利的部分是缩小贸易逆差和开放市场。2018年12月起至今，中储粮等分批多次从美国进口大豆，总计超过千万吨。最近银保监会又宣布将开放银行业保险业。其他议题则仍有很大分歧，且短时间内难以达成双方都满意的协议。剩余议题难度较大、涉及到两国的核心利益，所以且即便达成协议，执行起来也有颇多困难。“缩小贸易逆差”“开放市场”等议题此前已有一定共识，贸易谈判其他争议较大的问题接下来的进展尚不明。如果此后谈判能够继续推进，由于此前已有部分共识，“缩小贸易逆差”“开放市场”等议题或存在达成协议的空间，其他议题谈判阻力尚大。

表 2：贸易谈判进展过程

轮次	时间	谈判概况	核心议题进展
一	2018/5/3-4	在首次谈判中，双方互相提出核心诉求。双方立场坚决，谈判主要以明确核心议题，建立沟通为主	在核心议题方面尚无进展
二	2018/5/17-19	谈判有所有进展，中美发表联合声明，初步形成和谈意向。互征关税暂缓，中兴禁运解除。	“缩小贸易逆差”：中国同意大幅增加从美国的能源进口； “开放市场”：有少许进展，中国将降低进口汽车关税从25%到15%；
三	2018/6/2-4	无进一步进展，主要分歧在进口美国农产品的议题上。美方希望中国通过缩减技术性贸易壁垒、加大采购来扩大对美国农产品的进口。	“缩小贸易逆差”：能源进口已有共识，但农产品进口的扩大仍在讨论中。
四	2018/8/22-23	此次谈判为财政部副部长级谈判。双方只是就“如何实现公平、平衡和互惠”交换了看法	在核心议题方面没有进一步进展
五	2019/1/7-8	总体取得初步进展，双方进行了“很有建设性”的协商。谈判或朝达成协议的方向推进。	“缩小贸易逆差”：在农产品方面有突破。中国扩大从美国进口商品，进口了更多的大豆及能源等；“知识产权保护”、“执行机制”：进行了对话协商、但尚无明确进展
六	2019/2/14-15	双方就主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商。美中双方都发表声明称谈判取得了明显进展。	”取消强制性对技术转让 “、”知识产权保护“、“开放市场“、“执行机制”等之前没有明确进展的核心议题上展开了深入对话
七	2019/2/22-23	双方正在草拟“谅解备忘录”，作为最终贸易协议的基础	“知识产权保护”：取得了实质性的进展。
八	2019/3/28-29	双方或接近达成协议，但是“协议执行机制”议题尚有分歧。双方继续就协议文本展开磋商。谈判主要	“取消加征关税”：有一定进展，美国同意取消一部分，但仍坚持保留一部分加征的关

轮次	时间	谈判概况	核心议题进展
		聚焦了四点内容：“关税去留”“互访次数”“文本翻译”“中国经济结构性问题”	税；等议题的谈判面临阻力
九	2019/4/3-5	谈判在诸多关键议题上取得进展，双方讨论了协议文本，正朝最终达成协议努力	“缩小贸易逆差”“开放市场”：进展最为显著，已有相关的农产品采购、降低投资准入门槛等相关实际措施。
十	2019/4/30-5/1	双方仍未达成协议，主要因在“取消全部加征关税”“协议执行机制”议题上未达成一致	核心议题与上轮相比没有明确的更深层次进展
十一	2019/5/9-10	双方在磋商的很多问题上澄清了立场，讨论了下一步磋商的内容	核心议题与上轮相比没有明显进展

资料来源：长城证券研究所

2. 中美贸易摩擦对经济影响的分析测算

2.1 对中国经贸的影响

依据相关文献，假设美国进口对关税的弹性在 $[-2, -1]$ 区间内，中国名义 GDP 对出口弹性为 0.24，中国实际 GDP 对出口弹性为 0.163。我们依据这些数据进行静态单因子测算，测算加征关税给出口增速、名义 GDP、实际 GDP 带来的影响。目前已有 2500 亿美元中国产品被加征关税，我们对未来关税水平进行预估，并与 2019 年 5 月以前原有的“500 亿，25%；2000 亿，10%”关税情况相比较，推演不同情景下在原有关税情况下的进一步影响。

情形一：相对乐观的假设，维持目前 2500 亿美元商品征收 25% 关税。我们测算得出，2000 亿美元商品关税从 10% 提升到 25%，将使出口增速下降 1.05%~2.29%、名义 GDP 增速下降 0.27%~0.55%、实际 GDP 增速下降 0.19%~0.37%。

情形二：相对悲观的假设，剩余 3000 亿美元商品 25% 的加征关税最终生效。我们测算得出，如果近期内全部中国输美商品关税都被上调至 25%，将使出口增速下降 4.02%~8.03%、名义 GDP 增速下降 0.96%~1.92%、实际 GDP 增速下降 0.66%~1.3%。

表 3：不同关税情景的影响分析

征税演绎	2019.05 前原关税水平		3000 亿不生效		假设 3000 亿最终生效	
加征总金额	2500 亿		2500 亿		5500 亿	
加征关税率	500 亿：25%		500 亿：25%		500 亿：25%	
	2000 亿：10%		2000 亿：25%		2000 亿：25%	
					3000 亿：25%	
美国进口对关税弹性	-1	-2	-1	-2	-1	-2
中国名义 GDP 增速对出口弹性	0.24		0.24		0.24	
中国实际 GDP 增速对出口弹性	0.163		0.163		0.163	

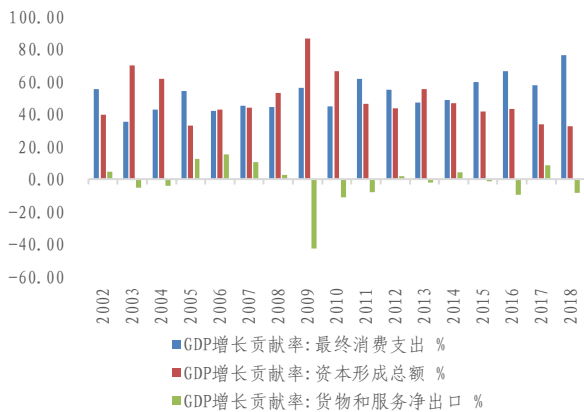
对出口增速影响	-1.24%	-2.49%	-2.39%	-4.78%	-5.26%	-10.52%
对名义 GDP 增速影响	-0.30%	-0.60%	-0.57%	-1.15%	-1.26%	-2.52%
对实际 GDP 增速影响	-0.20%	-0.41%	-0.39%	-0.78%	-0.86%	-1.71%

资料来源：长城证券研究所

贸易摩擦演绎以来，总体出口仍保持相对较高增速，但中国对美国出口增速整体有所放缓。2018 年来看，中国出口增速 9.9%，超过 2017 年的 7.9%；中国对美国出口增速 11.3%，较 2017 年 14.5% 的增长率有所下降。2019 年一季度出口增速仍然较快，4 月出口增速转负，其中中国对美国出口增速持续疲弱，1-4 月对美出口累计同比-9.7%，而对欧盟和其他国家出口仍保持较快增长。

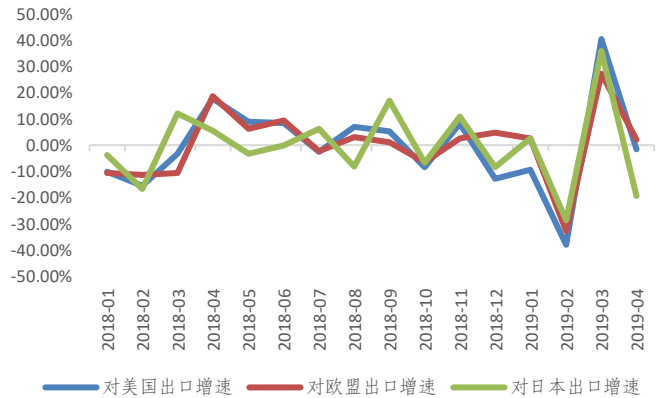
中国一季度经济增速略超预期，4 月份数据有所转弱。考虑到一季度进出口仍对经济构成一定支撑，如果后续贸易摩擦加剧，出口和 GDP 增速将面临较大下行压力。外需不足情况之下，未来中国经济发展更多依赖内需，预计宏观调控会根据经济走势进行相机调整，后续工作重心将在于结构调整和制度改革，通过降税降费、金融供给侧改革、对外开放、国企改革等措施来激发经济的内生活力显得更为重要。

图 1 三大需求对 GDP 增长的贡献率和拉动



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 2 中国对欧、美、日出口增速比较



资料来源：Wind，长城证券研究所

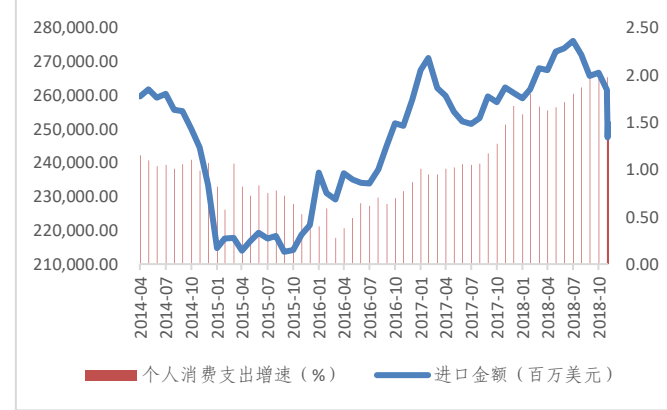
2.2 对美国经济的影响

2018 年美国 GDP 全年增长 2.9%，为 2015 年来最快增速。主要拉动因素为大规模的减税和政府支出。但是分季度来看，2018 年 Q1-Q4，美国 GDP 同比增速分别为 2.1%、4.2%、3.4%及 2.2%。2018Q1 推出的大规模减税刺激作用明显，Q2 经济增长大幅加速，Q3 高额关税开始生效，Q4 再现放缓趋势。从美国 GDP 增速贡献来源来看，消费支出对实际 GDP 的贡献度 2018Q4 已经开始降低，2019Q1 出现明显下滑。根据 Trade Partnership 的分析，如果美国所有从中国进口的产品都被加征 25% 的关税，美国将损失 210 万个工作，每一个四口之家将每年将损失 2000 美元。

由于政府投资增加，军费支出扩大，美国 2019Q1GDP 增长 3.2%；与此相反的是，一季度的高增长并未改变 2019 年全年的经济预期。受到关税作用的影响，进口商品成本上升，商业存货大幅增加，零售业低迷导致消费者支出减少。制造商大幅囤货的负面影响可能在下半年显现。综合美国各主流投资机构、调查组织的观点，2019Q2 美国 GDP 增速将放

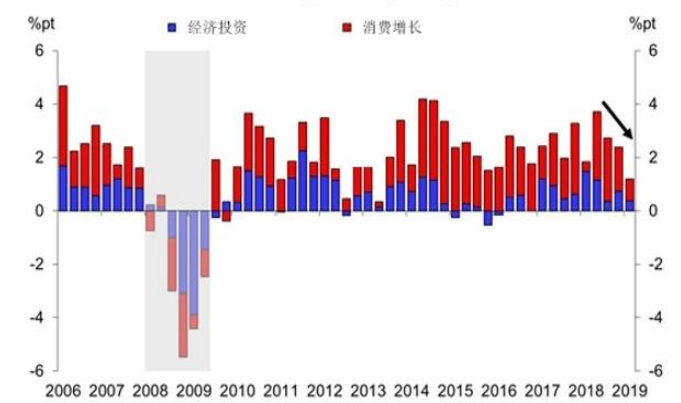
缓至 2.1%~2.4%左右。受到全球经济形势和贸易摩擦的影响，下半年以及 2020 年美国经
济下行压力较大。

图 3 美国进口与个人消费支出比较



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 4 美国实际 GDP 季度增长率贡献来源



资料来源: 德意志银行、长城证券研究所

2.3 对全球经贸的影响

根据 2017 年世界各国平均关税来看，发达国家关税水平普遍较低，基本在 2.5% 以下。“金
砖四国”中，中国和俄罗斯关税水平相对较低分别是 3.5% 和 3.4%，巴西和印度关税水平
较高分别是 8.0% 和 6.3%。其他发展中国家里，东南亚国家整体关税水平相对普遍较低，
而南美地区关税水平总体较高。

参考世界银行《全球展望》报告，全球关税如果持续广泛上升，2020 年全球贸易额下降
可达 9%，对新兴和发展中经济体的影响尤为明显。自关贸总协定成立以来，发达国家的
平均关税已从 1948 年的 36% 降到 90 年代中期的 3.8%，发展中国家和地区同期降至 12.7%。
世贸组织成立以来，全球所有货物加权平均关税从 8.57% 降到 2.5%（2017 年）。世界贸易
组织总干事罗伯特·阿泽维多表示，若关税回到关税总协定（GATT）/世界贸易组织（WTO）
之前的水平，全球经济将立即收缩 2.5%，全球贸易量削减 60% 以上，影响将超过 2008 年
国际金融危机。

图 5 关税回到 GATT/WTO 之前水平对全球贸易的影响

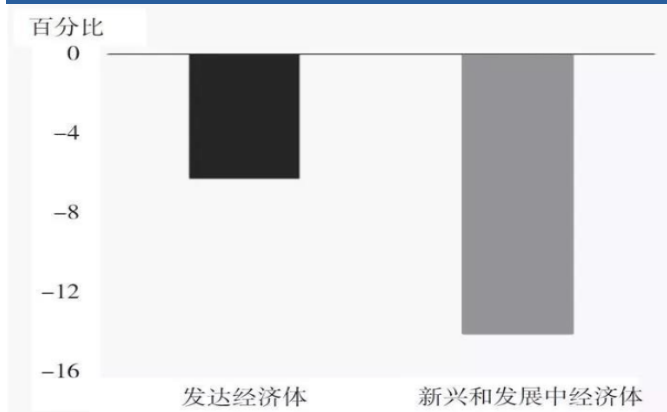
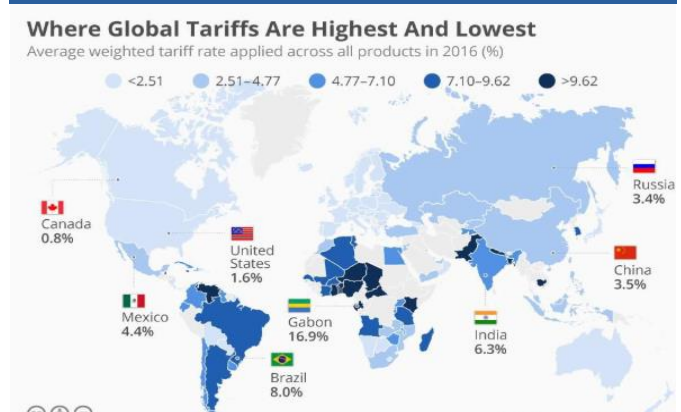


图 6 全球各国平均关税水平



资料来源：世界银行，长城证券研究所

资料来源：Statista，长城证券研究所

3. 美国国内压力或成贸易谈判扰动因素

目前美国两党均将中国的崛起视为重要的威胁之一，加之美国民众对国际贸易的负面情绪逐渐发酵，贸易摩擦逐渐成为美国政府限制中国发展的手段之一，预计中美贸易摩擦将会成为接下来一段时间的常态。本部分将通过特朗普竞选承诺、支持率变化、民众情绪等方面，从社会和政治的角度，分析贸易谈判中特朗普面临的美国国内压力。特朗普对竞选承诺的执行力度较大，且作风强硬，此次中国关税反制后，数小时后就迅速推出3000亿美元征税产品清单。选取之前美国加征关税的时间点看，加征关税增加谈判筹码，短期内能获得民众的支持，但是如不能使谈判取得实质进展，长期来看会对支持率带来负面影响。该负面影响主要是经济受损所引发的民众“反感情绪”。目前看来，特朗普在中美贸易摩擦中面对的国内压力主要来自于两方面：一、中国的关税反制将动摇农业州票仓对特朗普的支持。二、下半年美国面临着商品价格上涨的压力，购买力受损和工作机会减少可能推升民众的反对情绪。

3.1 中美贸易摩擦可能成为中长期的常态

“中国正迅速成为美国最大的威胁”是民主、共和两党政治人物目前极少数的共识之一。不仅执政的共和党借贸易打压中国，民主党在对华问题上也颇为强硬。2016年竞选中，希拉里在国际贸易、中国问题上同样也展示出强硬姿态，提出保护美国工作。前副总统拜登本月初正式宣布参选2020年美国大选。他在拉票活动中表示“中国不是竞争对手”，被美国各方面认为低估了中国经济对美国的威胁。另一位参选民主党总统候选人提名的桑德斯在贸易政策与特朗普接近。桑德斯同样批评自由贸易协定牺牲了美国的制造业。

民意方面也显示出了相似的情况。费城大学的政治经济学家 Diana C. Mutz 指出，经过调查研究发现，2012-2016年间，选民——尤其是共和党选民对国际贸易的看法变得更为负面。一半的美国人认为贸易牺牲了美国国内就业机会，而增长的是外国的就业机会。49%的美国民众认为中国是一个竞争对手，认为中国是合作伙伴的则有50%，并且这已经成为了在美国一个长期的观点分歧。

3.2 特朗普贸易谈判或受民意掣肘

a) 特朗普上任两年来竞选承诺兑现情况：

特朗普在竞选和就任时许下多个承诺，其中“改善”与中国的贸易关系是特朗普的主要承诺之一。其声称此举可以“将工作机会和企业利润带回美国”，受到了民众的支持。特朗普2017年初上任至今，已兑现的主要承诺包括大幅减税、打击IS、退出TPP、退出巴黎气候协定、修改NAFTA，部分兑现的承诺包括修建墨西哥边境墙，尚未兑现但正在推进的承诺包括缩小与中国的贸易逆差、推翻奥巴马医改法案，未有明显进展的承诺包括兴建交通设施、遣返非法移民等。第一是可以看出特朗普对竞选承诺执行力度较高，依照表4内整理可得，两年任期内特朗普已兑现、或部分兑现的承诺超过一半。第二是特朗普作风强势。2018年末，参议院未能通过包含美墨筑墙的临时支出法案，特朗普拒绝签署不含美墨筑墙经费的临时支出法案，导致隔日起美国政府停

摆。从竞选承诺的执行力度和作风来看，即便暂时无法对中国发展做出结构性打击，不惜代价大幅缩小贸易逆差、兑现竞选承诺，或许会是特朗普所坚持的政策主张。

表 4：特朗普上任两年来竞选承诺兑现情况

类别	承诺	兑现情况
一、税改	大幅减税，以提振美国经济	2018 年 1 月 1 日，美国总统特朗普签署的《减税和就业法案》（Tax Cuts and Jobs Act）正式开始实施。早期成效显著，2018 年二三季度经济增长提速，但是减税的影响似乎后劲不足。
二、反恐&军事	打击伊斯兰国（IS）恐怖分子	川普上任不到十天，便签署行政令，要求美国军方在 30 天内制定击败 IS 的计划。采取新的战术，赋予军队更大的权力。伊拉克及叙利亚 IS 迅速溃败。
	美国军队撤出中东	始终未见落实
	将驻以色列大使馆搬至耶路撒冷	承认耶路撒冷是以色列首都，并提出搬迁使馆计划
	脱离北约	没有进展。之前称美国在援助盟友上花非过大，但是上台后又称盟友在反恐方面很重要
三、法律	提名保守派人士任最高法院大法官	《国会山报》称，川普通过提名保守派法官来实现重塑联邦司法系统的目标。
	推翻奥巴马医改法案	共和党的新医疗法案屡屡闯关国会不成，川普或调整策略，改为修改奥巴马医改中的部分条款。
四、限制移民	遣返所有非法移民	并没有大规模遣返的计划
	禁止所有穆斯林移民	颁布的旅行禁令收紧了难民政策，仅对六个穆斯林国家公民收紧了签证政策。
	修建墨西哥付款的边境墙	建造了一部分隔离墙，美国出资，但是受到国会强烈反对。设立拘留所，大批来自墨西哥的非法移民滞留边境。
五、更“公平的”贸易协议	退出跨太平洋伙伴贸易协定（TPP）。	已退出
	退出巴黎气候协定	已退出，但完成所有退出手续需要三年
	修改北美自由贸易协定（NAFTA）	特朗普的要求下得到修订，变为“美墨加协定”（USMCA），但还需要进一步审议通过。
	与中国达成更公平的贸易协议	与中国的贸易谈判始终未能达成协议。
七、基础设施	修建更新美国的公路，铁路，机场	国会仅在 2018 年 3 月通过了一个 210 亿美元的预算，其后也并未有实质性动作

资料来源：长城证券研究所

b) 特朗普支持率&关税节点：

从总统候选人对比民调中看，拜登、桑德斯均始终领先于特朗普，但是从 2018 年年初减税措施实施至今，拜登和桑德斯的领先优势在逐步缩小。根据盖洛普民调来看，特朗普在支持率在贸易摩擦爆发时为 39%，在 2019 年 4 月下旬升至两年任期内的最高的 46%。选取贸易摩擦爆发和三次（其中包括 500 亿美元分两次先后生效）关税生效的时间点，关税生效后一个月内，特朗普支持率均出现上升后下降的趋势。对外强硬增加谈判筹码，在短期内能获得民众的支持，但是如不能取得实质“收获”，长期

维度一：贸易摩擦中美双方加征关税的领域

■ 利空：美国对中国加征关税的商品

最初的 500 亿美元关税清单，主要瞄准“中国制造 2025”。该清单包括电子触摸屏、钢铁板材、医疗器械、飞机零部件、电池等。美国瞄准的这些产品符合它希望在中国占据主导的尖端技术领域内取胜的计划，如半导体、电动汽车和先进医疗产品。

2000 亿美元关税清单主要针对的是中间产品和原材料，涉及范围较广，包括冰箱、棉花、钢铁、铝制品、电子、纺织、金属制品和汽车零部件等相关产业。从所涉及产品的贸易额来看主要是：电子产品（24.7%）、机械（19.5%）、家具（14.8%）、金属制品（8.1%）、汽车、自行车及部件（5.9%）、皮革（3.7%）、塑料和橡胶（4.9%）、化学制品（4.9%）、食品和农产品（3%）。

3000 亿美元的主要针对的是消费品（药剂产品、稀土目前不包括）。3000 亿美元中，超过一半金额的是电子产品，包括：智能手机、笔记本电脑、电视机、无线耳机、智能音响等。产品贸易额来看，手机份额最大为 446 亿美元（17%），电脑 411 亿美元（15.7%），电视和显示器 114 亿美元占比（4.3%）。其他行业产品中，占比较高的有：衣服（13.8%）、玩具（9.7%）、鞋（5.4%）等。在美国的手机、电脑、玩具这三类产品进口中，中国均占据 80% 上。

■ 利好：中国对美国加征关税的商品

本次公布的 600 亿美元关税清单涉及的主要产业是机械，机械设备，电气设备（160 亿美元），化学品（79 亿美元），木材、木制品、纸浆和纸张（58 亿美元），塑料橡胶（30 亿美元），贱金属（29 亿美元），矿产品（18 亿美元），石、水泥等（17 亿美元），食品、饮料等（13 亿美元）。所涉及商品约有 67% 是中间产品，26% 资本设备，只有 7% 消费品。600 亿美元关税清单主要有 4 部分，2018 年 9 月清单的第 1、2 部分被加征 10% 的关税，第 3、4 部分被加征 5% 的关税。目前关税提高情况如下：

第 1 部分：加征 10% 提高到加征 25%，主要包括食品如肉类、小麦、葡萄酒、咖啡、糖、啤酒。消费品如衣服、家用电器、照相机，以及液化天然气等。

第 2 部分：加征 10% 提高到加征 20%，主要包括化肥、加工木材、发电机、光学元件等。

第 3 部分：加征 5% 提高到加征 10%，主要包括不锈钢制品、复合材料、机床、轴承等。

第 4 部分：加征 5% 不变，主要包括专业设备如拖拉机、消防车、医院设备和材料等。

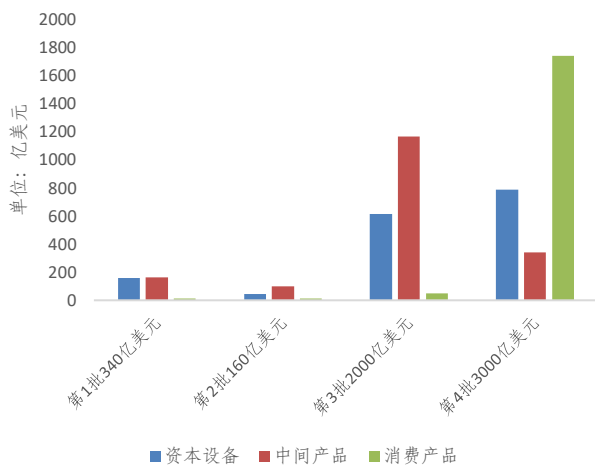
表 5：美国进口中国产品关税清单分类

美国进口中国产品关税清单分类（金额：亿美元）			
	500 亿美元清单	2000 亿美元清单	剩余 3000 亿部分
食品和农产品		60	10
制成品			
化学制品		99	51
塑料和橡胶	22	98	79
木头和纸制品		67	30
皮革		74	

美国进口中国产品关税清单分类 (金额: 亿美元)			
金属制品	9	160	86
纺织产品			
衣服			362
鞋			143
其他纺织产品		53	22
玩具			255
家具		292	27
机械			
打印机	8	1	53
空调		18	8
冰箱	5	16	
其他机械	152	270	61
电子产品			
电脑	15	79	411
电话设备		229	
电视和显示器		1	114
相机	8	19	33
电加热器		12	41
其他电子消费品	16	70	86
其他电子产品	147	157	92
汽车、自行车及部件	22	116	8
光学和医学设备	51	14	55
其他	11	67	156
总计	464	1972	2619

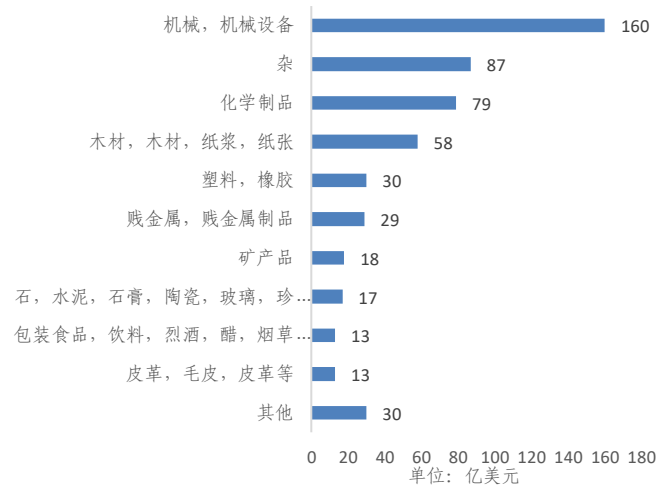
资料来源: Deutsche Bank, 长城证券研究所

图9 不同类别中国出口产品在各轮征税中所占比重



资料来源: Goldman Sachs, 长城证券研究所

图10 600亿美元清单涉及的主要美国产品

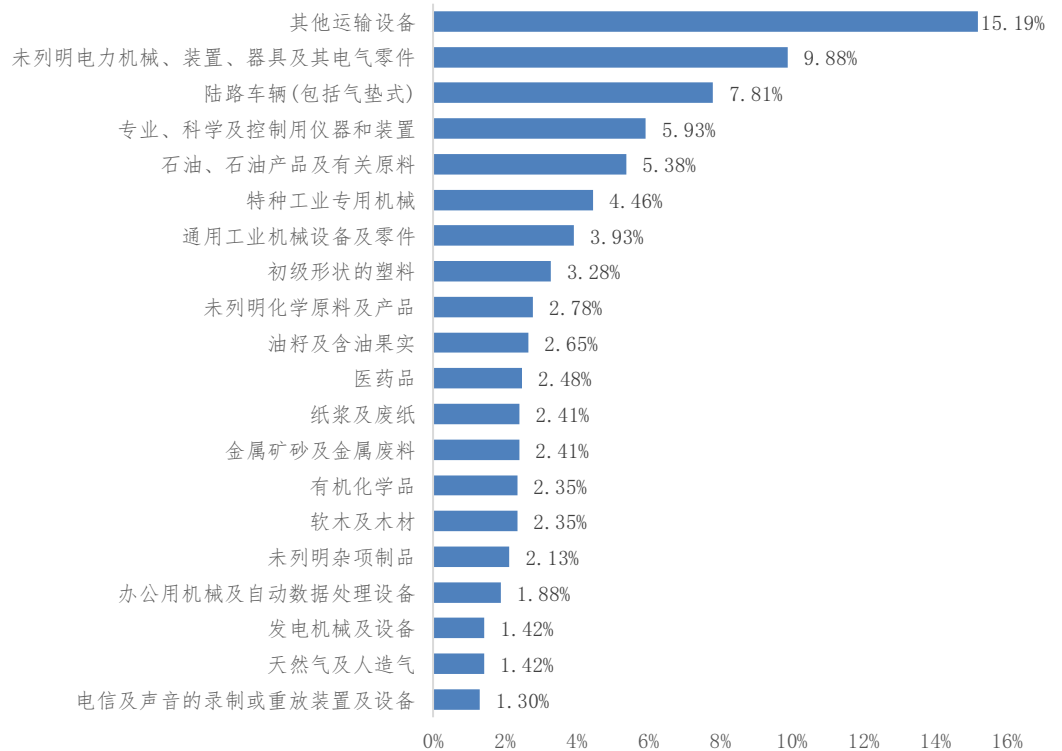


资料来源: Peterson Institute, 长城证券研究所

维度二：中美双方贸易占比较高的行业

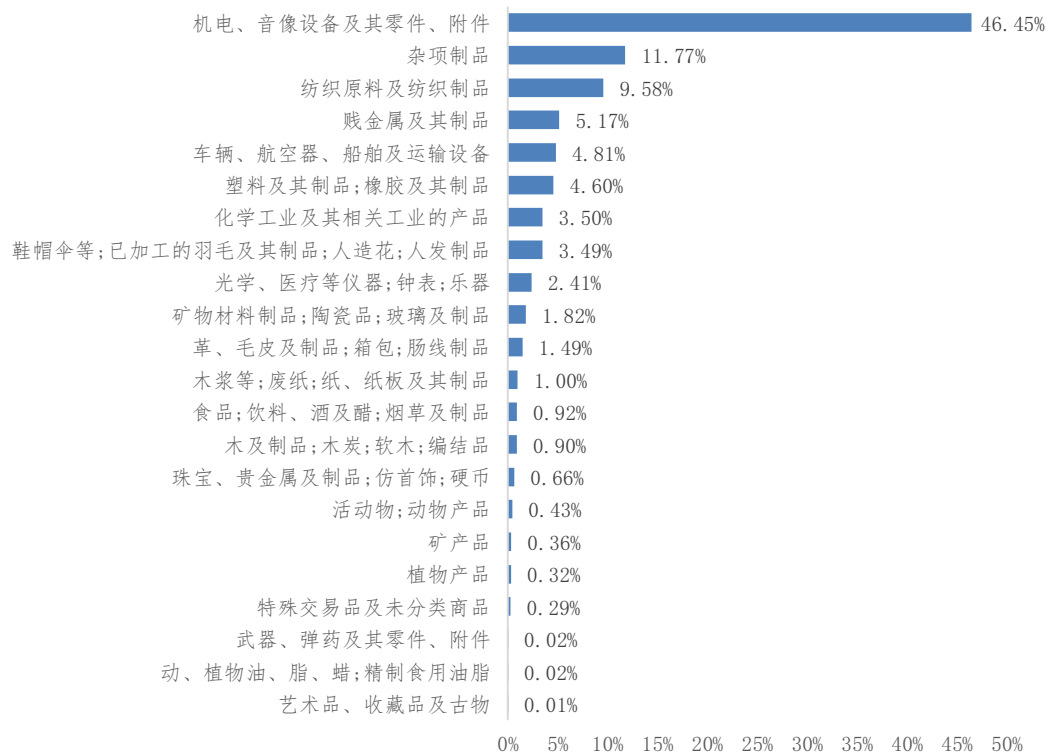
- **利好：**美国对中国出口产品主要集中在机械及运输设备、化工产品、农产品等，大飞机、农产品、能源、汽车、工业机械等产品有望受益于进口替代。
- **利空：**中国对美国的出口产品主要是机电产品(包括家电、电子、机械等)、杂项制品(玩具、家具)、纺织品、金属制品(钢铁、铝、贱金属)等。

图 11 2018 年美国按 SITC 二级分类对华出口额比重 (前 20 名)



资料来源：长城证券研究所整理

图 12 2018 年中国按 HS 产品类对美出口额比重



资料来源：长城证券研究所整理

维度三：A股美国营收占比较大行业

- **利空：**1、基于 Factset 统计，来自美国收入占中国上市公司收入比较高的行业包括科技硬件(技术硬件、半导体等)、可选消费(耐用消费品及服装、个人用品等)、医疗用品(设备与耗材)等。2、根据 A 股 2018 年报中主营收入构成按地区分类的数据，我们发现美国区域主营收入占比靠前的公司，主要集中在电子、轻工制造、医药生物、汽车、机械设备、电气设备、纺织服装等行业。

表 6：2018 年报 A 股美国区域主营收入占比（前 50 名）

证券代码	证券简称	所属申万行业名称： 一级行业	所属申万行业名称： 二级行业	美国区域主营收入（亿 元）	美国区域主营 收入占比（%）
600146.SH	商赢环球	纺织服装	服装家纺	20.40	94.36%
300703.SZ	创源文化	轻工制造	家用轻工	6.40	81.19%
002938.SZ	鹏鼎控股	电子	元件 II	181.75	70.30%
603259.SH	药明康德	医药生物	医疗服务 II	52.46	54.57%
002489.SZ	浙江永强	轻工制造	家用轻工	22.20	51.08%
603197.SH	保隆科技	汽车	汽车零部件 II	10.13	43.94%
002862.SZ	实丰文化	轻工制造	家用轻工	1.44	38.34%
300456.SZ	耐威科技	国防军工	航天装备 II	2.48	37.26%
603800.SH	道森股份	机械设备	专用设备	4.30	36.79%
600391.SH	航发科技	国防军工	航空装备 II	7.29	35.23%
600250.SH	南纺股份	商业贸易	贸易 II	3.31	33.13%
601388.SH	怡球资源	有色金属	工业金属	20.62	33.07%
002260.SZ	*ST 德奥	家用电器	白色家电	2.28	31.66%
002892.SZ	科力尔	电气设备	电机 II	2.06	29.38%

证券代码	证券简称	所属申万行业名称： 一级行业	所属申万行业名称： 二级行业	美国区域主营收入（亿 元）	美国区域主营 收入占比（%）
300296.SZ	利亚德	电子	光学光电子	16.61	28.95%
603129.SH	春风动力	汽车	其他交运设备 II	6.93	28.63%
002921.SZ	联诚精密	汽车	汽车零部件 II	1.86	28.08%
300765.SZ	新诺威	医药生物	化学制药	2.30	27.22%
600439.SH	瑞贝卡	轻工制造	家用轻工	4.51	24.40%
300389.SZ	艾比森	电子	光学光电子	4.57	24.22%
600261.SH	阳光照明	电子	光学光电子	12.26	23.09%
002922.SZ	伊戈尔	电子	电子制造	2.42	22.82%
300640.SZ	德艺文创	轻工制造	家用轻工	1.19	21.63%
002045.SZ	国光电器	电子	电子制造	8.32	20.58%
300482.SZ	万孚生物	医药生物	医疗器械 II	2.37	20.31%
300176.SZ	派生科技	非银金融	多元金融 II	5.65	19.97%
002681.SZ	奋达科技	家用电器	白色家电	6.49	19.53%
002394.SZ	联发股份	纺织服装	纺织制造	7.90	19.13%
000553.SZ	安道麦 A	化工	化学制品	48.50	18.93%
600278.SH	东方创业	商业贸易	贸易 II	31.11	18.66%
300582.SZ	英飞特	电子	光学光电子	1.70	18.36%
002952.SZ	亚世光电	电子	光学光电子	0.90	17.69%
300298.SZ	三诺生物	医药生物	医疗器械 II	2.66	17.15%
600682.SH	南京新百	商业贸易	一般零售	21.90	16.22%
000756.SZ	新华制药	医药生物	化学制药	8.36	16.04%
300763.SZ	锦浪科技	电气设备	电源设备	1.09	14.40%
002086.SZ	ST 东海洋	农林牧渔	渔业	0.98	13.49%
002105.SZ	信隆健康	汽车	其他交运设备 II	1.84	12.23%
603238.SH	诺邦股份	纺织服装	纺织制造	0.96	12.16%
603838.SH	四通股份	轻工制造	家用轻工	0.48	11.17%
000032.SZ	深桑达 A	通信	通信设备	1.74	10.84%
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	医疗器械 II	14.86	10.80%
002785.SZ	万里石	建筑材料	其他建材 II	1.20	10.53%
600320.SH	振华重工	机械设备	专用设备	20.30	10.49%
601002.SH	晋亿实业	机械设备	通用机械	3.32	9.57%
300460.SZ	惠伦晶体	电子	元件 II	0.29	9.06%
600545.SH	卓郎智能	机械设备	专用设备	7.46	8.80%
601012.SH	隆基股份	电气设备	电源设备	19.29	8.77%
600580.SH	卧龙电驱	电气设备	电机 II	8.45	7.62%
600685.SH	中船防务	国防军工	船舶制造 II	13.52	7.43%

资料来源：长城证券研究所

维度四：贸易摩擦演绎中的各行业表现

- 参考贸易摩擦期间的各行业表现，我们发现：贸易摩擦升级之际，成长方向和周期（房地产链条）整体表现较差，消费相关（农林牧渔、食品饮料等）、国防军工、银

行、公用事业等行业相对抗跌，此外，二级行业中的贵金属表现较好：贸易摩擦缓和之际，成长方向整体率先反弹。消费相关行业在贸易摩擦升级和缓和期间的表现均相对较好。

- ✓ **贸易摩擦升级期间：**跌幅靠前的行业主要集中在成长和周期方向，其中成长方向中的通信、电子等行业，以及周期方向中的房地产相关链条表现相对较差；跌幅靠后的行业主要集中在消费（农林牧渔、食品饮料）、金融（银行）、国防军工等方向，此外，二级细分行业之中，贵金属相对表现较好。
- ✓ **贸易摩擦缓和期间：**率先反弹的行业主要集中在成长、消费和部分周期方向，涨幅相对落后的行业主要集中在金融（银行）、房地产链条、军工等。

表 7：贸易摩擦升级和缓和时期的行业表现

贸易摩擦	时间	跌幅靠前行业	跌幅靠后行业	行业风格：领跌	行业风格：抗跌
升级	2018.3.23日(贸易战爆发)	通信、计算机、钢铁、电子、传媒	农林牧渔、食品饮料、银行、家用电器	成长+周期	消费+银行
	2018.4.12-2018.4.18(中兴制裁)	家用电器、建筑材料、房地产、有色金属	计算机、国防军工	周期（地产链条）	部分成长
	2018.5.23-2018.7.6(中美开始互征关税)	通信、电气设备、有色、机械设备	食品饮料、休闲服务、家用电器、钢铁、银行	成长	消费+银行
	2019.5.6-2019.5.9(贸易摩擦再次升级)	非银、通信、交通运输、计算机	纺织服装、国防军工、家电、公用事业、银行	非银+成长	消费+军工+公用事业+银行
缓和	时间	涨幅靠前行业	涨幅靠后行业	行业风格：领涨	行业风格：涨幅靠后
	2018.5.3-2018.5.22(双方开放谈判+中美联合声明)	食品饮料、采掘、化工、医药生物、休闲服务、汽车、通信、电子	钢铁、国防军工、房地产、银行	消费+部分周期+成长	军工+金融
	2018.12.3日(G2峰会达成“百日休战”)	食品饮料、电子、家电、通信、休闲服务、计算机	房地产、银行、建筑装饰、钢铁	成长+消费	金融+周期

资料来源：长城证券研究所

总结：短期来看，贸易摩擦升级相对利好进口替代方向（农产品、大飞机等），此外贵金属、军工等行业也受益；贸易战利空美国特意针对加收关税的中国制造 2025 相关行业（航空航天、信息及通信技术、机械）、中国对美出口的主要行业（机电、杂项制品、纺织品、金属制品）、美国收入占中国上市公司收入比较高的行业（科技硬件、可选消费、医疗用品）。中长期来看，贸易摩擦将倒逼中国加快内生型国家创新体系建设，自主创新相关行业将具有长期投资机会。

4.2 贸易摩擦影响偏正面的行业

受贸易摩擦影响偏正面的行业主要有国防军工、有色金属（贵金属）、农林牧渔、银行、公用事业、餐饮旅游（免税业）。其中，农林牧渔、餐饮旅游（免税业）将受益于进口替代和通胀上行逻辑；国防军工将受益贸易摩擦演绎下的国际关系紧张逻辑；贵金属、银行、公用事业等行业将受益于避险和防御逻辑。

- **国防军工：受益国际关系紧张，国产替代及自主创新有望加速。**

- ✓ 军工行业对外依存度低，短期中美贸易战对军工出口影响有限。
- ✓ 短期受益于贸易战升级预期和国际关系紧张。
- ✓ 飞机、芯片等领域可能成为我国应对美国贸易战的还击对象，中期利好我国大飞机产业链，长期加快推进核心军用原材料、元器件的国产化进程。
- ✓ 但是，如果双方为了缓解贸易争端，中国可能增加进口大飞机等军工产品。
- **贵金属：在中美贸易战持续升级、全球避险情绪提升的背景下，金银等贵金属价格有望呈现上涨走势。**
- **农林牧渔：受益加征关税及通胀上行，未来演绎仍存不确定性。**
 - ✓ 一方面，中国对美国加征关税的 600 亿美元清单之中，农产品占据很大比例，农产品也是美国对中国出口的重要品种。此外，贸易摩擦升级有望推升两国物价水平，叠加中国二季度通胀上行压力加大，农林牧渔行业具有较好配置价值。
 - ✓ 另一方面，农业部分领域存在潜在风险，需要谨慎关注。如果贸易战愈演愈烈，中国选择对大豆等对美依赖程度高的农产品加税，大豆价格预计上涨，豆粕作为大豆直接下游，同时是生猪养殖的主要蛋白原料，会导致生猪养殖成本上升；如果双方达成协议来缓解贸易争端，中国有可能选择增加农产品的进口量，国内农产品供给增加，农业企业反而会受到一定影响。
- **银行：估值优势显著，具有较强的防御属性。**
- **公用事业：电力板块具有比较明显的逆周期属性，分红率水平较高，板块防御特征显著。伴随电价调整政策逐渐释放，电力行业业绩底部改善趋势逐渐确立。**
- **餐饮旅游：免税业利好，出境游影响有限。**
 - ✓ 中美贸易摩擦将进一步坚定国家引导消费回流的决心，加速免税政策的进一步落实。作为消费回流的重要渠道，国内免税行业将受益于免税政策持续加快放开，市内免税店、国产品退税等发展方向持续可期。
 - ✓ 赴美游占比整体出境游不高（赴美游体量占出国游整体比例不足 3%），美国游走弱有利于欧洲游，对行业影响有限。

4.3 贸易摩擦影响短空长多的行业

科技创新相关行业短期将受到美国压制，但中长期来看将受益于自主创新逻辑，国家也持续出台多项政策支持科技创新。我们维持 A 股市场未来主线集中在科技创新领域的判断，持续关注计算机、电子、通信（5G）、医药（创新药）等行业，自下而上精选优质个股。

- **电子元器件：影响出口占比较重子行业，促进国产自主创新。**
 - ✓ 贸易战影响较大的是半导体板块，以及电子元器件等出口相对较重的行业（尤其是苹果产业链），中美贸易摩擦升级将对这些行业构成一定负面影响。
 - ✓ 集成电路是新经济的基础，也是我国进口额最大的商品，此次贸易摩擦有望加速集成电路和半导体的国产化替代进程，专利及知识产权政策也有望优化。

- **计算机：网络安全和自主可控方面的建设有望加速，国产化程度有望进一步提高，尤其是偏底层的芯片和操作系统等国产化重点目标。**
- **通信：贸易摩擦升级过程之中，5G 相关产业链可能获得美国限制，参考去年中兴、华为事件的发酵。当前 5g 牌照发放，2019 年进入预商用阶段。国内 5G 产业链完备，从系统设备商到产业配套企业，将受益于国内以及全球 5G 建设周期。**
- **医药：利好仿制药的国产替代及创新药的自主创新。**
 - ✓ 单就中国出口美国药品而言，年金额仅 12 亿美元，且多为原料药而非高新产业，影响较小。
 - ✓ 美国旨在打击中国“未来”医药产业升级及出口，需要中国药企增强自身质量和创新能力，利好仿制药的国产替代及创新药的自主创新。

4.4 贸易摩擦影响偏负面的行业

- **机械：部分行业出口影响偏负面，国产替代有望加速。**
 - ✓ 中国机械出口美国收入比重占行业总收入比重较低，贸易战对行业整体影响相对有限；泵业、集装箱等子行业对美出口比例较高，受到负面影响较大。
 - ✓ 新兴领域如半导体、面板产业链转移至中国，成本优势及产业链迁移趋势短期难以撼动，国内设备公司具有非常大的进口替代机会。看好工业机器人、半导体、3C 自动化、新能源设备的进口替代机会。
- **轻工制造：部分公司对美出口较大，关注海外产能布局。**
 - ✓ 轻工制造行业的家用轻工子行业的对美出口占比相对较大，进一步加征至 25% 对于部分公司业绩存在短期影响。
 - ✓ 但前期海外产能布局领先的企业有望凭借关税开增在未来 1-2 年快速提升市场份额，建议关注供应链有核心竞争力的企业。
- **交通运输：短期利空航运，后续仍需观察。**
 - ✓ 贸易战导致进出口部分受限，特别是中国如果选择对进口量较大的商品征税作为反击，会对航运需求产生负面影响。
 - ✓ 另一方面，如果双方协商之后选择通过增加进口（原油、农产品等）来缓解贸易摩擦，航运需求又可能有所增加。

5. 风险提示

中美谈判不及预期风险，经济走势不及预期风险，资本市场大幅波动风险

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，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的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>