

2021 年 09 月 26 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

研究支持

王茂宇 A0230119110001
wangmy2@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

中美经贸关系重新向规则靠拢

——全球宏观周报 · 第 37 期

周观点：中美经贸关系重新向规则靠拢

- **孟晚舟归国之际，美国商务部长释放贸易和解讯号。**9月24日，美国商务部长吉娜·雷蒙多在接受华尔街日报采访的时候表明，她计划率领 CEO 代表团前往海外探索商机并探讨长期存在的贸易问题。美国商务部长表现出了明显的与我国在商贸关系上达成和解的信号，暗示意图恢复互利共赢的贸易关系，表示在经济层面上，积极的商贸接触可以避免潜在冲突。美国商务部长以气候变化为例，表示在这一方向上可以与中国合作，但她又声明华为是“安全威胁”，美国仍抵制华为 5G 通信技术和芯片的供给，并表达了围堵之意。
- **孟晚舟的归国可追溯至 7 月中美天津会晤。**7月26日中美在天津的会晤中，中方方向美方明确三条底线、提出一份纠错清单和重点关注个案清单，其中就包括撤销对孟晚舟的引渡。而美方提出的议题包括中方破坏国际秩序，人权问题，台海、东海、南海等区域中国的行为，网络安全，美加公民遭拘留，以及新冠溯源、气候变化、朝核伊核等全球关切的问题。
- **中美经贸关系重新向规则靠拢。**综合来说，孟晚舟得以成功回国，与中国申请加入 CPTPP 实际上是反映出美国在与中国的竞争与合作方面，重新向既有的市场竞争规则回归的过程。后续中美经贸谈判有望重启，谈判焦点预计更多聚焦在规则重建，而并不是关税壁垒等暂时性措施方面。中国未来较长时间内宏观经济政策都会遵循双循环框架，我们对中美经贸关系的重构持谨慎乐观预期。疫情以来我国货币政策无论从宽松程度还是正常化速度来看都明显优于美联储，在可以预见的未来数年，美联储的小幅加速的边际紧缩之路都难以对我国显著更为正常的货币信用环境和汇率环境形成实质性的冲击，10Y 美债收益率从极低区间上行至仍低区间的过程中，我国债券长端收益率的变化仍将以我为主，过度担忧确实大可不必。但从美国经济开始转向勤练内功的角度来看，我们在相当长的未来观察到一场全球前两大经济体在既有成熟市场规则体系下聚焦制造业生产技术前沿的“君子之争”的概率是提升的，对宏观分析师和市场参与者来说，这种情况无疑大大好过被那些非经济因素主导的持续担忧的背景环境。市场担忧的是不确定性，而不确定性最可能来自我们未知的领域，市场规则是判断是否为未知领域的试金石，我们对于近期的全球边际变化，多少是比较欣慰的。

本周高频数据：欧美制造业、服务业 PMI 下行

- **疫情：**全球新增确诊持续趋缓，疫情延续缓和。
- **景气：**美国 9 月 Markit 服务业、制造业 PMI 均超预期下行；**通胀和大宗商品：**日本 8 月核心 CPI 小幅环跌。
- **房地产：**8 月美新屋开工上行；**货币政策和汇率：**美元指数上行，金价下跌。

全球宏观日历：关注美国 PCEPI

目录

周观点：中美经贸关系重新向规则靠拢.....5

- 1.孟晚舟归国之际，美国商务部长释放贸易和解讯号.....5
- 2.孟晚舟的归国可追溯至 7 月中美天津会晤5
- 3.中美经贸关系重新向规则靠拢.....6

全球宏观数据：欧美制造业、服务业 PMI 下行8

全球宏观日历：关注美国 PCEPI..... 12

图表目录

图 1：美国发起的对华贸易措施与技术限制	5
图 2：疫情以来中美贸易再度升温（12MMA）	6
图 3：中美贸易差额（12MMA，USD mn）	6
图 4：全球主要 FTA 区域覆盖范围	7
图 5：全球疫情持续缓和（新增病例，7DMA）	8
图 6：各国每日接种疫苗剂量（针/百人）	8
图 7：代表性经济体接种疫苗人数（针/百人）	8
图 8：美 9 月 Markit 服务业、制造业 PMI 均下行	8
图 9：英国 9 月服务业、制造业 PMI 均超预期下行	8
图 10：欧元区服务业、制造业 PMI 均超预期下行	9
图 11：美国炼油厂可运营能力利用率显著恢复	9
图 12：美国粗钢产能利用率小幅下行	9
图 13：9 月 18 日当周初申领失业金人数增加	9
图 14：国际油价延续上涨趋势	9
图 15：极端天气影响有所缓和，美原油产量恢复	9
图 16：铁矿石价格指数同比持续下行	10
图 17：玉米价格同比跌幅放缓	10
图 18：日本 8 月 CPI 同比下行，不及预期	10
图 19：日本核心 CPI 环比下行，仍处低通胀环境	10
图 20：8 月美国新屋开工环比、同比均超预期上行	10
图 21：8 月美国营建许可环比大超预期	10
图 22：8 月美国成屋销售不及预期	11
图 23：8 月美国新建住房销售小幅环涨	11
图 24：美国 MBA 市场综合指数大幅环涨	11
图 25：美国 5 年期抵押贷款利率大幅下行 0.08pct	11
图 26：截至 9 月 22 日美元指数较上周上行	11
图 27：伦敦黄金周均价下跌至 1761.9 美元/盎司	11

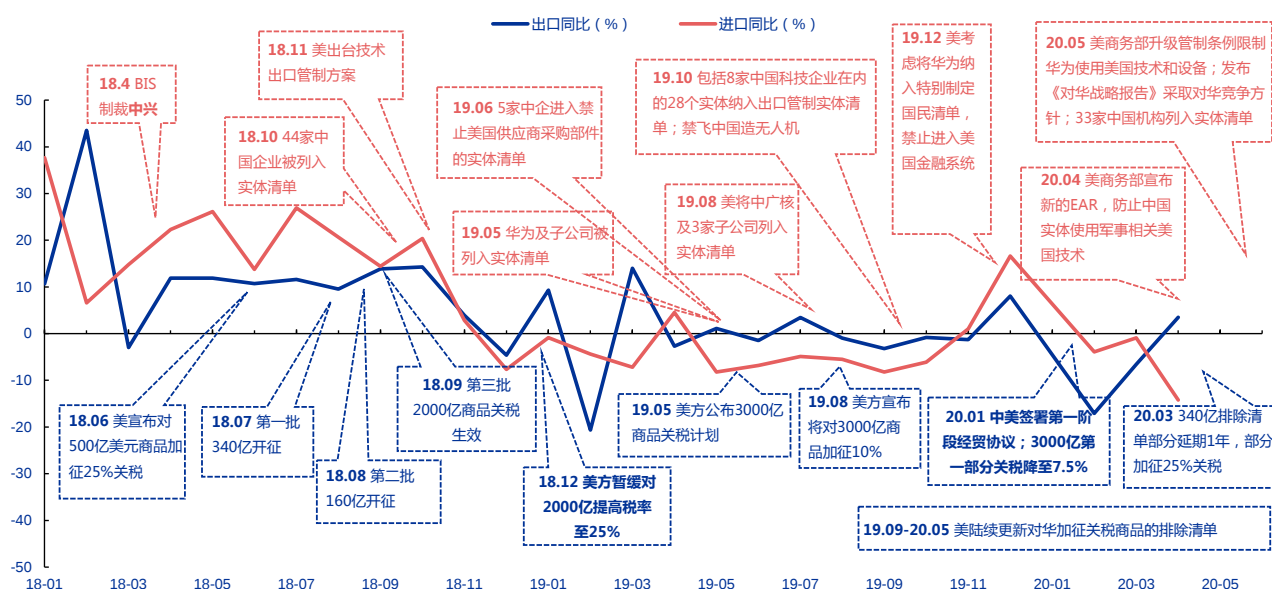
表 1：全球主要宏观经济数据日历	12
------------------------	----

周观点：中美经贸关系重新向规则靠拢

1. 孟晚舟归国之际，美国商务部长释放贸易和解讯号

孟晚舟归国之际，美国商务部长释放与中国恢复贸易和解的信号。9月24日，美国商务部长吉娜·雷蒙多在接受华尔街日报采访的时候表明，她计划率领CEO代表团前往海外探索商机并探讨长期存在的贸易问题。美国商务部长表现出了明显的与我国在商贸方面达成和解的信号，暗示恢复互利共赢的贸易关系（mutual benefit at a time of increasing tensions between the two nations），她表示在经济层面上，积极的商贸接触可以避免潜在冲突，并以气候变化为例，表示在这一方向上可以与中国合作。但她又声明华为是“安全威胁”（security threat），美国仍抵制华为5G通信技术和芯片的供给，并表达了围堵之意（work with allies to keep advanced technology out of the hands of Chinese competitors）。

图 1：美国发起的对华贸易措施与技术限制



资料来源：Wind，美国商务部，USTR，申万宏源研究

2. 孟晚舟的归国可追溯至 7 月中美天津会晤

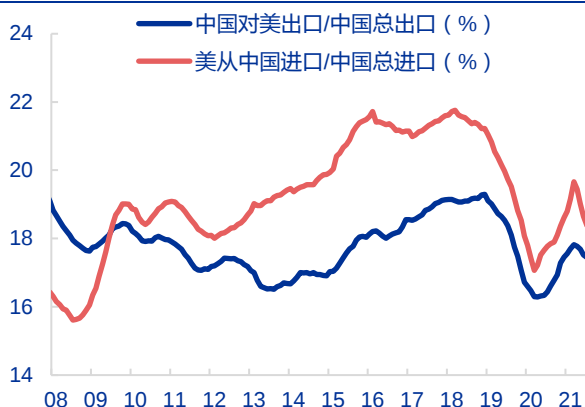
而孟晚舟归国的缘由，则要追溯到 7 月 26 日中美双方在天津的会晤，中方向美方明确三条底线、提出一份纠错清单和重点关注个案清单，而美方提出的议题则包括中方破坏国际秩序，人权问题，台海、东海、南海等区域中国的行为，网络安全，美公民遭拘留，以及新冠溯源、气候变化、朝核伊核等全球关切的问题。

国务委员兼外长王毅在天津会见美国常务副国务卿舍曼时，就如何有效管控分歧，防止中美关系失控提出三点要求，明确三条底线：第一，美国不得挑战、诋毁甚至试

图颠覆中国特色社会主义道路和制度。第二，美国不得试图阻挠甚至打断中国的发展进程。第三，美国不得侵犯中国国家主权，更不能破坏中国领土完整。

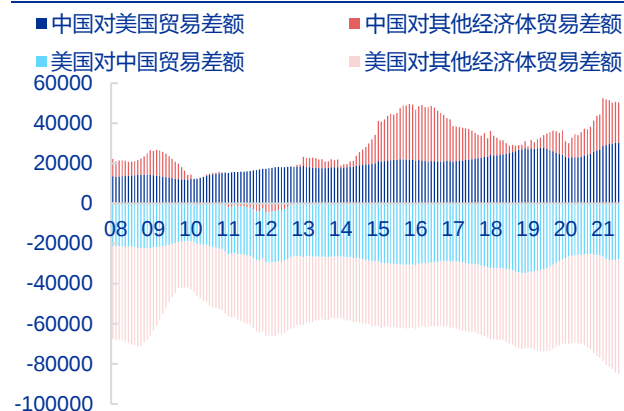
此外，中方向美方提出两份清单，一份是要求美方纠正其错误对华政策和言行的清单，一份是中方关切的重点个案清单。在纠错清单里，中方敦促美方无条件撤销对中共党员及家属的签证限制，撤销对中方领导人、官员、政府部门的制裁，取消对中国留学生的签证限制，停止打压中国企业，停止滋扰中国留学生，停止打压孔子学院，撤销将中国媒体登记为“外国代理人”或“外国使团”，**撤销对孟晚舟的引渡等**。在中方关切的重点个案清单里，中方主要就中国部分留学生赴美签证遭拒，中国公民在美遭受不公正待遇，美不法分子滋扰、冲撞我驻美使领馆，美国国内反华情绪滋长，中国公民遭暴力袭击等个案向美方表达严重关切，要求美方尽快解决，切实尊重、保护中国公民和机构在美的合法权益。

图 2：疫情以来中美贸易再度升温（12MMA）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：中美贸易差额（12MMA，USD mn）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

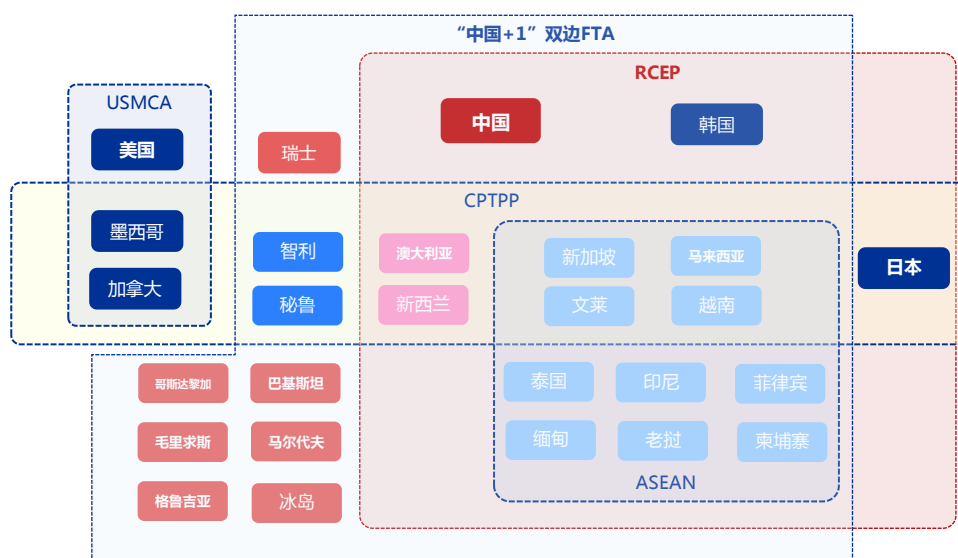
3.中美经贸关系重新向规则靠拢

综合来说，孟晚舟得以成功回国，与中国申请加入 CPTPP 实际上是反映出美国在与中国的竞争与合作方面，重新向既有的市场竞争规则回归的过程，后续中美经贸谈判有望重启，谈判焦点预计更多聚焦在规则重建，而并不是关税壁垒等暂时性措施方面。中国未来较长时间内宏观经济政策都会遵循双循环框架，我们对中美经贸关系的重构持谨慎乐观预期。

各国长期的经济竞争与合作博弈遵循的是市场原则，而不是静态的计划。小国要付出极大努力才能成为经济意义上被重视的国家，大国要付出更大的努力才能持续赶超别的大国或者延缓被别的大国成功赶超的时间。百年未有之大变局中，我国经济政策导向明确：做好自己的事，美国又何尝不是呢？美国货币政策的加速正常化，是美国经济政策决心扭转疫情以来扭曲的传导导致经济供需撕裂的重要表现，恰恰说明大洋彼岸的超级大国也终于下定了决心重回市场竞争规则，做好自己的事。十年美债收益率应声上行 10 个 bp 只是纠偏的开始，我们预计到年底和明年年中可能分别再上行 30bp、60bp 以上至 1.7%和 2.0%+，这无疑有利于美国制造业竞争力的改善，

正如历次美国过度宽松货币政策的纠正。这是美国政策当局尊重市场规则、力图重振制造业霸主地位的积极尝试，并非货币政策紧缩过度的不力结果。疫情以来我国货币政策无论从宽松程度还是正常化速度来看都明显优于美联储，在可以预见的未来数年，美联储的小幅加速的边际紧缩之路都难以对我国显著更为正常的货币信用环境和汇率环境形成实质性的冲击，10Y 美债收益率从极低区间上行至仍低区间的过程中，我国债券长端收益率的变化仍将以我为主，过度担忧确实大可不必。但从美国经济开始转向勤练内功的角度来看，我们在相当长的未来观察到一场全球前两大经济体在既有成熟市场规则体系下聚焦制造业生产技术前沿的“君子之争”的概率是提升的，对宏观分析师和市场参与者来说，这种情况无疑大大好过被那些非经济的因素主导的持续担忧的背景环境。市场担忧的是不确定性，而不确定性最可能来自我们未知的领域，市场规则是判断是否为未知领域的试金石，我们对于近期的全球边际变化，多少是比较欣慰的。

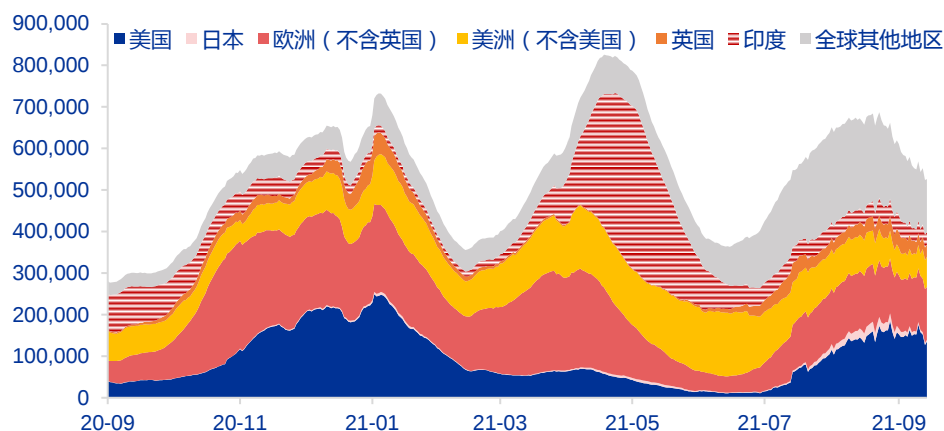
图 4：全球主要 FTA 区域覆盖范围



资料来源：中国商务部、美国政府、日本政府、东盟委员会、申万宏源研究

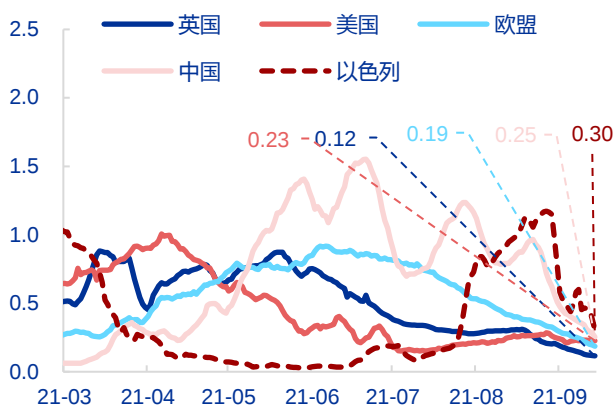
全球宏观数据：欧美制造业、服务业 PMI 下行

图 5：全球疫情持续缓和（新增病例，7DMA）



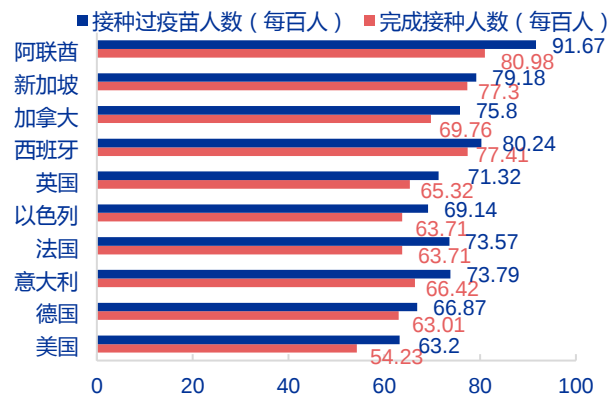
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 6：各国每日接种疫苗剂量（针/百人）



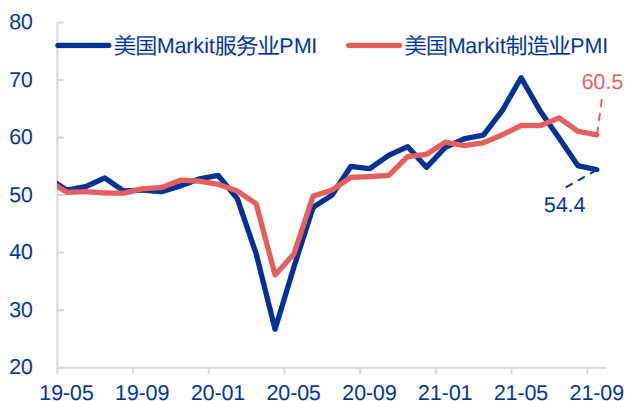
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：代表性经济体接种疫苗人数（针/百人）



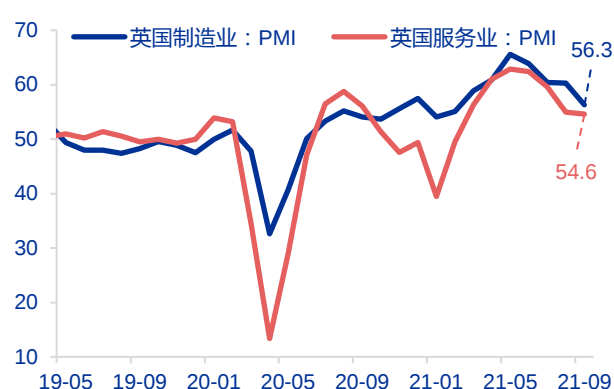
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：美 9 月 Markit 服务业、制造业 PMI 均下行



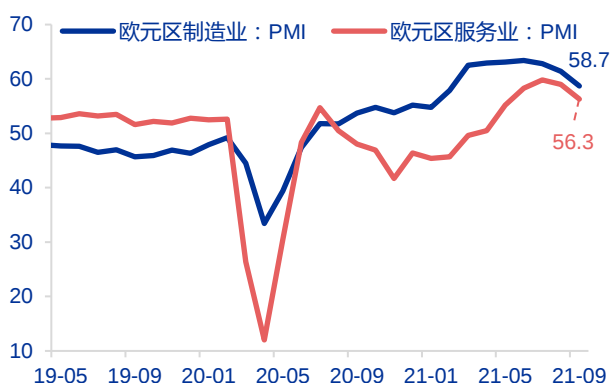
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：英国 9 月服务业、制造业 PMI 均超预期下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：欧元区服务业、制造业 PMI 均超预期下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：美国炼油厂可运营能力利用率显著恢复



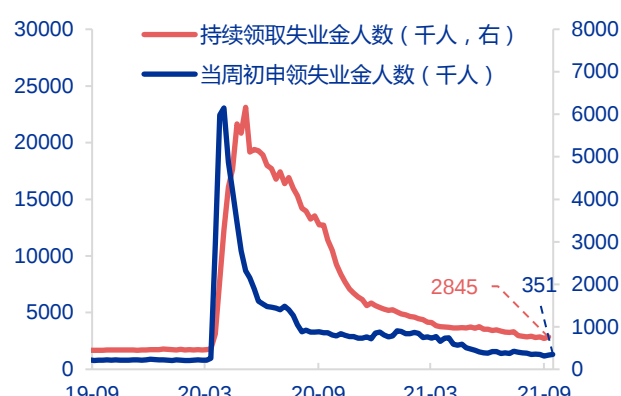
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12：美国粗钢产能利用率小幅下行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 13：9 月 18 日当周初申领失业金人数增加



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 14：国际油价延续上涨趋势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：极端天气影响有所缓和，美原油产量恢复



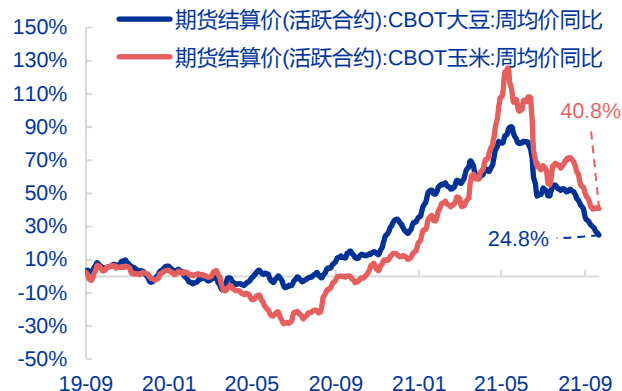
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 16：铁矿石价格指数同比持续下行



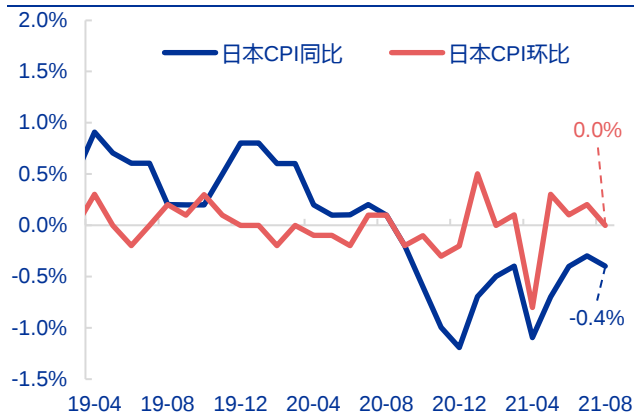
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：玉米价格同比跌幅放缓



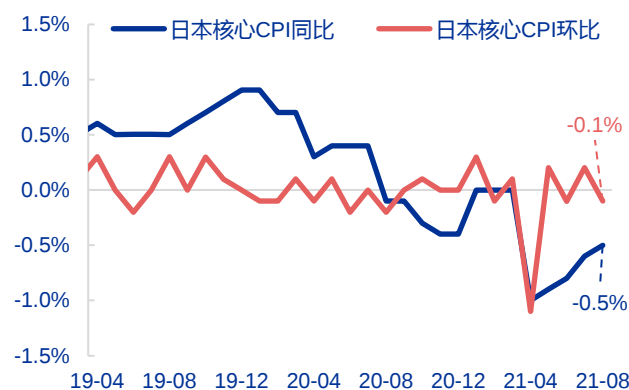
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：日本 8 月 CPI 同比下行，不及预期



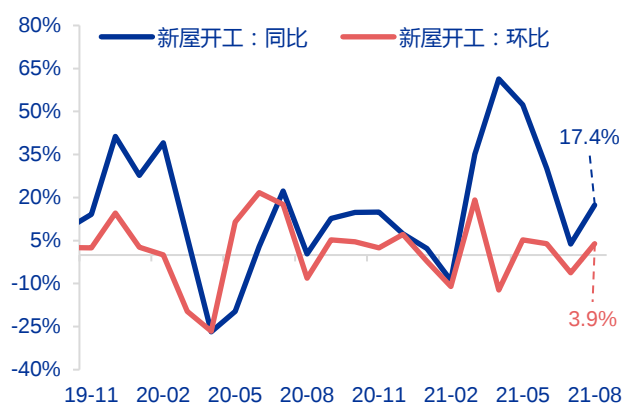
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 19：日本核心 CPI 环比下行，仍处低通胀环境



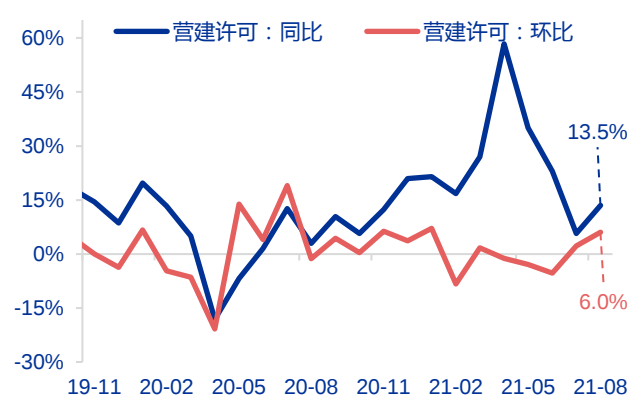
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 20：8 月美国新屋开工环比、同比均超预期上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：8 月美国营建许可环比大超预期



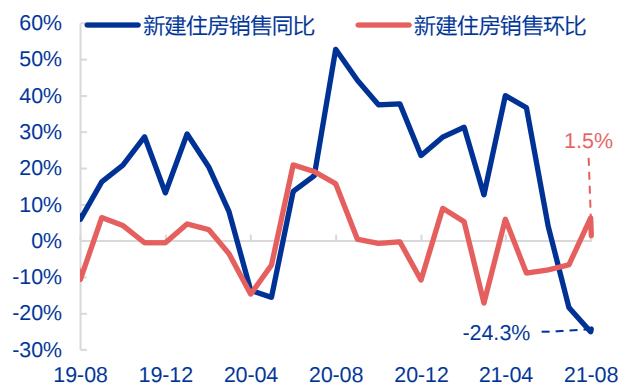
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：8 月美国成屋销售不及预期



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：8 月美国新建住房销售小幅环涨



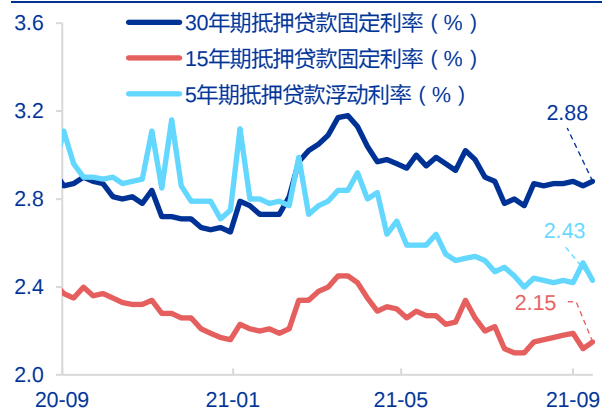
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：美国 MBA 市场综合指数大幅环涨



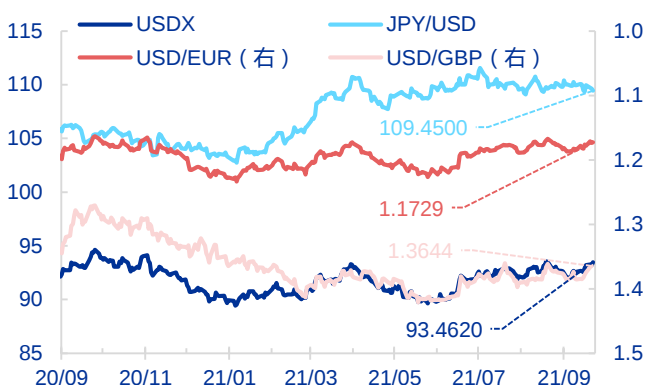
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 25：美国 5 年期抵押贷款利率大幅下行 0.08pct



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 26：截至 9 月 22 日美元指数较上周上行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 27：伦敦黄金周均价下跌至 1761.9 美元/盎司



资料来源：CEIC，申万宏源研究

全球宏观日历：关注美国 PCEPI

表 1：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
10 月	27	28 09:30 CN  工业企业利润	29	30 09:00 CN  中采 PMI	1 20:30 US  PCE 物价指数 22:00 US  ISM 制造业 PMI	2	3
	4	5 22:00 US  ISM 服务业 PMI	6 17:00 EU  零售贸易	7	8 20:30 US  非农就业	9	10
	11	12	13 不定时 CN  贸易差额 17:00 EU  工业生产指数 20:30 US  CPI	14 09:30 CN  CPI、PPI	15 20:30 US  零售销售	16	17
	18 10:00 CN  经济数据 21:15 US  工业生产指数	19	20 17:00 EU  HICP	21	22	23	24
	25	26	27 09:30 CN  工业企业利润	28 20:30 US  21Q3 GDP	29 20:30 US  PCE 物价指数 17:00 EU  21Q3 GDP	30	31 09:00 CN  中采 PMI
11 月	1 17:00 EU  制造业 PMI 22:00 US  ISM 制造业 PMI	2	3 22:00 US  ISM 服务业 PMI	4	5 17:00 EU  零售贸易 20:30 US  非农就业	6	7 不定时 CN  贸易差额

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。