类别

宏观专题报告

日期

2019 年 9 月 19 日

建信期货 CCB Futures

宏观金融研究团队

高级研究员：何卓乔（宏观）
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（外汇）
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

中美贸易形势或迎来转折点

近期研究报告

《宏观策略-做多金银比投资策略报告》2019.9.4

《宏观策略-买股卖债宏观对冲策略》2019.8.26

《宏观专题-地缘政治系列之一：中美对抗局势将长期存在》2019.6.9

《宏观专题-资产配置系列之二：资产配置模型面面观》2019.5.23

《宏观专题-资产配置系列之一-三季度大类资产配置展望》2019.5.21

《宏观专题-系统动力系列之一：花开为叶落》2019.3.24

观点摘要

- 高额关税壁垒一方面是特朗普政府逼迫中国在贸易磋商中让步的筹码，另一方面也是倒逼全球产业链重组、中美经济脱钩的有力工具；对于美国特朗普政府来说，如果中国能在贸易磋商中做出大幅度让步、中美之间按照美国所设想的那样开展自由对等贸易，那自然是上上策；假如中国不肯让步，那么高额关税壁垒最终也会倒逼产业链重组，这在短期内不利于美国经济，但更会在中长期内打压中国经济，达到遏制中国崛起的根本目的。

- 中美贸易磋商有如懦夫博弈，高额关税壁垒对中美双方经济均造成负面冲击，首先忍受不了的一方就会低头认输，美国这招之前用在日本、韩国身上屡试不爽。然而中国整体发展策略已经逐步将中美贸易纷争长期化纳入基本考量，中国政府倾向于以资本市场改革开放引入发达经济体金融资本助力中国产业升级，美国特朗普政府意图以高额关税壁垒逼迫中国做出大幅度让步的策略已经失效；那么对于特朗普政府而言继续无限增加对中国关税壁垒已经失却现实意义，因为无论如何中国也不可能在压迫之下对美国做出大幅度让步。而对于特朗普政府以高额关税壁垒倒逼中美经济脱钩、国际产业链重组的意图而言，目前已有的关税壁垒的长期存在基本上已经可以满足需求，进一步增加对中国关税壁垒所带来的边际收益可能已经不如其给美国经济带来的边际负面冲击。因此对于特朗普政府而言， 其最佳策略乃是维持现有关税壁垒而非继续升级；对于中国而言，虽然中国民众对于短期不利境况的承受能力高于美国，但持续升级的关税壁垒也会对中国中长期经济增长潜力造成影响，当务之急是掌控中美贸易形势的负面冲击，为供给侧结构性改革争取宝贵时间窗口。

- 我们认为中美对于推进贸易谈判、达成贸易协议的意图是可信的，中美存在半年内达成贸易协议的可能性；另一方面我们也需清醒地看到，在中美新冷战背景下，中美即使达成贸易协议，这份贸易协议也不是全面的、有利于双方经济增长的，而只是为了管控贸易纷争负面冲击、以中方恢复采购美国农产品换取美国不增加中国关税壁垒的有限协议，中美之间现有的高额关税壁垒大概率继续存在，只有局部性的小规模的取消。因此中美贸易形势只是说没有继续恶化，但大幅好转的可能性的确不大；即便如此，中美贸易形势的稳定也会消除企业面临的不确定性，从而带来企业投资生产的恢复性增长以及全球经济的弱复苏，因此我们认为这依然可以称为中美贸易形势的转折点。

目录

一、本轮中美贸易纷争回顾 ..... - 4 -
1.1 中美贸易纷争四阶段 ..... - 4 -
1.2 中美贸易纷争影响 ..... - 5 -
二、中美贸易形势或到转折点 ..... - 6 -
2.1 中美懦夫博弈损益分析 ..... - 6 -
2.2 中美贸易形势恶化空间不大 ..... - 9 -

从2017年8月18日美国总统特朗普授命美国贸易代表莱特希泽依据《1974年贸易法》对中国启动301调查以来，本轮中美贸易纷争历时愈两年，不仅给中美两国经贸关系造成严重破坏，也给包括中美在内的全球经济带来衰退阴影；此外本轮中美贸易纷争伴随着中美地缘政治关系的全面恶化，美国对中国战略思维由“接触+遏制”调整为“遏制+竞争”，美国已经将中国列为首要竞争对手，特朗普政府正对中国发动关税壁垒、科技封锁（中兴华为）、渗透颠覆（香港台湾）和地缘冲突（南中国海）等全面对抗战略。我们在2019年6月9日的专题报告《地缘政治系列之一：中美仍有达成贸易协议可能，但两国对抗局势将长期存在》中已经分析了有关中美地缘政治关系的中长期展望，本专题我们着重分析中短期内中美贸易关系可能面临的转折点。

一、本轮中美贸易纷争回顾

1.1 中美贸易纷争四阶段

本轮中美贸易纷争可大致分为四个阶段，第一个阶段是从2017年8月到2018年9月。这一个阶段中美国对中国启动301调查、中美开展4轮贸易磋商、美国关中国输美产品加征关税和中国予以还击，本阶段美国新增对中国关税壁垒为对500亿美元中国输美高科技产品加征25%关税（其中7月6日340亿美元，8月23日160亿美元）、对2000亿美元中国输美工业产品加征10%关税（9月24日，并威胁可能在2019年初将税率提高到25%）；中国新增对美国关税壁垒为对500亿美元美国输华产品加征25%关税（其中7月6日340亿美元，8月23日160亿美元）、对600亿美元美国输华产品加征5%或者10%关税。

第二个阶段从2018年10月到2019年5月，这一个阶段中中美两国元首在阿根廷G20峰会期间会晤达成贸易战停火共识，美国暂缓提高对2000亿美元中国输美产品提高税率、中国暂停对美国汽车相关产品加征关税并采购美国农产品，两国在这一阶段开展七轮贸易磋商；最后特朗普借口中美贸易谈判进展缓慢而决定自5月10日起将对2000亿美元中国输美产品加征关税税率由10%提高到25%，而中国决定自6月1日起将600亿美元美国输华产品清单中部分产品的加征关税税率由10%上调至20%至25%不等。

第三个阶段从2019年6月至2019年8月，这一个阶段中中美两国元首在日本G20峰会期间会晤达成贸易战二次停火共识，随后中美均小幅度减少贸易壁垒并重启中美贸易磋商，7月底中美双方在上海举行第十二轮贸易磋商；8月1日特朗普借口美方代表上海磋商空手而归而对3000亿美元中国输美产品加征10%关税，

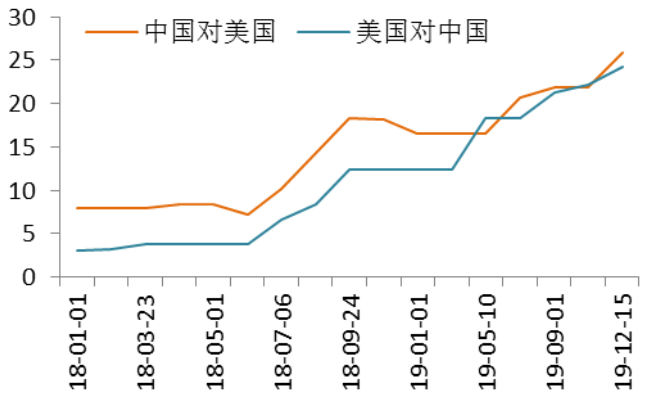
分两批自 2019 年 9 月 1 日、12 月 15 日起实施；8 月 23 日中国宣布对 750 亿美元美国输华产品加征 10%、5%不等关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日、12 月 15 日起实施，并自 2019 年 12 月 15 日对原产于美国的汽车及零部件恢复加征 25%或 5%的关税；随后特朗普称从 10 月 1 日起对 2500 亿美元中国产品清单加征税率由 25%提高到 30%，对 3000 亿美元中国产品清单加征税率由 10%提高到 15%。

第四个阶段从 2019 年 8 月 30 日至今，8 月 30 日中国商务部发言人高峰称中方的反制手段是充足的，但在当前形势下应该讨论的问题是取消对 5500 亿美元中国商品进一步加征关税，防止贸易战继续升级；9 月 5 日中国副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方同意 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商；9 月 11 日中国国务院关税税则委员会公布排除清单，暂时取消去年首批对美国输华产品的一部分加征关税，自 9 月 17 日起实施有效期为一年；同日特朗普称由于中国副总理刘鹤的请求以及中国在 10 月 1 日庆祝国庆节，美国将对 2500 亿美元中国输美产品加征关税税率从 25%提高到 30%的时点从 10 月 1 日推迟到 10 月 15 日。

1.2 中美贸易纷争影响

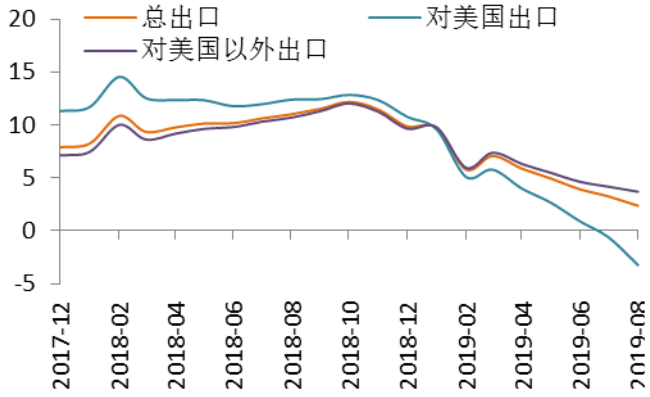
2018 年初中国进口加权税率为 8%，由于中国政府在 2018 年初提出大规模降低进口关税、进一步推动对外开放政策，到 2018 年底中国对美国以外进口产品加权税率下降至 6.7%。而由于本轮贸易纷争中中美均提高对对方的关税壁垒，到 2019 年 9 月 1 日，中国对美国进口产品加权税率由 8%上升至 21.8%，美国对中国进口产品加权税率由 3.1%上升到 21.2%。若目前中美双方的关税威胁得以继续维持，到 2019 年 12 月 15 日中国对美国进口产品加权税率将上升至 25.9%，美国对中国进口产品加权税率将上升至 24.3%。

图1：中美关税加权税率



数据来源：PIIE，建信期货研投中心

图2：中国出口12M滚动累积同比

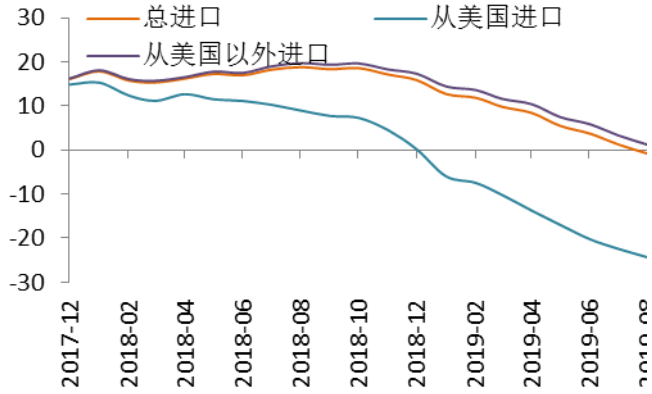


数据来源：Wind，建信期货研投中心

中美贸易纷争的直接影响是双方产品进出口的减少，间接影响是双方经济增长前景的减弱和全球经济衰退阴影，长期影响是双方合作互信基础的破坏。按照中国海关公布的数据，从 2017 年 12 月到 2019 年 8 月，中国出口 12 个月累积滚动同比增速下降了 5.5 个百分点，其中对美国出口和对美国以外出口增速分别下降 14.5 个百分点和 3.4 个百分点；中国进口 12 个月累积滚动同比增速下降了 17 个百分点，其中从美国进口和从美国以外进口增速分别下降 39 个百分点和 15.1 个百分点。

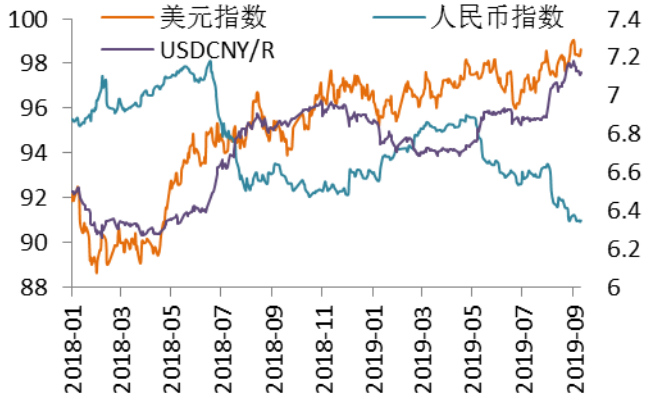
按照美国商务部公布的数据，从 2017 年 12 月到 2019 年 7 月，美国出口 12 个月累积滚动同比增速下降了 5.1 个百分点，其中对中国出口和对中国以外出口增速分别下降 30.9 个百分点和 2.8 个百分点。假设中美进出口数据完全反应全球以及中美经济增长情况，那么以上贸易数据说明中美贸易纷争使得包括中美在内的全球经济增长均受到负面冲击，中国经济受到的负面冲击大于美国；但美国特定产品对中国市场依赖程度以及美国对中国特定产品依赖程度较大，表现在美国对中国出口增速降幅大于中国对美国出口增速降幅。另外，2018 年下半年以来人民币汇率指数以及人民币对美元汇率都出现了较大幅度的下滑，客观上部分对冲了中美贸易纷争所带来的冲击。

图3：中国进口12M滚动累积同比



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

二、中美贸易形势或到转折点

2.1 中美懦夫博弈损益分析

本轮中美贸易纷争是中美新冷战背景下美国遏制中国崛起战略的一部分，因此在 2018 年以来美墨加、美韩、欧日、欧盟-南方共同市场、美日等经济体纷纷缔结双边贸易协议的情况下，中美历时两年的贸易纷争迄今还看不到解决曙光，而双方累积对价值 7350 亿美元贸易产品加征关税也是创了历史记录。高额关税壁

垒一方面是特朗普政府逼迫中国在贸易磋商中让步的筹码，另一方面也是倒逼全球产业链重组、中美经济脱钩的有力工具；对于美国特朗普政府来说，如果中国能在贸易磋商中做出大幅度让步、中美之间按照美国所设想的那样开展自由对等贸易，那自然是上上策；假如中国不肯让步，那么高额关税壁垒最终也会倒逼产业链重组，这在短期内不利于美国经济，但更会在中长期内打压中国经济，达到遏制中国崛起的根本目的。

中美贸易磋商有如懦夫博弈，高额关税壁垒对中美双方经济均造成负面冲击，首先忍受不了的一方就会低头认输，美国这招之前用在日本、韩国身上屡试不爽。由于中国对美国存在大量贸易顺差，因此中国在中美贸易纷争中承受的直接损失大于美国，这是美国特朗普政府敢于层层加码施压中国的最大筹码；在特朗普政府的“不懈努力”下，中国对美国贸易顺差的确有所缩减，特别是扣除“抢出口”因素导致的提前出口量之后。在内有金融去杠杆、外有贸易冲击的双重利空下2018年中国股市持续下跌，只是在国家采取大规模逆周期调节政策以及实施资本市场改革开放后才有一些恢复性反弹；而在中国金融市场扩大对外开放、资本项目顺差持续扩大的背景下，人民币汇率指数也经历了从98到91的中期下跌。因此中美贸易纷争对中国经济的负面冲击是实实在在的，特朗普政府一直以中国经济下行和股市下跌为由认为中国迟早会对美国做出巨大让步，并以此为由支撑其极限施压中国的行动。

图5：美国对中国贸易逆差

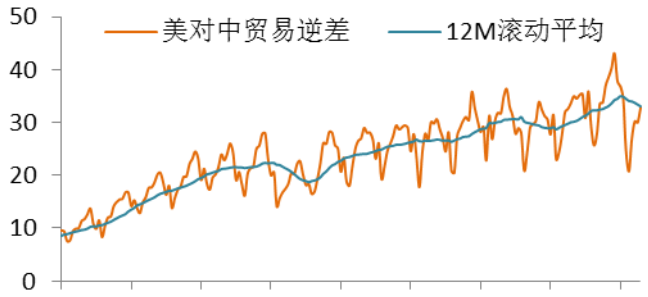


图6：人民币汇率和中国股市

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10006