

特朗普的困局与贸易战的结局

摘要

- **事件：**8月23日，中国宣布对原产美国的750亿美元商品加征关税，实施时间与美方对应。之后美国总统特朗普宣布美方报复措施：进一步调涨已生效的2500亿美元中国商品关税和即将生效的3000亿美元商品关税税率。**中美贸易战在反复之后，还是升级了。**
- 2018年美国悍然发动对华贸易战以来，贸易战的后果已经初步显现：中美逆差并未减少，中国也并不能被遏制。美国发起对华经贸挑战近两年，美中贸易逆差不降反升，大幅增长了近800亿美元。
- 要看清贸易战，就需要跳出贸易战。特朗普面临的三大困局，决定了中美贸易战最终回归缓和。首先，特朗普困局的根本原因，来自于总统权力的三重约束。其次，特朗普的困局在于其追求不切实际的全面胜利。最后，特朗普没有真正理解价值观对美国战略的重要性。
- 综合来看，特朗普追求的目标过于宽泛，且相互存在矛盾冲突，其必须在其中有所取舍。如果仍然维持当前全面出击的态势，很可能一个目标也追求不到，进一步严重影响其在明年大选中的表现。而中美之间的经贸冲突，在未来，从激烈状态回归到相对柔和的状态，也将是一个大概率事件。
- **投资策略：**从目前的情况来看，中美贸易战升级，短期内会对市场情绪造成冲击，但中长期反而会刺激中国自主创新、进口替代等产业发展。在配置上，短期可以加配黄金、奢侈品龙头、稳定分红型品种进行对冲防御，长期仍然可以加配电子半导体、生物医药、软件网络等成长性行业。在标的上，防御对冲上可以关注中金黄金（600489）、贵州茅台（600519）、上海机场（600009）、长江电力（600900）等，进口替代方向可以关注北方华创（002371）、兆易创新（603986）、闻泰科技（600745）、用友网络（600588）等。
- **风险提示：**全球经济下行幅度超预期，中国经济出现超预期下行。

西南证券研究发展中心

分析师：朱斌
执业证号：S1250515070001
电话：021-68415861
邮箱：zhubin@swsc.com.cn

相关研究

1. 策略专题：北上资金的持股特征及最新变化——2019年1-7月陆股通持股分析（2019-08-19）
2. 策略点评：绝地反击之后，A股怎么走（2019-08-19）
3. 策略点评：政治局会议的八大关键表述（2019-07-31）
4. 策略专题：藏器待时，见机而行——2019年下半年策略展望（2019-07-25）
5. 策略专题：消费抱团，集中度走高——2019年二季度基金持仓分析（2019-07-25）
6. 策略专题：中小创二季度业绩回升，延续反转态势——2019年中报业绩预告分析（2019-07-18）
7. 策略专题：成长风云再起（2019-07-18）
8. 策略专题：以史为鉴：科创板的大幕会如何拉开？（2019-07-11）
9. 策略点评：和解！抓住今年为数不多的做多窗口期！（2019-07-05）
10. 策略点评：离开之后：宽松预期下的韧性反弹（2019-06-20）

中美贸易战在反复之后，还是升级了。

此前，8月15日，美国宣布对3000亿美元中国进口商品加征10%关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施。23日，中国反制，宣布对原产美国的750亿美元商品加征关税，实施时间与美方对应。之后美国总统特朗普宣布美方报复措施：进一步调涨已生效的2500亿美元中国商品关税和即将生效的3000亿美元商品关税税率。

另外特朗普还在推文中称中国为“敌人”。同一天召开的美联储会议上，主席鲍威尔发表讲话，“不承诺降息但会采取行动”。这也打破了此前市场对9月份再有一次降息的预期。

受这些因素的影响，全球金融市场陷入动荡：道琼斯指数暴跌700点，跌幅2.3%，纳斯达克指数下跌3%，新加坡A50期货下跌1.7%。

2018年美国悍然发动对华贸易战以来，贸易战的后果已经初步显现：**中美逆差并未减少，中国也并不能被遏制**。2019年前7个月，中国对美出口仅下降2.1%，而美国在中国针对性的打击下，对华出口下降高达24%，下降额度接近1500亿。按照当前节奏，2019年美中贸易逆差将进一步增加200亿美元以上。再加上2018年增加的556亿美元，美国发起对华经贸挑战近两年，美中贸易逆差不降反升，大幅增长了近800亿美元。

在贸易战后果渐趋明朗的局面下，特朗普为何还要进行如此极限施压？实际上，这种极限施压，恰恰反映了特朗普所面临的深刻困局。这种困局，既会在未来决定特朗普的命运，也会深刻影响贸易战的结局。

要看清贸易战，就需要跳出贸易战。

首先，特朗普困局的根本原因，来自于总统权力的三重约束。一般而言，民选领导人都面临着国家利益、民众利益和个人（选举）利益的三重约束。国家利益通常着眼于长远，民众利益一般着眼于当下，选举利益则介于两者之间。对于国家而言，决定国运的因素往往会持续影响几十年。对于民众而言，一两年收入的变化，就会让民众有很强的感受，并反作用于选举。对于政治家个人利益而言，理想的要求是追求国家利益，但民众利益在短期内更容易影响选举格局，进而对政客个人利益造成直接影响。作为总统，其必须在国家利益、民众利益和个人（选举利益）上作出权衡。

在历史上，不乏对国家利益把握精准，但对民众诉求把握不准，而在选举中落败的领导人。也不乏通过满足民众短期利益，攫取了个人（选举）利益，却在长期损害国家利益，并对国家民族造成伤害的例子。**目前看来，特朗普想三者兼顾，十分困难。**

其次，特朗普的困局在于其追求不切实际的全面胜利。特朗普不光是面临民选领导人的一般困局，其提出的施政目标本身也存在相互冲突的因素。这种矛盾交错就会让困局进一步加剧。当初在竞选时，特朗普提出的口号是“Make America Great Again”，为实现这一口号，其提出三个具体的目标：一是控制非法移民，二是把工作带回美国，三是遏制中国。这三个目标可以说涵盖了国家利益、民众利益和其个人的选举利益，是全面利于美国的目标。

可惜的是，看似完美的目标，实施起来却并不自洽。这三大目标实际上存在着深刻的矛盾冲突。要控制非法移民，就会面临国内政治正确的巨大压力，实际上是在国内选民之间做零和博弈，讨好一部分选民必然失去另一部分选民。而后面两个目标的冲突则更加剧烈：如果要遏制中国，就需要承受中国的反制，但这会影响美国的就业；如果要把工作带回美国，则需要中国或者其它国家进行相应的配合，就不能盲目“美国优先”。正是由于这三个目标

的相互冲突,决定了同时追求三个目标必然是不可持续的。而且,从国际经济分工规律来看,用行政力量强制将工作带回美国也是行不通的。即使通过贸易战打压了中国,工作仍然很难回流到美国。因为跨国公司可以在其它国家寻找成本更低的生产基地,譬如印度、越南等。所以,为了让工作回流美国,特朗普就不得不与众多潜在盟友全部开战:5月底,特朗普宣布取消对印度商品的关税优惠;6月27日,特朗普又指责越南几乎是“最恶劣的贸易施虐者”,威胁对越南加征关税。对欧盟、对日本,特朗普都不得不在贸易上采取强硬措施。但这些“美国优先”的做法反而使美国更加孤立。

最后,特朗普没有真正理解价值观对美国战略的重要性。价值观不是摆设,“道德”其实暗含着利益结构。对“普世价值”的抛弃,意味着“美国优先”也难以实现。通过对比奥巴马的战略,我们对特朗普全面出击的缺陷可以看得更清楚。上文所述特朗普的三大目标,其实在奥巴马的执政框架里也是存在的。但奥巴马是将价值观作为一种“粘合剂”,将看似存在冲突的几个目标有机整合在了一起。奥巴马的战略,无疑更具柔性,也更具韧性。

价值观在这里,体现为两个具体抓手:在道义上,高举普世价值旗帜,美国在承担国际义务的同时,也可以站在道德制高点上对其它国家发号施令,并迫使其协同;在经济上,美国高举自由贸易大旗,通过推动 TPP,建立相关国家的经济联盟,试图将中国排除在外。当然,TPP是有代价的:美国要对 TPP 成员国进行让利。这就会带来美国制造业就业的进一步流失。**这也是特朗普上台后退出 TPP 的直接动机:兑现承诺,讨好那些可能因 TPP 失业的选民。**奥巴马无疑了解推行 TPP 的政治代价,在他的处理框架里,为了弥补由此带来的选票流失,是通过在移民上开口子进行对冲:一方面,高举政治正确大旗,吸引移民选票;另一方面,通过对非法移民采取较为宽容的态度,增加潜在票仓。**由此可见,当年奥巴马对于三重目标的不同排列,更具有内在逻辑性。**虽然要承受一定的代价,但却具有现实可行性。

通过奥巴马与特朗普战略的对比,我们就可以看出价值观的利害之处:对外,可以统御盟友,形成道德制高点,居高临下遏制中国;对内,可以吸引移民,增加票仓,捍卫权力。

当前,特朗普一旦抛弃了价值观,也就意味着他要实现的三个目标之间的有机“粘合剂”不存在了。三个目标之间的内在冲突就会激化。**一切以利益为先,那就只能全面开火,到处树敌。**别的国家,也会有样学样(美国盟友韩日开撕即是如此)。从“美国优先”出发,未来很可能到达却是“美国孤立”。

综合来看,特朗普追求的目标过于宽泛,且相互存在矛盾冲突,其必须要在其中有所取舍。如果仍然维持当前全面出击的态势,很可能一个目标也追求不到,进一步严重影响其在明年大选中的表现。而中美之间的经贸冲突,在未来,从激烈状态回归到相对柔和的状态,也将是一个大概率事件。

投资策略:从目前的情况来看,中美贸易战升级,短期内会对市场情绪造成冲击,但中长期反而会刺激中国自主创新、进口替代等产业发展。在配置上,短期可以加配黄金、奢侈品龙头、稳定分红型品种进行对冲防御,长期仍然可以加配电子半导体、生物医药、软件网络等成长性行业。在标的上,防御对冲上可以关注中金黄金(600489)、贵州茅台(600519)、上海机场(600009)、长江电力(600900)等,进口替代方向可以关注北方华创(002371)、兆易创新(603986)、闻泰科技(600745)、用友网络(600588)等。

风险提示:全球经济下行幅度超预期,中国经济出现超预期下行。

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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

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_10516

