

类别
宏观专题报告

日期
2019 年 02 月 25 日



宏观金融研究团队

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

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

研究员：张平
021-60635734
zhangp@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3015713

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



中美贸易谈判分析更新：最终达成协议概率超过 80%

近期研究报告

《宏观点评：新年伊始人民币汇率快速升值为哪般？》

2019-01-12

《宏观专题：中国财金政策是否重返加杠杆老路？》

2018-07-29

《宏观专题：正视新一轮经济危机爆发的可能性》

2018-04-22

观点摘要

- 本轮中美贸易争端与以往贸易争端的最大区别是它不是一个独立事件，而是美国试图重整国际贸易体系甚至国际政经格局的一部分，综合来看中美贸易争端是全球化逆风以及新冷战的交汇点，其进展受到全球瞩目；
- 中国处于金融周期后期，债务杠杆压力之下中国面对贸易争端的回旋空间较小，中国需要时间来推进化解债务金融风险的结构性改革；2018年美国国会中期选举中民主党重掌众议院将给特朗普政府推行后续积极财政政策带来很大阻力，尤其是美国即将进入2020年总统大选的准备阶段，特朗普急需取得对中国贸易谈判的成果来拉拢选民，因此综合来看中美双方均有管控贸易争端负面冲击的需要；
- 我们认为通过适当的讨价还价，中美最终达成贸易协议的概率超过80%，中美2月底的贸易谈判可以得出一个双方都可以接受的具备可执行力的备忘录，美国不追加关税措施且中国立即开始采购美国产品，之后由习近平与特朗普在3月底海湖庄园会面中最终敲定并签署协议，条件是这段时间内美国经济形势没有明显好转且美国国内政治风险继续恶化；
- 中美达成贸易协议，客观上有利于金融市场风险偏好的回升，但这也是给中国决策层一个继续推进供给侧结构性改革、化解债务金融风险的珍贵时间窗口；从这个逻辑来讲，中美达成贸易协议既利好风险资产（贸易谈判中）又利空风险资产（达成协议后），很可能在3月底签订协议之前风险资产的普遍反弹就已经结束，投资者应当适时增加避险资产配置。

目录

一、本轮中美贸易争端回顾	- 4 -
二、中美均需管控贸易争端负面冲击	- 5 -
三、中美贸易谈判博弈分析	- 7 -
四、中美达成协议对市场影响	- 9 -

一、本轮中美贸易争端回顾

从 2018 年 3 月 22 日美国总统特朗普签署备忘录回应美国贸易代表办公室（USTR）在 301 条款调查中所发现的有关中国法律法规和实践在技术转移、知识产权和创新等方面的不公平贸易实践开始至今，本轮中美贸易争端历时将近一年。在经过多轮无效的贸易谈判之后，中美于 7 月份和 8 月份对价值约 500 亿美元自对方进口商品加征 25% 关税；美国于 9 月份对 2000 亿美元自中国进口商品加征 10% 关税，并威胁加征关税税率会在 2019 年调整为 25% 且可能对剩下的所有自中国进口商品加征关税，而中国则对价值约 600 亿美元自美国进口商品加征 5-25% 关税。在 11 月 30 日至 12 月 1 日的 G20 峰会上，中国主席习近平和美国总统特朗普就贸易问题达成重要一致，美方同意暂缓加征关税，中方恢复进口美国农产品并就非关税贸易障碍等一系列问题进行磋商，磋商期为三个月。

本轮中美贸易争端与以往贸易争端的最大区别是它不是一个独立事件，而是美国试图重整国际贸易体系甚至国际政经格局的一部分。由于二战后的第三轮全球化发展至今给美国带来的正面经济效应已经不若其给美国社会带来的贫富差距扩大、社会阶层撕裂等负面冲击，因此从上任美国总统奥巴马开始美国已经有意调整国际贸易体系，奥巴马力推跨太平洋伙伴关系协定（TPP）就是标志之一；而本届美国总统特朗普则采取更加激进的手段调整美国对外关系，试图构建以对等竞争为核心的区域性贸易体系，来取代以平等互惠为基本理念的多边贸易体系。因此美国不但蓄意挑起中美贸易争端，还同时调整与加拿大墨西哥、韩国、欧盟和日本等盟友的贸易关系；2018 年 9 月底美墨加就新北美自由贸易协定 USMCA 框架达成协议，美国以强化北美区域排外能力利诱加拿大和墨西哥在 USMCA 中加入针对中国和越南等非市场经济国的毒药条款，凸显其构建将中国排除在外的区域性贸易体系的意图。

另外，以 2017 年 12 月特朗普上任后首份《国家安全战略报告》将中国和俄罗斯定位为美国主要对手为标志，美国对华战略已经由“接触与防范”调整为“冲突和对抗”，中美贸易争端又是美国对华战略调整的一部分；除了蓄意挑起中美贸易争端之外，美国还联合欧日盟友试图中国科技发展，美国出台多项政策对中美之间的科技交往和贸易投资设限，并不懈游说并威胁盟友不要采用中国电信企业产品，目前已有多个国家声明审查华为设备安全性，美国将正式引渡目前被加拿大扣留的华为 CFO 孟晚舟。综合来看中美贸易争端是全球化逆风以及新冷战的交汇点，其进展受到全球瞩目。

二、中美均需管控贸易争端负面冲击

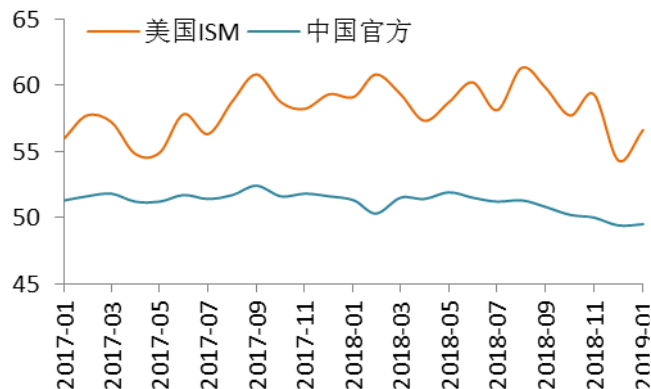
就经济方面来说，中美贸易争端无疑对双方都有负面作用，普遍分析认为对美国的负面作用小于对中国的负面作用，IMF 报告称若中美均对对方商品加征 20% 关税，则中国 GDP 将下滑 1 个百分点而美国 GDP 下滑 0.2 个百分点。当前美国正处于复苏中后期，加上特朗普政府的积极财政政策，的确可以部分减轻贸易争端的负面冲击；而中国处于金融周期后期，债务杠杆压力之下中国面对贸易争端的回旋空间较小，中国需要时间来推进化解债务金融风险的结构性改革。但考虑到中国是美国农产品的最大出口市场，美国跨国企业对中国有大量直接投资，贸易争端对美国的负面冲击也不可忽视，尤其是农产品生产的周期性决定美国短期内还不能承受失去中国市场之痛。从政治方面来看，中国一党专政政治体制具有极高稳定性，而 2018 年美国国会中期选举中民主党重掌众议院将给特朗普政府推行后续积极财政政策带来很大阻力，尤其是美国即将进入 2020 年总统大选的准备阶段，特朗普急需取得对中国贸易谈判的成果来拉拢选民。因此综合来看中美双方均有管控贸易争端负面冲击的需要。

图1：中美股市走势



数据来源：Wind，建信期货研究中心

图2：中美制造业PMI



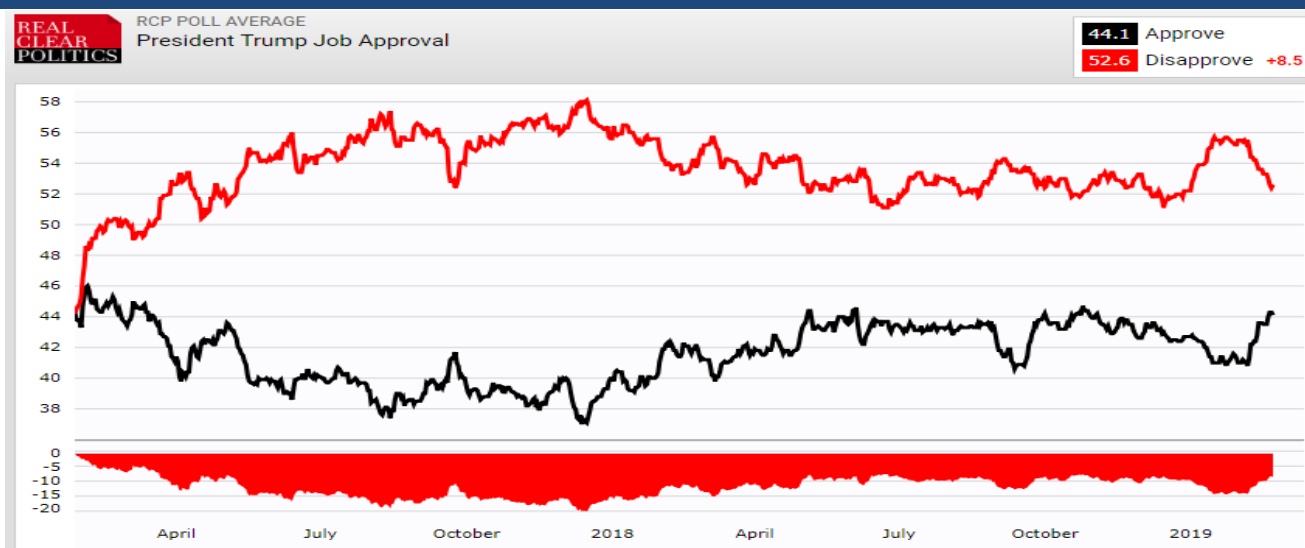
数据来源：Wind，建信期货研究中心

如图1所示，本轮中美贸易争端开始之后的2018年4到9月中美股市出现反向走势。此段时间内美国股市仍沉浸在美国特朗普政府积极财政政策所带来的股票回购和企业盈利上升所推动的上升趋势当中，而中国股市则因为中国金融去杠杆倒逼企业去杠杆而承压，中美贸易争端则进一步加重股市下行压力；特朗普政府多次将中国股市当作贸易争端胜果来吹嘘，而当2018年10月份开始美国股市因美国国会中期选举中民主党重掌众议院、美联储持续推进货币政策正常化、特朗普政府积极财政政策效用减退以及中美贸易争端等因素而大幅下滑，同时期中国股市却得益于中国决策层调整去杠杆政策而跌幅不大时，美国特朗普政府就收起其傲慢态度，特朗普一方面持续指责美联储，一方面向中国抛橄榄枝，这是

2018 年底习特会决定停火的重要背景。

从景气指数来看,2018 年 6 月份开始中国官方制造业 PMI 指数开始温和下行,到 2018 年 12 月制造业 PMI 指数开始进入萎缩区间;美国 ISM 制造业 PMI 指数虽然大体上都处于较高水平,但 2018 年 9 月份起该指数也出现较为明显的回落迹象,美国经济一枝独秀的局面不再存在,2019 年很可能全球经济增速同步回落。因此从经济形势来看,中美均需管控贸易争端的负面冲击,这是 2018 年 12 月份至今美国贸易谈判态度大幅度转变的主要原因。另一方面,农产品生产的季节性,储藏成本高,决定美国无法承受失去中国市场之痛;中国仓促之间也无法大规模调整农产品生产格局以及农产品进口渠道,因此中国对美国农产品的关税威胁短时间内是不可置信的。

图3: 美国特朗普政府工作认可度



数据来源: RCP, 建信期货研究中心

从美国国内政治形势看,2018 年 11 月美国民主党重掌众议院,意味着特朗普政府在财税方面将受到民主党的有力制约,2018 年 12 月至今民主党和特朗普政府因修建美墨边境墙的角力导致美国政府创纪录停摆,虽然特朗普政府转而通过行政命令取得建墙资金,但民主党势必诉诸法院,美国国内政治风险对美国经济形势以及特朗普 2020 年连任均构成不利影响,特朗普政府工作认可度也是从 2018 年 11 月至 2019 年 1 月出现较为明显的下滑(图 3 黑线),为了扭转局面特朗普政府需要在中美贸易争端中取得可以炫耀的成果。否则虽然全球股市在美联储等央行货币政策基调调整的刺激下有所反弹,但全球经济体量最大的两个国家之间的陷入无休止无界限的贸易纷争,其影响必定会逐渐扩散到全球主要国家,甚至有可能终止美国复苏趋势,这样特朗普争取 2020 年连任总统的意愿将落空,因此美国国内政治形势有利于中美贸易谈判的开展。另一方面我们也须看到,特

朗普为了达成竞选承诺而不择手段争取修建边境墙资金，在中美贸易谈判中特朗普也必须取得他认为的成果才会签订协议；虽然这协议对特朗普而言具有重要意义，但达成竞选承诺刚好也是他争取 2020 年总统连任的必要条件，因此中美贸易谈判不会是一帆风顺。

三、中美贸易谈判博弈分析

所有谈判都是在双方底线之上达成，谈判的实质就是双方探究对方底线的过程。既然中美贸易争端是美国挑起的，那么中国对美方谈判底线的认识以及中方的承受能力（中方底线）就是谈判的关键。

从特朗普的一贯言论以及新北美自贸协定内容来看，美国重整国际贸易体系的根本目的在于开展基于对等竞争而不是基于平等互惠的国际贸易。特朗普认为美国产品是具有国际竞争力的，在对等竞争的情况下美国不可能有这么大的贸易逆差；但外国产品通过不对等的劳工环境、侵害产权、污染环境、政府补贴、关税壁垒、货币贬值以及非自愿技术转移等途径取得竞争优势，因此美国要跟对手国重新谈判贸易协议，把对手国基于非市场因素取得的竞争优势去掉，然后双方再在对等的情况下进行竞争。

具体而言，美国与中国进行贸易谈判也是基于同样目的，推行结构性改革、排除非市场因素是美国的主要诉求；但因为结构性改革通常需要很长时间，中美贸易不平衡状况可能需要很长时间才能看到成效；而且美国从以往中美贸易谈判中取得的一个教训就是对贸易协议执行的不到位，因此美国的谈判底线有五点：1、中国在强迫技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和网络盗窃、补贴性产业政策等方面推行结构性改革；2、对上述结构性改革要制定具体的可核查的时间表；3、中国立即采取行动显著降低中美贸易不平衡程度；4、中国控制人民币汇率避免人民币兑美元汇率贬值；5、美国保留若中国执行协议不力，可（部分）

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_14066

