

解读中美博弈：经济走势与投资之道

李湛 博士

中山证券首席经济学家、研究所所长

广东·中山

2019.06.29

目录

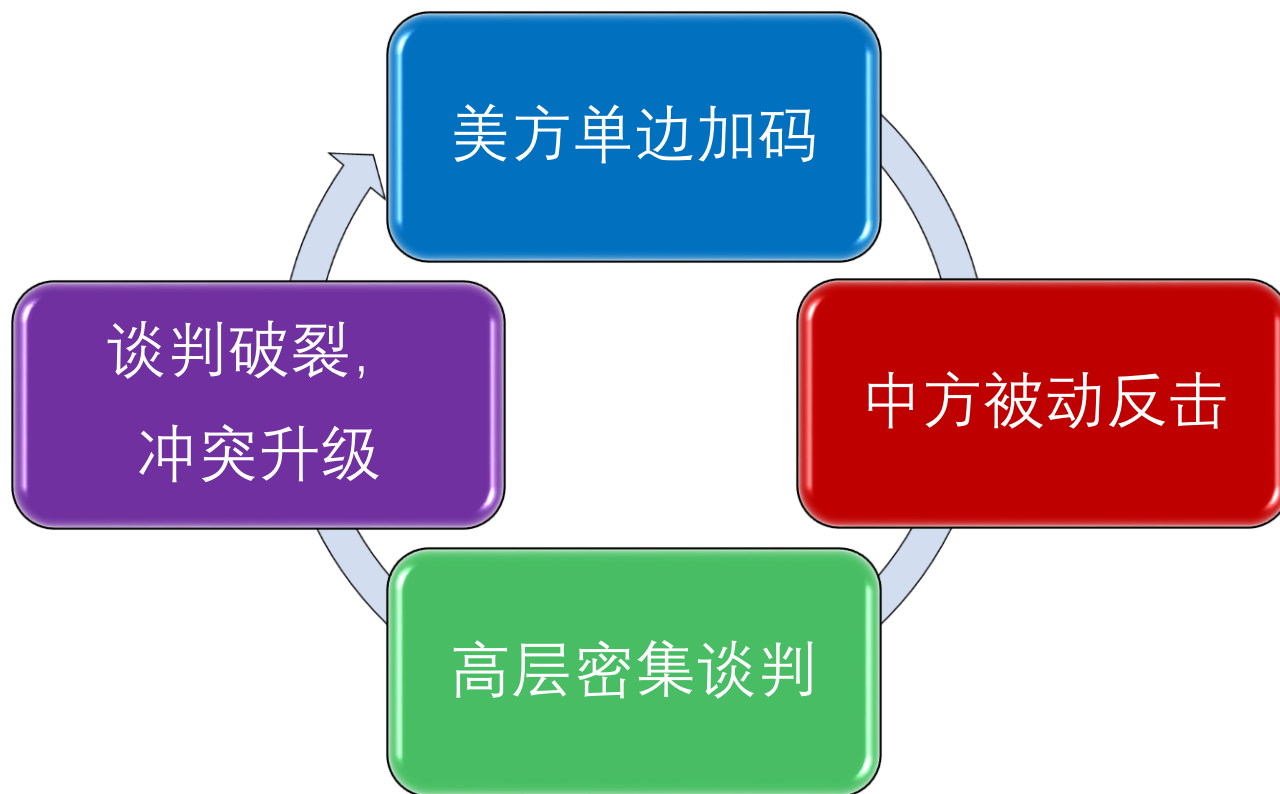
章节	内容
第一部分	中美博弈的历程回顾
第二部分	近期谈判僵局的原因分析
第三部分	未来可能的演变趋势研判
第四部分	中美博弈对中国经济的影响

第一部分

中美博弈的历程回顾

一、第一轮交锋

美国第一轮试探性单边施压在2017年4月开始。美国政界传统的鹰派势力以及迷信关税、崇尚美国优先的总统特朗普是主要推动者，一直到2018年6月，实际上这一轮攻守已经具有初步完整的雏形。特朗普政府通过不断的施压试探中方的底线，而中方的初期应对显得相对被动和滞后，美方掌握了主动权并滋生了更多的想法。



一、第一轮交锋

美方步步进逼，中方反应滞后

美国

•2017年4月10日，“习特会”的最大成果已经出炉：中美之间同意启动一个经贸谈判的“百日计划”。对于这一谈判计划，美方的最大诉求是增加对华出口，**减少对华贸易逆差**。

美国

•2017年4月20日，美国总统特朗普发出备忘录，指示美国商务部部长就进口**钢铁及铝材**对美国国家安全的影响进行调查（232调查）。美国是世界最大的钢铁进口国，而中国是最大的钢铁出口国和钢铁生产国。

美国

•2017年8月，美国贸易代表办公室根据《1974年贸易法》第301条正式对中国启动调查（301调查），以确定中国在**技术转移、知识产权及创新等领域**的作为、政策和做法是否不合理或具歧视性，以及对美国商业造成负担或限制。

美国

•2018年1月，美国政府宣布对进口大型**洗衣机和光伏产品**分别采取为期4年和3年的全球保障措施，并分别征收最高税率达30%和50%的关税。

美国

•2018年2月，美国政府宣布对进口中国的**铸铁污水管道配件**征收109.95%的反倾销关税。

美国

•2018年2月27日，美国商务部宣布对中国**铝箔产品**厂商征收48.64%至106.09%的反倾销税，以及17.14%至80.97%的反补贴税。

美国

•2018年3月1日，美国总统特朗普宣布计划**对钢铁和铝进口征收关税**。

美国

•2018年3月22日，特朗普签署了总统备忘录，宣布为回应中国对美国知识产权的侵犯，将依据1974年贸易法第301条，指示美国贸易代表（USTR）**对从中国进口的商品征收关税，涉及的商品总计可达600亿美元**。

一、第一轮交锋

中方开始摆出被动反击态势

中国

•2018年3月23日，中国商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中方利益造成的损失。

美国

•2018年4月4日，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对中输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。

中国

•2018年4月4日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税，实施日期将视乎美国政府对中国商品加征关税实施情况，由国务院关税税则委员会另行公布。

美国

•2018年4月5日，美国总统特朗普要求美国贸易代表办公室依据“301调查”，额外对1000亿美元中国进口商品加征关税。

美国

•2018年4月16日，美国商务部部长罗斯宣布，因违反美国政府制裁禁令向伊朗等国出口，中国电信设备商中兴通讯将被禁止从美国市场上购买零部件产品，期限为7年。

谈判

•2018年5月3至4日，第一轮中美高层谈判。据《金融时报》，美国要求中国在2020年之前使美中双边贸易逆差减少2000亿美元，降低关税，并削减对新兴产业的补贴。

谈判

•2018年5月17日至18日，第二轮中美高层谈判。中方通稿指，双方达成共识，不打贸易战，并停止互相加征关税。美国财政部长姆努钦对美国全国广播公司表示，美国将暂缓对中国征收关税，让贸易战争“暂停”。

谈判

•2018年6月2日至3日，第三轮中美高层谈判。中方声明强调，如果美方出台包括加征关税在内的贸易制裁措施，双方谈判达成的所有经贸成果将不会生效。

美国

•2018年6月16日，美国贸易代表办公室公布了对华征税清单。清单第一部分包括同年4月公布的加税产品清单上1333个中国产品中的818个产品，进口价值大约340亿美元，征税从7月6日开始实行。

中国

•同日，对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税，其中对农产品、汽车、水产品等545项约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税。



第二轮交锋：贸易战-科技战-金融战

第二轮交锋与第一轮相似，同样是一个**升级、谈判、冲突再激化**的过程，但这一次面对美方的极限施压，中方应对得更为积极，双方围绕主动权展开争夺。博弈的领域拓展至科技、资源等层面，美方将中国电信巨头华为及多家高科技企业和科研机构列入黑名单，并胁迫盟国也放弃使用华为设备。中方则开始建立不可靠实体清单，并发出“稀土”警告。



二、第二轮交锋：贸易战-科技战-金融战

本质相似，整体规模升级

主体	事件	时间	性质
美国	公布价值 160亿美元 中国商品的最终征税清单，其中包括 279项 商品，并表示将从 8月23日 开始向这些商品征收 25% 的关税。	2018.8.7	征税升级
中国	自 8月23日 起，对 160亿美元 自美国进口的商品加征 25% 关税，涵盖 油品、钢铁产品、汽车和医疗设备 等	2018.8.7	征税升级
中美	中美第四轮磋商（级别降至副部级）。	2018.8.24	谈判
美国	宣布对 2000亿美元 中国产品增加 10% 的关税，将在 9月24日 实施。	2018.9.18	征税升级
中国	宣布对原产于美国的 5207个 税目、约 600亿美元 商品，加征 10%或5% 的关税，自北京时间 9月24日12时01分 起实施。	2018.9.18	征税升级
中美	两国元首 G20会晤 踩下经贸摩擦升级的“刹车”。	2018.11.30	缓和冲突
中美	中美高层第五至第十轮贸易磋商。	2019.1.30-5.1	谈判
美国	宣布将 2000亿美元 的中国商品关税 从10%上调到25% ，并于 5月11日 生效。	2019.5.6	征税升级
中美	中美高层第十一轮贸易磋商。	2019.5.9	谈判
中国	自 2019年6月1日0时 起，对原产于美国的价值 600亿美元 的部分进口商品 提高加征关税税率 。	2019.5.13	征税升级
美国	就约 3000亿美元 中国商品加征 25% 关税征求意见并举行公开听证会， 6月24日 截止收集意见。	2019.5.14	征税升级

二、第二轮交锋：贸易战-科技战-金融战

主体	事件	时间	性质
美国	将华为及其70家公司列入出口 管制实体名单 之列，命令未经批准的美国公司不得销售产品和技术给华为公司。	2019.5.16	企业制裁
中国	首次就稀土产业相关问题正面回应称，若让中国出口的 稀土 制品反用于遏制打压中国的发展，中国人民“会不高兴的”。	2019.5.28	反制警告
中国	建立 不可靠实体清单 ，对相关组织或个人采取必要的措施。	2019.5.31	企业制裁
中国	发表《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书，对中美贸易争端表态，批判美国不顾世界经济分工现实，在谈判中三次“出尔反尔”，致中美经贸磋商严重受挫，“ 责任完全在美国政府 ”。	2019.6.2	公开指责
美国	中国最近发表的公开声明以及周日的白皮书是在玩一种“ 推卸责任的游戏 ”，歪曲了两国贸易谈判的性质和进程。	2019.6.4	公开指责
中美	中美元首互通电话约定于G20上会晤，且双方谈判团队将会提前磋商。	2019.6.19	谈判
美国	21日，美国商务部宣布将5家中国科技公司列入“实体名单”：中科曙光、天津海光、成都海光集成电路、成都海光微电子技术和无锡江南计算技术研究所；25日，有市场传言称美国可能对涉嫌在对朝鲜违反制裁的调查中拒绝遵守传票的个别中国商业银行予以制裁。	2019.6.21-25	企业制裁

第二部分

近期谈判僵局的原因分析

一、双方谈判底线分歧明显

美方要求



一年内减少贸易顺差1000亿美元，之后一年再减少1000亿美元。将目前10%的平均关税降至与美国相同水平（3.5%），开放服务业和农业。

停止《中国制造2025》中对先进制造业的补贴，接受美国对《中国制造2025》产业以及敏感技术的潜在限制，并不进行报复。

用立法的方式保证协议的执行，而不是采取行政措施。保留目前关税，两国在每季度共同审查进展情况，视进程逐步解除。

中方要求

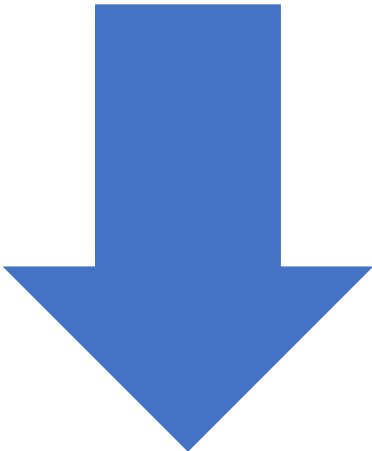


贸易**采购数字要符合实际**，双方在阿根廷已对贸易采购数字形成共识，不应随意改变。


改善**文本平衡性**，任何国家都有自己的尊严，协议文本必须平衡。

取消全部加征关税，关税是双方贸易争端的起点，如果要达成协议，**加征的关税必须全部取消**。

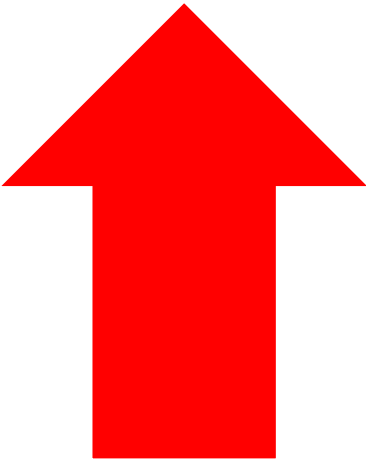
二、双方政治猜忌正在加深



美国政界可能产生一种政治判断，即中国此前的停战谈判也许只是一种政治策略，目的在于尽可能的**拖延时间**做**战略上的准备**。



中方则可能从白宫的极限施压中得出判断，即**目前不是谈判的良好时机**。此时做出让步有可能损失更多利益和筹码，且白宫不一定会止步于这种让步，或者说其根本目的在于遏制中国发展。



三、美国主要政治人物近期对华发言



莱特希泽（鹰派领军人物、贸易代表）：“仅靠关税，我不知道这是不是能让他们停止欺骗。我认为你没有其他选择。”——6月19日于参议院金融委员会听证会



特朗普（美国总统）：“我并不急于达成协议，我同意与中国达成贸易协议的前提是双方达成的是一项‘公平’的协议。我相信我们最终会达成协议”——6月19日于连任启动仪式



拜登（民意占据优势地位的民主党总统候选人）：“任何一个经济学大学生都知道关税将由消费者埋单。中国是我们的竞争对手，但特朗普所采取的每一步措施只会使形势恶化。在国内做好自己该做的事，践行我们的价值观，才是正确的道路。”——6月11日于爱荷华州演讲



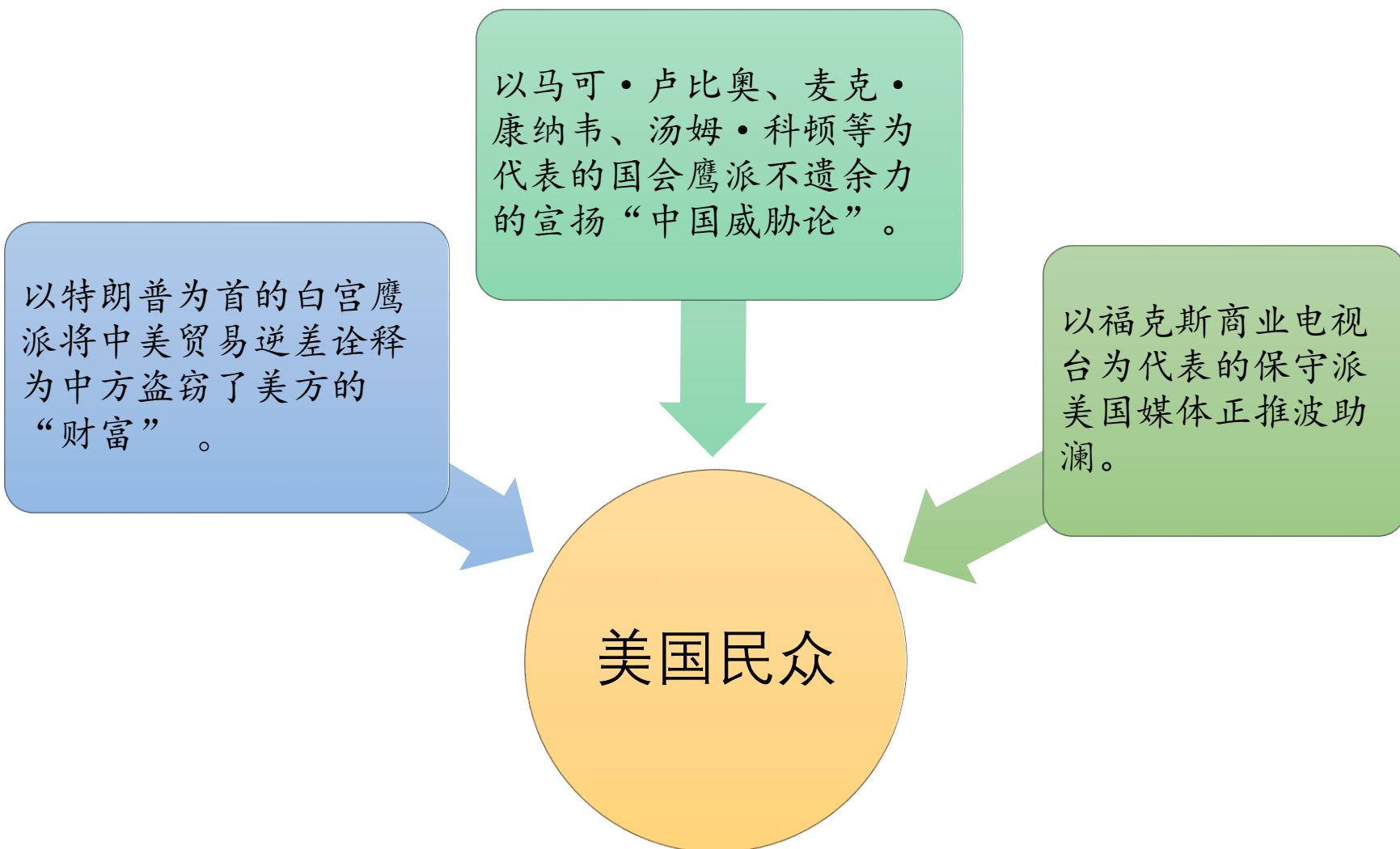
努姆钦（温和派，财政部长）：“与易纲进行了建设性会晤，包括坦诚讨论贸易议题。”——6月10日于G20财长及央行行长会议



罗斯（中立派，商务部长）：“我认为G20最有可能取得的成果是双方同意积极恢复谈判。在总统层面上，他们不会商讨落实贸易协议的细节。”——6月16日接受华尔街日报采访时

四、中美双方国内民族主义情绪正在升温

对华鹰派的影响力在白宫、国会以及保守派媒体中蔓延



四、中美双方国内民族主义情绪正在升温

中国官方媒体态度转向强硬



6月20日，新华社发表文章《谈，要有谈的样子，谈的诚意》。

5月14日，中国外交部发言人在例行记者会中首次使用“中美贸易战”表述，取代原先“中美贸易摩擦”的官方定义。

5月13日，中央电视台《新闻联播》刊播国际锐评《中国已做好全面应对的准备》。

四、中美双方国内民族主义情绪正在升温

中美女主播在线约辩事件在推特、微博中引起争论



翠西·雷根，福克斯商业频道主播

- 指责中国窃取知识产权的行为给美国带来了巨额损失，并称支持特朗普加征关税的举措。
- 美国正在占据上风，现在不打就迟了。



刘欣，中国国际电视台主播

- 其所有的情绪化和指责都没有什么实质依据，且引用数据有误。如何定义盗窃？由谁去定义？
- 中国不会接受不平等协议，雷根是美国总统特朗普的代言人。

第三部分

未来可能演变趋势研判

一、G20会晤直接达成协议的概率较小

日本大阪G20峰会中美元首会晤启动流程



美国发起双方元首电话邀请

- 6月18日双方通话，同意于6月底的日本G20峰会上举行元首会晤。



双方谈判领头人将率先进行沟通

- 6月19日，美国贸易代表与中国副总理兼首席贸易谈判代表通电话。

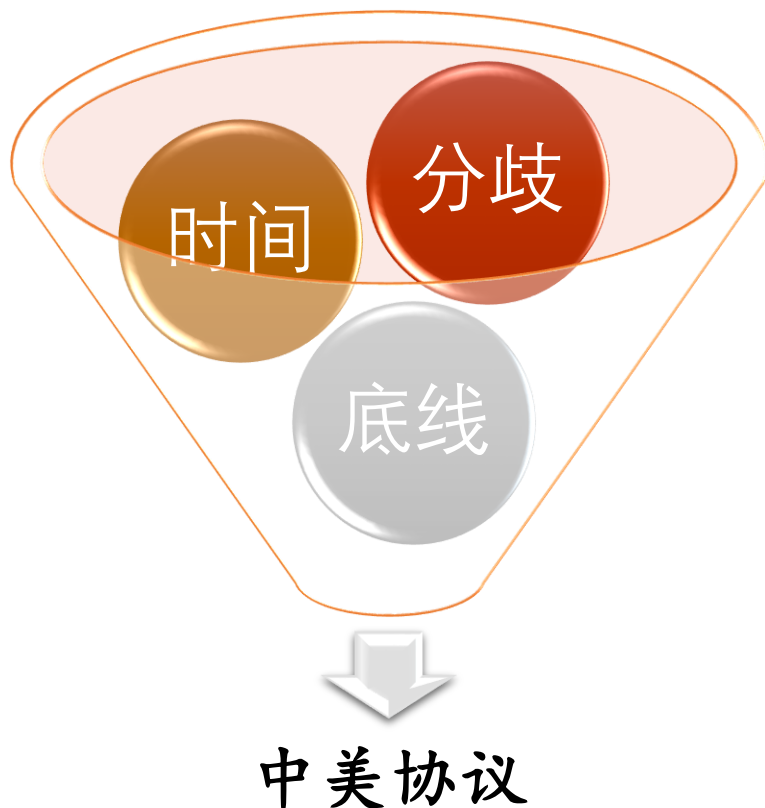


双方元首会晤

- 6月28-29日在日本大阪G20峰会期间会晤，预期将成为中美磋商进入新阶段的开始。

一、G20会晤直接达成协议的概率较小

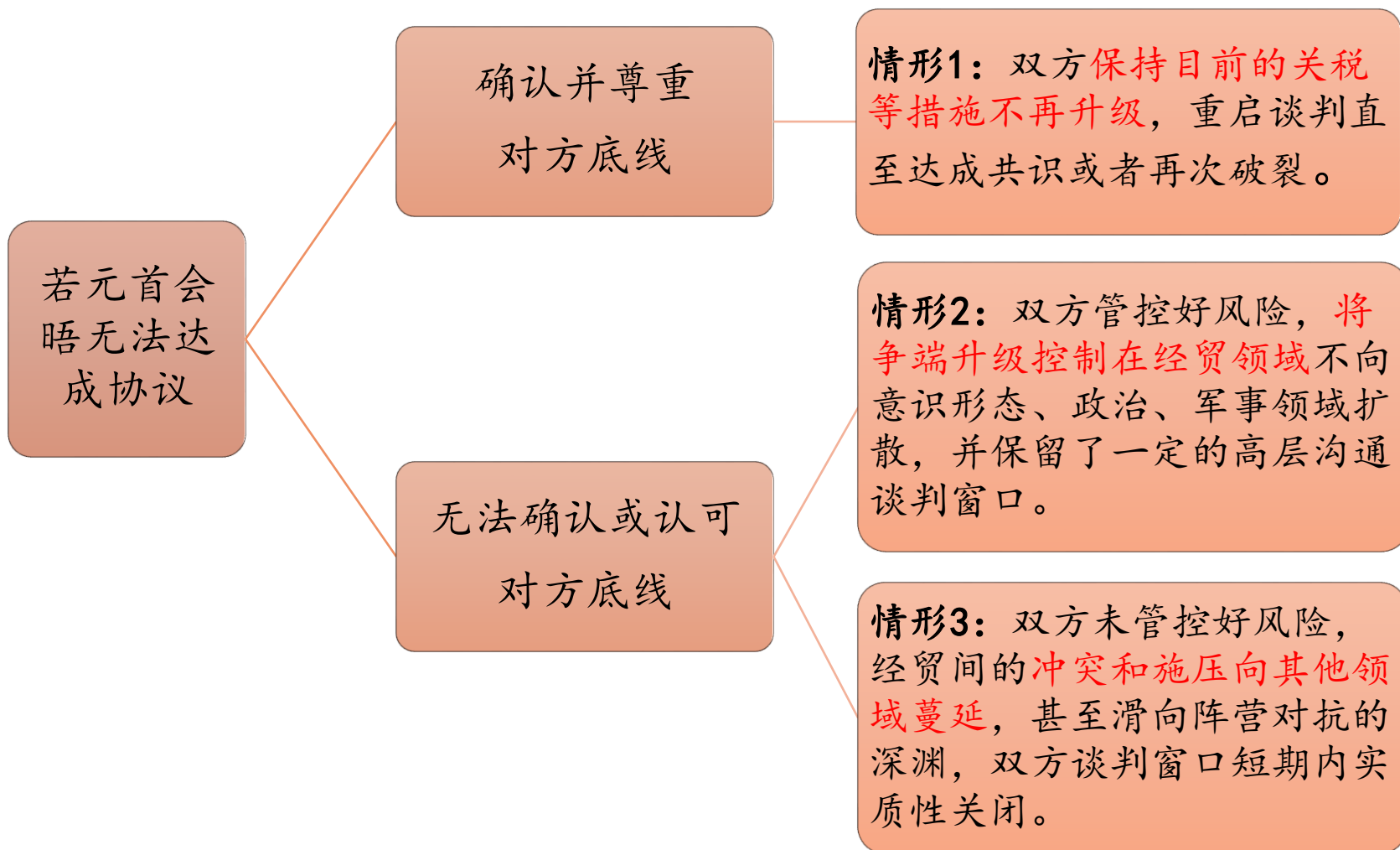
元首会晤更可能是尝试划定双方底线、方向，开启下一步谈判



- 中美双方均未表示会改变导致上月陷入僵局的立场。特朗普声称协议必须对美国更有利，而中方则表示任何贸易协议都需要“平衡”的文本。
- 自上轮华盛顿磋商以来，中美谈判团队未进行进一步的直接沟通，目前距离G20元首会议的时间较短，不足以充分协商出一个完整文本。

二、中美博弈可能进入“耐力赛” 环节

比拼哪一方及其政经高度关联国家（地区）的抗压能力相对更强



三、下一轮可能的重要时间窗口

美方

- 对特朗普而言，现在距离美国总统大选还有一年多的时间，明年上半年的选民情绪和经济状况对选举结果才有较大意义，因此，其在政治上可以灵活地与贸易伙伴进行几个月的磋商，但可能希望在今年晚些时候与中国达成贸易协议。
- 9月联合国大会或者11月亚太经合组织峰会可能是其理想的窗口期。

中方

- 对中方而言，可能会更加关注民主党候选人拜登的竞选情形，若判断拜登竞选成功的概率较高，则可能将谈判节点推迟至美国的总统大选之后。但这一抉择也较大风险，因为特朗普一旦连任成功，他将失去最后的枷锁（连任压力），届时双方形势可能会面临进一步失控风险。

四、谨慎看待未来失控的风险



- 目前而言，**双方仍然保持了一定的克制**。特朗普称华为等事件可以放入中美经贸谈判协议的框架之中，说明其仍然希望中美于今年晚些时候可能达成协议。但有时民族主义情绪是一种较为难以预测的内在风险。国际政治的历史表明，一旦双方长期保持了严峻的对峙阶段，最终高涨的民族主义情绪将可能绑架国内舆论，会限制双方的政策制定和腾挪空间。此外特朗普个人也是一个较高的风险点，现在白宫内部以及共和党内部分已经基本没有可以制约其权力的存在，因此，若伴随时间推移其个人情绪被激怒，也存在滑落至第三种情形的可能，对此需密切关注。
- 美国的**盟国方面**，**目前对特朗普政府的态度较为谨慎**。一方面他们与美国有着大量的传统政治、经济、军事利益；但另一方面，特朗普政府的反复无常以及美国优先原则让欧盟、日本等盟国忐忑不安。虽然特朗普暂时延缓了对欧洲汽车的关税，但欧盟仍然十分警惕这一争端，并声称其利益会进行反制。因此，在这种情况下中国实际成为了特朗普政府贸易战的**第一道屏障**，短期内除非中国自己出错牌将这些国家推到美国的阵营，否则，美国的盟国短期不太可能与美国联合起来压制中国。

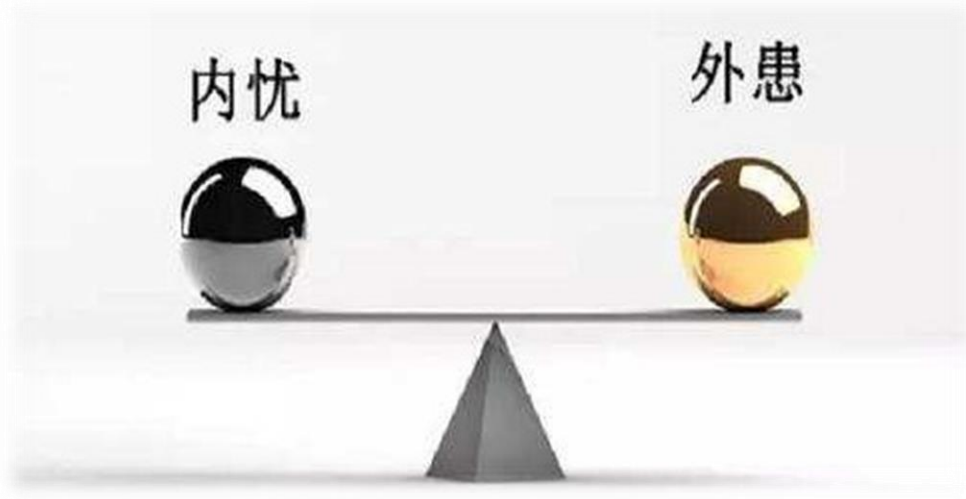
第四部分

中美博弈对中国经济的影响

2018年以来内外环境新变化

01

中国经济短期陷入比较被动的状态：主要政策目标持续在“推进前期确定的金融风险问题化解”与“缓解重大外部冲击”之间反复权衡切换；中国经济与资本市场的不确定性陡增；各经济主体对未来的预期经历过一个焦虑&紊乱的时期。



2018年以来内外环境新变化

02

内外格局剧变的更深远影响：在核心产业关键技术领域，引进外部技术加以消化吸收的路径被极大抑制。这可能意味着维持结构失衡现状、完成新旧动能转换的时间线将被迫拉长，前期的政策意图实现难度和潜在代价都将大幅增加。极端情形下，中国经济转型的时间窗口甚至十分有限。



中国经济转型面临的挑战

中美摩擦的短期影响

- 经济端：下行压力，主要来自总需求端、未来增速和市场对未来预期的调整；
- 政策端：短期政策被动调整，“应对短期冲击” VS “解决中长期结构问题”。

中美摩擦的长期影响

- 明显影响中国结构性问题的解决进度；
- 如果对美贸易顺差大幅削减，将冲击进口部门和外汇储备安全，维持国内扭曲结构的难度将加大；
- 投资审查和对华出口技术的管制，在很大程度上影响中国的技术进步速度，并对中国的产业结构转型造成深远影响。

中国经济转型面临的挑战

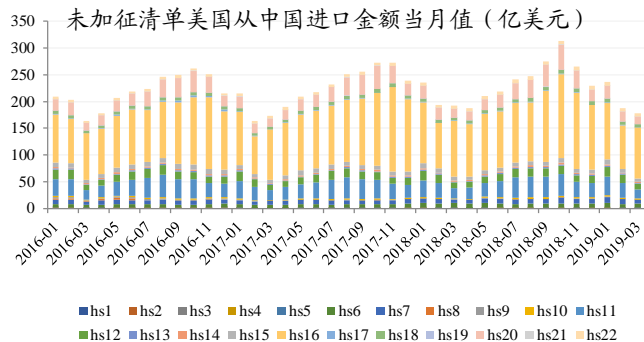
 只要应对得当，中国经济前景并不悲观

- 一方面，中国的经济体量、市场规模、工业体系和产业链相对完整，短期内有较好抗压能力；
- 另一方面，中美贸易关系持续紧张，国际油价走高，美国与多国的贸易摩擦、地缘政治因素等综合影响之下，部分国家或地区已经明显承压，国际格局变动有较大的不确定性；
- 同时，对华征收关税对美国的消费者和相关产业也同样不利，“反弹效应”引起其国内的不满，可能会带来积极变化。

美国对华商品征税的影响测算

01

3000亿美元未加征关税清单呈现明显的周期性，如果加征关税，至少在2019年年内难以实现完全替代。



02

由于存在“衰退式”贸易顺差，加征关税反映在净出口对经济增速方面的影响并不明显。可能更多地是通过影响中国相关出口企业的营收和盈利，影响社会整体投资和消费进而影响GDP增速。而从社会稳定的角度看，就业率可能是目前更需要关注的指标。

加征关税的可能情景	出口变化 (亿美元)	对出口增速的影响	对投资增速的影响	对消费增速的影响	对GDP增速的影响	加征关税对就业 人数影响（万人）	加征关税对就 业率影响
情景1: 2500亿征25%	-1059	-4.26%	-1.25%	-0.96%	-1.19%	-886	-1.64%
情景2: 2500亿征25% +3000亿征10%	-1632	-6.56%	-1.93%	-1.48%	-1.84%	-1366	-2.53%
情景3: 2500亿征25% +3000亿征25%	-2577	-10.37%	-3.05%	-2.33%	-2.90%	-2157	-3.99%

2019下半年贸易“发动机”的走势判断

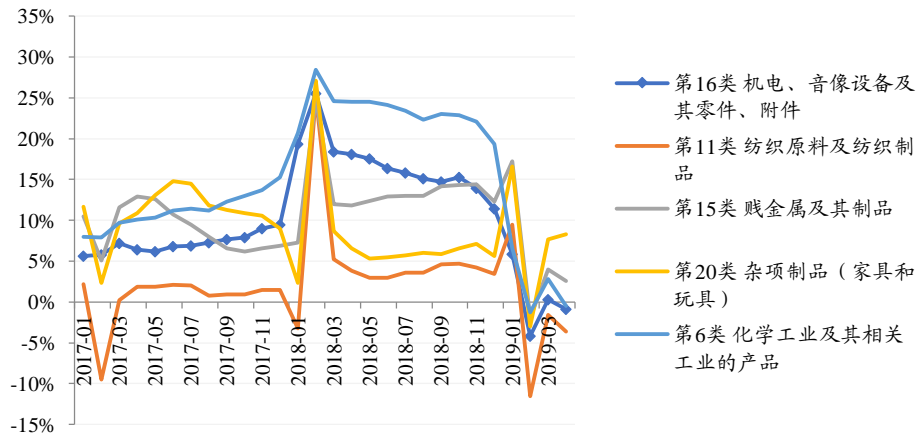
01

上半年走势回顾：进口增速回落幅度高于出口增速，出现“衰退式”贸易顺差；主动调整主要进出口国家分布结构，降低对美贸易依赖；3月以后主要是纺织服装类以及家具和玩具出口增速反弹幅度较大，考虑到中国难以在全球范围找到与美国相当的机电产品消费大国，预计未来出口增速反弹幅度受到较大制约

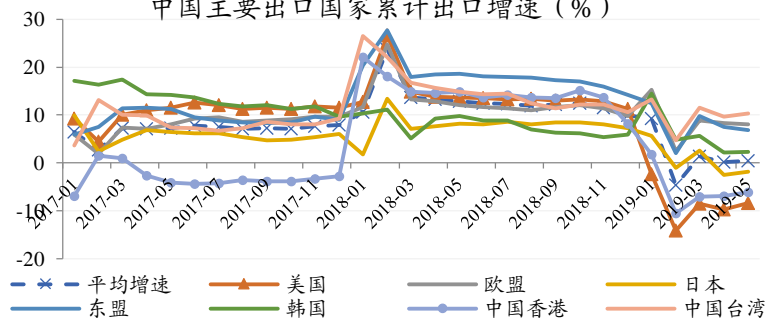
02

下半年走势预判：如果中美贸易争端尚在可控范围的话，2019年美国迫于国内经济下行压力和换届选举压力，对中国关税制裁很可能维持在2500亿美元清单加征25%水平上，但美国不会放松对中国高科技企业的打压。我们预计，按美元计，出口累计增速可能在-1.5%~-2.5%之间，进口累计增速可能在-3.5%~-4.5%之间。

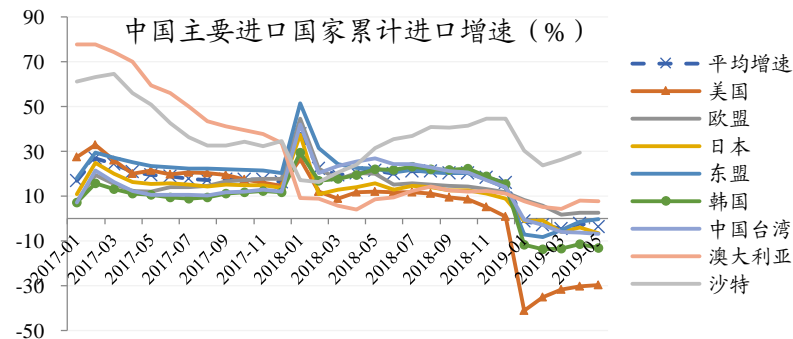
中国主要出口商品累计出口增速



中国主要出口国家累计出口增速 (%)



中国主要进口国家累计进口增速 (%)



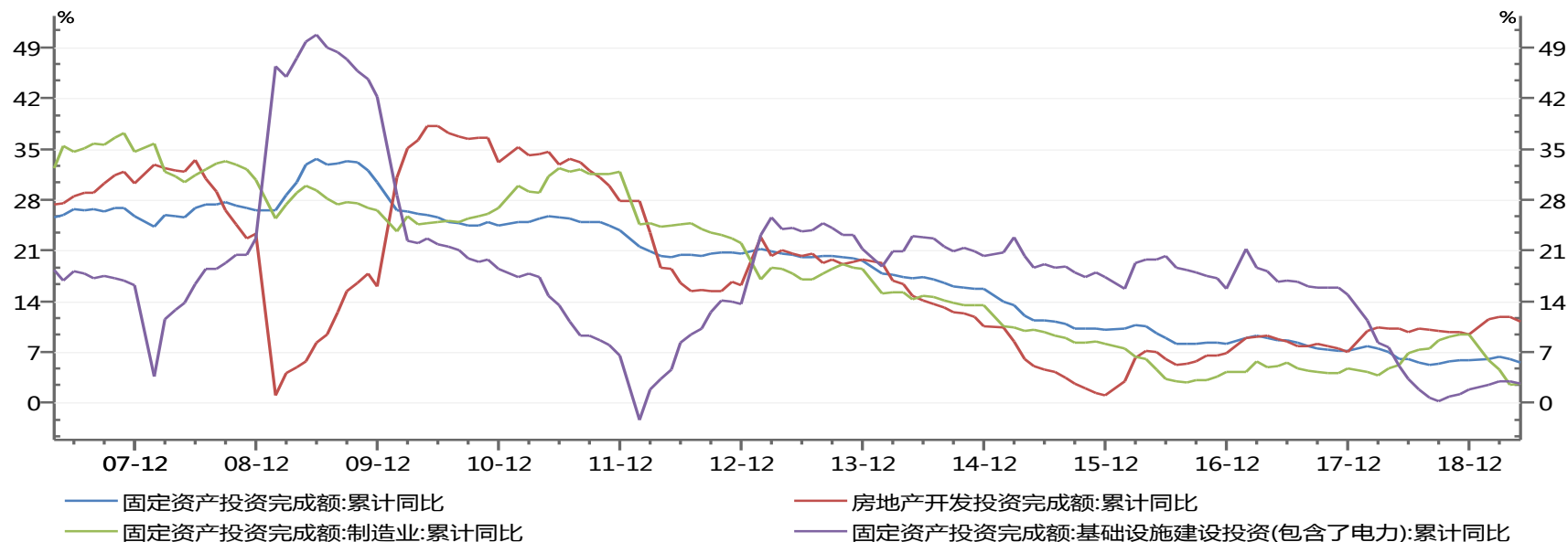
2019年下半年投资“发动机”的走势判断

固定资产投资整体增速：基建尚有一定发力空间，制造业投资有望趋稳，房地产投资见顶回落，预计2019年下半年投资增速可能在6.5%~7.5%之间。

基建投资增速：基建投资还有一定上行空间，但受制于严控地方政府隐性债务、地方政府的融资渠道有限，近日专项债作为资本金的政策对基建的拉动效果大概在4至6个百分点左右，预计基建投资增速大概率在8%~10%之间。

制造业投资增速：制造业投资受内外需同时疲软影响，缺乏持续上涨动力，但制造业关系到就业问题，下半年政府可能会出台更多政策支持。不过二季度后制造业投资有较高的基数，预计制造业投资增速下半年有望趋稳，增速可能稳定在2%~3%之间。

房地产投资增速：房地产投资由于“房住不炒”基调不变、土地购置面积增速急速下跌、居民购买力不足、棚改力度明显减弱等因素影响，下半年大概率会出现一定程度的回调，预计房地产投资增速可能在9%~10%之间。



宏观经济&政策的走势初判

宏观政策“文火慢炖”，经济“闷罐子里慢慢

- 外部“热”确定性会持续存在，国内相关宏观政策“权衡长短期、兼顾多目标”的倾向仍将继续，且即使阶段性实施风险处置的政策时，政府部门也会汲取去年去杠杆政策的经验教训，更加考虑国内各个经济主体的可承受性。
- 非金融企业部门和居民部门的杠杆问题明显，而政府近期仍对是否打开自身的债务上限空间持谨慎态度，因而，预计经济金融政策未来一段时间内都会是逐步适应性调整的，而经济在未来可能会持续缓慢转型。
- 给定外部压力持续存在，以及政府不再重启前期屡试不爽的“房地产+基建”驱动增长模式这两个大背景，未来国内宏观经济两个较大的考验是国内就业问题和人民币汇率、外汇储备稳定的问题，归根结底看，这两个层面的考验指向的都是非国企的可持续经营和盈利的问题。

政策建议：做兼顾短期稳定、长期转型的事情

- “调控房地产+可控去杠杆+减税降费+国企改革”的政策组合；
- 短期逆周期政策托经济不失速，适度打开财政负债空间继续为企业减税降费；
- 国企改革可以释放要素资源的再配置。

当前时点的投资建议：静候投资良机

内外环境仍面临较大不确定性

- 外部环境走势、国内经济和主要经济政策怎么走？
- 政策噪音扰动不断；

驱动股市的有基本面+资金+情绪+政策等四个维度

- 政策是支持性的，但资金宽松有限、内外不确定性导致的市场情绪受限，加之企业整体基本面偏弱，这些构成抑制股市向好的不利因素。

市场节点的判断

阶段性反弹行情的时点判断：

- 中美摩擦得到适度管控；
- 资金阶段性宽松；
- 逆周期调控和支持企业政策出台；

重大反转行情的时点判断：

- 中美达成阶段性重大协议（外部不确定性下降）；
- 重大结构改革政策落地（上市公司的基本面有望明显好转）。

感谢您的聆听！