中美关系专题

—步入持久战，应对新常态

- **中美关系：由接触转向脱钩。**中美关系正在重构，四十年的趋同进程正在瓦解，取而代之的是贸易、科技、投资、人文交流等领域的"脱钩"（Decoupling）趋势，中国已逐步从美国的"朋友圈"转向"威胁圈"。因此，金融市场应当摒弃关于当前贸易战的一种错觉，即中美争端仅是短期利益协调事件、最终达成协议之后相关风险就会过去。因此，无论贸易谈判最终如何收尾，正在发生实质性逆转的中美关系都将重塑我们这个时代的国际秩序，以及未来若干年的市场策略。特朗普政策亦无助于中美避开"修昔底德陷阱"。

- **真正危险之处：强硬对华在美获得民意支持和两党共识。**曾经促进中国扩大开放的"知华派"和为美国商界在中国市场争取更多机会的游说集团，已悄然改变了立场或失去了话语权。两国关系"缓冲带"的缺失极容易导致双边关系的加速恶化和战略误判。而且中美全面经济对话等二轨外交已暂停或取消，且短期内并无重启迹象。这使得中美双方进行多层次交流和相互理解的机会锐减，也使得贸易谈判比以往任何时候都更为困难。美国民众对中国的担忧同样在增加，尤其担心中国持有巨额美国国债、来自中国的网络攻击以及中国对全球环境的影响。

- **市场必须为新的国际环境做好准备。**中美之间失去战略互信意味着有利于中国经济增长的国际环境已经不复存在。市场必须为中美在几乎所有领域即将出现的长期竞争做好准备，这意味着投资者应该考虑重新审视他们根据过去二三十年的经验总结出的策略，因为全球经济环境大环境可能已出现了根本变化。

- **全面竞争已拉开序幕。**美国过去常常通过向台湾出售武器并向中国大陆施加压力来"打台湾牌"。大约从十年前起，当中国超过美国成为世界上最大的商品制造商和出口商时，包括反倾销和反补贴在内的贸易调查已经开始取代台湾问题，成为美国遏制中国的主要手段。美国仍处于技术领先地位，但中国正在迅速迎头赶上。正因如此，科技密集型产业将是中美竞争的关键领域。中国科技巨头的艰难日子临近，中国在提升自身竞争力的进程中也将面临更多挑战。同时，包括留学在内的许多双边交流与合作将受到负面影响。

- **斯姆特-霍利法案重现？美国应当以史为鉴。**1930 年美国同样大幅提高进口关税，结果提高了食品价格，并迫使其他国家以更高的关税进行报复，迫使全球贸易骤降 65%。"斯姆特-霍利关税法案"因此被指责为恶化大萧条、并间接导致了二战的错误决策。当前贸易战已将美国对中国商品的平均关税税率从 3%左右迅速提升到 20%左右的极高水平，具有严重的潜在损害。

- **贸易战与 2020 年美国总统大选。**特朗普针对多国的贸易政策和强硬的对华政策，或成为他在明年总统选举中的重要政纲。任何指望特朗普卸任、美国新任总统会改变美国对华强硬政策的期望都是不现实的。认为特朗普在 2020 年之前需要与中国达成贸易协议也可能是被误导的想法。不论民主党还是共和党的主要候选人都同意打压中国，他们只是指斥特朗普选择了不当的方式或未能有效地执行政策。倘若特朗普在 2020 年连任，中美纠纷大概率将会扩展和延续。假如特朗普在 2020 年总统大选中落败，中国或在美国新旧总统交接过渡期间得以稍为喘息，很快便需要重新学习与对华强硬的新任总统打交道 。

- **贸易战与美国经济。**假如美国不与其主要贸易伙伴修补关系，或开拓新的市场，对农业部门的补贴只是杯水车薪。消费者将为进口产品支付更高价格。美国 10 年期国债收益率大幅下跌，抵押贷款利率亦急跌，有助推高房价。尽管如此，美国房地产市场涨幅明显放缓，市场情绪显着降温。

成亚曼,博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

近期报告

1. "香港经济已触底——2019 年首季 GDP 及展望" – 2019 年 5 月 6 日
2. "4 月海外宏观月报：全球经济步入'微妙时刻'" – 2019 年 4 月 18 日
3. "停加息止缩表，美国货币政策全面转向"– 2019 月 3 月 21 日

- **贸易战与美联储货币政策。**特朗普再次向联储局及主席鲍威尔施压，要求降低短期利率以应对经济下行风险，但迄今为止未有迹象显示联储局政策受白宫影响。然而，贸易战的不确定性显然已成为联储局制定政策时的主要考量因素。倘若贸易战升级并严重打击美国经济，联储局可能会在今年 9 月或 12 月降息。

- **贸易战对全球产业链的影响。**早在贸易战开打之前，跨国公司已在亚洲寻找新的生产据点，并将部分生产线转移到中国以外地方。贸易战只是加速这一进程。成本导向型产业是第一批向外转移的行业，许多市场导向型或寻求效率型公司或仍选择留在中国。

- **贸易战下一步的走向?** 目前贸易战目前未见尽头或解决方案，投资者可关注 6 月 17 日 301 条款委员会的公开听证会及 6 月 28 日在日本举行的 G20 峰会，但我们并不乐观。假如中美双方未能达成任何协议，而两位领导人又未有如期在 G20 会面，第四轮新征关税最快可能在 7 月中旬实施。中国仍有一系列措施可避免经济硬着陆，投资机遇仍然存在，但投资者需要更多考虑以往不需要考虑的因素，包括美国对中国新兴和战略产业的限制，以及中国在全球供应链中的角色转变。

目录

中美关系：由接触转向脱钩 4
中美关系发生实质逆转 4
特朗普政策无助于中美避开“修昔底德陷阱” 4
真正危险之处：强硬对华在美获得民意支持和两党共识 5
市场必须为新的国际环境做好准备 5
全面竞争已拉开序幕 6
斯姆特-霍利法案重现？美国应当以史为鉴 7
斯姆特-霍利法案（Smoot-Hawley）是当今美国保护主义的历史参照 7
针对中国商品的关税将达到历史极高水平 7
贸易战与 2020 年美国总统大选 8
特朗普计划以中国及贸易作为竞选连任的主要筹码 8
特朗普对华政策获两党支持，无论其是否连任该趋势都不会改变 8
贸易战与美国经济 9
贸易战损害美国经济 9
补贴并非长久之计，农民渴望中美达成协议 9
消费者为进口产品支付更高价格 9
压低国债收益率和抵押贷款利率 9
贸易战与美联储货币政策 10
特朗普在贸易战中向联储局再施压 10
贸易战是联储局制定政策的主要考量因素 10
我们对联储局货币政策的预测 10
贸易战对全球产业链的影响 11
关税冲击全球供应链 11
产业链转移存续多年，贸易摩擦只是加速推进其进程 11
贸易战下一步的走向？ 12
六月份重点关注事件 12
市场应当适应“新常态” 12

中美关系：由接触转向脱钩

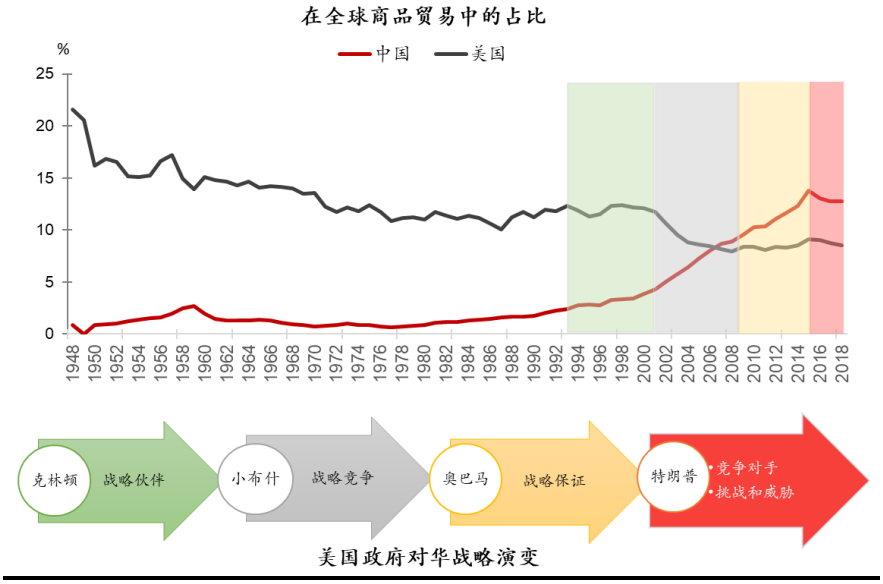
中美关系发生实质逆转

四十年前，由于中美苏“大三角”战略格局的变化以及中国国内的改革开放，中美关系得以“破冰”。此后多年两国关系虽多有波折，但美国希望通过“接触”战略（Engagement Strategy）迎接中国进入国际体系、从而推动中国转型的立场没有改变。而未如美国所愿，金融危机和民粹主义的兴起揭示了西方制度的脆弱性，而与此同时中国则在迅速扩大其全球影响力。两国相对实力的变化也伴随着美国政府对华政策的快速调整，这种调整在美国《国家安全战略报告》中体现的十分清晰：从克林顿政府的“战略伙伴”、“全面接触”，转变为小布什政府的“战略竞争”，在奥巴马政府第二任期，对中国的战略疑虑和担忧明显上升，而特朗普直接将中国视为“竞争对手”、“挑战和威胁”。也就是说，中国已逐步从美国的“朋友圈”转向“威胁圈”。

可以说，中美关系正在重构。在当今的美国看来，如今的中国已不仅是其最大的制造业贸易伙伴、最大的进口来源国和最大的国债持有方，更是其主要的安全威胁和战略对手。

因此，金融市场应当摒弃关于当前贸易战的一种错觉，即中美争端仅是短期利益协调事件、最终达成协议之后相关风险就会过去。尽管中美之间已有全方位的合作、民间交流和文化影响，但无法否认的是，中美四十年的趋同进程正在瓦解，取而代之的是贸易、科技、投资、人文交流等领域的“脱钩”（Decoupling）趋势。从这个意义上讲，无论贸易谈判最终如何收尾，正在发生实质性逆转的中美关系都将重塑我们这个时代的国际秩序，以及未来若干年的市场策略。

图 1: 美国对华政策随着两国实力变化而出现重大转变



资料来源：联合国、美国政府、招银国际证券

特朗普政策无助于中美避开“修昔底德陷阱”

目前，特朗普已经非常明确地表达了他对中国的看法：他认为中国希望取代美国成为超级大国，而“这不会发生在我身上”。不惜代价防止既有地位被取代的想法，无助于中美避开“修昔底德陷阱”。

“修昔底德陷阱”是指一个新崛起的大国必然要挑战现存大国，而现存大国也必然来回应这种威胁，按这种逻辑战争变得不可避免。虽然将中美关系和“修昔底德陷阱”联系在一起有不少弊端和危害，但特朗普的表态说明他的确倾向于这种观点，使得他推出了几十年来最为激进的对华政策。

因此，中美争端绝不仅仅局限于贸易战或是科技战。大国博弈的逻辑将占据主导地位。

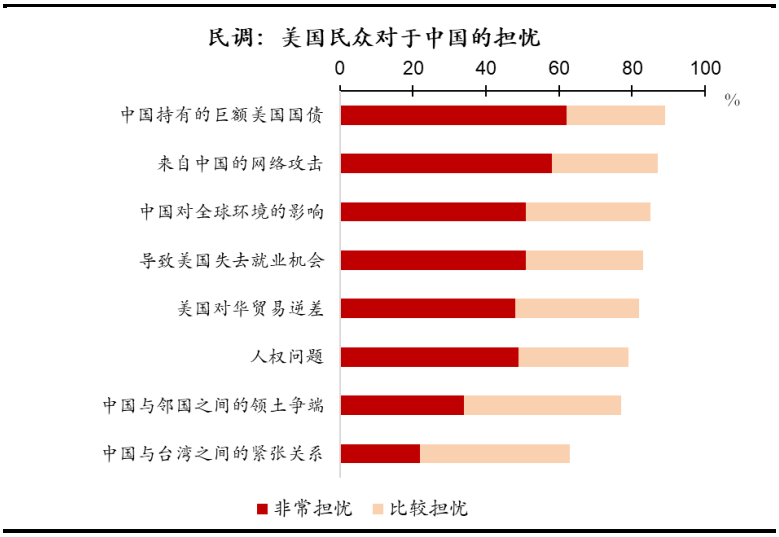
真正危险之处：强硬对华在美获得民意支持和两党共识

民主和共和两党在过去通常在对华政策上持有不尽相同的立场，但如今却形成了空前的共识。许多民主党参议员，包括其领导人查克·舒默在内，均支持特朗普对中国的强硬立场。那些曾经促进中国扩大开放的“知华派”和为美国商界在中国市场争取更多机会的游说集团，已悄然改变了立场或失去了话语权。两国关系“缓冲带”的缺失极容易导致双边关系的加速恶化和战略误判。

美国民众对中国的担忧同样在增加。根据民调，居于前三位的担忧事项是中国持有巨额美国国债、来自中国的网络攻击以及中国对全球环境的影响。

更糟糕的情况是，中美全面经济对话等二轨外交已经暂停或取消，且短期内并无重启迹象。这使得中美双方进行多层次交流和相互理解的机会锐减，也使得贸易谈判比以往任何时候都更为困难。

图 2: 中国持有巨额美国国债是美国民众的首要担忧



资料来源: 皮尤研究中心（2018 年春季民调）、招银国际证券

市场必须为新的国际环境做好准备

中美之间失去战略互信意味着有利于中国经济增长的国际环境已经不复存在。尽管中美在经济和社会方面已紧密相关，双方也获得了实质利益，但现在美国指责中国拿走了就业岗位、进行不公平贸易。许多美国公司过去努力寻求进入中国以获得无限的机会和大片尚未开发的市场，但近年来，他们正在转向成本更低的其他国家，并指责中国窃取其技术。

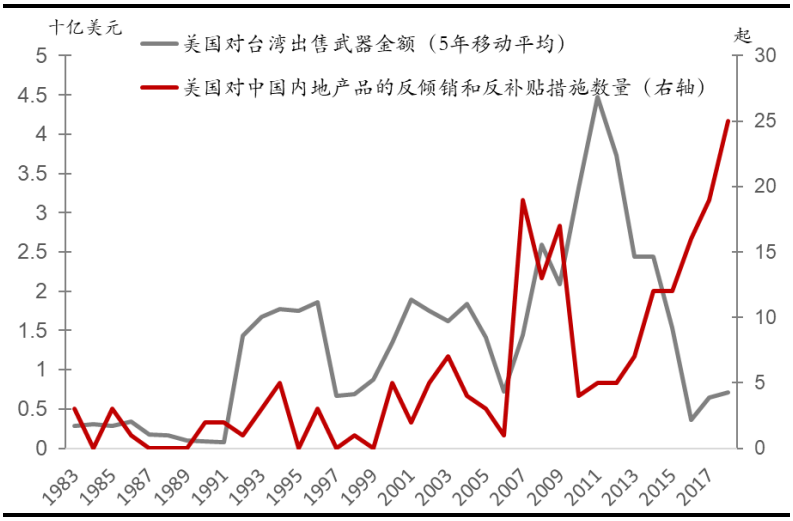
鉴于几十年的中美趋同正在逆转，市场必须为中美在几乎所有领域即将出现的长期竞争做好准备，从贸易到金融，从国际治理到太空探索。对于金融市场而言，这意味着投资者应该考虑重新审视他们根据过去二三十年的经验总结出的策略，因为全球经济环境大环境可能已出现了根本的变化。

但从好的方面来看，美国毕竟不愿再创造一个像伊朗和朝鲜那样的敌人。与贸易战或其他来自美国的威胁相比，中国发展面临的更大风险可能在于其自身的改革进程。

全面竞争已拉开序幕

美国过去常常通过向台湾出售武器并向中国大陆施加压力来“打台湾牌”。大约从十年前起，当中国超过美国成为世界上最大的商品制造商和出口商时，包括反倾销和反补贴在内的贸易调查已经开始取代台湾问题，成为美国遏制中国的主要手段。

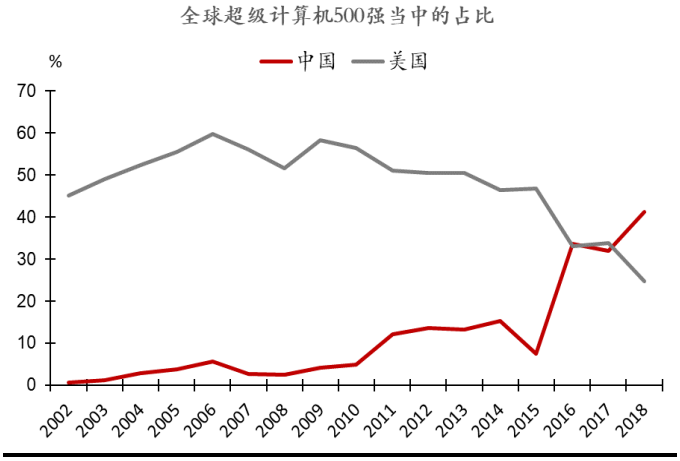
图 3：美国遏制中国——台湾问题减少、贸易调查力度加大



资料来源：美国政府、香港工业贸易署、招银国际证券

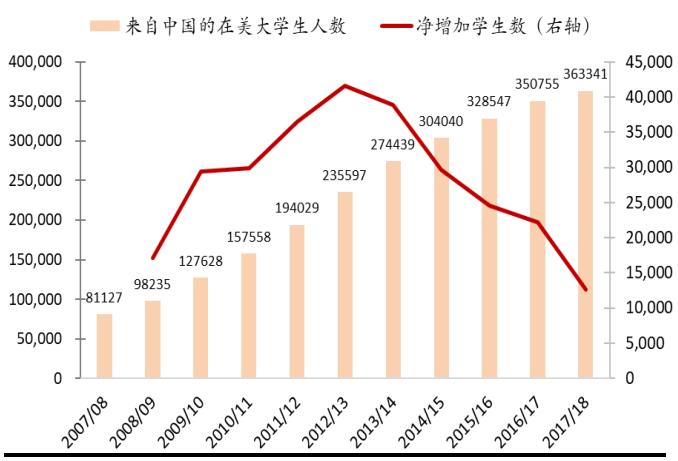
近年来，中国提高了核心技术领先地位，包括 5G，人工智能，超级计算机，机器人，半导体，飞机制造，高速铁路，新能源汽车，制药，海事和航空航天控制系统以及高科技材料等。美国仍处于技术领先地位，但中国正在迅速迎头赶上。美国已经或即将在许多领域失去头把交椅，包括 5G 和超级计算机。正因如此，技术密集型产业将是中美竞争的关键领域。

图 4：中国超级计算机 500 强数量超越美国



资料来源：Top 500、招银国际证券

图 5：新增赴美留学生人数回落，或将受到中美关系影响



资料来源：Statista、招银国际证券

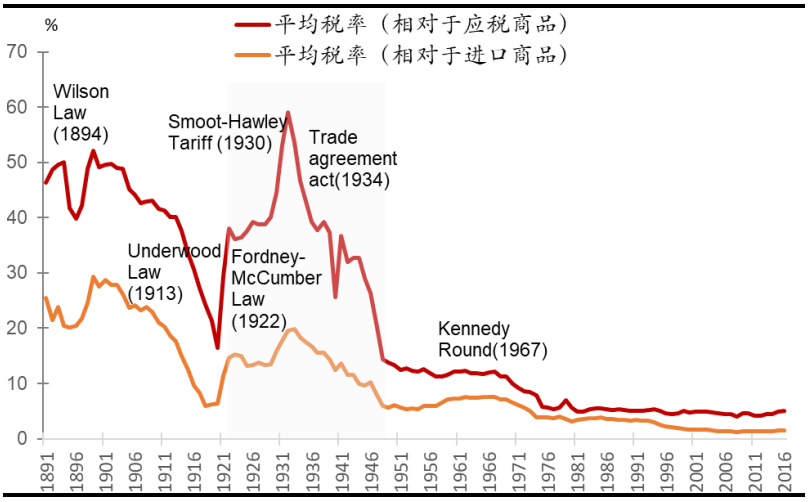
由于全面竞争正在展开，美国和中国将在未来几十年内就几乎每个重要领域展开争夺。在此背景下，中国科技巨头的艰难日子临近，中国在提升自身竞争力的进程中也将面临更多挑战。同时，许多双边交流与合作将受到负面影响。例如，由于担心可能无法获得签证，更多的中国留学生正在选择英国、加拿大和澳大利亚等非美大学；由于中美关系的不确定性，更多的美国公司正在考虑中国以外的其他市场和贸易伙伴。

斯姆特-霍利法案重现？美国应当以史为鉴

斯姆特-霍利法案（Smoot-Hawley）是当今美国保护主义的历史参照

特朗普的行动并非美国首次试图通过关税控制国际贸易的主动权。1930 年的斯姆特-霍利关税法案平均将进口关税提高了 40%至 48%，旨在支持遭受大萧条侵害的美国农民。在该法案获批之前，1000 多名著名经济学家签署了反对请愿书，警告高关税将引发的可怕后果；这与经济学家们如今的呼吁近乎一致。果然在法案最终生效后，关税上升提高了食品价格，并迫使其他国家以更高的关税进行报复，迫使全球贸易骤降 65%。“斯姆特-霍利关税法案”因此被指责为恶化大萧条、并间接导致了二战的错误决策。

图 6：美国平均关税水平的变化

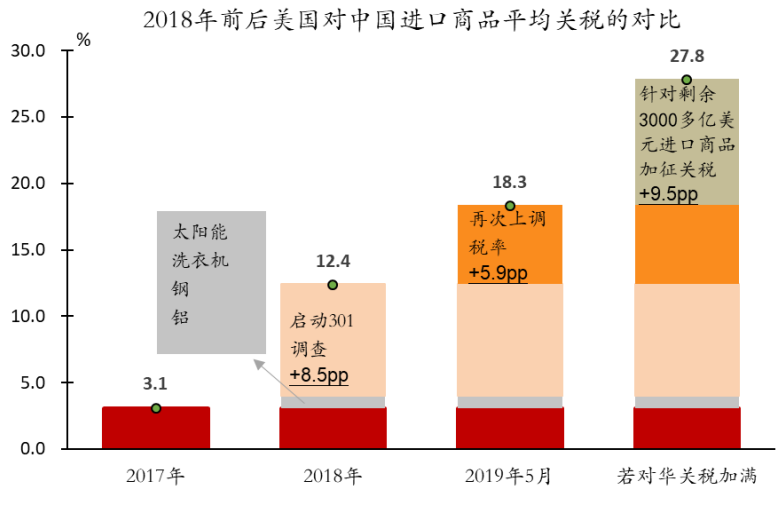


资料来源：美国国际贸易委员会、招银国际证券

针对中国商品的关税将达到历史极高水平

在特朗普对中国征收关税之前，针对中国商品的平均关税约为 3%。继 2018 年对 500 亿美元和 2000 亿美元中国商品征收额外关税，加上美国针对来自所有国家的太阳能、洗衣机、钢和铝提高关税，对中国的平均关税提升到 12.4%。最近对 2000 亿美元进口的关税行动进一步将税率提升至 18.3%。如果特朗普决定将其他从中国进口的产品全面纳入其关税上调名单，那么对中国的平均关税税率将高达 27.8%左右。这是一个难以想象的高关税水平，具有严重的潜在损害。

图 7：美国对华平均关税的变化



资料来源：美国政府、Brown (2019)、招银国际证券预测

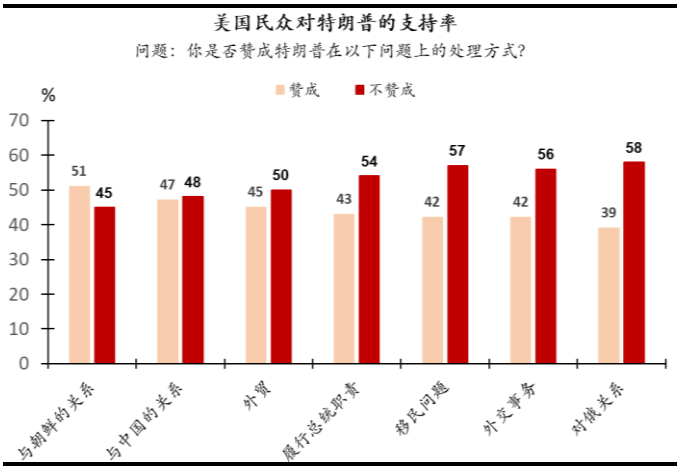
贸易战与 2020 年美国总统大选

特朗普计划以中国及贸易作为竞选连任的主要筹码

特朗普针对多国的贸易政策和强硬的对华政策，或成为他在明年总统选举中的重要政纲。特朗普大概率将于 2020 年对中国强硬到底，以兑现他在 2016 年的竞选承诺，打击他认为的“不公平贸易行为”。特朗普曾公开指斥其他候选人，例如他声称前总统拜登一旦当选，将继续让其他国家剥削美国。

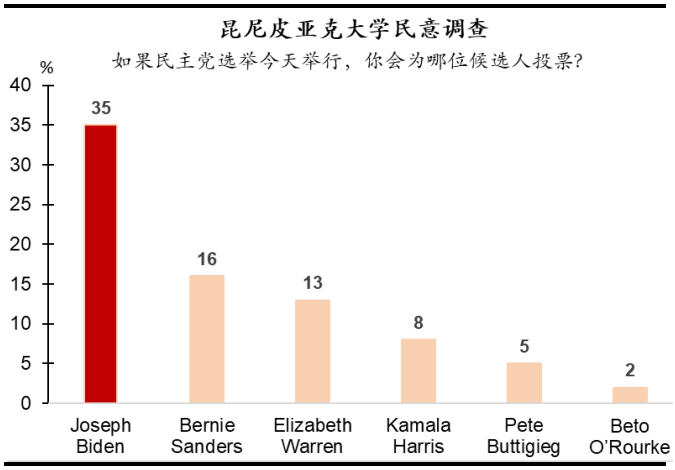
最近昆尼皮亚克大学民意调查显示，选民对特朗普的贸易政策并不买账。48%的美国选民认为特朗普的贸易政策对美国经济不利；44%的选民认为这些政策对他们的个人财务状况不利。盖洛普民意调查显示类近结果，50%选民不赞成特朗普的贸易政策。然而惟有当美国经济明年大幅放缓，特朗普才会被迫重新思考其贸易战策略，以避免国内政治风险显着上升。

图 8: 选民对特朗普的贸易议程并不买账



资料来源：盖洛普民意调查（2019 年 2 月）、招银国际证券

图 9: 前副总统拜登在民调中领先其他民主党候选人



资料来源：昆尼皮亚克大学民意调查（2019 年 5 月）、招银国际证券

特朗普对华政策获两党支持，无论其是否连任该趋势都不会改变

任何指望特朗普卸任、美国新任总统会改变美国对华强硬政策的期望都是不现实的。认为特朗普在 2020 年之前需要与中国达成贸易协议也可能是被误导的想法。不论民主党还是共和党的主要候选人都同意打压中国，他们只是指斥特朗普选择了不当的方式或未能有效地执行政策。倘若特朗普在 2020 年连任，中美纠纷大概率将会扩展和延续。假如特朗普在 2020 年总统大选中落败，中国或在美国新旧总统交接过渡期间得以稍为喘息，很快便需要重新学习与对华强硬的新任总统打交道 。

图 10: 2020 年美国总统大选时间表

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_12195