

第一阶段贸易谈判实锤落地，市场信心增强

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002
郑嘉伟（分析师）证书编号：S0280519040001 邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007
陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 中美贸易摩擦进程

中美宣布达成第一阶段协议，其中覆盖知识产权、技术转让、农产品等多方面内容。总体来看，中美贸易摩擦经过第一阶段磋商取得实质性积极成果，回顾中美贸易摩擦历程，可谓一波三折，展望未来，或许也非一帆风顺。贸易摩擦对资本市场的影响，不仅仅是短期冲击市场情绪，也会长期影响经济与预期，给金融市场运行带来高度不确定性，为应对中美贸易摩擦升级和战场转移，我国应做好充分准备。

● 中美达成第一阶段协议对经济与市场的影响

达成第一阶段协议对中国经济的影响：(1) 有利于“出口-制造业”链条修复。(2) 改善企业生产经营预期，有利于行业景气度触底回升。(3) 通过消费等渠道间接影响产出。(4) 缓解就业压力。(5) 满足人们消费需求。

对市场影响：(1) 人民币汇率重回基本面。自2018年以来，贸易摩擦一直是影响人民币汇率最关键的变量，这两年的汇率大幅贬值或升值基本对应贸易摩擦的升级与暂缓。第一阶段协议达成短期使人民币升值，长期走势还是要取决于基本面。(2) 对债市影响短期偏中性。(3) 对股市影响，若贸易摩擦不出现快速反复，短期提升风险偏好，中长期可能使企业盈利触底回升的高度好于预期。

同时，这有利于加快加深中美两国的经济、金融联系，两个的利益将更加一致。未来我国为进一步实现金融业高质量发展，我国将进一步推动金融高水平对外开放。一是稳步扩大资本项目可兑换，推动资本市场双向开放。二是推动汇率制度改革。三是完善金融基础设施。四是加强金融监管配套。

● 对于第二轮中美谈判，中国未来将怎么应对？

第二阶段是关系到知识产权保护、技术合作、国企竞争、2025中国制造、可核查机制等，这些涉及到中国的体制，加之2020年美国的经济依然不错，特朗普有资本继续与中国较劲。因此，预计第二轮中美贸易谈判可能比较艰难，我国应做好充分准备，增强经济金融韧性，弱化中美贸易谈判对国内经济的冲击，保障经济平稳运行。一是全面深化改革，扩大对外开放。只要我们自己加大对外开放，任何单个国家的贸易保护、技术封锁都起不到效果。只要我们内需能得到有效的释放，没有哪个国家不会惦记、也不会放弃这么一个庞大的市场。二是加大减税降费力度。为促进高技术产业的发展，未来将考虑向高技术产业和高技术人才实施税收优惠。三是依靠资本市场促进科技创新。要实现科技兴国，就需要大力发展高技术产业，这可以依靠资本市场。四是加快土地制度改革拉动内需。未来可以考虑低收入人群用土地资源与高收入人群做交换，这就需要加快土地制度改革进程。

● 风险提示：贸易摩擦加剧

相关报告

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

信贷、非标拖累社融增速回落——2019年5月份金融数据点评

2019-05-09

结构性货币政策再发力——央行定向降准点评

2019-05-06

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

同样的药方，不一样的味道——央行TMLF操作点评

2019-04-24

天量社融可持续存疑，短期债市承压——2019年一季度金融数据点评

2019-04-14

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 中美贸易摩擦进程.....	3
1.1、 美国为何要挑起贸易冲突?	3
1.2、 中美贸易摩擦以来双方都做了什么?	4
1.3、 贸易摩擦未来可能如何演化?	6
2、 中美达成第一阶段协议对经济与市场的影响.....	7
3、 对于第二轮中美谈判, 中国未来将怎么应对?	9

图表目录

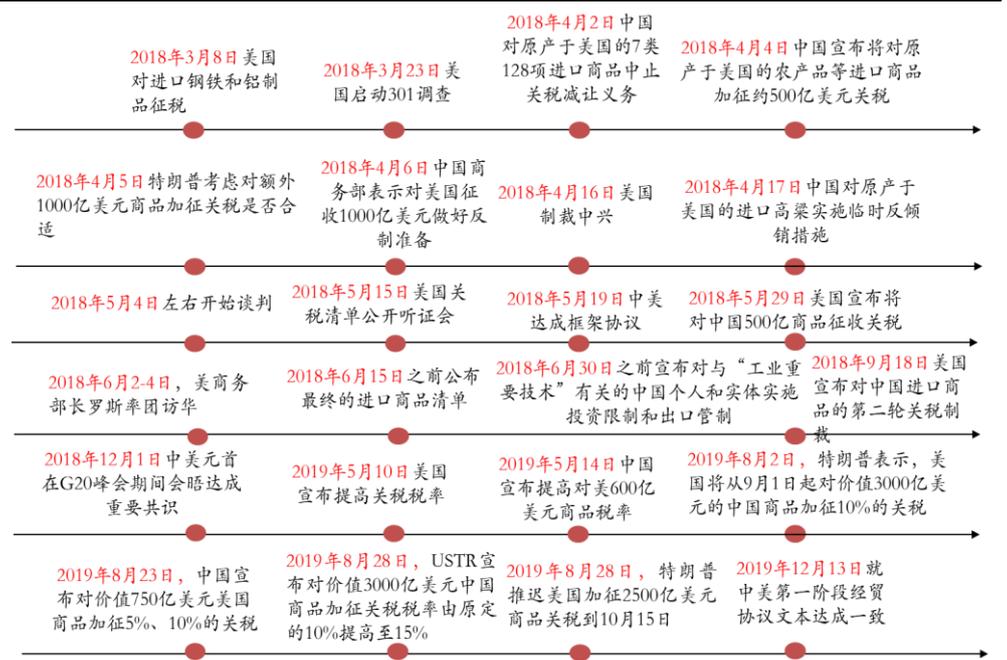
图 1: 贸易摩擦主要时间节点.....	3
图 2: 贸易摩擦影响出口	7
图 3: “出口-制造业”链条拖累经济增长	8
图 4: 名义增长与就业承压	8
图 5: 贸易摩擦影响市场情绪.....	9

事件：12月13日晚间，中方关于中美第一阶段经贸协议的声明对外发布。声明称，经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。

1、中美贸易摩擦进程

中美宣布达成第一阶段协议，其中覆盖知识产权、技术转让、农产品等多方面内容。总体来看，中美贸易摩擦经过第一阶段磋商取得实质性积极成果，回顾中美贸易摩擦历程，可谓一波三折，展望未来，或许也非一帆风顺。

图1：贸易摩擦主要时间节点



资料来源：商务部，USTR，新时代证券研究所

1.1、美国为何要挑起贸易冲突？

中美之间的贸易逆差，由于统计口径的差异，我们计算的是3750亿美元，特朗普总统称，他们统计有5040亿美元，占了美国8000多亿美元贸易赤字的一半多。目前，中国是美国大豆、飞机的第一大出口市场，是美国汽车、集成电路、棉花的第二大出口市场。中国对美国的出口中44%属于“三来一补”企业的出口，这些企业属于跨国公司，两头在外，只是在中国进行了中间环节的加工，假若这一部分剔除，那么中美之间的贸易逆差就没有想象的那么糟糕。

中美两国之间的贸易逆差根源是由于两国不同经济发展阶段和产业结构所产生的，美国居民提倡消费，淡化储蓄，因此投资消费的缺口只能通过进口商品来填补，中国及亚洲国家的居民提倡储蓄，勤俭节约，所以投资消费的富余只能通过出口来消化。以前美国进口日本和亚洲四小龙商品，形成了巨额的贸易逆差，通过一系列措施抑制了日本发展，但并没有改变美国巨额贸易赤字的问题。随着中国国际竞争力不断抬升，巨额的贸易赤字来源国变成了中国。美国贸易谈判的代表一直秉承“贸易余额理论”，与产生贸易失衡国家进行谈判，十几年前就对中国强力施压，觉得贸易失衡产生的原因是人民币被非市场化因素低估，2014年以来，由于中国外汇市场的不稳定，再施压人民币升值的理由已经变得不充分，所以这一次就抛出

中国国内保护导致了中美之间贸易失衡。每次中美贸易谈判，中方都会从国民经济分析框架的角度分析中美产生贸易赤字背后的原因，但这些都不足以改变美国巨额的贸易逆差。

美国国内经济结构不调整，怎么谈，怎么抑制中国的出口，也改变不了美国贸易赤字的困境，美国谈判代表对此应该也心知肚明。贸易逆差占美国 GDP 份额在 2005 年达到最高，百分之六点几。中国对美国的贸易逆差占美国 GDP 比重虽然一直在上升，但是最高也就到了 2% 左右。从针对的商品来看，也不是针对中国对美国出口的前十大主要商品，而是未来中国准备加大力度发展的产业。从美国角度来看，跟中国搞贸易冲突，抑制中国发展的政治动机大于经济动机。而且美国最近经济形势向好，解决逆差问题并没有很大的迫切性。

所以首先抛出的是对中国知识产权问题和技术转让规则的 301 调查。其背后的真实原因是想通过贸易赤字为由头抑制中国未来在高科技领域对美国的挑战。但这几年来中国技术领域迅速发展，与此同时，中国政府一直强调经济转型升级和技术创新，同时中国市场的规模效应，使得互联网、新经济在中国发展比较优势明显。但是这会影响到美国作为创新强国的全球领先地位。

1.2、中美贸易摩擦以来双方都做了什么？

所谓的“301”是指《1974 年贸易法》第 301 条，简称 301 条款，美国贸易代表办公室可以利用这个条款中的规定，对美国的贸易伙伴国家进行调查，基于 301 条款的调查，简称“301 调查”。这部贸易法是 1974 年出台的，当时并没有世界贸易组织，只能通过双边方式来解决国与国之间的贸易摩擦或争端。301 条款针对的就是贸易中一些不公平、不合理、有歧视性的法律、政策或者做法，美国可以利用这个条款发起调查，迫使贸易伙伴国家与其进行谈判。随着多边组织的兴起，这一条款经历了《1979 年贸易协定法》、《1984 年贸易与关税法》、《1988 年综合贸易与竞争法》等，体系逐步完善，《1988 年综合贸易与竞争法》更是将授权由总统转移至美国贸易代表。1995 年自从有了世界贸易组织，多数国家都承诺用多边解决机制来处理成员国之前的纠纷和贸易摩擦，美国也很少用这一调查，所以这一次美国启动这一调查，被认为是不太寻常，也不太符合当前国际贸易纠纷的解决机制，也引起了全球的关注。

历史上美国通过动用“301 调查”，大部分情况下还是能够达成他想要的结果，因为美国拥有较大的谈判筹码，能够利用这个调查，迫使他的贸易伙伴国修改法律或者做相应的调整。例如上个世纪 80 年代对日本，美国贸易代表总计向日本发起了 24 例 301 条款案件调查，程序大多以美国提出改善贸易失衡的诉求，几乎全部使日本政府做出让步和妥协，自愿限制出口、开放市场和提高对外直接投资等。日本先后签署了 1987 年日美半导体协议、1989 年美日结构性障碍协议，最后更是系统性的开放国内市场。通过 301 条款，美国成功地打开了日本的钢铁、电信、医药、半导体等市场。

301 条款分为一般 301、超级 301、特别 301 条款。去年 8 月，美国发起对中国的“301 调查”的全称是“301 调查”：中国有关技术转让、知识产权和创新法律、政策和做法。属于特别 301 条款。可以看出来美国这次针对的是中国知识产权问题和技术转让规则。目前为止，中美之间已经进行势均力敌的多轮较量。

第一回合

美国：2018 年 3 月 8 日，特朗普对进口钢铁和铝制品分别征收 25% 和 10% 的

关税

中国：2018年4月2日，中国对原产于美国的7类128项进口商品中止关税减让义务

第二回合

美国：2018年3月23日，特朗普签署备忘录，拟对中国进口约600亿美元商品大规模加征关税，并限制中国企业对美投资并购。4月3日，美国贸易代表办公室(USTR)公布基于对华“301调查”的征税建议，并予以60天的公示期。征税清单主要涉及领域有航空航天、信息和通信技术、机器人、医药和机械等行业

中国：2018年4月4日，中国宣布将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，涉及2017年中国自美国进口金额约500亿美元。

第三回合

美国：2018年4月5日，特朗普考虑依据“301调查”对从中国进口的额外1000亿美元商品加征关税是否合适

中国：2018年4月6日，外交部表示中方将奉陪到底 必定予以坚决回击。商务部表示，中方已经做好应对美国征收1000亿美元关税的充分准备，拟定十分具体的反制措施，将毫不犹豫、立刻进行大力度的反击

第四回合：中美双方开展首轮磋商，达成部分共识

2018年5月3-4日，中美双方在北京就经贸问题举行首轮磋商，在部分领域达成了一些共识。

第五回合：中美开展第二轮经贸磋商，并就框架问题达成协议

2018年5月15-18日，中美双方开展第二轮经贸磋商。

2018年5月20日，中美双方就框架问题达成协议。

2018年5月29日，美国宣布将对500亿美元自中国进口商品加征25%的关税。

2018年6月2-4日，美国商务部长罗斯率团访华。

第六回合：美国宣布对中国进口商品的第二轮关税制裁

2018年9月18日，美国政府决定对从中国进口的2000亿美元商品加征关税，自2018年9月24日起加征关税税率为10%，自2019年初加征关税税率将提高到25%。中方迅速反击，宣布对美国600亿美元商品征收10%或5%关税。

第七回合：中美元首会晤达成重要共识，中美贸易摩擦阶段性缓和

2018年12月1日，中美元首在G20峰会期间会晤达成重要共识，双方同意停止相互加征新的关税；中方愿意根据国内市场和人民的需要扩大进口，包括从美国购买适销对路的商品，逐步缓解贸易不平衡的问题。

第八回合：中美贸易摩擦再度升级

北京时间2019年5月10日中午，美国贸易代表办公室宣布将2000亿美元中国输美商品的惩罚性关税税率从10%上调至25%。中方同步发表声明，宣布不得不

采取必要反制措施。

中美第十一轮经贸高级别磋商于 2019 年 5 月 10 日结束，刘鹤表示谈判并没有破裂。2019 年 5 月 14 日，中方反制，对原产于美国约 600 亿美元进口商品提高加征关税税率。

第九回合

2019 年 6 月 30 日，日本 G20 峰会期间，中美两国元首一致同意推进以协调、合作、稳定为基调的中美关系，同意在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。中美第十二轮谈判依然难产。

第十回合

12 月 13 日，中方关于中美第一阶段经贸协议的声明对外发布。声明称，经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。

1.3、贸易摩擦未来可能如何演化？

从长远来看，贸易战不是零和博弈，长期的贸易战最终结果是两败俱伤，尽管一些本土受保护的行业和部分第三方国家可能受益，但两个强国之间的贸易摩擦如果愈演愈烈，全球的经济和资本市场都会受到影响，届时，没有真正的赢家。

反之，如果两国能够各退一步，达成协议，那么对双方都有益，美国可以享受到更多中国在金融业等领域对外开放，以及加强知识产权保护、规范市场秩序的好处，而中国也将加强知识产权保护，积极发展内需，进一步扩大开放和规范市场秩序，利用国外金融资本来发展实体经济，培养出有国际竞争力的产业和企业，这对中国经济的中长期发展未尝不是一件好事。另外，中国不缺高质量需求，但是缺乏高质量供给，中国居民也会因为对外开放，享受到更好产品和服务。这样，贸易战才能带来双赢。

未来中美关系的走势，将伴随“修昔底德陷阱”和“金德尔伯格陷阱”并存。尽管历史上新兴国家的崛起对原有全球霸主会形成挑战，从而会产生冲突，但核技术、导弹技术等现代武器发展，已不太可能出现通过战争来解决问题。与此同时，中国已经完全融入到全球国际分工体系之中，已经成全球第一大货物贸易国，未来只会进一步扩大开放，特别是金融领域的开放，全球经济已经完全是“你中有我，我中有你”，已经不太可能再回到贸易保护、闭关锁国的状态。我们预计中国政府在美国抛出一些措施之后，会提出一些反制措施，反制的目的就是为了双方能更好的坐下来谈。但需要尽量避免去激化双边之间的矛盾。但美国提出的是针对知识产权和技术转让的“301 调查”，出发点是想维系美国在高技术领域取得绝对优势的分工体系，而中国又在提倡创新发展的经济转型升级，关系到美国的核心发展利益，谈判肯定会很艰辛。但是必须清醒认识到，中美贸易摩擦是一场“持久战”，具有长期性、不确定性，即便在 2020 年美国大选之前，短期达成共识，绝不意味着中美争端将会消弭，后续依然还存在不断反复的可能，甚至酝酿着更高层次的“冲突”。历史经验表明，美国遏制对手的途径和领域是多元化、系统性的，不仅在贸易领域，甚至会波及到货币、资本和金融市场等领域，因此贸易摩擦对资本市场的影响，不仅仅是短期冲击市场情绪，也会长期影响经济与预期，给金融市场运行带来高度不确定性，甚至极端情况下，美国利用比较优势的金融体系对方货币和金融市场进行打击。因此，为应对中美贸易摩擦升级和战场转移，我国应做好充分准备。

2、中美达成第一阶段协议对经济与市场的影响

12月13日，中美宣布达成第一阶段协议，其中知识产权、技术转让、农业、金融服务、货币、扩大贸易和争端解决等多个方面，总体来看，中美贸易摩擦经过第一阶段磋商取得实质性积极成果，这意味着中美关系未来可能会改善，一是我国经济发展的外部不确定性大幅缓和；二是本次谈判在关税方面进展显著，美方将取消12月15日对我国商品加征15%的关税，同时9月初开征商品的加征关税税率由15%降至7.5%；三是双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。

达成第一阶段协议对中国经济的影响：

(1) 有利于“出口-制造业”链条修复。贸易摩擦对2018年中国经济影响不大，但对2019年外需以及出口企业预期产生很大负面影响，2019年以基建和地产为代表的建筑业表现良好，而“出口-制造业”链条对经济拖累很大。贸易摩擦不仅直接影响中国对美出口，也通过影响全球经济增长间接影响中国外需，出口增速大幅下滑至2019年1-11月的-0.3%，对美出口增速从2018年全年的11.3%下降至2019年1-11月的-12.5%，出口交货值增速转负，受外需回落影响，对出口敏感的制造业承压，制造业PMI在大多数月份处于收缩区间，制造业生产增速从2018年6.5%降至2019年1-11月5.9%，制造业投资增速从2018年的9.5%降至2019年1-11月的2.5%。第一阶段协议若能落实，将有利于“出口-制造业”链条修复。

(2) 改善企业生产经营预期，有利于行业景气度触底回升。看经济短期企稳的声音越来越多，但一个重要约束条件是贸易摩擦不显著恶化。当前很多行业景气度处于历史底部区域，达成第一阶段协议有利于改善企业生产经营预期，提升企业家信心，当未来需求回暖时，补库存的动机会更强。

(3) 出口通过消费等渠道间接影响产出。出口除了可以直接以及通过影响“出口-制造业”链条影响产出外，还可以通过增加出口部门居民的消费，间接影响产出。

(4) 缓解就业压力。名义经济增长承压，企业通过降薪裁员将压力转移到居民部门，就业压力增大，这是最近2年的缩影，达成第一阶段协议有利于缓解就业压力。

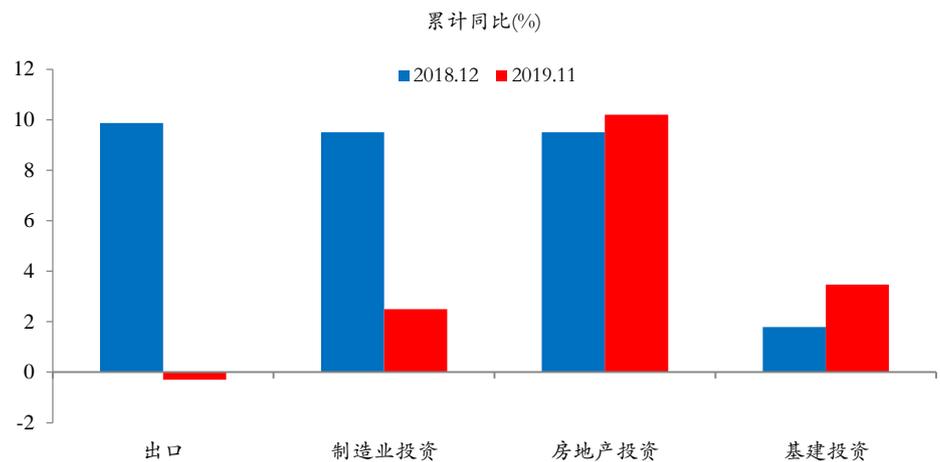
(5) 满足人们消费需求。一直以来，国内缺乏一些高质量产品供给，不能满足人们的消费升级需要。达成第一阶段协议，中国增加高质量产品进口，有利于满足人们消费需求，改善居民福利。

图2：贸易摩擦影响出口



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：“出口-制造业”链条拖累经济增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：名义增长与就业承压

— PMI:从业人员:6月移动平均 — 名义GDP增速(右轴)

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_8282



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>