

中美贸易谈判短期重现曲折，黎明前的黑暗更需要耐心

——中美贸易谈判系列报告（11）

刘畅

5月10日，美国正式宣布对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%上调至25%。随后，中国商务部表示中方对此深表遗憾，将不得不采取必要反制措施。5月11日刘鹤副总理在磋商结束后对媒体表示，中美双方的协议必须是平等、互利的，在重大原则问题上中方决不让步。基于此，我们预判未来谈判过程仍将充满挑战，中美贸易谈判过渡到“边打边谈”的阶段，但我们对最终结果仍然保持乐观，黎明前的黑暗更需要保持耐心，预计中美双方经贸团队将最晚在6月底前进行新一轮经贸磋商。粗略测算，在不考虑其他动态因素情况下，美国对2500亿美元商品加征25%关税或将总体拖累我国GDP增速放缓约0.41个百分点；我国或在一定程度上加大逆周期调节以及加快改革进程以应对美国加征关税等外部风险。资产价格方面，中美贸易谈判进展再次成为影响市场情绪的重要变量，中美贸易谈判前景的不确定性仍将在一定程度上压制市场风险偏好，但只是扰动并非趋势；市场情绪有所回落背景下，债券投资机会相对确定，短期内人民币汇率承受一定下行压力。

一、美国加征关税不利于中美双方，黎明前的黑暗更需要耐心

5月10日，美国正式宣布对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%上调至25%；针对5月10日前出口，6月1日前进入美国的2000亿清单产品，税率则仍是10%。随后中国商务部表示，中方对此深表遗憾，将不得不采取必要反制措施。北京时间5月11日，据新华社报道，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤副总理在磋商结束后对媒体表示，中方强烈反对美方加征关税的做法，这不利于中国，不利于美国，也不利于整个世界，中方将不得不采取必要反制措施。刘鹤强调，双方的协议必须是平等、互利的，在重大原则问题上中方决不让步。目前中美双方在很多方面达成了重要共识，但**中方三个核心关切问题必须得到解决**：一是取消全部加征关税。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。二是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。三是改善文本平衡性，任何国家都有自己的尊严，协议文本必须平衡，目前仍有一些关键问题需要讨论。

总体来看，虽然本次谈判最终未达成协议，而且我们预判未来谈判过程仍将充满挑战，中美贸易谈判过渡到“边打边谈”的阶段，但我们对最终结果仍然保持乐观，黎明前的黑暗更需要保持耐心。刘鹤副总理在谈判结束后表示谈判并没有破裂，对未来可以审慎乐观，谈判窗口的保留无疑给后续关税的取消预留了空间，而从美方的表态来看亦佐证了这一点，美国总统特朗普在谈判结束后发布最新的推特中称这次会面是坦诚和具有建设性的，表示已经加征的关税具备取消的可能性，取决于后续协商的结果。因此，第十一轮中美贸易谈判不是贸易谈判的终点，中美贸易谈判过渡到“边打边谈”的阶段。在关税上调后的二十四小时内，美国贸易代表办公室代表莱特希泽发表声明称，将于5月13日公布对额外3000

亿美元中国产品加征关税的详情。当前特朗普采取高强度的挤压战术，其原因在于一方面是需要 2020 年美国大选来临之际向选民证明自己，另一方面为最终协议能够争取到更多条件做铺垫，这也是谈判过程中的策略选择；特朗普的最终诉求仍是谋求连任，特朗普需要在大选之中拿出一份“成绩单”，而且关税落地后的持续影响将对美国和全球经济带来负面冲击，最终也将对选举产生不利影响，因此我们依然对最终达成协议持乐观看法。

二、未来中美贸易谈判演化进程预判

中方对于反制措施相对克制，但可能的反制措施或包括增加自美进口商品关税、暂停进口美国农产品等方面。5月10日，商务部新闻发言人就美方正式实施加征关税发表谈话，表示中方对此深表遗憾，将不得不采取必要反制措施。截至5月13日上午十时，反制措施的具体细节尚未公布，可见中国的态度是相对克制的。通过对中国可能的反制措施进行梳理，可能性较高的情形有三方面内容：一是增加自美进口商品关税。此前美国两次宣称对中国商品加征关税，中方均对同等份额的自美进口商品加征关税，预计此次中国将上调关税。二是暂停进口美国农产品。此前中国曾停止进口美国大豆，但在摩擦缓和期内恢复了进口美国大豆。三是除了减少对美农产品进口以外，作为反击，中方可能还将减少对农产品以外的商品的进口额。

中美双方经贸团队将最晚于6月底前进行新一轮经贸磋商，未来中美贸易谈判将和2020年美国大选形成交织。根据当前现有信息，中美元首会晤的下一个时间窗口是2019年6月27-28日在日本大阪举行的G20元首峰会，因此预计在日本大阪G20元首峰会举行之前中美双方将继续将就中美经贸问题进行磋商谈判。北京时间5月11日刘鹤副总理在接受新华社采访时表示，中美双方经贸团队商定将很快在北京见面，继续进行沟通，推动磋商。此外，特朗普对中国关税加码是对其2020年连任的高风险押注：2020年总统大选，拜登是民主党最有可能的候选人，拜登认为中国不是美国的对手，这一主张和特朗普及部分对华强硬的民主党人恰好相反；特朗普借中美贸易摩擦打击拜登，也不失为较好的大选策略，未来中美贸易谈判将和2020年美国大选形成交织。

三、美国对2000亿美元清单商品关税上调至25%的经济影响

（一）税率上调至25%，或总体拉低GDP增速约0.41个百分点

根据我部于《宏观经济跟踪第19期（贸易风险专刊）》中的测算，美国定向的高关税会侵蚀中国产品的出口竞争力。我们在表1中静态模拟了几种情况下对中国出口和GDP的影响，假设美国对中国2000亿和5056亿美元商品加征10%关税会分别造成9%和8%的进口替代，美国对中国500亿、2000亿、5056亿商品加征25%关税会分别造成20%、18%、14%的进口替代。利用回归方程对我国经济增长的出口弹性进行了简单测算，在其他条件保持不变的情况下，出口增速每变动1个百分点，将影响GDP增速变动0.2个百分点。综上，在美国对中国商品500亿美元和2000亿美元商品分别征收25%和10%关税的情况下，将拖累我国GDP增速放缓0.25个百分点；在对2500亿美元商品征收25%关税的情况下，将拖累我国GDP增速放缓0.41个百分点；在对中国所有进口商品征收25%关税的极端情况下，

将拖累我国 GDP 增速放缓 0.63 个百分点。参考央行货币政策委员会委员马骏对这个问题的研究，如果美国对中国 2000 亿美元出口产品加税加到 25%，对经济增长的实际影响是拖累 GDP 增长约 0.3-0.4 个点，与我部的测算结论较为相近。

表 1 不同关税水平对我国出口及 GDP 增速的影响

关税水平	10%			25%		
	对美出口	全部出口	对 GDP	对美出口	全部出口	对 GDP
对约 500 亿美元进口商品加征关税	-	-	-	-1.98%	-0.44%	-0.09%
对约 2000 亿美元进口商品加征关税	-3.56%	-0.80%	-0.16%	-7.12%	-1.59%	-0.32%
对中国所有进口商品加征关税（约 5056 亿美元）	-8.00%	-1.79%	-0.36%	-14.00%	-3.13%	-0.63%

资料来源：宏观与战略研究所测算

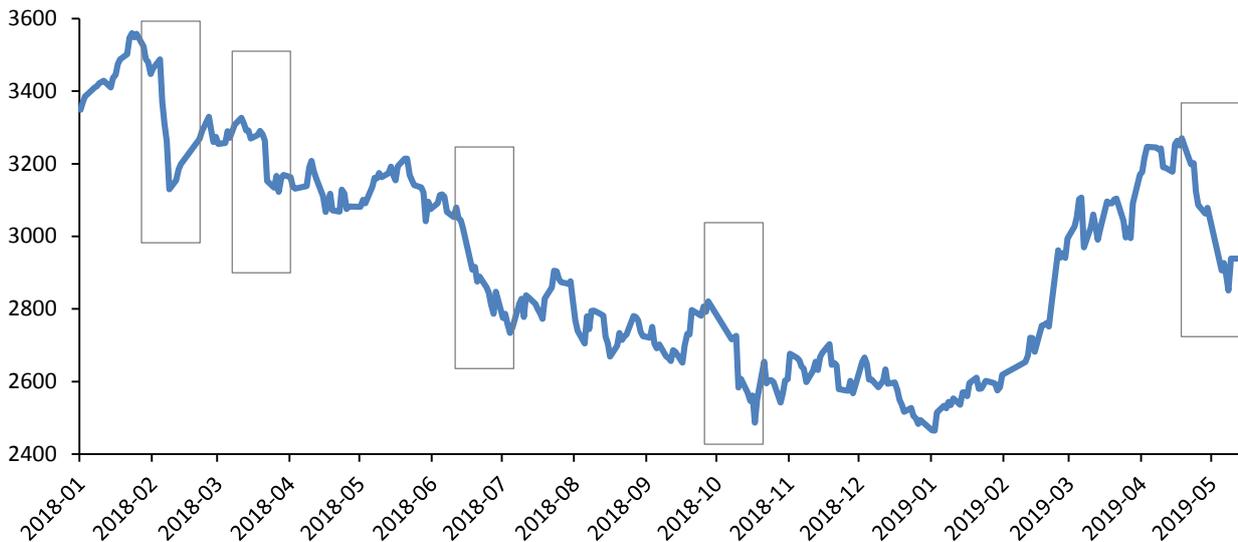
（二）我国或在一定程度上加大逆周期调节以及加快改革进程以应对美国加征关税等外部风险

贸易摩擦谈判短期重现曲折，为当前外部环境带来了较大不确定性，回顾 2018 年 3 月以来中美贸易谈判的历程，我国或将加强逆周期对冲力度以应对美国加征关税，政策重提“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”（简称为“六稳”）。2018 年 3 月 22 日，特朗普政府宣布对中国商品加征关税，中美贸易战正式打响。随后，2018 年 4 月 23 日，政治局会议第一次提出“六稳”的要求以来，这一措辞在 2018 年 7 月 31 日政治局会议、2018 年 10 月 31 日政治局会议、2018 年 12 月 13 日政治局会议、2018 年 12 月 21 日中央经济工作会议上都被提及，足见决策层通过逆周期调节对冲贸易摩擦影响的用心。但是在 2019 年 4 月 19 日分析经济工作的政治局会议上，“六稳”却没被提到，侧面反映了决策层对经济的信心和中美经贸关系向好的期望，市场也预期政府逆周期政策相对转弱。但就在 5 月 10 日，美国加征关税的当天，李克强总理在减税降费专题座谈会上再度强调因时因势更有针对性地实施宏观调控，抓紧落实政策红利，进一步稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，确保“六稳”，政策逆周期调节的力度在外部不确定性的影响下或将再度有所加强。此外，我们对今年金融供给侧改革、国企改革和对外开放的方向和节奏持有乐观看法。中国经济转型加速，改革也势必加快，我们预计二季度将有更多的国企混改落地，金融供给侧改革的步伐也会明显加快。同时，中国对外开放的大门势必越来越大。这无疑将提高中国未来经济增长潜力和生产效率。展望后续，对于当前贸易摩擦的到来，我们认为既是挑战也是机遇，政策加码与改革提速并驾齐驱的局面或将到来。

四、当前中美贸易摩擦对资产价格的影响

中美贸易谈判进展再次成为影响市场情绪的重要变量，但只是扰动并非趋势。回顾2018年上证综指从1月29日3587点高点到10月19日2449点低点，最大跌幅1138点，期间出现四次跳空缺口（图1），缺口合计601点，占跌幅近一半。其中两次与美股短期急跌有关，两次与中美贸易摩擦升级有关（见附表），中美贸易摩擦及中美关系是影响市场情绪的重要变量。美国时间2018年3月22日美国总统特朗普签署总统备忘录，将根据“301调查”对中国进口商品大规模征收关税，本轮中美贸易摩擦开始升级，此后3月23日上证综指单日跌-3.4%。美国时间6月15日美国政府发布了加征关税的商品清单，将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，此后6月20日上证综指单日跌-3.8%。2019年1月4日上证综指2440点以来市场抢跑进入牛市第一阶段，我们认为股市抢跑的逻辑或主要源自政策红利，2月22日中央政治局会议指出“金融是国家重要的核心竞争力”，并指出要“深化金融供给侧结构性改革”，政治局会议的定调预示着，我国将进入股权融资大时代，大的制度红利助推市场提前见底。但一个重要的国际环境是中美1月前后开启了一轮关键的高级别谈判，双方就主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商。经贸问题的缓和为A股年初以来上涨营造了良好的外围环境。5月5日美方称将从5月10日开始对中国部分商品加征关税并增加新的征税商品种类，当天上证综指下跌5.6%，这一跌幅已超过2018年四次跳空缺口，5月10日中午中国商务部表示，美方已将2000亿美元中国输美商品的关税从10%上调至25%。5月10日傍晚央行召开媒体吹风会，表示从过去这一年多的时间来看国际贸易摩擦更多的是对市场预期的影响。往后看，中美贸易谈判仍将是影响市场情绪的重要变量之一，中美贸易谈判前景的不确定性仍将在一定程度上压制市场风险偏好，但只是扰动并非趋势；此外，2000亿清单共涉及6031类商品，主要涉及化工、纺织、机电产品等，2000亿清单加征关税后，对于轻工、建材、钢铁、纺服等行业表现产生一定影响。但值得注意的是，随着当前我国经济的内生增长动力逐步累积叠加各项改革政策不断出台与落地，有利于中长期内A股估值的提升，同时在本次中美贸易谈判背景下，A股实现了较为充分的回调，下一轮趋势性上行行情或较前期市场预期的提前到来。

图 1 2018 年以来 A 股跳空缺口



资料来源：Wind、宏观与战略研究所

市场情绪有所回落背景下，债券投资机会相对确定。中美贸易谈判的不确定性压制风险偏好，关税提升后中美贸易顺差面临压缩的压力，双方都会承受一定的损失。如今第二批 2000 亿美元的商品的关税从 10% 上调到 25%，会进一步冲击产品的出口。可以预见，进一步加征关税后，中国对美国的商品出口增速会进一步下滑，中美顺差也将随之压缩。鉴于中美顺差占据整体顺差的 90% 以上，中美顺差的压缩将导致整体顺差规模的压缩，出口企业的利润将会受损。但对于美国而言，也并不意味着占据优势。如果人民币汇率出现较明显贬值，那么额外征收的关税，可能较大比例只能加到价格上，最终让美国的企业和居民承担。尤其是尚未征关税的 3000 亿美元这批产品，很多都是终端消费品，如果也要征关税，那么就会直接作用于美国的 CPI 和消费者。对于货币政策而言，外部不确定性增加的环境下，货币政策保驾护航的重要性将更加明确。预计未来一段时间，政策基调回到相对宽松的状态。债券市场也将受益于不确定的经济环境以及相对宽松的货币政策，债券收益率有望再度回到下行趋势。目前 5-6 月份仍是利率债供给的高峰阶段，因此利率的下行可能仍偏缓慢一些，但进入下半年，债券供给将开始逐步减少，债券收益率的下行或在一定程度上加速。

短期人民币汇率承受一定下行压力。结合过去贸易谈判的情况，在贸易谈判进展顺畅时，人民币汇率相对稳定或者走强，在贸易谈判曲折反复甚至陷入僵局时，人民币有所走弱或者贬值压力上升。固然这里面可能有谈判本身对于市场预期和行为的影响，但是人民币汇率随着贸易谈判的进程而出现波动似乎由来已久。就本轮而言，2018 年 5 月 3 日中美双方在北京谈判，在此之前美元指数大幅上升，人民币并未跟随贬值，6 月 15 日谈判遇到挫折，人民币迅速贬值；12 月 1 日中美设定 3 个月谈判时间，在此期间，美联储货币政策转向，人民币汇率跟随美元指数的下跌而升值，随后美元指数在高位保持稳定，人民币继续小幅升值，在近期特朗普宣布提高关税后，人民币显示出贬值的趋势（图 2）。总体来看，人民币汇率的变化是在美元指数的基础上，随着贸易谈判的节奏上下波动；由此判断，

在短期内人民币汇率承受一定的下行压力。

图 2 人民币汇率变化



资料来源：Wind、宏观与战略研究所

附表 中美贸易加征关税情况梳理

时间	相关事件	关税内容
2018/6/15	白宫对中美贸易发表声明，对 1102 种产品，总额 500 亿美元的商品征收 25% 的关税。	美对中：25% 关税，涉及商品规模 500 亿美元。
2018/6/16	中国国务院关税税则委员会决定，对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25% 的关税。	中对美：25% 关税，涉及商品规模 500 亿美元。
2018/7/6	美国对 340 亿美元的中国商品加征 25% 的进口关税。自北京时间 6 日 12: 01 实施。	美对中：25% 关税，涉及商品规模 340 亿美元。
2018/8/23	美国对 160 亿美元中国商品加征 25% 的关税。	美对中：25% 关税，涉及商品规模：160 亿美元。
2018/9/24	中方对原产于美国的 5207 个税目、约 600 亿美元商品加征 10% 或 5% 的关税反制措施正式实施。	中对美：加征税率 5%-10% 不等，涉及商品规模 600 亿美元。
2018/9/25	美国对 2000 亿美元的中国输美产品加征 10% 的关税措施正式生效。	美对中：加征税率 10%，涉及商品规模 2000 亿美元。
2018/12/2	中国商务部副部长王受文：美国政府对中国 2000 亿产品不提高关税，明年 1 月 1 日之后，仍然维持在 10% 的关税。对于现在仍然加征的 25% 的关税，中美双方朝着取消的方向，将加紧谈判，达成协议。	美对中：不再提关税，税率维持在 10%，涉及商品规模 2000 亿美元。
2019/3/31	国务院关税税则委员会发布关于对原产于美国的汽车及零部件继续暂停加征关税的公告。	中对美：暂停加征汽车关税
2019/5/10	美国对 2000 亿美元中国商品加征 25% 关税。	美对中：关税 10% 上调至 25%，涉及商品规模 2000 亿美元

资料来源：宏观与战略研究所整理

本报告由中国人保资产管理有限公司宏观与战略研究所制作，其中的观点未经公司领导层审阅，也不代表中国人保资产管理有限公司。报告中的基础信息来源于我们认为可靠的公开材料，但我们对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，不构成投资建议。中国人保资产管理有限公司及其宏观与战略研究所对任何主体使用本报告所引发的直接或间接损失概不负责。本报告版权为中国人保资产管理有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或应用。