

中美贸易战及其影响分析

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐 蕾

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2206 室

2018 年 08 月 01 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要：

- ◆ 2008 年全球金融危机以来，全球贸易摩擦不断，中美贸易争端作为此轮全球经济失衡的突出表现，深刻体现了全球经济结构的变化、中美两国经贸关系的结构变化、以及第四次工业革命的深远影响，有其长期性与必然性，是对中国长期、既定的渐进发展轨道的冲击。在当前的贸易规模下，贸易战引发的直接贸易损失是有限的，但贸易战反映的是全球经济增长方式的转变，是冲突之下的国家战略选择问题。
- ◆ 对中国而言，贸易战反映出来的问题早已存在，外贸依存度已下降到加入 WTO 之前的水平，制造业全面受挫，缺少新的增长动力、不健全的市场经济体系和有失偏颇的宏观经济政策是中国经济发展面临的更为严重的问题，如何提升国际竞争力，在国际经济秩序出现调整过程中获得更大的国际话语权，构建以全球价值链为指向的贸易治理新框架才是真正的挑战。

中美贸易战及其影响分析

一、中美贸易争端的演化路径与制裁内容

（一）演化路径

表 1 中美贸易战演化路径

序号	时间	事件
01	3月22日	特朗普签署总统备忘录，确认 301 结果
02	4月04日	美国贸易代表公布拟定征收额外关税的商品名单，中方提出同等强度的反制措施
03	5月03日	中美第一轮谈判，美国财长努钦率团访华，但美方提出不合理要求，谈判无果而终
04	5月15日	征税清单听证会召开
05	5月17日	副总理刘鹤访美，与美方发布联合声明，宣布就减少美国对华贸易赤字达成共识
06	5月29日	美国政府就发表声明表示，将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%的关税
07	6月02日	美国商务部长罗斯访华进行第三轮谈判，中方坚持已有的谈判成果需要建立在美国放弃征收关税的基础上，这使得谈判再次陷入僵局之中
08	6月15日	USTR 发布最终清单，其中 340 亿将在 7 月 6 日执行，中方随即公布反制措施，随即引来美方新一轮的威胁
09	7月11日	美国贸易代表办公室又发布了一份针对中国 2000 亿美元商品的加增关税计划

（二）中美制裁产品分布特征

1. 美方制裁关键核心

美方在制定关税清单时原则是，对于中国相关产业的影响尽可能大，对于国内消费者的影响尽可能小。因此，在最初的关税清单中，美国选择的 1333 项商品大多是对中国进口依赖度相对不高，主要集中在航空航天、信息和通信技术、机器人、工业机械、新材料、汽车等行业。这些产品在 2017 年的进口金额达到了 481 亿美元，其中 357 亿都集中在 HS 编码 84 以及 85 两个 2 位数目录下，其中最大的一类单项商品为彩色电视，金额达到近 40 亿美元。

在充分征集了公共意见，并召开听证会后，USTR 对于最终清单进行了一定调整，删去了 515 个小项产品。这些产品主要集中在部分电器产品，包括在此前名单中金额最大的以及空调零部件、打印机零部件等等，这部分产品已经并非当今世界前沿的科

技领域。除此之外，清单还剔除了部分药品、家具、铝制品等与美国消费者关系更紧密的商品。《美国 301 调查报告》主要是针对技术转让、产业政策、对外投资政策等问题进行调查，并明确指出“在目前的情况下，要求或有压力的技术转让大大削弱了美国技术（包括知识产权）的价值，从而扭曲了市场和妥协美国公司的全球竞争力。”无论立场如何，调查报告还是非常详实的，在这一点上，中国的商务部还有很多的工作要做。

表 2 贸易制裁清单情况

最终清单金额最高的 5 个单项	金额	剔除的金额最高的 5 个单项	金额	新增的金额最高的 5 个单项	金额
排量在 1500cc 至 3000cc 之间的乘用车	1527111275	大屏液晶彩电	3981444940	其他电气设备及装置	1516786999
其他电气设备及装置	1516786999	印刷及印刷用辅助机器的零件	1386264068	集成电路：处理器和控制器	1123467165
集成电路：处理器和控制器	1123467165	未包覆的铝合金后板	1129995657	钢铁：结构件以及零件	779154986
自动数据处理设备的硬盘驱动器	891851625	空调零部件	863335438	集成电路：存储器	757222842
液体泵零件	856761133	打印机零部件	720130992	集成电路：其他	711883670

本次最终清单新增的 284 项产品则更加集中在半导体、电子元器件上，包括集成电路处理器、控制器以及存储器等等。此外在大类方面还新增了塑料、玻璃等化工材料方面的产品。需要指出的是，美国进口的电子元器件有很大一部分作为美国公司的中间品投入，因此征税的行为也会在一定程度上影响美国企业的竞争力。

2. 中方反制关键核心

中方对于美方反制措施中，最初的反制关税清单是以对于美国出口的影响最大化为原则，选择的 106 个单项品类主要都是美国对于中国出口金额大、依赖度高的领域，包括农产品、汽车、航空器等等，并将中国对于美国进口最多的两个单品——大豆以及飞机包含在内，这一力度也是超出了市场的预期。

而在 6 月 16 日国务院关税税则委员会新的反制措施决定对 659 项自美国进口的商品加征 25% 的关税，其中 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施，对其余商品加征关税的实施时间另行公布。新的关税清单将航空器从征税名单中移除，但加入了大量水产品、乳制品、蔬菜水果、谷物等农产品，并把农产品与汽车作为首批 340 亿征税名单中的主要内容，而把化工品、医疗设备、能源产品等关税措施推迟实施。鉴于美国农业、汽车团体在国会有较大的游说力量，而美国中西部的农业州以及铁锈带主要的汽车产地又是特朗普支持者的主要所在地，对于特朗普在 2016 年总统选举中获胜发挥了关键作用，因此把农产品以及汽车作为主要的报复对象，也是出于增加对于特朗普关税措施的政治压力的考虑。

而双方目前列出的制裁名单，中国之所以制裁美国农产品，因为这是美国出口到中国的主要产品，而美国没有制裁服装，鞋帽，普通的机电产品，而是直接对工业机器人、新一代信息技术、新能源汽车、航空产品、高铁装备等领域。很显然，中国针

对的是美国现在主要出口产品，而美国针对的是未来对美国制造业能够形成巨大威胁的行业，战略性更强。

3. 美方拟新增增税项目

在中方的反制措施出炉后，特朗普再度指示 USTR 确定价值 2000 亿美元的中国商品，一旦中方坚持现有政策，便会对这些产品额外征收 10% 的关税。这一数额已经超过了中国对于美国全部进口的商品总额。但即便如此，中国方面仍然保持了强硬态度，商务部表示一旦 2000 亿美元的关税措施落地，中方将采取数量型与质量型相结合的综合措施进行反制。尽管没有详细说明，但这很有可能针对美国在华企业的商业利益进行一定的威胁。因此，中美双方的贸易争端仍然处于双方保持高压，相互试探底线的阶段。

表 3 美对华加征关税产品清单

	HS 分类	出口金额(亿美元)	出口美国金额(亿美元)	依存度
第一轮征税商品 (明确打击中美之间存在交叠和竞争的商品,且在第二轮中全部追加征税)	85 章 电机、电气、音像设备及其零附件	5,985.57	1,068.94	17.86%
	84 章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件	3,836.05	916.45	23.89%
	87 章 车辆及其零附件,但铁道车辆除外	672.73	151.17	22.47%
	88 章 航空器、航天器及其零件	36.69	12.60	34.35%
	90 章 光学、照相、医疗等设备及其零附件	705.48	96.73	13.71%
	27 章 矿物燃料、矿物油及其蒸馏产品;沥青物	353.48	12.59	3.56%
	39 章 塑料及其制品	700.22	153.18	21.88%
	38 章 杂项化学产品	161.82	11.22	6.93%
	76 章 铝及其制品	225.85	37.42	16.57%
	40 章 橡胶及其制品	206.55	32.18	15.58%
	73 章 钢铁制品	567.24	102.04	17.99%
	28 章 无机化学品;贵金属等的化合物	150.01	12.39	8.26%
	34 章 洗涤剂、润滑剂、人造蜡、塑型膏等	35.40	3.47	9.81%
	70 章 玻璃及其制品	156.94	27.03	17.22%
	86 章 铁道车辆;轨道装置;信号设备	109.46	31.86	29.10%
	89 章 船舶及浮动结构体	229.04	1.20	0.53%
第二轮主要征税商品(分布范围广,且不乏美国对中国进口依赖度高的商品)	94 章 家具;寝具、褥垫、弹簧床垫、软坐垫;未	890.39	291.91	32.78%
	29 章 有机化学品	497.53	74.49	14.97%
	42 章 皮革制品;旅行箱包;动物肠线制品	288.69	67.50	23.38%
	44 章 木及木制品;木炭	136.43	36.49	26.75%
	71 章 天然或养殖珍珠、贵金属及制品;仿首饰;	179.83	35.87	19.95%
	82 章 贱金属工具、器具、利口器、餐匙、餐叉	150.09	35.50	23.65%
	83 章 贱金属杂项制品	172.72	35.01	20.27%
	48 章 纸及纸板;纸浆、纸或纸板制品	179.93	28.73	15.97%
	69 章 陶瓷产品	192.41	27.76	14.43%
	67 章 已加工羽毛、羽绒及其制品;人造花;人发	59.11	22.79	38.55%
	68 章 石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材	108.75	18.59	17.09%
	03 章 鱼、甲壳动物、软体动物及其它水生无脊	132.54	16.96	12.80%
	16 章 肉、鱼、甲壳动物、软体动物及其他水生	90.25	14.03	15.54%
	33 章 精油及香膏;芳香料制品及化妆盥洗品	48.31	12.78	26.45%
	65 章 帽类及其零件	43.52	12.07	27.74%
	20 章 蔬菜、水果、坚果或植物其他部分的制品	76.94	10.89	14.15%
07 章 食用蔬菜、根及块茎	111.67	7.70	6.89%	

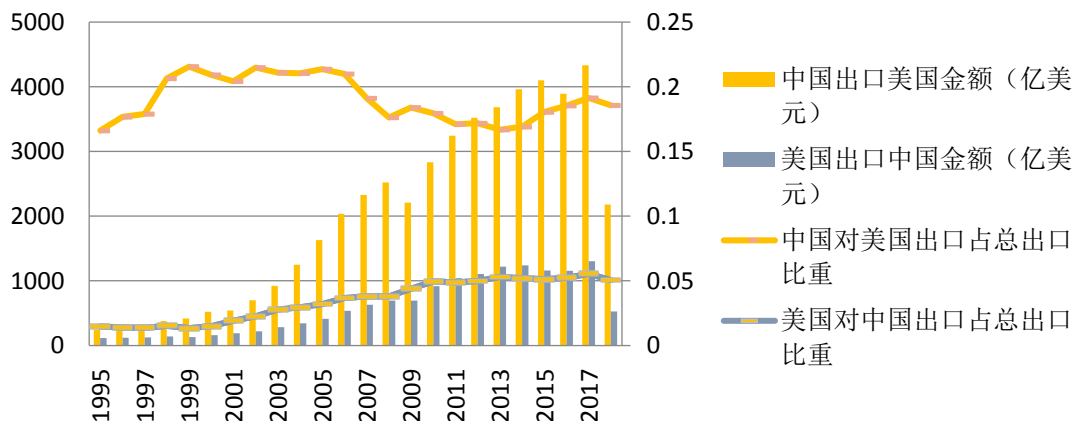
尚未征税商品 (高互补性产品, 对美国出口量大)	56章 絮胎、毡呢及无纺织物;线绳索缆及其制品	50.67	6.77	13.37%
	54章 化学纤维长丝	179.63	6.59	3.67%
	60章 针织物及钩编织物	164.13	6.36	3.88%
	59章 浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物;工业用	73.90	6.31	8.54%
	72章 钢铁	429.81	5.98	1.39%
	57章 地毯及纺织材料的其他铺地制品	27.03	5.91	21.85%
	95章 玩具、游戏品、运动用品及其零件、附件	546.28	186.09	34.06%
	61章 针织或钩编的服装及衣着附件	718.53	160.02	22.27%
	62章 非针织或非钩编的服装及衣着附件	734.45	140.57	19.14%
	64章 鞋靴、护腿和类似品及其零件	481.64	119.79	24.87%
	98章 特殊交易品及未分类商品	52.84	13.24	25.05%
	49章 书籍、报纸、印刷图画及其他印刷品;手稿、	36.30	12.59	34.67%
	30章 药品	73.71	12.57	17.05%
	66章 雨伞、阳伞、手杖、坐登式手杖、鞭子及	26.22	4.98	19.01%
	92章 乐器及其零件、附件	15.48	4.78	30.90%
	13章 虫胶;树胶、树脂及其他植物液、汁	13.49	2.43	17.99%
	09章 咖啡、茶、马黛茶及调味香料	29.31	2.27	7.74%
	93章 武器、弹药及其零件、附件	1.33	0.82	61.80%
	06章 活植物;茎、根;插花、簇叶	3.39	0.43	12.77%
	18章 可及可可制品	3.76	0.34	8.99%
	01章 活动物	5.62	0.27	4.83%

数据来源: wind , 兴泰金融研究所

二、贸易战直接影响

(一) 中美贸易结构特征

在货物贸易方面,中美是相互依存的,而且中国对美国的依存度,要远远大于美国对中国市场依存度。从出口来看,根据wind数据库,2017年中国总出口金额为2.2万亿美元,其中出口到美国的金额为4331亿美元,中国对美国的出口占中国总出口的比例接近20%;2017年美国商品出口金额为1.5万亿美元,其中出口到中国的仅为1303亿美元,美国对中国的出口占美国总出口的比例只有8%。所以从依存度的角度来看,中国更依赖于美国。

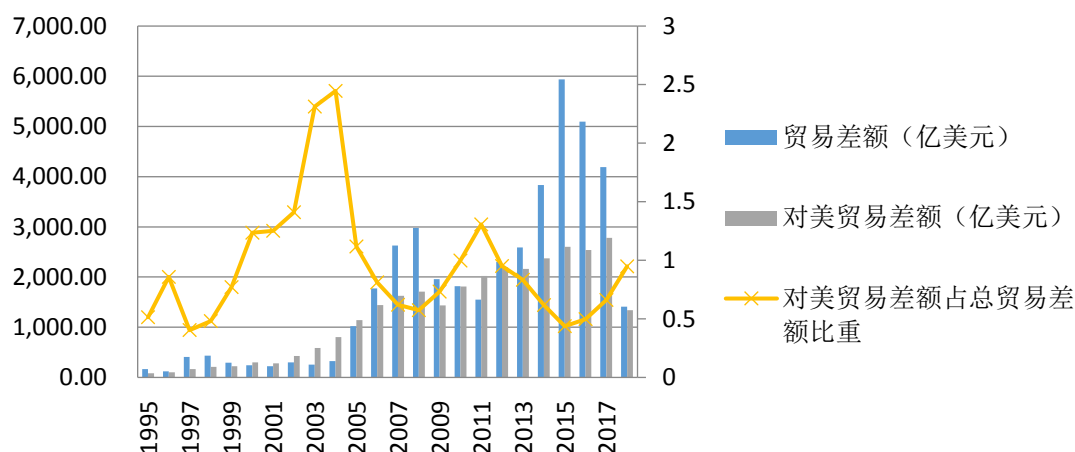


数据来源: wind , 兴泰金融研究所

注: 2018年为前5月数据

图1 中美贸易依存度比较

由中国海关统计，2017年中国对美国贸易顺差有2780亿美元，占中国总顺差的66%，说明美国是中国顺差最主要的贡献者。如果按照美国的统计口径计算，美国对中国的逆差是接近4000亿美元，这两者差距的产生是中国和美国一直在争论的问题。差距一方面是因为出口统计的是离岸价，不包括运费等其他费用，而进口统计的是到岸价，因此会出现差异；另一方面是因为中国和亚洲国家、地区，特别是香港、新加坡等存在很多转口贸易。美国认为中国跟亚洲国家进行转口贸易产生的顺差非常大，这导致中国贸易顺差被严重低估。



数据来源：wind，兴泰金融研究所

注：2018年为前6月数据

图2 中美贸易差额占中国总贸易差额比重

从商品分类的角度来看，按照海关的HS编码的98个行业中，中国有27个行业对美国市场的依存度超过20%，最高达到62%，但是美国只有8个行业对中国市场的依存度在20%以上。而且这27个行业的出口额，占到了中国总出口额的一半以上。此外，市场依存度达到10%以上的行业，中国有55个行业，美国仅有20个行业。所以，中国对美国的市場依存度非常高，但是相对来说美国对中国的市場依存度并没有很高。从这一点上分析，打贸易战对中国的直接影响是比较大的。

(二) 直接贸易损失

两国贸易战对行业出口的影响非常不同。就中国而言，受损失最大的五个行业是76章 铝及其制品；84章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件；85章 电机、电气、音像设备及其零附件；87章 车辆及其零附件，但铁道车辆除外；90章 光学、照相、医疗等设备及零附件核反应堆、锅炉、机械器具及零件；电机、电气、音像设备及其零附件；光学、照相、医疗等设备及零附件（HS两位代码分别为76、84、85、87和90），这五大行业对美国出口的依存度占比，分别是16.57%、23.89%、17.86%和13.71%，依存度较高。这些行业出口占中国总出口的比重是50.5%，进口比重为44%，说明有非常强的产业内的贸易特征，竞争比较激烈。

表 4 贸易战受损行业出口情况

	出口额(亿美元)	对美出口额(亿美元)	对美依存度
76 章 铝及其制品	225.85	37.42	16.57%
84 章 核反应堆、锅炉、机械器具及零件	3,836.05	916.45	23.89%
85 章 电机、电气、音像设备及其零附件	5,985.57	1,068.94	17.86%
87 章 车辆及其零附件,但铁道车辆除外	672.73	151.17	22.47%
90 章 光学、照相、医疗等设备及零附件	705.48	96.73	13.71%

数据来源: wind, 兴泰金融研究所

由于中国对美国市场的依存度高于美国对中国市场的依存度,因此中国对美出口损失绝对值略微大于美国对华出口的损失。根据不同机构的测算,按照 500 亿美元 25% 的税率,据估算中国对美国的出口约下降 22%,减少约 110 亿美元,而美国对中国出口减少约 90 亿美元。2017 年中国和美国商品出口总额分别为 2.2 万亿美元和 1.5 万亿美元,因此贸易战对中国和美国总出口的影响只有 0.5% 和 0.6%,所以对两国的总出口影响不大。由于 2017 年中国对美出口高达 4130 亿美元,而美国对中国的出口只有 1304 亿美元,因此贸易战将导致中国对美出口下降约为 3%,而美国对中国出口将下降 7%。2017 年 GDP 按支出法核算,最终消费支出、资本形成总额及货物和服务净出口分别为 43.5 万亿元、36.06 万亿元及 1.59 万亿元,以目前中美贸易规模,考虑到对制造业投资和出口从业人员消费的乘数效应后,将影响中国 GDP 增速 0.08-0.1 个百分点左右,但如果特朗普继续对价值 2000 亿美元的中国产品征收 10% 的关税,那么这对中国 GDP 的“直接影响”就会增加到 0.3 个百分点。目前所有的专业机构,对中美贸易战对中国经济影响的预测,基本都认为,即使在中国出口美国商品被全部征收关税的情况下,对两国的经济增速的影响最坏也在 1% 之内。

(三) 分类影响

1. 从贸易类型看,在中国对美国的出口中,一般贸易和加工贸易承受的损失分别占 49% 和 44%。由于美国针对中国的产品大部分是制造业里的中间品,以两头在外的加工贸易为主,原材料和上游中间品都是从国外进口,产成品销往世界各地,所以加

工贸易里中国本土的增加值要显著低于一般贸易。美国对这些产品征收高关税，部分成本将由参与到加工贸易里的上游其他国家承担，从价值链的角度来讲中国的出口损失可能比面上的数字要低不少。

2. 从企业所有权属性分类来看，外商独资企业、合资企业、（中国）私有企业、国有和集体企业分别承受的损失是 43%、14%、34%和 9%。外商独资企业和合资企业的损失加起来超过一半，主要原因是在高端制造业中外商比例比较高的缘故。根据商务部统计，截至 2015 年对华直接投资主要来源地包括香港、英属维尔京群岛、日本、新加坡、美国、韩国和台湾，因此美国的高关税政策也会对在华生产的其他国家包括美资跨国企业造成损失。

3. 从区域分布来看，中国可能受损严重的省份都在东部沿海区域。广东、江苏、上海、浙江、山东、福建分别承担的中国对美出口损失比例为 23%、21%、13%、12%、7%和 5%。这些省份出口依赖度高，受贸易战影响会比较大。

（四）对美直接影响

对美国而言，受损失最大的五大行业是以大豆为代表的植物果实和饲料、车辆及其零件、塑料制品、铝制品和谷物（HS 两位代码分别为 12、87、39、76 和 10），分别占对美出口总损失的 34%、30%、9%、5%和 5%。跟中国受损的主要是工业中间品不同，美国受损的主要是农业和汽车行业。由于农产品主要是最终消费品，价值链短，因此美国农场主将被特朗普发起的贸易战重创。比如以大豆为代表的植物果实和饲料行业，2017 年美国对中国的出口约为 130 亿美元，贸易战如果真的打响，该行业美国对中国出口将下降 24%。类似的，出口到中国的谷物、棉花、肉、水果也将分别下降 33%、24%、25%和 15%。而美国的烟草及烟草代用品的制品几乎会完全失去中国这个市场。

三、贸易战长期影响

美国 301 调查制裁对象并没有瞄准中国传统具有比较优势的产业，如纺织和家具，反而把枪口对准了中国相对高端的制造业，这些行业中相当一部分对美国的出口并不多，因此特朗普想通过贸易战来降低中美之间的贸易不平衡是不现实的，但其制裁具

有显著的战略性和竞争性，他们瞄准的是中国未来的竞争力，相对短期直接的影响，长期影响可能更值得关注。

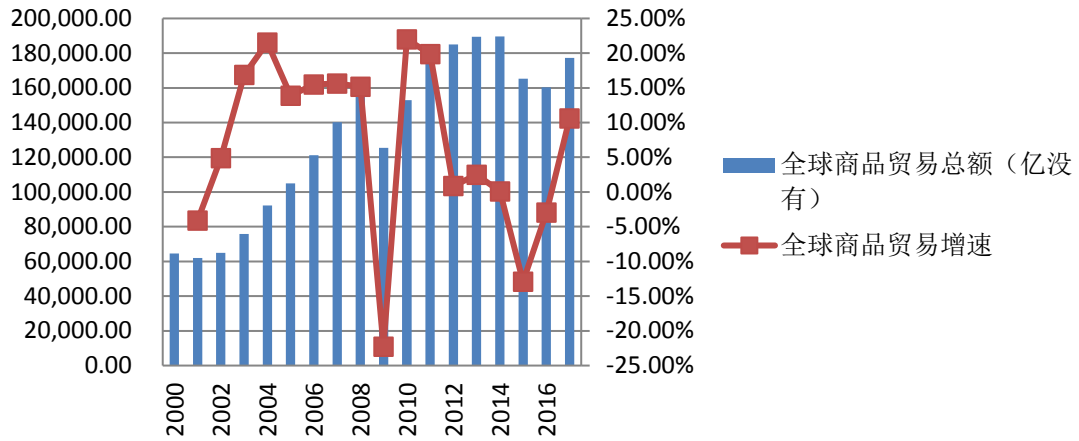
（一）贸易战的长期性

中美贸易冲突长期性存在的原因主要体现在两个方面，其一，中美贸易不平衡是一个长期存在的问题，这是由目前全球分工格局造成的，分工格局不变，贸易失衡问题是无法通过两国国内的政策调整消除的，更不可能通过中国单方面的努力解决贸易失衡问题。自 2005 年开始，中国已经为消除中美贸易失衡进行了各种尝试，但效果并不明显。其二，中美双方在努力调整的贸易失衡的方向可能使两国的产业结构趋同，例如我国制造业发展与美国重整制造业的措施，很可能使两国在高端制造业形成竞争态势，这是美国对中国崛起产生焦虑的主要原因。因此，这也造成了在新的形势下中美贸易冲突不能再沿用中国政府的“大单”采购手段来缓解，而美国对中国的利益诉求，涉及中国政府无法妥协、让步的底线，这都预示着中美贸易摩擦会日趋严峻。

无论是从经济利益还是从意识形态的角度来看，这次贸易摩擦和贸易冲突充分反映和体现出了美国的战略调整具有遏制中国的一面，甚至在遏制中国的过程当中，除了战略层面，经济层面也体现出了美国不同利益集团的利益是趋于一致的。从 301 调查报告来看，很显然贸易不是主要问题，核心是技术、服务业和先进制造业。中国在解决贸易冲突的过程当中实际上已经做出了很大努力，包括“习特庄园会”以及特朗普访华，这两次重大的中美高层接触过程当中都对中美贸易关系进行了协调，但至少从目前的态势来看，这两次协调的结果是不能令双方满意的。而最严峻的在于，此次中美贸易冲突在现行的国际秩序范围和框架下无法进行协调，也就是说，现有国际秩序已经落后，而新的国际秩序没有建立起来，现有的 WTO 和 IMF 协调制度和框架是没法解决当前中美贸易冲突和摩擦的。

（二）对全球贸易结构的影响

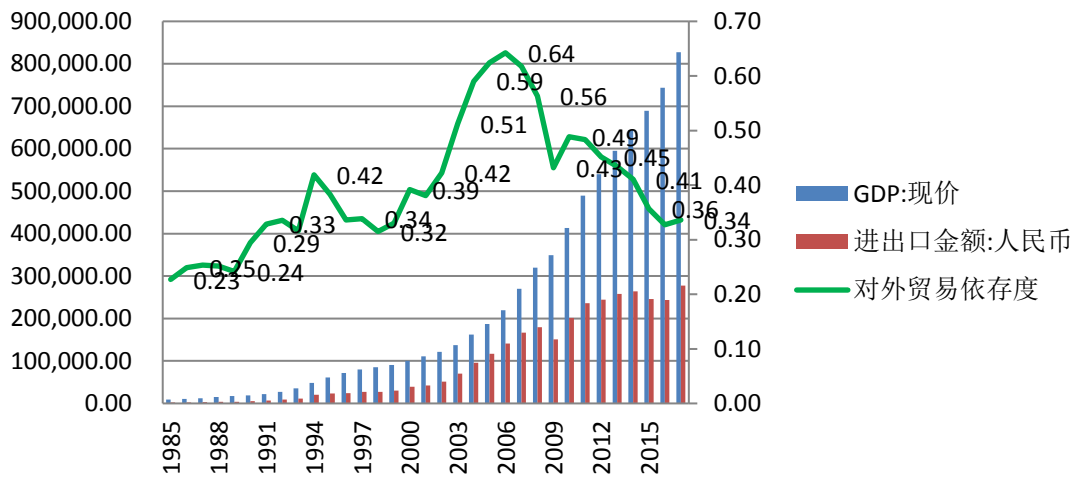
事实上，金融危机以来，全球贸易的争端一直在不断上升。在 2009、2010 年的恢复性上涨后，全球贸易增速出现了明显的减缓趋势，按总出口计算，2015 年的全球贸易出现了降幅达 139% 的负增长，其严重程度仅次于 2008 年的全球金融危机。



数据来源：wind，兴泰金融研究所

图3 全球贸易增速

而中国自2001年加入世贸组织以来，经历了对外贸易快速发展的阶段，对外贸易依存度最高达到2006年的64%，但随着外部市场的萎缩和全球经济结构的变化，外贸对经济的推动作用也在不断地下降，对外贸易依存度已经下降到加入WTO前的阶段，出口对经济的贡献率逐渐减小，同时也造成国内经济发展增速的下滑。



数据来源：wind，兴泰金融研究所

图4 1985-2017 中国对外贸易依存度

可以说，自2008年全球金融危机以来，全球经济的发展与治理格局已发生了根本性、结构性的演变，并且演变趋势呈现加速状态，中美贸易战是这一趋势性变化中的必然事件，贸易战所反映出来的并不是新问题，而是早已存在的问题。事实上美国不仅针对中国展开贸易制裁，早在6月份，欧美、美加、美墨贸易战就已开始，只是规模小于中美贸易战。而在直接使用关税进行贸易制裁之前，非关税壁垒是屡见不鲜，

仅 2017 年中国就遭遇 21 个国家的反倾销调查。这说明旧的贸易秩序在瓦解，特别是以 WTO 为基础的全球多边贸易体系受到挑战。

二战后，美国成为世界上实力最强的国家，成为世界的核心，也是主要的进口国，而主要顺差国由 20 世纪 70 年代初的以德国为代表的欧洲战后复兴国家，转变为 80 年代中期以日本为代表的东亚新兴市场经济国家，再到 90 年代中期以后，包括中国在内的新兴经济体，始终是以美国为核心的“中心-外围”模式，而美元也由于全球货币地位，虽然有大量的逆差，但始终保持着强势。当全球化发展到今天，“中心-外围”模式在逐渐瓦解，过去“高速增长、美国核心、中国驱动”的格局正在迅速被打破，并走向碎片化，如何构建新的贸易格局是中国亟待解决的问题。

（三）关键技术领域的竞争

对中国经济产生重大影响的是关键技术领域的竞争，中国不能再走过去粗放式发展的老路，用资源消耗和污染换取经济利益，贸易战最大的影响将是阻碍关键技术领域的突破。在受影响最大的产品领域，中国并不具备与美国竞争的实力，如中国目前是全球最大的半导体与集成电路消费市场，但 90% 以上产品都是依靠进口，每年进口金额超过 2000 亿美元，诸多核心集成电路如服务器 MPU、个人电脑 MPU、FPGA、DSP 等领域，都无法实现芯片自给。此次中兴事件，正是由于中兴在高端光通信芯片、路由器芯片等方面依赖博通等供应商，以至于一旦被美国制裁就面临破产风险。但关键技术领域的能力培养不是一朝一夕能够完成的，在技术领域的全面封锁将严重阻碍经济的转型升级，这相对于贸易战直接损失而言影响更为深远，全球供应链的重新调整，也将使得中国的技术升级会更加困难。

四、贸易战对市场价格的影响

（一）汇率影响

自贸易战以来，人民币持续贬值，美元走强。美元走强有基本面的支持，随着美联储加息，特朗普扩张性的财政政策和税收改革的刺激下经济上行，加上欧洲经济发展不及预期，推动美元走强，贸易战进一步加强了人民币贬值的预期，在多种因素共同作用下助推了人民币兑美元汇率的下跌。

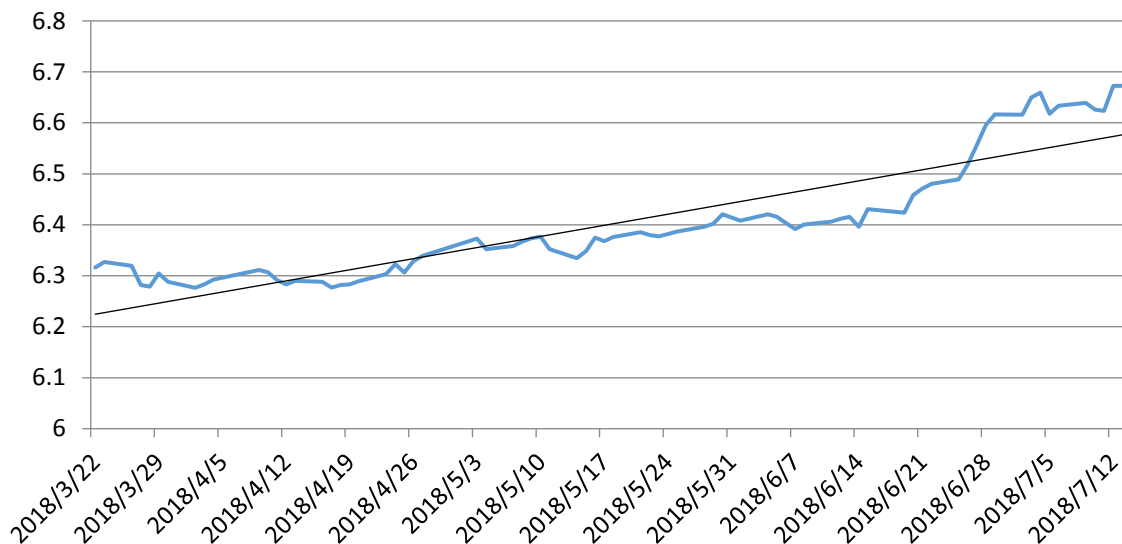


图5 贸易战以来人民币汇率走势

总体而言，低估的汇率有利于一国的出口。在此之前，由于受到美国方面的压力，中国一直采取稳定人民币汇率的政策，而现如今中美贸易战已经导致双方剑拔弩张，美国对于人民币汇率的态度不再成为汇率政策的主要考虑因素。相反，动用人民币汇率作为武器，增加谈判的筹码也是一项策略。过去两年，除美元和人民币外，几乎所有的货币都大幅贬值，并且正在不断贬值中，这里面包括世界最主要的几个货币，如日元、欧元、卢布等，如果人民币参考一篮子货币，则人民币的贬值幅度将大大低于对美元的幅度，实现承诺的对一篮子货币汇率相对稳定，同时实现人民币对美元的“竞争性贬值”。

人民币贬值能够在一定程度上抵消由于征税导致的价格上涨，从这点上贸易战的直接损失可能更小。另外，人民币汇率的贬值对于化解国内宏观金融风险也可以起到作用。一方面，汇率的贬值可以释放房地产泡沫风险。人民币贬值后，以美元计价的房产价格将下降，放在国际范围内房产价格将趋向合理。另一方面，汇率如果采取快速贬值的方式，将抑制外汇储备流失。短期快速贬值，一步到位的方式，会使得外逃资金无法兑现，减轻外汇储备压力。可以预见的是，只要中美贸易战持续升级，人民币汇率贬值的趋势就会持续。

（二）资产价格影响

资产价格反映的是预期的变化，而贸易战对资本市场预期层面的影响不容忽视。股市方面，人民币汇率下跌，从比价上看是利好股市的，因为境外股票的价格经过汇率折算股价就更高了，相反，境内的股票价格则相应变低。但如果市场形成人民币汇率继续下跌的预期，则人们就会增加美元资产，减少人民币资产，由此可能导致股市的抛压。此外，触发人民币汇率下跌的因素是贸易战，而贸易战对中国的宏观经济会产生负面作用，进而对上市公司的业绩带来不利影响，尤其是对出口型上市公司带来严重不利影响，甚至进口型上市公司也会因为进口关税的提高导致进口成本增加，引发业绩下降。综合而言，贸易战对股市是较大的利空因素。不过最近的股市大跌已经在一定程度上消化吸收了贸易战因素，目前中国股市的各项指标已经与历史大底相近，如果继续大跌，假定上证指数跌破 2700 点，这反而是为投资者提供了绝佳的投资机会。

（三）商品价格影响

当两国的便宜商品无法顺利向对方出口时，不管是转而寻求其他国家的较贵商品，还是承担高关税增加的成本，都可能会推升两国的物价水平。在农产品进口方面对美国实施反制，可能对国内通胀预期产生间接传导。在这次贸易战中，中国通过对美国大豆等农产品提高关税来实施报复，进口大豆价格上涨，有可能会从饲料成本角度，对国内猪肉价格和通胀预期产生一定的上行冲击。但贸易战可能对钢铁等上游工业品的需求带来负面预期，因而可能同时产生上游价格回落、而下游价格上涨(受农产品等影响)的预期，因而对整体通胀中枢影响不大。

五、贸易战的应对策略

（一）注重长期影响

贸易战所反映出来的问题早已存在，“冰冻三尺非一日之寒”，虽然短期内贸易战影响并不十分显著，但并不是问题的开始，低端制造业、劳动密集型行业本身面临成本上升、结构转型的压力，技术进步、产业升级被遏制，新的竞争优势没有培育起来，贸易战进一步恶化外部市场环境，多边贸易体制受到严重挑战，经济全球化和国际贸易都将在艰难中前行。在行业影响上，进口替代行业会获得一定的发展利好，如农业、汽车行业；传统的加工制造行业受到的影响最大，尤其是电子元器件加工行业，

需进一步加大对制造业的扶持力度，促进中国制造业转型与升级，尤其是不断提升先进制造、智能制造和工业互联网等领域国际竞争力，调整出口结构，进一步开拓其他海外市场，当全球经济逐步走出危机之时，确保中国企业有足够的竞争力参与到国际市场中。

（二）坚定开放

从历史演进的角度来看，国际贸易政策始终围绕自由贸易和保护贸易两种基本类型交替演变。上一轮的贸易自由化在金融危机发生时遇到了巨大的挑战，从贸易保护主义抬头到如今的发生在两个大国间的贸易战，全球化受到巨大挑战。然而贸易战之下必定没有赢家，全球化趋势是不可逆的，在反击的同时需进一步加大开放。事实上中国承诺更大程度地开放国内市场，正是积极消除中美贸易逆差的有效措施，但若以美国为核心的贸易秩序难以为继，中国在建立新的国际贸易秩序和对外开放问题上还需要更加努力，如继续推进东盟 10+1 的自贸区建设，推进贸易便利化，做实“一带一路”。

（三）加速转型

当前中美贸易还是以互补性为主，竞争性的贸易相对还较少，这也是当前贸易战影响有限的重要原因，此次中美贸易战的主要矛盾是随着中国经济的快速增长和制造业的不断提升，中国与美国面临越来越激烈的产业内贸易竞争，解决问题的关键在于要认识到中国的出口企业仍处于全球贸易价值链的中间位置，其竞争力相对美国而言还存在较大差距，因此，应该以更平稳快速的经济增长来进一步提升中国出口企业（尤其是制造业出口企业）的国际竞争力，进而提高其应对国际贸易风险的能力。

另外，此次贸易战美国的战略意图非常明显，就是要抑制中国技术的发展，事实上中国还没有达到当年日本和美国发生贸易战时日本的发展程度，在首批制裁的清单中，有一百多项中国对美国出口是零，高精尖技术行业的出口也是十分有限的，因此直接影响并不大，或者说中国根本不具备竞争能力。贸易战真正有威胁的是对战略性行业的精准打击和发展遏制，警惕中国还未完成转型就已被限制，应加大对相关竞争产业的扶持力度，特别是与经济转型有关的产业，比如芯片、半导体、计算机、人工智能、环保、飞机、生物制药、医疗器械、军工零部件、新能源等领域。

（四）提升内需

对比中国和美国当前人均消费支出占人均可支配收入的比重可以发现，当前我国城镇居民人均消费性支出占人均可支配收入的比重为 67%，远远低于美国 93%的水平。可以说，拉动居民消费支出是未来寻找经济新增长点的最大潜力和宝藏。消费升级配合供给侧结构性改革来实现供给需求的匹配，在传统周期性行业，供给侧结构性改革更多强调去产能，但在消费领域还更需要通过更多样化的产品满足消费需求，促进经济由过去的房地产与基建投资拉动的模式转向以消费作为主要贡献力量，同时还要抑制居民部门杠杆率水平的无序扩张，加强对房地产市场的管控。

（五）及时关注宏观政策变化

当前宏观环境较为复杂，政策变动较大，对经营投资造成一定的难度，财政部和央行的互相指责反映出宏观政策空间有限，既要控制风险，又要保证经济的良性增长在短期内是十分困难的。下半年中国经济还存在较大的风险点，贸易战存在较大的不确定性，进一步发酵将引起大面积的连锁反应，投资增速和消费都存在着一一定的下行压力，经济缺乏内生增长动力。在经济下行时期更要注重对宏观政策的把握，目前来看，财政政策、货币政策相较于上半年将进行微调，适度宽松以保持经济的平稳增长，因此基建投资等固定资产投资有望企稳，优质城投平台项目风险下降，同时可积极配合财政部门，利用财政政策手段缓解小微企业融资难题。

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业观察、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。