

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 010-56793961
联系人 chengqiang@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：探索中前行的房产税》2018.03
- 2 《宏观：崛起中的粤港澳大湾区》2018.01
- 3 《宏观：物价剪刀差推动利润向下游传导》2018.01

中美贸易战是雷声大、雨点小

W型走势的中美贸易

我们认为：中美未来关系将呈现W走势

崛起中的大国与在位大国，两者在博弈过程中不可避免会出现摩擦和冲突，尤其在中国对美国发起挑战的关头。总体上，我们认为中美未来关系很可能是W走势，也就是曲折中前行，2017年中美百日计划早期收获时，我们就判断，不能对中美关系持过于乐观的态度，未来出现问题也不能太悲观。目前，虽然美国对中国不断挑衅，但我们认为这更多是美国总统特朗普基于共和党连任的诉求所致，贸易战损人不利己，结果很可能是雷声大、雨点小。

中美经济体量差距缩小，摩擦冲突加剧

中美是世界上最大的两个经济体，2016年中美两国GDP占全球比重近40%，商品贸易总量占全球超两成。近年来，中国在经济实力和综合国力上正在不断追赶美国，与此同时，中美两国间摩擦与冲突总体而言正在加剧。我们认为，特朗普对中国这样持续崛起中的大国的整体态度，是在某种程度上怀有敌意的。近期中美大国博弈的力度有所上升，在贸易领域尤为明显。

中美贸易关系互补大于竞争

中美互相为彼此最主要的贸易伙伴。从贸易依赖度看，近年来美国对中美贸易依存度总体呈上升趋势，中国对美贸易依存度呈下降趋势。从产品类别看，中国出口品以附加值较低的中间品和产成品为主，进口品以资源品和附加值较高的产成品为主；美国出口品以附加值较高的产品为主。总体来看，中美贸易互补大于竞争，贸易结构上各自具有比较优势，相互补充。

中美各有杀手锏，大规模贸易战爆发可能性低

我们认为，中美之间都有软肋和杀手锏，彼此拥有“金融核按钮”。中国难以承受油价上行引起的快速输入性通胀，通胀超预期上行可能引发央行加息进而戳破房地产泡沫；美国难以承受中国抛售美债导致的无风险利率的快速上行与金融市场崩盘。鉴于中美贸易关系和利益格局相织交互，同时各自握有制约对方的杀手锏，美国发动全面贸易战较可能是杀敌一千，自损八百。考虑到全面贸易战的严重后果、国际社会压力与美国国内利益集团博弈，我们认为爆发大规模贸易战的可能性较低。

若打贸易战会出现两败俱伤，不打更利好于中国

我们认为，贸易战若开打，双方都有各自的制裁与反制裁措施。中国主要受出口影响拖累经济，同时美国对中国的油价制裁是面临的重要风险点。但美国同样受到中国多方面制约，首先中国进口商品价格上涨会影响国内消费水平，对美国主要出口商品的关税制裁也会使得美国生产者利益受损，进而对特朗普政府造成压力，另外中国持有的大量美债是对其金融市场的威胁。中国目前仍处于中高速发展并持续调结构的阶段，不打贸易战更有利于中国继续前进。

若爆发贸易战，其结果可能是“雷声大雨点小”

我们认为，如果中美爆发贸易战，则触发贸易战的主体大概率是美国；但是鉴于特朗普是一个“雷声大雨点小”的决策者，贸易战规模和程度可能不会十分严重。总体而言，特朗普税改、医改、基建、金融监管放松等相关政策的实施都不彻底或者不达其初始宣称效果。分析中美贸易争端的驱动因素，特朗普政府受制于美国国内的政治因素尤其明显，讨好其铁锈州的支持者，希望通过对华强硬赢得中期选举，并通过这些经济政策为民调加分。

风险提示：全球保护主义进一步抬头影响资本市场风险偏好，美国国内政治诉求过强而贸易摩擦程度加剧，美国为了维系霸主地位坚决打贸易战。

正文目录

随着中美经济体量差距缩小，两国关系摩擦冲突加剧	4
中美贸易关系互补大于竞争	7
中美各自握有制约对方的杀手锏	9
美国杀手锏在于油价，高油价或导致输入型通胀，触发加息戳破地产泡沫	9
中国能源结构较为依赖原油，且原油进口依存度较高	9
油价超预期上行或致我国输入型通胀，进而引发央行连续加息等货币政策收紧9	
连续加息将冲击资产价格，最需谨防连续加息对房地产市场的冲击	10
美国对油价影响力较强，可能通过政治手段触发油价上涨点	11
我国杀手锏在于国债，抛售美债将引发利率上行与金融动荡	11
美债的长短端利率比较平，可能成为美股风险的触发因素	12
中国掌握着可能引爆美股风险的杀手锏	13
在双方均握有杀手锏的情况下，爆发大规模贸易战的可能性较低	14
打贸易战两败俱伤，不打更利好于中国	15
贸易依赖度上，中国依然大于美国	15
若打贸易战，中国进出口下滑进而影响经济，另外油价是一个制约因素	15
开打贸易战，美国国内物价上升和国外抛售美债是主要威胁	16
不打贸易战，对中美都有利，中国受益更大	16
若爆发贸易战，其结果可能是“雷声大雨点小”	18
美国国内政治因素造成特朗普政府对华强硬	18
冲突实质还是源于崛起中大国与在位大国的博弈，美国精英界感受到中国的压力	18
贸易战激化以后的结果也是特朗普不愿意接受的	18
未来中美关系呈现 W 型走势	19
风险提示：	21

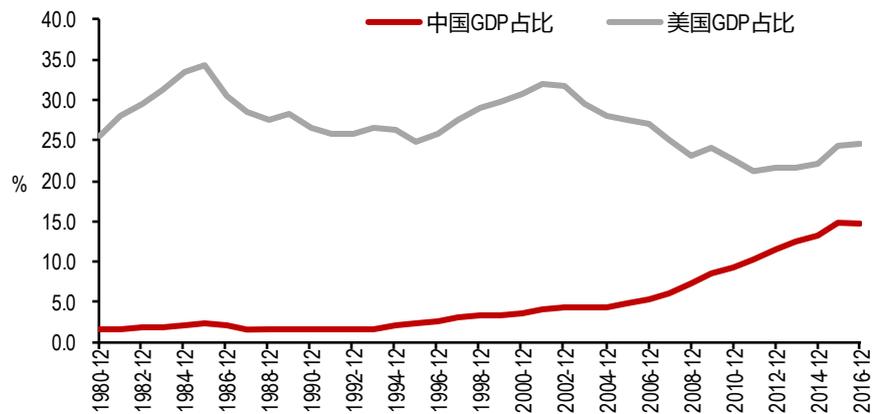
图表目录

图表 1: 中国 GDP 占比进入新世纪以来迅速上升, 与美国差距缩小.....	4
图表 2: 2016 年世界前 18 大经济体 GDP	4
图表 3: 2016 年前 8 大经济体 GDP 占比全球比例.....	5
图表 4: 中美贸易摩擦加剧: 美方行动.....	6
图表 5: 中美贸易摩擦加剧: 中方行动.....	6
图表 6: 美国是中国的第一大出口国	7
图表 7: 美国是中国的第二大进口国	7
图表 8: 中国是美国的第一大出口国	7
图表 9: 中国是美国的第一大进口国	7
图表 10: 近年来中国对美国贸易依存度	8
图表 11: 近年来美国对中国贸易依存度.....	8
图表 12: 中美贸易主要商品 (按金额计算比例)	8
图表 13: 我国原油供给对外依存度 (原油总进口/总消费量)	9
图表 14: 中国能源使用占比: 原油的消费量维持基本稳定.....	9
图表 15: 在 2007 年和 2010-11 年, 我国均采取了加息操作以应对上行过快的通胀... ..	10
图表 16: 对此前三轮通胀周期期间, 我国央行货币政策操作的回顾	10
图表 17: 连续加息对我国房地产的潜在冲击过大.....	11
图表 18: 美国历史上长短端利率比较平之后都是大危机.....	12
图表 19: 近期美债短端利率上行快于长端利率, 长短端利差继续收窄.....	13
图表 20: 海外和国际投资者在美国国债持有者中占比近 40%	13
图表 21: 中国持有近 1.2 万亿美元美国国债.....	13
图表 22: 近年来中国贸易依存度, 2000-2017	15
图表 23: 近年来美国贸易依存度, 2000-2016	15
图表 24: 消费、投资、净出口对 GDP 贡献率	15
图表 25: GDP 支出法三项支出占比.....	15
图表 26: 中美进出口主要商品.....	16
图表 27: 中美 GDP 增速比较.....	17
图表 28: 中美贸易战的大账: 四种情景假设.....	17
图表 29: 特朗普上任以来中美贸易关系历程图	19
图表 30: 2018 年以来中美贸易摩擦	20

随着中美经济体量差距缩小，两国关系摩擦冲突加剧

目前中美是世界上最大的两个经济体，且中国在经济实力和综合国力上正在不断追赶美国。就 GDP 总量全球占比而言，2016 年美国占 24.6%，中国占 14.8%，而排名第三的日本仅占 6.5%，与中美差距较大。从历史比较上看，中国 GDP 占比进入新世纪以来迅速上升，与美国的差距由 2000 年相差 27 个百分点至 2016 年仅相距约 10 个百分点。中国经济规模去年已经达到美国经济总量的三分之二左右，按照目前的速度，保守计算可能在未来 15 年内超过美国。就国际贸易而言，中美两国商品贸易总量占全球超两成，且中美两国在全球总额中占比已经不相上下。根据 2016 年 WTO 统计数据，全球商品贸易总额为 32.2 万亿美元，其中中国商品贸易占比约 11.4%，美国商品贸易占比约 11.5%。在经济领域，除了国际贸易以外，“一带一路”、人民币国际化进程的不断推进也给美国带来了危机感。

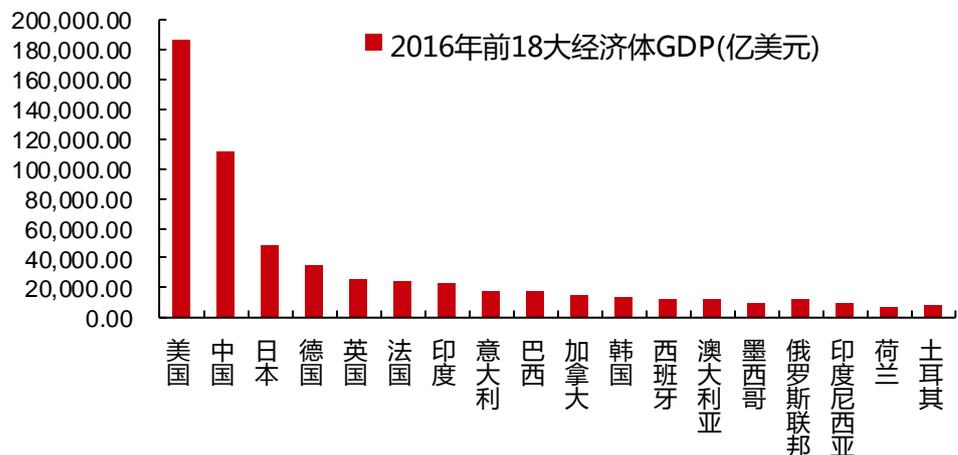
图表 1：中国 GDP 占比进入新世纪以来迅速上升，与美国差距缩小



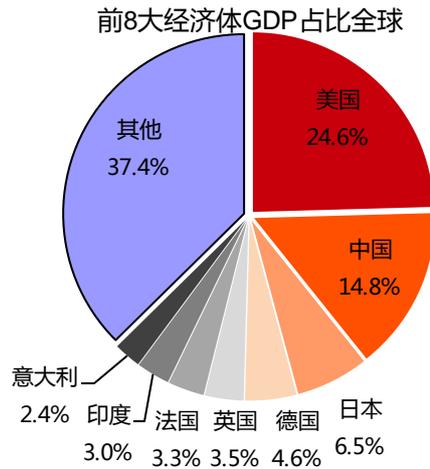
资料来源：Wind，华泰证券研究所

伴随着中国经济实力、国际地位和国际影响力不断提升，美国对中国的重视与警惕也在不断加强，尤其是美国精英阶层可能会对中国的综合国力和影响力抬升产生越来越多的忌惮。我们认为，在中美之间差距缩小的过程中，两国关系总体表现为摩擦与冲突的加剧。无论我们分析我国春秋战国时期的连横合纵，还是分析二战以后美苏之间的冷战博弈，在老二逐渐对老大位置形成挑战的时候，均可能表现为矛盾冲突的增加。自特朗普就任美国总统以来，我们认为中美大国博弈的力度有所上升，对华政策在美国外交战略当中的重要性进一步加强。我们认为，特朗普的对外、尤其是对中国这样持续崛起中的大国的整体态度，是在某种程度上怀有敌意的。

图表 2：2016 年世界前 18 大经济体 GDP



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 2016年前8大经济体GDP占比全球比例


资料来源：Wind，华泰证券研究所

在国际贸易方面，特朗普大力宣扬“美国优先”论，贸易保护主义势力抬头，并且矛头直指中国。2017年8月，美国正式对中国发起“301调查”——一项单边贸易报复措施。2017年11月，美国政府向WTO提交法律申请以反对中国自动获得市场经济地位，首次正式公开表明立场拒绝承认中国的市场经济地位。2018年1月，特朗普在国情咨文演说中将中国和俄罗斯定性为“挑战美国国家利益、经济和价值的竞争对手”；另外，特朗普在贸易和移民政策上依旧坚持“美国优先”，并且宣称“将找回美国在海外的实力和地位”，呼吁增加军费和增强核战力。我们认为，这颇有点冷战思维的味道。针对特朗普发表的国情咨文，中国外交部发言人华春莹2018年1月31日在例行记者会上说：“希望美方摒弃冷战思维和零和博弈的过时观念，正确看待中国和中美关系，同中方相向而行，相互尊重，聚焦合作，管控分歧，维护中美关系健康稳定发展。”

面对美方对中频频发难，贸易保护色彩愈发浓厚，中方也开始发起行动、甚至主动出击。例如，2017年下半年起，中国商务部陆续对原产于美国的进口氢碘酸、乙醇胺、正丁醇等化学用剂进行反倾销立案调查。2018年2月4日，商务部发布2018年第12号和第13号公告，决定即日起对原产于美国的进口高粱进行反倾销和反补贴立案调查。公告称，商务部获得的初步证据和信息显示，原产于美国的进口高粱接受了美国政府的补贴，2013年以来美国高粱出口数量占其产量比例均在50%以上；中国国内产业遭受了实质损害和实质损害威胁，且自美国进口产品所接受的补贴与国内产业实质损害和实质损害威胁存在因果关系。此次商务部对美国进口农产品发动“双反”调查，是对美国对外贸易政策强硬傲慢的回击，也为“三农”现代化发展和乡村振兴战略的实施提供支持。中美两国贸易战开打似乎已初现苗头。目前伴随着中美关系摩擦不断，中美博弈愈演愈烈。

图表4: 中美贸易摩擦加剧: 美方行动

时间	相关事件
2017/08/14	特朗普授权美国贸易代表决定是否展开对所谓“中国贸易行为”的调查、决定是否对中国公司要求外国公司分享科技秘密以换取进入中国市场的行为进行调查。
2017/08/18	美国正式对中国发起“301调查”。发起“301调查”是一种贸易救济的手段,也是一项单边贸易报复措施。
2017/11/6	特朗普访日期间称“力争建立一个本着自由、公正与互惠的印度洋-太平洋地区”,这是特朗普首次在亚洲之行中公开提及“印太”概念。
2017/11/10	特朗普在APEC会议阐述“印度洋-太平洋”的新亚洲政策。
2017/11/13	美国商务部公布对华工具箱和工具柜双反案反倾销调查初裁结果,裁定中国强制应诉企业通润公司和基龙公司倾销税率分别为90.40%和168.93%,分别税率为145.99%,其它中国企业倾销税率为168.933%。
2017/11/30	美国政府向WTO提交了一份长达40页的法律申请,反对中国自动获得市场经济地位。这是美国政府首次正式公开表明立场拒绝承认中国的市场经济地位。
2017/12/13	美国商务部发布公告,对原产于中国的铸铁污水管配件产品作出反补贴初裁。配合参与调查的两家中国企业分别获得8.66%和12.72%的补贴率,另一家强制应诉企业因未配合参与调查,被采用不利事实计算出102.31%的补贴率。中国其他企业的补贴率为10.37%。(2017年8月2日,应其国内企业的申请,美国商务部对中国铸铁污水管配件产品发起反倾销、反补贴调查。)
2017/12/18	特朗普发布了上台后首份《国家安全战略报告》,在演讲中将中国和俄罗斯定位美国的对手国家,而在报告的文本中,将中国定位为美国“战略上的竞争对手”。
2018/1/06	美国政府阻挡马云蚂蚁金服12亿美元投资,9日否决华为与美国运营商的合作,12日将淘宝网等3家中国电商平台以及北京秀水市场等6家中国线下市场列入“恶名市场”黑名单。
2018/1/18	特朗普高调称,会在1月30日发表的《国情咨文》中就贸易问题公布一些针对中国的措施。
2018/1/23	特朗普签署文件决定实施“201条款”措施,对外国进口洗衣机和光伏产品设限。该条款允许美国国际贸易委员会启动“201调查”或“全球保障措施调查”,并允许总统实施关税、配额等措施来限制进口,保护本国产业。
2018/1/30	特朗普在国情咨文演说中将中国和俄罗斯定性为“挑战美国国家利益、经济和价值上的竞争对手”。针对特朗普发表的国情咨文,中国外交部发言人华春莹1月31日在例行记者会上说:“希望美方摒弃冷战思维和零和博弈的过时观念,正确看待中国和中美关系,同中方相向而行,相互尊重,聚焦合作,管控分歧,维护中美关系健康稳定发展。”

资料来源:新华网,中华人民共和国商务部,华泰证券研究所

图表5: 中美贸易摩擦加剧: 中方行动

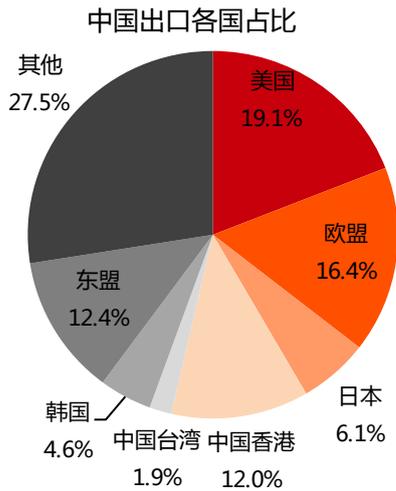
时间	相关事件
2017/8/30	商务部发布2017年第45号公告,对原产于美国、欧盟和新加坡的进口卤化丁基橡胶进行反倾销立案调查
2017/10/16	商务部发布2017年第62号公告,对原产于美国和日本的进口氢碘酸进行反倾销立案调查
2017/10/21	商务部发布2017年第53号公告,自2017年10月22日起,对原产于欧盟和美国的进口己内酰胺继续征收反倾销税,实施期限5年。
2017/10/30	商务部发布2017年第67号公告,对原产于美国、沙特阿拉伯、马来西亚和泰国的进口乙醇胺进行反倾销立案调查。
2017/12/29	商务部发布2017年第83号公告,决定自2017年12月29日起对原产于台湾地区、马来西亚和美国的进口正丁醇进行反倾销立案调查。
2018/1/28	商务部发布2018年第3号公告,决定自2018年1月28日起,对原产于美国和欧盟的进口乙二醇和二甘醇的单体丁醚所适用的反倾销措施进行期末复审调查。在反倾销措施期末复审调查期间,对原产于美国和欧盟的进口乙二醇和二甘醇的单体丁醚继续按照商务部2013年第5号公告公布的征税范围和税率征收反倾销税。
2018/2/4	商务部发布2018年第12号和第13号公告,决定即日起对原产于美国的进口高粱进行反倾销和反补贴立案调查。

资料来源:中华人民共和国商务部,华泰证券研究所

中美贸易关系互补大于竞争

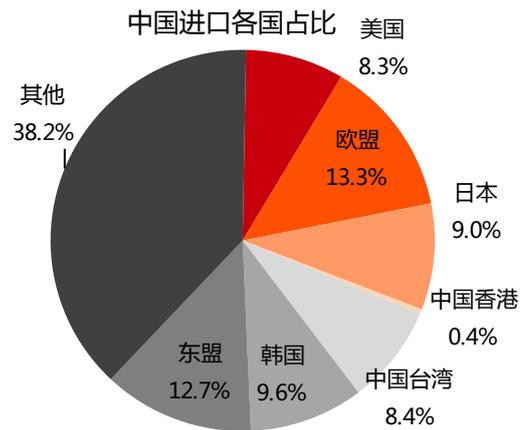
中美互相为彼此最主要的贸易伙伴。以2017年1-11月的数据看，美国是中国的第一大出口国，是第二大进口国；中国是美国的第一大出口国，第一大进口国。中国主要的出口目的地及占比前五名分别是美国（19.1%）、欧盟（16.4%）、香港（12.0%）、东盟（12.4%）、日本（6.1%）。中国主要的进口来源地及占比分别是欧盟（13.3%）、东盟（12.7%）、韩国（9.6%）、日本（9.0%）、美国（8.3%）。美国的主要出口目的地及占比为加拿大（18.4%）、欧盟（18.3%）、墨西哥（15.8%）、中国（8.3%）、日本（4.3%）。美国的主要进口来源地及占比为中国（21.5%）、欧盟（18.4%）、加拿大（12.8%）、墨西哥（13.5%）、日本（5.8%）。

图表6: 美国是中国的第一大出口国



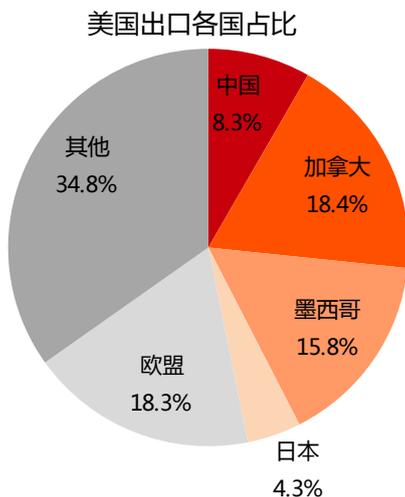
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 美国是中国的第二大进口国



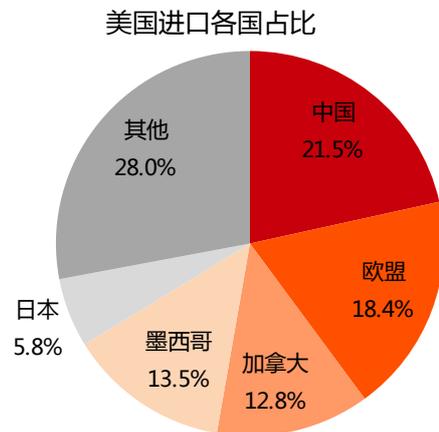
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 中国是美国的第一大出口国



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 中国是美国的第一大进口国



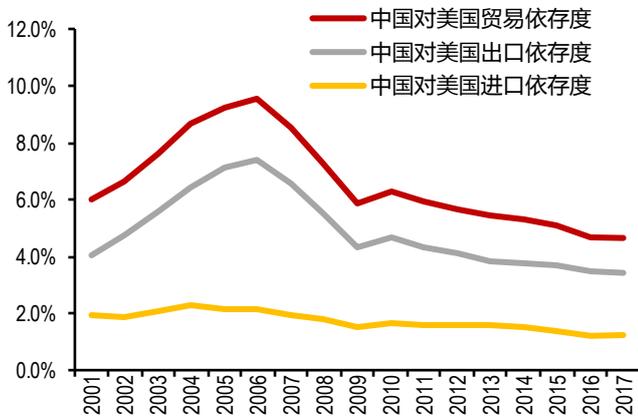
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

现今美国当局在贸易方面对中国的敌意尤为明显，引起各界对于爆发“中美贸易战”的担忧。虽然中美贸易总体以中国顺差为表现，但是中美贸易关系实际上是合作大于竞争，二者相互依赖程度较深，已形成了利益交融愈发紧密、“你中有我，我中有你”的格局。

从贸易依存度看，中国对美国贸易依赖度大于美国对中国，但是二者差距正在逐渐缩小。将中美之间贸易额与GDP相比，我们可以得到两国之间的贸易依存指标。2016年中国对美贸易依存度为4.65%，高于美国对中贸易依存度的3.28%。分进出口看，中美贸易依赖度主要由中国向美国的出口产品贡献。从趋势来看，美国对中国的贸易依存度近十年来

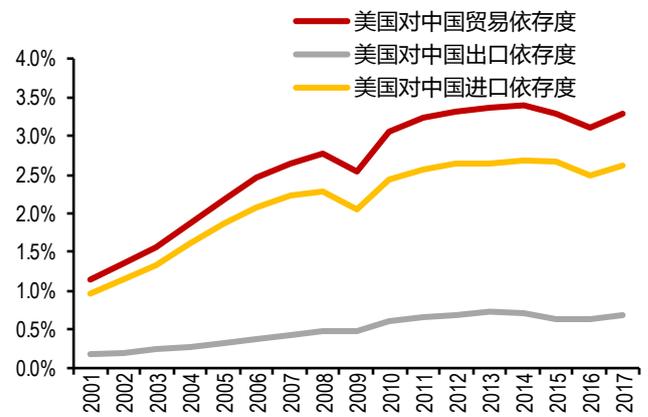
总体呈现上升趋势，而中国对美国贸易依存度总体上却呈现下降趋势。这主要是由于中国对美国出口依存度显著下降，而美国对中国进口依存度显著上升。可见若中美贸易关系破裂，除了严重影响中国出口外，也势必对美国进口相关产业造成严重打击。

图表10: 近年来中国对美国贸易依存度



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 近年来美国对中国贸易依存度



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从进出口结构看，两者之间存在明显的贸易互补性，总体上竞争小于互补。中美相互贸易中，机电产品是最主要的贸易品，此外我国主要出口劳动密集型产品，进口高端附加值产品及原材料；相应地，美国出口以较高附加值产品为主，同时服务出口也占据较大比重。具体来说，中国对美国出口主要是服装、玩具、鞋靴等附加值较低的商品，美国对中国出口主要是航空器、药品、珠宝首饰等附加值较高的商品，以及油籽、木浆等存在比较优势的原料。因此，两者之间存在明显的贸易互补性，发挥了各自的比较优势。这种贸易关系本质上仍然是伙伴关系，竞争小于互补，也就决定了合则两利、斗则俱伤的局面。

图表12: 中美贸易主要商品 (按金额计算比例)

出口商品 (按 HS 二级分类)	占比对美出口	进口商品 (按 HS 二级分类)	占比自美进口
第 16 类 机电、音像设备及其零件、附件	45.92%	第 16 类 机电、音像设备及其零件、附件	22.42%
第 20 类 杂项制品	12.03%	第 17 类 车辆、航空器、船舶及运输设备	18.79%
第 11 类 纺织原料及纺织制品	9.97%	第 2 类 植物产品	10.28%
第 15 类 贱金属及其制品	5.23%	第 6 类 化学工业及其相关工业的产品	9.56%
第 17 类 车辆、航空器、船舶及运输设备	4.62%	第 18 类 光学、医疗等仪器;钟表;乐器	7.74%
第 7 类 塑料及其制品;橡胶及其制品	4.30%	第 5 类 矿产品	5.67%
第 12 类 鞋帽伞等;已加工的羽毛及其制品;人造花;人发制品	3.71%	第 7 类 塑料及其制品;橡胶及其制品	5.44%
第 6 类 化学工业及其相关工业的产品	3.20%	第 10 类 木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	3.86%
第 18 类 光学、医疗等仪器;钟表;乐器	2.48%	第 14 类 珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币	3.58%
第 13 类 矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品	1.77%	第 15 类 贱金属及其制品	3.56%
其他	6.78%	其他	9.09%

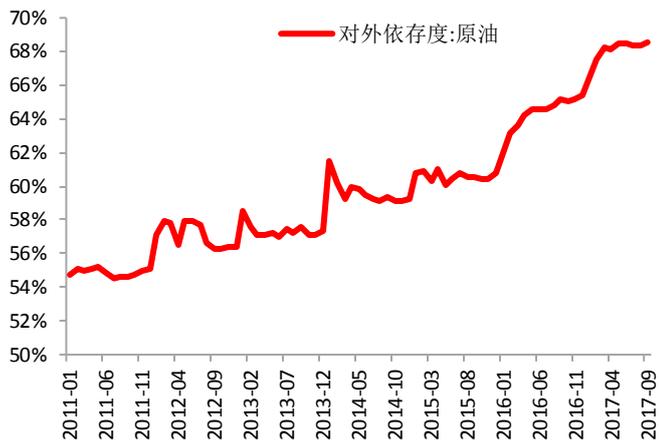
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

中美各自握有制约对方的杀手锏

美国杀手锏在于油价，高油价或导致输入型通胀，触发加息戳破地产泡沫
中国能源结构较为依赖原油，且原油进口依存度较高

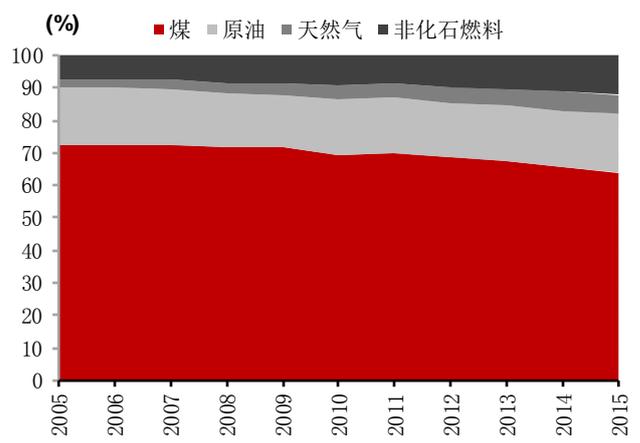
在国际原油进口方面，根据 2017 年数据，美国、中国、印度、日本是全球原油进口量排名前四的国家。中国原油进口量近年来维持较高速度增长，根据海关（原油进口量）和统计局（原油消费量）的数据计算，2017 年我国原油对外依存度（进口量/消费量）已经接近 70%。

图表 13: 我国原油供给对外依存度（原油总进口/总消费量）



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 14: 中国能源使用占比: 原油的消费量维持基本稳定



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

近年来，随着环境保护工作的推进，我国煤炭用量在总能源消费中的占比逐年下降，清洁能源和天然气的占比逐步上升，原油的用量占比则维持基本稳定。我们认为，原油的对外依存度过高成为我国原油消费占比上升的瓶颈，原油不仅是重要的能源品，更是维护国家安全的重要战略物资。环保和能源安全成为制约因素，天然气或者其它清洁能源有望成为解决这一问题的突破口。特朗普 2017 年 11 月访华期间，中美能源公司签订了天然气和页岩气能源合作协议，可以从侧面印证国家积极实施天然气替代煤炭的战略部署。同时，我国大力发展新能源汽车，采取油加乙醇等举措亦是旨在降低汽车燃料消耗量，缓解燃油供求矛盾。尽管我国已在采取发展新能源等举措、以避免油价高企的负面影响，但就现阶段而言，我国能源消费结构当中对原油仍然是较为依赖的。

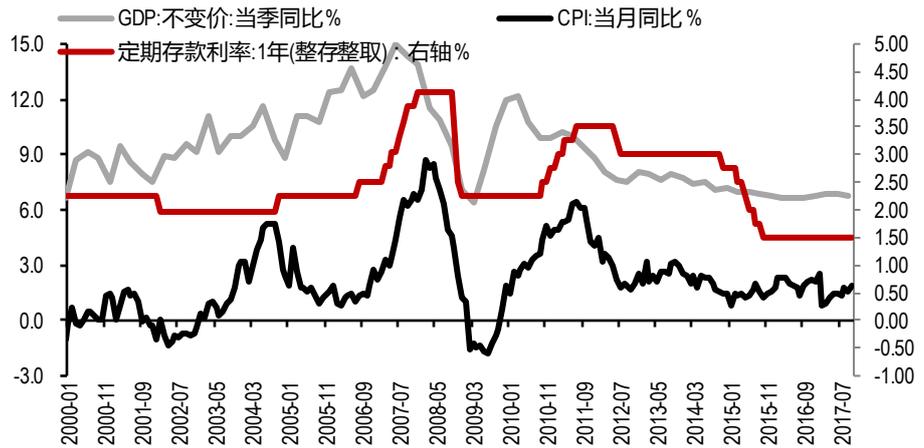
油价超预期上行或致我国输入型通胀，进而引发央行连续加息等货币政策收紧

油价是长周期内影响通胀中枢的最重要变量之一，因为油价是各个行业的成本基础。以农产品价格为例，农业生产的用电、化肥、机械化收割、运输、储藏各个环节，其成本都与油价波动有直接或间接的联系。回顾我国历史上各轮通胀周期，每轮通胀显著上行期，猪价和油价都呈现强共振；我们中性预期 2018 年油价中枢维持在 65 美元，猪价和油价将呈现为弱共振，在此情况下，CPI 中枢或上行至 2.5% 左右的水平。但是国际油价存在潜在的上行风险因素，并可能引发通胀中枢显著上移。

从前几轮通胀上行周期当中我国央行的货币政策操作来看，当通胀过快上行、而经济增长动能仍然较强的情况下，央行都选择了收紧货币，把控通胀放在更突出的位置上，同时注重对公众通胀预期的管理；如果通胀快速上行的同时，经济面临外部冲击风险和下行压力（08 年、11 年），则实行整体稳健、适度宽松的货币政策，及时释放确保经济增长和稳定市场信心的信号。

我们对 2018 年 CPI 中枢的中性判断是 2.5%、高点不超过 3%。但是如果通胀受油价的影响超预期继续上涨，同比增速突破目标值 3%，同时经济增速表现较强，中国央行存在上调官定基准利率的可能性。

图表 15: 在 2007 年和 2010-11 年, 我国均采取了加息操作以应对上行过快的通胀



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

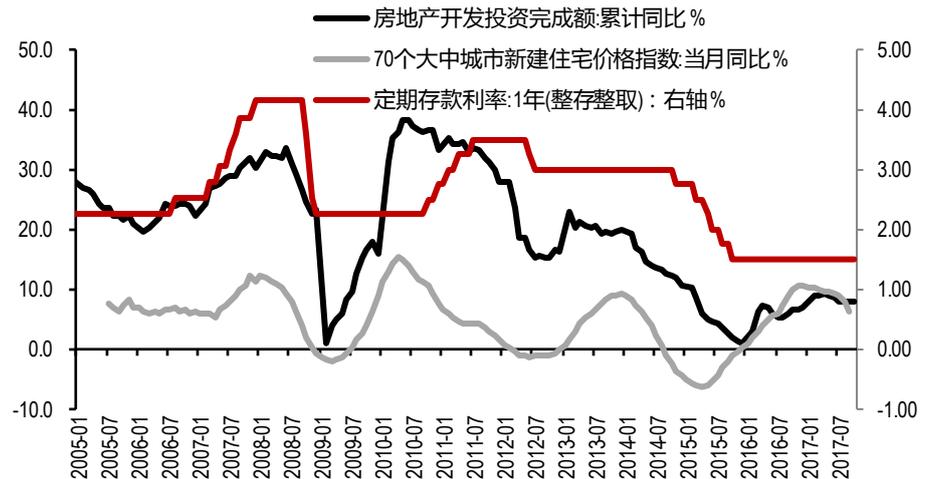
图表 16: 对此前三轮通胀周期期间, 我国央行货币政策操作的回顾

年份	当年经济和通胀	当年货币政策操作 (整理自当年央行货币政策执行报告)	政策取向: 整理自货币政策执行报告
2004	全年 GDP 增速 9.5%; CPI 上涨 +3.9%。	一季度货币政策适度从紧, 后三个季度维持中性。针对投资需求过旺、通货膨胀压力加大等问题, 2003 年 9 月、2004 年 4 月分别提高准备金率 1 个、0.5 个百分点。2004 年 10 月, 一年期存、贷款利率上调 0.27 个百分点。	继续执行稳健的货币政策, 既要支持经济平稳发展, 又要注意防止通货膨胀和防范系统性金融风险。
2006	GDP 同比增长 10.7%, CPI 上涨 1.5%。	继续实施稳健的货币政策, 分三次上调金融机构存款准备金率共 1.5 个百分点; 8 月份上调一年期存款基准利率 0.27 个百分点……总体看, 国民经济将继续保持平稳较快发展势头。但也要看到, 整体通货膨胀压力有所加大。	将继续执行稳健的货币政策。
2007	GDP 同比增长 11.4%, CPI 上涨 4.8%。	针对银行体系流动性偏多、货币信贷扩张压力较大、价格涨幅上升的形势, 货币政策逐步从稳健转为从紧。年内共十次上调准备金率共 5.5 个百分点, 六次上调金融机构人民币存贷款基准利率。随着国际经济不确定性增大和国内宏观调控政策效应逐步显现, 经济增长可能高位趋稳并适度放缓。	将把防止经济增长由偏快转向过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通胀作为宏观调控的首要任务, 实行从紧的货币政策……加强对公众通胀预期的引导。
2008	GDP 同比增长 9%; CPI 同比上涨 5.9%。	年初为防止经济由偏快转为过热、防止价格由结构性上涨演变为明显通胀, 执行从紧的货币政策, 上半年五次提高存款准备金率共计 3 个百分点……年中, 美国次贷危机蔓延加深, 国家宏观调控进行了重大调整, 按照既要保持经济平稳较快发展、又要控制物价上涨的要求, 将全年新增贷款预期目标提高至 4 万亿元以上……进入 9 月份以后, 国际金融危机对我国经济的冲击明显加大, 实行适度宽松的货币政策, 及时释放确保经济增长和稳定市场信心的信号, 五次下调存款基准利率, 四次下调存款准备金率。	在国际金融危机对我国经济冲击明显加剧的大背景下, 外需明显收缩, 经济增长下行的压力明显加大。但总体上看, 国民经济有望继续保持平稳较快增长。
2010	GDP 同比增长 10.3%, CPI 同比上涨 3.3%。	分别于 1 月、2 月、5 月、11 月 (两次) 和 12 月, 共 6 次累计上调准备金率 3 个百分点。前三季度利率政策保持稳定。四季度为稳定通胀预期, 于 10 月、12 月两次上调存贷款基准利率, 累计上调 0.5 个百分点。	实施稳健的货币政策……更加积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系, 把稳定价格总水平放在更加突出的位置。
2011	GDP 同比增长 9.2%, CPI 同比上涨 5.4%。	实施稳健货币政策。前三季度面对通胀压力不断加大的形势, 保持物价总水平基本稳定是宏观调控的首要任务, 先后 6 次上调存款准备金率共 3 个百分点, 3 次上调存贷款基准利率共 0.75 个百分点……10 月份以后, 针对欧洲主权债务危机继续蔓延、国内经济增速放缓、价格涨幅逐步回落等形势变化, 适时适度预调微调, 下调存款准备金率 0.5 个百分点。	经济下行压力和物价上涨压力并存。将处理好稳增长、调结构和管理通胀预期的关系, 继续实施稳健的货币政策, 保持政策的连续性和稳定性。

资料来源: 央行货币政策执行报告, 华泰证券研究所

连续加息将冲击资产价格, 最需谨防连续加息对房地产市场的冲击

回顾历史, 在历史上两轮为应对通胀和经济过热的加息周期后, 我国地产投资和房价指数同比均出现了显著的下滑。我们认为, 对中国当下而言, 货币政策尚不具备连续加息应对通胀快速上升的能力, 因为当前国内房地产价格处在历史高位, 连续加息可能会对地产市场形成过大的冲击, 使得房地产价格大幅下跌、可能引发我国金融市场大幅波动。因此, 通胀快速上行风险是中国当前金融稳定问题的最大威胁。

图表 17: 连续加息对我国房地产的潜在冲击过大


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

美国对油价影响力较强, 可能通过政治手段触发油价上涨点

影响油价的因素很多, 可分为金融因素和非金融因素两大类。金融因素主要包括美元指数的强弱、以及金融机构的炒作等。非金融因素分为供给、需求两方面, 需求端稳定向好将有望带动油价中枢温和抬升。从供给端而言, 我们认为, 美国页岩气产能扩张-开采成本下降, 以及中东-俄罗斯原油联合限产协议的执行情况, 使得国际油价的中期走势趋向于窄幅波动, 大幅下跌和大幅上行的空间都比较有限。但是, 暴恐袭击、地缘冲突等因素都可能在一段时期内影响原油供给, 推动油价上涨。

美国对国际原油定价影响力强, 且可能通过政治手段影响原油市场, 在中美博弈中很有可能将油价作为制约中国的杀手锏。首先, 在定价层面, 美国拥有全球层次最丰富、制度最完善、规模最大的大宗商品交易市场, 主要的原油期货品种交易市场均在美国, 国际原油现货和期货交易绝大部分以美元计价, 美国对原油定价的影响力较强。其次, 在市场层面, 美国可通过控制页岩油供给和影响地缘政治局势来影响油价。随着近几年页岩油迎来技术进步、成本下降、产能扩张, 美国页岩油产业已经实现盈利, 页岩油气供给对原油市场的影响力扩大。同时, 2017年四季度以来, 多项中东地缘政治风险事件推动油价上涨, 我们认为, 沙特反腐、伊朗国内暴乱、美国驻以大使馆迁移等事件当中很可能存在美国政治力量的参与。

从大国博弈视角来看, 高油价在当前是对美国相对有利、而对中国较为不利的。美国原油自给度相对较高、页岩油生产效率持续提高, 且美国当前核心通胀率距离其合意目标值仍有差距, 因此, 我们认为油价一定程度的上涨对美国经济的冲击不大。相较之下, 对于中国而言, 现阶段能源消费结构仍然较为依赖原油, 而原油供给则相当依赖进口, 且我国货币政策相当忌惮高油价可能引发的输入型通胀, 因而高油价很可能是美国用以限制中国的杀手锏。

我国杀手锏在于国债, 抛售美债将引发利率上行与金融动荡

我们在去年11月外发的年度策略报告《风起通胀, 渐显宝藏》、以及今年2月1日《油价上行、美股波动与中美博弈—2018年金融市场两大可能的黑天鹅提示》当中, 均重点提示和强调了美股存在波动风险, 我们认为美股处于风险潜伏期, 蕴藏的风险主要体现为美股先前连续创新高和美债长短端利率走平。美国多年的牛市, 都是获利盘。只有调整过的市场才是健康的, 没有调整过的市场蕴藏较大风险。进入2月以来美股暴跌已经初步验证了我们的观点。2月2日, 美国10年期国债收益率升至2.84%, 美股遭遇“黑色星期五”, 道指, 纳斯达克, 标普500单日分别下跌2.54%, 1.96%, 2.12%; 2月5日周一夜间, 美股开盘再度大跌, 标普、纳斯达克、道琼斯指数当日分别下跌4.1%、3.8%和4.6%。同时, 反映市场对美股波动性预期的VIX波动率指数一个交易日大涨115.6%。

美债的长短端利率比较平，可能成为美股风险的触发因素

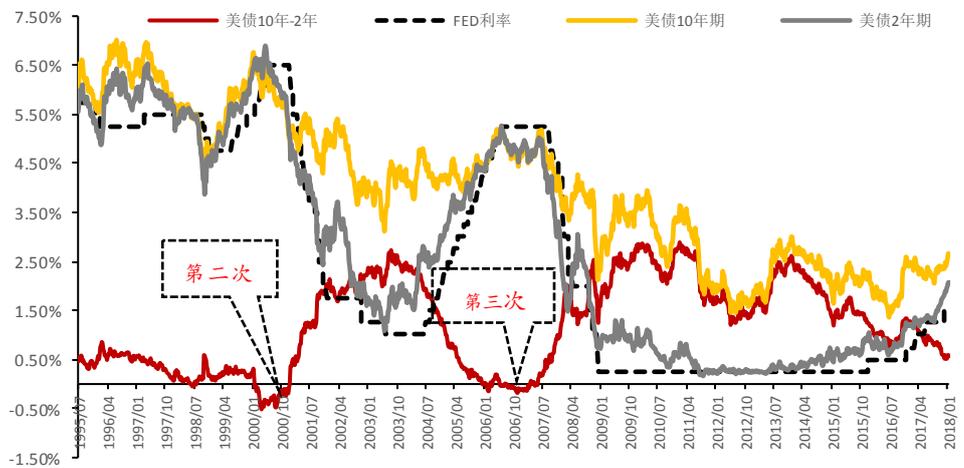
历史数据显示，收益率曲线走平往往伴随风险事件，如股市崩盘或经济回落。当前美国国债长短期利差再度收窄，并已于2017年10月中旬进入“收益率曲线走平”状态，我们认为，收益率曲线风险正逐步累积。

纵观历史，长短端利率比较平之后都伴随着经济下滑或者危机爆发。美国国债收益率主要出现过3次持续“国债收益率趋平”的期限结构特征。第一次持续的“国债收益率曲线趋平”开始于1988年11月，持续接近两年时间。在此阶段中，美国10年期国债收益率呈震荡下行趋势，而2年期国债收益率则高位上行，最高突破9%，使得美国长短期债券收益率出现倒挂。此阶段，虽然美国并未出现大的经济危机，但其经济增速从88年开始也出现了大幅的下滑。

第二阶段间断式的持续了接近三年，开始于1997年12月底，至2001年3月底长短端利差才重新开始走扩。三年间“长短端利率平”也有不同特点。开始阶段2年期国债收益率与10年期国债收益率均呈下行态势，但长端利率下行幅度较大，导致长短期利差逐步收窄。而2000年初，短期债券收益率上行，而长短期债券收益率则相对平稳甚至下行，导致二者利差收窄甚至出现倒挂。本次债券收益率曲线趋平也先于2000年初美国爆发的互联网投机泡沫破裂危机。

第三阶段始于2005年6月，持续至2008年1月，本次收益率曲线趋平也主要源自于美联储加息导致的短端债券收益率的迅速上行。且2006年7月底开始至2007年6月，10年期美债收益率持续低于2年期美债收益率，倒挂程度和持续时间均严重于之前。如若以100BP作为划分，美债此次收益率曲线的趋平也提前了美国次贷危机的爆发1年多时间。

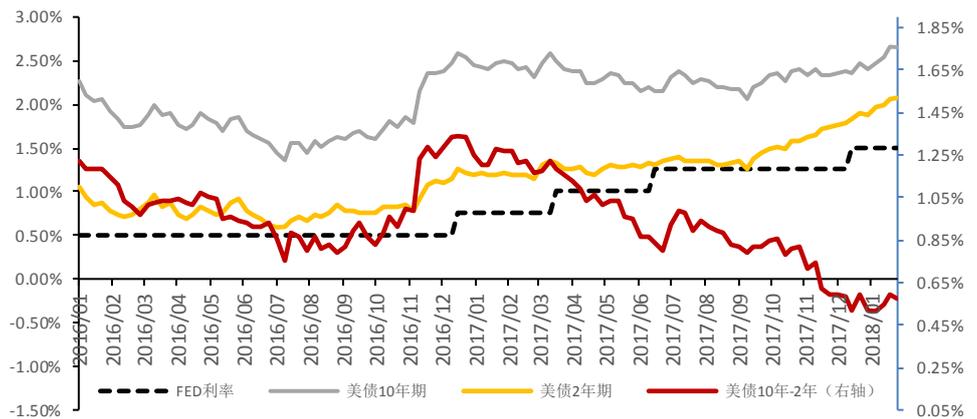
图表 18：美国历史上长短端利率比较平之后都是大危机



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

我们认为，在全球经济弱复苏、通胀水平抬升的情况下，全球主要经济体央行的货币政策趋向收紧，很难出现货币政策转向，美国货币政策亦是如此。因而在长短端利率走平时，可能出现两种情形，一是短端利率快速上行引发货币危机，二是长端利率快速上行造成股债双杀。我们认为，长端利率作为无风险利率影响股票估值，美股目前对于长端利率上行预期不够充分，一旦快速上行将会冲击美国股市。此前的美股暴跌已经初步验证了我们的观点。

图表19：近期美债短端利率上行快于长端利率，长短端利差继续收窄



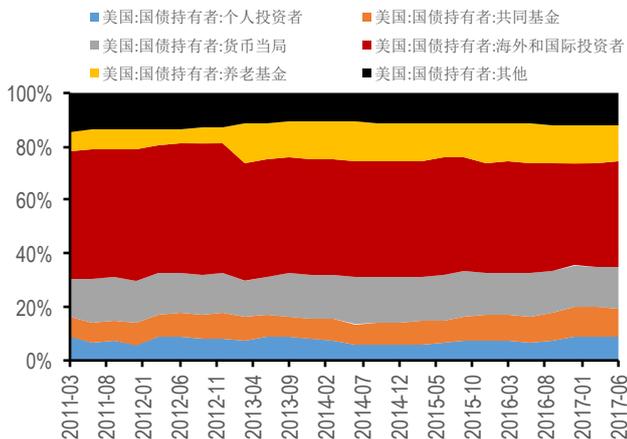
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所，基于数据可得和连续性，我们使用了2年期美债收益率作为短端利率的代表

中国掌握着可能引爆美股风险的杀手铜

中国是美债的第一大持有主体，如果抛售美债转持其他可能对美国市场产生重创。长期以来，美国形成了典型的债务推动型经济增长模式，“高消费、高负债、低储蓄”是其基本特征，面对储蓄不足与巨额经常项目赤字，美国不得不通过向国际市场提供以国债为代表的金融产品吸引资本回流，通过资本与金融项目的顺差来弥补其经常项目的巨额赤字，因而造成国债规模一直持续扩大。

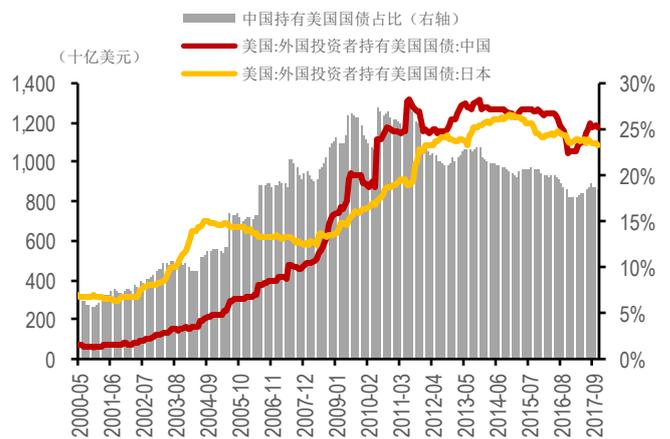
根据美国财政部发布的数据，海外和国际投资者在美国国债持有者中占比最大。在美国国债的海外和国际持有者中，中国的美债持有量最多，其次是日本。中国现行的经济发展模式形成了长期双顺差格局，为了缓解外汇储备的高增长压力从而大量购买美国国债。作为美国最大债权国的中国持有近1.2万亿美元国债，约占海外投资者总持有量18%。

图表20：海外和国际投资者在美国国债持有者中占比近40%



资料来源：Wind；华泰证券研究所

图表21：中国持有近1.2万亿美元美国国债



资料来源：Wind；华泰证券研究所

美国国债收益率与中国持有美国国债的数量大体呈现反向关系。从2000年到2010年，中国保持对美债的净流入，而美国10年期国债的收益率中枢一直处于下行趋势。2011年以来，中国对美债增持的步伐放缓，甚至个别年份出现抛售美债的现象，美国国债收益率曲线也逐步走平。2016年11月，全球央行开启了美债狂抛售潮，中国较10月份减持664亿美元，创下2011年12月以来的最大单月降幅，当月美国国债长端利率上行54BP。

事实证明，中国一举一动对于美债确实有着显著影响。2018年1月10日，根据彭博援引知情人士报道称，中国部分高层官员在对外汇储备投资评估后建议减缓或暂停增持美国国债。部分官员认为美债相较其他资产的吸引力减弱，叠加中美贸易摩擦等因素，可能支持

中国减缓或者暂停增持美债。消息一出，金融市场反映剧烈，美元、美国股票期货和美国国债都迅速遭抛售，10年期美债收益率短线拉涨，日内涨幅扩大至3.8个基点，现货黄金的价格则飙升。次日，中国外交部就关于中国考虑减缓或暂停增持美债的媒体报道答记者问，回应称“我们也是通过一些媒体的报道才得知该消息。我们认为，该消息有可能引用了错误的信息来源，也有可能是一条假消息”。中国外管局表示，中国外汇储备始终按照多元化、分散化原则进行投资管理，保障外汇资产总体安全和保值增值。与其它投资一样，外汇储备对美国国债的投资是市场行为，根据市场状况和投资需要进行专业化管理。

“收益率曲线走平”是风险的潜伏期，中国作为美国国债的第一大持有主体，如果此时大量抛售美国国债，可能促使他国加入到抛售行列中来，造成美国利率快速上行，进而冲击股市，风险集聚可能将会引发金融风暴，触发美国金融市场剧烈动荡。

在双方均握有杀手锏的情况下，爆发大规模贸易战的可能性较低

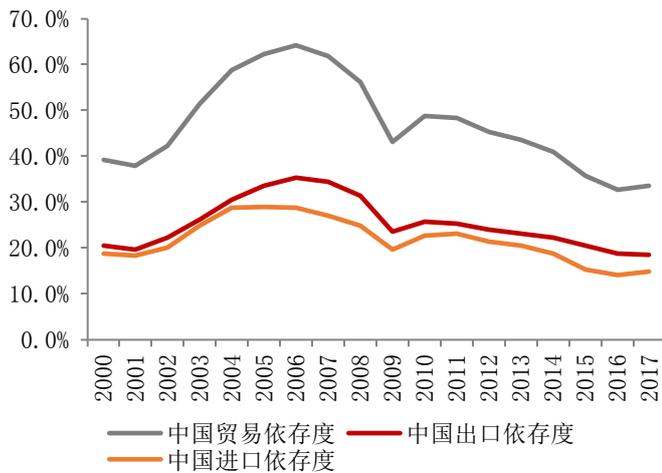
中美之间都有软肋和杀手锏，彼此拥有“金融核按钮”。中国由于较高的原油进口依存度，难以承受快速的输入性通胀；美国由于中国是美国国债第一大持有主体，一旦减持难以承受无风险利率的快速上行从而导致金融市场崩盘。在这种情况下，我们认为，中美作为世界上最大的两个经济体，一旦爆发大规模贸易战和采取报复性战略，将两败俱伤，对于全球经济发展和金融稳定也势必造成严重威胁。另外，我们认为，美国是经济全球化的最大受益者，这决定了特朗普竞选时的全部诺言兑现的可能性较低。其一，特朗普的经济方针仍需代表其背后的财阀和利益集团的利益，大美企应该不愿意见到较为激烈的举措。其二，预计极端贸易保护政策通过国会的概率也相当低，提高关税是较为漫长的立法机制。因此，出于全面贸易战的严重后果、国际社会压力与美国国内利益集团博弈，我们认为爆发大规模贸易战的可能性较低。

打贸易战两败俱伤，不打更利好于中国

贸易依赖度上，中国依然大于美国

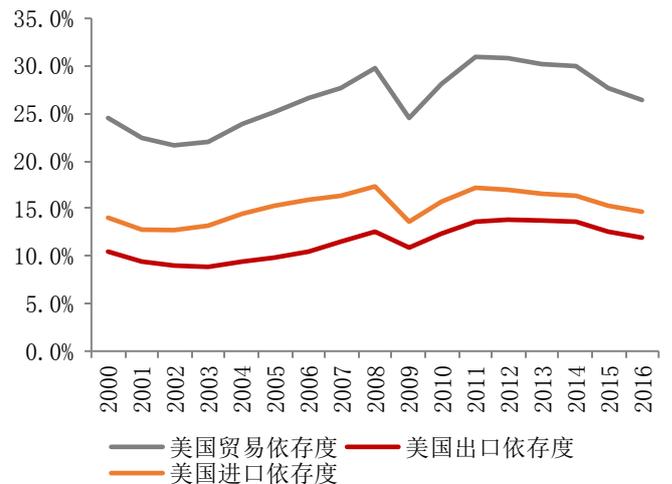
中国贸易依存度处于下降趋势，但绝对水平仍高，且高于美国。对外贸易依存度可以反映一国经济通过对外贸易与整个实体经济发生关联的程度。以2006年为拐点，我国对贸易依存度呈现先上升后下降的趋势，贸易依存度从2006年的64.24%降至17年的33.6%，其中出口依存度大于进口依存度。相比来看，近年来美国贸易依存度稳中略降，在25%左右，其中进口依存度大于出口依存度。在相互之间的依赖程度上，中国对美国贸易依赖度大于美国对中国。但是正如前文所述，近年来中国对美国贸易依存度总体呈下降趋势，而美国对中国贸易依赖度总体呈现上升趋势。

图表 22: 近年来中国贸易依存度, 2000-2017



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 23: 近年来美国贸易依存度, 2000-2016

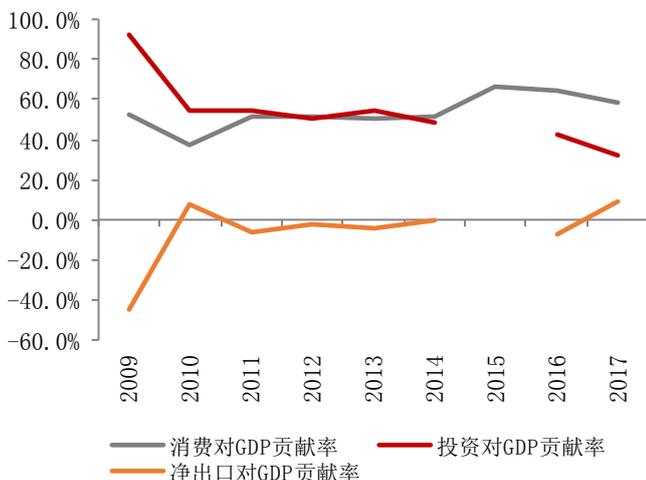


资料来源: Wind、华泰证券研究所

若打贸易战，中国进出口下滑进而影响经济，另外油价是一个制约因素

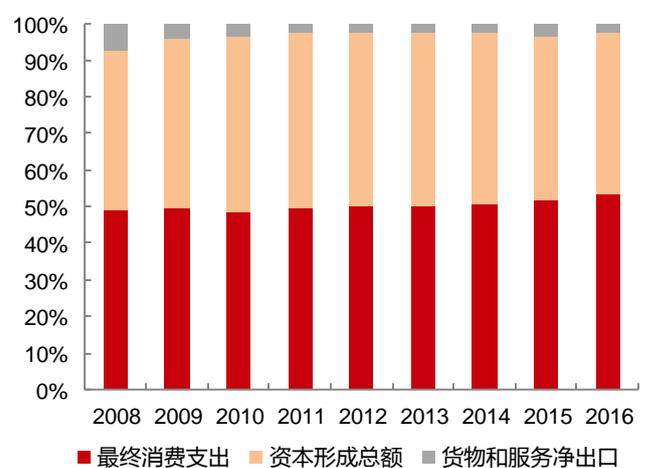
出口在中国经济发展史上扮演重要的作用，是中国经济腾飞的重要原因之一。2008年金融危机之后，全球经济的景气度都不高，最近处于复苏态势，08年以来中国十年间的净出口对GDP增速的贡献基本在0上下，17年出现正向拉动，中国2017年的GDP增速达到6.9%，净出口的作用功不可没。所以利用好出口的拉动性，是对经济的一个重要支撑，如果贸易战开打，从这方面是对中国经济的不小的冲击。

图表 24: 消费、投资、净出口对GDP贡献率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 25: GDP支出法三项支出占比



资料来源: Wind、华泰证券研究所

在中美博弈过程中，我们认为油价这一资产价格的位置非常关键，高油价很可能是美国用以限制中国的“利器”。我国能源结构依然相对依赖原油，且原油供给在相当程度上依赖进口（2016年进口依存度为66%），从大国博弈视角来看，高油价在当前是对美国有利、而对中国较为不利的。原油作为各行各业的成本基础，如果油价超预期上涨，将带来输入型通货膨胀，使得CPI超预期上行，可能引发央行连续加息政策，对于国内处于较高位的资产价格将产生强烈冲击，尤其值得警惕的是房地产价格，这对于我国金融稳定与经济发展都将带来较负面影响。

开打贸易战，美国国内物价上升和国外抛售美债是主要威胁

我们认为，中国对美国出口的较多物美价廉的商品，包括家用消费品等等，是对美国消费者的较大实惠，如果开打贸易战，美国从中国进口的商品价格上升，国内消费者会感受到利益损害，消费水平出现较大下降。而受影响最大的也是美国的中低收入群体，这类民众是特朗普竞选成功的主要支持者，这样的贸易战结果是特朗普政府所不愿意看到的。如果美国对中国出口的商品进行不公平的贸易处罚，相反中国也可以采取反制裁措施，对美国急需出口的商品也进行关税制裁，那么美国这些产品的生产者就会对政府施加压力。

图表 26：中美进出口主要商品

中国出口商品（按贸易金额排序，HS 二级分类）	进口商品（按贸易金额排序，HS 二级分类）
第 16 类 机电、音像设备及其零件、附件	第 16 类 机电、音像设备及其零件、附件
第 20 类 杂项制品	第 17 类 车辆、航空器、船舶及运输设备
第 11 类 纺织原料及纺织制品	第 2 类 植物产品
第 15 类 贱金属及其制品	第 6 类 化学工业及其相关工业的产品
第 17 类 车辆、航空器、船舶及运输设备	第 18 类 光学、医疗等仪器；钟表；乐器
第 7 类 塑料及其制品；橡胶及其制品	第 5 类 矿产品
第 12 类 鞋帽伞等；已加工的羽毛及其制品；人造花；人造发制品	第 7 类 塑料及其制品；橡胶及其制品
第 6 类 化学工业及其相关工业的产品	第 10 类 木浆等；废纸；纸、纸板及其制品
第 18 类 光学、医疗等仪器；钟表；乐器	第 14 类 珠宝、贵金属及其制品；仿首饰；硬币
第 13 类 矿物材料制品；陶瓷品；玻璃及其制品	第 15 类 贱金属及其制品
其他	其他

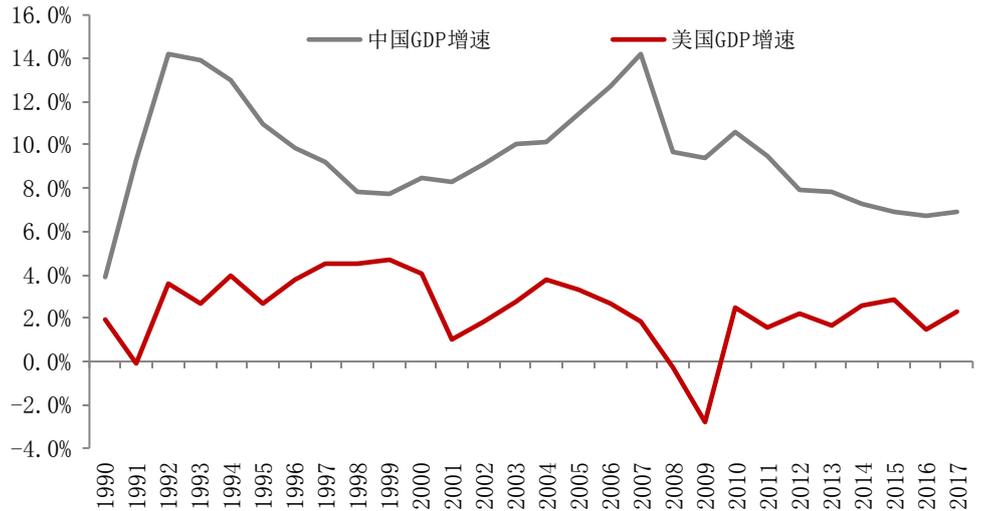
资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面，中国抛售美债对美国是重大威胁。美国金融市场潜伏风险目前初露端倪，道琼斯指数 2 月初遭受重挫。根据我们先前的分析，美股蕴藏风险主要体现为美股先前连续创新高和美债长短端利率走平。中国是美债的第一大持有主体，如果抛售美债转持其他可能对美国市场产生重创。作为美国第一大债券国的中国，大量抛售美债转而持有其他金融资产，可能促使他国加入到抛售行列中来。抛售美债导致的大美元贬值和国债利率上行，将对美国的债市和股市造成重创，甚至出现短暂的崩溃。

不打贸易战，对中美都有利，中国受益更大

中国目前仍然处于快速发展的黄金阶段，并且目前处于重要的生产方式转变的阶段，合理的经济增速是对经济结构调整的重要支撑。2017 年中国出口对经济的贡献由负转正，中国经济增速也达到 6.9%，如果出口能在全全球经济复苏的态势下，对中国经济保持稳定的支撑作用，那么各项改革就能推动地更加深入更有底气，所以说，尽量避免中美之间的贸易战是最好的选择。中国仍处于奋力追赶的阶段，出现严重的冲突就会阻碍前进的步伐，当然这对双方都会有不利影响，但中国增速较高，如果能避免受益更大。无法避免的话，中国处于顺差国，而且也有很多底牌，如果真出现美国故意制造严重争端的局面，中国也要据理反击。

图表 27: 中美 GDP 增速比较



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 28: 中美贸易战的大账: 四种情景假设



资料来源: 华泰证券研究所

站在更高的战略角度来看, 2017 年特朗普上台及其新政的实施效果, 将对中美双边关系产生重要影响。若中美不打贸易战, 全球经济很可能延续弱复苏趋势。我们认为, 近期美元总体仍呈弱势, 尽管短期内随着特朗普政策的全面铺开, 部分基建计划的细节落地或使美元存在小幅上行的可能, 但美元已步入弱势长周期, 周期性因素终会导致美元走贬, 我们预计 18 年美元指数中枢在 88。美债收益率趋于上行, 资本将向新兴市场国家回流。在这种情形下, 中国将更加受益, 未来很可能将经历资产价值重估的过程。

若爆发贸易战，其结果可能是“雷声大雨点小”

如果中美爆发贸易战，则触发贸易战的主体一定是美国；但是鉴于特朗普是一个“雷声大雨点小”的决策者，贸易战规模和程度可能不会十分严重。总体而言，特朗普税改、医改、基建、金融监管放松等相关政策的实施都不彻底或者不达其初始宣称效果。因此，即使特朗普触发中美贸易战，其结果可能仍然是“雷声大雨点小”。这可以从中美贸易问题的驱动因素来分析。

美国国内政治因素造成特朗普政府对华强硬

特朗普如此重视中美经贸关系，在众多场合表达不满，国内政治因素是重要原因。特朗普的税改已经成功推动，但分析税改法案的具体条款我们可以发现，企业和中高收入的阶层获得较大利益，然而比较集中的分布在（rust-belt states）的低收入民众从税改法案中获利较小，但是这些民众在推动特朗普选上总统中做出了重大贡献。这些基本盘选民的就业集中在传统制造业和零售业，这些选民比较偏好保护主义政策，因此对中国实施贸易摩擦符合他们的心理和利益诉求，特朗普政府为了得到这些选民的支持不得不高喊口号。

另外美国的中期选举起到推波助澜的作用，2018年11月会举行两年一次的中期选举，届时美国的所有众议院、三分之一的参议院、一半左右的州长都要重新改选。共和党的中期选举目标当然是在两院都要保持多数党地位，但这并不简单，因此通过与中国制造贸易纠纷，是有助于增加共和党竞选成功性的。特朗普所做的一切当然是为了给自己的民调加分，2017年美国经济运行较好，目前美国社会流行氛围包括贸易保护主义，为了使其经济政策满意度更高，特朗普只能借助对中国实施的强势经贸政策来为自己加分。

冲突实质还是源于崛起中大国与在位大国的博弈，美国精英界感受到中国的压力

特朗普政府与中国目前的多重贸易争端，各种场合指责中国所谓的贸易保护主义，批评中国的不公平手段占美国人民的便宜，这些政策与对华策略虽然带有特朗普的个人色彩，以及特朗普处于对自身政治利益的考量。但是不可忽视的是，中国作为崛起中的国家，目前确实对全球体系的掌控者美国来说，是一个挑战，这样的压力使得美国整个社会和精英界对中国很敌视，这是历史发展的规律性和必然性。美国采取的这些贸易手段是为了抑制中国的进一步发展，是守成大国与新兴大国的博弈，这是无法避免的，中国能做的就是进一步加强自己的底牌，自己的谈判能力，去应对这些变化。

贸易战激化以后的结果也是特朗普不愿意接受的

在为了国内政治利益选择对华强硬的同时，特朗普集团内部也非常清楚，一旦全面开打贸易战，美国进口中国的低价产品减少，美国的通胀压力会更大，此时，美国的中低层民众反而会受损。那个时候，曾经因为期待特朗普以贸易主义的方式为他们争取工作机会，从而实现收入分配差距缩小的那些人，会发现即便工作了，也没有生活的更好、消费水平不升反降。这种情况下，特朗普赢得了厂商的选票、却失去的基层的选票。实际上，特朗普曾经的当选，这部分群众功不可没。因此，真打也不符合特朗普集团的利益。“雷声大、雨点小”是较适合特朗普的政策选择。

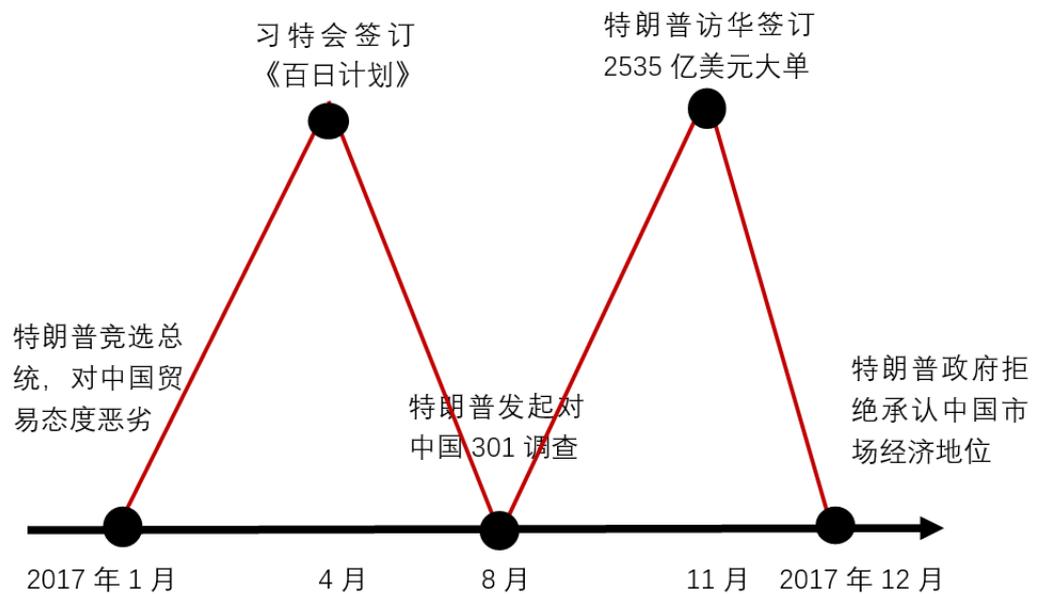
未来中美关系呈现 W 型走势

2018 年以来，贸易战渐渐有越演越烈的趋势。近来美国商务部已经对我国出口产品频频发起贸易救济调查，或者采取外贸限制措施。华盛顿时间 3 月 8 日，美国总统特朗普签署命令，认为进口钢铁和铝产品威胁到美国国家安全，决定将对进口钢铁和铝产品全面征税，税率分别为 25% 和 10%，商务部贸易救济调查局局长王贺军就此表示“美国滥用国家安全例外条款，是以世贸组织为代表的多边贸易体系的肆意破坏，必将对正常的国际贸易秩序造成严重冲击，中方坚决反对”。另一方面，2 月 4 日，中国商务部发布 2018 年第 12 号和第 13 号公告，决定即日起对原产于美国的进口高粱进行双反立案调查。对于中美贸易关系，尽管现在市场悲观情绪比较重，但是我们仍然持有相对乐观的态度。

我们认为，中美的未来战略关系仍是在曲折中前行，现代社会由于核武器的极端破坏力所带来的威慑，大国之间爆发战争级别的冲突概率已经非常小。但受制于中美意识形态差异，美国两党政治博弈等因素，我们判断中美之间关系未来很可能是 W 型走势，通俗讲就是曲折中前行。这一点已经在特朗普上台以后的对话和战略中有所验证。在特朗普上台后高举贸易战大旗时，我们判断对进出口形势不要过度悲观，2017 年贸易形势总体复苏印证了这一判断。在 2017 年中美百日计划早期收获时，我们也提出不要对未来过于乐观，两国之间仍有较强博弈，8 月果然美国对中国发起 301 调查。

事实上，受一定政治势力左右，美国对我国的态度总是时好时坏，而我国处于发展的黄金期，国内外形势也需要我们妥善处理国际关系，尽量采用“求共识、谋合作”的姿态。所以，我们对中美之间的博弈仍然认为，最悲观的时候应抱有乐观的态度，最乐观的时候应抱有一份谨慎。

图表 29：特朗普上任以来中美贸易关系历程图



资料来源：新闻网站整理，华泰证券研究所

图表 30: 2018 年以来中美贸易摩擦

时间	事件
2018 年 1 月 6 日	美国政府阻挡马云蚂蚁金服 12 亿美元投资, 9 日否决华为与美国运营商的合作, 12 日将淘宝网等 3 家中国电商平台以及北京秀水市场等 6 家中国线下市场列入“ 恶名市场 ”黑名单。
华盛顿时间 2018 年 1 月 12 日	美国国际贸易委员会对华 铝板产品 双反案作出肯定性损害初裁, 成员一致认为自中国进口铝板对美国国内产业造成了实质性损害。
华盛顿时间 2018 年 1 月 17 日	美国商务部发布公告, 正式对原产于中国的 塑料装饰缎带产品 发起反倾销反补贴调查。
2018 年 1 月 18 日	特朗普高调称, 会在 1 月 30 日发表的《国情咨文》中就贸易问题公布一些针对中国的措施。
2018 年 1 月 23 日	特朗普签署文件决定实施“201 条款”措施, 对外国进口洗衣机和光伏产品设限 。该条款允许美国国际贸易委员会启动“201 调查”或“全球保障措施调查”, 并允许总统实施关税、配额等措施来限制进口, 保护本国产业。
2018 年 1 月 30 日	特朗普在国情咨文演说中将中国和俄罗斯定性为“ 挑战美国国家利益、经济和价值 的竞争对手”。针对特朗普发表的国情咨文, 中国外交部发言人华春莹 1 月 31 日在例行记者会上说: “希望美方摒弃冷战思维和零和博弈的过时观念, 正确看待中国和中美关系, 同中方相向而行, 相互尊重, 聚焦合作, 管控分歧, 维护中美关系健康稳定发展。”
美国东部时间 2018 年 2 月 12 日	美国商务部发布公告, 对进口自韩国、土耳其、希腊、印度、加拿大和中国的大口径 焊管产品 发起反倾销调查, 同时对韩国、土耳其、印度和中国的 产品 发起反补贴调查。
华盛顿时间 2018 年 2 月 16 日	美国商务部公布了对 美国进口钢铁和铝产品的国家安全调查 (232 调查) 报告, 认为进口钢铁和铝产品严重损害了美国内产业, 美国商务部据此向特朗普总统提出建议, 对进口钢铁和铝产品实施关税、配额等进口限制措施。
华盛顿时间 2018 年 2 月 21 日	美国商务部发布公告, 正式对原产于泰国、中国和斯里兰卡的 橡皮筋 (Rubber Bands) 发起反倾销反补贴调查。
华盛顿时间 2018 年 3 月 8 日	美国总统特朗普签署命令, 认为进口钢铁和铝产品威胁到美国国家安全, 决定 将对进口钢铁和铝产品全面征税 , 税率分别为 25% 和 10%, 暂时排除加拿大和墨西哥的产品。

资料来源: 中华人民共和国商务部 华泰证券研究所

风险提示：

1、全球保护主义进一步抬头影响资本市场风险偏好

如果美国一意孤行，一直恐吓打贸易战，那么可能会引发全球其他经济体的贸易保护政策应对，结果是保护主义再次抬头。这将影响美股的风险偏好，在美股本身比较脆弱的情况下（长短端利率平、估值偏高）会产生比较明显的冲击，进而影响全球资本市场的风险偏好，同时也会影响中国，给A股带来压力。

2、美国国内政治诉求过强而贸易摩擦程度加剧

特朗普的政治集团内部多为企业家阶层，在打贸易战利好企业家不利于民众，不打贸易战利好民众不利企业家的选择中，迫于中期换届共和党希望连任的政治压力，美国不断主动加剧贸易摩擦。

3、美国为了维系霸主地位坚决打贸易战

美国精英阶层对潜在对手的警惕一直较高。如果认为中国在超过美国成为第一大经济体后会对美国的霸主地位产生明显威胁，可能不顾一切跟中国对峙，冷战思维回归，借助台湾问题和朝鲜问题进一步遏制中国。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com