

从信用角度看中美贸易战带来的深远影响



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

从信用角度看中美贸易战带来的深远影响

摘要

近几十年来美国曾多次发起贸易战，一般是在美国经济下行或行业遭遇危机的情况下爆发。自 2018 年 3 月特朗普启动中美贸易战以来经历了“交锋-升级-磋商-再升级”的过程，双方之间的分歧较大。

国内需求与产品供应相偏离是造成美国贸易赤字的根本原因；当前美国贸易赤字水平与经济发展基本适应。中美贸易逆差是由国际分工造成，美国是全球化的受益者。中美贸易摩擦是特朗普推行的美国复苏战略的一部分，有助于美国振兴制造业，维持美元在全球经济的支配地位，维持美国高科技领域的领先地位，也体现了美国普世价值观的输出与中国政体之间不相适应。

贸易战引起的全球政经环境变化或将增大中国经济发展的不确定性。中美贸易摩擦短期内对中国经济增长的直接影响较小，但其边际效应对处于转型之中的中国经济的影响值得关注，包括中国产业升级的步伐、人民币贬值压力、资本市场的波动，以及推升整体的信用风险。中短期内，贸易战升级也将将拖累美国的经济增长，推升通胀和失业率，影响美跨国企业的利润，拉高美国信用风险的不确定性，也可能影响美国内政局。

贸易战主要针对中国，但也波及众多经济体；美着手起草《美国公平与互惠关税法案》，可能将国际贸易推入混乱，全球消费者信心指数下滑，国债收益率走高，对全球产业链和经济前景构成潜在威胁；新兴国家金融市场或将加剧，全球信用风险有可能上升。

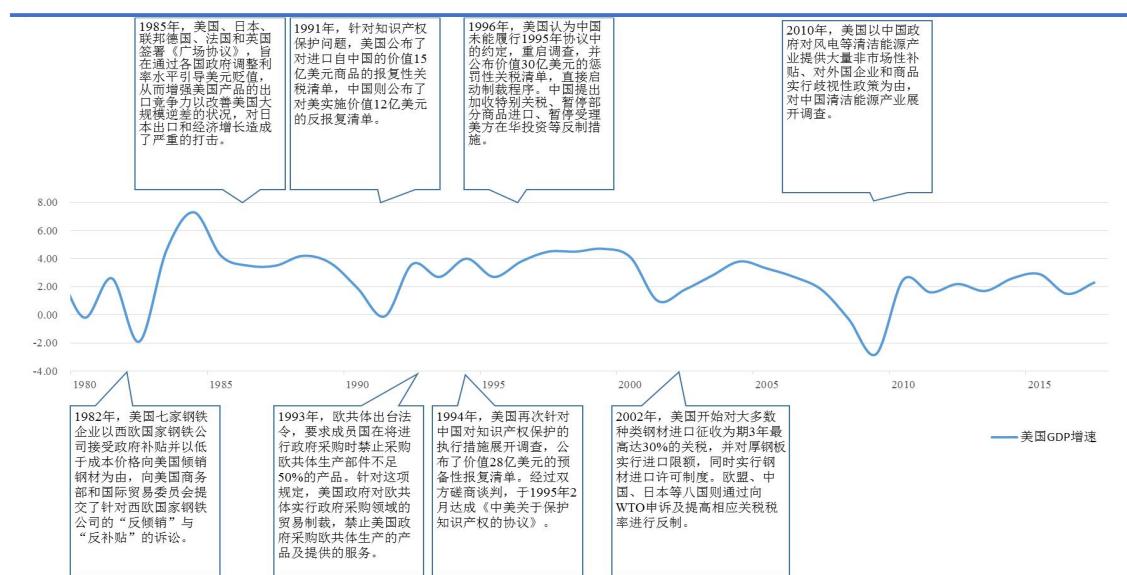
一、中美贸易摩擦不断升级的历史与现状

1. 近几十年来美国曾多次发起贸易战，一般是在美国经济下行或行业遭遇危机的情况下爆发，中国则在与美国的多次摩擦中反制力度开始逐步增强

自 1980 年以来，美国已向全球多个经济体发动贸易战（见图 1）。从这几次贸易战中可以看出，美国一般都是在经济下行或行业遭遇危机的情况下发动贸易战：20 世纪 70 年代，中东石油危机使得西方资本主义国家遭遇到了严重的经济危机，国内市场扩张速度趋缓也使得各国经济增长更加依赖出口，为争夺市场、扭转贸易逆差，美国在 80 年代初相继对西欧国家和日本发动了贸易战；20 世纪 90 年代初，欧美多国经济增速下行，欧共体率先对美国发动了贸易战，美国则予以回击；21 世纪初，全球钢铁行业面临产能过剩问题，美国国内钢铁企业也出现了经营困难，因此美国针对多国钢铁产品发动了贸易战。从贸易战的结果来看，美国利用其强大的综合国力对贸易战对手展开多方位的打击，基本取得了其预想的结果，而其他国家的反制力度则相对较弱。

从中美贸易战来看，自 20 世纪 90 年代初以来，美国多次针对中国知识产权问题发起调查，并威胁征收惩罚性关税，但最终是否启动制裁程序主要取决于中国的应对措施，大多数情况均以双方通过磋商谈判、达成和解协议告终，执行制裁程序的情况较少。在中国加入 WTO 之前，中国的反制手段相对单一，并在很多问题上做出了一定妥协和让步，但随着中国加入 WTO 及综合国力的提升，中国开始利用反倾销、反补贴政策展开反制，力度也有所增强。

图 1 美国历史上的贸易战和经济增长走势



数据来源：WIND，联合资信/联合评级整理

2. 此次中美贸易摩擦经历了“交锋-升级-磋商-再升级”的过程，虽取得了一定进展，但双方之间的分歧犹存，并开始向其他领域扩展

自 2018 年 3 月美国向中国发起贸易战以来，中美双方经历了“交锋-升级-磋商-再升级”的过程（见表 1），大体分为三个阶段：第一阶段从 3 月下旬至 4 月中旬，双方开启贸易战，并逐步扩大向对方加征关税的范围，推动贸易战逐步升级；第二阶段从 5 月初至 6 月初，双方相继在北京和华盛顿进行了三轮磋商谈判，达成了一定共识，但分歧犹存；第三阶段从 6 月中旬开始，美国再度挑起贸易战，中国予以回击，双方此前磋商达成的所有经贸成果同时失效，贸易战再度升级，并开始向其他领域扩展。从以上进程可以看出，每次贸易战端均由美国率先挑起，中国则予以坚决回击，在谈判过程中虽有妥协，但仍坚持自身核心利益。

与历史上几次贸易战相比，此次中美贸易战呈现出以下新的特点：一是涉及范围广、金额大，双方征收关税的范围扩展至农产品、钢铁、汽车、高新技术产品等多个领域，总金额数以千亿美元，远超历史上的任何一次贸易战；二是双方针锋相对，反制措施完全对等，中国每次都在美国挑起争端后及时予以回击，且反击力度完全与美国对等，展现出中

国在综合国力强大之后在应对贸易争端时更有底气；三是贸易战有向其他领域扩展的趋势，此次中美贸易战伴随着美国对中国高科技领域的限制和制裁（“中兴事件”），且逐步开始扩展到投资等领域，在贸易战的推动下中国也在 6 月底发布了新版“负面清单”¹，大幅放宽了竞争性领域对外商投资的限制。

表 1 本次中美贸易战演进过程

交锋及磋商	美国	中国
第一轮	3月8日，美国宣布自3月23日起对进口钢铁和铝分别征收25%和10%的关税。3月23日，美国总统特朗普针对中国贸易签署总统备忘录，宣称将对从中国进口的约1300种商品大规模征收高额关税，涉及征税的中国商品规模可达600亿美元。	3月23日，中国宣布自4月2日起对自美国进口的水果、猪肉等分别加征15%和25%的关税。
第二轮	4月4日，美国依据“301调查”结果，拟对价值500亿美元的中国制造产品征收25%的关税，涉及航空航天、信息和通信技术、机器人和机械等行业；4月5日，美国总统特朗普建议额外对1000亿美元中国进口商品加征关税。	4月4日，中国宣布将对原产于美国的大豆、汽车、化工品、飞机等价值500亿美元的商品加征25%的关税；4月6日，中国商务部表示，对于美方公布新增1000亿的征税产品清单，中方将毫不犹豫立刻进行大力度的反击。
第三轮	4月16日，美国商务部宣布，禁止美国公司向中兴通讯销售零部件、商品、软件和技术，为期七年；4月17日，美国商务部表示对产自中国的钢制轮毂产品发起反倾销和反补贴调查，初裁从中国进口的通用铝合金板存在补贴行为。	4月17日，中国商务部针对“中兴事件”称，“将密切关注事态进展，随时准备采取必要措施，维护中国企业的合法权益”；同时，中国商务部决定自4月18日起对原产于美国的进口高粱实施临时反倾销措施。
第四轮	5月3日至4日，美国财政部长姆努钦率领代表团访华，双方就部分问题达成共识，并同意建立工作机制保持密切沟通。	5月15日至19日，刘鹤率中国代表团访美，双方达成不打贸易战共识，并停止互相加征关税。双方同意，将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差，增加美国农产品和能源出口。
第五轮	6月2日至3日，美国商务部长罗斯率领代表团访华，双方在农业、能源等多个领域进行了良好沟通，取得了积极的、具体的进展。6月7日，美国商务部宣布解除对中兴通讯的禁令，但中兴公司需支付10亿美元的罚款并更换董事会及高层。	在6月2日至3日的中美第三次磋商后，中方在声明中明确指出，中美之间达成的成果，都应基于双方相向而行、不打贸易战这一前提。如果美方出台包括加征关税在内的贸易制裁措施，双方谈判达成的所有经贸成果将不会生效。
第六轮	6月15日，美国政府宣布对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中包括美国供应商从中国进口的汽车整车及零部件。6月19日，美国参议院投票否决“解除中兴禁令”。6月25日，美国财政部拟禁止中国持股比例在25%以上的公司收购涉及“重大工业技术”的美国公司。	6月16日，中国政府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，其中对农产品、汽车、水产品等545项约340亿美元商品自7月6日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告。
第七轮	7月6日，美国宣布开始对500亿美元商品中的	几乎同时，中国海关宣布开始对340亿美元的

¹ 2018年版负面清单保留的48条特别管理措施比2017年版的63条减少了15条。在制造业领域，汽车行业取消专用车、新能源汽车外资股比限制；在金融领域，则取消了银行业外资股比限制，将证券公司、基金管理公司、期货公司、寿险公司的外资股比放宽至51%；此外，清单还对汽车、金融等领域列出了明确的对外开放路线图和时间表。

	340 亿美元部分立即加征 25% 的关税。	美国商品加征 25% 的关税。
第八轮	7 月 11 日，美国贸易代表办公室发布了一份针对中国 2000 亿美元商品加征关税的计划和清单，加征的关税税率约为 10%。但关税将不会立即生效，将在 8 月 20 日至 23 日的听证会上走为期两个月的审查流程。	当日，中国商务部新闻发言人就美方公布拟对华 2000 亿美元输美产品加征关税清单发表谈话，指出美方以加速升级的方式公布征税清单，是完全不可接受的，对此表示严正抗议。
第九轮	8 月 1 日，两位美国政府官员在跟记者的电话会议表示，正在考虑对 2000 亿美元进口中国商品拟加征的关税税率是从 10% 提高至 25%。特朗普要求美国贸易代表办公室就拟议提高关税税率一事征求公众意见。	8 月 3 日，国务院关税税则委员会发布公告，决定对原产美国的部分进口商品（第二批）加征关税。公告显示，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，按照四档不同税率加征关税。

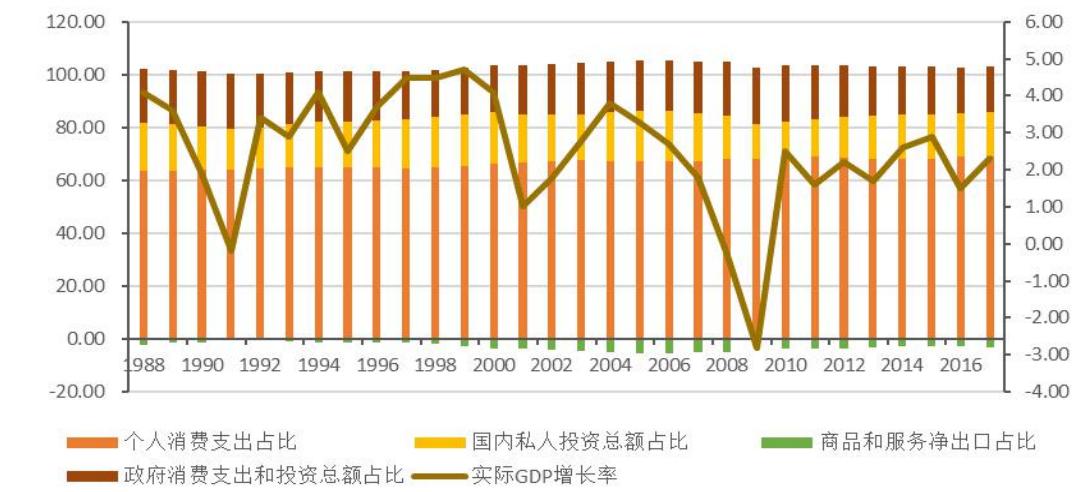
数据来源：联合资信/联合评级整理

二、美国贸易逆差及中美贸易摩擦成因分析

1. 国内需求与产品供应偏离的经济发展现状是造成美国贸易赤字局面的根本原因；当前美国贸易赤字水平处在历史稳健状态。从某种意义上来说，保持适度的贸易赤字是美国内需驱动经济发展过程的必然选择。

观察美国近年来的经济发展，一方面是内需驱动的经济发展模式，国内民众对商品和服务需求巨大；另一方面，经历多次产业转移后，美国产业发展逐步偏向于知识密集型产业，传统的劳动密集型产业逐步势弱，这就导致出口优势偏向高端产品，内需长期寻求外部进口。国内消费需求与生产供应错位是当前美国贸易赤字局面的根本原因。

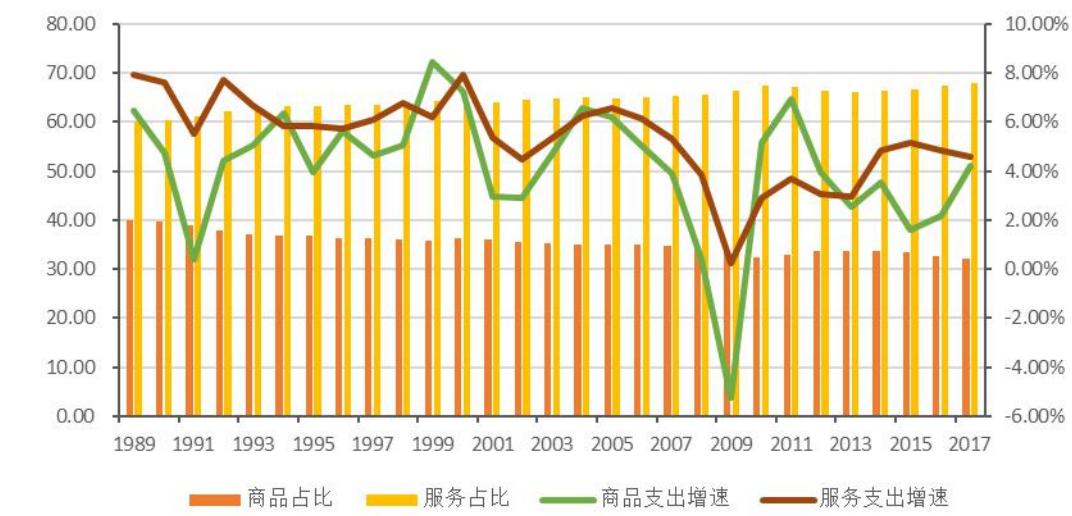
图 2 1988~2017 年美国 GDP 构成（支出法）



数据来源：Wind

以国内消费为引擎的增长模式，以及不断推进的消费升级过程，导致美国国内消费存在广袤的贸易进口需求。2017年的数据显示美国个人消费支出占比已经接近70%，对美国经济增长贡献度达到80%，国内消费对美国经济增长起到长期稳定的拉动作用。

图3 1988~2017年美国个人消费支出结构



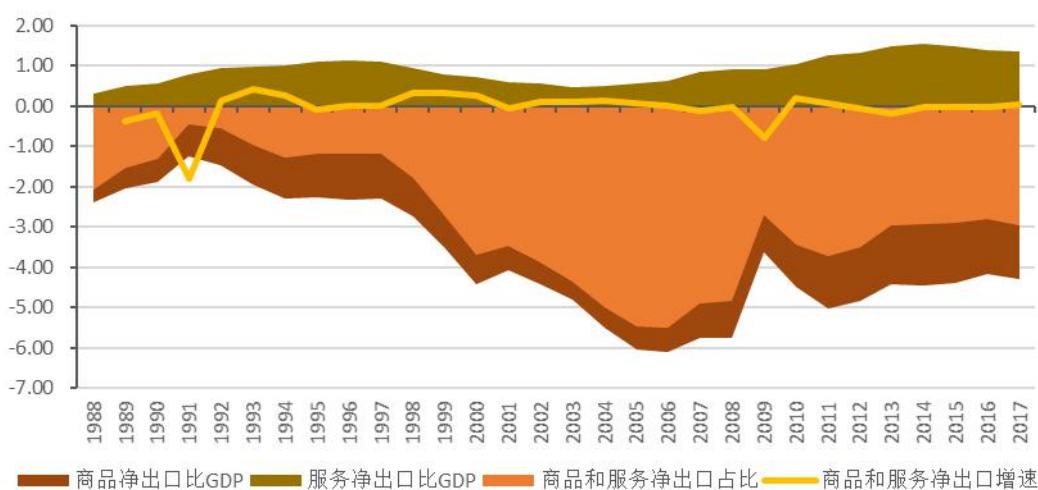
数据来源：WIND

美国当前的贸易赤字水平仍处在历史平稳水平。产业发展路径决定了美国服务贸易发达，服务贸易长期保持盈余状态；同时，国内需求对外部市场的依赖使得商品贸易常年保持赤字状态；在国内需求支撑下的经济增长模式最终导致美国贸易账户常年保持赤字水平。从历史长期数据来看，美国贸易账户总体保持在较为稳健的状态。2008年经济危机以后，美国经济逐步步入正轨。2010年~2017年数据显示，美国服务贸易盈余平均水平约为GDP

的 1.4%，商品贸易赤字平均水平约为 GDP 的 -4.5%，而最终贸易赤字率长期稳定水平约在 GDP 的 -3.0% 左右。与 1990 年~2006 年数据相比，尽管商品贸易赤字与服务贸易盈余均有小幅上升，但最终贸易赤字水平仍然保持在 GDP 的 -3.0% 左右。这一对比表明，美国经济已经逐步恢复至危机前的长期稳定状态，贸易赤字占 GDP-3.0% 左右的发展水平是与美国经济长期潜在发展水平相适应的。2017 年美国贸易赤字率约为 GDP 的 -2.95%，贸易赤字水平仍处在历史平稳水平附近。同时，贸易赤字水平与经济增长两者的相关系数不足 0.15，表现出了较低的相关性，贸易赤字对经济增长的影响较小，远谈不上威胁。

作为一个成熟的发达经济体，美国经济波动性较小，经济结构长期保持稳定，同时消费支出占比年均增长率不足 0.2%，波动性较小，国内需求基本达到长期稳定状态，经济增长的主引擎来自于国内消费的长期稳定发挥。从当前的产业结构和经济发展现状来看，预计美国贸易账户将长期处在赤字水平，且长期稳健水平约为 GDP 的 -3.0%。贸易赤字水平对经济增长不构成威胁，反而有助于国内消费的持续稳健增长，长期来看，贸易赤字是当前美国内需驱动经济发展过程的必然选择。

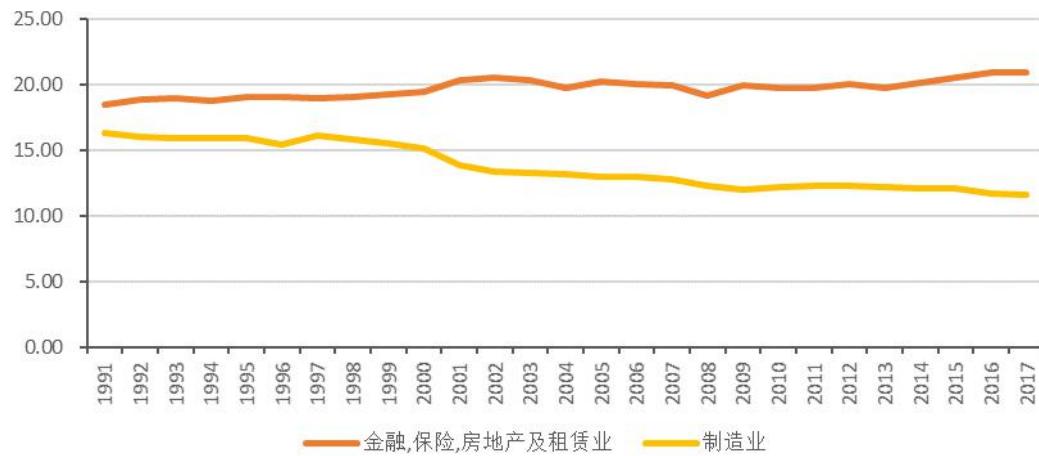
图 4 1988~2017 年美国贸易赤字



数据来源：WIND

特朗普宣称过去三十年间全球化的飞速发展，使中国、墨西哥等发展中国家迅速成长，夺走了美国的制造业与就业，但此种说法相当片面。全球化是一把双刃剑，从全球价值链的角度，美国在国际贸易中获得了巨额贸易利益，只不过这些利益较多的集中在跨国公司与大城市的部门。全球自由贸易环境下，以美国为代表的大型跨国公司在全球范围内进行了广泛而深刻的产业结构大调整，经济增长点持续建立在对更高级别的产业发展上，比如，金融、互联网、保险、信息科技等服务贸易领域，这些产业以知识密集为特征。而在传统制造业（劳动密集型）上的投入则逐步减少，转而寻求低级产业的外部供应。

图 5 1991~2017 年美国行业增加值占 GDP 比重



数据来源：WIND

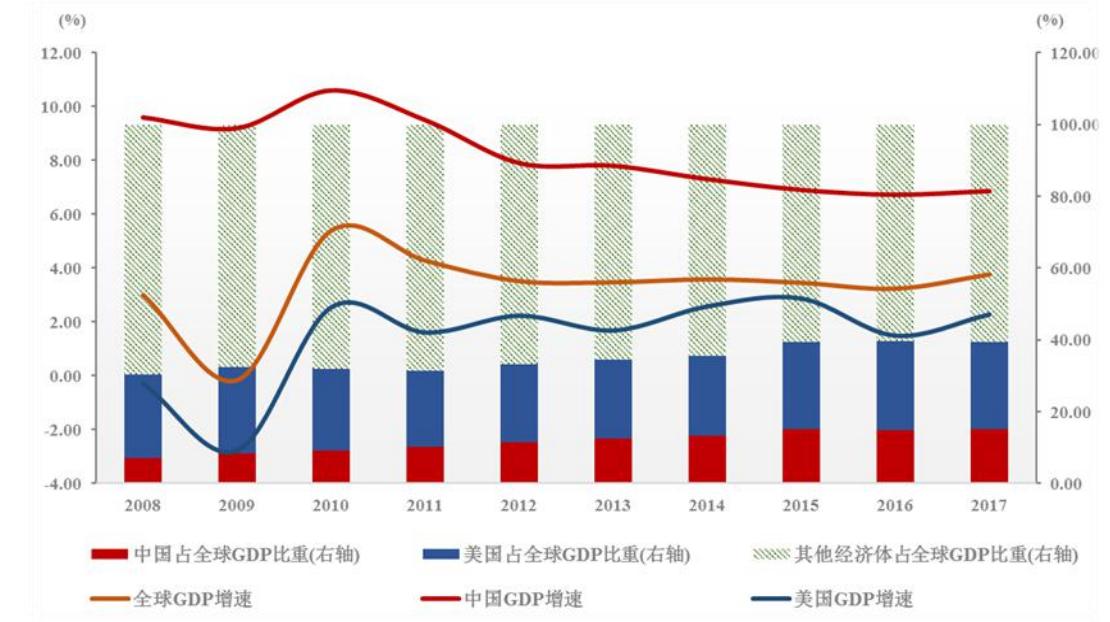
在这一产业转移路径发展下，美国经济增加值中，金融、保险、房地产及租赁行业增加值占比逐年攀升，而传统制造业增加值则呈现出下降趋势。2017 年，金融、保险、房地产和租赁行业增加值占 GDP 比重达到 20.9%，而制造业行业增长值占 GDP 比重则下降至 11.6%。同时，在福布斯发布的 2018 年全球最具创新能力企业百强名单中，美国包揽前 7 名，并占据榜单中 51 位；世界五百强企业中，美国企业数目为 132 个，占比超过 26%，企业利润占比超过 42%；从 1950 年至 2016 年期间，贸易自由化以及全球技术改善带来的贸易扩张为美国经济产生约 2.1 万亿美元的收益，期间美国人均国内生产总值增长 7014 美元，美国是自二战以来国际贸易扩张的重要受益者。

2. 中美贸易摩擦是特朗普推行的美国复苏战略的一部分

首先，给中国商品的进口设置障碍有助于增强美国制造企业的竞争优势，扭转美国制造业在国民经济中地位不断下降的长期走势。在过去数十年全球化过程中，美国的经济结构发生了明显的变化，金融、互联网、保险、信息科技等知识密集行业发展迅速，而传统的制造业在经济中的比例不断下降，导致的结果之一就是传统制造业地区的衰败。特朗普在竞选时承诺振兴制造业，而中国又是制造业大国，抑制中国制造业的竞争不但可以使得美国制造业增加就业，而且可以提高传统制造业地区人们的生活满意度。

其次，贸易战有助于维持美元的全球地位。中国积极推动的一带一路倡议和人民币全球化计划在提升中国经济对于全球影响力的同时也对美元在全球经济体系中的支配作用形成了潜在威胁。贸易战也体现了美国希望在这方面对中国的进展形成抑制。

图 6 2008 年~2017 年中国和美国经济增长表现



数据来源：IMF

再次，贸易战也是美国在高科技领域的全球领先地位的需要。对内放松管制，对外打压以中国为代表的在某些领域有一定竞争力的国家，是特朗普政府确保美国高科技领域领先地位的两手措施。在所有主要经济体中，美国知识和技术密集型产业占经济活动总量的比例最高，在高科技制造业中，美国的全球产量占全球的 29%，其次是中国 27%。但近几年中国在技术领域迅猛发展，在装备制造、新能源汽车等领域，中国已经具备了一定与美国直接竞争的能力，在人工智能、量子通信等尖端科技领域也呈现出与美国并驾齐驱的态势，中美国际分工开始从互补逐步走向竞争。美国挑起的贸易战也是希望对中国在高科技领域的发展形成一定的压制。

最后，贸易战还是美国普世价值输出与中国政体不相适应的结果。二战以后，随着美国在全球影响力的不断上升，美国的普世价值也在全球范围得到了更广泛的传播，并在原苏东事变后达到了顶峰。但另一方面，中国改革开放以后虽然迎来了经济的高速发展，但并未全面接受美国的普世价值，美国普世价值的输出与中国政体的不适应也是促使特朗普启动贸易战的一个重要原因。

三、从信用角度看中美贸易战的影响

1. 贸贸易战对于中国经济的影响

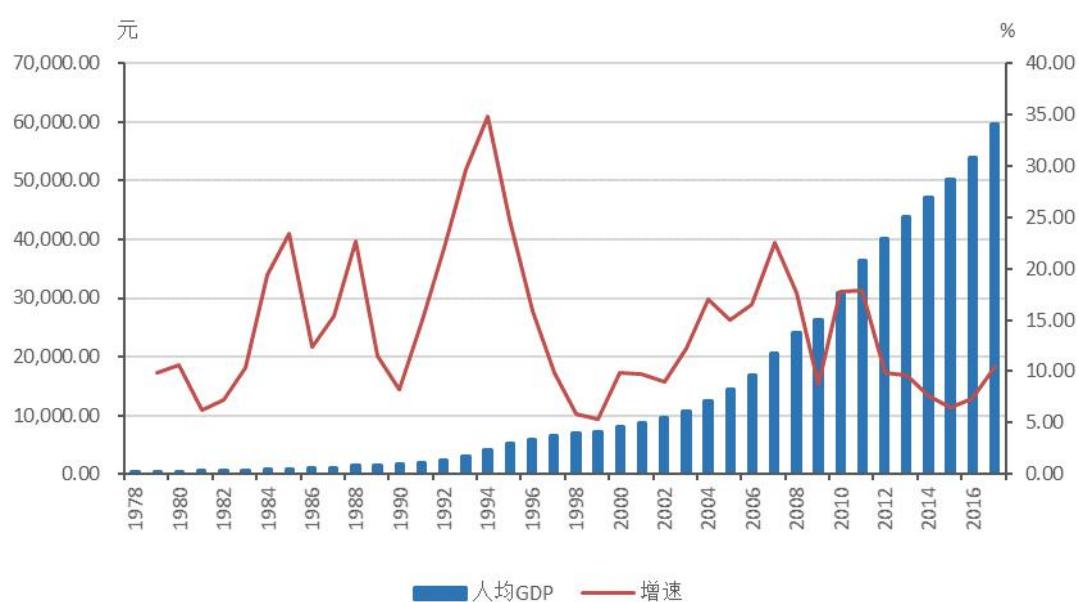
1) 特朗普贸易战引起的全球政经环境变化势必会增大中国未来经济发展的不确定性

自 1978 年十一届三中全会中国改革开放以来，中国经济取得了举世瞩目的成绩，人均 GDP 由 385 元提升至 59660 元，年均增速达到 9.5%；与此同时，中国经济对世界经济增长

贡献率也从 1978 年的 3.0% 上升至当前的 30%² 左右，经济体量也跃升至世界第二，仅次于美国。这些成绩的取得，得益于中国坚定走改革开放之路，但同时也是诸多客观因素和历史机遇造就的。其中，不可忽视的一点就是美国因素。上世纪 70 年代，尼克松访华以及达成的《中美联合公报》为中国国际关系打开了新的局面。随后不久，中国外交迎来了第三次建交高潮，中美会谈之前，新中国的建交名单中，除了法国，基本都是亚非拉国家；而在中美联合公报发布之后，中国在联合国恢复合法地位，同日本、联邦德国等等发达国家建立外交关系，等等，可以说，此次建交潮直接打通了中国与西方世界的联系，极大提高了中国的国际地位。

中美 1979 年正式建交，美国一直以来作为全球最大的经济体，在中国改革开放进程中的影响不可忽视。竞争与合作是双方经贸发展中的重要内容。在这一过程中，美国已经成为中国国际技术合作项目的第二大合作国，双方合作项目金额约占中国全部国际合作项目的 20%；同时中国在美留学生梳理连续八年居第一位，占美国国际学生总数的 32.5%；90 年代以来，美国对中国投资总量已经超过 2400 亿美元，同时中国对美投资总额约为 1100 亿美元，仅 2016 年中美双边直接投资额超过 600 亿美元。无论从贸易、投资、移民，还是技术、文化交流，中美之间的联系愈加紧密，相互交织，而这一过程并不是此消彼长的相互消耗，中美双方，以及全球其他经济体也从中受益良多。

图 7 1978 年~2017 年中国人均 GDP 及增速



数据来源：IMF

自特朗普启动贸易战以来，虽然针对的主要目标是中国，但也涉及包括欧盟、日本、加拿大、墨西哥、印度等众多国家。这些涉事国家，一方面都宣布了针对美国的贸易报复

² 数据来源：世界银行，为通过汇率法计算的中国对世界经济增长贡献率。

措施，另一方面也尝试采取一些协调行动，比如日本正积极加快推动美国退出之后的 TPP 谈判进程，而欧盟则选择与日本签订了全球最大的自由贸易协定。值得注意的是，这些其他涉事国家在推动协调行动的时候有意或无意地避免与中国沟通，甚至对中国主动提出的倡议予以忽视。另一方面，7月25日，在美国总统特朗普与欧盟执委会主席容克会谈过后，双方还发表联合声明，表示他们已经同意“朝零关税、零非关税障碍、非汽车工业产品零补贴的方向努力。从这些国家目前的行为来判断，如果未来美国对于他们的态度有实质性的松动，他们选择与美国合作的可能依然较大，共同建立一个将中国排除在外的自由贸易协定的选择还不能排除。同时，我们还注意到，“国家安全”的概念被特朗普政府作为此次贸易战的出发点而一直强调。中国坚持和平发展的理念显然没有被美国当局者接受。从这一点来看，中国在经济崛起的路上，与美国的摩擦恐难以避免。美国已经明确将中国定位为竞争对手，而目前贸易战仅只是开始。未来10至20年之内，中美之间的摩擦恐将长期存在。

综上所述，特朗普贸易战正在引起全球政经环境的巨变，而对于中国来说，外部环境的变化也大大增加了未来长期经济增长的不确定性。

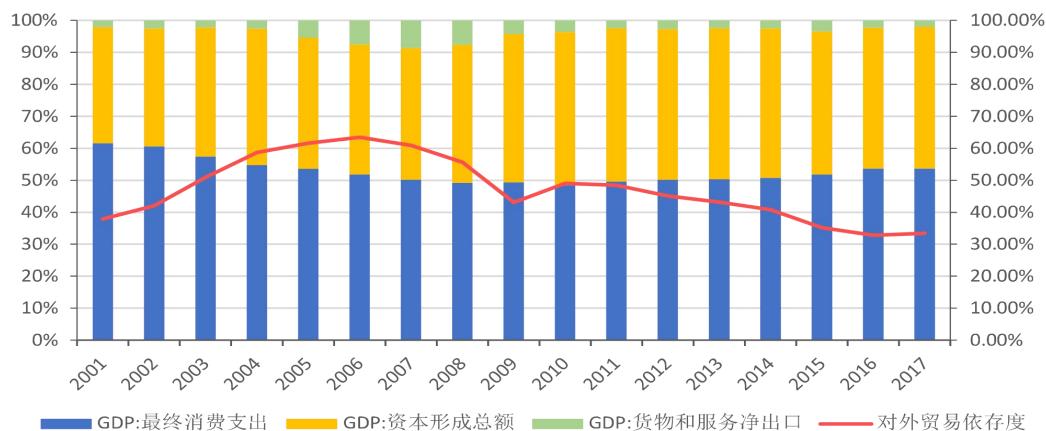
2) 中美贸易摩擦短期内对中国经济增长的直接影响短期来似乎不太明显，但其边际效应对于长期奉行出口导向型的中国经济发展将会可能产生的影响值得关注

2001年，成功加入世界贸易组织的实践对于中国经济的增长起到了非常积极的推动作用，从加入世界贸易组织开始至2007年，净出口对于中国GDP增长的贡献一路走高，中国的外贸依存度也从2001年的不足40%上升到2006年的63%。更为重要的是，在加入世贸组织后，中国制造业的发展进一步推动了全球供应链形成和完善，中国得以顺利加入全球经济一体化的进程。

但从2007年美国次贷危机发生，外部需求大幅下降之后，中国经济的发展模式已经产生了巨大的变化，国内需求逐步成为新的经济增长引擎，对外部的依赖出现了明显的下降趋势。中国贸易依存度已从2006年的63%下降到2017年的33%，低于42%的世界平均水平。

正是因为这种变化，中美贸易摩擦短期内对中国经济增长的直接影响相对较小。根据包括联合在内的国内外多家机构测算，美国对中国首批500亿美元商品加征25%关税的举措对于中国GDP增长率的直接影响不会超过0.2个百分点；在追加2000加2000亿美元加征10%关税后，对于中国GDP增长率的直接影响不会超过0.5个百分点；在最极端的情况下，美国启动对中国所有进口商品加征45%关税，对于中国GDP增长率的直接影响也不会超过两个百分点，应该不会对中国经济造成致命后果。换而言之，如果只考虑贸易摩擦的直接影响，中国依然可以维持较美、日和欧盟相对更高的经济增速，逐步缩小与发达经济体之间的差距。

图8 2001~2017年中国GDP构成及对外贸易依存度变化



数据来源：Wind

虽然中美贸易摩擦对于中国经济增长的直接影响相对可控，但其边际效应对处于转型之中的中国经济及其长期发展的影响却值得给予重视。

首先，中美贸易摩擦可能会延误中国产业升级的步伐。经过改革开放四十年的发展，中国经济已经开始步入后工业化时代，升级的服务业在国民经济中的份额不断提高，先进制造业发展迅速。应该说，在这个过程中，中国通过对西方当代现代科学技术知识和商业管理经验学习和交流大幅度加快了中国产业升级的脚步。而特朗普拟采取的限制中国学习获得西方先进经验的各项措施，包括限制中国企业并购美国企业获得先进技术，限制中国学生和学者赴美学习先进科技课程，抵制中国以市场换技术的政策等都将有可能限制中国掌握先进科技知识和管理经验的速度，延误中国成业升级的步伐。

其次，中美贸易摩擦可能会给人民币造成比较大的贬值压力，从而影响人民币币值稳定的预期。随着中国经济的发展，各类生产要素价格优势的逐步消散导致了中国的商品出口增速出现了下降，甚至出现负增长，而服务贸易的进口则因出国旅游而大幅度增长，从而导致了贸易总盈余增幅的显著下降。

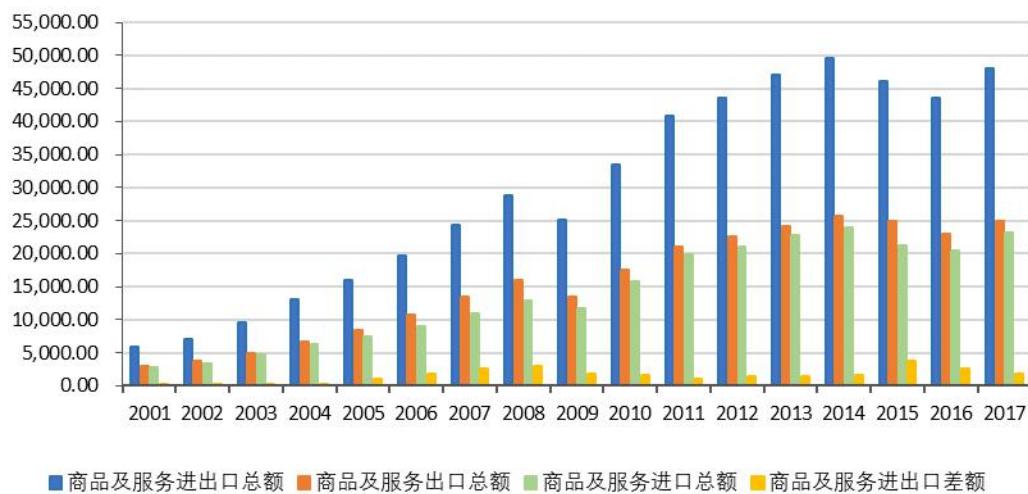
表 2 贸易额及盈余增速对比

图 9 旅游贸易赤字及占比



数据来源：OECD

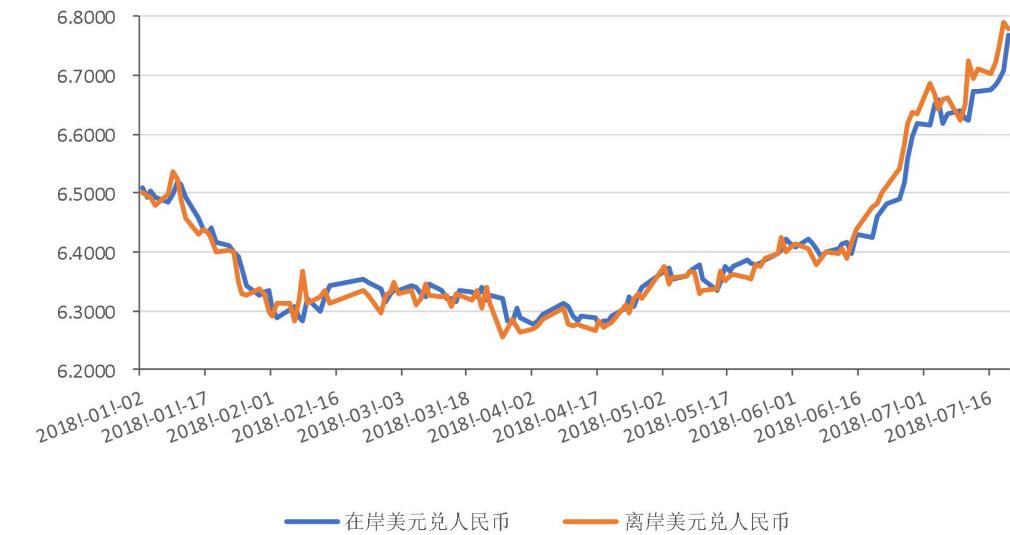
图 10 中国商品及服务进出口变化



数据来源：Wind

在中国贸易盈余增速逐步下降的总体形势下，对美贸易盈余构成中国贸易整体保持盈余的重要原因。根据中国海关统计，2017 年，中美商品贸易顺差是 2758 亿美元，减去约 440 亿美元的服务贸易逆差，对美贸易总顺差超过 2200 亿美元，远超 2017 年 1830 亿美元的贸易总盈余。也就是说，如果没有对美贸易的盈余，中国全球贸易将存在赤字。而中美贸易摩擦进一步升级的威胁也给人民币带来了较大的贬值压力。

图 11 2018 年美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind

从上图可以看出，随着中美贸易摩擦的升级，人民币出现了明显的贬值，4月初至7月22日止，人民币已经贬值超过8%。未来，如果美国再增加对2000亿美元，甚至4000亿美元中国商品加征关税，不排除人民币进一步贬值的可能。而一旦人民币贬值趋势长期存在，则会在很大程度上减缓人民币国际化的进程。

再次，中美贸易摩擦的升级将导致对中国资本市场的波动。从市场的反应分析，中美贸易摩擦升级，可能成为影响今年中国资本市场重要变量。中国股市受市场情绪影响，波动加剧，但继续下跌的空间有限。中美贸易摩擦加剧一定程度上影响短期市场情绪和风险偏好。中美贸易战期间，上证综指在经历了两次明显下滑；一次是在3月23日中美贸易战正式开启当天，另一次是在6月15日美国再度挑起贸易战之后，且6月中以来A股波动加剧，截至6月22日沪深市值蒸发70642亿人民币，已经令市场投资者遭受了较大损失。如果美国于8月下旬追加对2000亿美元中国商品的关税，涉及的中国产业将扩大至纺织品、服装、玩具、家具等对美出口量更大的行业，可能引起股市内这些板块的进一步下跌。从而导致股市的继续下行，令更多资金退出股市。

图 12 中美贸易摩擦爆发以来上证综指走势

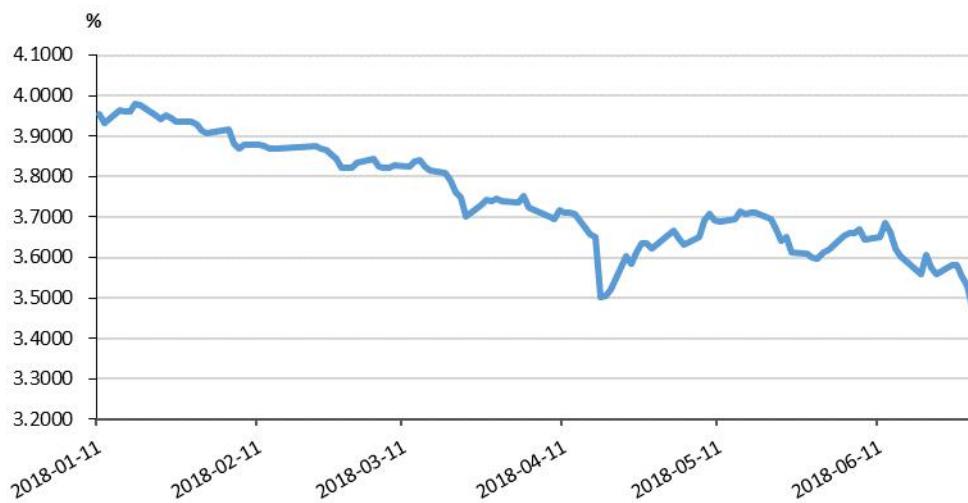


数据来源：Wind

另一方面，中美贸易战也推动了市场风险偏好的转向，市场资金趋向流入避险资产，债市得到一定程度的提振。2018年3月底中美贸易摩擦爆发以来，中国十年期国债收益率明显呈现下行，7月2日，10年期国债收益率达到了14个月以来的最低点3.47%。从基本面因素看，在去杠杆、紧信用的政策环境之下，今年五月新增社融大幅降至7608亿元，下半年经济下行风险上升，风险偏好下降，基本面对于债市的支撑逐渐增强，尤其是对国债、国开债等具有避险功能的利率债形成明显利好。

资金从股市退出而转向债市的现象，在一定程度上，与政府降杠杆的努力出现了反向而行的走势。

图 13 中国十年期国债到期收益率走势

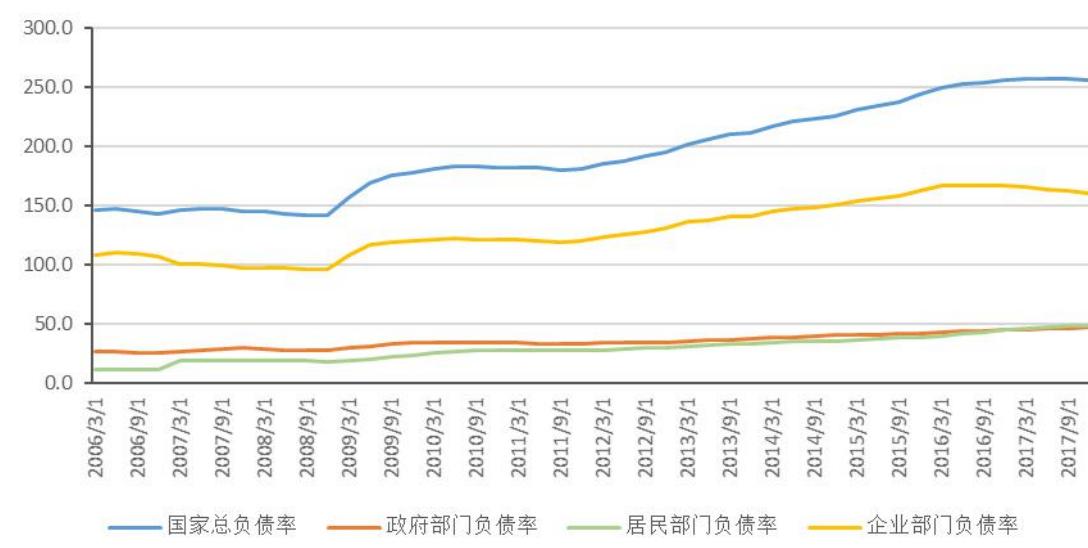


数据来源：Wind

最后，贸易战可能对中国政府目前正在推进的降杠杆、紧信用政策造成干扰，内外风

险有可能叠加，推升中国的整体信用风险。为了应对次贷危机的影响，中国政府于 2009 年启动了“四万亿”计划以避免经济陷入衰退。此后，中国各部门的负债一路走高，信用呈现加速扩张的态势。从 2008 年底至 2016 年底，国家的总负债率从 141.3% 上升至 255.3%，远高于新兴市场国家 183.2% 的平均水平。其中，政府部门的负债率从 20.1% 增长到 44.5%，居民部门负债率从 17.9% 到 44.4%，企业部门负债率从 98.3% 升至 183.2%；而企业部门的负债率不仅超过了一般新兴国家的水平，也超过了绝大部分发达国家的水平。

图 14 2006~2018 年中国整体及各部门负债率变化



数据来源：BIS

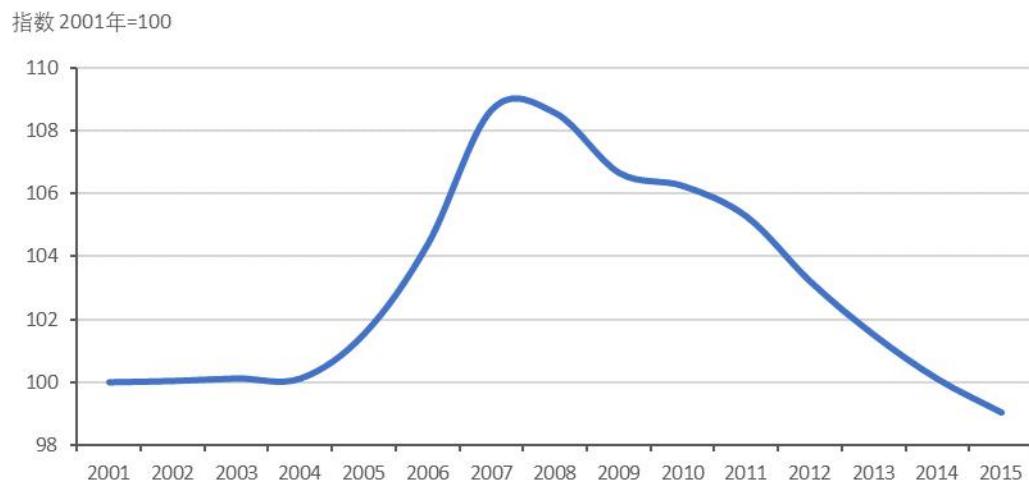
但从经济生产的角度分析，2009 年后，中国信用扩张带来的资金投入与劳动力增量占比和全要素生产率变动的方向出现了相悖而行的态势，且幅度越来越大。受计划生育政策影响，我国人口红利至 2012 年到达顶峰后开始出现下降，而全要素生产率自 2008 年达到顶峰后也呈现下降走势，且在 2012 年后出现了加速下滑的趋势。信用扩张与其他生产要素相悖而行的历程使得信用扩张的支持力量不断下降，总体信用风险大幅度升高。在具体经济活动中的体现就是：一方面经济的发展极度依赖信用的扩张；另一方面资金的使用效率不断下降，资金的投入和经济的产出比例不断下滑。

正是体察到这种依赖信用扩张维持经济增速的模式不可持续，中国政府提出了降杠杆的政策主张，采取的相应措施，企业部门首次出现了负债率下降，从 2016 年 3 月末的高点 166.3% 降至 2017 年末的 160.3%。

而如果中美贸易战全面爆发，为了应对经济增速快速下降的压力，中国政府很可能不得不减缓甚至终止降杠杆的努力，内外风险有可能形成叠加。从更深的层次分析，贸易战的爆发还会加速全要素生产率的下跌速度，因为贸易战对于全要素生产率三个因素中的科技进步和规模效应的冲击无法避免，特别是如果美欧日如果最终与部分国家达成自贸协定，

中国经济的规模效应优势将受到很大的挤压。

图 15 2001~2015 年中国全要素生产率变化



数据来源：联合根据周永峰论文《中国全要素生产率变动的测算：1991—2015》³折算

2. 贸易战对于美国经济的影响

- 1) 贸战火升级可能短期内表现出推升通货膨胀率和失业率的迹象，但不会构成实质性障碍

因为美国自身的经济规模较大，且出口和对外依赖度也均低于中国，贸易战对美国经济的影响小于中国。长期来看，如果相关产业能够完成回归，对美国的经济增长还有可能起到促进作用。但即便如此，如果贸易战全面升级，中短期内仍将拖累美国经济的增长幅度。根据我们的模拟测算，在美国对华产品全面征收 45%关税、净出口大幅下滑的情形下，2019 年美国 GDP 增速将出现 0.1%下滑；即便之后美国 GDP 重回增长轨道，到 2022 年的五年内，其平均 GDP 增速（1.8%）也将低于无贸易摩擦。

另一方面，大量中国进口商品价格上涨令美国居民的生活成本上升，消费水平、投资及政府支出将受到制约，失业率将大幅上升。根据欧洲央行的经济模拟推算显示，若美国对所有进口产品加征 10%的关税及其贸易伙伴国以同等手段进行报复，一年之后美国的 GDP 与不加征关税的情况相比将下降 2.5%。

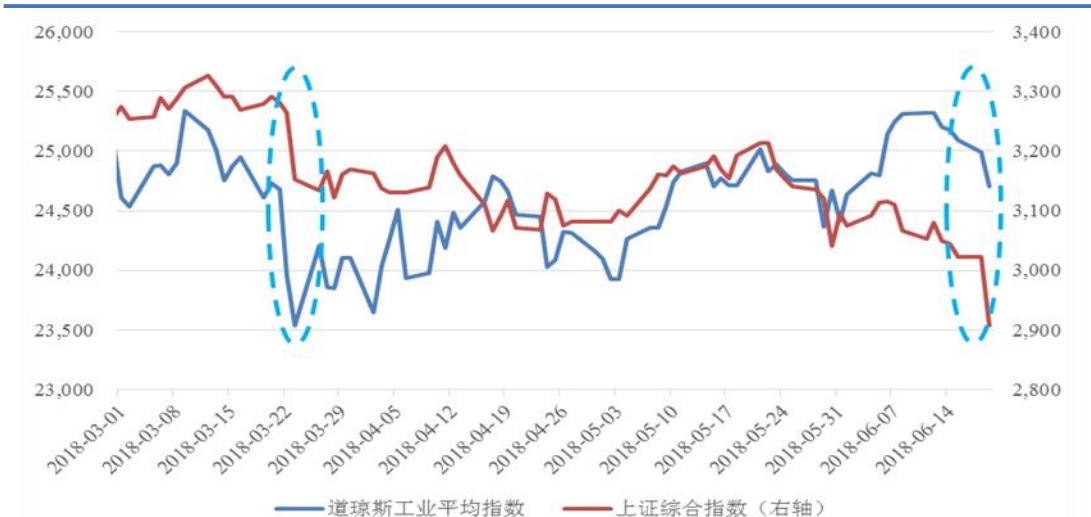
- 2) 贸战火升级短期内将会影响美国跨国企业的利润水平，但国内减税势必会导致美国资本和企业的回流

经过数十年的全球化进程，美国企业，特别是跨国企业对于全球供应链的依赖程度也

³ 《金融理论与实践》2018 年第三期（总 464 期）。关于中国全要素生产率历年的变化，国内已有多位学者进行研究，结论与周永峰的研究结果基本一致。

在不断升高。相当部分美国跨国企业都在中国设立了生产和研发基地，对华出口产品加征关税将直接影响这些企业的销售和利润水平。即使对于那些未在中国设立生产和研发基地的企业而言，也普遍存在着对中国供应商的依赖，即使这些企业能够在其他国家和地区觅得替代供应商也往往意味着更高的采购成本，因此，其利润水平也将同样受到影响。自特朗普启动贸易战以来，美国股市也出现了多次下跌，且时机与中国股市的下跌时间点基本同步，体现了贸易战无法摆脱双输局面的固有特征。

图 16 美股票指数走势



数据来源：WIND

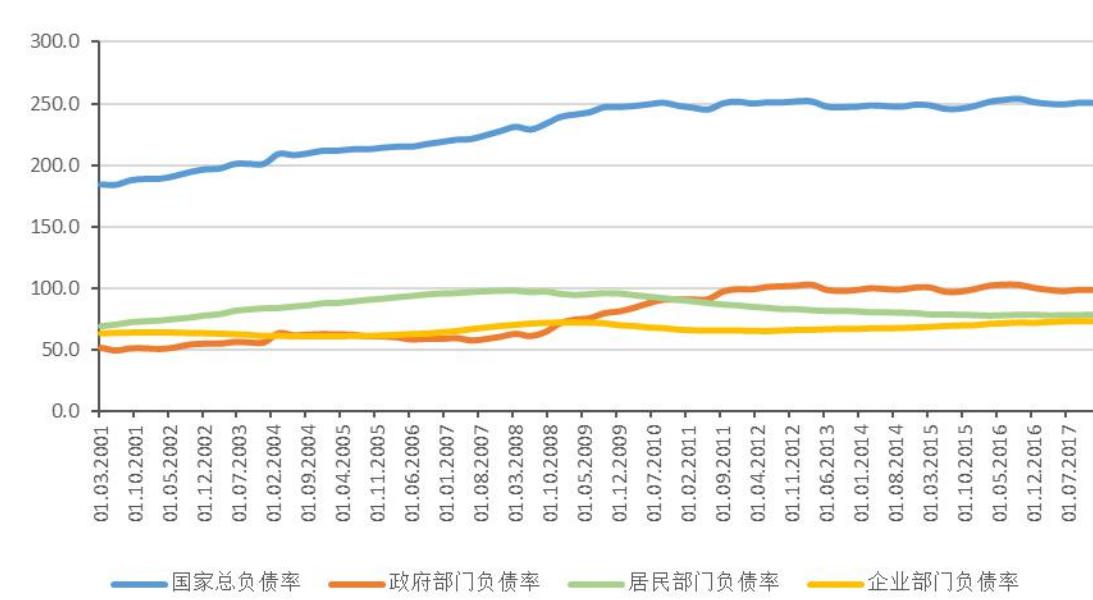
应该也是察觉的这种可能，在首批加征关税后仅一天时间，美国贸易代表处宣布，被中国进口产品的美国企业可以有 90 天的时间向美国政府申请有效期一年的关税豁免。目的就是在于避免相关美国企业因中美贸易战而受到的损失过大，而把打击的目标尽量对准中国企业。但这也将使贸易战对中国经济的影响有所降低。

3) 企业减税但个人税并没有减少，贸易战也势必会使美国的信用风险不确定性将所有上升

考察美国的国家总体负债率可以发现，自次贷危机发生起，在经历了短暂的小幅上升后，美国总体负债水平稳定在了 250% 左右的水平，与此前 2001 年开始的负债水平快速上升形成了鲜明的对比。具体分析各部门的情况，政府部门的负债出现了较大的上升，从次贷前的 70% 左右上升至目前的接近 100%；居民部门的负债水平出现了显著下降，从接近 100% 的水平降至目前的低于 80%；企业部门的负债则在经历了一段时间的下降后有所反弹，目前基本与次贷以前水平相当。

上述的变化清楚表明，次贷危机后美国政府所采取的量化宽松政策在推升了政府部门负债水平的同时，帮助居民部门有效降低了负债水平，从而稳定了国内消费，拉动经济维持稳定增长。

图 17 2001~2017 年美国整体及各部门负债率变化



来源：BIS

但特朗普上台后所推动的一系列政策，已经对美国政府部门的负债水平形成潜在的威胁：例如，他所推动通过的减税计划，在实现了个人增收、企业盈利增加，从而有利于增强美国经济的长期增长潜力的同时，短期内料将加大联邦政府的财政赤字，再叠加上他所推动的大规模基建计划，已经使得美国联邦政府债务水平存在着中短期内出现快速上升的可能。

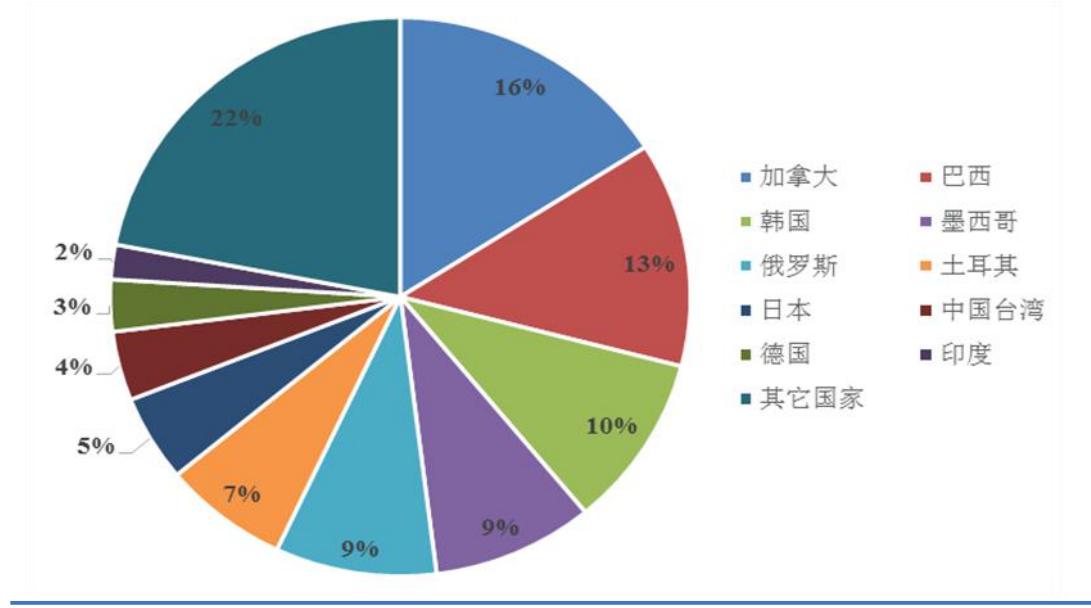
如果贸易战全面爆发，美国目前经济强劲增长、失业率极低、通货膨胀率维持稳定温和的局面大概率发生变化，经济增速有可能出现下降，通货膨胀率有可能出现突破警戒线的情况，而失业率也可能上升。这些可能的变化，一方面也许有助于降低美国经济增长过热的潜在风险，另一方面也可能侵蚀税基，加剧原来可能出现的政府债务水平上升，提升美国的信用风险。

3. 贸贸易战对于全球经济的影响

- 1) 特朗普发动贸易战主要针对中国，但战火范围不断扩大，波及众多经济体，引发全球反制，无论是发达经济体尤其是新兴市场的外部不确定性增强

美国发起的贸易战并非仅仅针中国，还涵盖了全球其它主要经济体，但美国在对待加拿大、欧盟、日本等传统盟友的态度上却与对待中国截然不同。美国在 3 月初对进口钢铁和铝加征关税时给予了包括欧盟、加拿大、墨西哥、阿根廷、巴西、澳大利亚、韩国在内诸多国家暂时性豁免权，但并不包括中国。美国从这些国家进口的钢材占到其钢材进口总量的一半以上（见图 18），然而从中国进口的钢材占比却不足 2%。

图 18 美国钢材主要进口来源分布



数据来源：IMF

但其他国家的豁免也仅是暂时的，若获取永久豁免权需要与美国开展谈判，接受美国设定的出口配额，或在 NAFTA 谈判中有所让步。目前仅有巴西、阿根廷和韩国在接受了美国较为苛刻的条件后达成了协议，其他国家与美国的谈判均以失败告终，美国于 6 月 1 日起对欧盟、加拿大和墨西哥等国家也开始加征钢铝产品关税。

面对美国的制裁，全球多个主要经济体展开正面交锋，出台了一系列反制措施。墨西哥从 6 月 6 日起向自美国进口的钢铁、农产品和威士忌酒等近 30 亿美元的商品征收 15-25% 的关税。印度 6 月 21 日决定对农产品和钢铁制品等 29 种美国进口产品提高关税，其中 28 项关税立即生效，盐水虾关税将从 8 月 4 日起生效。6 月 22 日，欧盟对美国加征关税的实施条例生效，欧盟首先对总值 28 亿欧元的美国产品加征关税；随后三年欧盟将视在世贸组织的申诉情况对其余总值 36 亿欧元的美国产品加征关税。加拿大从 7 月 1 日起对约 126 亿美元的美国产品加征关税，其中对钢铝产品分别加征 25% 和 10% 关税。此外，俄罗斯、日本等国也考虑对美国实施反制措施或征收报复性关税。

2) 美国着手起草《美国公平与互惠关税法案》，国际贸易可能将进一步陷入混乱

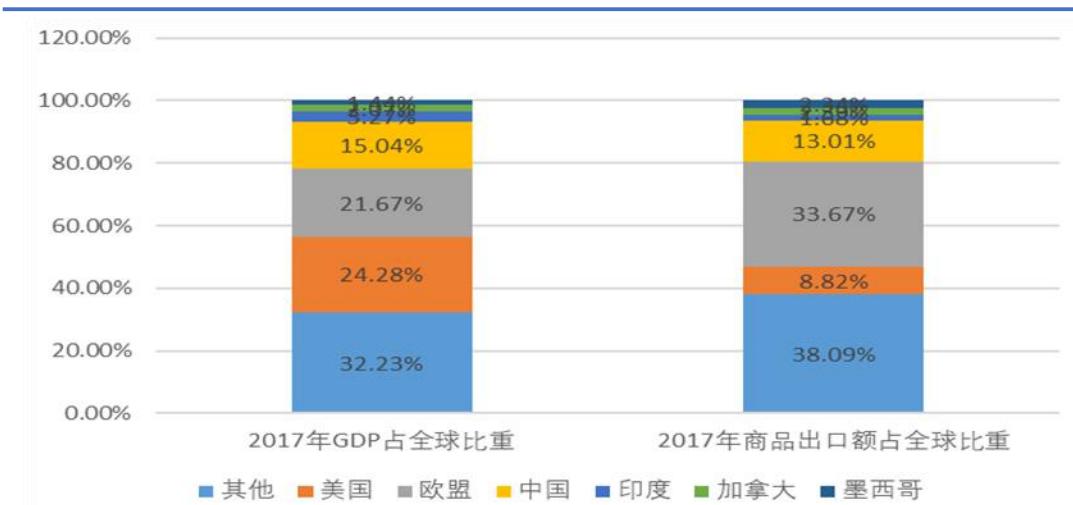
在中美贸易谈判迟迟没有进展的同时，中美均将对方诉讼至 WTO，寻求利用多边贸易体制解决。3 月 23 日美国向 WTO 发起针对中国的申诉，称中国政府有关技术许可条件的措施不符合《与贸易有关的知识产权协定》规定；4 月 4 日和 4 月 5 日，中国将美方 301 征税措施和 232 征税措施诉诸 WTO，认为美国违反 WTO 的最惠国待遇原则，提起磋商请求，正式启动争端解决程序；随后中美双方贸易代表在世贸组织总理事会会议上多次针锋相对。同时，欧盟、日本、俄罗斯等国也纷纷正式向 WTO 提请磋商解决贸易争端，要求与美国就进口钢铝产品征收高额关税一事，在 WTO 贸易争端解决机制下进行磋商。

由于美国在现 WTO 框架和谈判中并不占据优势，并且 WTO 争端解决机制过程较为漫长，特朗普多次声称希望美国退出 WTO，并已经着手开始拟定《美国公平与互惠关税法案》。虽然目前美国并没有公然宣布退出 WTO，但一旦《美国公平与互惠关税法案》落地，将允许美国政府无视 WTO 准则，单方面提高关税而不需要经过国会的批准，变相架空 WTO 组织，实行特朗普擅长的双边直接对话。特朗普以威胁“退群”向 WTO 施压，WTO 的多边协调沟通和上诉机制面临巨大考验，全球贸易体系正在开始动摇，国际贸易有可能进一步陷入混乱之中。

3) 主要经济体均陷入贸易战，对全球产业链和经济前景构成潜在威胁，全球消费者信心指数下滑，国债收益率走高

在这场全球范围内的贸易战中，仅处于主战场的中美两国，2017 年经济体量就已经达到全球的 39.3%，商品出口额占到全球贸易的 21.8%。再加上与美国贸易冲突逐渐升级的欧盟、加拿大、墨西哥和印度，2017 年经济体量总和超过 54.1 万亿美元，接近全球 GDP 的 68%，商品出口总和占全球贸易额的 62%。如果贸易战全面升级，难免对全球产业链形成严重冲击，全球经济发展前景将不可避免受到影响。

图 19 贸易战主要涉及国 GDP 和商品出口额占全球比重



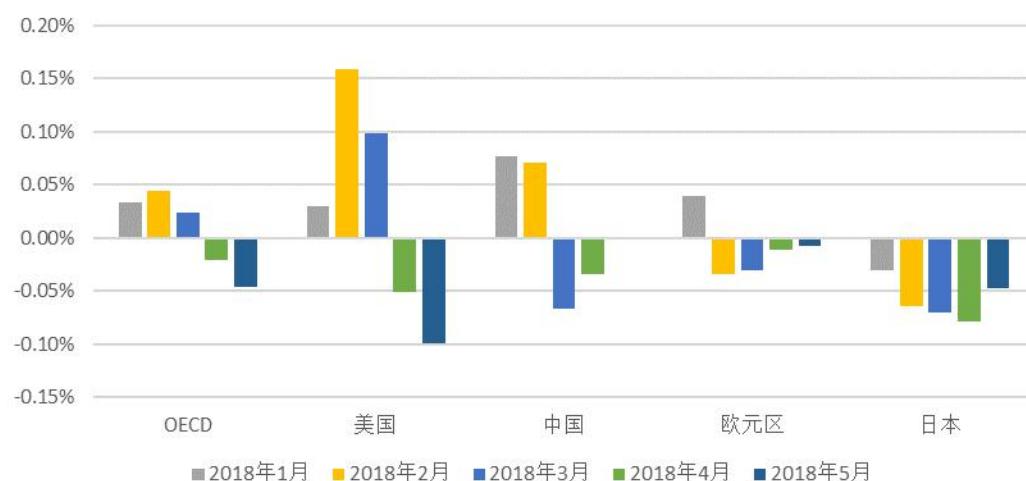
数据来源：IMF

由于中美贸易战不断升级，并范围不断扩大波及众多经济体，将打乱全球产业链和价值链分工，给全球贸易和经济增长带来了不良的预期和影响，严重破坏了全球经济的复苏局势，甚至导致全球经济衰退。2018 年 5 月，经合组织发布全球经济展望报告，预测 2018 年全球经济增长率为 3.8%，比 3 月数据下调 0.1 个百分点，其中将贸易保护主义抬头列为拖累全球经济增长的主要风险因素之一。若贸易战广度和深度持续升级，则全球经济复苏进程将进一步放缓。

从 2018 年年初贸易战集中爆发以来，在全球进入经济复苏周期的背景下，主要经济体消费者信心指数却增速放缓，在贸易战最激烈的 4 月和 5 月，消费者信心指数甚至出现大

幅度下滑，显示出消费者对于未来经济前景的担忧。

图 20 全球主要经济体消费者信心指数环比变动



数据来源：OECD

另一方面，中美贸易战推动了市场风险偏好的转向，市场资金急速流入避险资产，全球主要经济体国债收益率均出现不同程度的下降。

图 21 全球主要经济体 10 年期国债到期收益率走势



数据来源：WIND

4) 或将加大新兴国家金融市场的波动

进入 2018 年后，随着美联储加息进程加快，美元走强，新兴国家普遍面临资金流出压力，部分外部实力较弱的国家出现了货币大幅度贬值、通货膨胀率上升、经济增速下滑、金融市场动荡的局面。

其中，阿根廷和土耳其的外部风险尤为令投资者担忧，其本币对美元的汇率本年以来已经分别下跌了 46.83% 和 26.59%。阿根廷已经向 IMF 申请了 500 亿美元的援助以避免国际债务违约和本币的进一步贬值。

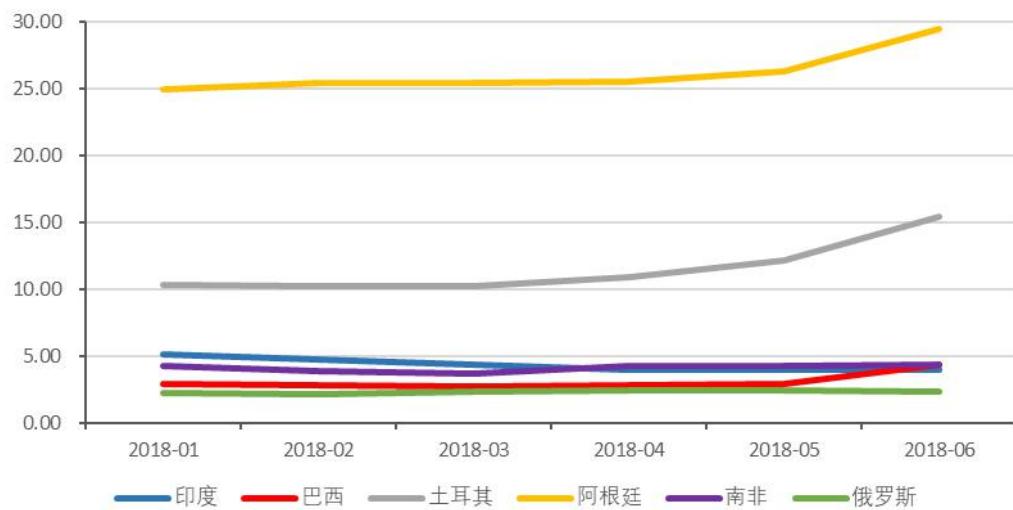
表 3 部分新兴国家 2018 年来汇率变化

	美元兑印度卢比	美元兑土耳其里拉	美元兑阿根廷比索	美元兑南非兰特	美元兑巴西雷亚尔	美元兑俄罗斯卢布
2018/01/10	63.83	3.76	18.72	12.38	3.25	57.05
2018/07/24	69.05	4.76	27.49	13.47	3.75	63.20
本币跌幅	8.19%	26.59%	46.83%	8.78%	15.38%	10.78%

数据来源：Wind

随着本币的贬值和金融市场的动荡，包括阿根廷、土耳其、巴西在内的部分新兴国家的通货膨胀率也开始上升，其中土耳其的通货膨胀率从年初的 10% 左右上升至年中的 15% 以上，阿根廷从年初的 25% 左右上升至年中的接近 30%。另外，巴西的通货膨胀率也出现了上升的趋势。

图 22 部分新兴国家 2018 年来 CPI 变化



数据来源：WIND

对于大部分的新兴国家来说，与中国和美国的贸易在其贸易总额中占有重要位置，中国和美国经济的起伏对其经济发展的影响难以忽略。自中国经济增长从高速转向中高速以来，很多新兴国家的对华出口都出现了明显下滑。如果贸易战全面展开，中美两国的经济增长将出现下降，这对于已经处于不利经济增长环境的新兴国家将形成冲击，其金融市场的动荡恐将进一步加剧。

表 4 部分新兴国家对中美贸易占比

国家	对华贸易占比	对美贸易占比	合计
阿根廷	13.28%	9.70%	22.98%
巴西	20.30%	14.18%	34.48%
印度	11.43%	9.49%	20.93%
俄罗斯	14.86%	3.98%	18.84%
南非	13.95%	7.07%	21.01%
土耳其	6.73%	5.27%	12.00%

数据来源：Wind

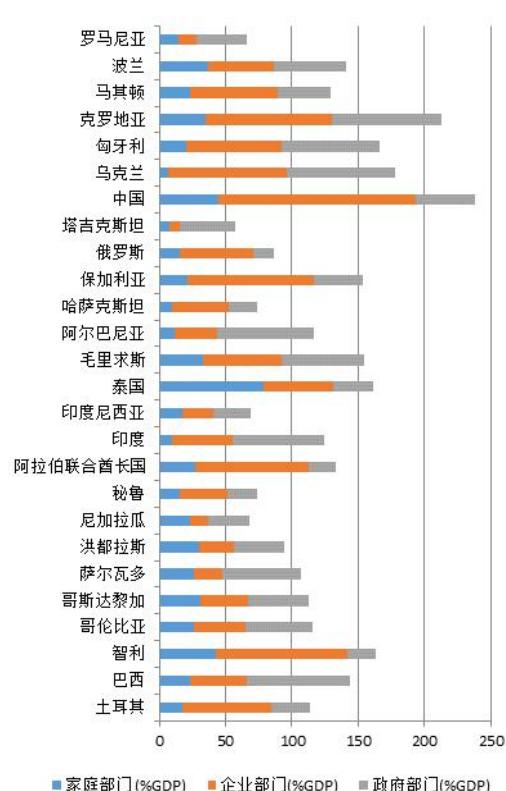
5) 或会将全球信用扩张水平推至新的高度，使得全球信用风险继续走高

自美国次贷危机发生以来，为了避免经济萎缩，欧美均实施了多轮量化宽松政策，日本在 2010 年安倍晋三当选总理后，也加码了于 2001 年就开始的资产购买计划。在这个过程中，各国央行除了通过购买资产向市场注资外，还将基准利率压低至零或负利率的水平，从而导致全球负债水平大幅度升高。

图 23 发达国家 2016 年末负债



图 24 新兴和发展中国家 2016 年末负债



数据来源：IMF

根据 IMF 的数据，至 2016 年底，全球债务的总水平达到创纪录的 164 万亿美元，与全球 GDP 的比值达到了 225%，较 2009 年的历史第二高位上升了 12 个百分点。全球的信用风险已经处于较高状态。在欧美经济复苏较为强劲，开始加息缩表，开始降低杠杆，以及中国启动供给侧改革并同样开始降杠杆的努力时，贸易战有可能使得主要经济体的降低杠杆努力停滞甚至逆转，从而导致全球信用重回扩展轨道，推升全球信用风险。

结论

2008 年金融危机后，为了避免经济萎缩，欧盟和美国实施了多轮量化宽松政策；中国则于 2009 年出台了 4 万亿计划；日本在 2010 年安倍晋三当选总理后，加码了于 2001 年就开始的资产购买计划。同时欧盟、美国和日本还将基准利率压低至零或负利率的水平，因此导致了全球信用水平的迅速上升。2016 年后，随着全球经济的复苏，欧美先后开始收紧信用，中国也启动了降杠杆的进程，全球信用风险刚刚出现小幅的降低倾向，特朗普政府却启动了主要针对中国的贸易战。一旦开打，不仅主要对象中国和部分其他新兴国家的信用水平有可能重回扩张轨道，美国自身信用水平的不确定性也将上升，并共同推升全球信用风险。