

# 理性應對美國關稅衝擊 把握中國資本市場長期機遇



議事論事  
閻峰

近年來，美國對華關稅政策持續施壓，成為全球經濟格局中的重要變量。這一政策不僅加劇了國際貿易摩擦，也對全球供應鏈和市場預期產生了短期擾動。然而，深入分析中國經濟的結構性優勢、政策調控能力以及資本市場的長期發展趨勢，不難發現，關稅政策的衝擊並未動搖中國經濟的根本。相反，中國正通過多維度的戰略調整，將外部壓力轉化為內生動力，為全球投資者提供了不可忽視的長期機遇。

美國關稅政策的核心邏輯在於通過抬高貿易壁壘以遏制中國產業升級與全球貿易擴張。短期來看，這一政策確實導致部分出口企業成本上升，並加速了某些低附加值產業鏈向東南亞等地的轉移。然而，這種表面上的「脫鉤」壓力，恰恰倒逼中國近年來加速推進貿易網絡的重構與產業結構的優化。數據顯示，近年來中國對美貿易依存度已降至歷史低點，而東盟、中東、非

洲等新興市場的貿易佔比顯著提升。中歐班列等陸海新通道的拓展，不僅分散了供應鏈風險，更將「一帶一路」倡議轉化為實質性的互聯互通網絡。與此同時，中國出口結構正從傳統勞動密集型產品向新能源汽車、光伏設備、數字服務等高附加值領域躍遷，形成了新的國際競爭優勢。這種主動擁抱高端製造的轉型路徑，有效對沖了關稅政策的負面影響，展現出中國經濟的戰略定力。

## 經濟「質升量穩」特徵顯著

面對外部衝擊，中國經濟的韌性源於其獨特的結構性優勢、創新及未來產業深度布局以及制度優勢。首先，超大規模市場的戰略縱深為經濟提供了天然緩衝。縣域經濟的崛起與下沉市場的激活，構建了多層次的內需體系，內需驅動模式逐漸成熟，成為抵禦外部風險的核心支柱。其次，創新驅動與產業升級的協同效應持續釋放。人工智能、半導體等關鍵領域的技術突破，推動數字經濟與綠色經濟成為新增長極。此外，政策體系的動態靈活調整為經濟

穩定提供了充足制度保障。財政與貨幣政策的協同發力，既穩住了短期增長，又為長期轉型預留空間。制度型開放的深化，例如金融領域外資准入限制的放寬，進一步增強了國際資本對中國市場的信心。

儘管關稅政策引發短期市場波動，但中國資本市場的長期發展邏輯依然清晰。從基本面向看，2024年中國GDP增長5%，對全球經濟增長貢獻率接近30%，經濟「質升量穩」的特徵顯著。2025年，在積極財政政策以及適度寬鬆貨幣政策的高效聯動下，在大力提振消費、全方位擴大內需、強化宏觀政策的民生導向等政策支持下，預期將有效拉動居民消費回升、加快修復公共和私人投資增長，全年5%左右的經濟增速完全能夠實現，為資本市場奠定堅實基礎。

從估值角度看，A股與港股當前整體估值仍處在底部區域，而隨着近年來無風險利率持續下降，權益資產目前具有很好的投資性價比，估值修復空間廣闊。疊加近期發布的上市企業業績持續改善，有效形成了「價值窪地」與「增

長高地」並存的獨特格局。從資金面的角度來看，外資增配中國資產的趨勢日益明朗。根據市場資金流動研究機構EPFR數據顯示，截至2024年三季度，中國A股股票基金和債券基金年內累計流入金額近750億美元，同比增長50%。國際金融協會（IIF）2025年2月發布最新國際資本流動報告顯示，1月外國投資者積極布局中國資產，中國股票和債券吸納的外資淨流入總和超過了100億美元，這也是自去年8月以來外資首度同時增配中國股票和債券，反映了全球投資者看好中國資本市場發展、增配中國資產已成為資本市場主流觀點，並已付諸行動。

展望未來，中國經濟的戰略縱深與改革紅利將進一步釋放。我國政府公共治理能力將進一步提升，民營經濟活力加快釋放，新興及未來產業不斷壯大，傳統產業改造提升再上新台階，數字經濟全面引領經濟發展。在產業層面，太陽能、新能源車、無人機等領域已形成立全產業鏈優勢，基礎設施與航空航天技術的突破將持續鞏固全球競爭力。金融領域的短板加速補齊，人民幣國際化進

程的推進與上海、香港國際金融中心地位的強化，將提升資本市場的深度與吸引力。因此，中國有望在未來十年內接近甚至超越美國成為全球第一經濟體，中國資產將從「可選項」逐步轉變為全球投資組合的「必選項」，為投資者提供持續的價值創造機會。

## 保持戰略定力穿越周期

美國關稅政策作為全球化進程中的一段插曲，無法逆轉東升西降的歷史大勢。中國經濟的韌性、資本市場的活力與政策的精準調控，共同構築了應對外部衝擊的「三重屏障」。當前市場的短期波動，恰恰為理性投資者提供了布局核心資產的黃金窗口。唯有穿透表象，聚焦於創新驅動、內需升級與制度紅利的長期主線，方能在中國經濟高質量發展的大潮中把握機遇，共享大國崛起的時代紅利。面對挑戰與機遇並存的複雜環境，保持戰略定力、深化認知理性，將是投資者穿越周期、贏得未來的關鍵。

全國政協委員、國泰君安國際董事會主席

# 中國和美國拚的是「經濟韌性」



焦點縱論  
鄭永年

美國東部時間4月2日下午，美國總統特朗普在白宮玫瑰園，宣布規模龐大的「對等關稅」政策。由於徵收的貿易夥伴太多，而且稅率各不相同，特朗普拿出一個大型圖表進行講解，演講現場還擺放更多圖表，詳列對各國各地區的稅率。

總體上，特朗普對亞洲國家稅率最高。經濟學界普遍認為，這是美國歷史上最激進的貿易保護主義政策了，可謂是特朗普的「大爆炸」和「休克療法」，試圖通過向全球徵收關稅的方式迅速緩解特朗普所認定的美國面臨的問題。無論對美國還是其他國家，這一政策的影響無疑是爆炸性的。在特朗普宣布這一政策之後，國際貨幣基金組織前首席經濟學家肯尼斯·羅格夫（Kenneth S. Rogoff）告訴媒體，「他（特朗普）剛剛向全球貿易體系投下了一顆「核彈」」。

## 來自美國各界的警告

特朗普發動的全面關稅戰爭不僅對全世界帶來衝擊，對美國本身的壞消息也遠遠淹過了特朗普所提供的「好消息」。美國各界對美國經濟的預測可以說是「哀鴻遍野」，包括高通脹、滯脹、「特朗普衰退」、保護落後和孤立等。有些屬於預見和警告類型，而更多的則是實實在在的負面影響。

對特朗普的認知，傳統經濟學家們感到的是「無話」。特朗普認為，來自其他國家的商品，尤其是廉價商品，導致了美國製造業空心化或者去工業化。但他忘記了，這些商品同時也有助於美國控制通貨膨脹，對美國消費者來說，它們降低了物價。經濟學研究者們發現，儘管在過去數十年，美國中產萎縮，但他們的生活水準並沒有降低，這和美國進口大量物美價廉的商品有關。

再者，特朗普表示美國進口的商品多於出口，這讓他感到憤怒。但是，他忘記了美國在服務業、「美元霸權」、知識產權出口等領域所獲得的巨大利益。實際上，服務業——包括金融、旅遊、工程、醫療等多個領域——構成了美國經濟的主要部分。2024年，這些服務出口為美國帶來了超過1萬億美元的收入。很多受到美國商品關稅打擊的國家與美國之間在服務貿易上存在逆差。根據美國人口普查局的數據，這些國家包括加拿大、中國、日本、墨西哥以及歐洲大部分地區。

特朗普所期望的「再工業化」的計劃更是不可行。在上一波全球化過程中，為了節約數倍的成本，一些美國公司把業務遷移到中國等國家，在那裏生產產品，再出口美國。自特朗普第一任期計劃「再工業化」開始到拜登政府，為了避免受到美國對中國進口關稅的影響，這些公司開始在越南或印度建廠。但現在，特朗普也要對越南和印度等幾乎所有國家徵收高關稅了。儘管這樣，這些公司依然很難如特朗普所預期的那樣，把生產遷移回美國，因為對這些公司來說，這樣並不可行，美國的生產成本依然過於高昂。

## 中國該如何選擇？

中國選擇的是反制。在世界範圍內，人們最為關切的是特朗普關稅政策對中美關係的影響。在人們的認知中，中美關係

不僅僅是經貿關係，中美的互動基本上決定了未來的國際秩序。

無可否認，特朗普懲罰性關稅對中國經濟肯定有衝擊。因為中國是一個出口導向型經濟，其對國際貿易的變化高度敏感。其中，中國與美國的貿易尤為重要。根據中國海關的數據，2024年中國對美國的貨物出口總額超過5000億美元，佔其出口總額的16.4%。

美國彼得森國際經濟研究所（Peterson Institute for International Economics）認為，中國對美國的主要出口產品可能會受到很大影響，包括電子產品、電氣機械、紡織品和服裝。但是，美國公司的生產線也可能受到重大影響。美國從中國進口的大宗產品是資本貨物和工業材料，而不是消費品。因此，關稅將傷害美國製造商和消費者。

在特朗普宣布「對等關稅」政策之後，中國立刻指出了美國「單邊霸凌」的本質，指出「堅決反對，將採取必要措施堅定維護自身正當利益」。自然，中國已經宣布，對原產美國的所有進口商品，在現行適用關稅稅率基礎上加徵34%關稅。也就是說，中國對特朗普的「對等關稅」進行了對等的反擊。

對中國而言，不管特朗普這些關稅是談判策略還是長期措施，也不管美國的其他貿易夥伴將如何回應特朗普，既然特朗普採用的是「總體交易」，那麼我們也應當對中美關係和國際秩序的未來做一系統的考量，也來對美國進行一種「總體交易」。正如特朗普的「總體交易」策略，我們的策略也遠遠超越經貿領域。

特朗普「總體交易觀」需要實事求是地評估。對特朗普的總體交易觀、其所使用的手段和所產生的影響，我們需要一個實事求是的評估。因為美國已經把中國界定為世界上唯一有能力和意志的競爭者，甚至敵人，中國和美國的博弈是長期而艱苦的。對這場「對等關稅」戰爭，我們既不能高估特朗普，更不能低估特朗普。有幾點是需要深思熟慮的。

第一，對美國和西方各國對特朗普的批評，我們需要有一個「超然」的看法，持開放態度。正如前面所指出的，儘管有些批評具有現實性，但也有些是警告性和預見性的。經濟學家（包括美國經濟學家）對美國的實際經濟問題並不見得有正確的認識。如果經濟學家真的如他們所言有能力診斷和解決美國的經濟問題，那麼美國社會不會變得像今天那麼糟糕。實際上，美國經濟到了今天的地步，經濟學界負有很大的責任。

第二，經驗地看，沒有一個國家可以因為關稅而致富，也沒有一個富裕的國家因為關稅而繼續保持繁榮。或者說，關稅只是解決問題的一個工具，甚至是一個臨時的工具。「對等關稅」政策所能造成的局面，特朗普並非完全不知道。或許這個局面是他想要的，並且這僅僅是一個開端。特朗普儘管在很多人看來，非常的「魯莽」，甚至「愚昧」，但其行為並不缺乏邏輯。人們需要對其博弈的每一步進行冷靜觀察，不要過早下結論。

第三，絕對不能相信西方媒體而低估了特朗普。《紐約時報》大談特朗普如何「摧毀美國的偉大」，《經濟學人》最近的封面是「特朗普使得中國再次偉大」——

類似的標題最近會越來越多。儘管很多人意識到貿易戰或者關稅戰爭沒有贏家，有的只有輸家，但在一些社交媒體，依然有為數不少的人再次有了「贏麻了」的感覺。這是很危險的。如果這樣，我們就會被西方所迷惑，被牽着鼻子走，最後犯戰略錯誤。用中國來恐嚇特朗普，這是現在西方越來越盛行的一種方法，無論是政界、經濟界、學術界還是政策研究界。對此，人們一定要有清醒的認識。特朗普不會使得中國再次偉大，只有我們自己才能使國家再次偉大。

第四，更不能低估美國社會的活力。美國的活力從來不在政府，而在社會和資本。特朗普政府的一些改革政策，尤其是對企業的「去監管」和對州政府的「分權」在導致社會混亂的同時也在重塑美國社會。這也是美國MAGA運動的目標。儘管很多美國人（尤其是傳統精英層）對特朗普是否可以復興美國持懷疑的態度甚至是否定的態度，但我們不能忽視這一運動對美國的影響。

第五，更需要關切的是，在關稅戰之後是什麼？「對等關稅」是特朗普解決其所認知的問題的方法，但如果這一方法解決不了問題，甚至是使得問題進一步惡化，那麼特朗普又會怎樣做呢？如果1930年的《關稅法》導致了大蕭條，繼而導致了戰爭，那麼特朗普「對等關稅」又會導向何處？

避免「負和博弈」：中美拚的是經濟的韌性

張宇燕教授早就觀察到，大國博弈對整個貿易的損害是非常大的。哪怕是零和博弈，還有贏有輸，但現在很多國家玩的、特別有些大國玩的是負和博弈，即「我可以受損失，但只要你的損失比我大」。實際上，在中美之間，負和博弈已經超越貿易領域，而擴展到地緣政治和意識形態等領域，並且更為嚴重。

儘管中國不想跟隨美國把中美關係簡單地定義為「競爭關係」，但是和美國的競爭既不可避免，也不可懼，直面即可。無論是地緣政治競爭還是政治領域的意識形態競爭，我們都必須有自己的定力。今天，在地緣政治領域，特朗普同時展現出「收縮」與「擴張」兩種傾向。在收縮方面，特朗普的「退群」政策導致了二戰以後建立在聯合國體系之上的國際秩序的解體，而特朗普的「去聯盟化」政策導致了西方所謂的「自由國際秩序」的解體。在擴張方面，特朗普崇拜的是19世紀到20世紀初一個擴張主義的美國，反映在其對加拿大、巴拿馬和格陵蘭島的政策。不管是收縮還是擴張，都有一個共同點，那就是一個極端自私的美國。「收縮」政策或許如同特朗普所期待的，可以減輕一些美國的國際負擔，但「收縮」很難使得美國在國際舞台上「再次偉大」；同樣，如果特朗普回到一個「擴張主義」的美國，那麼過度擴張所致的成本說不定促成美國更快的衰落。

在政治領域的意識形態上，美式民主今天所經歷的困局已經終結了20世紀90年代初盛行西方的「歷史終結」論。儘管如哈佛大學教授亨廷頓（Samuel P. Huntington）生前所言，民主有高潮和低落的時候，但今天美國式民主的困局絕對不是「低潮」的概念所能形容的。西方民主從精英民主到中產民主再到今天的民粹

民主，現在的問題是如何走下去的問題。儘管民主陷入困局，但迄今沒有人知道如何走下去。儘管特朗普在國際舞台上興風作浪，但這完全是美國內部的政治因素所致。經驗地看，美國的經濟基礎和生產力沒有大的問題，問題在於上層建築和生產關係，或在於美國（和西方）感到最驕傲的政治體制。今天，特朗普把內部政治問題經濟化，把經濟問題國際化，這不僅有可能導致經濟的惡化，更會導致政治的進一步惡化。

中美競爭的關鍵：依然在技術和經貿領域

所以，中美競爭的關鍵依然在技術和經貿領域。在這個領域，較之任何國家，任何時候，中國更有條件和經驗來作出理性的決策，保持定力，不為外部所干擾，而根據自己的既定路線追求進步。自特朗普第一任開始拜登政府再回到特朗普第二任期，已經八年多了，中國的企業表現出強大的韌性，國家表現出強大的韌性。可以毫不誇張地說，就韌性而言，沒有幾個國家可以和中國相比。

作為一個學習型國家，中國在這些年學到了很多在正常的國際環境下學不到的東西，彌足珍貴。

第一，我們不再假定一個開放市場是永恆的，絕對不能走「採購」立國的路線。此前，一些人和企業深受西方新自由主義經濟政策的影響，認為企業和國家的發展可以依靠國際市場。「既然可以在國際市場採購，為什麼還要自己生產」是當時很多人的主流思路。從特朗普第一任期的對華貿易戰爭中，這些人和這些企業已經學到了深刻的教訓。今天，新自由主義經濟思維已經在中國沒有市場了。

第二，核心科技等不來，還得靠自己。對任何經濟體而言，在經濟發展的早期，的確存在着大量的現存技術可以使用的情況，即西方國家技術的應用和擴散，即經濟學中所謂的「後發優勢」。但經驗地看，「後發優勢」只會在一國從低收入到中等收入的發展階段發生作用，之後「後發優勢」的弊端會越來越顯現。很多年來，中國就面臨這樣一個局面。當中國開始趕超美國的時候，美國就對中國在高科技上「卡脖子」和在經貿上「脫鉤斷鏈」的政策。正如很多人所觀察到的，美國的這種政策反而促成了中國在科技上的自強自立。近年來，中國在所有關鍵的技術領域有大量的投入。有投入就有回報。最近杭州「六小龍」現象表明，中國已經進入了科技引領經濟發展的新階段。在全國範圍內，類似「六小龍」那樣的企業只是冰山一角。

黨的二十屆三中全會就把「教育、科技和人才」放在一起加以敘事，這表明大科研系統建設已經提到議事日程上來了。結合國家目前的技術積累水平，這個體系的形成和發展，勢必觸發企業層面原創技術浪潮的來臨。這一階段有點類似於二戰之後的美國。而一旦整個經濟體轉向原創的階段，那麼美國或者其他國家的「卡脖子」和「脫鉤斷鏈」等不再能夠深刻影響中國經濟。實際上，在可預見的將來，美國等發達國家可能在很多領域反過來會依賴出自中國的原創性技術。

第三，建設內部統一大市場，挖掘和拓展內部發展空間。中國是一個具有14億

人口、4億中產的大市場，但我們還沒有形成一個全國統一大市場。一旦國內統一大市場形成，那麼更多的發展潛力就會釋放出來。近年來，建設全國統一大市場已經提到議事日程上來了。這個不是幻想，而是可以通過行政體制和市場機制的改革來達成的。越來越多的要素在促成統一大市場的形成，唯一的阻力在於行政分割。而行政分割則是可以通過區域或者國家統籌來克服的。近年來，長三角一體化和大灣區一體化的經驗就充分說明了這一點，只不過改革的力度還可以更大更有力。

第四，開放是發展的前提。二戰之後，美國之所以變得偉大，就是因為美國的開放。或者說，美國的開放為全世界塑造了這個平台，而全世界促成了美國的偉大。今天輪到中國了。我們在唐宋時期曾經是世界上最開放的國家，但是後來封閉起來了。當時的人們沒有意識到，儘管我們地大物博，幾乎不需要任何外來的貨物，但是開放的要義並不在外來的貨物，而在於貨物流通背後的思想和精神。1980年代，我們總結了歷史，得出「封閉就要落後，落後就要捱打」的結論。這個結論可說是普遍性的，對任何國家都是如此。因此，當美國和一些西方國家踐行經濟民族主義和貿易保護主義的時候，中國接過了「自由貿易」的大旗。今天，我們踐行的高水平開放具有三方面的內容，一是規則、規制、管理和標準的制度型開放，二是自主的開放，三是單邊開放。沒有人可以低估中國通過高水平開放重塑國際貿易格局和貿易體系的能力。

第五，經濟科技領域的內部改革和外部開放的必然結果是一個現代產業體系的形成。作為一個大國，中國的現代產業體系必須具備「全」「大」「多」「密」「強」五大特徵。中國吸取了此前兩個經濟大國英國和美國在這方面的深刻教訓。在1980年代，英國的撒切爾政府推行新自由主義經濟政策，「毅然」放棄了製造業，而把重點轉向金融業。這是一個重大的戰略錯誤。儘管倫敦擁有了今天人們所看到的「金融城」，但英國則失去了製造業。當一個國家不再製造，等待的便是這個國家的衰落。這也為後來英國脫歐埋下了種子。美國也如此。二戰之後，美國成為世界製造業最強國。但和英國一樣，里根革命推動金融全球化，美國的資本帶着美國的製造業流向了世界各地。在短短的數十年時間裏，美國從一個什麼都製造的國家轉型成為一個什麼都不能製造的製造業弱國。也就是說，新自由主義經濟政策導致了美國的「去工業化」。這也就是特朗普自其第一任期開始推動「再工業化」的原因。儘管特朗普對美國「去工業化」所產生的弊端的判斷是正確的，但他對「再工業化」所採取的做法（也就是本文所討論的「對等關稅」）則很難讓人相信他會成功。而中國既不會作出英美那樣的錯誤判斷，更不會犯英美那樣的戰略錯誤。

一旦意識到中美拚的是經濟的韌性，那麼構造這樣一個現代產業體系必然會成為國家發展下一步的重中之重。（註：原文刊於「大灣區評論」公眾號，獲授權刊登，有刪節）

香港中文大學（深圳）公共政策學院院長、前海國際事務研究院院長