

贸易摩擦一年记——市场在哪里出现了误判？

韦志超¹

2019 年 8 月 1 日

内容提要

贸易摩擦对全球贸易的影响要明显大于预期，这使得美国下一步明显投鼠忌器，3000 亿可能性较小；

贸易摩擦对中国外贸的影响明显小于预期，贸易替代在很大程度上抵消了关税的影响，3000 亿即使加上影响也相对有限；

对于中国而言，贸易替代的影响被市场严重低估；以此引申，投资和技术的腾挪空间其实还很大。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

¹ 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

一、狭义贸易摩擦的负面影响或小于预期

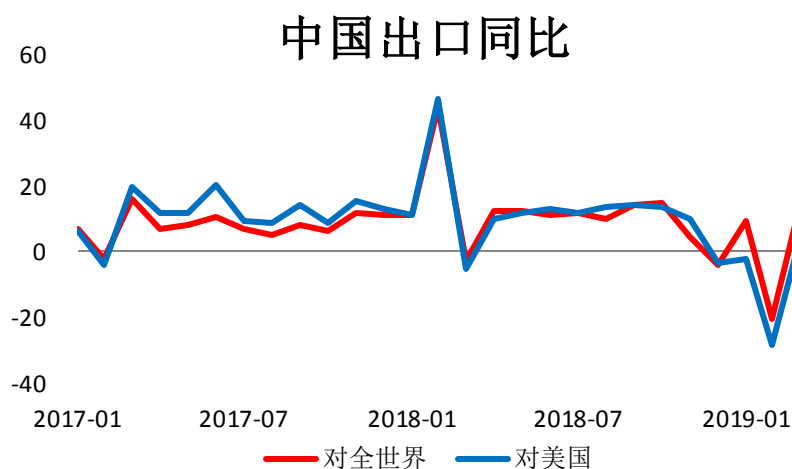
2019 年 7 月 29-31 日,中美贸易代表团在上海重启新一轮的贸易谈判。从 2018 年 6 月 15 日开始,贸易摩擦已经过去一年左右的时间,到底哪些地方超出预期?在目前的这个时点,我们又该如何认知贸易摩擦的影响及预判未来的走势呢?广义贸易摩擦涉及的面太广,本文仅就狭义的贸易影响进行分析。主要结论如下:

- 1) 贸易摩擦对全球贸易的影响要明显大于预期,这使得美国下一步明显投鼠忌器,3000 亿可能性较小;
- 2) 贸易摩擦对中国外贸的影响明显小于预期,贸易替代在很大程度上抵消了关税的影响,3000 亿即使加上影响也相对有限;
- 3) 对于中国而言,贸易替代的影响被市场严重低估了;以此引申,投资和技术腾挪空间其实还很大。

2018 年中美爆发贸易摩擦之后,市场比较一致的看法是中美特别中国是输家,其他国家或许在一定程度上还获利,至少不会比中国更差。按照 IMF 在 2018 年 10 月做的预测,全球贸易增速在 2018 年为 4.2%,2019 年为 4.0%,下降幅度很小;另一方面,市场对 2019 年的中国出口增速是比较悲观的。原因很简单,关税只有中国有,而且 2018 年下半年还存在着抢出口的透支行为。

回顾过去一年的数据,中国对美出口确实下了一个台阶,也拉低了整体出口增速。

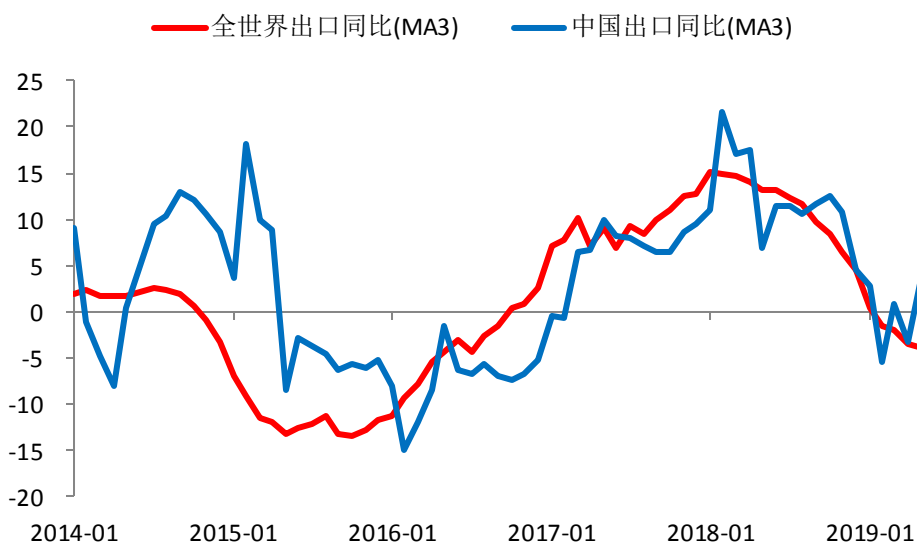
图1: %



数据来源: Wind, 安信证券

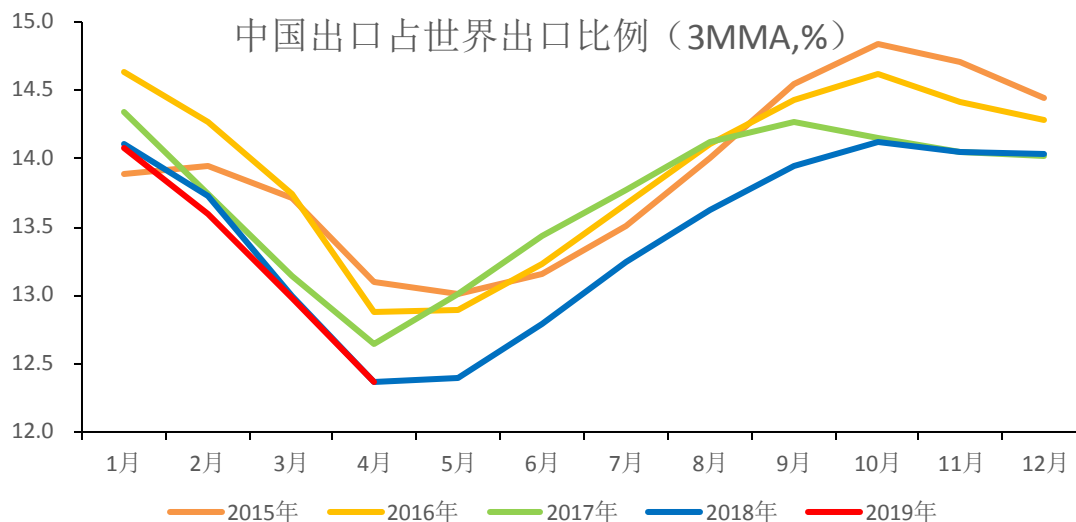
然而，在中国出口增速下降的同时，全球的出口增速也在下降。与其他国家的出口增速相比，2019年的中国出口增速并没有出现明显的超跌。中国的出口占比也并没有明显下降。这是为何呢？

图2: %



数据来源: Wind, 安信证券

图3: %



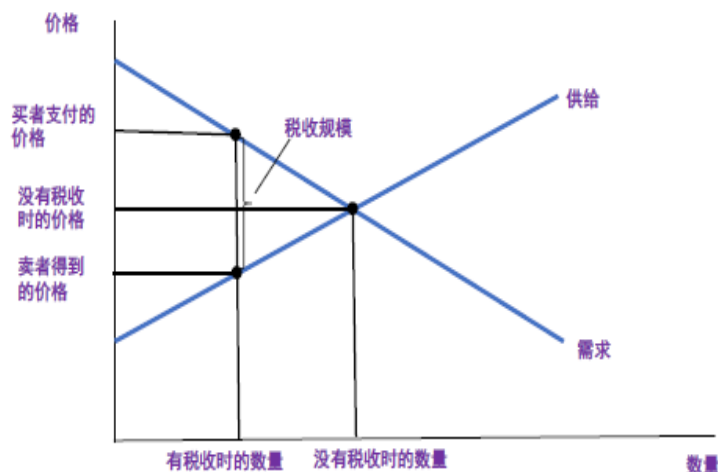
通过细致的数据分析, 我们认为这主要有三个因素:

- (1) 关税对出口影响是有限度的;
- (2) 贸易替代, 这包括转口贸易和终端市场需求的转移;
- (3) 贸易摩擦实际上对全球都产生了负面影响。

二、贸易替代的影响被市场严重低估了

首先, 关税确实减少了中国对美的出口, 但税收的楔子模型告诉我们, 这个减少是有限的, 不会使得贸易量收缩至 0。(之前市场很多人认为出口企业利润薄, 一旦加关税对利润影响会相当显著);

图4:



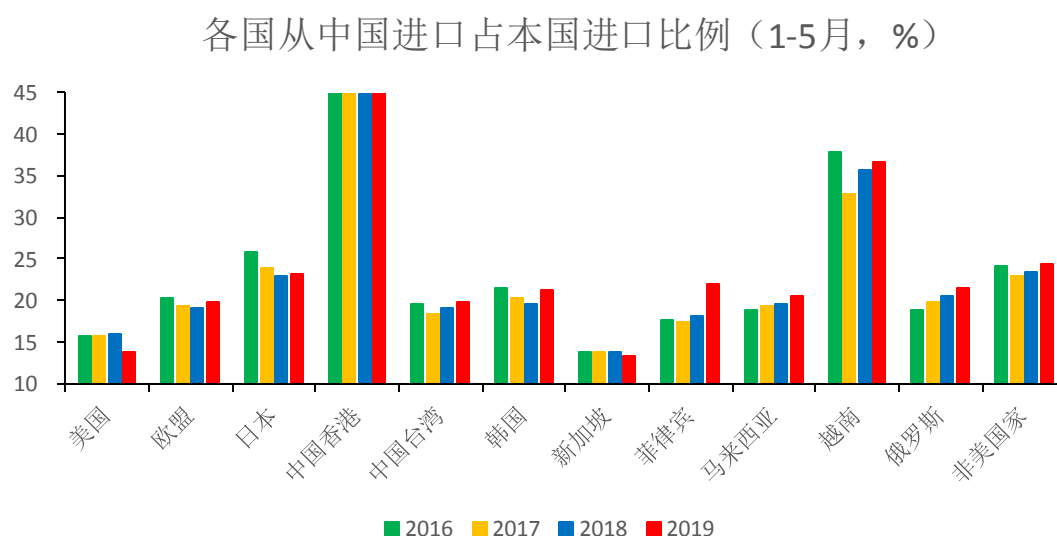
数据来源：Wind，安信证券

其次，更为关键的因素是贸易替代。这包括转口贸易和终端市场需求的转移。转口贸易已经被媒体广泛报道过，不再赘述。同样重要的是，贸易替代在很大程度上抵消了关税的负面影响。我们在贸易摩擦伊始就提出了这一点，前行长周小川也在2018年9月接受路透专访时提出，“这会迫使中国留意许多其他市场。(出口地域)多元化的速度可能较快，出乎很多人的意料。”

关于这一点，有必要做一些解释。我们仅举一个简单例子。假设有一种商品，中国和日本生产，美国和欧洲消费；简单起见，我们假设中国出口美国，日本出口欧洲。美国加关税之后，中国出口美国不划算了，就会转向出口欧洲，短期来看，欧洲的价格会下降，美国的价格会上升。但这是不可持续的，因为日本的厂商会将出口欧洲的商品撤回，转向出口美国。因此，最后的结果是需求和供给出现了重新的匹配，但成交的数量和价格没有改变，因为全球的供给和需求并没有变化。

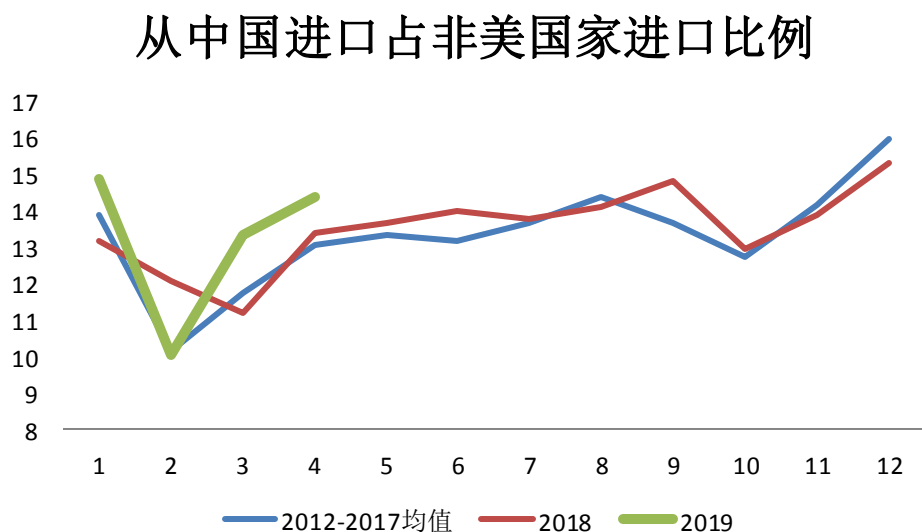
观察 2019 年各国的进口数据，我们发现，除了美国之外，各国从中国进口占本国进口的比例在 2019 年出现了广泛而明显的上升，整体从 12.4% 上升至 13.1%。不单是大家容易理解的越南和菲律宾，欧盟和日本甚至俄罗斯都上升了。

图5：%



数据来源：Wind，安信证券

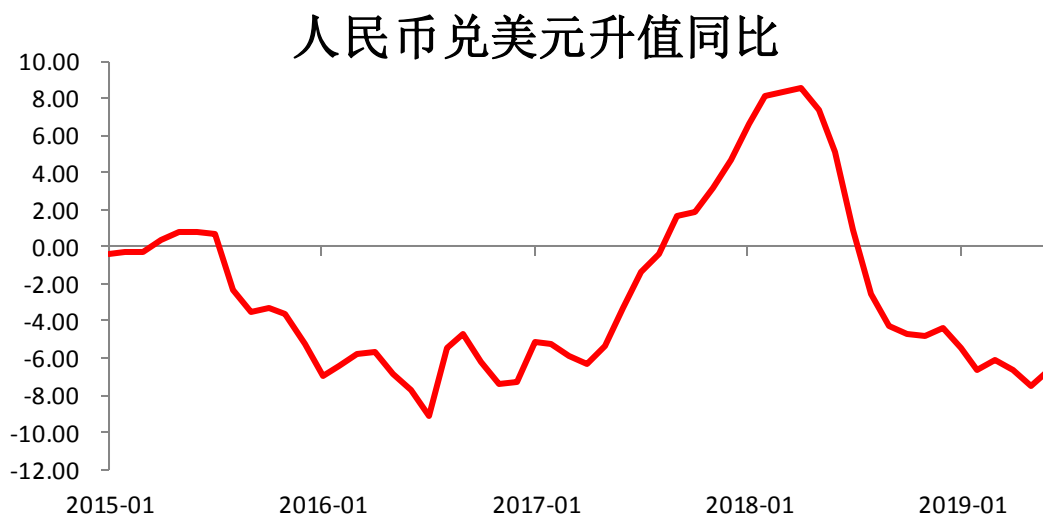
图6：%



数据来源：Wind，安信证券

有人会说，中国对其他国家出口的上升的主因是汇率贬值。我们不否认汇率贬值的正面影响，但影响有限。

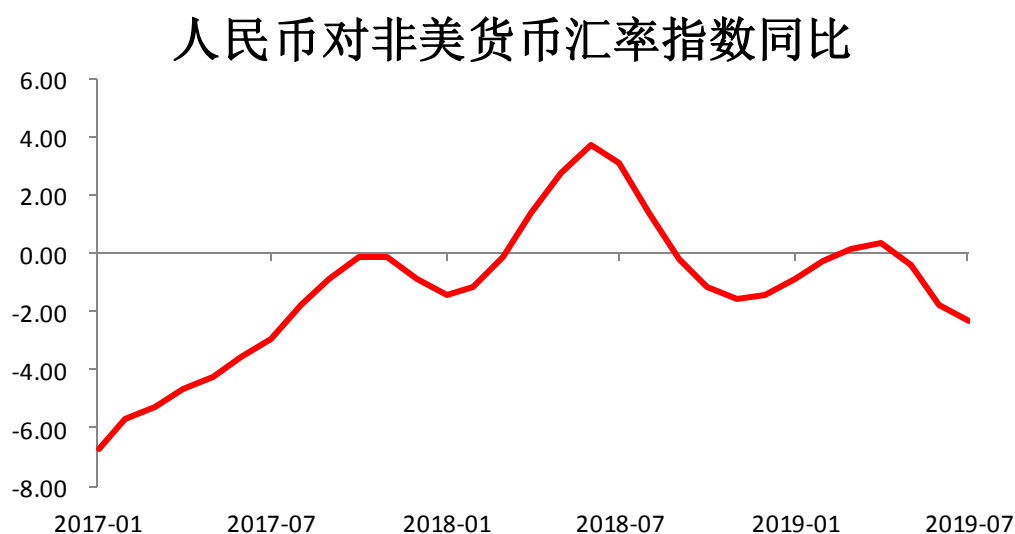
图7: %



数据来源: Wind, 安信证券

首先，我们承认人民币兑美元汇率出现了明显的贬值，但是人民币对非美货币的贬值幅度并不大。2018年6月的下半年比上半年平均大致贬值了2%。

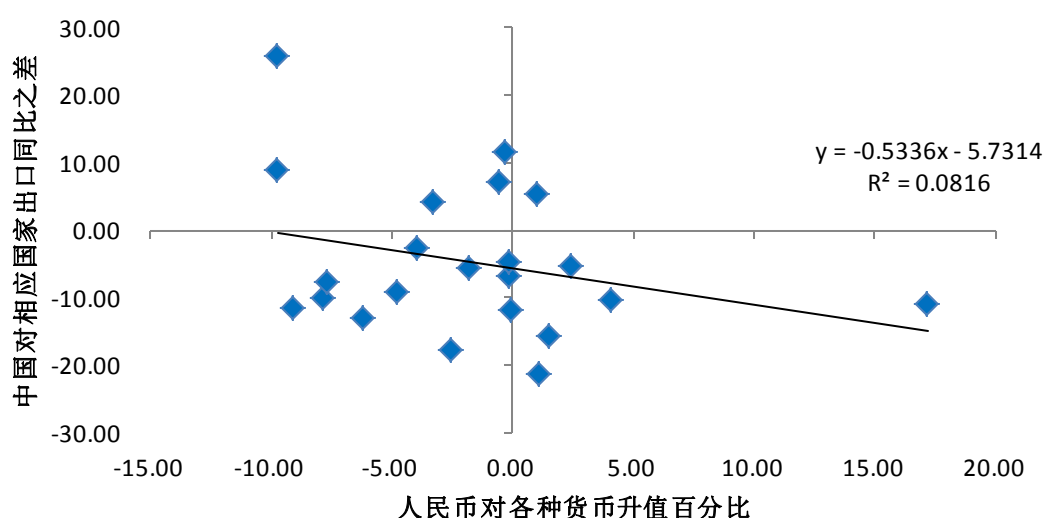
图8: %



数据来源: Wind, 安信证券

其次，汇率贬值对出口的确有促进作用，但弹性一般小于 1，2018 年以来的弹性大致在 0.5-0.7%。因此，人民币贬值对非美国国家出口同比的提升作用大致是 1.2%（ $0.6\% \times 2\% = 1.2\%$ ）左右。由于自中国进口占非美国国家进口的 13% 左右，因此，人民币贬值能够提升中国的进口份额约 0.15%，而中国的进口份额在 2019 年提升了 0.7%，大致能解释其中的 20%。

图9: %



数据来源: Wind, 安信证券

至于美国，3000 多亿商品是没有加税的，我们并没有观察到中国的这部分出口受到了汇率很强的拉动，甚至还出现了明显的下降。

图10: %

3000亿商品

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10997

