

宏观研究/深度研究

2019年07月04日

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

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1《宏观: LPR 在美国》2019.06
- 2《宏观: 包商之后关注流动性风险还是信用收缩?》2019.06
- 3《宏观: 第二次石油危机与 70 年代末美国滞胀》2019.06

以改革开放来应对中美贸易摩擦

新供给价值重估理论 (五)

核心观点

新供给价值重估理论是指在供给侧改革的大背景下, 通过疏通企业融资渠道、降低企业成本、提高全要素生产率发展科技周期, 通过改革开放克服中美贸易摩擦的外部压力, 有效的使得劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革, 提高经济潜在增速或减缓其下行, 全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估的理论。中国一直以改革开放的态度应对中美贸易摩擦。我们认为, 只要改革开放持续推进, 生产要素占优的过程必然导致人民币升值。人民币核心风险资产价值重估的逻辑中最应该关注的就是人民币汇率, 中长期汇率升值会与风险资产价值重估互为正向加强。

中美贸易摩擦不会纠正贸易逆差

美国历来靠增加关税纠正贸易伙伴国逆差都是失效的。历史上贸易冲突短期可能会带来逆差缩小的短暂收益, 但长期美国贸易逆差仍处于上涨态势。中美贸易摩擦在升级与反复后, 中国对美国出口下滑, 对其他经济体出口上升。目前, 我国贸易地区结构中, 欧盟为第一大伙伴、东盟其次, 美国为第三大贸易伙伴。中国对美国仍处于贸易顺差的状态, 尽管中国对美国出口下滑, 但进口以更大幅度出现下行。我们认为, 贸易差额与一国的比较优势、产业结构有关, 美国加征关税并不能改变美国的贸易逆差。美国发起贸易摩擦既不利于中美, 也不利于世界。

中国一直以改革开放的态度应对中美贸易摩擦

中国一贯秉持建设开放经济的态度, 在历次国家会议上均强调了改革开放的大门只会越开越大, 将始终以改革开放应对中美贸易摩擦。基于此, 我国采取了修改负面清单、建立自由贸易港、扩大自由贸易区、扩大金融和服务业对外开放以及扩大农业制造业采矿业开放五大举措以持续推进对外开放进程。此外, 我国将推动早日达成区域全面经济伙伴关系协定, 助力对外开放格局的不断优化。

只要改革开放持续推进, 就会迎来大量的资本流入

我们认为生产要素的比较优势, 与国际资本长周期流动之间存在周期性的规律。2011-2018 年底, 美国凭借再工业化、人工智能等实现了制造业的结构性复苏, 但这一轮的科技要素 A 并没有上世纪 90 年代末强, 美元指数也没有前两次强势。我们认为, 过去七年美国生产要素资本与科技占优的拐点已经出现, 这一轮美元强势周期结束后, 国际资本有望从美国回流新兴市场。我们判断, 类似印度和越南的新兴市场国家有望承接低端制造业转移; 中国则有望依托人口质量红利, 承接高端制造业的转移。包括特斯拉和苹果在内的国外高科技企业, 正在进一步加深与中国的合作。

改革开放下的生产要素占优过程必然导致人民币升值

国际资金长周期的流动与供给侧变量密切相关, 资本总是会选择在一个经济体相比其他经济体在供给侧的一项或几项突出优势。在改革开放的大背景下, 目前我国以开放促改革, 力促生产要素的升级进步, 未来中国的生产要素占优过程必然导致人民币的升值。我国人口红利的衰减使得低端制造业出现外流, 我们认为这不影响人民币升值, 我国目前加大制造业对外开放, 其核心重在吸引高端制造业流入。我们认为人民币核心风险资产价值重估的逻辑中最应该关注的就是人民币汇率, 虽然贸易摩擦可能对汇率有短期扰动, 但中长期汇率升值会与核心风险资产价值重估互为正向加强。

风险提示: 中国经济下行超预期, 从企业盈利和情绪面同时冲击股市; 对外开放政策落地不及预期, 资本回流逻辑受阻。

正文目录

中美贸易摩擦不会纠正贸易逆差	4
贸易摩擦后中国对美出口下滑，对其他经济体出口上升	4
中国对美出口下滑但对美进口也下滑，仍然是贸易顺差	5
美国历来靠增加关税纠正贸易伙伴国逆差都是失效的	5
美国发起贸易摩擦既不利于中美，也不利于世界	7
中国一直以改革开放的态度应对中美贸易摩擦	8
中国在历次国家会议上强调中国改革开放的大门只会越开越大	8
预计中国对外开放的新举措将越来越多	8
推动早日达成区域全面经济伙伴关系协定	10
只要改革开放持续推进，就会迎来大量的资本流入	11
生产要素与国际资本流动存在周期性规律	11
过去七年美国生产要素——资本与科技占优的拐点已经出现	12
资本回流新兴市场，印度越南靠人口数量红利，中国靠人口质量红利	13
特斯拉和苹果等企业已经在看重中国的生产要素优势——高技术高学历劳动力	14
改革开放下的生产要素占优过程必然导致人民币升值	15
未来中国的生产要素占优过程必然导致人民币升值	15
低端制造业外流并不影响人民币升值，因为我国目前着重吸引高端制造业流入	16
未来我国的劳动力要素红利着重“质量红利”而非“数量红利”	16
低端制造业外流并不影响人民币升值，因为主要是吸引高端制造业流入	17
贸易摩擦短期扰动人民币升值趋势，若美国加关税会导致阶段性贬值	17
人民币汇率升值会与核心风险资产价值重估互为正向加强	18

图表目录

图表 1: 中美贸易摩擦下, 我国对欧盟、东盟、日本等主要市场出口增长较好, 部分抵消了对美国出口的负效应	4
图表 2: 5 月中国进出口总额同比下滑 3.4%, 一带一路贸易额指数同比上涨 6.1%, 我国对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体	4
图表 3: 中美贸易摩擦不会纠正贸易逆差, 中国对美出口下滑幅度不及自美进口幅度, 中美之间仍然是贸易顺差	5
图表 4: 美国贸易逆差短期缩小, 长期持续上升	6
图表 5: 美国钢铁贸易逆差在保障措施废除后立即反弹	7
图表 6: 美国钢铁产量供给无法满足需求, 仍需向他国大量进口	7
图表 7: 中国在历次重要会议上强调改革开放的大门只会越开越大	8
图表 8: 中国对外开放五大举措	8
图表 9: 2018 版负面清单已在 22 个领域中推出开放措施	9
图表 10: 我国 2018 年对外贸易国别结构	10
图表 11: 我国 2019 年 1-5 月对外贸易国别结构	10
图表 12: 美元周期的强弱变化, 背后是各国要素比较优势的转变, 对应着资本的流动大方向	12
图表 13: 美国可能在今年下半年开始转入降息周期	13
图表 14: 中国从多方面力促劳动生产率 A、劳动力技术水平 L 及组织方式 F 的升级进步	13
图表 15: 我国财政支出中, 教育支出占比最高	14
图表 16: 我国国民受教育水平逐渐提高	14
图表 17: 2019 年以来, 中美国债利差逐渐走阔	15
图表 18: 我国国际收支在 2017 年后重返顺差	16
图表 19: 我国外汇储备变动趋于稳定	16
图表 20: 我国劳动年龄人口占比已经进入下行通道	16
图表 21: 农民工工资增速波动较大, 我国已经进入刘易斯转折区间	16
图表 22: 中美贸易摩擦三轮加征关税回顾	17
图表 23: 中美三轮加征关税均导致人民币汇率短期大幅贬值	18
图表 24: 北向资金净流入与 A 股当日涨跌幅明显正相关	18
图表 25: 2006-2007 年的重估牛市	19

新供给价值重估理论是指在供给侧改革的大背景下，通过疏通企业融资渠道、降低企业成本、提高全要素生产率发展科技周期，通过改革开放克服中美贸易摩擦的外部压力，有效地使得劳动力、资本、科技、组织形式等生产要素变革，提高经济潜在增速或减缓其下行。在这样的背景下，全球资本有望给中国的人民币核心风险资产进行重估的理论。

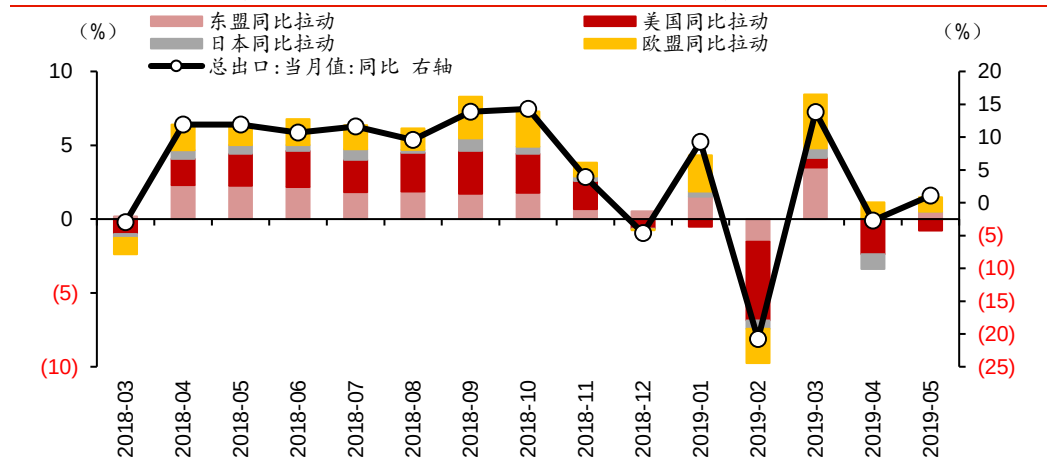
本篇报告是系列报告第五篇，重点讨论以改革开放来应对中美贸易摩擦。

中美贸易摩擦不会纠正贸易逆差

贸易摩擦后中国对美出口下滑，对其他经济体出口上升

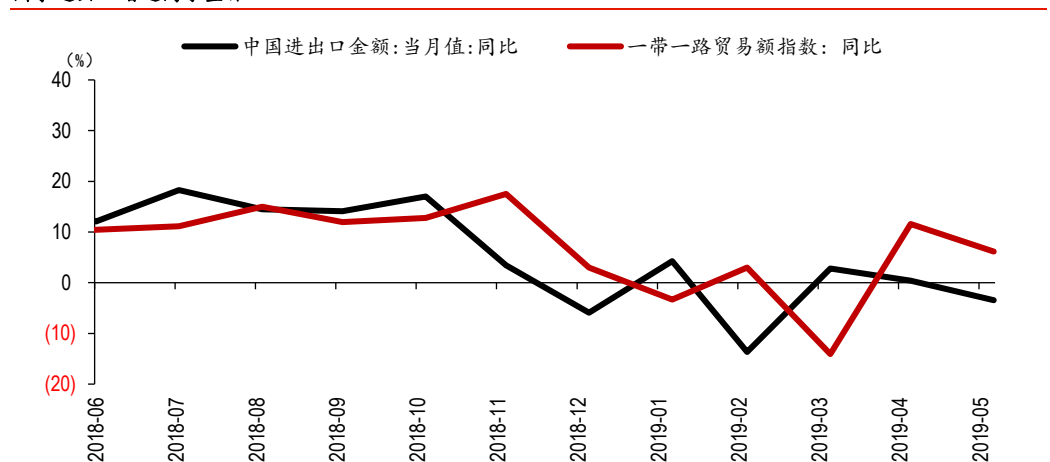
2019 年 5 月，我国出口 2138.4 亿美元，增长 1.1%，以人民币计价增长 7.7%。我们认为，出口增速维持正增长的主要原因是我国对非美国国家的出口增速尚好，部分抵消了对美出口的负效应，而且这种情况在此前人民币贬值的背景下较为突出。从 2019 年前 5 个月数据来看，我国对欧盟、东盟和日本等主要市场进出口增长，对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体。其中，前 5 个月，对欧盟出口增长 14.2%，对东盟出口增长 12.9%，对比之下，对美国出口下降 3.2%。目前，我国贸易地区结构中，欧盟为第一大伙伴、东盟其次，美国为第三大贸易伙伴。

图表1：中美贸易摩擦下，我国对欧盟、东盟、日本等主要市场出口增长较好，部分抵消了对美国出口的负效应



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：5 月中国进出口总额同比下滑 3.4%，一带一路贸易额指数同比上涨 6.1%，我国对“一带一路”沿线国家进出口增速高于整体

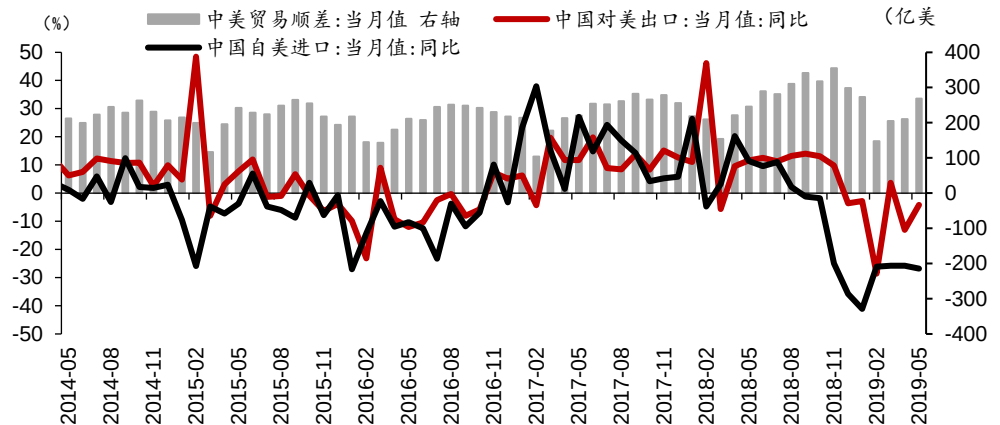


资料来源：Wind，华泰证券研究所

中国对美出口下滑但对美进口也下滑，仍然是贸易顺差

据海关总署，2019 年 5 月我国贸易顺差 416.5 亿美元，同比扩大 77.9%，我国开始出现“衰退式”顺差。我国贸易差额主要取决于出口和进口回落的速度，如果全球经济回落和中美贸易摩擦的风险更明显，那么可能会制约出口增速从而导致我国贸易顺差收窄；如果我国内需不振，从而限制进口增速，并且回落幅度快于出口增速，那么可能会导致“衰退式”顺差。4 月底以来，国内的政策取向重新回到三大攻坚战和去杠杆上来，逆周期调控政策逐渐减弱。进口增速下滑幅度较大，出口增速维持正增长是我国出现“衰退式”顺差的主要原因。

图表3：中美贸易摩擦不会纠正贸易逆差，中国对美出口下滑幅度不及自美进口幅度，中美之间仍然是贸易顺差



资料来源：Wind，华泰证券研究所

如果单看中美两国贸易，中国对美出口下滑的同时，进口以更大幅度出现下滑，中美仍然处在贸易顺差的状态。2019 年 5 月，中国对美出口同比下滑 4.14%，自美进口同比下滑 26.78%，中国对美贸易顺差为 269.01 亿美元，同比扩大 9.43%。我们认为，贸易差额与一国的比较优势、产业结构有关，美国加征关税可能并不能改变美国的贸易逆差，为了实现贸易平衡，仍需要两国着眼长期问题，以谈判的方式协商取消关税或扩大进口来解决。

中美双方一直试图以农产品的相关政策作为制衡手段，以此在贸易争端中占领有利地位。美方不断要求中方加大对美国农产品的进口，以达到其增加净出口的目的，从而缩小中美两国之间的贸易差额。从两次中美两国元首会晤可以看出，核心议题均提及中国扩大进口美国农产品。去年 12 月 1 日的白宫声明表示，中国同意大量购买农业，能源，工业和其他产品，以缩减两国间贸易的不平衡。中国已同意立即开始进口美国农产品。今年的白宫会议声明上同样是，中国将采购大量粮食和农产品。我们在 1 月 27 日外发的海外经济与大类资产深度观察报告《联储预计按兵不动，中美谈判认知或仍存差距》中曾将“美国想要什么”以及“中国能满足什么”进行了梳理。美国想要的主要有三点：1) 缩减贸易逆差；2) 结构性改革，尤其是在知识产权保护方面。3) 美国要求定期评估贸易和改革进展。可以看到，中国最易实现也最容易满足美国要求的仍在于大量购买美国产品。我们认为，在中国的贸易反制措施影响下，美国对华出口同样会受到负面影响，中美贸易差额不一定显著收窄。而若中美达成阶段性协议，中国加大对美国农产品的进口，中美贸易差额存在收窄可能。

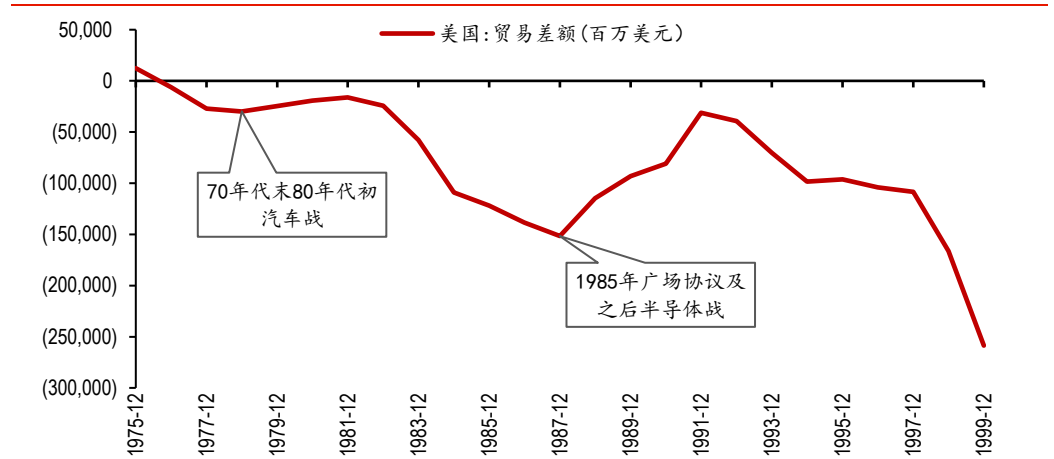
美国历来靠增加关税纠正贸易伙伴国逆差都是失效的

通过对美国历次贸易争端的回顾与剖析，我们认为，贸易冲突短期可能会带来逆差缩小的短暂收益，但长期美国贸易逆差仍处于上涨态势。美国发动贸易战，出口增加，进口下降，但是较少的进口使得更少的美元流入国际货币市场，无法满足国际货币市场对美元的需求，提高了美元的相对价格。美元的相对强势反过来制约了美国的出口，但与此同时，进口品对美国消费者更具吸引力。出口减少而进口增加，贸易逆差再一次上升。因此，从长期的角度来看，美国历次贸易争端并不会有效控制贸易逆差缩小。

70-90 年代美日多回合贸易争端，美国贸易逆差短期缩小，长期上升。20 世纪 70 年代以来，美日经济差距逐步收窄，产业竞争加剧，成为美日形成较大贸易逆差的重要原因，美日货物贸易逆差一度占美方全部货物逆差的 64% 之多。美国对日贸易争端的诉求是缩小贸易逆差并激发美国经济发展。从 1968 年到 1991 年的 20 多年间，美日签署了多行业的贸易协议。多行业的贸易谈判对美日贸易逆差的缩小确实起到一定的短期作用：1979-1981 的汽车贸易谈判带来 1981 年的美日贸易逆差缩小，1985 年的广场协议和 80 年代后半期的半导体贸易谈判则带来了 1988-1990 期间 3 年的逆差缩小。

但从长期来看，20 多年间的美日贸易争端中，美国贸易逆差总体呈现上升趋势。我们认为，主要原因是 1970 年代中后期以来，美国国内的国民储蓄率长期低于美国国内的国民投资率。国内储蓄不能满足国内投资的需求，只能依靠“进口”储蓄来支撑国内投资需求，这正是国际资本对美国的净流入的根本原因。美日贸易争端激化后，美国的进口如愿下降，但流入国际货币市场的美元减少，造成 90 年代中后期美元的强势，又反过来抑制了美国的出口，贸易逆差再次扩大。

图表4： 美国贸易逆差短期缩小，长期持续上升

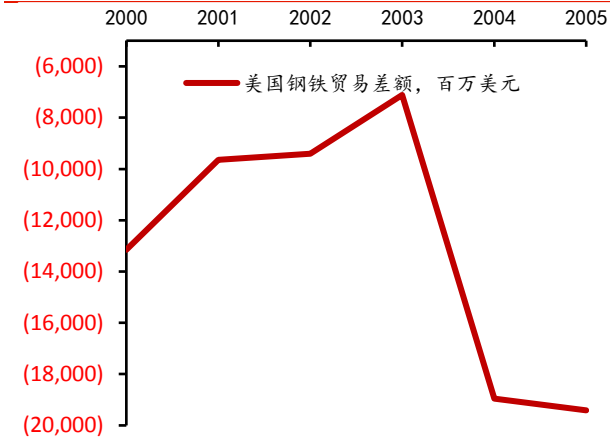


资料来源：Wind，华泰证券研究所

60 年代-21 世纪初美欧虽为盟友但贸易摩擦频发，美国贸易逆差先收窄后上升。21 世纪初，全球钢铁产能过剩。美国钢铁行业由于受到长期补贴，且自身产业结构存在问题，竞争力较弱，产业升级缓慢。小布什政府为赢得中期选举并为本国钢铁行业产业结构提供充足调整机会，在 2002 年针对欧盟、日本、韩国等 8 国的钢铁产品出口颁布“201”条款。在此后的两年中，美国钢铁行业有效充足发展，竞争力提升，但是条款被 WTO 判处保障措施违规，2003 年底被取消。美国的保障措施在施行近两年后终止，美国钢铁贸易逆差小幅收窄后快速向上反弹。

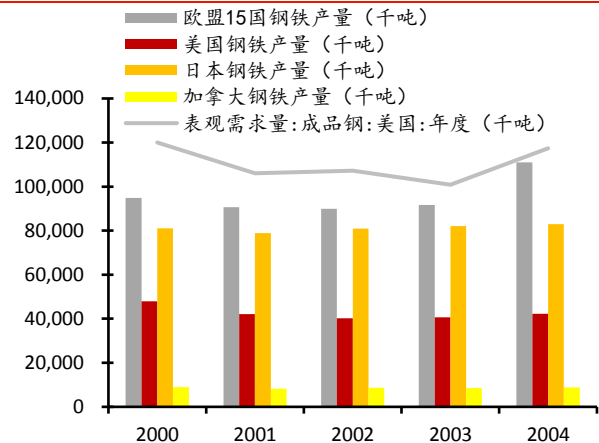
在贸易争端发起之前，尽管总贸易逆差上升，美国钢铁贸易逆差呈现下降趋势。而在 2004 年，贸易限制措施刚一结束，美国钢铁贸易逆差迅速反弹，甚至超过原先水平，由 2003 年的 7,115 百万美元快速扩大 166.5% 至 18,961 百万美元。主要原因有两点：1) 尽管美国在进行钢铁产能重组过程中提高生产效率，但与当时主要产钢经济体相比，其产量是日本的不到 1/2，是欧盟的不到 1/3，加拿大等贸易伙伴相比之下亦产量微弱；2) 经济快速发展对钢铁需求要求较高，在 2004 年可以看到钢铁需求量存在明显反弹。美国钢铁自身供给远远跟不上需求量。面对刚性的发展需求，向其他更具有比较优势的国家进口仍然是最佳选项。

图表5: 美国钢铁贸易逆差在保障措施废除后立即反弹



资料来源: 美国商务部, 华泰证券研究所

图表6: 美国钢铁产量供给无法满足需求, 仍需向他国大量进口



资料来源: Wind, IISI, 华泰证券研究所

美国发起贸易摩擦既不利于中美, 也不利于世界

我们在 5 月 14 日外发的《中美再加关税对两国经济影响几何》中美贸易摩擦系列第十二篇报告中曾做过相关测算, 美国提高 2000 亿美元商品关税从 10% 至 25% 预计影响中国出口 1.2 (直接) + 1.7 (间接) = 2.9 个百分点, 进而影响我国 GDP 0.22 (直接) + 0.26 (间接) = 0.48 个百分点。中国反制对于美国影响方面, 我们测算得, 中国对 600 亿美元美国商品提高部分关税预计将冲击美国出口 0.24 (直接) + 1.16 (间接) = 1.4 个百分点, 对于美国 GDP 的影响在 0.17 个百分点左右。

我们的测算方法从直接和间接影响两方面进行。直接影响测算的是加征关税导致出口量的直接损失, 进而对 GDP 的负面冲击。据海关总署统计, 中国 2018 年对美出口金额为 4784.2 亿美元, 全部出口总额为 24868.1 亿美元, 若 2000 亿美元商品关税提高至 25%, 等于在此前基础上再提高 15 个百分点, 假定这部分出口商品对美国来讲具有完全替代性, 那么我们的对美出口损失为 300 亿美元, 对美出口将下降 6.3%, 全年出口将因此下降 1.2 个百分点, 减少的名义 GDP 增速估计为 0.22 个百分点。

间接影响方面, 考虑的是中美贸易摩擦通过影响全球经济增长, 间接压制贸易需求, 从而制约我国对外出口。IMF 在 2018 年 10 月的展望中提到, 如果美国对额外 2670 亿美元商品征收 25% 关税同时中国采取反制措施, 那么将降低全球增速 0.8 个百分点 (短期) 和 0.4 个百分点 (长期)。我们参考这个测算, 在 2000 亿美元商品关税由 10% 提升至 25% 的情况下, 导致全球 GDP 增速预计下降 0.26 个百分点。根据我国出口增速与全球经济增长的系数关系, 大致影响我国出口增速 1.7 个百分点, GDP 增速 0.26 个百分点。采用同样的测算方式, 如果美国对剩余 3000 亿美元产品加征 25% 关税, 预计影响我国出口 7.6 个百分点, GDP 1.4 个百分点。

IMF 在 2018 年 10 月发布的《世界经济展望》报告中表明过去六个月里, 全球增长的下行风险已经上升, 增长快于预期的可能性已经下降。未来可能面临的下行风险包括: 第一、贸易紧张局势加剧, 多边贸易体系可能被削弱, 这是全球前景面临的主要风险。第二、贸易紧张局势和政策不确定性加剧可能导致金融市场状况迅速收紧。2019 年 4 月 IMF 在《世界经济展望》中进一步提及全球经济增长面临的风险仍然偏向下行, 贸易紧张局势升级或将对全球供应链造成严重干扰。我们认为, 贸易摩擦的影响不只局限在加征关税可能导致经济“类滞胀”, 贸易政策的反复和不确定性可能会加剧企业对未来经济不确定性的担忧, 抑制企业投资, 影响居民消费。在当下全球经济增长动力不足的背景下, 这种不确定性是当前面临的主要威胁。可以说, 美国发起贸易摩擦不利于中美, 也不利于全球。

中国一直以改革开放的态度应对中美贸易摩擦

中国在历次国家会议上强调中国改革开放的大门只会越开越大

6 月 28 至 29 日，国家主席习近平应邀赴日本大阪出席二十国集团(G20)领导人第十四次峰会并于与会期间发表题为《携手共进，合力打造高质量世界经济》的重要讲话，为世界经济和全球治理的发展提出了坚持改革创新、坚持与时俱进、坚持迎难而上、坚持伙伴精神的四项建议，再次表明在国际形势处于复杂严峻时期、世界经济面临十字路口的关键时刻，应坚持开放共赢的理念。在会上习近平总书记宣布中国将进一步推出五项重大举措，包括进一步开放市场，主动扩大进口，持续改善营商环境，全面实施平等待遇，大力推动经贸谈判。

在 2018 年 12 月 18 日庆祝改革开放 40 周年大会时，总书记即郑重宣示了改革开放只有进行时没有完成时、改革开放永远在路上、坚定不移将改革开放进行到底的信心和决心，明确提出了坚定不移全面深化改革、扩大对外开放、不断把新时代改革开放继续推向前进的目标要求。回首过去，中国在历次国家会议上均强调了改革开放的大门只会越开越大，习近平主席于 G20 峰会传递的精神进一步明确了中国一贯秉持建设开放经济的态度，将始终以改革开放应对中美贸易摩擦。

图表7： 中国在历次重要会议上强调改革开放的大门只会越开越大

时间	会议	重要讲话
2019.6.28	G20 峰会	进一步开放市场，主动扩大进口，大力推动经贸谈判
2018.12.29	全国政协新年茶话会	用行动宣示在新时代将改革开放进行到底的坚定决心
2018.12.18	改革开放四十周年	改革开放永远在路上、坚定不移将改革开放进行到底
2018.11.17	亚太经合组织 第二十六次领导人非正式会议	坚定不移全面深化改革，坚持对外开放基本国策
2018.11.14	中央全面深化改革委员会 第五次会议	继续高举改革开放伟大旗帜 不断把新时代改革开放继续推向前进
2018.4.10	博鳌亚洲论坛 2018 年年会	中国开放的大门只会越开越大

资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计中国对外开放的新举措将越来越多

目前，我国对外开放的措施囊括了修改负面清单、建立自由贸易港、扩大自由贸易区、扩大金融和服务业对外开放以及扩大农业制造业采矿业开放五个主要方面，随着全面深化改革、扩大对外开放进程的不断推进，我们预计在未来相关举措会愈来愈多。

图表8： 中国对外开放五大举措

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_11640

