

美国优先与贸易摩擦

◎投资要点:

◆美国建国后一百多年时间总体上实行高关税税率，其他主要经济体大多实行低关税甚至零关税，美国在这个阶段快速崛起并超过英国。在美国成为第一经济大国后，又实行高关税导致了其他国家惩罚性提高关税，全球暴发贸易战，这是世界上最严重的经济大萧条阶段。二战后美国总体实行低关税水平，全球贸易条件较好，美国是全球的经济、金融、军事和货币霸主。实行低关税对美国、对全球都有好益。

◆日本在贸易战中多采取妥协政策，但也没有改变大额贸易顺差状况。可是，由于其货币政策、经济政策等国内措施应对不当，最后导致股市、房地产泡沫的形成和破灭，导致经济发展长期停滞不前。欧洲对美国贸易战实行针锋相对的关税政策，经过多次贸易战，仍然保持对美国的顺差。

◆美国贸易逆差的形成有其内在的客观原因，很难完全改变。其大幅逆差的来源国，以前是日本，现在是中国，以后可能是其他国家，只要美国的状态不改变，贸易逆差很难避免。

分析日期 2019年09月10日

证券分析师：胡少华

执业证书编号：S0630516090002

电话：021-20333748

邮箱：hush@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳

执业证书编号：S0630516080002

电话：021-20333778

邮箱：liusj@longone.com.cn

联系人：施杨扬

电话：021-20333923

邮箱：shiyiy@longone.com.cn

联系人：李沛

电话：021-20333403

邮箱：lp@longone.com.cn

相关研究报告

正文目录

1. 美国的崛起、称霸与进出口贸易	4
1.1. 崛起阶段的贸易保护（1789-1913 年）.....	4
1.2. 贸易战和大萧条（1913-1933 年）.....	5
1.3. 从互惠中获益（1934-2017 年）.....	6
2. 美日贸易战——前车之鉴	7
2.1. “日本第一”的威胁.....	7
2.2. “打不死的小强”.....	8
2.3. “自毁城墙”.....	9
3. 美欧贸易战——针锋相对	11
4. 似曾相识的中美贸易摩擦	12
4.1. “中国第二”引关注.....	12
4.2. 特朗普的美国优先和贸易保护主义.....	13
4.3. 美国贸易逆差难以改变.....	14
5. 结论	15

图表目录

图 1 (1870-1912 年美/英贸易差额, 十亿美元/英镑).....	5
图 2 (1870-1912 年美/英名义 GDP, 10 亿美元, 10 亿英镑).....	5
图 3 (1923-1933 年世界商品出口总额及同比, 百万美元, %).....	6
图 4 (1923-1933 年美国商品进出口总额及同比, 百万美元, %).....	6
图 5 (1948-1960 年全球、美国进出口总额及美国占比, 亿美元, %).....	7
图 6 (1961-1982 年美国贸易差额及商品服务差额, 百万美元).....	7
图 7 (1961-1982 年美国经常项目差额及占 GDP 比重, 百万美元, %).....	7
图 8 (世界前十大经济体 GDP 总量, 亿美元).....	8
图 9 (美国、日本人均 GDP, 美元).....	8
图 10 (1960-1990 年日本贸易差额, 百万日元).....	8
图 11 (1986-1990 年美国贸易逆差及日本占比, 百万美元, %).....	8
图 12 (1980-1990 年美元兑日元汇率).....	9
图 13 (日本基础货币平均余额同比, %).....	10
图 14 (日本贴现率, %).....	10
图 15 (日本城市土地价格指数).....	11
图 16 (日经 225 指数, 点).....	11
图 17 (1980-2000 年日本实际 GDP 增速, %).....	11
图 18 (美国与欧洲贸易差额及占比, 亿美元, %).....	12
图 19 (美国与欧洲主要国家贸易差额, 百万美元).....	12
图 20 (中国 GDP 总额, 亿元).....	13
图 21 (世界主要国家 GDP 总量, 亿美元).....	13
图 22 (2009-2018 年中美新增独角兽企业, 个).....	13
图 23 (2017 年全球独角兽企业分布, %).....	13
图 24 (中国统计口径对美进出口总额及同比, 亿美元, %).....	14
图 25 (美国统计口径对美进出口总额及同比, 亿美元, %).....	14
图 26 (中美不同口径下贸易差额, 亿美元).....	14
图 27 (2018 年中国对主要国家贸易差额, 亿美元).....	14
图 28 (全球商品贸易进出口总额及同比, 亿美元, %).....	15
图 29 (中国分贸易类型贸易差额占比, %).....	15

表 1 1875、1913 年美国等有关国家关税税率.....5

1.美国的崛起、称霸与进出口贸易

从关税角度看，美国进出口贸易大体经历了崛起阶段的高关税保护、互征高关税下的经济衰退、低关税下对个别国家的贸易战等几个阶段。

1.1.崛起阶段的贸易保护（1789-1913年）

美国独立后不断提高关税水平，在一百多年时间内主要实行高额关税保护，只有少数时间实行相对较低的关税水平。期间，美国经济快速发展，赶上并超过了当时的第一超级大国——英国。

1783年美国独立后，其国内经济、技术水平相对落后，贸易逆差严重，社会经济形势比较严峻。此时关税是政府收入的主要来源，但关税水平并不高。1789年，当时美国的平均关税在8.5%。

1812-1815年，第二次英美战争爆发，英国对美国实行“禁运”，美国大幅度提高关税水平至25%左右。1816年战争结束后，关税保护力度继续加强，关税水平逐步提高。到1820年，美国平均关税税率已升至40%。1828年，国会通过新的关税法，把平均关税率进一步提高到45%。1830-1832年间，棉纺织品的进口关税率甚至提高到了71%。

当时，美国南方以农业为主，棉花等农产品出口有比较强的优势，因此希望降低总体关税税率以增加出口。而纽约等北方地区工业制造已经起步，有了一定的发展，但国际竞争力很弱，需要高关税的保护。在1835年前后，在强势南方民主党总统安德鲁杰克逊敦促下，大约一半的关税被削减，平均关税水平降至20%以下，1830-1860年也成为美国早期一个低关税阶段。

1861年初，部分南方州宣布脱离联邦，南方议员退出国会，以北方人员组成的国会通过《莫里尔税法》，提高关税税率，北方的贸易保护主义得以顺利实行，关税水平大幅度提高。

1866年，美国平均关税率已提高到40.3%。《1890年麦金莱关税法》进一步把平均进口税率由38%提高到50%，由此一些外国产品被完全拒之美国国门之外。

从1875年以及1913年西方主要国家的关税水平来看，美国关税税率要显著高于其他国家。1913年，美国制成品的平均关税税率在44%，而英德法意分别仅为0%、13%、20-21%和18-20%；同期美国所有产品的关税税率为33%，而英德法意的关税税率分别仅为0%、12-17%、18-24%和17-25%。

表 1 1875、1913 年美国等有关国家关税税率

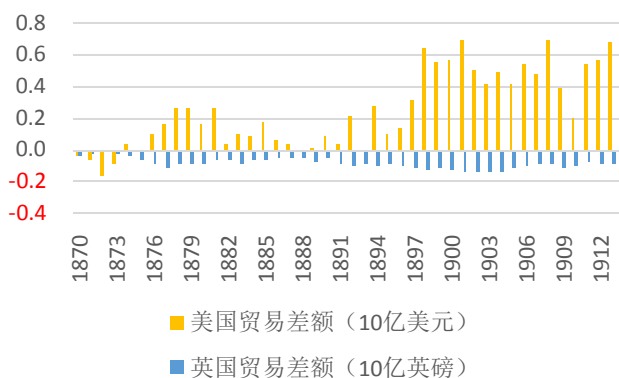
	制成品的平均关税等级, %		所有产品, %
	1875	1913	1913
美国	40~50	44	33
英国	0	0	0
德国	4~6	13	12~17
法国	12~15	20~21	18~24
意大利	8~10	18~20	17~25
奥地利-匈牙利	15~20	18~20	18~23
比利时	9~10	9	6~14
丹麦	15~20	14	9
俄罗斯	15~20	84	73
西班牙	15~20	34~41	37
瑞典	3~5	20~25	16~28
瑞士	4~6	8~9	7~11
荷兰	3~5	4	3

资料来源：联合国，东海证券研究所

美国建国以后开始一直是贸易逆差国，1870 年以后，美国进出口贸易逐渐由逆差转为顺差，1901-1910 年，10 年中贸易顺差平均达到 4.8 亿美元，较前 10 年接近翻番。

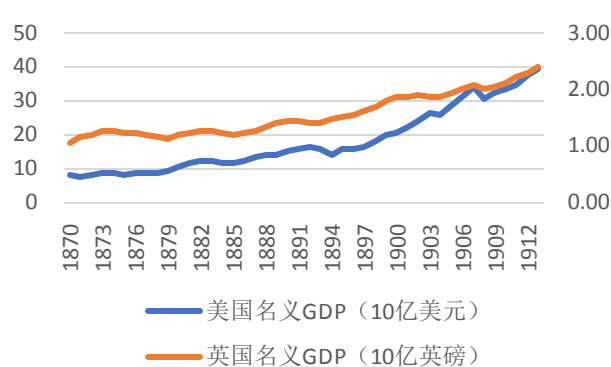
在这个一百多年的高关税保护阶段，美国经济获得了快速发展，并超过当时头号强国英国，成为世界第一经济大国。从 1870 年到 1910 年，美国 GDP 总值从 7.81 亿美元上升 33.75 亿美元，增长了 3 倍多。1900 年，美国工业总产值约占世界工业总产值的 30%，一跃成为世界第一大工业国。

图 1 (1870-1912 年美/英贸易差额，十亿美元/英镑)



资料来源：美国经济研究局，东海证券研究所

图 2 (1870-1912 年美/英名义 GDP，10 亿美元，10 亿英镑)



资料来源：美国经济研究局，东海证券研究所

1.2. 贸易战和大萧条 (1913-1933 年)

19 世纪末 20 世纪初，美国国力已超越欧洲其他国家，崛起为世界头号经济强国，在初期实行了一段时间的低关税税率。1913 年，威尔逊总统领导的民主党大力倡导《安德伍德关税法》，打算把关税降到 1860 年内战前的水平。

第一次世界大战之后，欧洲经济复苏，美国农产品被挤出欧洲市场，产品过剩，价格下跌。1921年美国通过《紧急关税法》，1922年9月通过《福德尼-麦坎伯关税法》，加强贸易保护。

1925年法国、德国等欧洲国家也以高关税保护国内市场，全球性的贸易战恶化了贸易条件，国际贸易迅速缩水。

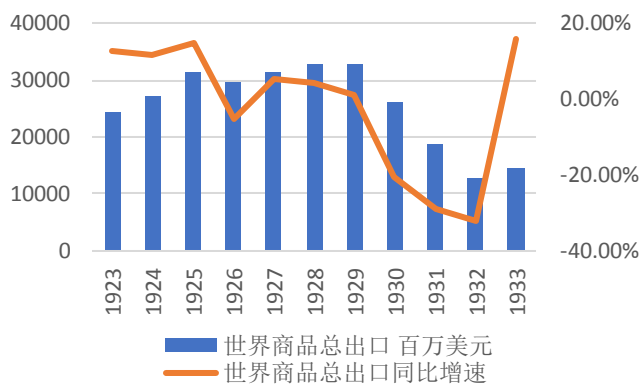
1929年10月纽约股市崩溃，全球经济大萧条来临。此时，美国通过继续提高关税税率来保护国内经济。1930年6月，《斯穆特-霍利关税法》通过，约有900多种工业品和70多种农产品提高了关税税率，其中农产品平均的关税水平从20%提高到34%，应纳进口关税税率从38.2%抬高到55.3%。

对此，1028位经济学家共同签署了正式的反反对请愿书。1931年欧洲、澳洲、加墨等均提高对美国关税。

在大萧条期间，经济危机蔓延至全球，各国为了维护本国的利益，保护主义壁垒日益坚固，争相提高关税，世界贸易收缩，整个世界的经济形势加剧恶化。之后，是第二次世界大战。

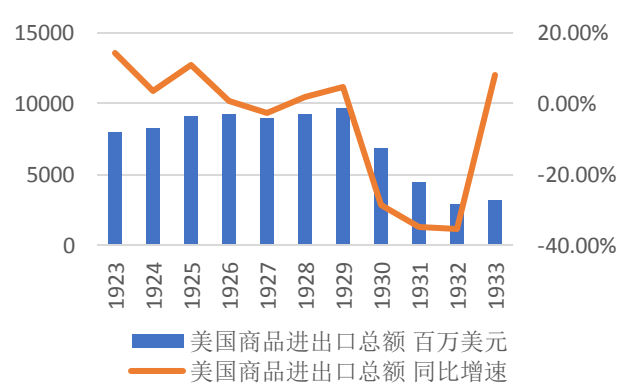
1929-1933年，世界商品总出口额从330亿美元下降到147亿美元，降幅达到55%，而其中接近50%的降幅是由贸易保护导致的。期间，美国的进出口贸易总额也由97亿美元下降至32亿美元。

图3 (1923-1933年世界商品出口总额及同比, 百万美元, %)



资料来源：联合国，东海证券研究所

图4 (1923-1933年美国商品进出口总额及同比, 百万美元, %)



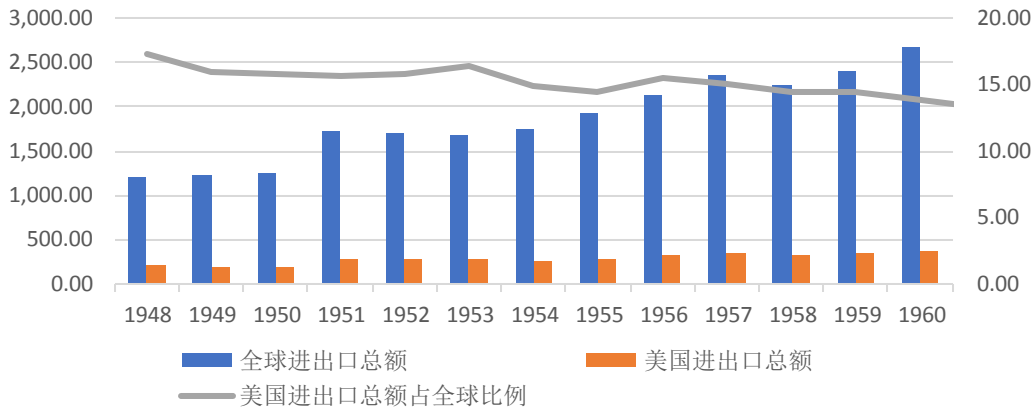
资料来源：联合国，东海证券研究所

1.3.从互惠中获益 (1934-2017年)

全球贸易战，恶化了贸易条件，害人也害己。之后，罗斯福总统着手与其他国家谈判，互降关税，于1934年出台《互惠贸易法案》，重新进行贸易自由化。到1945年，美国与27个国家共达成了32个双边贸易条约，使税率平均降低了44%。在1947年，杜鲁门总统通过了关税与贸易总协定。应税商品的关税平均下降21%，加上战后通胀造成的进口价格上涨因素，平均关税税率从1944年的30%以上一路降至1950年的13%。

第二次世界大战之后，布雷顿森林体系的建立形成了以美元为中心的世界货币体系，美元作为国际支付货币被各国所接受，美国享有对世界各国征收铸币税的权利，美国经济、金融、军事和货币霸主地位确立，在国际贸易中的话语权较高，总体采取较低的关税政策。1948-1960年之间，美国商品进出口总额由207.47亿美元升至369.82亿美元，占全球比例的13%-18%之间，占比相对稳定。

图5 (1948-1960年全球、美国进出口总额及美国占比, 亿美元, %)



资料来源: WTO, 东海证券研究所

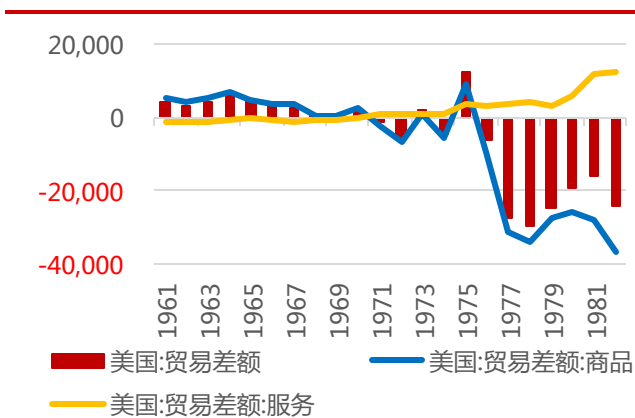
60年代, 美国经济遇到困难, 贸易保护主义又有所抬头。1971年, 尼克松总统取消美元与黄金挂钩, 征收10%进口附加税。退出越战, 改善中美关系。1974年通过贸易法案, 反倾销增加, 非关税壁垒增加。1979-1982年, 经历二次衰退, 日本被认为是“大灰狼”。1985年, 签署广场协议, 日本成为贸易战的主要目标。

90年代的美国进出口政策取向是消除贸易壁垒, 美国与加拿大之间的自由贸易往来, 直接促成了1987年的美加自由贸易协定, 继而在1994年又上升为北美自由贸易协定(NAFTA)。2001年, 中国加入WTO。

2. 美日贸易战——前车之鉴

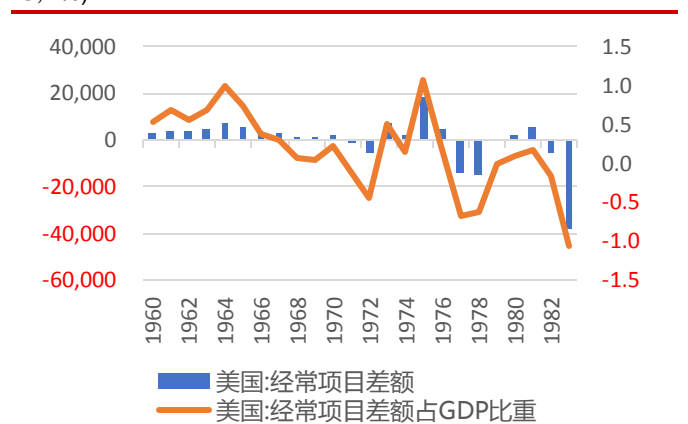
70年代开始, 随着日本二战后在经济上的崛起, 日本商品在国际市场上的竞争力上升, 美国从日本进口商品的金额持续上升, 美国由贸易顺差国逐渐转变成成为最大的贸易逆差国, 日本成为美国贸易战的主要目标。

图6 (1961-1982年美国贸易差额及商品服务差额, 百万美元)



资料来源: 美国经济分析局, 东海证券研究所

图7 (1961-1982年美国经常项目差额及占GDP比重, 百万美元, %)

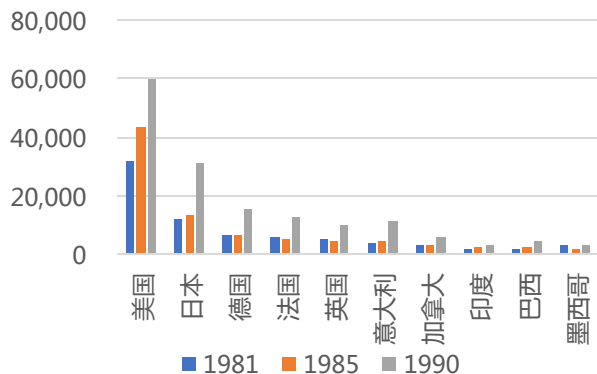


资料来源: 美国经济分析局, 东海证券研究所

2.1. “日本第一”的威胁

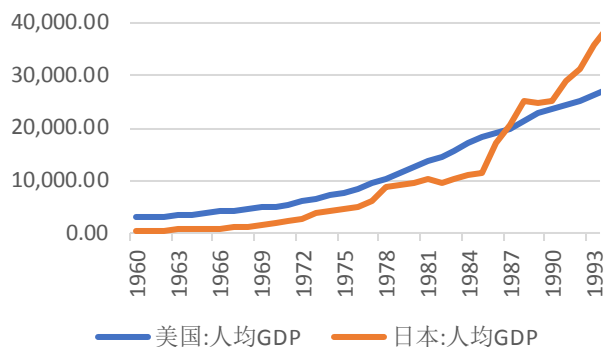
战后日本经济高速发展，日本人信心爆满，美国感觉到了“被超越”的危机。从 GDP 增速来看，1961-1980 年间，日本不变价 GDP 增速均值在 6.97%，同期美国为 3.68%，在日本 90 年代地产泡沫奔溃前，日本的 GDP 增速长期高于美国。从 GDP 的体量上来看，1968 年日本已超越当时的联邦德国，成为仅次于美国的第二大经济体。1987 年，根据世界银行统计数据，日本人均 GDP 超越美国，达到 20745 美元/人，较 1960 年上升了 42.3 倍，而同期美国人均 GDP 仅上升了 5.7 倍。

图 8 (世界前十大经济体 GDP 总量, 亿美元)



资料来源：世界银行，东海证券研究所

图 9 (美国、日本人均 GDP, 美元)

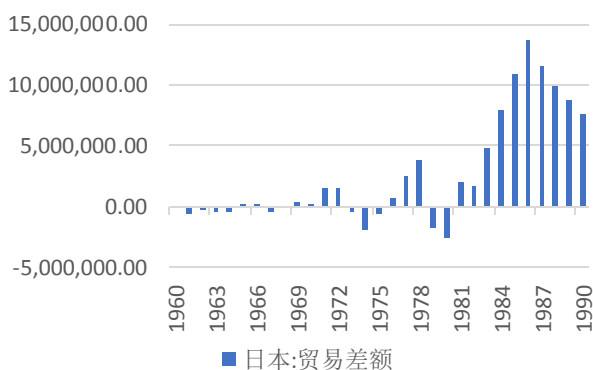


资料来源：世界银行，东海证券研究所

日本高速增长的经济与制造业的飞速发展密不可分，日本产品的出口竞争力优势明显，导致日本在第二次石油危机后的上世纪 80 年代积累了大量的贸易顺差。据日本财务省数据，在 1981-1990 年期间，年贸易差额在 7.9 万亿日元，1971-1980 年期间均值仅为 0.29 万亿日元，1961-1970 年期间均值为-0.15 万亿日元。

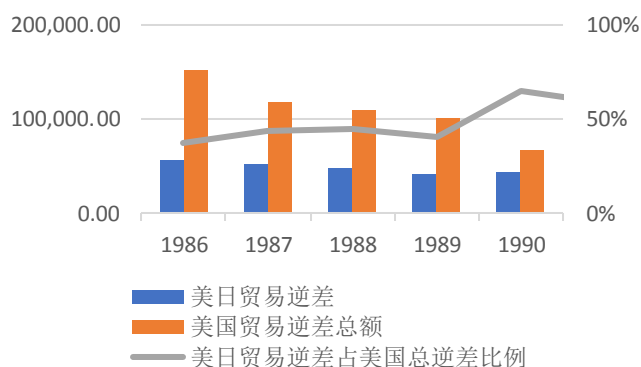
对此，美国发动贸易战来保护国内经济。

图 10 (1960-1990 年日本贸易差额, 百万日元)



资料来源：日本财务省，东海证券研究所

图 11 (1986-1990 年美国贸易逆差及日本占比, 百万美元, %)



资料来源：美国商务部普查局，东海证券研究所

2.2. “打不死的小强”

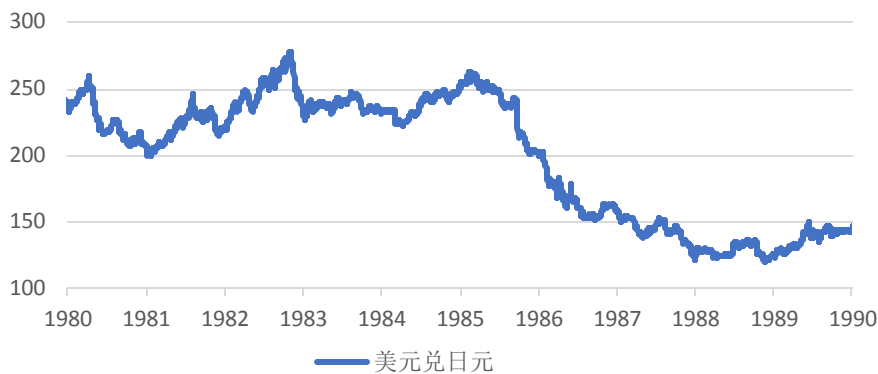
随着日本的崛起，在经济上逐渐成为了美国的对手，贸易战是美国的首选项。自上世纪 60 年代起，美国先后多次对日本发动贸易战，整个过程持续了近 40 年，涉及了多个领域，包括纺织品战 (1968-1972)、彩电战 (1976-1977)、钢铁战 (1976-1978)、汽车战 (1979-1981)、半导体战 (1987-1991) 和电信行业贸易战 (80 年代-90 年代中期)。

面对美国的贸易战，受二战后政治地位等因素影响，日本屡屡选择退让，均以谈判、签订贸易协议，自愿实施出口限制或自愿对美扩大进口、日本开放市场等方式结束。

尽管美国使用了多种手段，但仍未有效缩小贸易逆差规模。同时美国国内面临严峻的财政赤字问题，美国政府通过使美元贬值的方法来提升美国出口产品的竞争力，改善国际收支的情况。1985年9月22日，美国、日本、联邦德国、英国以及法国在纽约广场饭店签署了著名的“广场协议”，要求主要货币对美元升值，以解决美国巨额贸易逆差的问题。1985-1988年，美元兑日元汇率由238.5跌至128.1，日元兑美元在3年时间里几乎升值了1倍。

但在“广场协议”签署之后，美国与日本之间的贸易逆差问题并没有得到解决，反而在签署后的两年里继续扩大，贸易逆差由1985年的462亿美元扩大至563亿美元。

图 12 (1980-1990 年美元兑日元汇率)



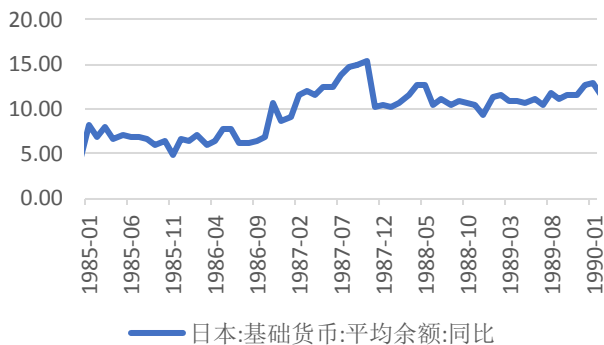
资料来源：倚天财经，东海证券研究所

2.3. “自毁城墙”

1986年4月7日，日本首相中曾根康弘的智囊机构“国际协调的经济结构调整研究会”提出了日本经济政策转型的一个重要文件，由于研究会的首席顾问是日本银行总裁前川春雄，故又称为“前川报告”。“报告”提出，要改善经常账户收支不平衡，调整经济结构，构建国际协调型经济。^[1]主要方法为：一是扩大内需，增加消费和投资。投资重点是加速住宅建设，扩大公共事业投资（基础设施建设），促进有利于结构调整的设备投资。实际主要是房地产大发展，基建受制于财政重建未发力。消费主要是增加工资收入、增加休假时间。二是顺差转移，增加对外投资，将原先出口转移至其他国家（发展中国家）和美国国内，放开金融资本市场国际化。三是财政金融应承担起重要责任。结果大幅降低利率，货币投放大幅增加。

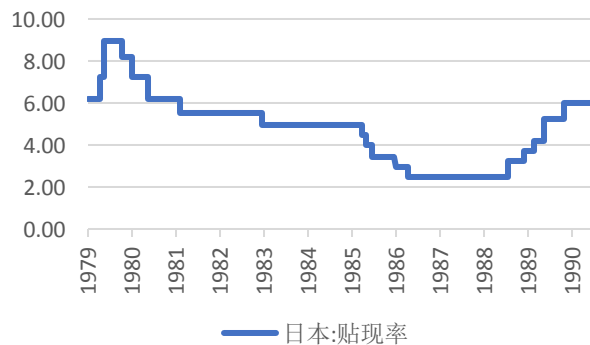
同时，为了对冲汇率大幅升值带来的负面影响，日本央行采用货币宽松来刺激经济增长，贴现率自1985年的5%下降至1987年的2.5%，同期基础货币平均余额同比增速由7%最高升至15%以上。由于美国国内财政赤字问题并没有得到解决，同时美元的过度贬值不利于资本的流入，美元地位有所下降。为维护美元汇率，由美国牵头的G7国家在巴黎卢浮宫签订“卢浮宫协议”，要求日本和西德等国家在国内实施刺激内需的计划，并在外汇市场干预维护美元汇率稳定。

图 13 (日本基础货币平均余额同比, %)



资料来源: 日本财务省, 东海证券研究所

图 14 (日本贴现率, %)



资料来源: 日本央行, 东海证券研究所

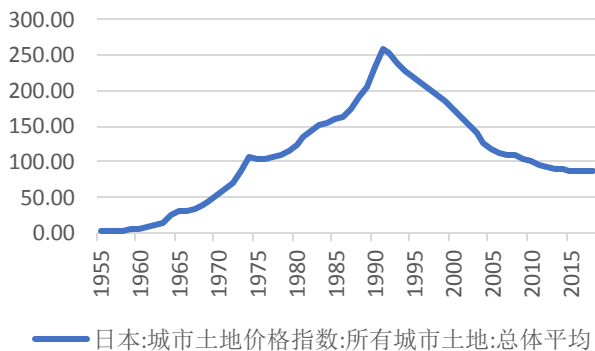
1988 年, 美国国会通过了“超级 301”条款, 关税最高可达到 100%。而在第二年, 日本就成为了美国首次动用“超级 301”条款的国家。1989 年美国对日同时开启针对人造卫星、林木产品以及超级计算机等的三个“超级 301”条款调查。

在“超级 301”条款的压力之下, 美国与日本签订了“结构性贸易障碍协议”, 虽然双方互相提出了对方的结构性障碍, 但美国针对日本提出的措施均比较具体化, 其中包括储蓄与投资, 分销体系、土地政策、财团体制、排他性商业惯例、国内外差价等等, 措施目的均是逼迫日本开放国内市场。

在 1993 年 7 月举行的 G7 会议上, 美欧 6 国主张将日本削减经常账户盈余写入宣言, 并想针对日本设置经常账户盈余不得超过国民生产总值的 2%, 但日本拒不接受。在会后仓促之间, 日美达成“新经济协商框架”, 规定日本在中期要削减经常账户盈余, 扩大内需, 扩大进口以及实施财政金融政策, 而美国需要削减财政赤字, 提高储蓄。虽然达成协议, 但双方在此后对协议的解释中存在分歧, 协议并没有取得效果。^[2]1994 年, 美国再次对日本发动关于汽车以及零部件的“超级 301”条款调查, 并于 1995 年 5 月发布调查结果, 决定对日本进口的豪华汽车征收 100%关税。^[3]

可以说是日本内政策的失误推动了日本地产及股市泡沫的形成, 而日本选择主动刺破泡沫, 则导致了日本经济的一蹶不振。日本出台了严厉的限制房地产的政策, 并在 1989-1990 年的短时间内多次上调贴现率, 由 2.5% 升至 6.0%, 最终地产泡沫破灭, 日经指数也在 1 年内由 38957 点回落至 20000 点以下, 此后再也没有回到当初的高点。日本经济也在此后一蹶不振, 被称为“失去的二十年”。1991 年以后, 除 1996 年亚洲金融危机前以及 2010 年美国次贷危机后, 日本实际 GDP 增速短暂回到 3% 以上, 其余年份均在 3% 以下。

图 15 (日本城市土地价格指数)



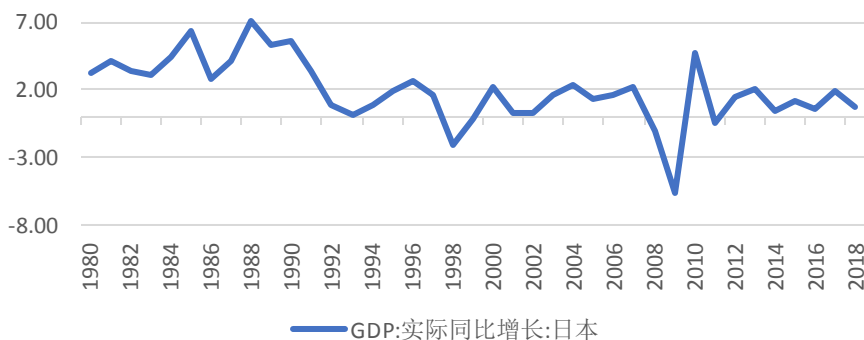
资料来源：日本统计局，东海证券研究所

图 16 (日经 225 指数, 点)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 17 (1980-2000 年日本实际 GDP 增速, %)



资料来源：IMF，东海证券研究所

3. 美欧贸易战——针锋相对

由于日本是二战战败国，在政治经济上都受制于美国，日美贸易战的结果往往是日本被迫妥协接受，而欧美贸易战更多体现的是针锋相对。上世纪 60 年代至 90 年代 WTO 成立前，欧洲与美国之间发生过多次贸易战。

1960-1964 年，狄龙回合（家禽），欧洲对美国家禽征收差价税，美国对欧洲卡车、白兰地、马铃薯等提高关税反击。1964 年鸡肉关税取消。

1964-1967 年，肯尼迪回合（小麦）欧共体对美国小麦征收差价税，增加对小麦出口的补贴。美国降低小麦价格，向欧共体倾销，一直持续到 1967 年《国际谷物协定》签署。

1982 年，20 世纪 80 年代钢铁贸易战，美国要求西欧废除钢铁“启动价格制”，同时征收反倾销反补贴税。欧洲提高农产品关税进行反击。

1983-1986 年，东京回合（埃及小麦市场），1983 年美国向埃及出口小麦，欧共体增加对埃及出口价格补贴进行抵抗。1986 年欧共体对美国进口粮食产品实行配额，美国则提高对水果、酒类和猪肉的关税。

1989-1999 年乌拉圭回合（牛肉），1989 年，欧共体禁止采用激素的美国牛肉进口欧洲。美国提供番茄、果汁等关税进行反击。双方于 3 月 3 日达成共识。1999 年美国在 WTO 授权下对欧盟进口的 1.16 亿美元的产品征收 100% 惩罚性关税。

1994年，WTO成立，在WTO体制下，欧洲与美国的贸易摩擦仍然不断。

1993-2001年，香蕉战，欧洲对香蕉进口实施配额制度。美国在WTO允许下对欧盟进行制裁。2001年7月，欧盟放弃配额制度对香蕉征收关税。

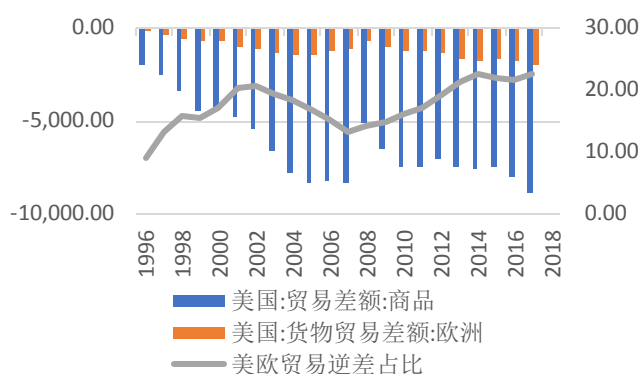
1993-1994年，公共采购领域贸易战，欧共体出台政府采购商品的法令，美国则禁止政府采购欧共体生产的产品及提供的服务。

1998-2006年，多哈战（转基因食品），欧盟对转基因食品进口限制，美国出口受阻，向WTO提起诉讼。2006年，WTO裁定欧盟对于转基因食品的禁令违反了SPS协议。

2002-2003年，21世纪初钢铁贸易战，美国对钢铁进口征收30%的关税，欧盟提起申诉。2003年11月，WTO判定美国违反关税承诺，12月美国废除钢铁高关税。

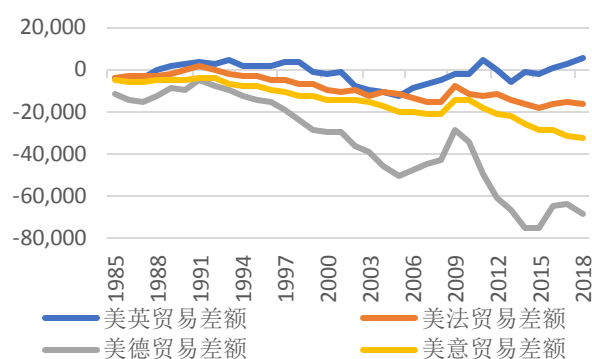
尽管贸易摩擦不断，但欧洲对美国却始终保持贸易顺差。据美国商务部统计数据，2018年，美国与欧洲的贸易逆差为1687亿美元，较1997年170亿美元增长了892%。

图 18 (美国与欧洲贸易差额及占比, 亿美元, %)



资料来源：美国商务部普查局，东海证券研究所

图 19 (美国与欧洲主要国家贸易差额, 百万美元)



资料来源：美国商务部普查局，东海证券研究所

4. 似曾相识的中美贸易摩擦

这一轮美国对中国发动的贸易战，起始于 2018 年 3 月 23 日，美国总统特朗普签署对华贸易备忘录，正式发布针对中国知识产权的 301 调查结果，表示可能将对 600 亿美元中国进口商品加征关税，并限制对美投资并购。此后美国制裁中兴，将华为列入实体清单，中美贸易磋商先后经历多次谈判，至今没有达成协议，而美国多次背弃两国元首已达成的共识，使贸易摩擦不断升级，迄今为止，美国已对自中国进口的全部 5500 亿美元商品加征关税。

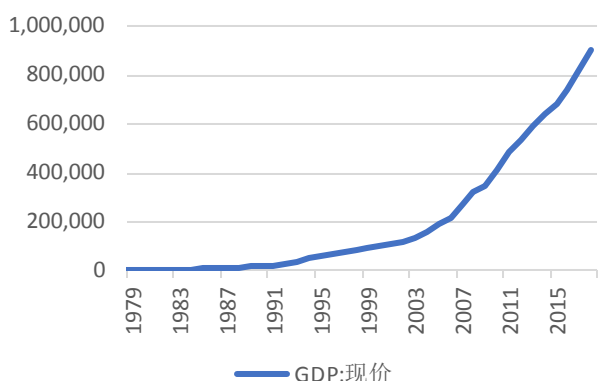
美国这次对我国的贸易战，从经济地位和采取措施上与当年美国对日本的贸易战有一些相似之处。

4.1. “中国第二”引关注

从 2001 年到 2018 年，中国名义 GDP 总额从 10.97 万亿元上升至 90.03 万亿元，增长了 721%。而在 2010 年，中国的 GDP 总额超越日本，正式成为世界上仅次于美国的第二大经济体。同时在总量超越日本后，GDP 增速仍然保持了较快速度的增长，近几年来虽

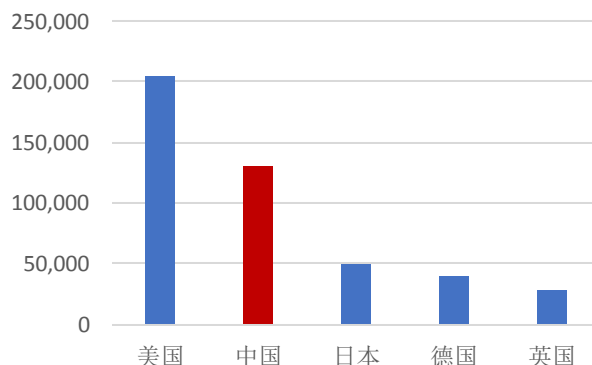
然经济增速出现了下滑，但仍然保持在 6.5% 以上，2018 年 GDP 的体量已是日本的 2.74 倍。

图 20 (中国 GDP 总额, 亿元)



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图 21 (世界主要国家 GDP 总量, 亿美元)

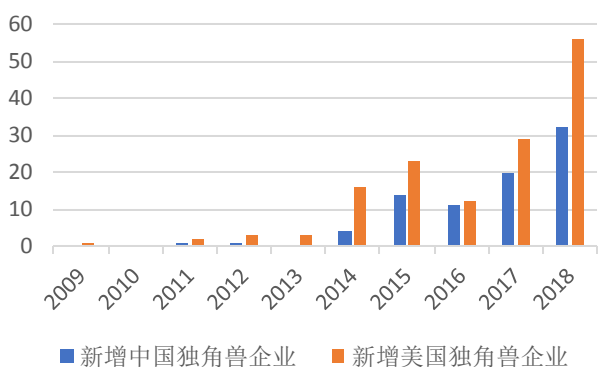


资料来源: IMF, 东海证券研究所

从发展趋势来看, 我国的发展前景很好。独角兽公司的数量在一定程度上代表着国家的新经济发展水平高低。中美独角兽公司数量虽然仍然存在一定差距, 但差距并不大。从 2010-2018 年 CD Insight 发布的数据来看, 美国共新增 144 家独角兽公司, 占总数的 36.55%, 中国新增 83 家独角兽公司, 占总数的 21.07%, 中美两国合计新增独角兽公司超过了全球的一半。而根据德勤的报告来看, 截至 2017 年 6 月 30 日, 全球有 252 家非上市公司的估值大于 10 亿美元, 估值总额达 8795 亿美元, 从数量上来看中国占 39%, 美国占 42%, 两者更为接近。^[2]

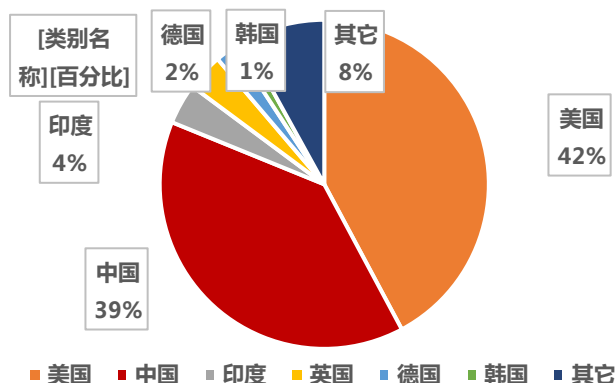
从产业上来看, 我国新能源汽车、5G 通信、清洁能源等一些新兴产业已经进入快速发展阶段, 为中国弯道超车提供了可能。

图 22 (2009-2018 年中美新增独角兽企业, 个)



资料来源: CD Insight, 东海证券研究所

图 23 (2017 年全球独角兽企业分布, %)



资料来源: 德勤, 投中研究院, 东海证券研究所

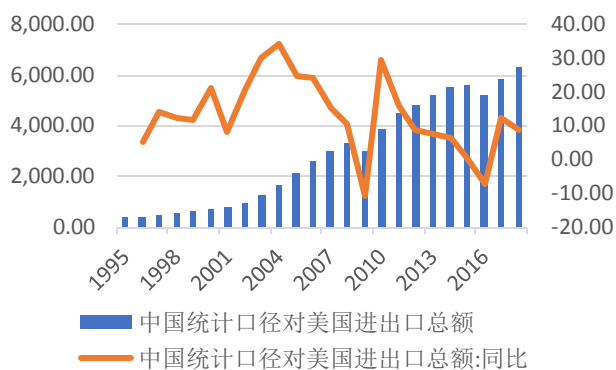
4.2. 特朗普的美国优先和贸易保护主义

特朗普上台后开始实行美国优先和贸易保护主义。美国退出了多个国际组织, 例如退出 TPP、巴黎协定、威胁退出 WTO 等等。在对外贸易上, 先对钢铁和铝加征关税、再威胁欧盟加征汽车关税, 与中国展开贸易战、制裁中兴、制裁中国的 40 多家军工企业, 将华为列入实体清单, 中国成为了美国在贸易战上的主要目标。

美国的诉求之一是要削减对中国的贸易逆差，自中美 1979 年建交以来，中美贸易快速发展。据中国口径统计，1995 年至 2018 年，中美贸易总额从 408.3 亿美元增长到 6335.19 亿美元。2001 年 12 月，中国加入 WTO。入世前 6 年，中美贸易总额年复合增速达到 11.98%，入世之后至 2018 年，17 年间复合增速达到 12.90%，在贸易规模上升后，增速仍保持较快增长。

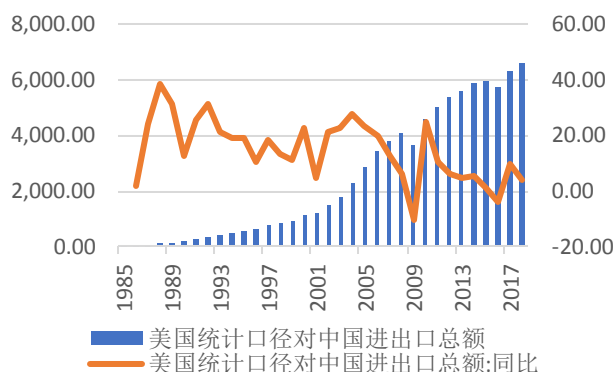
美中之间的贸易逆差也随之逐渐扩大，按中国口径统计，2010-2018 年，中国对美国贸易顺差由 2023 亿美元增长至 3233 亿美元，由于贸易差额统计中，中国对日本以及韩国等一些国家和地区呈现逆差，所以对美国贸易顺差占比相对较高，2018 年当年占比提升至 92.13%，2018 年占比大幅提升的主要原因可能由于在贸易战逐步升级前对美国的抢出口所导致，而 2017 年占比为 65.74%。按美国口径统计，2010-2018 年，美国对中国贸易逆差由 2730 亿美元升至 4195 亿美元，2018 年占比为 47.28%，美国对中国的贸易逆差接近到美国总商品贸易逆差的一半。

图 24 (中国统计口径对美进出口总额及同比, 亿美元, %)



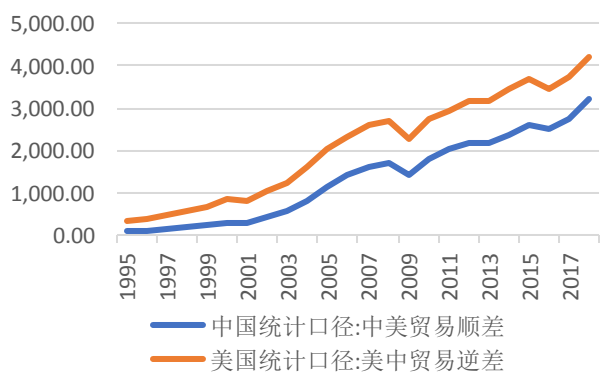
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 25 (美国统计口径对美进出口总额及同比, 亿美元, %)



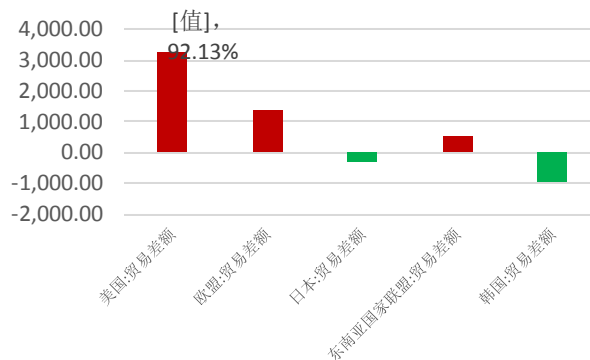
资料来源：美国商务部，东海证券研究所

图 26 (中美不同口径下贸易差额, 亿美元)



资料来源：海关总署，美国商务部，东海证券研究所

图 27 (2018 年中国对主要国家贸易差额, 亿美元)



资料来源：美国商务部，东海证券研究所

4.3. 美国贸易逆差难以改变

美国贸易逆差形成的原因，并非在于中国。主要是受中美两国长期的产业分工及比较优势决定，很难完全改变。现在中国是美国最大贸易逆差来源国，曾经日本是美国最大贸易逆差来源国，以后即使不是中国也会有其他国家和地区成为美国最大贸易逆差来源地。

从历史的经验来看，德国、日本当年也经历过美国贸易战洗礼，但最后在进出口中仍然保持了对美国贸易顺差。美中贸易逆差的主要因素有：

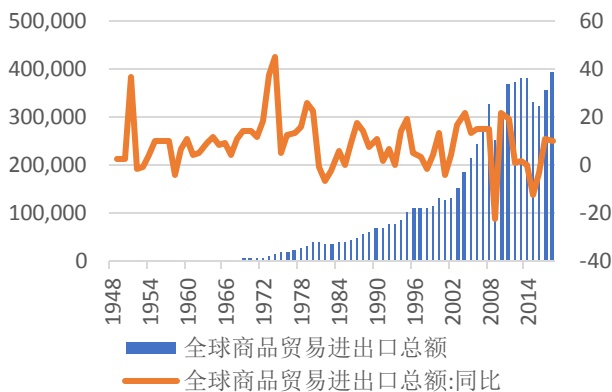
美元霸权因素。美元作为世界货币，结算、支付、储备等功能都需要美元，全球贸易增长，美元需求就会增长。2018年，全球进出口贸易总额39.34万亿美元，同比增长9.97%，虽然增速较去年略有回落，但仍保持正增长。

加工贸易因素。虽然中国的劳动力成本近年来有所上升，部分低端制造业生产力已迁移至东南亚等劳动力更为廉价的国家，但中国的整体劳动力成本仍然要大幅低于欧美等发达国家，同时相对于东南亚国家，中国具有加工中高端产品的能力，故原料进口加工后在出口也是造成贸易顺差的重要原因。根据海关总署统计口径，2018年一般贸易、进料加工贸易及其他贸易进出口差额分别为1408、3305和-1203亿美元，分别占当年贸易差额的40.1%、94.2%和-22.3%。由此可见来料加工贸易仍然为贸易顺差的主要贡献力量。

服务贸易因素。中国在商品贸易上保持顺差，但是在服务贸易上长期保持逆差，据中国商务部统计，2017年中国服务贸易逆差2395亿美元，但中国缺乏分国别统计服务贸易差额的数据。而据美国经济分析局统计，2017年美中服务贸易顺差为402亿美元，美国在服务贸易方面有优势，对中国长期保持顺差。

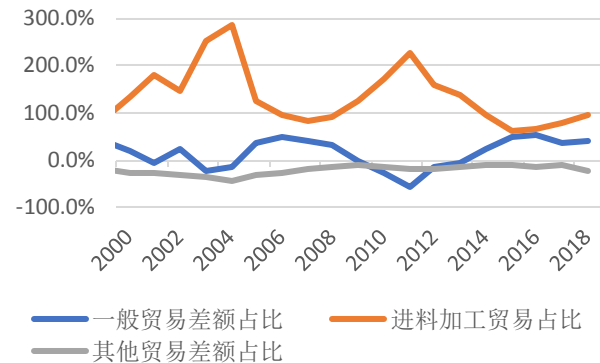
对华出口管制是一把“双刃剑”，出口管制政策在对美国工业产生危害的同时，也在许多方面削弱了其出口竞争力，导致对中国出口下降。其中，美国限制高科技产品对中国的出口也是导致贸易逆差扩大的原因之一。

图 28 (全球商品贸易进出口总额及同比, 亿美元, %)



资料来源：WTO，东海证券研究所

图 29 (中国分贸易类型贸易差额占比, %)



资料来源：海关总署，东海证券研究所

5. 结论

美国在崛起阶段实行高关税税率，其他主要经济体大多实行低关税甚至零关税，美国经济发展迅速。在美国成为第一经济大国后，再实行高关税导致全球相互提高关税的贸易战，这也是世界上最严重的大萧条阶段。二战后美国总体实行低关税水平，全球贸易条件较好，美国是全球的经济、金融、军事和货币霸主。实行低关税对美国、对全球都有好益。

欧洲对美国贸易战实行针锋相对的关税政策，经过多次贸易战，仍然保持对美国的顺差水平。

日本在贸易战中多采取妥协政策，但也没有改变大额贸易顺差状况。可是，由于货币政策等处理不当，最后导致股市、房地产泡沫的形成和破灭，导致经济发展长期停滞不前。

美国贸易逆差的形成有其内在的客观原因，很难完全改变。其大幅逆差的来源国，以前是日本，现在是中国，以后可能是其他国家，只要美国的状态不改变，贸易逆差很难避免。

我国面对美国贸易战，关键是要做好国内的事，防止房地产、股市等泡沫的形成，发展好经济，抢占技术高点，加快高质量发展水平。

- [1]黄晓京.中国应该吸取日本经济泡沫哪些教训——写在前川报告发表 30 年之际[N]. 开放导报,2016-08.
- [2]刘江永,王红军.从东京会议看西方七国的协调与矛盾[J].现代国际关系,1993,(8):13-19.
- [3]高荣伟.301 条款:美国贸易保护的“大杀器”[J].检察风云,2018,(11):52-53.
- [4]德勤,投中信息.2017 中美独角兽研究报告[R].

分析师简介:

胡少华, 胡少华: 博士, 正高级研究员, 东海证券研究所宏观策略分析师, 2014年开始从事证券研究, 曾从事期货研究3年, 有多年企业和政府工作经验。

刘思佳, 东海证券研究所宏观策略分析师, 三年证券研究经验。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089