

宏观深度报告 20250603

复盘 200 年，贸易战何去何从？

2025 年 06 月 03 日

■ 通过复盘自 1800 年至今 200 余年的全球贸易历史，以及结合近期东部沿海省份“造船厂-船东-船公司-货代及外贸公司-实体制造业”外贸产业链调研反馈，我们的研究表明：

首先，复盘全球贸易历史看，汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的“贸易交锋”工具。

其次，国内多数外贸企业认为由于在根本矛盾上的冲突，中美贸易谈判过程未来或将“一波三折”，企业可能需要持续控制对美出口风险敞口。

再次，如果加征关税无法实现美方贸易竞争的主要目的，那么参考过去 200 年全球贸易历史特别是 1970s-1990s 美日德贸易竞争阶段的美方举措，未来美国政府可能在非关税壁垒、汇率等方面发起更多挑战。

最后，在控制对美出口风险敞口的过程中，拓展非美出口、“出口转内销”、“出海”等关键手段仍待企业端摸索落地方式，年内外贸前景仍面临高度不确定性。

■ 一、汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的“贸易交锋”工具

自 18 世纪至今，“自由贸易”的发展历史仅有短短 50 年，自二战结束至今，即使在全球贸易自由化的趋势下，出于保护本国工业、控制贸易赤字等目的，部分国家在特定时期仍采取了一些保护主义措施。

从“贸易交锋”的主要工具看，在两次世界大战前，操纵汇率并不是“金本位制”下应对国际贸易竞争的有效方法，此时关税这项传统工具广受采用，例如自 1896 年至 1899 年短短数年间，美国“平均有效关税”便提高了接近 9 个百分点。

然而，布雷顿森林体系崩溃后，在信用货币体系下，全球主要货币的汇率波动明显放大，操纵汇率开始成为一项参与国际贸易竞争的重要武器。此外，伴随全球贸易融合程度的提高，受转口贸易等因素影响，仅凭提高关税恐怕很难赢得国际贸易竞争的胜利，因此自愿出口限制、贸易协定等非关税壁垒也变得更加重要。

■ 二、从根本矛盾看，中美贸易谈判未来或将“一波三折”

在高昂的商品贸易赤字等影响下，美国国际投资净缺口的增速长期高于 GDP 增速，2024 年“国际投资净缺口/GDP”已达 88%，最快将于 2025 年触及 100%。考虑到“国际投资净收支”可被近似视为美国经济的“净负债”，因此美国“国际投资净缺口/GDP”的近年趋势是明显不可持续的，美国政府可能在未来较长一段时期内保持对我国出口的高压态势。

■ 三、如果贸易摩擦加剧，美国政府还有可能出台哪些政策？

1. 贸易政策方面：除关税外，美国可能会提高非关税壁垒。例如 1970 年至 1993 年，美国在与日本、德国竞争全球出口市场份额时期大肆采用自愿出口限制、协商扩大外国服务业开放等贸易保护措施。

2. 财政政策方面：削减联邦财政赤字可能相当困难。类似 1980s，近年美国再度出现经常账户赤字与财政赤字同时走高的“双赤字”情形。若对联邦赤字不加控制，联邦债务水平、付息压力近年均有可能触及历史最高水平。但从联邦赤字的主要来源看，2025 财年社会安全、医疗保健、存量国债付息支出（合计增长 0.30 万亿美元）完全“吞噬”了联邦财政收入的增长（合计增长 0.24 万亿美元），而前三者短期压降难度颇大。

3. 货币政策方面：美元汇率有可能受干预更多。自 2013 年至 2024 年，美国商品贸易盈余占 GDP 的比例波动并不明显（基本维持在 3.8%-4.6%），但同期美国净国际投资头寸占 GDP 的比例由 31.7% 大幅增长至 88.3%，“存量资产的估值变动”对国际投资净缺口的“贡献”可能愈加明显。从

证券分析师 芦哲
执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博
执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜
执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

相关研究

《人民币汇率：会否升破 7.1？》

2025-06-02

《基数走高，5 月出口增速或有所放缓》

2025-06-02

对策看，考虑到全球资产的回报率很难由美国政府直接干预，因此干预美元汇率可能是更直接的选择。

■ 四、国内企业如何降低对美出口风险敞口？

1. **拓展非美出口或需灵活调整国内产能、适应欧洲独特的贸易保护措施——官僚主义。**未来欧洲等区域的进口需求可能是国内企业拓展非美出口时需要重点关注的方向，但由于欧洲与美国的商品进口结构存在一定差异，因此部分国内企业或需调整国内产能，以更好地满足非美市场需求。

2. **“出口转内销”的关键在于账期。**与国际贸易相比，境内商品贸易在回款账期、供应链占款等方面存在较多不同。2025年2月，总书记在民营企业座谈会上强调要着力解决拖欠民营企业账款问题，未来国内关于账期管理的政策环境或将愈加友好。

3. **“出海”的核心在于成本尤其是人力成本。**从海外经验看，工业就业与人均GDP往往呈现出驼峰形走势，即在工业化早期，就业从农业转向工业；伴随居民生活水平的提高，就业从工业转向服务业，工业所需要的本土人力被海外廉价劳动力所替代。考虑到，未来即使在工业机器人、具身智能等领域国内取得重大科技突破，其技术应用可能也会首先应用于医疗、半导体等附加值相对更高的产业，恐难在短期内惠及纺服等传统产业的成本管控，因此相关企业或有必要长期稳步推动“出海”进程。

■ **风险提示：**（1）本文测算的关税、汇率、进出口规模等数据涉及多个经济体，时间跨度较长，或存在数据不准确、不完全可比等情形。（2）对美国财政尤其是控制联邦财政赤字的潜在方法分析可能不够准确。（3）对中国企业“出海”面临的机遇与挑战可能分析不够全面。

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 自 18 世纪至今，“自由贸易”的发展历史仅有短短 50 年 | 5 |
| 2. 从根本矛盾看，未来中美贸易谈判或将“一波三折” | 9 |
| 2.1. 美国政府为何无法容忍贸易逆差的进一步扩大？ | 9 |
| 2.2. 美国国际投资净缺口的主要成因是什么？ | 10 |
| 2.2.1. 商品贸易逆差是美国国际投资净缺口长期持续的重要成因 | 10 |
| 2.2.2. 存量资产的估值变动也会导致美国国际投资净缺口的变动 | 14 |
| 3. 如果贸易摩擦加剧，美国政府还有可能出台哪些政策？ | 15 |
| 3.1. 贸易政策方面：除关税外，美国可能会提高非关税壁垒 | 16 |
| 3.2. 财政政策方面：削减联邦财政赤字可能相当困难 | 17 |
| 3.3. 货币政策方面：美元汇率有可能受干预更多 | 20 |
| 4. 国内企业如何降低对美出口风险敞口？ | 22 |
| 4.1. 拓展非美出口或需灵活调整国内产能、适应欧洲独特的贸易保护措施 | 22 |
| 4.2. “出口转内销”的关键在于账期 | 23 |
| 4.3. “出海”的核心在于成本尤其是人力成本 | 24 |
| 5. 风险提示 | 25 |

图表目录

| | | |
|-------|---|----|
| 图 1: | 全球贸易的大幅增长是 1970s 至今方才出现的“新局面” | 5 |
| 图 2: | 航运、国际通信等交易成本的持续下降促进了国际贸易活跃度提高 | 6 |
| 图 3: | 外国公司对本地出口的贡献比例提高是贸易自由化与跨国公司增多的直接结果 | 6 |
| 图 4: | 自 1800 年至今，全球商品出口市场累计发生过 3 次较为明显的大国竞争 | 7 |
| 图 5: | 自 1800 年至今，全球主要经济体的平均有效关税并不是单边下行趋势 | 8 |
| 图 6: | 在金本位制下，汇率难以成为“贸易战”的主要工具 | 8 |
| 图 7: | 自布雷顿森林体系崩溃以来，汇率干预也成为国际贸易冲突的一大核心 | 9 |
| 图 8: | 若对国际投资净缺口不加干预，最快于 2025 年，美国的国际投资净缺口规模或将超过名义 GDP 规模 | 10 |
| 图 9: | 自 2001 年至 2024 年，中国始终是美国商品贸易逆差的单一国家最大来源 | 11 |
| 图 10: | 第一种观点认为美国国民储蓄率长期低于投资率导致了商品贸易赤字 | 12 |
| 图 11: | 第二种观点认为 1990s 以来的美元升值趋势导致了长期商品贸易赤字 | 12 |
| 图 12: | 按照 ILO 测算，2024 年美国是全球劳动生产率最高的国家 | 13 |
| 图 13: | 自 2015 年至 2024 年，美元在全球外汇储备中的占比由 65.4% 持续下滑至 57.8% | 13 |
| 图 14: | 伴随美元在全球外汇储备中的占比持续下降，近年黄金、比特币价格屡创新高 | 14 |
| 图 15: | 美元升值趋势与美元资产（如股票）的强劲表现也推动了美国国际投资净缺口扩大 | 15 |
| 图 16: | 1970s-1990s 美日德三国间的贸易竞争为当前研究美国贸易政策提供了很好的参考案例 | 15 |
| 图 17: | 自 2017 年至今，美国平均有效关税已累计提高了近 1 个百分点 | 17 |
| 图 18: | 与 1980s 类似，美国近年再度出现经常账户赤字与财政赤字同时走高的“双赤字”情形 | 17 |
| 图 19: | 美国财政赤字主要集中在中央政府而非地方政府层面 | 18 |
| 图 20: | 若对联邦赤字不加控制，联邦债务水平可能将在近年触及历史最高水平 | 18 |
| 图 21: | 2025 年，“联邦财政净利息支出/GDP”可能将触及二战后的最高水平 | 18 |
| 图 22: | 社会安全、医疗保健、存量国债付息 3 项支出几乎完全“吞噬”了近年联邦财政收入的增长 | 19 |
| 图 23: | 美元在 1970s 至 1990s 期间贬值倾向明显 | 20 |
| 图 24: | 近年“存量资产的估值变动”对美国国际投资净缺口的“贡献”愈加明显 | 21 |
| 图 25: | 2024 年欧洲、亚洲（不含中国大陆）也是全球进口市场的主要集中地 | 23 |
| 图 26: | 机械与车辆、矿物燃料及润滑油、原材料是欧盟进口商品的主要组成部分 | 23 |
| 图 27: | 2024 年，国内规上工业企业应收账款同比增速的下降趋势被打破 | 23 |
| 图 28: | 自 1800 年至 2022 年，全球主要经济体的“人均 GDP”与“工业吸纳的就业人口占比”呈驼峰形走势 | 24 |
| 图 29: | 结合我国人均 GDP 水平分析，未来国内工业吸纳的就业人口比例进一步提高或将面临一定困难 | 25 |
| 表 1: | 自 1970s 至 1990s，美国曾通过自愿出口限制、贸易协定等方式控制商品贸易赤字 | 16 |
| 表 2: | 加征关税可能是特朗普政府推行阻力最小的赤字管控措施 | 20 |

通过复盘过去 200 余年全球贸易历史，以及结合近期与江浙等地“造船厂-船东-船公司-货代及外贸公司-实体制造业”外贸产业链沟通，我们认为：

首先，复盘全球贸易历史看，汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的“贸易交锋”工具。

其次，国内多数外贸企业认为由于在根本矛盾上的冲突，中美贸易谈判过程未来或将“一波三折”，企业可能需要持续控制对美出口风险敞口。

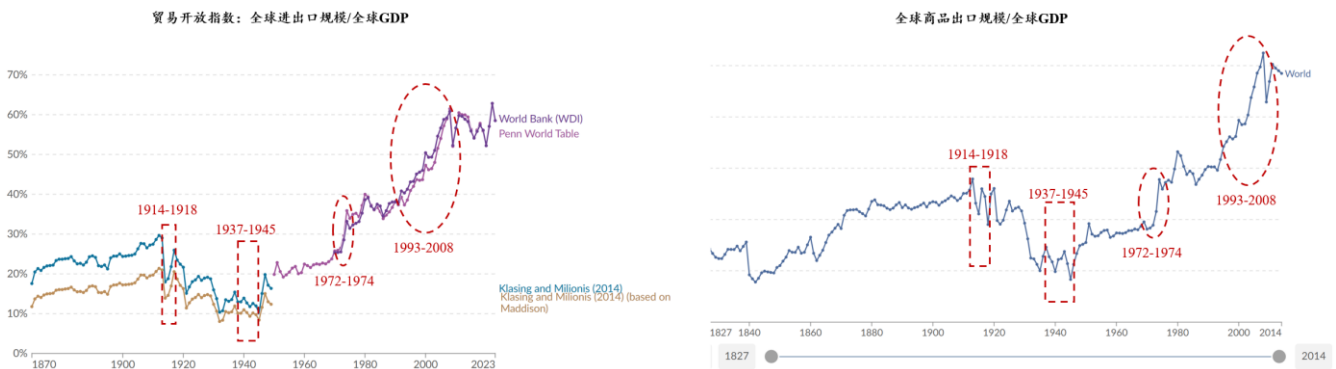
再次，如果加征关税无法实现美方贸易竞争的主要目的，那么参考过去 200 年全球贸易历史特别是 1970s-1990s 美日德贸易竞争阶段的美方举措，未来美国政府可能在非关税壁垒、汇率等方面发起更多挑战。

最后，在控制对美出口风险敞口的过程中，拓展非美出口、“出口转内销”、“出海”等关键手段仍待企业端摸索落地方式，年内外贸前景仍面临高度不确定性。

1. 自 18 世纪至今，“自由贸易”的发展历史仅有短短 50 年

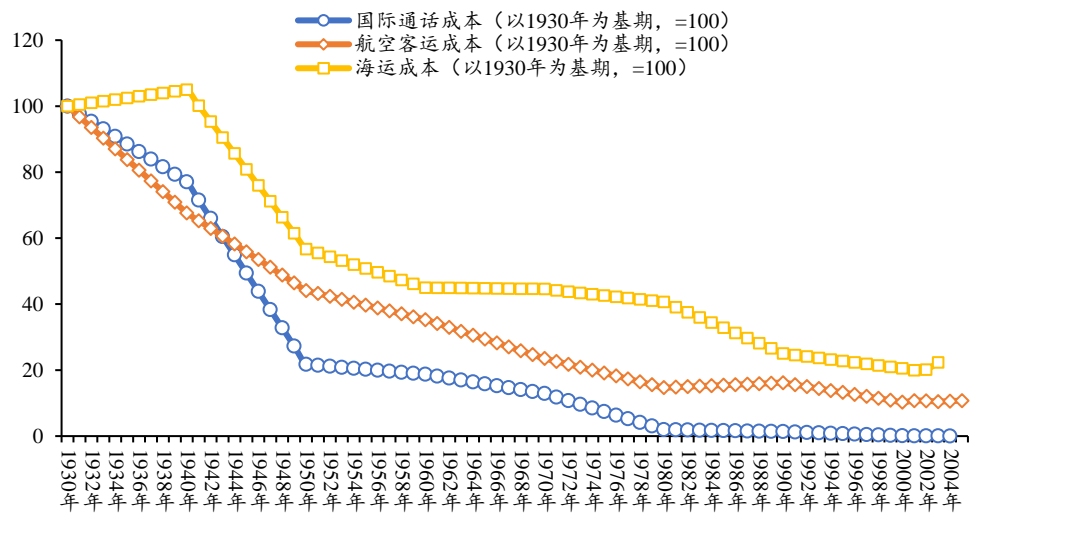
无论是从“贸易开放指数”还是从“全球出口总和/全球产出”看，“自由贸易”都是一个相当“年轻”的概念。回顾国际贸易历史，直到 1978 年，全球出口总和占全球产出（GDP）的比例都还在 15% 以下，但自 1970s 至今，受益于交易成本（航运、通信等）的大幅下降，国际贸易已不再局限于“一国以换取本地无法生产的商品为目的（以物易物）”的初级形式，而是转向不同国家在产业链的各个细分领域充分发挥比较优势的专业形式，跨国公司的数量也随之大幅增长。

图1：全球贸易的大幅增长是 1970s 至今方才出现的“新局面”



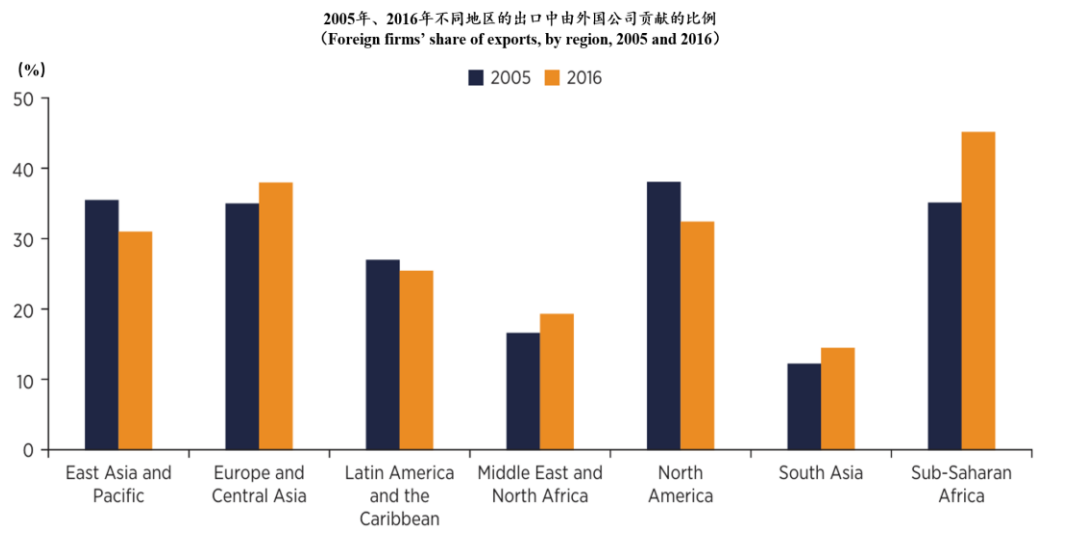
数据来源：Fouquin and Hugot (CEPII 2016)，Klasing and Milionis (2014)，东吴证券研究所

图2：航运、国际通信等交易成本的持续下降促进了国际贸易活跃度提高



数据来源：World Bank，东吴证券研究所

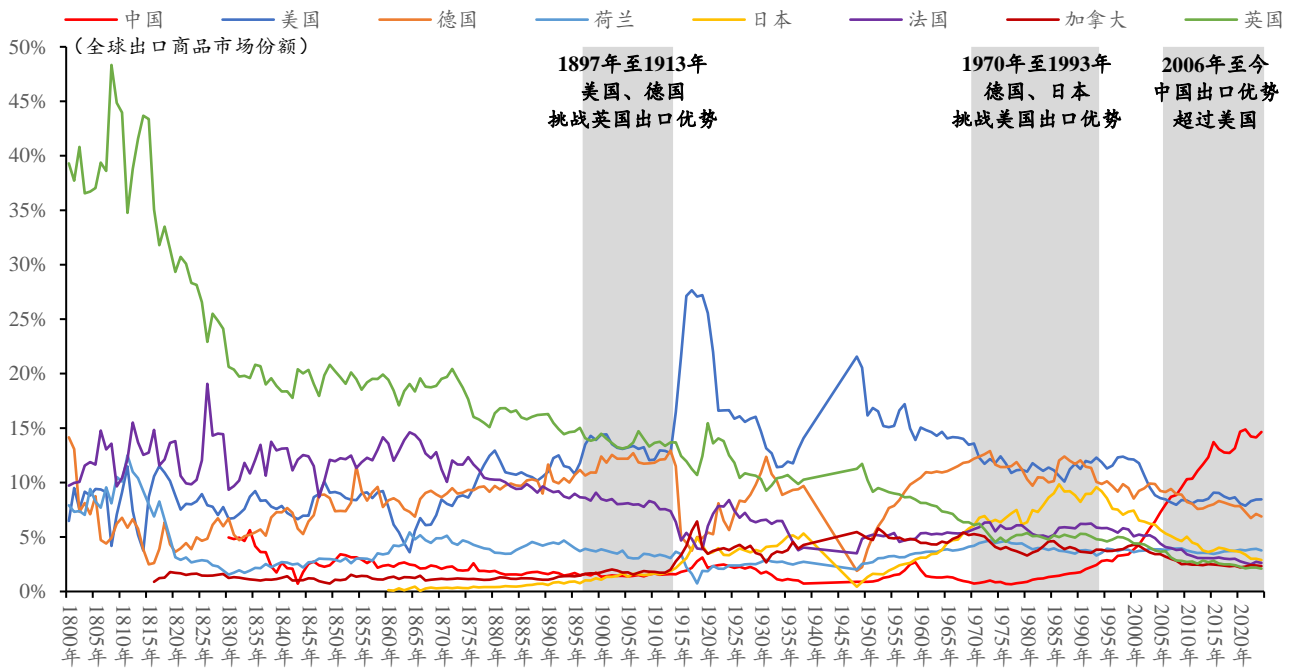
图3：外国公司对本地出口的贡献比例提高是贸易自由化与跨国公司增多的直接结果



数据来源：World Bank，东吴证券研究所

然而自二战结束至今，即使在全球贸易自由化的趋势下，出于保护本国工业、控制贸易赤字等目的，部分国家在全球进出口市场竞争激烈的时期仍采取了一些保护主义措施。例如，自1970s至1990s，从战后重建中逐步恢复的德国、日本对美国的全球商品出口第一大国地位发起了激烈挑战，而美国通过贸易协定、汇率调整等措施进行了强硬反制。

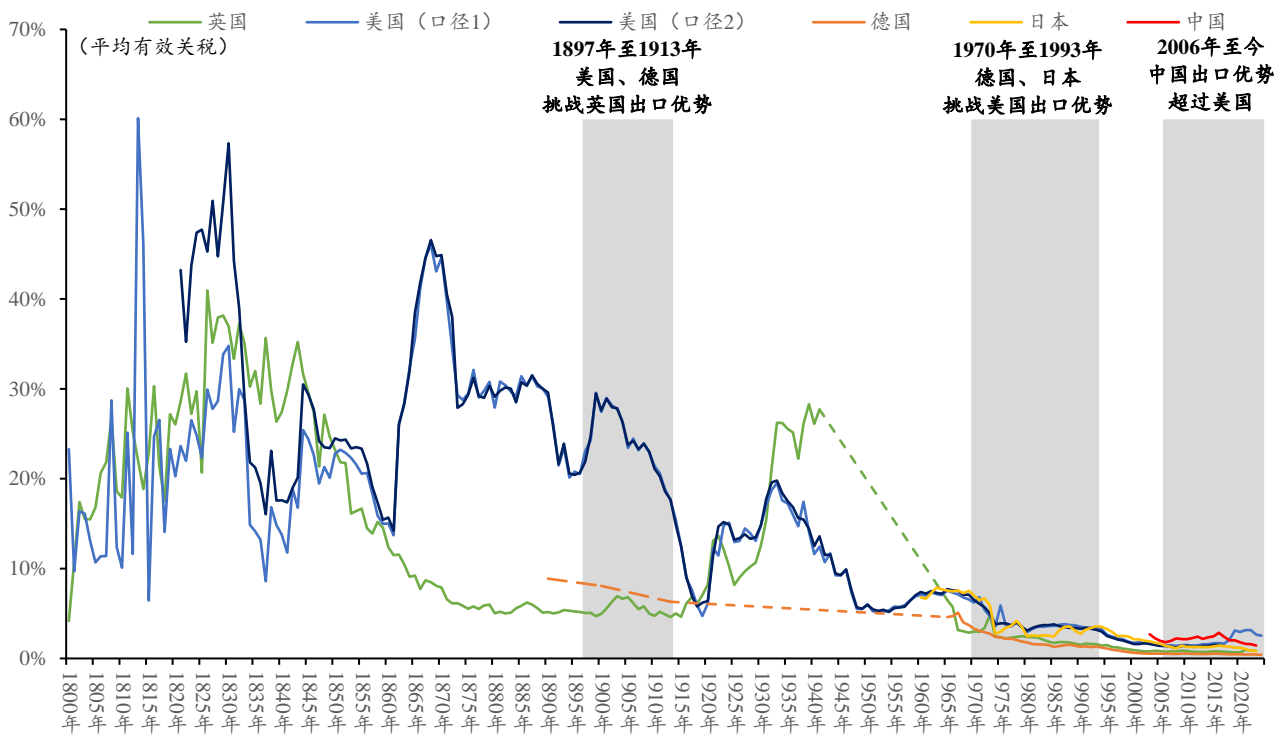
图4：自 1800 年至今，全球商品出口市场累计发生过 3 次较为明显的大国竞争



数据来源：The Federico-Tena World Trade Historical Database, Economic Statistics of Excellence, UN trade & development, 东吴证券研究所

从“贸易交锋”的主要工具看，汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的工
具。在两次世界大战前，由于主要储备货币——英镑遵从金本位制，因此操纵汇率并不
是一项应对国际贸易竞争的有效方法，此时关税这项传统工具广受采用，例如自 1896 年
至 1899 年短短数年间，美国“平均有效关税”便提高了接近 9 个百分点。然而，布雷
顿森林体系崩溃后，在信用货币体系下，全球主要货币的汇率波动明显放大，操纵汇率
开始成为一项干预国际贸易竞争格局的重要武器。此外，伴随全球贸易融合程度的提高，
受转口贸易等因素影响，仅凭提高关税恐怕很难赢得国际贸易竞争的胜利，因此自愿出
口限制、贸易协定等非关税壁垒也变得更加重要。例如 1973 年，《多纤维协定》（MFA）
对发展中国家可以出口到发达国家的服装和纺织品数量施加了配额限制。

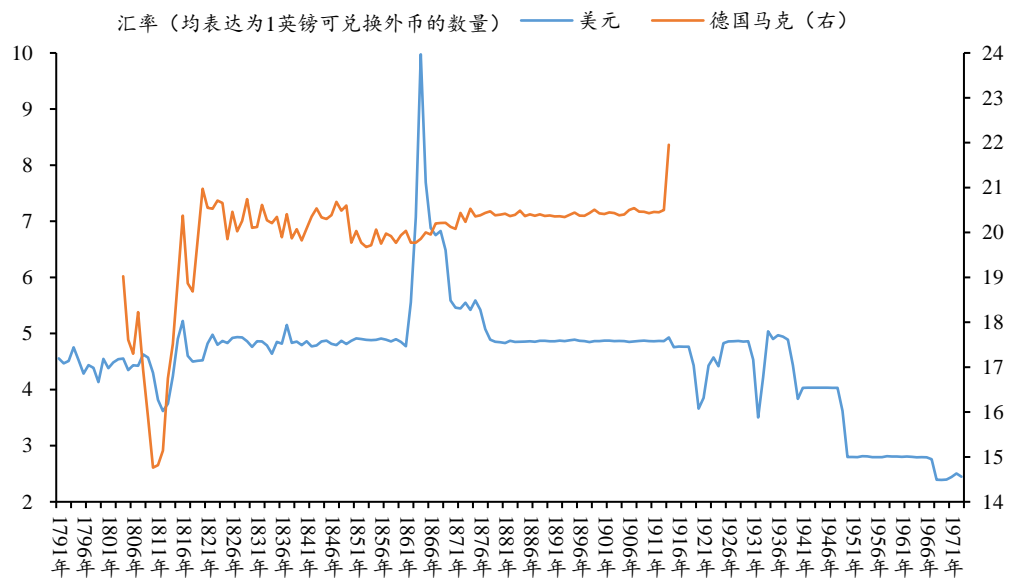
图5: 自 1800 年至今, 全球主要经济体的平均有效关税并不是单边下行趋势



数据来源: Bank of England, Office for National Statistics (UK), OECD, 日本财务省, Statistisches Bundesamt (Destatis), GESIS, U.S. Census Bureau, USITC, 国家统计局 (中国), 财政部 (中国), 东吴证券研究所

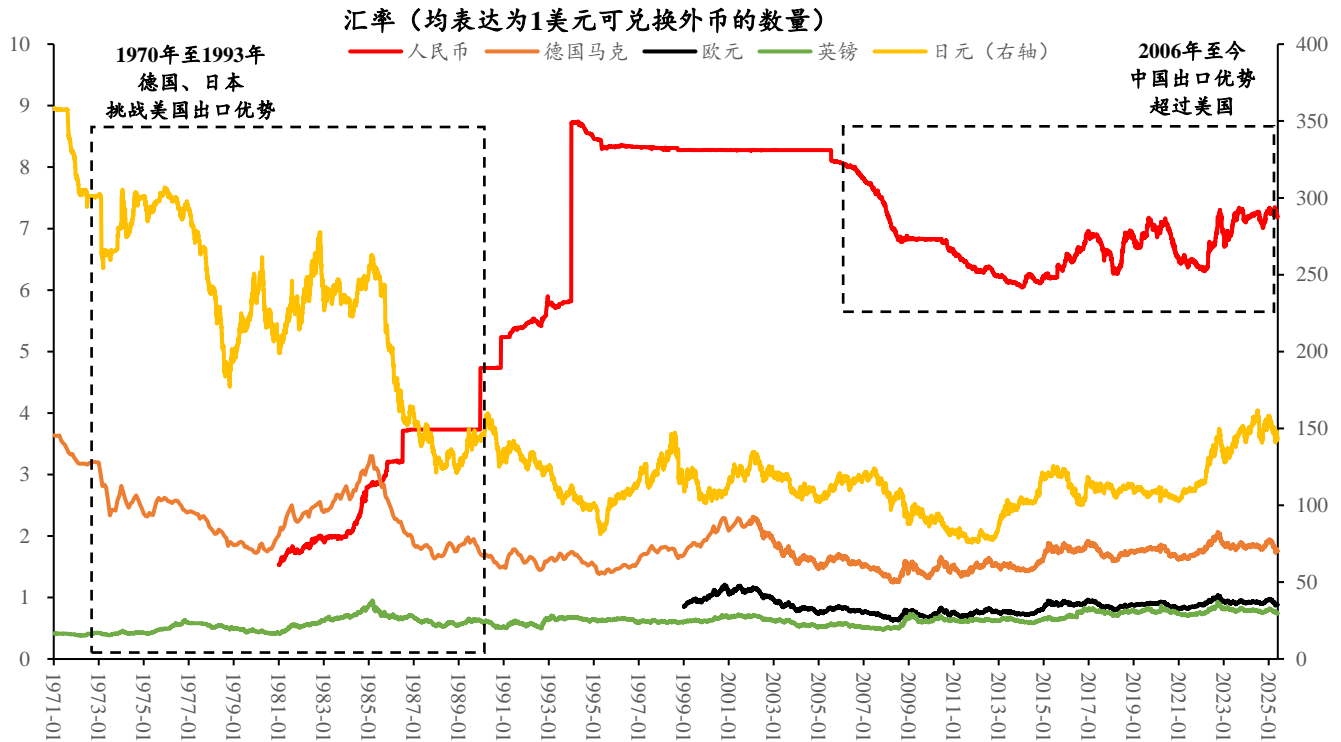
注: “平均有效关税” (Average Effective Tariff Rate) 为一国当年关税收入与进口货物的比值 (customs duty revenue / goods import)。“美国 (口径 1)” 是采用历年美国关税收入/商品进口规模手动测算值; “美国 (口径 2)” 是 U.S. Census 及 U.S. International Trade Commission 披露的 “Ratio of duties calculated to total imports” (数据截至 2016 年); 二者的数值区别主要集中在 1864 年以前的数据, 对近 160 年的数据研究影响不大。

图6: 在金本位制下, 汇率难以成为“贸易战”的主要工具



数据来源: The Riksbank, 东吴证券研究所

图7：自布雷顿森林体系崩溃以来，汇率干预也成为国际贸易冲突的一大核心



数据来源：FRED，东吴证券研究所

注：德国自1999年1月1日起成为欧元区成员国，经历3年过渡期后，德国马克（纸币/硬币）的法定货币地位于2001年12月31日终止。直至今日，德国马克与欧元维持着1欧元=1.95583德国马克的固定汇率，我们据此估算了德国马克自2002年至今与美元间的汇率理论值。

考虑到目前影响市场的核心因素在于2025年美国发起的新一轮贸易保护，因此我们以中美为核心，结合近期与江浙等地“造船厂-船东-船公司-货代及外贸公司-实体制造业”的外贸产业链沟通，对国内外贸形势进行研究。

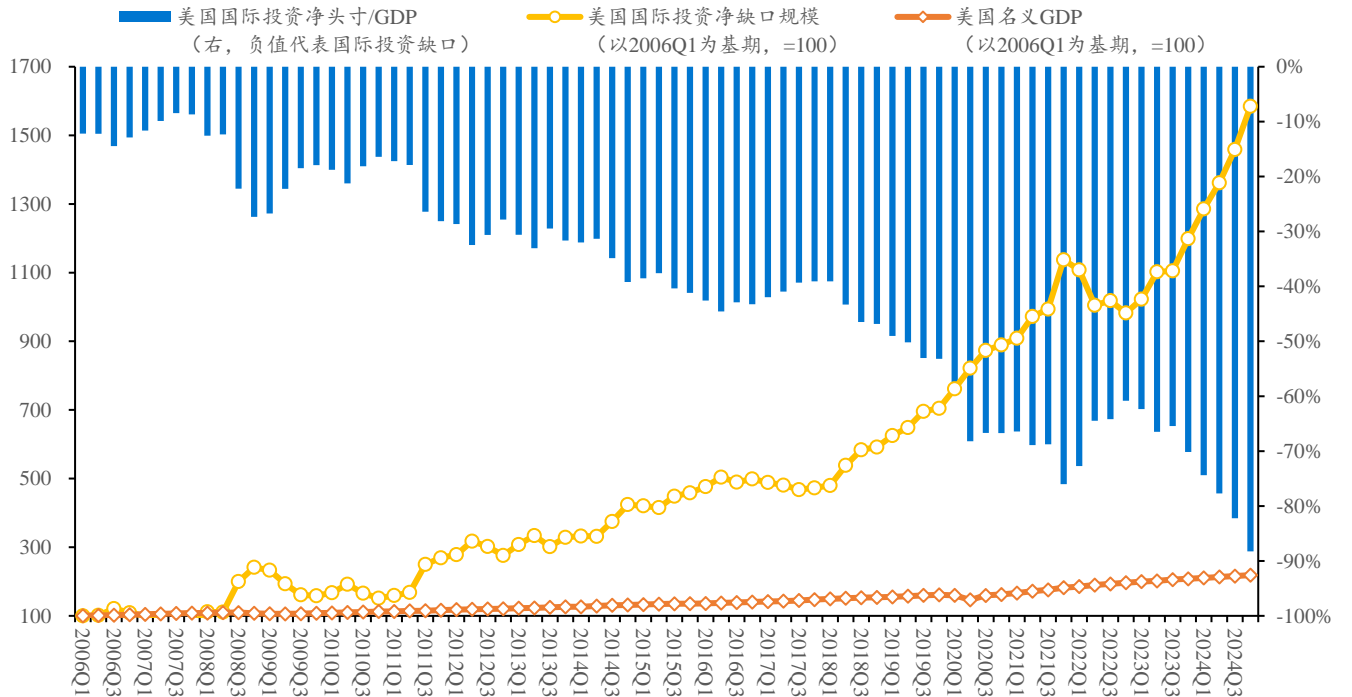
2. 从根本矛盾看，未来中美贸易谈判或将“一波三折”

2.1. 美国政府为何无法容忍贸易逆差的进一步扩大？

在高昂的商品贸易赤字等影响下，美国国际投资净缺口的增速长期高于GDP增速，2024年“国际投资净缺口/GDP”已达88%，最快将于2025年触及100%。2024年，尽管2951.54亿美元的服务贸易顺差部分抵消了12129.89亿美元的商品贸易逆差的影响，但最终计算看，美国商品与服务贸易仍呈巨额赤字状态，商品与服务贸易逆差高达9178.35亿美元，较上年增长1329.45亿美元。事实上，自1976年至今，美国商品与服务贸易始终保持为赤字状态，特别是自2020年至今赤字规模大幅走高。长期、大额的商品贸易赤字将不可避免地导致美国国际投资净缺口持续扩大，截至2024年末，美国“国际投资净缺口/GDP”已达88%，同比大幅走高约18个百分点，自2020年至2024年，美国“国际投资净缺口/GDP”年均走高约7个百分点，若不对这一趋势加以阻止，

最快于 2025 年，美国的国际投资净缺口规模或将超过名义 GDP 规模。考虑到在某种意义上，“国际投资净收支”可被理解为美国经济的“净负债”，因此近年来美国国际投资净缺口的增速是明显不可持续的。

图8：若对国际投资净缺口不加干预，最快于 2025 年，美国的国际投资净缺口规模或将超过名义 GDP 规模



数据来源：FRB，FRED，BEA，东吴证券研究所

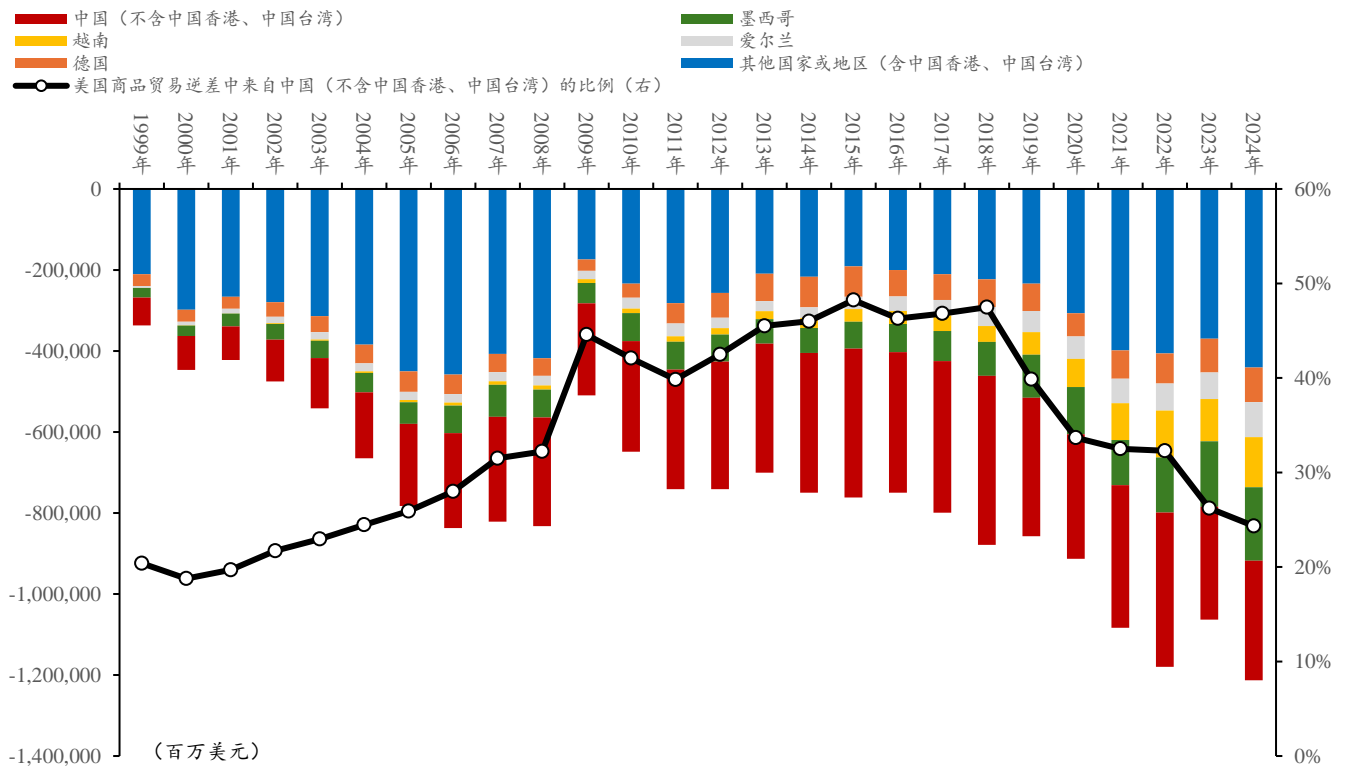
2.2. 美国国际投资净缺口的主要成因是什么？

从国际投资净缺口的来源看，商品贸易逆差、估值变动（主要受汇率、持有存量资产的回报率影响）是美国国际投资净缺口的两类主要来源。理论上，国际投资净头寸（NIIP）的在第 t 年的同比变动 $NIIP_t - NIIP_{t-1} = \text{经常账户盈余（赤字）} CA_t + \text{存量资产的估值变动} \Delta VA_t + \text{残余项} RES_t$ 。其中：

2.2.1. 商品贸易逆差是美国国际投资净缺口长期持续的重要成因

2024 年，美国商品贸易逆差创下历史新高，从具体构成看，自 2001 年至 2024 年，中国仍始终是美国商品贸易逆差的单一国家最大来源。不过值得注意的是，自 2018 年至 2024 年，美国商品贸易逆差中来自中国（不含中国香港、中国台湾）的比例由 47.48% 持续下降至 24.33%，大体回落至 2004 年水平。

图9：自 2001 年至 2024 年，中国始终是美国商品贸易逆差的单一国家最大来源



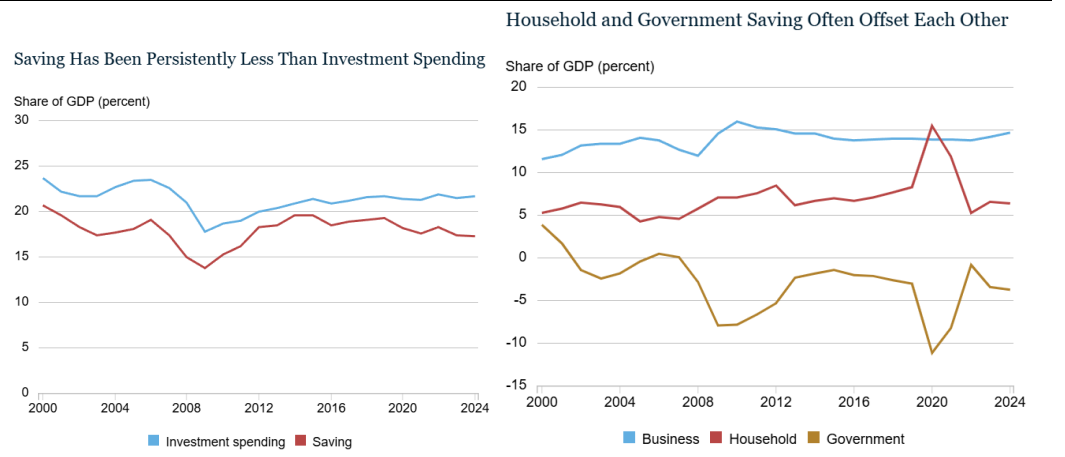
数据来源：BEA，东吴证券研究所

注：香港、澳门、台湾均为中国省级行政区，但受制于数据源限制，未能获得中国整体数据。

关于美国商品贸易逆差的成因，美国经济界的观点大体可分为两类，事实上这些观点并不冲突，只是关注点有所不同。

- 在第一类观点的研究框架下，经济学家侧重讨论贸易失衡是如何与美国内部的“储蓄-投资（即生产与产出）失衡”相关联的。从宏观经济理论看， $GDP(Y) = 消费(C) + 投资(I) + 政府支出(G) + 净出口(NX)$ ，而总储蓄(S)被定义为 $S = Y - C - G$ ，即在数值上 $S = I + NX$ ，换言之 $NX = S - I$ 。一些学者认为，当储蓄小于投资时 ($S < I$)，一个国家就会出现贸易逆差，反之储蓄大于投资时则会出现贸易顺差，因此美国长期贸易逆差是由于国内储蓄持续短缺，未来应当引导居民及政府部门提高储蓄水平。

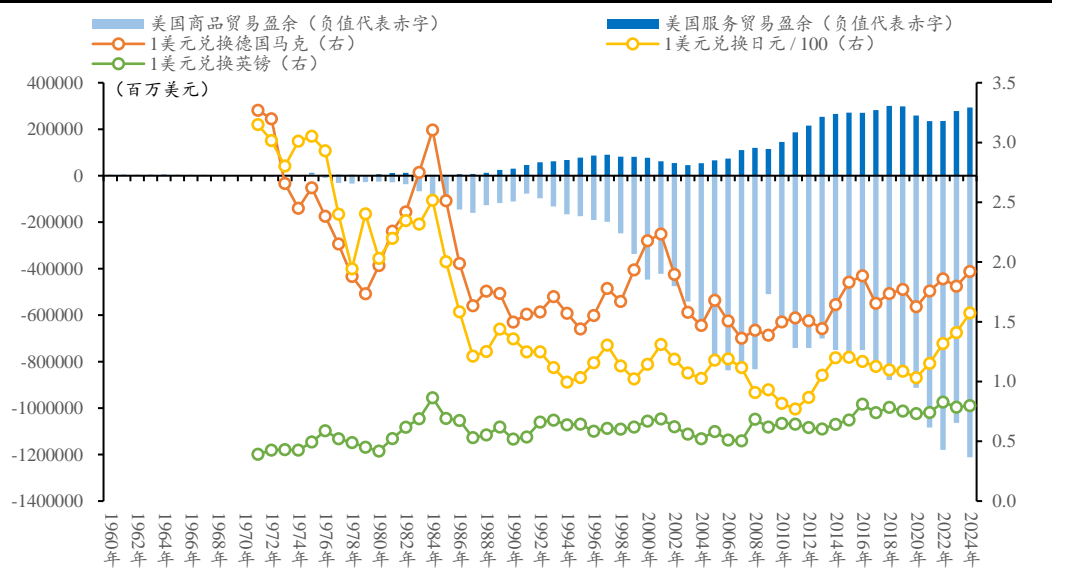
图10：第一种观点认为美国国民储蓄率长期低于投资率导致了商品贸易赤字



数据来源：FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK，东吴证券研究所

➤ 在第二类观点的研究框架下，经济学家侧重讨论贸易失衡的两大主要组成部分——出口与进口，相关影响因素主要包括汇率、价格与各国居民收入。一些学者认为，美国国民支出超过收入的部分必须由外国提供资金，因此经常账户的赤字相当于国外资本的净流入。二战结束后，美国商品贸易由持续盈余转向长期赤字始自1971年，此时布雷顿森林体系已然崩溃，美元成为世界各国最主要的储备货币。自1990s以来，中国等新兴经济体与沙特阿拉伯等石油出口国推动了“全球储蓄过剩”的形成，大量外国资本流入美国，进而推动美元长期走强，如此导致美国进口更加便宜、出口更加昂贵，最终形成了长期贸易赤字。换言之，上述学者认为国际资本流动及汇率是影响贸易的核心因素。

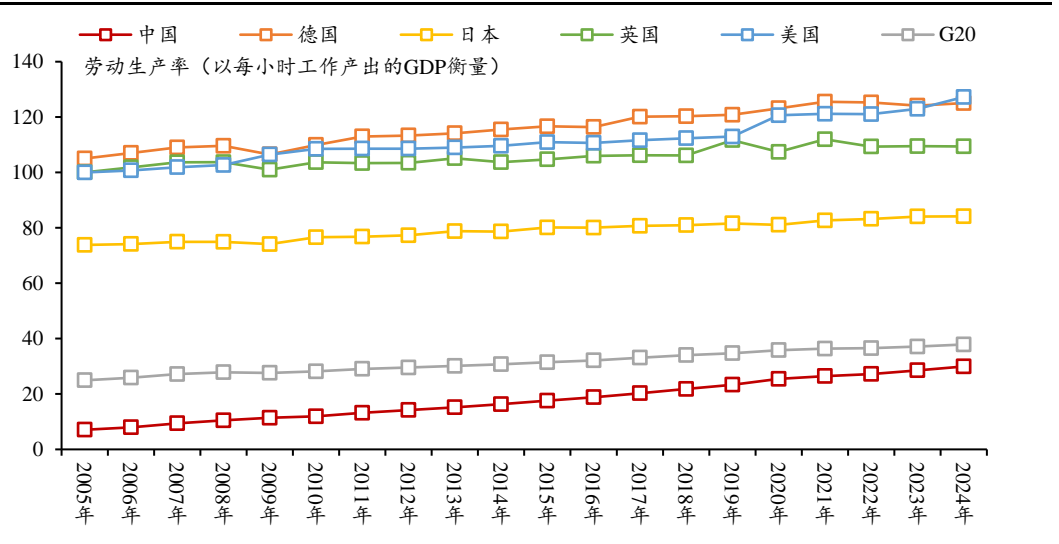
图11：第二种观点认为1990s以来的美元升值趋势导致了长期商品贸易赤字



数据来源：U.S. Census Bureau, FRED，东吴证券研究所

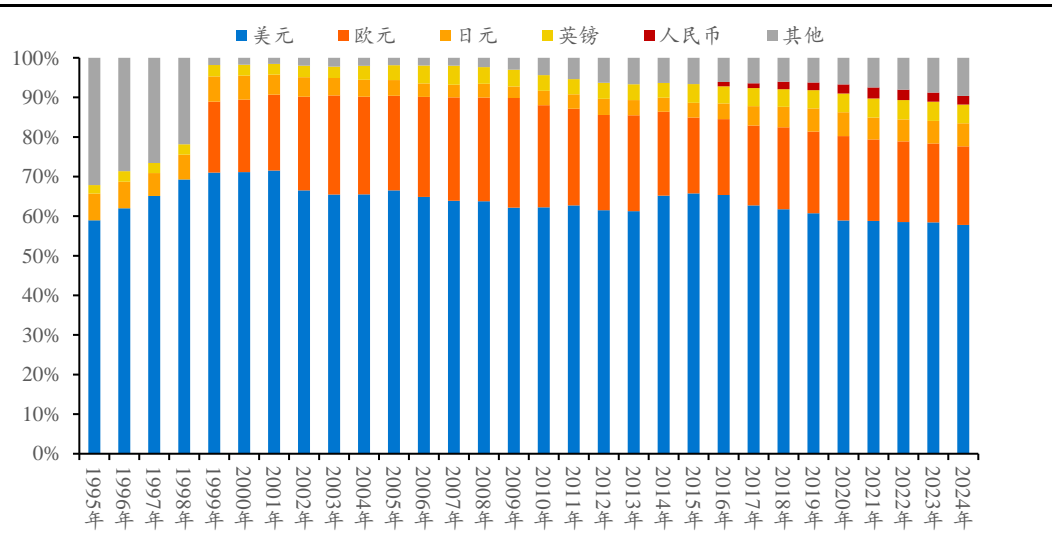
总而言之，美国商品贸易逆差可被理解是美国生产率优势与美元作为全球核心储备货币的必然结果，未来大概率仍将长期持续。从根源看，一方面，美国较高的生产率意味着更高的投资回报率，这不仅推动了资本流入与美国国内投资的增加，还提升了股票价格预期、家庭财富预期与长期收入预期，反映为消费率提高、储蓄率降低。另一方面，布雷顿森林体系解体后，受美元作为全球核心储备货币的独特地位影响，长期以来美元始终存在升值压力，这自然导致了美国进出口失衡的进一步演变。

图12: 按照 ILO 测算，2024 年美国是全球劳动生产率最高的国家



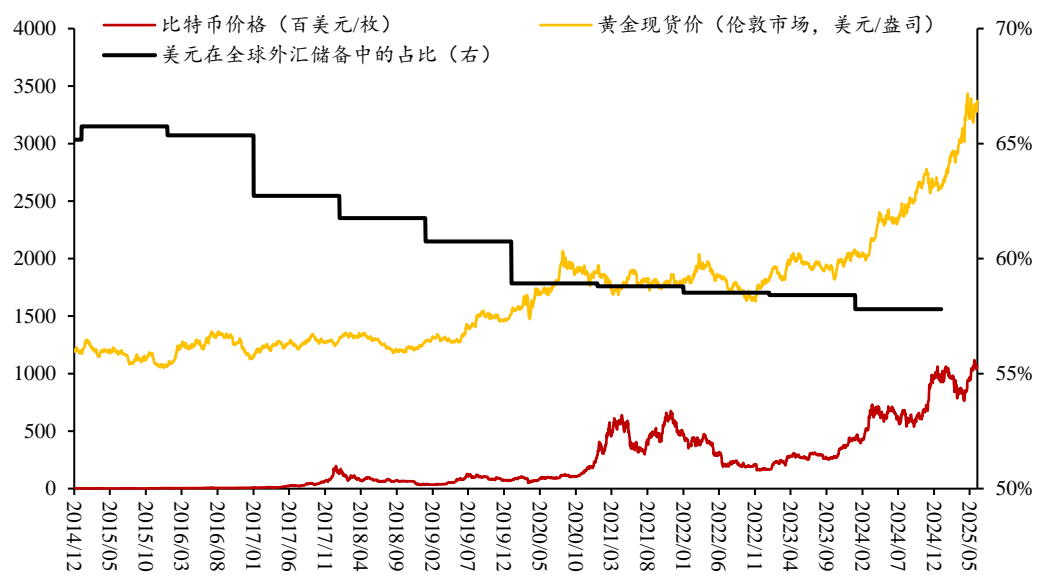
数据来源: ILO, 东吴证券研究所

图13: 自 2015 年至 2024 年，美元在全球外汇储备中的占比由 65.4%持续下滑至 57.8%



数据来源: IMF, 东吴证券研究所

图14: 伴随美元在全球外汇储备中的占比持续下降, 近年黄金、比特币价格屡创新高



数据来源: IMF, FRED, Wind, 东吴证券研究所

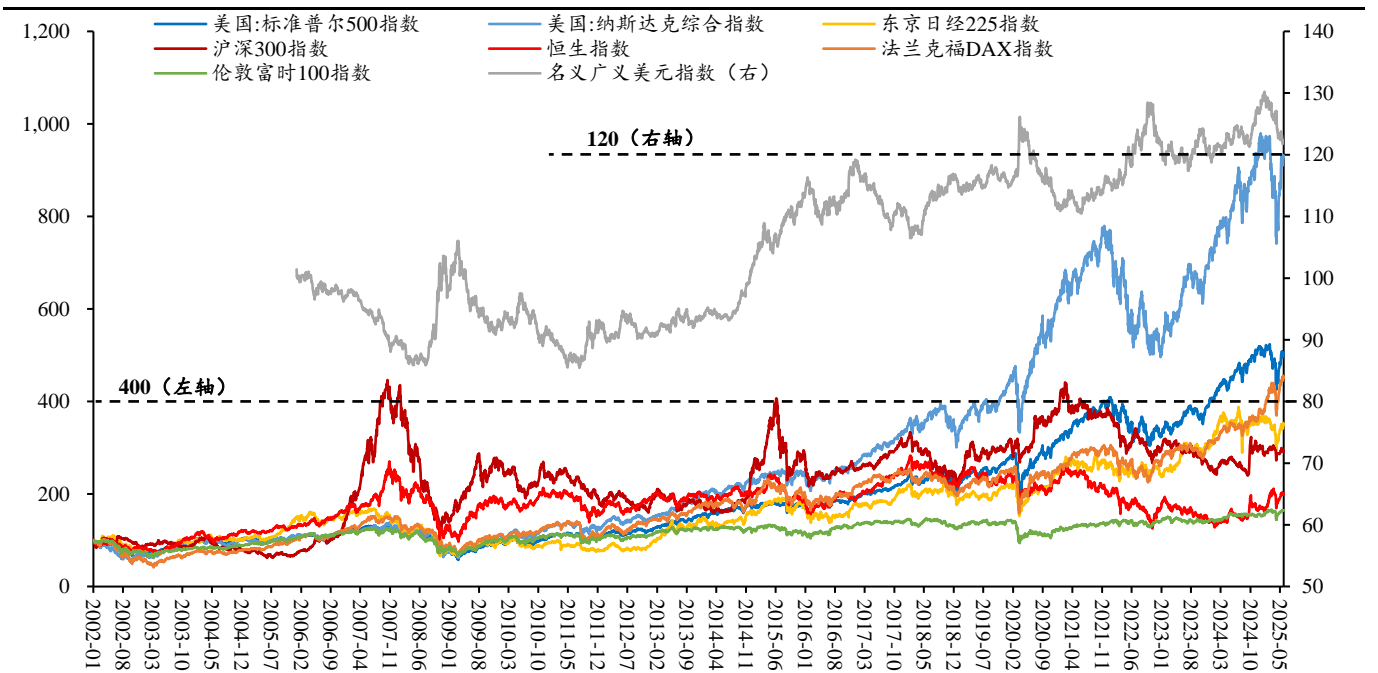
2.2.2. 存量资产的估值变动也会导致美国国际投资净缺口的变动

存量资产的估值变动一方面受到美元汇率的影响, 另一方面也受到持有存量资产的回报率影响。具体而言:

①在汇率方面, 自 2011 年至今, 受美国作为全球主要储备货币的独特地位影响, 美元整体呈升值趋势。以 2006 年 1 月为基期 (=100) 的名义广义美元指数在 2022 年下半年至今的大部分时间内维持在 120 以上, 如此导致美国持有的以外币计价的海外资产“贬值”但举借的债务“升值”, 进而扩大了美国国际投资净缺口。

②在持有存量资产的回报率方面, 以股票资产为例, 对比美国标普 500 指数、纳斯达克综合指数与东京日经 225 指数、沪深 300 指数、恒生指数、法兰克福 DAX 指数、伦敦富时 100 指数等全球其他主要股票市场的代表性指数不难看出, 自 2000 年至今美国股票市场的整体表现最优。换言之, 至少在股票资产领域, 美国持有海外存量资产的回报率大概率低于外国持有美国存量资产的回报率。

图15: 美元升值趋势与美元资产（如股票）的强劲表现也推动了美国国际投资净缺口扩大

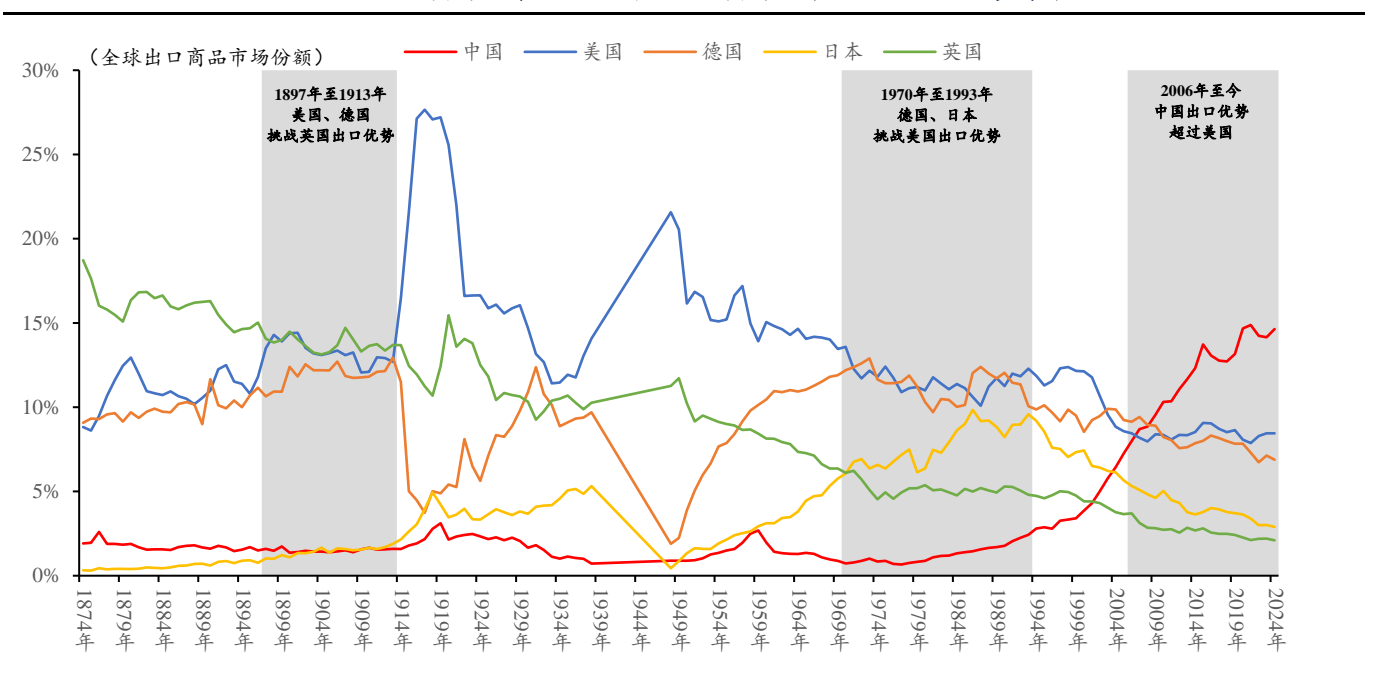


数据来源：Wind, FRED, 东吴证券研究所

3. 如果贸易摩擦加剧，美国政府还有可能出台哪些政策？

自1970s至1990s美日德三国间的贸易竞争为当前研究美国贸易政策提供了很好的参考案例，考虑到一国在全球贸易竞争中可能采取的政策措施主要分为贸易政策、财政政策、货币政策三类，因此我们结合历史在下文对各类政策进行展开讨论。

图16: 1970s-1990s 美日德三国间的贸易竞争为当前研究美国贸易政策提供了很好的参考案例



数据来源：The Federico-Tena World Trade Historical Database, Economic Statistics of Excellence, UN trade & development, 东吴证券研究所

3.1. 贸易政策方面：除关税外，美国可能会提高非关税壁垒

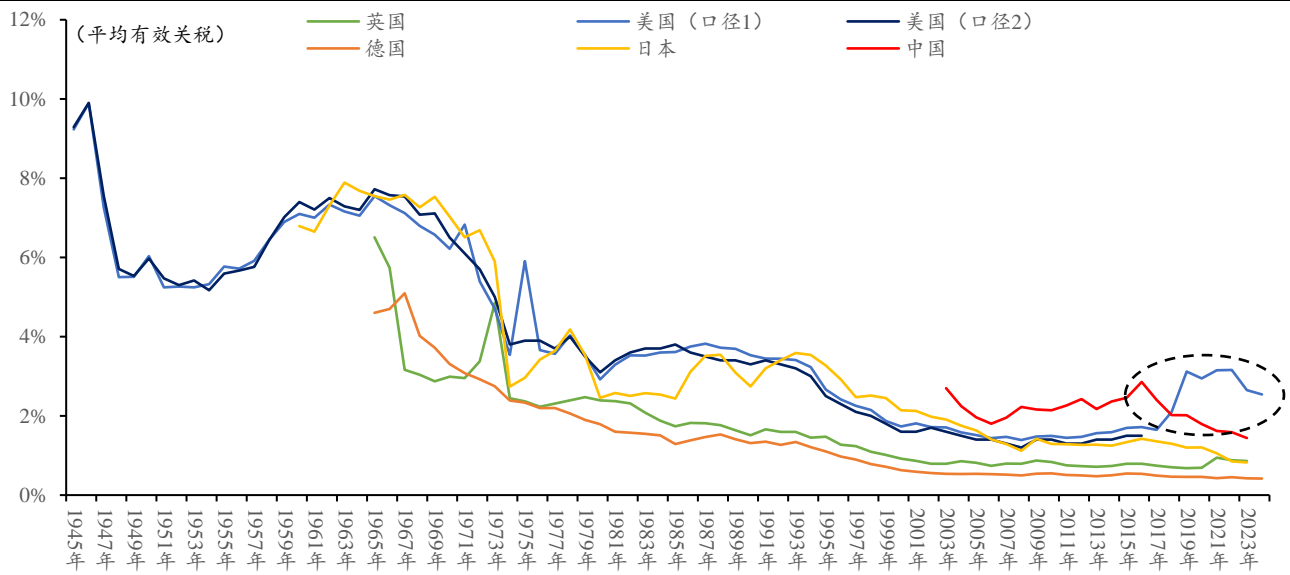
综合 1970 年至 1993 年美国在与日本、德国竞争全球出口市场份额时期所采用的各类政策,以及 2025 年 4 月 21 日特朗普指责的外国“非关税欺诈”(Non-Tariff Cheating)措施分析,在已经提高关税、加码打击转口贸易后,特朗普政府下一步可能加码非关税壁垒政策,例如自愿出口限制、协商扩大外国服务业开放等。自 1960s 至 1970s,德国与日本在战后重建工作中重新崛起为不可忽视的工业大国,随后对美国工业出口带来了较强竞争;此外,石油价格冲击、布雷顿森林体系的崩溃、通胀水平愈加难以接受等宏观因素也对美国工业发展带来了不小冲击;最终,美国采取了自愿出口限制(VERs)等一系列措施,以期最终能够保护本国工业出口。但从事实结果看,日本由于接受美国提供的军事保障,国家主权并不完整,因此在多项协议中屈从于美国;但美国的贸易保护主义对德国的干预效果相对并不明显,时至今日,德国在全球商品出口市场上仍是美国的强劲竞争对手。

表1: 自 1970s 至 1990s, 美国曾通过自愿出口限制、贸易协定等方式控制商品贸易赤字

| 1970s-1990s 美国贸易保护措施 | 核心措施 | 代表案例 |
|-------------------------|----------------------------------|---|
| (外国) 自愿出口限制 (VERs) | 对特定商品的对美出口数量实施“配额管理” | 1973 年,《多纤维协定》(the Multifibre Agreement, MFA)对发展中国家可以出口到发达国家的服装和纺织品数量施加配额限制。 1981 年,美国施压日本汽车制造商同意限制向美国出口乘用车,最初美国只允许每年日本向美国出口 168 万辆日本汽车。 |
| | 对特定商品的对美出口价格实施“限额管理” | 1977 年,“钢铁触发价格机制”(the steel Trigger Price Mechanism, TPM)规定了钢铁出口至美国的最低价格,任何低于该价格的出口都将被视为倾销并受到美国政府反制。 |
| 扩大美国出口 | 通过服务业开放、知识产权保护等措施释放美国在服务业部门的竞争优势 | 1986 年至 1993 年,通过“乌拉圭回合”(the Uruguay Round),包括美国在内的 100 余个国家达成了加强知识产权保护、外国进一步开放服务业市场、扩大双边贸易等一致。 |
| | 对美国特定商品在本国的市场份额制定定量目标 | 1986 年,美国与日本达成半导体行业相关协议,日本半导体企业确保不以低于成本的价格向美国倾销产品,日本运用多种方式促成美国制造的半导体产品在本国市场份额不低于 10%。 |
| 美元贬值 | 通过货币贬值提高美国出口竞争力 | 1971 年,《史密斯协议》(Smithsonian Agreement)同意美元兑黄金贬值约 8.5% 至每盎司 38 美元,其他国家的货币相对于美元重新估价,最终美元兑其他主要货币平均贬值约 10.7%。 |
| | | 1985 年,美英法德日签署《广场协议》(the Plaza Accord),旨在通过干预货币市场来使美元相对于其他 4 国的货币贬值。 |

数据来源: CRS, FED, GAO, 东吴证券研究所

图17: 自 2017 年至今, 美国平均有效关税已累计提高了近 1 个百分点

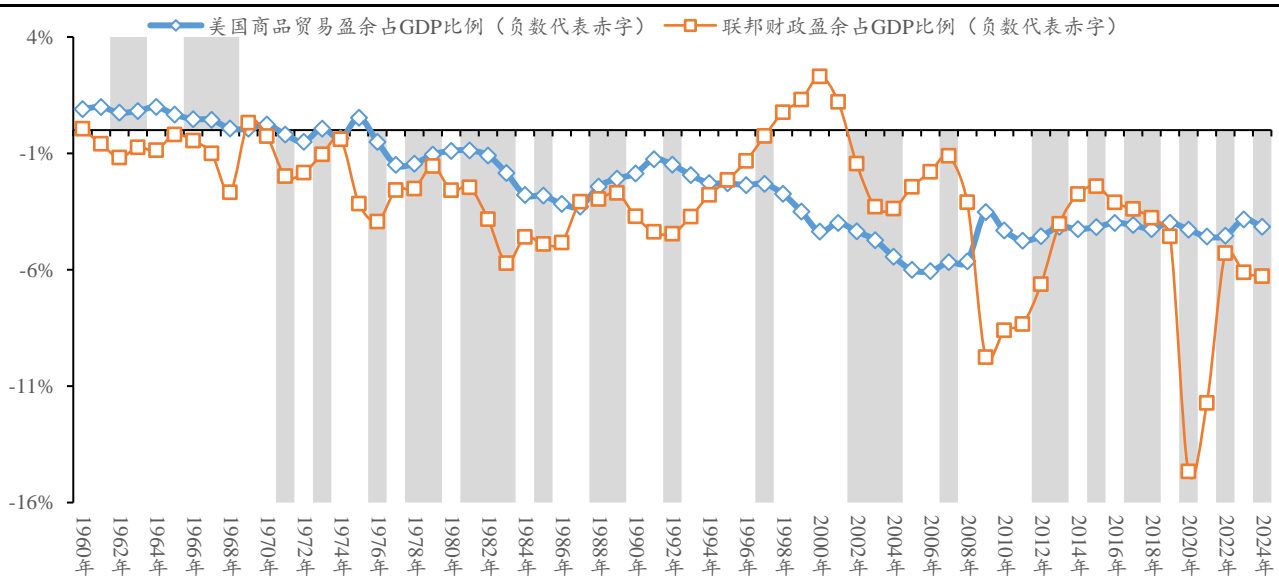


数据来源: Bank of England, Office for National Statistics (UK), OECD, 日本财务省, Statistisches Bundesamt (Destatis), GESIS, U.S. Census Bureau, USITC, 国家统计局 (中国), 财政部 (中国), 东吴证券研究所
注: 统计口径参见图 5。

3.2. 财政政策方面: 削减联邦财政赤字可能相当困难

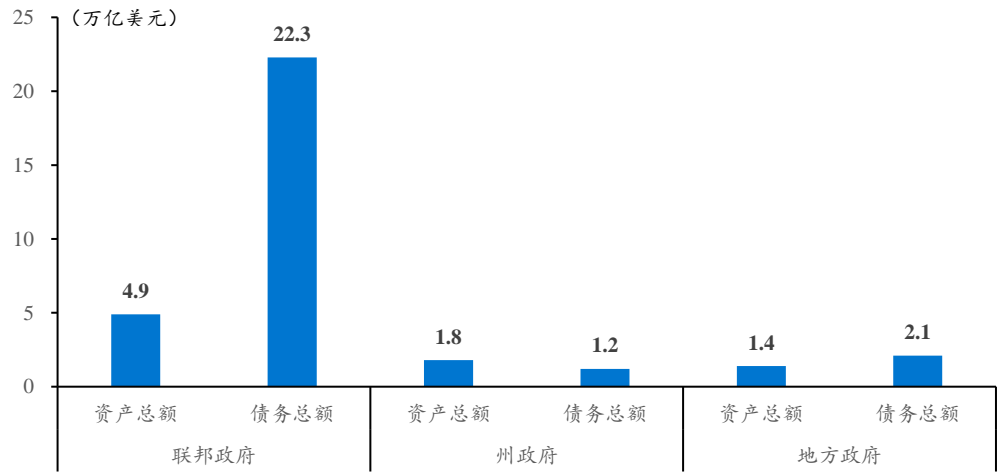
与 1980s 类似, 近年来, 美国再度出现了经常账户赤字与财政赤字同时走高的“双赤字”情形。虽然国际资本自由流动可能会部分对冲联邦财政赤字对经常账户赤字特别是商品贸易赤字的影响, 但不可否认的是, 在联邦债务水平可能将在近年触及历史最高水平的背景下, 及时管控美国联邦赤字规模无论是对美国财政可持续性, 还是对控制美国国际投资净缺口都具有很大意义。

图18: 与 1980s 类似, 美国近年再度出现经常账户赤字与财政赤字同时走高的“双赤字”情形



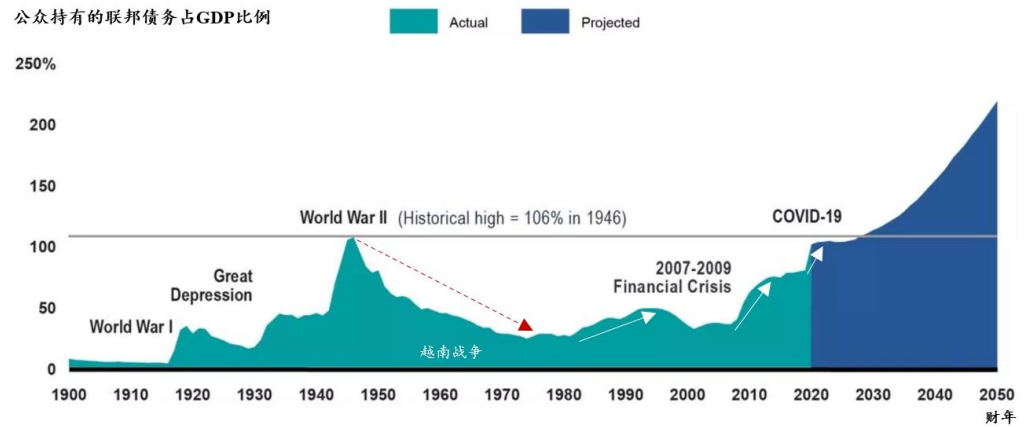
数据来源: U.S. Census Bureau, FRED, 东吴证券研究所
注: 灰色阴影标记的是贸易盈余与联邦财政盈余同向变动的年份。

图19: 美国财政赤字主要集中在中央政府而非地方政府层面



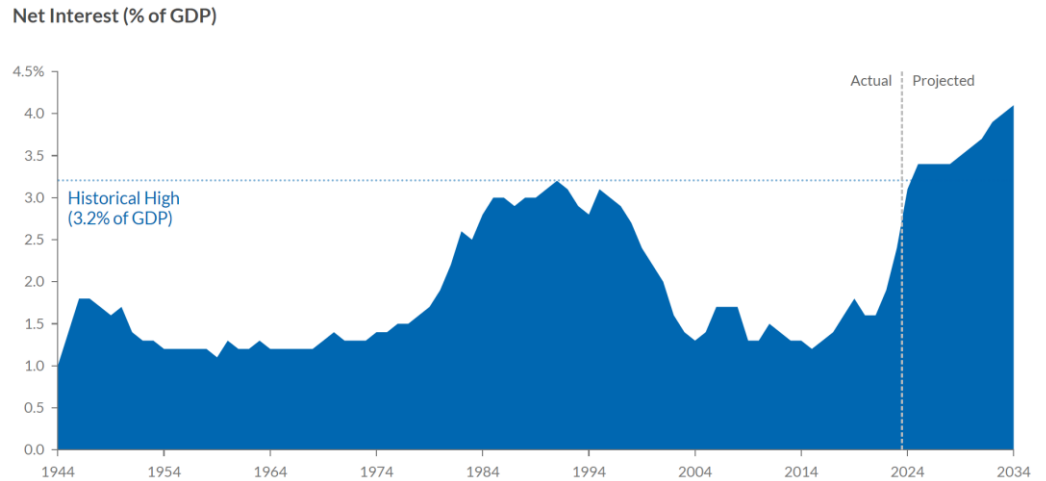
数据来源: Bureau of the Fiscal Service, U.S. Census Bureau, 东吴证券研究所

图20: 若对联邦赤字不加控制, 联邦债务水平可能将在近年触及历史最高水平



数据来源: CBO, GAO, Bureau of the Fiscal Service, 东吴证券研究所

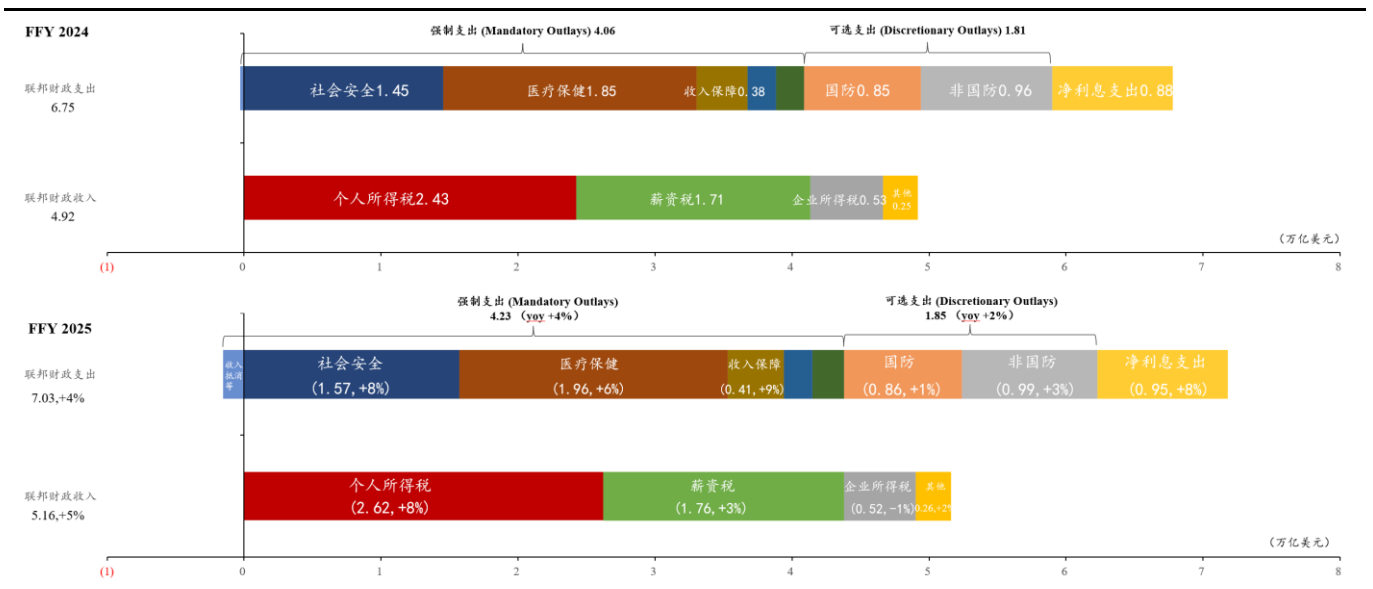
图21: 2025年, “联邦财政净利息支出/GDP” 可能将触及二战后的最高水平



数据来源: CBO, OMB, GAO, Bureau of the Fiscal Service, 东吴证券研究所

但从联邦财政赤字的主要来源看，社会安全、医疗保健、存量国债付息支出完全“吞噬”了联邦财政收入的增长，而前三者在短期内很难大幅压降。2025 联邦财年，联邦财政赤字预计将提高 2% 至 1.87 万亿美元，占 GDP 的比例将由 6.36% 小幅下降至 6.19%；但公众持有的联邦债务预计将提高 7% 至 30.10 万亿美元，占 GDP 的比例将由 97.82% 进一步提高至 99.89%。虽然受益于个人所得税预计将增长 8%（0.20 万亿美元），联邦财政收入预计将提高 5%（0.24 万亿美元）至 5.16 万亿美元；但强制支出中的社会安全、医疗保健（含医疗保险、医疗补助）预计将分别提高 8%（0.12 万亿美元）、6%（0.11 万亿美元），对应规模合计高达 0.23 万亿美元，社会不稳定因素、人口老龄化趋势等要素带来的联邦财政强制支出增长几乎完全“吞噬”了潜在财政收入增长。此外，受制于存量规模庞大的联邦债务，净利息支出预计将提高 8%（711 亿美元）至 9523 亿美元，约占 2025 联邦财年预期财政收入的 18.4%。

图 22：社会安全、医疗保健、存量国债付息 3 项支出几乎完全“吞噬”了近年联邦财政收入的增长



数据来源：CBO，东吴证券研究所

从可能削减赤字的潜在政策措施看，加征关税可能是特朗普政府推行阻力最小的政策。截至 2025 年 1 月末，Committee for a Responsible Federal Budget 已经提供了一份由 8 大类政策构成，预计在 2026 至 2035 年累计可削减 50.35 万亿美元赤字的政策清单，这一数字大致相当于 2025 联邦财年联邦财政赤字（1.865 万亿美元）的 27 倍。而在 8 大类政策中，除加征关税、强化税务征收系 2 类“开源类”政策外，其他 6 类政策均为“节流类”政策，落地难度可能较大。此外，尽管美国政府通过成立政府效率部(DOGE)、研究设立主权财富基金等方式也在尝试控制联邦财政赤字，但是截至目前上述措施尚未展现出明显的实践价值。

表2: 加征关税可能是特朗普政府推行阻力最小的赤字管控措施

| 压降联邦赤字的可选措施 | 预计可压降的赤字规模 (2026至2035年累计) | 其中: 代表性措施 | 代表性措施预计压降的赤字 规模(2026-2035累计) |
|----------------|------------------------------|---|---------------------------------|
| 降低 TCJA 对赤字的影响 | 18.2 万亿美元 | 取消 2018 年特朗普提出的《减税与就业法案》(TCJA) 中关于增加税收扣除的相关要求 | 3.4 万亿美元 |
| 加征关税 | 11.9 万亿美元 | 征收 20% 的基准关税 (考虑对方国家报复的动态影响) | 2.9 万亿美元 |
| 减少联邦医疗补助支出 | 10.64 万亿美元 | 设置人均州医疗补助上限 | 1.1 万亿美元 |
| 提高医疗保险储蓄等若干措施 | 4.26 万亿美元 | 将“联邦医疗保险优势计划”(MA) 对部分类型的报销金额削减从 5.9% 提高至 20% | 1.32 万亿美元 |
| 减少联邦财政可选支出 | 2.185 万亿美元 | 到 2034 年将军事人员削减 17% (或等效措施) | 1.145 万亿美元 |
| 撤销拜登政府部分行政法案 | 1.405 万亿美元 | 废除拜登政府签署的部分学生债务取消计划-IDR 计划 | 0.275 万亿美元 |
| 强制储蓄 | 1.06 万亿美元 | 对申领残疾补助金的退伍军人进行经济状况调查 (取消低收入群体的补助) | 0.44 万亿美元 |
| 其他潜在选项 | 0.7 万亿美元 | 强化税务征收, 降低应收与实收税款的差额 | 0.13 万亿美元 |
| 合计 | 50.35 万亿美元 | | 10.71 万亿美元 |

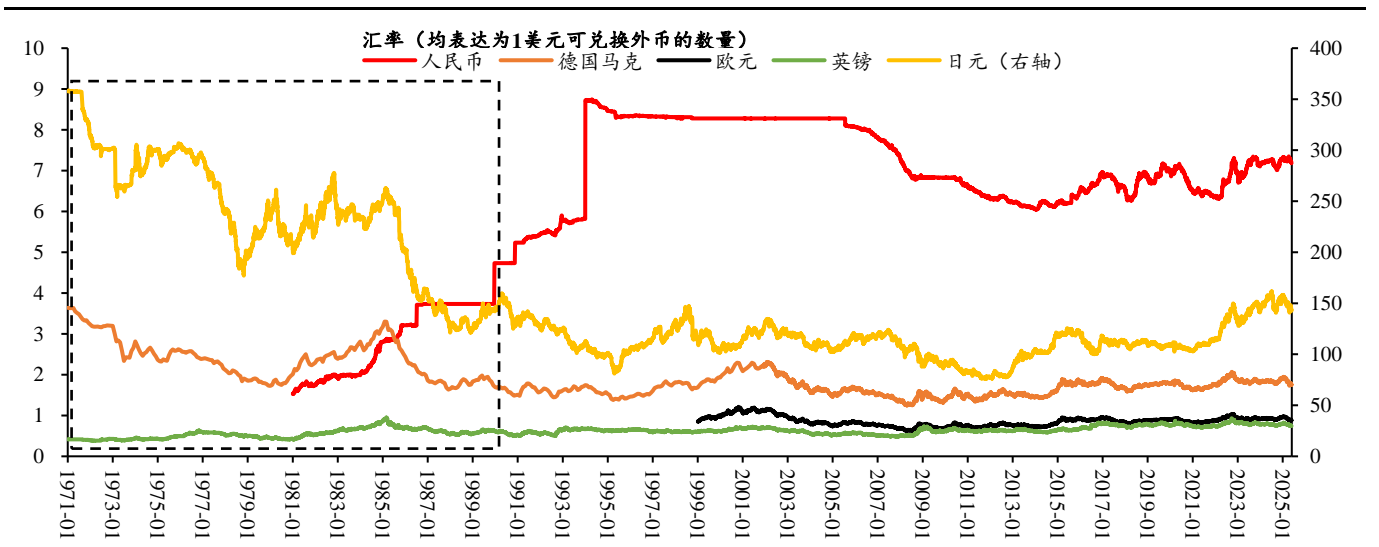
数据来源: Committee for a Responsible Federal Budget, 东吴证券研究所

注: 上述措施有些是互斥的、有些是相互作用的, 因此预计可压降的赤字规模仅为简单累加值。

3.3. 货币政策方面: 美元汇率有可能受干预更多

一方面, 从历史上看, 自 1970s 至 1990s, 美国曾多次尝试通过货币贬值提高出口竞争力。例如, 1971 年,《史密斯协议》(Smithsonian Agreement) 同意美元兑黄金贬值约 8.5% 至每盎司 38 美元, 其他国家的货币相对于美元重新估价, 最终美元兑其他主要货币平均贬值约 10.7%。1985 年, 美英法德日签署《广场协议》(the Plaza Accord), 旨在通过干预货币市场来使美元相对于其他 4 国的货币贬值。

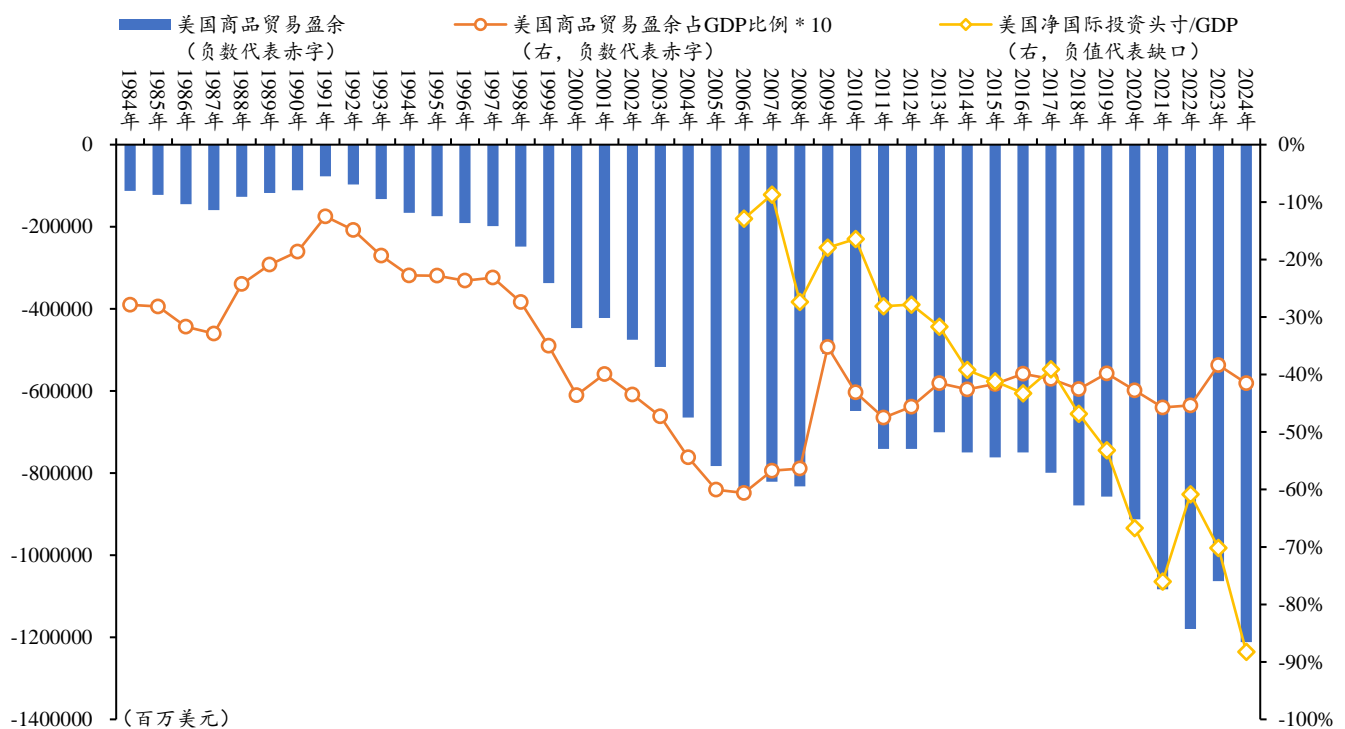
图23: 美元在 1970s 至 1990s 期间贬值倾向明显



数据来源: FRED, 东吴证券研究所 注: 统计口径参见图 7。

另一方面，近年“存量资产的估值变动”对美国国际投资净缺口的“贡献”愈加明显，在难以干预外国资产投资回报率的前提下，调整美元汇率可能是控制“存量资产的估值变动”的更直接选择。如下图所示，考虑到自2013年至2024年，美国商品贸易盈余占GDP的比例波动并不明显（基本维持在3.8%-4.6%区间），但同期美国净国际投资头寸占GDP的比例由31.7%大幅增长至88.3%，因此“存量资产的估值变动”对美国国际投资净缺口的“贡献”可能愈加明显。从潜在对策看，考虑到不同国家各类资产的回报率很难由美国政府直接干预，因此调整美元汇率可能是控制“存量资产的估值变动”的更直接选择。

图24：近年“存量资产的估值变动”对美国国际投资净缺口的“贡献”愈加明显



数据来源：U.S. Census Bureau, FRED, BEA, 东吴证券研究所

在干预美元汇率方面，美国政府可能考虑将部分国家列为汇率操纵国，或将汇率列入贸易协定的谈判内容。此外，目前美联储正在研究修改货币政策框架可能也将在未来发挥意想不到的效果。一方面，《The Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988》要求美国财政部每半年对美国主要贸易伙伴的汇率政策进行分析和报告，如果发行有外国操纵货币的行为，在某些情形下美国政府需要与这些国家进行谈判以解决问题。2015年，《The Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015》进一步明确了货币操纵的认定标准及后续处理方式。历史上，美国财政部曾经于1988年至1994年将中国、韩国、中国台湾；于2019年至2021年将中国、瑞士、越南列为货币操纵国。

另一方面，2020年，美国商务部发布规则，允许将货币操纵视为出口补贴的一种形式，因此可以依据反倾销相关法律法规进行调查与制裁（如加征关税）。

此外，自 2019 年起，美联储开始实施约 5 年一次的货币政策框架公开审查，以确保该框架能够对不断变化的经济形势及时响应。在 2018 年 11 月美联储宣布下一年即将进行审查时，美国正在经历自金融危机以来近 10 年低利率、低通胀、低失业率的“三低”时代，美国劳动力市场状况接近最大就业率、通胀率接近美联储 2% 的目标。但在 2025 年，美联储将再次审查其货币政策框架，以适应新冠疫情后利率飙升的新环境。未来，美联储若调整其货币政策框架，如修改对实际就业与充分就业水平之间的缺口测算、调整非对称的平均通胀目标等，美元汇率可能将遭遇意料之外的变动。

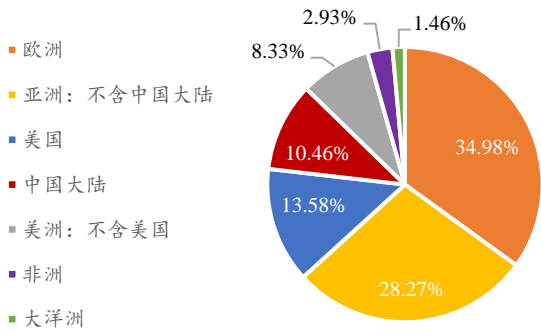
4. 国内企业如何降低对美出口风险敞口？

如本文第一部分所述，受制于美国国际投资净缺口（某种意义上可被理解为美国经济的“净负债”）不可持续等因素，美国政府可能在未来较长一段时期内保持对中国出口的高压态势。例如，在 2021 年至 2024 年拜登政府执政时期，美国政府仍保留了此前特朗普在第一个任期内提出的诸多贸易保护主义措施，美国平均有效关税仍保持在近 50 年较高水平。因此，在对美出口或将长期面临非市场化因素扰动的背景下，国内企业或需为“降低对美出口风险敞口”作长期打算，从具体措施看，拓展非美市场、出口转内销、“出海”均需要克服不同困难。

4.1. 拓展非美出口或需灵活调整国内产能、适应欧洲独特的贸易保护措施

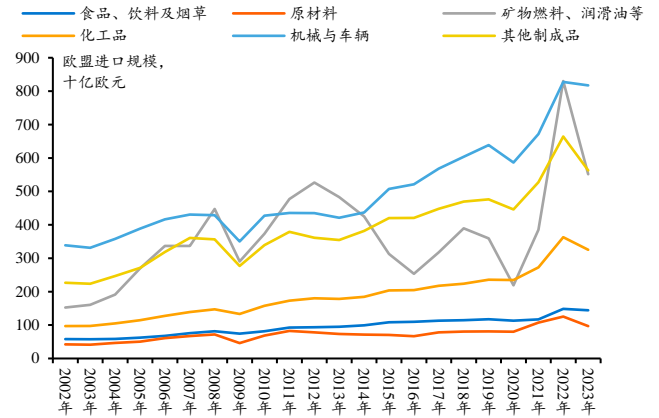
从 2024 年全球进口市场的国家或地区分布看，欧洲、亚洲（不含中国大陆）分别以 34.98%、28.27% 的市场份额占比领先于美国。其中，亚洲（不含中国大陆）的进口数据中可能包含了部分我国企业转口贸易的数据，可能未很好地完全反映当地最终消化的进口需求。因此，未来欧洲进口需求可能是国内企业拓展非美出口时需要重点关注的方向。虽然在形式上，国内企业可以通过多多参加境外展会提高自身商品的国际知名度，但不可忽视的是，由于欧洲与美国的进口商品结构存在一定差异，因此部分国内企业或许需要相应调整国内产能，以更好地满足非美市场需求。此外，欧洲的“官僚主义”相当明显，欧盟和英国在产品标准和消费者保护方面的规定通常远多于美国，这同样是一种贸易保护主义的体现。

图25: 2024年欧洲、亚洲(不含中国大陆)也是全球进口市场的主要集中地



数据来源: UN trade & development, 东吴证券研究所

图26: 机械与车辆、矿物燃料及润滑油、原材料是欧盟进口商品的主要组成部分

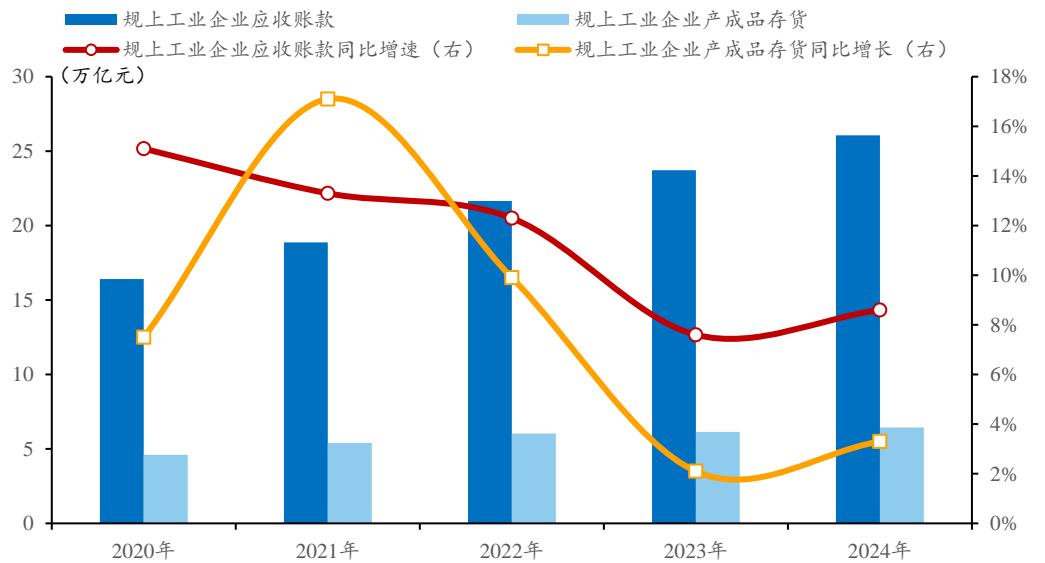


数据来源: Eurostat, 东吴证券研究所¹

4.2. “出口转内销”的关键在于账期

与国际贸易相比, 境内商品贸易在回款账期、供应链占款等方面存在较多不同。考虑到, 2024年末, 全国规模以上工业企业应收账款达 26.06 万亿元, 同比增长 8.6%,² 规上工业企业应收账款同比增速自 2021 年以来的下降趋势首次被打破, 外贸企业在探索“出口转内销”时可能需要格外关注账期问题。不过, 考虑到 2025 年 2 月, 总书记在民营企业座谈会上强调要着力解决拖欠民营企业账款问题, 与 2018 年召开的民企座谈会相比, 加快化解政府拖欠企业账款可能成为今年加码最为显著的政策增量之一, 未来企业国内贸易回款账期及供应链占款等问题或将逐步得到规范化管理。

图27: 2024年, 国内规上工业企业应收账款同比增速的下降趋势被打破



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

¹ https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=International_trade_in_goods_by_type_of_good

² https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202501/t20250127_1958485.html

4.3. “出海”的核心在于成本尤其是人力成本

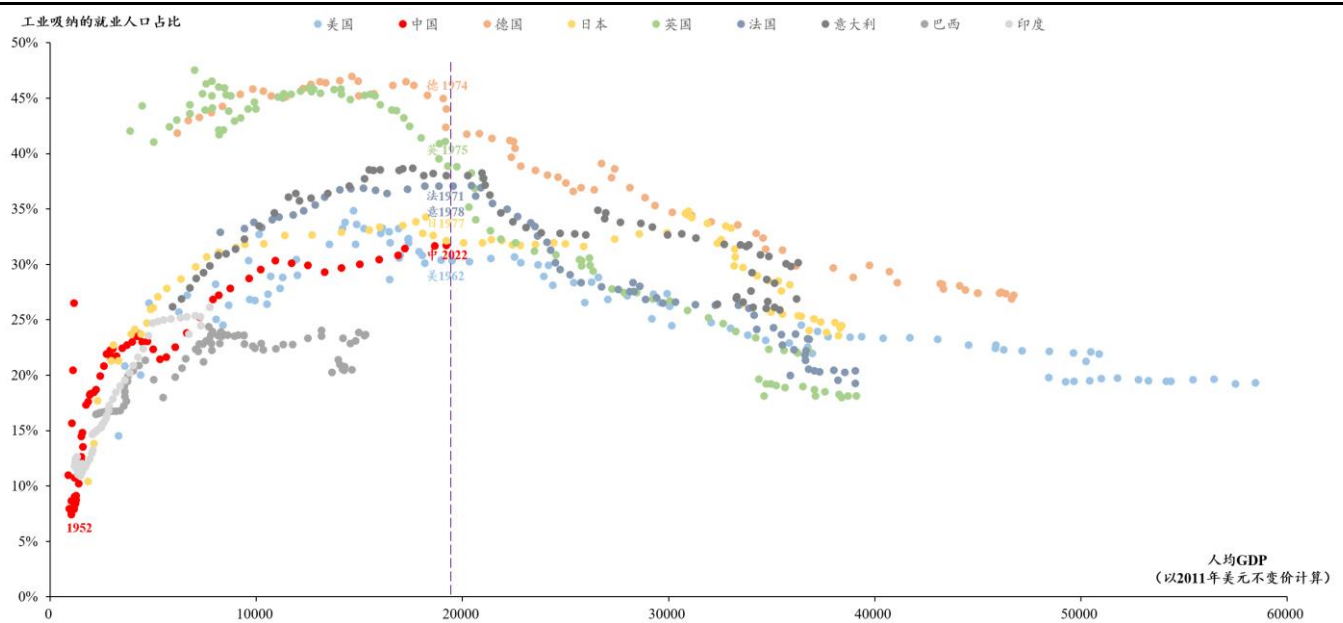
抛开短期内部分国内企业对转口贸易仍有一定依赖性不谈，仅从成本角度考虑，部分国内企业（例如纺服企业）稳步推进海外投资设厂即“出海”可能也是必要之举。具体而言，对于部分传统产业而言，成本是相关产品的国际竞争力核心。以纺织服装为例，①原材料方面：东南亚或非洲工厂往往需要从国内进口高品质棉花等原材料；②电力方面：主要体现为“有”和“无”的差别，在东南亚与非洲，电价可能并非影响产品成本的核心；③技术方面：中资企业大多已具备国际领先的生产技术；④汇率方面：国内货币政策当局近年保持着人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；因此，在⑤人工方面，人力成本可能才是影响纺服产品成本的核心因素。然而，参考下图展示的全球主要经济体的“人均 GDP”与“工业吸纳的就业人口占比”数据不难看出，

一方面，工业就业与人均 GDP 往往呈现出驼峰形走势，即在工业化早期，就业从农业转向工业；伴随居民生活水平的提高，就业从工业转向服务业。

另一方面，当人均 GDP 突破 19238 美元（2022 年我国对应值，按照 2011 年美元不变价计算）后，绝大部分经济体的“工业吸纳的就业人口占比”均呈下降趋势。这可能反映出，当经济水平及生产力发展到一定地步后，服务业加大了对就业人口的吸纳能力，工业所需要的本土人力被海外廉价劳动力所替代。

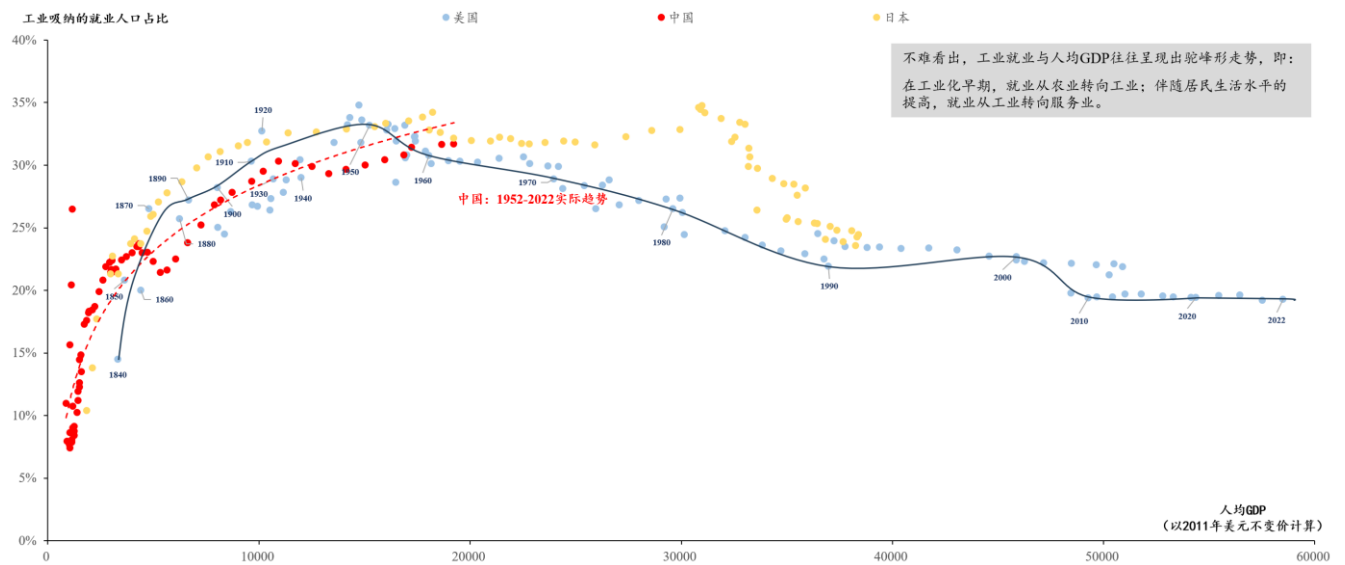
因此，考虑到未来即使在工业机器人、具身智能等领域国内取得重大科技突破，其技术应用可能也会首先应用于医疗、半导体等附加值相对更高的产业，恐难在短期内惠及纺服等传统产业的成本管控，相关企业或有必要在综合研判①目标市场、②生产成本等前提下，稳步推动“出海”进程。

图28：自 1800 年至 2022 年，全球主要经济体的“人均 GDP”与“工业吸纳的就业人口占比”呈驼峰形走势



数据来源：Groningen Growth and Development Centre, World Bank, ILO, U.S. Census Bureau, 东吴证券研究所

图29: 结合我国人均 GDP 水平分析, 未来国内工业吸纳的就业人口比例进一步提高或将面临一定困难



数据来源: Groningen Growth and Development Centre, World Bank, ILO, U.S. Census Bureau, 东吴证券研究所

5. 风险提示

- (1) 本文测算的关税、汇率、进出口规模等数据涉及多个经济体、时间跨度较长, 或存在数据不准确、不完全可比等情形。
- (2) 对美国财政尤其是控制联邦财政赤字的潜在方法分析可能不够准确。
- (3) 对中国企业“出海”面临的机遇与挑战可能分析不够全面。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>