

建银国际证券 | 研究部

宏观视野：贸易战阴影下的进口替代和顺差反弹

要点：

贸易战以来中国进口的下滑远大于出口。例如，制造业进口今年同比下滑7%，特别是产业链贸易集中的零部件进口同比下降18%，为2008年金融危机后最弱。而相比之下，受全球消费需求坚挺、中国产品定价能力增强等支撑，中国出口则保持正增长，好于全球和亚洲的贸易表现。这些贸易数据表明，关税和产业外移的威胁对中国出口的短期影响有限，而产业链的进口替代已在提速。

产业链的进口替代将成为趋势：由于上游供给的不确定性上升，且产业链可能放大关税成本，贸易战下全球化生产会受到打击，相应刺激国内替代行业兴起。过去两年，国内依赖进口的科技零部件行业（包括液晶面板、集成电路、工业用机器人等）国产化率均有上升。行业投资亦反应这一趋势：虽然低端制造业和汽车行业的投资受关税和产能过剩的拖累而持续疲软，科技和化工等行业的投资却逆市上升，均与进口替代的方向一致。

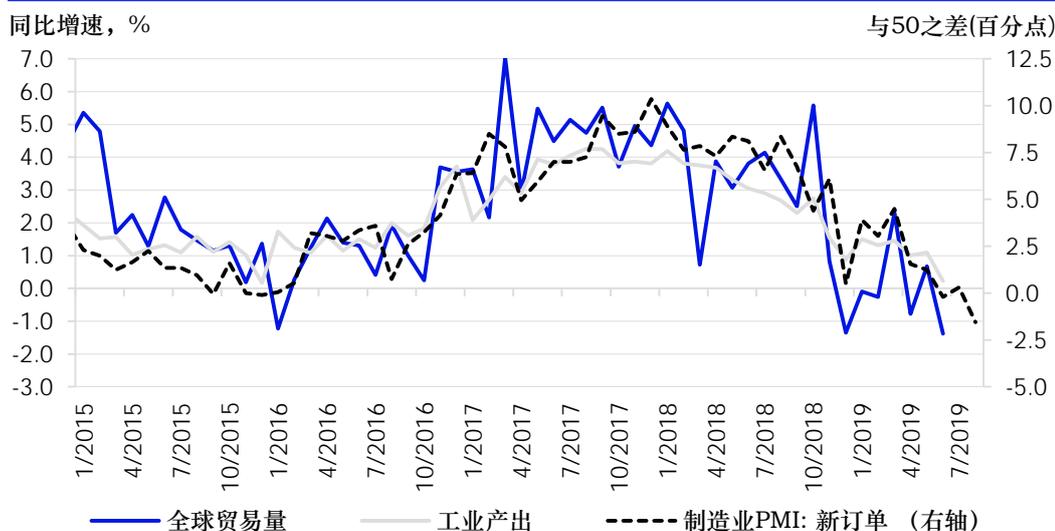
由于进口替代上升，以及大宗商品价格的回落，去年以来虽然关税层层加码，中国贸易顺差不降反升。其中零部件的进口替代解释贸易顺差近一半的反弹。预计未来几年中国贸易顺差将呈回升态势，体现长期劳动生产率提升（加速进口替代）和短期贸易条件改善的双重影响。顺差提升的国际收支基本面与低增长下保护主义高企的地缘政治相对，人民币汇率将难以大幅贬值。

崔历(852) 3911 8274
cuilic@ccbintl.com**薛莹**(852) 3911 8013
xueying@ccbintl.com**黄舒**(852) 3911 8012
clairehuang@ccbintl.com

正文:

2018年下半年开始,美国对从华进口商品开征关税,其后范围不断扩大。从最初对500亿的中国进口商品征税,扩围至约2500亿产品征税且税率阶段性上调。对于剩余的3000亿中国出口产品美国也从今年九月开始逐步加征关税。关税的上升伴随着全球贸易和制造业的下行。近几个月,全球贸易同比下降,是全球金融危机以来的最差表现。全球制造业PMI和工业生产也同样大幅走弱(图1)。部分受智能手机行业影响,半导体行业的下行周期加剧了全球贸易的下滑。我们估算亚洲贸易的放缓中,信息和通信技术(ICT)行业贡献了40%。

图1:全球贸易大幅下滑



数据来源: CPB, CEIC, 建银国际证券

产业链贸易放缓明显; 中国进口疲软超过出口

虽有关税冲击,中国整体出口持平(图2),好过全球和亚洲其他国家同比下降的出口表现。也就是说,虽然理论上关税对中国出口产品的价格竞争力有负面影响,但实践中中国尚未因关税而丧失市场份额,影响竞争力。分行业看,受关税和投资放缓的影响,中国资本品以及零部件出口放缓最为显著,但消费品和工业原材料出口表现相对稳健(图3)。对出口的支持因素包括:1) 强劲的全球消费需求,支持消费品出口;2) 贸易转移:对美出口商品部分转经欧洲和其他亚洲国家出口;3) 市场份额大和产品专业度高的出口产品有一定的定价权,中国出口商可将关税成本向下游买方转移等。虽然2018年一季度以来,人民币兑美元汇率贬值,但平均汇率水平与2017年持平,意味着汇率影响不大。

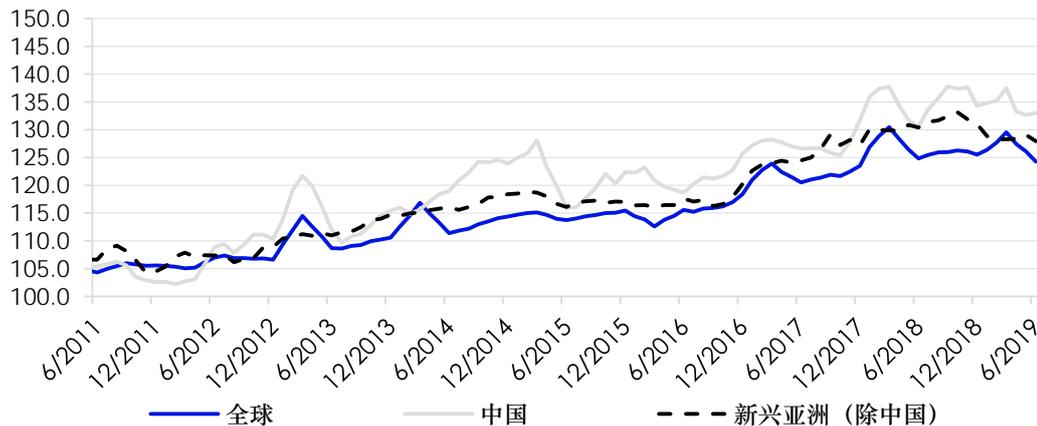
而中国制造业进口放缓幅度远超出口,产业链进口放缓尤甚(图4)。今年上半年,制造业出口仍录小幅正增长,而进口量则同比下降6%。特别是零部件进口量已同比下跌了17%(图5)。作为中国深度参与全球产业链的主要指标:中国资本品出口和零部件进口过去共同受全球制造业周期的影响,走势大多同步。而去年年底以来两者的趋势出现明显背离。今年上半年中国零部件进口量增速比资本品出口增速低了15个百分点,是全球金融危机之后两者差距最大的一次。

产业链贸易放缓是全球性的，也是去年以来全球贸易相对经济增长“超跌”的主要原因。全球主要经济体的商业投资放缓，但仍是正增长。相比2012年和2015年全球贸易走弱的时期，全球需求和商业投资的表现则比现在差的多。因此，跨国产业链贸易的下行，而非全球需求和GDP的大幅萎缩，是全球贸易和生产大幅放缓的主因。例如，欧盟出口的走弱主要就是因为中间品出口特别是汽车零配件的放缓，而其资本品和消费品出口均录得增长。亚洲新兴市场出口（主要是中间品）的下降幅度也远大于中国。

产业链受贸易战的冲击并不令人意外，我们之前的研究有所涉及¹。短期看，产业链贸易对需求更为敏感，一旦需求前景变得不明朗，产业链贸易会提前下跌，生产者以消耗存货而满足需求。而更为根本的是，贸易战增加了上游供给的不确定性，而关税则直接推升跨国生产分工的成本。由于中间产品的跨境贸易涉及一次甚至数次关税，关税带来的成本压力会通过跨国产业链扩大。因此厂家可能倾向选择更为集中的生产模式，跨国产业链会有所缩短，产业向某些国家集中²，刺激该国产业链的延伸和替代。集中地点则取决于产业链布局，市场大小，劳动力素质等多方因素。

图2：中国出口表现好于全球主要地区

出口量指数 (2000=100, 3个月移动平均)



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图3：中国资本品和零部件出口放缓，而消费品出口稳健

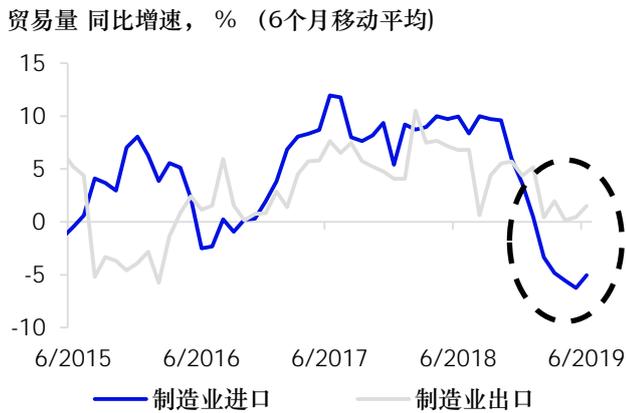


数据来源: CEIC, 建银国际证券

¹ 建银国际证券-宏观视野: [Trade war – can China sustain a tariff shock?](#), 2018年4月10日。

² "Trade War in the global value chain era", Emily Blanchard, CEPR Policy Portal, June 2019

图 4: 进口放缓幅度远超出出口



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 5: 供应链进口下滑是主因



数据来源: CEIC, 建银国际证券

进口替代提速

目前看, 科技行业的进口替代在中国较为明显。受益于国内较为全面的产业布局, 近两年国内替代(特别是在零部件方面)有所提速。零部件进口占资本品出口的比例可用来反映国内生产和出口对进口的依赖程度。2012 年来随着国内产业升级和对高端进口产品的需求大幅提升, 进口比例稳步上升, 但在过去不到两年的时间里, 进口比例已由 24.5% 下降到 22.5% (图 6), 体现在产业链不确定性上升的大环境下, 对进口中间品的依赖下降, 对应着国产化率的上升。

集成电路行业是典型的例子。集成电路进口占中国总进口的 15% 和中间品进口的三分之二左右。2015 年以前, 集成电路进口增速快于国内生产增速, 而随后则大幅走弱。集成电路国内生产与净进口之比(衡量国产化率)由 2015 年的 35% 上升至目前的 48% 左右 (图 7)。

进口替代在其他高科技行业也呈加速趋势。例如, 精密减速器等工业机器人的核心部件, 目前国内生产规模不断扩大。此外, 液晶玻璃基板近期也开始投产。这些都为更多科技产品的国内采购奠定了基础。

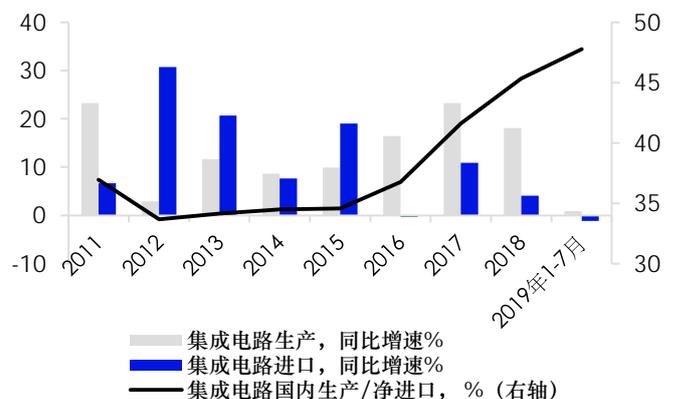
诚然, 国内生产的产品在复杂度和精密度方面依然落后, 替代速度受到技术水平的制约, 国产的工业机器人和半导体便是例子。但贸易战推升了产业链的不确定性和跨境贸易成本, 相应提升国内采购的动力, 国产替代有望在中等技术要求的行业加快步伐。

图 6: 零部件进口占资本品出口的比例下降, 国内替代增加



数据来源: Comtrade, CEIC, 建银国际证券

图 7: 集成电路国产化率提高



数据来源: CEIC, 建银国际证券

进口替代叠加贸易条件改善，推升贸易顺差

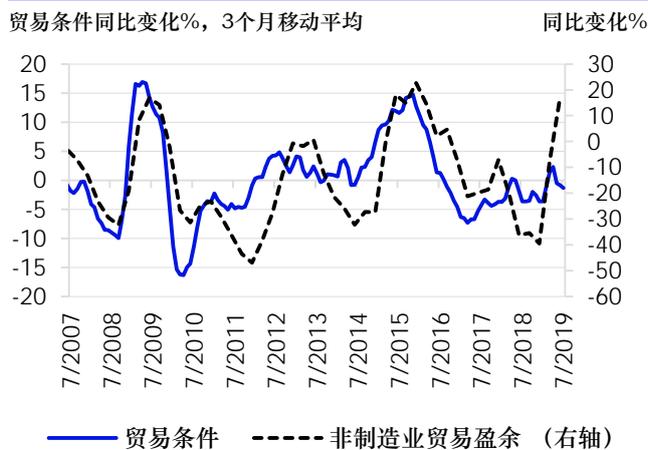
进口领先出口下滑，推升了中国制造业的贸易顺差（图8）。据我们估算，今年零部件进口相对最终资本品出口的走弱贡献了制造业贸易顺差上升的40%。与此同时，今年大宗商品价格转弱，中国的贸易条件有所改善，非制造业贸易平衡也显著改善（图9）。中国整体贸易顺差占GDP的比重由2018年上半年的0.1%升至2019年上半年的1.4%。由于中国对美国的出口（主要是工业制品）比美国对中国的出口（主要是大宗商品）短期内更难以替代，中国从美国进口的下降幅度高于中国对美国出口，中国与美国的贸易顺差也继续攀升。

图8：制造业贸易顺差反弹



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图9：贸易条件改善，非制造业贸易顺差上升



数据来源: CEIC, 建银国际证券

低端出口和产能过剩行业投资下滑，进口替代行业投资坚挺

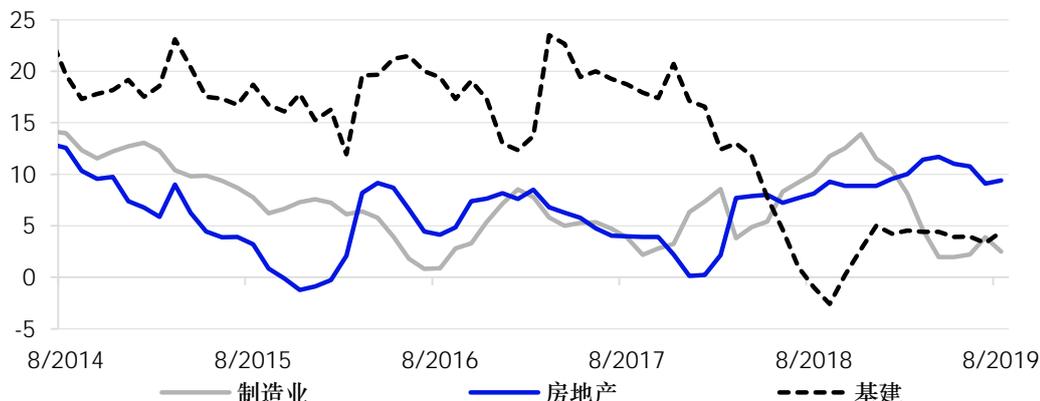
今年，中国制造业固定资产投资走弱，前七个月同比仅增长3%，增速低于去年（图10）。轻工业、电气机械、汽车等领域的投资增速下滑最多（图11）。这些行业受到了贸易战和产能过剩的影响。纺织、电机、玩具等行业受贸易战的冲击最大。我们之前的研究显示，这些行业技术含量较低、且在美国市场份额较小，因而在美国市场的定价权较低³。而汽车行业则主要受产能过剩、需求不足拖累。因此，经济低增长、产业整合压力、以及贸易战将持续压低这些行业的投资。

剔除前面提到的受贸易战和产能过剩影响较大的行业，其余制造业总体固定资产投资持稳（图12）。其中又分为两类：金属和化工等面向国内市场的行业得益于产业整合，盈利上升，固定资产投资持平或有所加速。另外，计算机和电子设备等高科技行业尽管销售有所下滑，但其固定资产投资仍同比增长超10%（图11）。而进口替代需求较高的化工、集成电路、印刷电路板等行业，资本支出明显上升。化工行业受中国报复性关税影响，进口替代空间加大。而高科技行业在美国对华出口和产业链不确定性上升的情形下投资仍较强（图13）。

3 详见我们此前的分析: [建银国际证券 - 中国经济评论: 贸易战升级, 部分行业利润承压](#), 2018年7月12日。

图 10：今年制造业固定资产投资承压

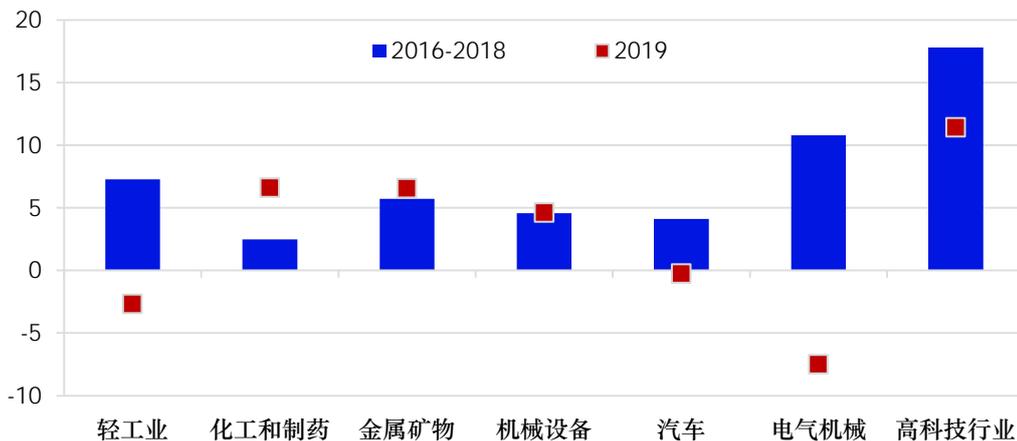
同比增速，%（3个月移动平均）



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 11：低端制造业和汽车行业投资下行，高科技行业投资坚挺

固定资产投资 (同比增速，%)



数据来源: CEIC, 建银国际证券

图 12：盈利受美国关税影响较大的行业投资降幅最大*

中国制造业投资，对美国关税敏感度分类 (同比增速，%)



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_9732



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn