贸易：全球经济的阿喀琉斯之踵

全球经济和大类资产配置系列之一

分析师
田维韦 S0800518080003
tianweiwei@research.xbmai.com.cn
联系人
张育浩
021-38584233
zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

- **核心结论**

发达国家潜在经济增长率下降以及财富分配不均是贸易争端激化的根本原因。1）长期经济增长两大支柱：人口和劳动生产率都开始下行。2018年美国人口增长率只有0.62%，为二战以来最低增速，同时婴儿潮一代退休带来的老龄化问题日益严重，2018年末美国65岁及以上人口比重已经提升至15.8%，且该过程会一直持续到2030年左右。另外，美国近八年劳动生产率增速平均值低于1%，被新兴市场快速赶超。2）经济全球化实现了资源在全球范围内的有效配置，带来全球经济红利，但带来的红利并没有公平的分配到各个阶层，发达国家财富分配不均现象更加严重。

贸易争端导致全球经济下行。自2018年中贸易争端激化后，主要经济体的贸易余额增速均出现了明显的下滑，贸易额的萎缩已开始冲击全球经济增长，尤其是对贸易依存度更高的欧洲国家冲击更大。对美国经济来说，同步指标已开始走弱。从高频数据来看，美国8月份ISM制造业PMI指数降为49.1。2019年新增非农就业人数开始下行，以及美国国债收益率倒挂，都反映了美国未来经济下行压力大。贸易争端激化对中国经济的影响业已体现，制造业投资降至低位且未见起色，经济数据整体疲软。另外，全球第四大经济体——德国经济陷入衰退的可能非常大。目前看来，全球经济还在探底的阶段。

贸易争端带来的三个问题值得警惕。1）贸易争端阻碍了资源在全球的最优配置，带来劳动生产率下降，全球潜在经济增长率下行。2）贸易争端成本转嫁给央行，货币政策操作空间变小。如果没有中美贸易争端，那么全球和美国经济增长的不确定性会比现在大为减少，美联储在今年降息的必要性下降。3）加关税迫使企业承担更多的成本，不仅挤压公司利润，部分企业不得不削减或推迟投资计划，这会不断威胁到美国中小企业及上下游产业链制造业就业岗位，进而影响美国经济增长主要引擎——消费。

我们持续看好黄金债券等避险品种。1）贸易争端激化以及多国央行实行宽货币政策或释放宽货币信号，黄金价格不断创新高，国债收益率持续下行，全球负利率愈演愈烈。贸易争端对黄金和债券等避险品种有两方面的影响，第一方面是通过提振避险需求直接影响价格；第二方面是贸易争端不断拖累全球经济增长，从而影响价格。还需要注意随着债券收益率不断走低，负利率在全世界愈演愈烈，负利率反过来又会刺激黄金的需求（黄金的0利率吸引力相对变强），形成反馈效应。**2）对权益类市场形成压力。**美国标普500指数从2018年2月以来几乎没有上行，股市的波动率大幅走高使得权益类资产的吸引力下降，再度对权益类资产的估值造成挤压，形成负向反馈。

风险提示：**贸易争端阶段性升级，货币政策宽松不及预期。**

索引

内容目录

贸易争端导火索：发达国家经济增长下降，财富分配不均 4
发达国家潜在经济增长率下降 4
财富分配不均带来的反全球化潮流 6
贸易争端导致全球经济下行 8
从美国市场看贸易争端的影响 8
从中国市场看贸易争端的影响 11
从全球视角看贸易争端的影响 13
贸易争端带来的长期问题值得警惕 16
贸易争端对大类资产价格的影响 17

图表目录

图 1：美国人口增长率持续下降，18 年降到 0.62% 4
图 2：日本人口增长率连续 8 年负增，欧盟在低位波动 4
图 3：受婴儿潮一代退休影响，美国 65 岁以上人口占比不断提升 4
图 4：欧洲、日本 65 岁以上人口比例快速提升 4
图 5：美国人口普查局预测，65 岁以上的人口比例在 2028 年会上升到 20% 5
图 6：美国劳动生产率增速八年平均值低于 1% 5
图 7：美国的家庭收入中位数 2018 年较 2007 年仅增长 3.6% 5
图 8：美联储不断调低对美国长期经济增长的预期 6
图 9：欧央行持续降低对欧洲长期经济增长率的预测 6
图 10：IMF 预测主要经济体经济增长 6
图 11：中国劳动生产率快速提升 6
图 12：美国制造业占 GDP 的比重持续下降 7
图 13：美国雇员存量和增长均主要来自于服务业 7
图 14：2001-2008 年全球贸易额快速增长，之后进入平稳期 7
图 15：中国加入 WTO 后充分享受全球化的红利 7
图 16：美国全部住户收入基尼系数已提升至 0.48 7
图 17：美国前 1%的人拥有净资产占比高达 31.1% 7
图 18：美国出口同比负增，抢进口效应下进口增速仍有韧性 8
图 19：贸易争端激化后美国贸易逆差未出现好转 8
图 20：19 年美联储两次降息，共降息 50 个基点 9
图 21：市场对美联储 2019 年 12 月降息预期仍较强 9
图 22：美国住宅投资连续 6 个季度负增长 9

图 23：8 月美国制造业 PMI（ISM）降到荣枯线以下 9
图 24：19 年美国新增非农就业人数表现不及 18 年同期 10
图 25：美国 19 年 2 季度个人消费支出增长反弹至 4.7% 10
图 26：贸易争端对美国当前通货膨胀影响还未充分显现 10
图 27：美日贸易争端期间美国出现高通胀 10
图 28：美国 10 年期国债收益率与 3 个月期国债收益率自 19 年 5 月以来持续倒挂 10
图 29：19 年以来中国进出口增速降至零附近 11
图 30：中国对欧盟、韩国、东南亚国家出口增速下降但仍正增长 11
图 31：中国出口美国占总出口金额的比重降到 17.1% 12
图 32：中美贸易战后第十六类产品（机电、音像设备及其零件、附件）比重略有下降 12
图 33：中国出口美国的主要产品第十六类产品占比下降 1.5% 12
图 34：中国主要出口美国产品对美依赖度下降 12
图 35：中国制造业新出口订单 PMI 已连续 15 个月在荣枯线以下 12
图 36：制造业投资降至历史低位且未见好转 12
图 37： 8 月当月社零总额同比增速降至 7.2% 13
图 38：8 月工业增加值增速降至 4.4%的低位 13
图 39：贸易争端激化后人民币贬值且波动加大 13
图 40：新增企业中长期贷款比重处于低位，近期才有所反弹 13
图 41：日本经济对贸易的依赖度在持续提升 14
图 42：欧盟经济对贸易的依赖度在持续提升且处于高位 14
图 43：德国和英国 2 季度 GDP 出现收缩 14
图 44：全球 PMI 降至枯荣线以下，德国 9 月 PMI 降到 41.4 14
图 45：德国工业生产指数和制造业订单指数持续下行 15
图 46：德国工业生产指数和制造业订单指数同比持续负增 15
图 47：贸易争端加剧后可以明显看到美越贸易额大幅增长 15
图 48：美越贸易逆差持续扩大 15
图 49：全球贸易额与美国劳动生产率存在正相关性 16
图 50：苹果公司受贸易争端冲击业绩明显下滑 16
图 51：黄金价格持续突破新高，债券收益率下行 17
图 52：日本、德国、法国十年期国债收益率均是负利率 18
图 53：贸易争端对权益市场形成压力 18

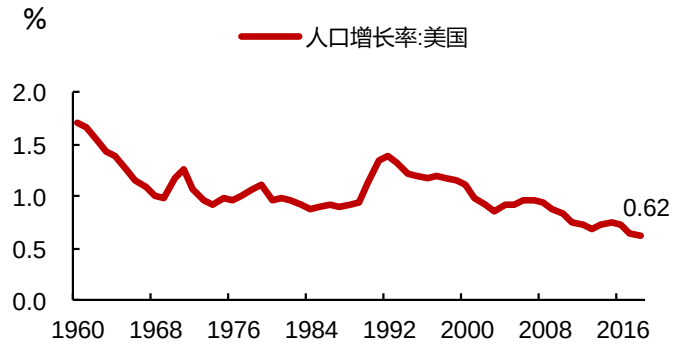
表 1：美国进出口自 2018 年 3 季度拖累经济增长 9
表 2：美国三批征税清单涉及产品目录及 2018 年自中国进口的金额 19

贸易争端导火索：发达国家经济增长下降，财富分配不均

发达国家潜在经济增长率下降

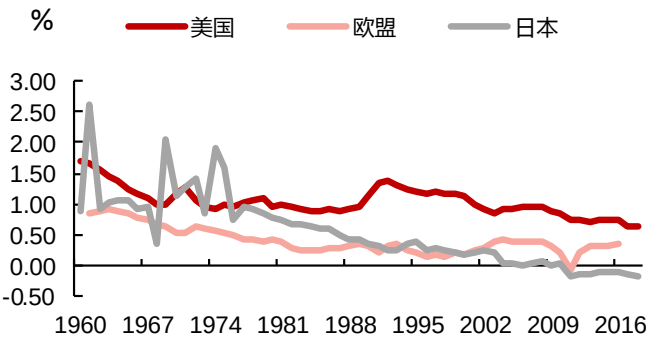
发达国家生育率下降，老龄化问题日愈严重，制约经济长期潜在增长率。美国从 1946 年到 1964 年期间出生的婴儿多达 7600 万，约占当时美国人口的三分之一。1970 年代起，婴儿潮一代逐渐成年，婴儿潮一代热衷于投资股票和地产，习惯提前消费，是推动美国经济增长的重要引擎。但婴儿潮后美国人口增长率持续下降，从 1960 年的 1.70%不断走低，2018 年只有 0.62%，为二战以来的最慢增速。同时，婴儿潮出生的一代从 2010 年开始陆续退休，最典型的就是美国 65 岁以上人口占比开始快速提升，美国 65 岁及以上人口比重由 2010 年的 12.97%快速提升至 2018 年的 15.80%，且该过程会一直持续到 2030 年左右，美国人口普查局预测，65 岁以上的人口比例在 2028 年会上升到 20%，在 2023 年 65 岁以上的人口会超过 15 岁以下的人口数，生育率下降以及人口老龄化的问题给美国经济长期潜在增长率形成巨大的不可逆转的压力。除了美国，欧盟、日本等发达国家也同样面临人口的压力，欧盟人口增长率 80 年代开始就一直在 0.5%以下的低位徘徊，日本人口增长率甚至已经连续八年负增长。同时，老龄化的问题也非常严重，2018 年，日本 65 岁及以上的人口比重已经提升至 27.47%，欧盟 65 岁及以上人口比重已达到 19.94%，中国 65 岁及以上人口比重则只有 11.19%。

图 1：美国人口增长率持续下降，18 年降到 0.62%



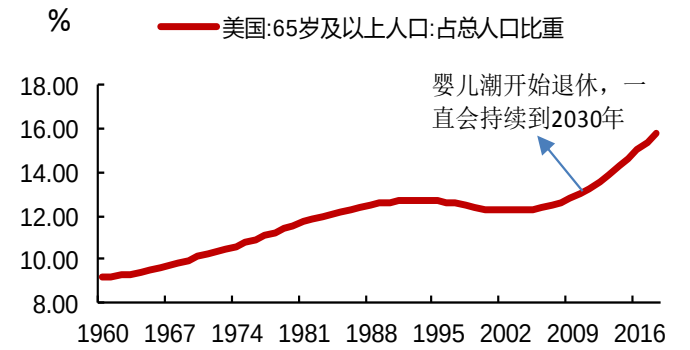
资料来源：世界银行，西部证券研发中心

图 2：日本人口增长率连续 8 年负增，欧盟在低位波动



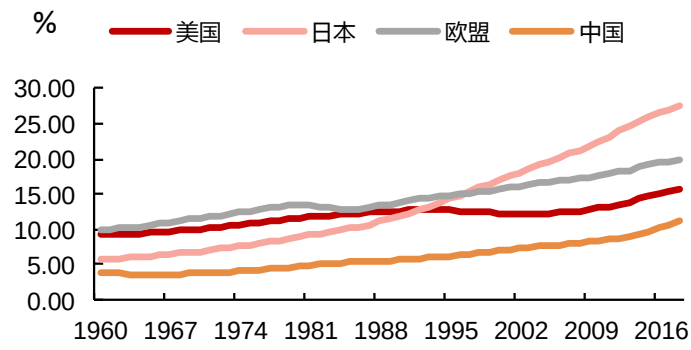
资料来源：世界银行，西部证券研发中心

图 3：受婴儿潮一代退休影响，美国 65 岁以上人口占比不断提升



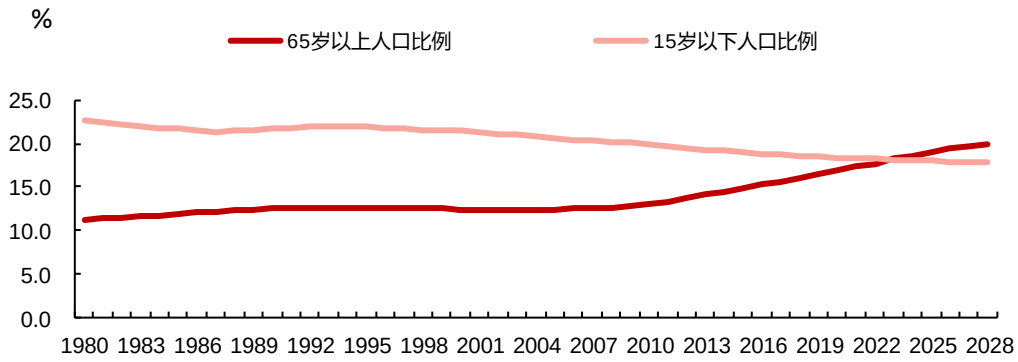
资料来源：世界银行，西部证券研发中心

图 4：欧洲、日本 65 岁以上人口比例快速提升



资料来源：世界银行，西部证券研发中心

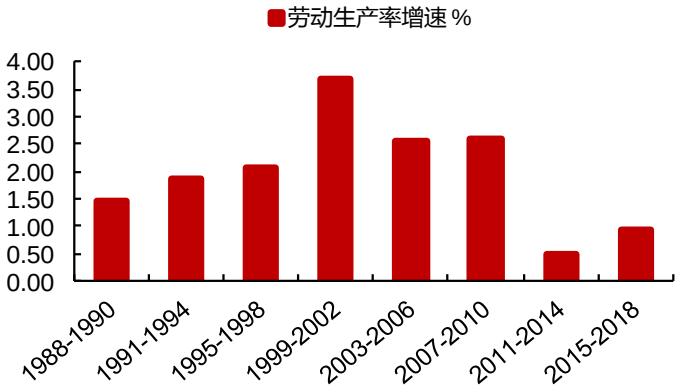
图 5：美国人口普查局预测，65 岁以上的人口比例在 2028 年会上升到 20%



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

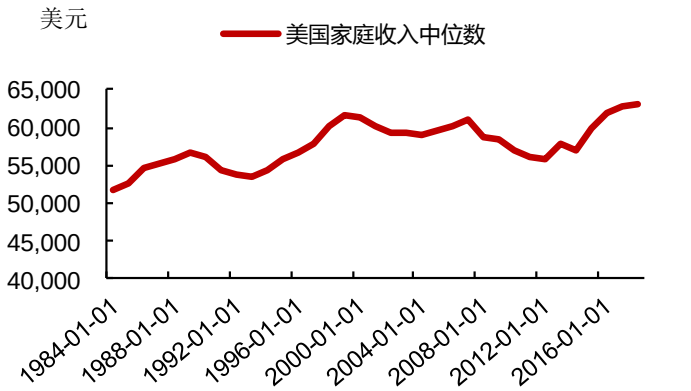
除了人口增速变慢之外，一个国家长期经济增长的第二个引擎，劳动生产率增速也在持续下降。劳动生产率的大幅增长是带动上世纪 90 年代美国经济强劲增长的重要因素。但是自 2011 年以来，发达国家的劳动生产率增速显著下滑，美国最近八年的平均值低于 1%。一方面是因为科技进步速度放缓。这一点反映在美国企业的进入和退出比例不断下降，说明科技进步速度变慢，技术进步速度有所放缓另一方面是 08 年金融危机后，全球采取量化宽松的货币政策维持低利率环境，资本长期回报率的吸引力下降，企业资本支出不足。另外，劳动生产率增速决定了实际薪资的增长速度，决定中产阶级的收入水平，这也导致了美国的家庭收入中位数在 2007 后提升幅度很小，2018 年较 2007 年仅增长了 3.6%。发达国家劳动生产率增速变慢的同时，新兴市场国家的劳动生产率快速赶超，使得发达国家有了比较大的压力。

图 6：美国劳动生产率增速八年平均值低于 1%



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 7：美国的家庭收入中位数 2018 年较 2007 年仅增长 3.6%

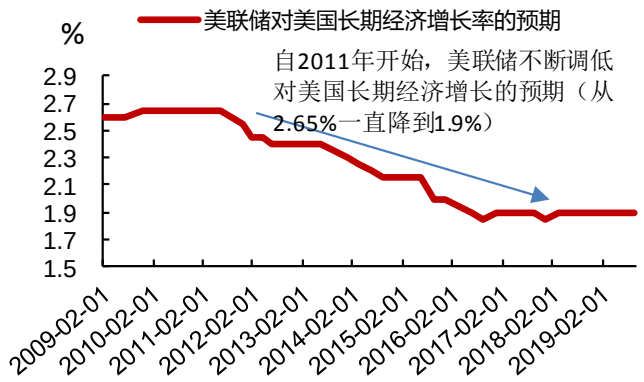


资料来源：美联储，西部证券研发中心

美国长期潜在经济增速放缓是美国此次反全球化的重要因素之一。经济增长的两大支柱：劳动力供应和劳动生产率均表现疲弱，发达国家人口增长率增速下降，且老龄化问题日愈严重，而劳动生产率增速也持续下滑，美国长期潜在经济增速已大幅下降。自 2011 年以来，美联储就不断调低对美国长期经济增长率的预期，从 2011 年的 2.65%调整到 2019 年中的 1.90%。如果从人均的角度来看，需要减去 0.6%左右的人口增长率，也就是说人均 GDP 的速度则只有 1.3%左右，速度比较慢。同样，欧洲央行也在持续调低对欧洲长期经济增长率的预测。与此

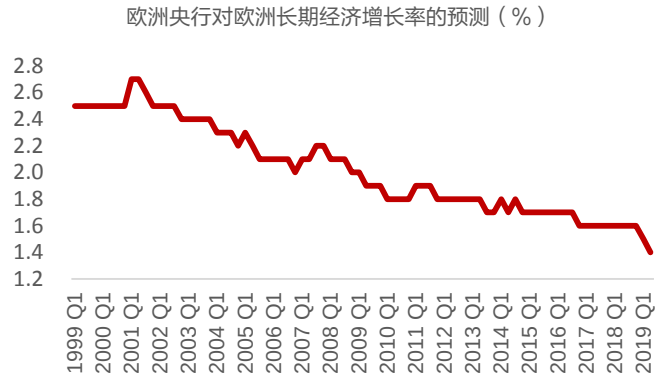
同时，发展中国家却受益于全球化制造业产业链转移，尤其是中国，迎来多年的高速发展，劳动生产率大幅提升，资本完成原始积累，潜在经济增速持续高于发达国家。

图 8：美联储不断调低对美国长期经济增长的预期



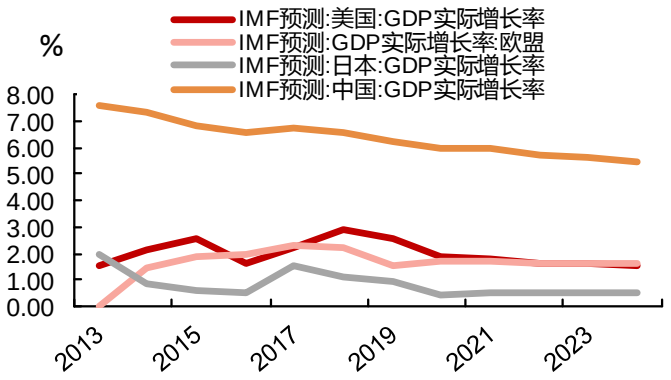
资料来源：美联储，西部证券研发中心

图 9：欧央行持续降低对欧洲长期经济增长率的预测



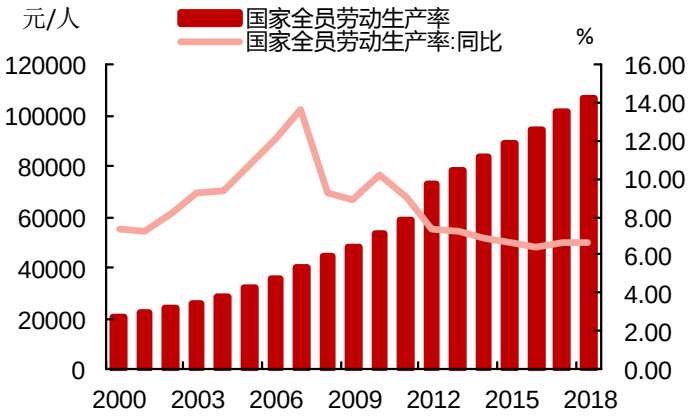
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 10：IMF 预测主要经济体经济增长



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 11：中国劳动生产率快速提升



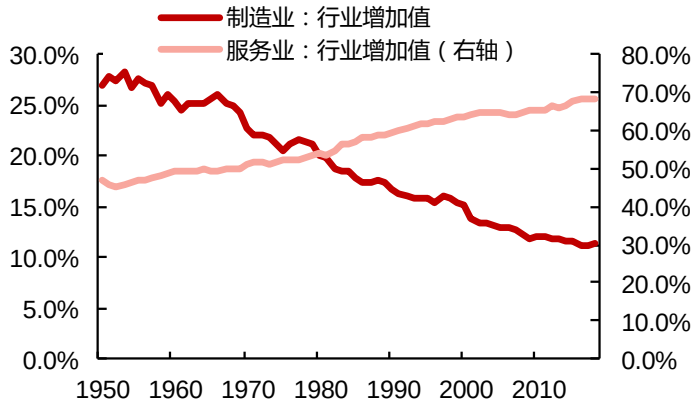
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

财富分配不均带来的反全球化潮流

经济全球化实现了资源在全球范围内的有效配置，带来全球经济红利，但这并没有公平地分配到各个国家和阶层。首先，制造业转入国享受红利，中国在过去 20 年就是全球化最大的获益者。但发达国家的产业工人则因为制造业的转移而陷入困境，美国制造业对 GDP 的贡献持续降低，制造业雇员员工数量也在持续下降。反观制造业转入国则情况很不一样，以中国为例，中国 2001 年加入 WTO 后，贸易额快速增长，2015 年中国贸易出口额占全球出口总额的比重提升至 13.8%（2000 年为 3.9%），成为此轮经济全球化的最大受益者。另一方面，除了国别分配不均外，主要经济体内的贫富差距也在持续扩大，发达国家制造业转出后新型的科技企业比旧的制造业雇佣的人要更少，对劳动力的技能能力要求更高，这使得其新增财富的分配更不均衡。收入分配恶化使得社会矛盾持续积累，低收入产业人群往往也是逆全球化的主要参与者。美国 2017 年基尼系数已升至 0.48，19 年一季度美国前 1%富人拥有的净资产占全社会净资产的 31.1%（1990 年一季度为 23.2%），后 50%人口持有的净资产比重为 1.3%（1990 年第一

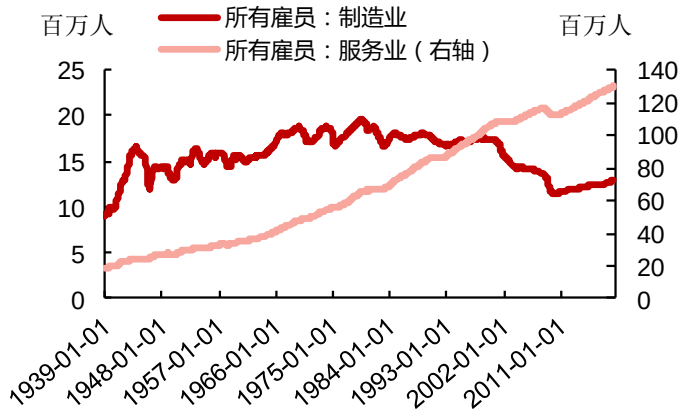
季度为 3.6%），财富分配不均持续扩大。

图 12：美国制造业占 GDP 的比重持续下降



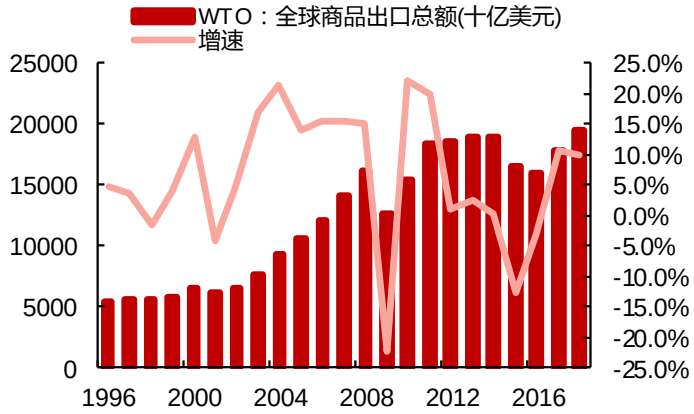
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 13：美国雇员存量和增长均主要来自于服务业



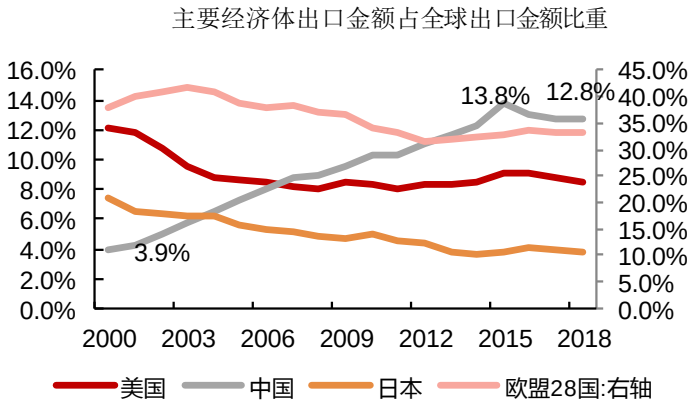
资料来源：美联储，西部证券研发中心

图 14：2001-2008 年全球贸易额快速增长，之后进入平稳期



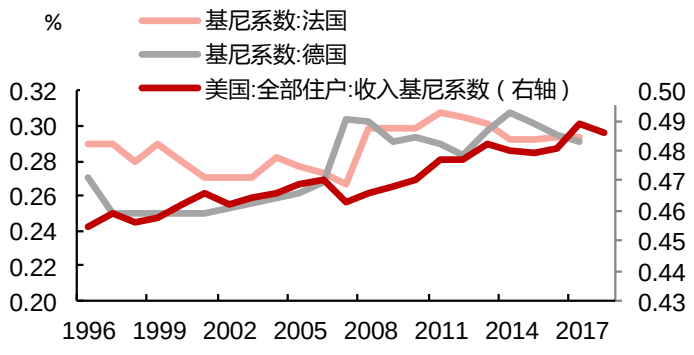
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 15：中国加入 WTO 后充分享受全球化的红利



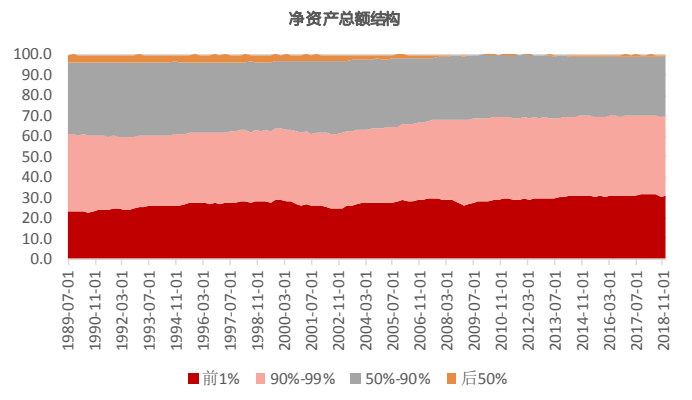
资料来源：美联储，西部证券研发中心

图 16：美国全部住户收入基尼系数已提升至 0.48



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 17：美国前 1%的人拥有净资产占比高达 31.1%



资料来源：美联储，西部证券研发中心

贸易争端导致全球经济下行

从美国市场看贸易争端的影响

美国经济的同步指标开始走弱，领先指标迅速走弱，债券收益率倒挂表明美国经济衰退概率大增。对外贸易方面，二季度美国出口金额同比下降 1.70%，进口金额仍有 2.6%的增速，主要是“抢进口”效应，未来面临较大的下行压力，这也体现在了 PMI 进出口指数上，美国 ISM 制造业新出口订单 PMI 指数已降至 8 月份的 43.3，进口 PMI 指数降至 46.0。二季度美国 GDP 增速为 2.0%，GDP 中的领先变量住宅投资已是连续六个季度下降，非住宅投资则录得 2016 年第二季度以来的第一次下降，信号非常值得警惕。投资下降会对未来的就业扩张形成相当的压力。再看其他领先指标，美国 8 月份 ISM 制造业 PMI 指数降到 49.1，消费者信心指数开始下行，房屋销售持续疲软，2019 年新增非农就业人数表现不及去年，显示经济下行动能不断在积累。美国主要国债收益率（包括 10 年和 2 年以及 10 年和 3 个月国债收益率差值）都出现了倒挂，从历史上来看，倒挂的收益率会对银行以及企业的借贷行为产生负面影响。这也是从 1967 年以来，美国的经济衰退之前都出现倒挂的原因。美国最近银行股的抛售显示资本市场预计收益率倒挂会对银行利润和银行放贷意愿产生影响，未来经济下行压力会持续增加。

持续的贸易争端会不断影响美国及全球经济增长。首先，贸易争端升级会直接带来全球贸易额的日渐萎缩，影响贸易产业链企业的经营，经济下行压力增大，反过来全球经济下行又会带来贸易额的进一步下滑，从而对美国经济产出负面冲击；第二，在贸易争端长期化下，国际环境不确定性增加，企业投资和居民消费意愿都会有所下行；第三，反全球化过程中资源最优配置被破坏，经济潜在增长率下降，这势必会拖累美国的就业和消费等。目前美国的通货膨胀还没有开始大幅上行，主要的原因是人民币的贬值对冲了关税的部分影响，以及贸易企业用自身利润承担了关税而没有转移到消费者。但从目前美国企业界发出的反对声音来看，如果关税在目前的基础上继续增加，则有可能对经济产生较大的通货膨胀压力。

图 18：美国出口同比负增，抢进口效应下进口增速仍有韧性

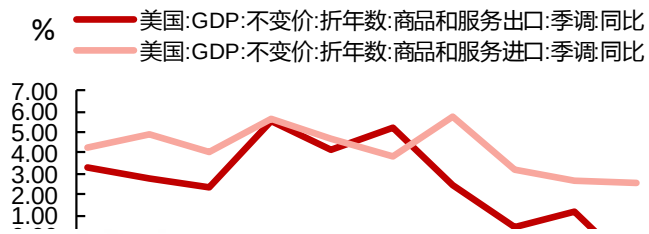
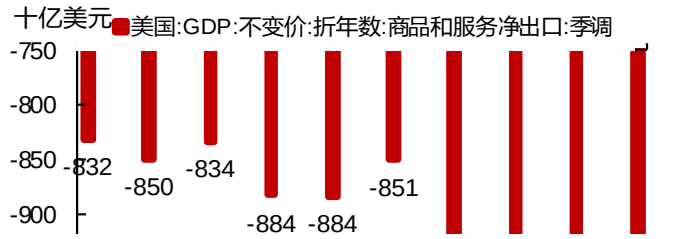


图 19：贸易争端激化后美国贸易逆差未出现好转



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_9884