

宏观专题报告

我国进口强于出口的背后是外贸红利的消逝

证券分析师

陈晓
 投资咨询资格编号
 S1060516070001
 010-56800138
 CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟
 投资咨询资格编号
 S1060513060001
 021-38634015
 WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

研究助理

杨璇
 一般证券从业资格编号
 S1060117080074
 010-56800141
 YANGXUAN659@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

近两年，我国的贸易结构出现了进口增长动能持续强于出口的历史性转折。从季度的视角来看，**当前我国进口增速已经持续 8 个季度强于出口增速**，而历史上我国进口增速强于出口增速的最长持续时间是 5 个季度，并且当时存在着价格扰动和历史特殊性；若排除价格因素仅从数量上来分析，且简化至年度视角，我们发现，**除去 2009 年这一个受金融危机显著影响的特殊年份之外，2017 年是 21 世纪以来我国进口数量指数明显高于出口数量的首个年度，而 2018 年，二者的差距进一步明显扩大。**如若考虑近几年逆差不断扩大的服务贸易，那么我国进口强于出口的格局还将进一步强化。当前我国进、出口之间历史性的强弱转换值得高度关注，一季度经常账户的转负并不是偶然事件，我国近二十年来经常账户持续顺差的局面面临终结。

我国经常账户难以再继续保持持续性顺差的深层原因是我国外贸红利的逐步消逝。我们可以从内、外两个层面来对外贸红利进行分析。**首先外部红利的消逝包括两个方面，①当前逆全球化崛起，国际环境显著恶化，全球经济增长动能减弱：**全球化与国际分工事实上带来了贸易失衡的问题，但贸易顺差国（以中国为代表的新兴市场国）强大的美元需求、美元的全球货币地位与强大的美元信用促使“美国借钱消费、中国生产放贷”模式和全球贸易失衡问题得以在几十年间长期存在。不过，贸易失衡之下的潜在问题最终不可逃避，毕竟“美国借钱消费”的模式注定不可能永久持续，美国的信用扩张终将面临极限，同时，产业跨境转移对贸易逆差国（美国）造成的就业问题也需正视与面对。目前，特朗普所代表的贸易保护主义的崛起、中美贸易战的愈演愈烈、美日欧之间的联手倾向均清楚地表明，过去二十年让我国持续享受全球化福利、国际分工福利的国际环境已经一去不复返。雪上加霜的是，当前全球经济增长动能也在转而走弱，全球创新乏力、长期性停滞的局面事实上仍在延续。**②我国比较优势也不再显著。**首先人口红利消逝使得我国低廉劳动力成本的优势不再显著，从 2011 年开始我国劳动力人口占比开始趋势下滑；而在地价、资源约束的影响下，我国低成本的国际比较优势也在进一步被削弱。与此同时，随着汇改的逐步推进，和长达十年的人民币持续升值，以前人民币汇率带来的价格优势也不再明显。

内部红利的消逝主要体现在储蓄率的趋势下行方面，根据宏观恒等式，贸易顺差等于“储蓄-投资”缺口，贸易顺差的存在意味着本国的内需低于本国的生产能力，由此多余的产出可用来满足外国的需求。我国显著较高的储蓄率曾是我国经常账户顺差持续的重要原因，但从 2011 年开始，我国储蓄率开始趋势下行。我国产能在满足内需之后进一步满足外需的能力与空间在缩窄。人口的结构转变、逐步健全的社会保障制度、消费信贷的快速发展、房地产调控的持续深入均是提升消费倾向、降低储蓄倾向的重要推动因素。

对外贸易曾是我国经济得以高速增长的重要动力来源，然而 2018 年上半年，净出口对我国经济增长的拉动却为-0.7%。几十年来的外贸红利已经逐步消逝，扩大内需将成为未来经济增长的更为重要的渠道与依赖。

正文目录

一、 近两年我国出现了进口强于出口的历史性转变	4
1.1 2000年-2008年，进、出口高速增长，贸易顺差持续扩大.....	4
1.2 2009年-2016年初，进、出口增速持续下行，贸易顺差先降后升.....	4
1.3 2016年至今，进、出口增速回升，进口强于出口的历史性转变出现，贸易顺差明显缩窄.....	6
二、 我国进、出口强弱转变的背后是外贸红利的消逝	8
2.1 促使我国出口强于进口、贸易顺差不断积累的外贸红利.....	8
2.2 外贸红利消逝，今年经常账户转负不是偶尔事件.....	10
2.3 总结.....	14

图表目录

图表 1	我国经常账户的长期走势 (亿美元)	5
图表 2	我国经常账户的结构 (亿美元)	5
图表 3	我国货物贸易的进出口结构 (% , 亿美元)	5
图表 4	进口价格指数与出口价格指数 (年度)	6
图表 5	进口数量指数与出口数量指数 (年度)	6
图表 6	2014-2015 年进口价格与进口价值指数更贴近	6
图表 7	进口价格指数与布伦特油价增速强相关	6
图表 8	2016 年四季度开始我国货物进口增速持续性高于出口增速	7
图表 9	2016 年进口数量与进口价格双双走强	7
图表 10	2017 年至今进口数量强于出口数量	7
图表 11	我国劳动力人口占比高于世界水平 (%)	9
图表 12	我国劳动力人口规模 (万人)	9
图表 13	1999 年平均每小时劳动力成本 (单位: 美元)	9
图表 14	全球外汇储备的币种结构	9
图表 15	我国储蓄率基本持续高于投资率 (%)	10
图表 16	我国储蓄率显著高于全球水平	10
图表 17	我国居民杠杆率不断攀升 (负债 / GDP, %)	10
图表 18	住宅销售增速与社零消费增速存一定负相关	10
图表 19	美国经常账户持续大规模逆差 (百万美元)	11
图表 20	美国外债总额/GDP 在 21 世纪初急速攀升	11
图表 21	摩根大通全球 PMI	11
图表 22	欧、美 PMI 走势	11
图表 23	我国劳动人口数量与结构占比下滑	12
图表 24	消费者人口 / 生产者人口 (%)	12
图表 25	平均每小时劳动力成本 (单位: 美元)	12
图表 26	全球重要出口国制造业成本比较 (美国=100)	12
图表 27	我国储蓄率已经开始趋势走低	13
图表 28	储蓄-投资缺口 (%)	13
图表 29	我国加工贸易进出口体量占比趋势下滑	13
图表 30	我国外商直接投资增速明显下滑	13

2018年，我国经常账户首次出现的大幅逆差的局面备受关注。那么，当前进口强于出口的局面是偶然还是必然？本篇报告首先对我国经常账户的历史长期走势与结构变化进行了详细介绍，并指出，我国的进口增速首次持续性地强于出口增速属于历史性转折，背后的原因值得分析与关注；在报告的第二部分，我们即对进、出口强弱格局转换背后的深层原因进行了详细探讨，并认为今年一季度经常账户的转负并不是偶然事件，我国几十年来的外贸红利正在逐步消逝，未来内需将成为我国经济增长更为重要的渠道与依赖。

一、近两年我国出现了进口强于出口的历史性转变

在今年以前的近二十年间，我国经常账户差额可谓持续保持着顺差格局。结构上，经常账户包括货物贸易与服务贸易两个最重要的组成成分，其中货物贸易是我国经常账户的主要顺差来源。本章内容，我们将对我国经常账户的历史走势特征与结构变化进行详细介绍。

1.1 2000年-2008年，进、出口高速增长，贸易顺差持续扩大

21世纪初至金融危机发生之前是我国对外贸易发展的黄金时期，货物进、出口增速在20%-30%的中枢波动，且多数时期出口增速强于进口增速，货物贸易顺差持续大幅增长，并最终推动我国经常账户在2008年时创下4206亿美元的历史最高规模。我国服务贸易的发展明显相对缓慢，在这一时期的资金净流动规模并不显著。

1.2 2009年-2016年初，进、出口增速持续下行，贸易顺差先降后升

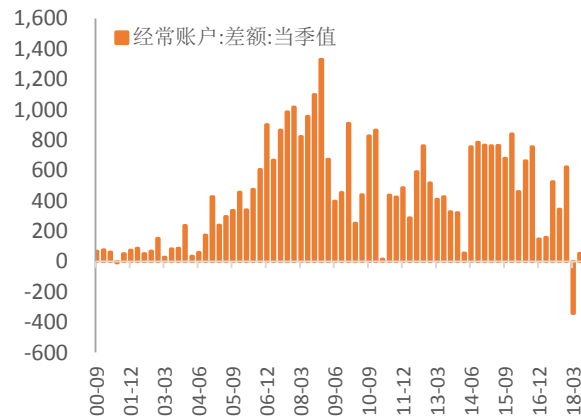
金融危机发生之后的2009年至2016年年初，全球经济增长疲弱，我国货物贸易也受到了显著的负面影响，进、出口增速在长达约六年的时间里趋势下行，2015至2016年的两年间甚至持续处于负增长。虽然这一时期的进、出口增速双双持续低迷，但货物贸易顺差规模存有先降后升的两个细分阶段：

①2009年至2013年，我国进、出口增速的下降幅度基本一致，贸易顺差规模相应地相对金融危机之前的黄金时期有所缩减；

②2014年之后，我国进、出口增速差显著拉大，明显更为疲弱的进口增速促使我国货物贸易顺差出现大幅扩大，2015年我国货物贸易顺差规模创下5762亿美元的历史高位，甚至高于我国外贸黄金时期的最高年度顺差规模——2008年的3599亿美元。不过由于2014年后，我国服务贸易逆差出现快速大幅扩大，对货物贸易顺差的扩张形成了一定对冲，所以2014年至2016年年间，我国经常账户顺差的上升幅度相对较小，最终的顺差规模仍低于2008年的黄金时期。

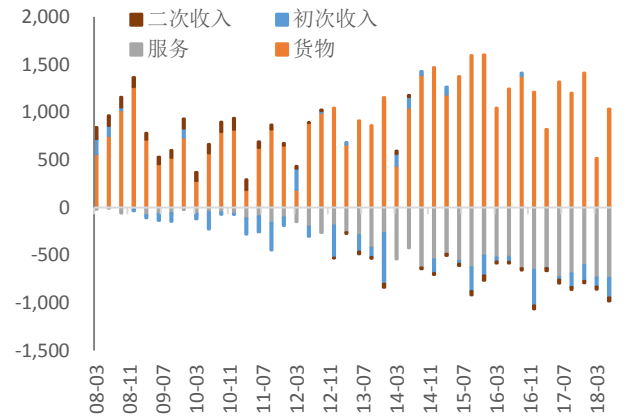
以下，我们将分别对货物贸易进、出口增速差异拉大和服务贸易逆差快速扩张的原因进行简单解释。

图1 我国经常账户的长期走势（亿美元）



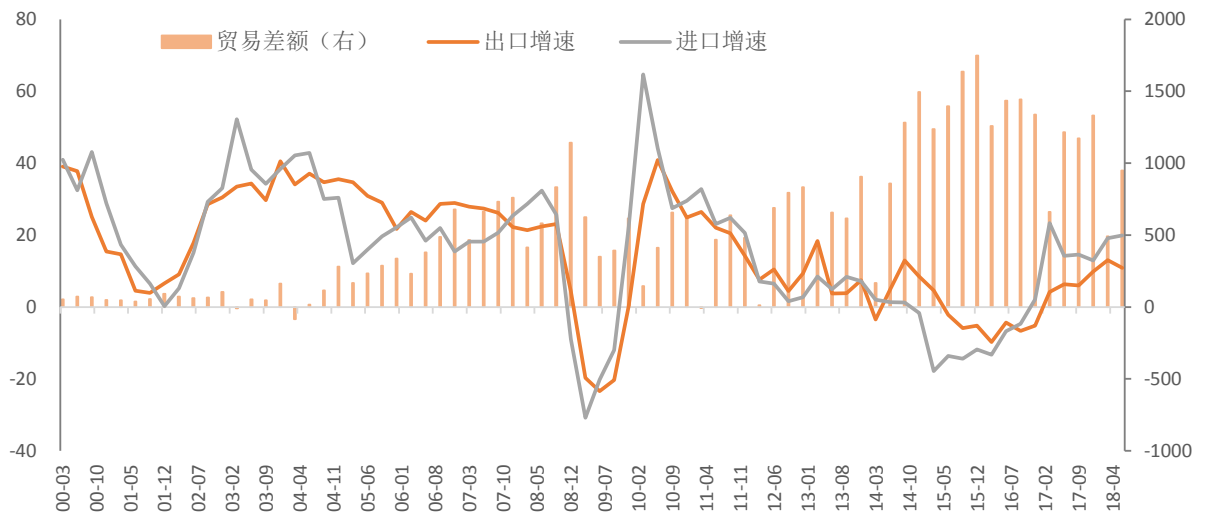
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图2 我国经常账户的结构（亿美元）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图3 我国货物贸易的进出口结构（%，亿美元）



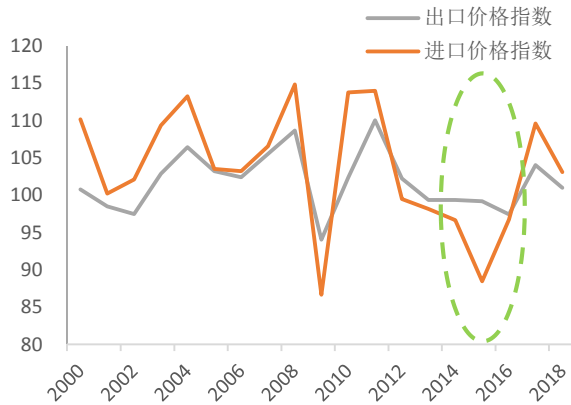
资料来源: WIND, 平安证券研究所。

2014年-2015年我国货物进口增速相对于出口增速更为疲弱更多是进口价格扰动所导致的。从进、出口价格指数与数量指数（上年同月为100）的角度来看，2014年，进口价格指数低于出口价格指数2.7个百分点，对应的数量指数差是1.6个百分点，2015年，进口价格指数低于出口价格指数达10.7个百分点，对应的数量指数差是3.2个百分点。可见，虽然2014年至2015年我国经济下行压力加大导致我国实际内需相对走弱也对进、出口增速差异拉大有所贡献，但是价格端的扰动显然影响更大。直接从进口价值指数、进口价格指数、进口数量指数三个指标在这一时期的走势特征来看，也可发现价格指数与价值指数在这两年间更为贴近，2015年数量指数有所改善，但价值指数仍在价格指数的压制下保持低位。

原油价格下滑是造成进口价格骤降的主因。由于在我国进口商品结构中，原油进口在总进口额中占比较高，近十年平均约为12%，且国际油价波动剧烈，所以从历史情况来看，原油价格与我国整体进口价格变动的相关性极高。无论是我国进口价格指数总指标与其石油产品分项指标，还是进口价格指数总指标与布伦特原油价格同比增速之间均显示出了极强的相关性。2014年年末至2016年初，布伦特原油价格增速低至-50%左右是拖累我国进口增速、进一步促使我国贸易顺差大幅抬升的重要原因。

2014 年开始服务贸易逆差显著扩大的原因是消费升级与资本外流。结构数据显示，我国服务贸易的逆差主要由旅游分项提供。消费升级之下，我国居民境外旅游需求攀升自然是旅游分项逆差扩大的重要基本面因素，但由于我国旅游逆差快速大幅攀升的时点与人民币汇率紧密联系（2014 年我国人民币汇率出现持续性的贬值预期，2015 年汇改之后持续贬值），所以资本外流因素也多被认为是我国旅游逆差扩大的重要原因，境外购房、资产跨境转移等行为可能在通过旅游渠道实现。

图表4 进口价格指数与出口价格指数（年度）



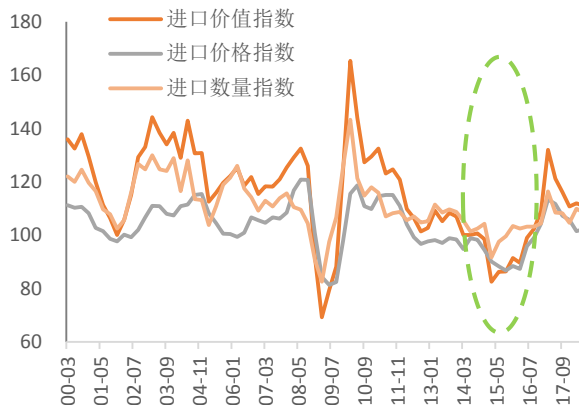
资料来源：WIND，平安证券研究所 注：上年同期=100

图表5 进口数量指数与出口数量指数（年度）



资料来源：WIND，平安证券研究所 注：上年同期=100

图表6 2014-2015 年进口价格与进口价值指数更贴近



资料来源：WIND，平安证券研究所 注：上年同期=100

图表7 进口价格指数与布伦特油价增速强相关



资料来源：WIND，平安证券研究所

1.3 2016 年至今，进、出口增速回升，进口强于出口的历史性转变出现，贸易顺差明显缩窄

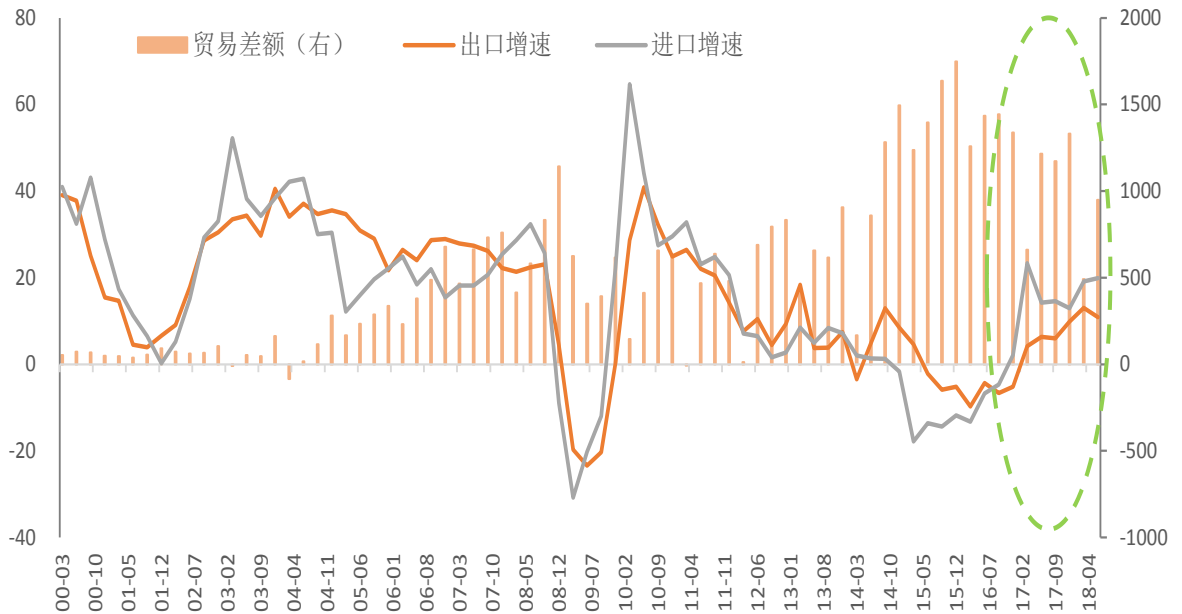
2016 年开始，全球经济与全球贸易均出现了较为显著的复苏迹象，我国进、出口增速均开始趋势回升。在这一轮回升趋势中有一个特征值得高度关注，即我国的进口增速首次持续性地强于出口增速。

从季度的视角来看（月度增速波动性太强），当前我国进口增速已经连续 8 个季度强于出口增速，而历史上我国进口增速强于出口增速的最长持续时间是 5 个季度，且当时存在价格扰动和历史特殊性：历史上我国进口增速强于出口增速主要分布于 1999-2003 年和 2009-2011 年，前者主要由进口价格推动所致，进口数量增速基本上持续弱于出口数量增速；而后者是因为金融危机发生后我国采取 4 万亿经济刺激政策，存有较强的历史特殊性。

若排除价格因素仅从数量上来分析，且简化至年度视角，我们发现，除去 2009 年这一个受金融危机显著影响的特殊年份之外，2017 年是 21 世纪以来我国进口数量指数明显高于出口数量的首个年度，而 2018 年，二者的差距进一步明显扩大（参见图表 10）。

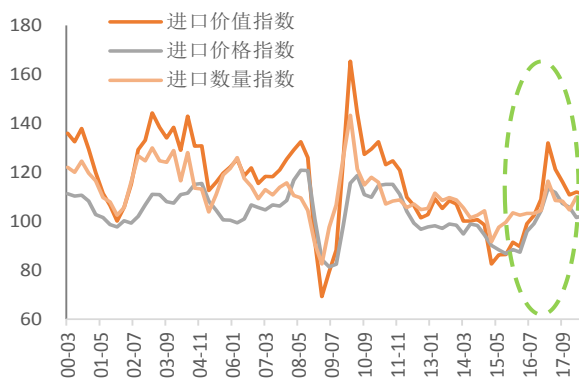
上述分析还仅是对货物贸易的考量，如若进一步考虑近几年服务贸易逆差的持续大幅走扩，则我国强劲的服务进口动能还将进一步强化当前进口强于出口的格局。也正是在这样的局面之下，我国经常账户在 2018 年一季度首次出现了高达 341 亿美元的逆差，同时 2018 年二季度，我国的经常账户也仅是勉强转正，顺差规模仅有 53 亿美元。这一时期，我国进口强于出口的特征可谓非常显著。

图表8 2016 年四季度开始我国货物进口增速持续性高于出口增速



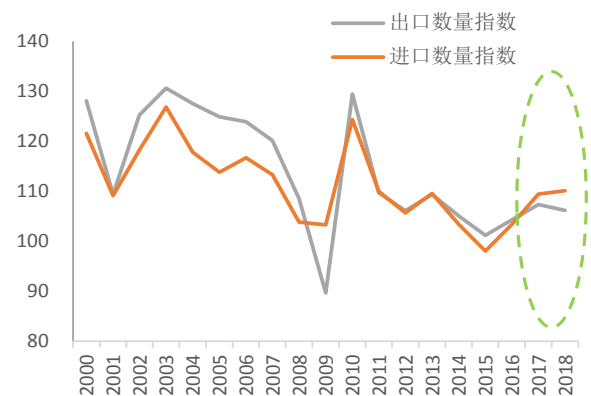
资料来源: WIND, 平安证券研究所。

图表9 2016 年进口数量与进口价格双双走强



资料来源: WIND, 平安证券研究所 注: 上年同期=100

图表10 2017 年至今进口数量强于出口数量



资料来源: WIND, 平安证券研究所 注: 上年同期=100

二、我国进、出口强弱转变的背后是外贸红利的消逝

2.1 促使我国出口强于进口、贸易顺差不断积累的外贸红利

近二十年来，促使我国贸易顺差得以不断积累的外贸红利包括内、外两个层面的因素：

1、外部因素：国际分工的发展、我国廉价劳动力的国际比较优势、以美元为中心的国际货币体系

众所周知，21 世纪全球化的迅猛发展、2003 年我国加入世贸组织 WTO 是我国对外贸易腾飞的重要推动因素。在全球化的发展下，美、欧等发达经济体将低附加值、劳动密集、资源消耗型产业转移至发展中国家，而我国则凭借低廉劳动力的国际比较优势成为全球化浪潮的重要受益国。这也使得我国的外商投资企业是我国外贸活动中最主要的企业类型、外贸结构特征具有加工贸易比重很高、美欧等发达经济体是我国主要的贸易顺差国的特点；21 世纪外商来华直接投资规模也是迅猛攀升。

进一步细究分析，我国具有低廉劳动力的比较优势是因为：第一，劳动力人口占比高，且规模巨大。我国劳动人口占比从上世纪 60 年代即开始大幅趋势攀升，且长期高于世界平均水平，同时我国这一指标与世界平均水平的差异在 21 世纪开始的十年间明显拉大。而规模上，2000 年时，我国 15 至 64 岁的劳动人群规模已有 8.9 亿。第二，我国的城乡二元制进一步压制了农民工劳动力成本。改革开放后，我国限制城乡人口流动的行程管制有所放松，大量的农民工进入城市打工，但由于城乡二元的户籍制度仍然存在，农民工群体无法享受到社会保障与相关福利待遇，这也是导致我国廉价劳动力的重要原因。

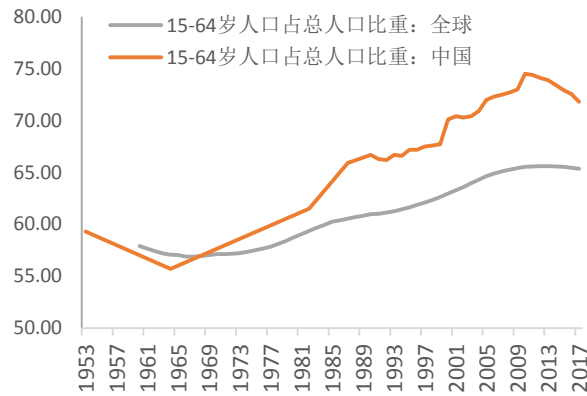
当然，我国从 90 年代开始的出口导向政策（出口退税等）、2005 年之前盯住美元且一定程度低估的人民币汇率（2005 年汇改前，人民币兑美元汇率基本保持 8.28 不变）也对我国低成本的国际比较优势带来了显著的贡献。

以美元为中心的国际货币体系同样是我国贸易顺差得以在近二十年的时间里持续积累的重要支撑。

“国际分工”的大力发展事实上也带来了国家之间的“贸易失衡”，新兴国家贸易顺差不断积累的同时，也必定有其他国家的逆差在不断扩大，而在这其中，美国的问题最为突出典型。如此“失衡”的格局能得以在几十年之长的时间内持续存在，与美元的全球货币地位与强大美元信用是分不开的。美元在储备货币（美元具有全球“货币锚”的功能与地位）、定价、结算方面的极大优势使得其他国家对于美元具有强大需求，所以贸易顺差国在外贸活动上获取大量美元之后，通常会以购买美国国债的方式继续持有美元资产，如此一来，即形成了美国“借钱-消费”的模式，美元的流出与回流也形成了闭环。美国以借钱、加杠杆的方式支撑着国内的庞大需求，也进一步拉动着其他国家的出口。总的来说，贸易顺差国（以中国为代表的新兴市场国）强大的美元需求、美元的全球货币地位与强大的美元信用是“美国借钱消费、中国生产放贷”模式和全球贸易失衡问题得以长期存在的重要潜在原因。

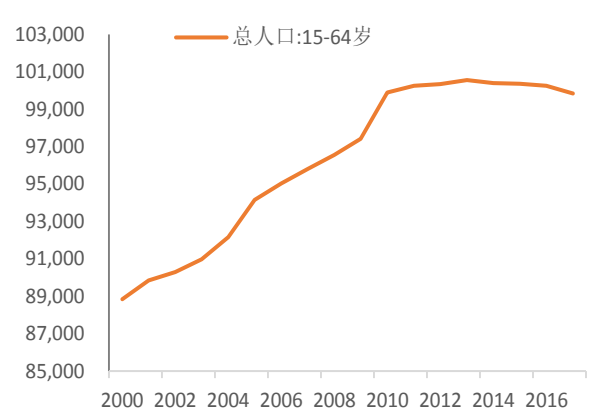
所以总结来说，我国外贸红利的外部因素存有两个方面：其一是经济与金融的全球化浪潮，其中经济全球化与国际分工的发展为我国对外贸易带来了历史性的机遇，金融全球化与以美元为主体的国际货币体系形成、刺激了美国借钱消费的模式，从而进一步拉动其他国家的外需。其二是我国的国际比较优势使得我国得以在全球化浪潮中乘风而起，人口结构与城乡户籍二元制所造成的低廉劳动力成本、低估的人民币汇率所带来的价格优势、出口退税等出口导向政策均是形成我国国际比较优势的重要原因。

图表11 我国劳动力人口占比高于世界水平 (%)



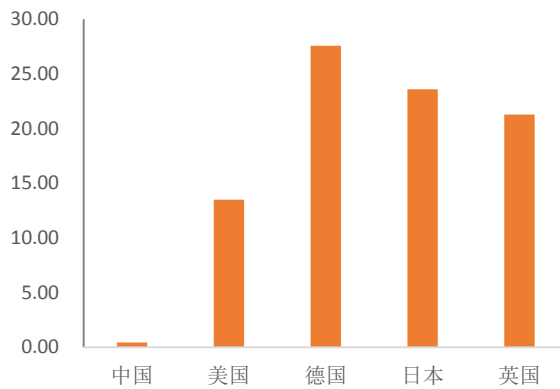
资料来源：国家统计局，世界银行，平安证券研究所

图表12 我国劳动力人口规模 (万人)



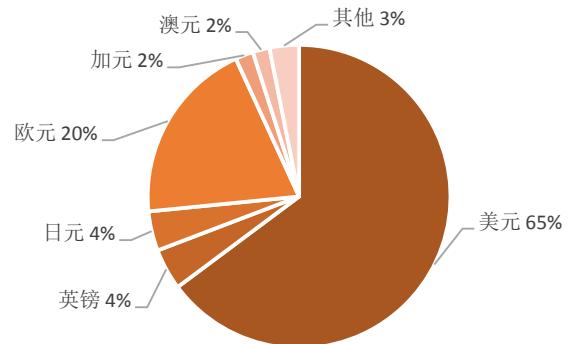
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表13 1999年平均每小时劳动力成本 (单位:美元)



资料来源：EIU 数据库，平安证券研究所

图表14 全球外汇储备的币种结构



资料来源：IMF，平安证券研究所

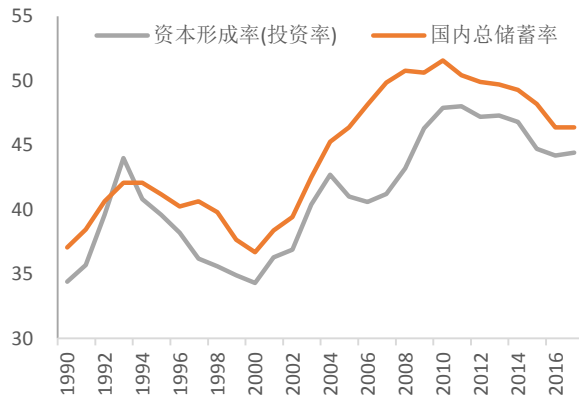
2、内部因素：我国高储蓄率，这一特征使得我国有额外满足外国需求的空间与能力

根据宏观经济恒等式： $GDP = 消费 + 储蓄 = 消费 + 投资 + 净出口$ ，可以知道， $净出口 = 储蓄 - 投资$ ，也即“贸易顺差”等于“储蓄-投资缺口”，简而言之，贸易顺差的存在意味着本国的内需低于本国的生产能力，由此多余的产出可用来满足外国的需求。90年代中期以来，我国储蓄率即持续高于投资率，2005年至2008年，我国储蓄率与投资率之差出现明显扩大，而这一时期也正是我国经常账户顺差规模最大的外贸黄金期。我国的高储蓄率特征（对应低消费率、低内需）使得我国有额外满足外国需求的空间与能力，这是近二十年来我国贸易顺差不断积累的重要原因。与世界平均水平横向比较来看，我国储蓄率水平尤其居高，2007年时，我国国民总储蓄曾高于世界平均水平27个百分点。

进一步细究，造成我国高储蓄率的原因有以下几点：**第一，我国劳动力（中年）人口占比较高。**相对于少儿和老年人而言，中年人的储蓄率会相对更高，所以一国劳动力人口占比较高可能会对对应着更高的储蓄率。**第二，我国贫富差距问题严重。**根据边际消费倾向递减规律，高收入人群的消费率低于低收入人群（即高收入人群储蓄率更高），所以一国贫富差距越大，高收入人群较高的储蓄率会被赋予更高的权重，也即推高全国的储蓄率水平。我国统计局公布的官方数据显示，我国基尼系数在21世纪的前十年里保持上升趋势，2008年曾高达0.491（0.5左右的水平已经很高，欧盟基尼系数是0.31，同时期的巴西也仅0.54）。而北京大学中国社会科学调查中心发布《中国民生发展报告2014》从“家庭财产”的角度出发（以前是从“收入”出发，而家庭财产的角度考虑房产），测算出来我国财产基尼系数高达0.73。**第三，我国的社会保障体系和金融市场尚不健全。**健全的社会保障

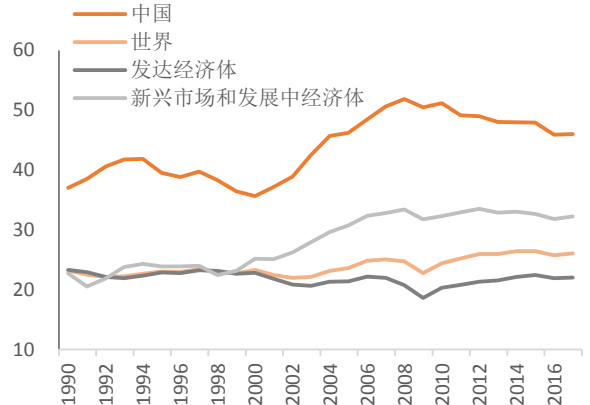
制度可降低居民因未来生活的不确定性而被动储蓄的意愿，而消费金融业务的发展可以支持居民跨期消费，从而降低储蓄率。**第四，高房价对居民消费挤出效应。**房价上涨对需要买房的家庭来说储蓄需求加大，不利于消费，近几十年来我国居民杠杆率不断攀升，购房压力巨大，这也是我国低消费、高储蓄的原因之一。

图15 我国储蓄率基本持续高于投资率 (%)



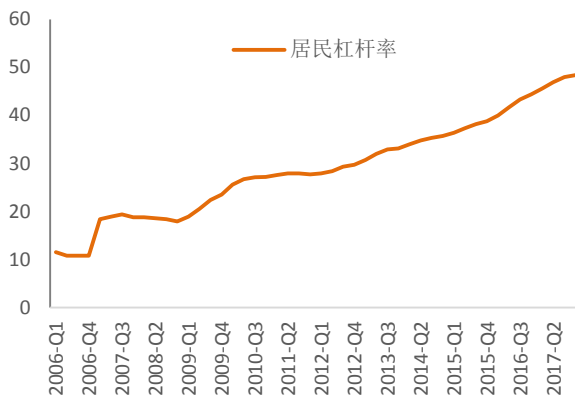
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图16 我国储蓄率显著高于全球水平



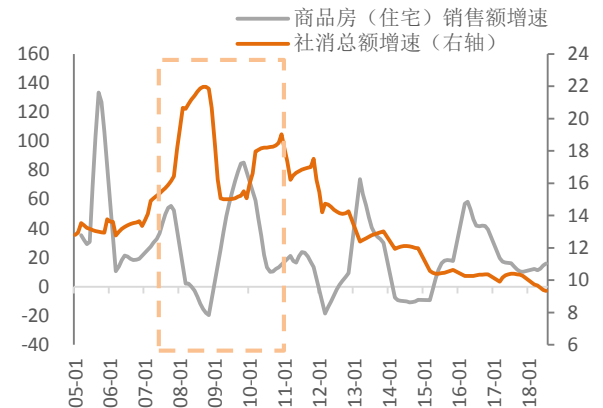
资料来源：国家统计局，IMF，平安证券研究所

图17 我国居民杠杆率不断攀升 (负债 / GDP, %)



资料来源：BIS，平安证券研究所

图18 住宅销售增速与社零消费增速存一定负相关



资料来源：WIND，平安证券研究所

2.2 外贸红利消逝，今年经常账户转负不是偶尔事件

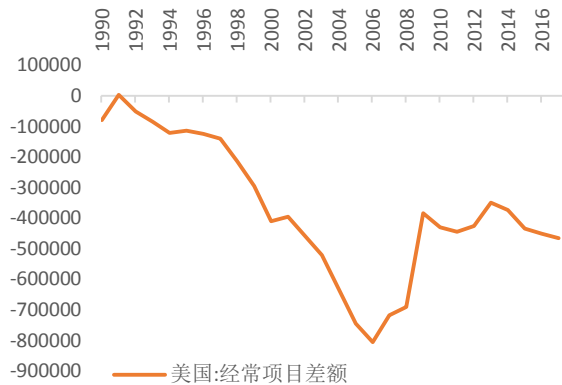
1、逆全球化大肆兴起，国际环境显著恶化，全球经济增长动能减弱

虽然贸易顺差国对于美元资产的强大需求、美元全球货币的地位与强大的美元信用使得“贸易失衡”得以在几十年的时间里持续存在，但最终我们仍不得不面对贸易失衡之下的诸多问题。首先，“美国借钱消费”的模式注定不可能永久持续，美国的信用扩张终将面临极限：近几年，美国庞大经常账户赤字、财政赤字的双赤字问题已经受到全世界关注、美国政府的偿债能力备受争议、美元的全球货币地位也开始逐步出现动摇，而贸易顺差国在经过十多年的外储积累之后，进一步增持美元资产的动能也将随之减弱。其次，贸易失衡与跨境产业转移会使得贸易逆差国（美国）出现制造业空心化，进一步减少贸易逆差国的就业机会，而这也是当前“逆全球化”快速兴起的重要导火线。

目前，特朗普所代表的贸易保护主义的崛起、中美贸易战的愈演愈烈、美日欧之间的联手倾向¹均清楚地表明，过去二十年来让我国持续享受全球化福利、国际分工福利的国际环境已经一去不复返。

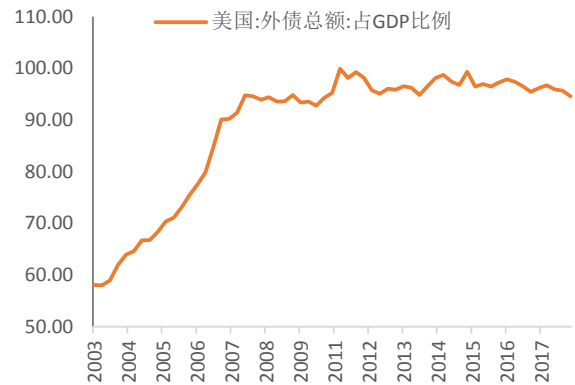
雪上加霜的是，当前全球经济增长动能也在转而走弱，全球创新乏力、长期性停滞的局面事实上仍在延续。PMI 这一月度高频指标较为清晰地显示出了这一转变趋势，从今年开始，摩根大通全球制造业 PMI 指标持续性趋势回落。

图表19 美国经常账户持续大规模逆差（百万美元）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表20 美国外债总额/GDP 在 21 世纪初急速攀升



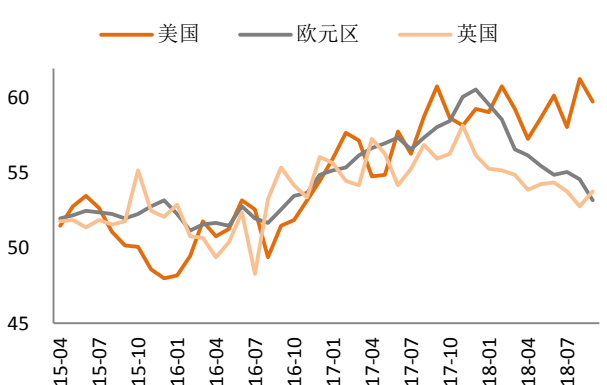
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表21 摩根大通全球 PMI



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表22 欧、美 PMI 走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2、人口红利结束，企业成本提升，汇率优势丧失，我国国际比较优势不再

我国人口红利逐步结束。从 2011 年开始，我国劳动人口占比也开始出现明显的下滑趋势，劳动人口数量也逐步缓慢回落。据预测，我国劳动力人口占比将在未来继续延续下滑趋势，并在未来的 20 年内掉落至低于世界平均水平的区间。

人口红利的结束会对我国低廉劳动力成本优势带来压制。同时，随着社会的进步、社会保障制度的完善，我国农民工的工资水平、社会保障覆盖率均有明显的提升。根据 EIU 数据库中的估算数据，2017 年我国每小时的劳动力成本已经较 1999 年时增长 10 倍；横向比较来看，虽然与美国、欧盟

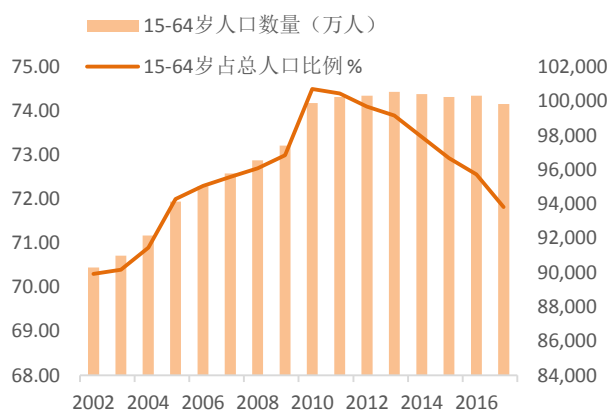
¹ 注：今年 7 月，日本与欧盟签署经济伙伴关系协定（EPA），将互免对方九成以上商品关税。9 月，美日欧发表贸易三方联合声明，并共同商讨 WTO 改革方案，核心举措是对采取补贴制度优待本国特定产业的国家进行严格约束。

此类发达经济体相比，我国的劳动力成本仍然是明显更低的，但是与越南、菲律宾等东南亚国家相比，我国已不具劳动力成本优势。

除了人口红利消失之外，随着经济的发展，我国不断大幅上升的房地产价格、资源承载能力的约束、日益严格的环保政策要求也在相应地抬升企业的经营成本，从而进一步压制我国低成本的国际比较优势。与此同时，随着汇改的逐步推进，和长达十年的人民币持续升值（2005-2014年），我国人民币汇率早已不是2005年以前盯住美元的低估水平，而且当前汇率双向波动的特征也会提升企业汇兑风险，由此可见，以前人民币汇率带来的价格优势也不再明显。

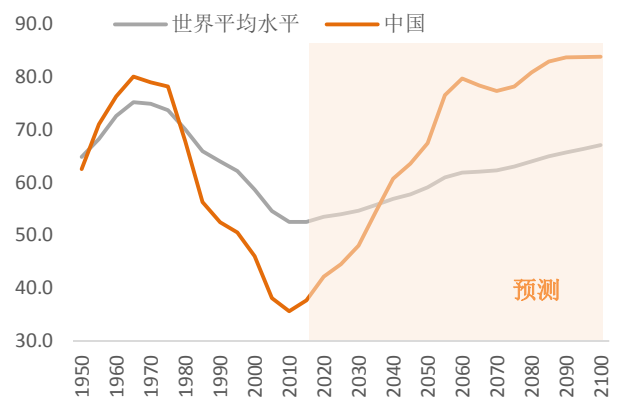
根据2014年波士顿咨询公司（BCG）发布的报告，在对制造业工资、劳动力生产率、能源成本、汇率因素综合考虑之后，我国的制造业成本高于墨西哥、印度、泰国、印度尼西亚，同时与美国相比，成本优势也不再显著。

图表23 我国劳动人口数量与结构占比下滑



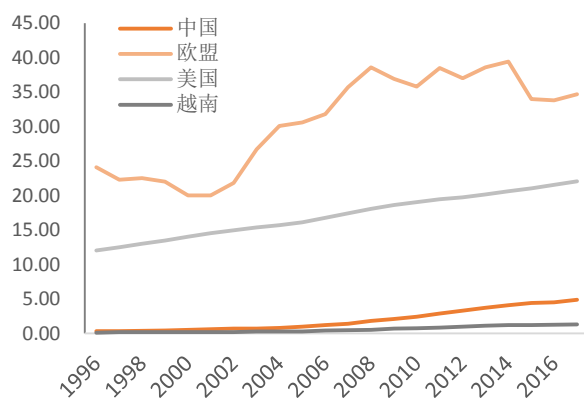
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表24 消费者人口 / 生产者人口 (%)



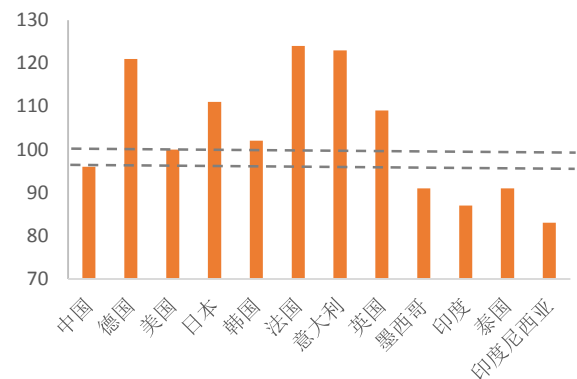
资料来源：World Population Prospects 2017，平安证券研究所

图表25 平均每小时劳动力成本 (单位：美元)



资料来源：EIU 数据库，平安证券研究所

图表26 全球重要出口国制造业成本比较 (美国=100)



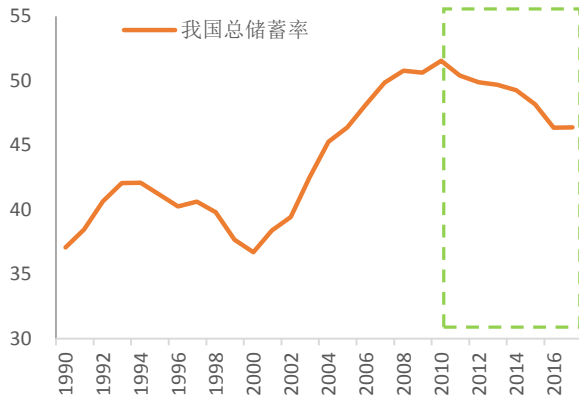
资料来源：波士顿咨询公司，平安证券研究所

3、国内储蓄率趋势下滑

国际经验显示，在经济发展的过程中，一国的消费率通常呈先降后升的U型走势。而数据显示，从2011年开始，我国的消费率也开始逐步趋势回升、储蓄率对应趋势回落，2011年至2017年的7年间，我国总储蓄率累计下滑5.17个百分点。从储蓄率与投资率差异的角度来看，我国“储蓄-投资”缺口在2008年至2011年快速下滑后企稳，但2016年与2017年又出现了进一步走低趋势。储蓄-投资缺口的走低意味着我国产出在满足内需之后，进一步满足外需的能力与空间在降低。

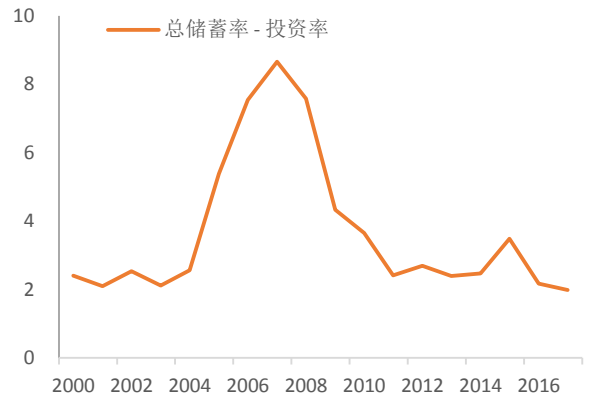
如前所述，2011年之后我国人口结构发生了趋势性变化，劳动力人口（中年人）占比趋势下滑，这是促使我国储蓄率下滑的重要原因。另外，我国逐步健全的社会保障制度、消费信贷的快速发展也同样会提升国内居民的消费倾向，进一步压制储蓄率水平。未来随着房地产调控的持续深入、房屋长租市场的不断发展，以往高房价对消费的压制也会相应减弱，这也会促使储蓄率的回落。

图表27 我国储蓄率已经开始趋势走低



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表28 储蓄-投资缺口 (%)

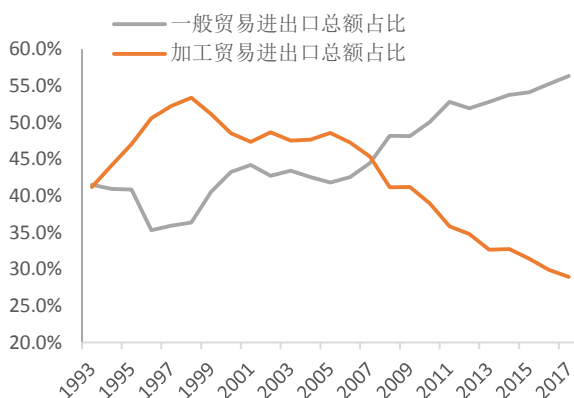


资料来源：WIND，平安证券研究所

进一步总结来说，我国经常账户得以持续保持顺差受益于我国比较优势所吸引来的外商投资、美国得以借钱消费与相伴而生的庞大需求、以往我国较低的内需。外贸红利的逐步消逝致使我国 2018 年经常账户转负，但事实上，我国的外贸结构特征上早已出现了相关的迹象与变化。外贸结构的变化显示“我国比较优势对外资的吸引”在降低：

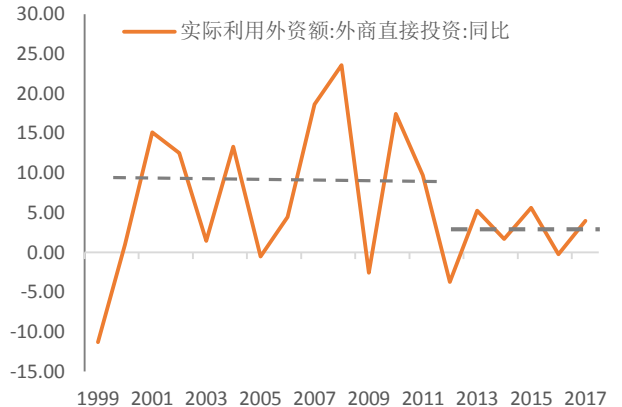
在全球化发展、产业跨境转移与外商投资大规模流入的背景下，加工贸易曾是我国最为主要的贸易方式，加工贸易的进出口份额显著高于一般贸易；不过 2008 年之后，我国加工贸易进出口份额被一般贸易反超，并在近十年的时间里进一步趋势下滑。与此同时，外商直接投资规模增速也在近几年明显下滑，2000 年至 2010 年，我国实际利用外资规模的平均增速是 9.5%，而 2011 年至 2017 年，这一增速的均值仅有 3.2%。

图表29 我国加工贸易进出口体量占比趋势下滑



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表30 我国外商直接投资增速明显下滑



资料来源：WIND，平安证券研究所

2.3 总结

近两年，我国的贸易结构出现了进口增长动能持续强于出口的历史性转折。从季度的视角来看，当前我国进口增速已经持续 8 个季度强于出口增速，而历史上我国进口增速强于出口增速的最长持续时间是 5 个季度，并且当时存在着价格扰动和历史特殊性；若排除价格因素仅从数量上来分析，且简化至年度视角，我们发现，除去 2009 年这一个受金融危机显著影响的特殊年份之外，2017 年是 21 世纪以来我国进口数量指数明显高于出口数量的首个年度，而 2018 年，二者的差距进一步明显扩大。如若考虑近几年逆差不断扩大的服务贸易，那么我国进口强于出口的格局还将进一步强化。当前我国进、出口之间历史性的强弱转换值得高度关注，一季度经常账户的转负并不是偶然事件，我国近二十年来经常账户持续顺差的局面面临终结。

我国经常账户难以再继续保持持续性顺差的深层原因是我国外贸红利的逐步消逝。我们可以从内外两个层面来对外贸红利进行分析。首先外部红利的消逝包括两个方面，①当前逆全球化崛起，国际环境显著恶化，全球经济增长动能减弱：全球化与国际分工事实上带来了贸易失衡的问题，但贸易顺差国（以中国为代表的新兴市场国）强大的美元需求、美元的全球货币地位与强大的美元信用促使“美国借钱消费、中国生产放贷”模式和全球贸易失衡问题得以在几十年间长期存在。不过，贸易失衡之下的潜在问题最终不可逃避，毕竟“美国借钱消费”的模式注定不可能永久持续，美国的信用扩张终将面临极限，同时，产业跨境转移对贸易逆差国（美国）造成的就业问题也需正视与面对。目前，特朗普所代表的贸易保护主义的崛起、中美贸易战的愈演愈烈、美日欧之间的联手倾向均清楚地表明，过去二十年来让我国持续享受全球化福利、国际分工福利的国际环境已经一去不复返。雪上加霜的是，当前全球经济增长动能也在转而走弱，全球创新乏力、长期性停滞的局面事实上仍在延续。②我国比较优势也不再显著。首先人口红利消逝使得我国低廉劳动力成本的优势不再显著，从 2011 年开始我国劳动力人口占比开始趋势下滑；而在地价、资源约束的影响下，我国低成本的国际比较优势也在进一步被削弱。与此同时，随着汇改的逐步推进，和长达十年的人民币持续升值，以前人民币汇率带来的价格优势也不再明显。内部红利的消逝主要体现在储蓄率的趋势下行方面，根据宏观恒等式，贸易顺差等于“储蓄-投资”缺口，贸易顺差的存在意味着本国的内需低于本国的生产能力，由此多余的产出可用来满足外国的需求。我国显著较高的储蓄率曾是我国经常账户顺差持续的重要原因，但从 2011 年开始，我国储蓄率开始趋势下行。我国产能在满足内需之后进一步满足外需的能力与空间在缩窄。人口的结构转变、逐步健全的社会保障制度、消费信贷的快速发展、房地产调控的持续深入均是提升消费倾向、降低储蓄倾向的重要推动因素。

进一步总结来说，我国经常账户得以持续保持顺差受益于我国比较优势所吸引来的外商投资、美国得以借钱消费与相伴而生的庞大需求、以往我国较低的内需。目前，中美关系的转变是显而易见的，而我国比较优势对外资吸引力的降低，事实上也已经明显地反映在我国的外贸结构特征上了：在全球化发展、产业跨境转移与外商投资大规模流入的背景下，加工贸易曾是我国最为主要的贸易方式，不过 2008 年之后，我国加工贸易进出口份额被一般贸易反超，并在近十年的时间里进一步趋势下滑；与此同时，外商直接投资规模增速也在近几年明显下滑。

对外贸易曾是我国经济得以高速增长的重要动力来源，然而 2018 年上半年，净出口对我国经济增长的拉动却为-0.7%。几十年来的外贸红利已经逐步消逝，扩大内需将成为未来经济增长的更为重要的渠道与依赖。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033