



資本賬戶操作制衡經常賬戶在貿易談判中的劣勢

2019 年/05 月

海外宏觀經濟與策略研究員 劉紹東

010-66555862

shaodong_liu@chiefgroup.com.hk

摘要：

- 貿易差額不能完全反應各國在國際貿易中的得失。當考慮企業所有權時，美國貿易逆差規模較傳統算法有一定縮小。
- 中美貿易是國際間產業分工的結果，加征關稅也不能使美國企業回流美國本土。
- 我國產業升級持續進行，中美貿易衝突有利於推動我國產業升級加速。
- 對中國商品加征關稅不利於美國經濟，更不利於美國公民福利。美國進口中國的商品短期內缺少替代產品，價格彈性較小，所以加征關稅不能阻止中國商品出口，只會增加美國的財政收入。但是美國財政收入增加的部分又要通過轉移支付的形式彌補額外的進口成本。因此總的來說，加征關稅只會減少美國社會淨儲蓄以及消費者剩餘。
- 我國進出口貿易談判的劣勢只體現在經常賬戶下，隨著貿易順差的積累，我國在國際收支平衡表中的資本賬戶下具有較大操作空間。
- 我國持有大量美國資產。我國美國國債持有量占其總量的 7% 以上。中國大陸持有 MBS 量占其總量的約 2.8%。
- 美國當前處在本輪商業周期由盛轉衰的轉變時期。在周期變化的時刻，市場變得異常敏感，美聯儲態度也轉向鴿派。美聯儲 2019 年加息預期大大下降，並且放慢甚至停止縮表是為經濟周期平滑過渡做準備，防止對市場衝擊過大。
- 拋售 MBS 可拉升抵押貸款利率，有利於重塑美國房地產市場。
- 拋售國債可以攪亂美聯儲計劃，使敏感的市场加速調整。拋售國債相當於貨幣回收過程，我國如果全部拋售，並且將資金從美國銀行系統中脫離，將對美國市場流動性造成重大打擊，造成流動性緊縮。
- 海外資產配置的主要目的不是增值，而應該是對沖經濟風險。我國在減持美國國債和 MBS 以後可以考慮增持原油、黃金以及加大對產業轉移潛在目標國的境外直接投資，對沖未來國際市場變化帶來的風險。



图 1	2018 年中美贸易额.....	3
图 2	美国贸易逆差规模被高估.....	3
图 3	中国对美国出口结构变化.....	4
图 4	我国外汇储备变化.....	5
图 5	我国持有大量美国国债.....	5
图 6	美国国债收益率倒挂.....	6
图 7	美国 PMI 已开始下降之势.....	6
图 8	联储银行持有国债变化.....	6
图 9	联储银行持有 MBS 变化.....	6
图 10	商业银行放慢信贷增持国债.....	7
图 11	美国 MBS 日均交易量.....	7
图 12	美国抵押贷款利率和国债收益率.....	8
图 13	美国房价在历史高点后有回落趋势.....	8
图 14	美国国债日均交易量.....	9
图 15	美国重要股票市场指数.....	9
图 16	委内瑞拉原油产量.....	10
图 17	伦敦现货黄金价格.....	10

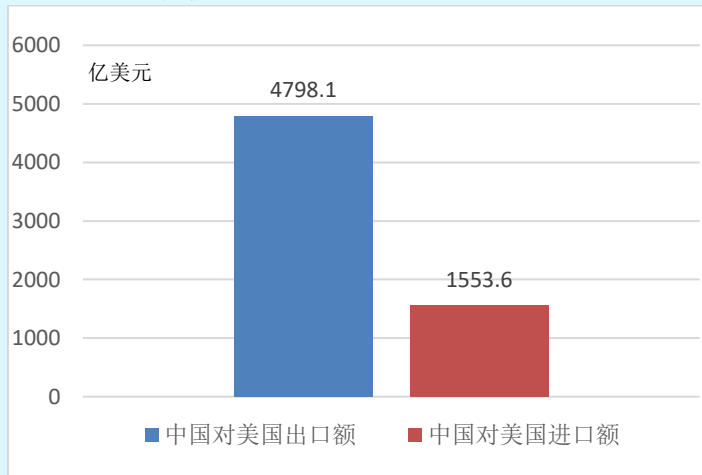


1、中美貿易談判再生變數

原本樂觀的中美貿易談判上周再生變數。在 2018 年 12 月美國暫緩 2000 億關稅上調，中美雙方開啟了新的談判，中美雙方都對於協議的最終達成抱持著樂觀態度。中美雙方已經在美國產品購買、協議執行機制、政府補貼、市場准入等方面取得了諸多進展，協議已經接近達成。但北京時間 5 月 6 日凌晨，美國總統特朗普突然發布推特，聲稱由於中美貿易談判過慢，將於 5 月 10 日凌晨對 2000 億中國出口產品的關稅從 10% 上調至 25%。美方官員也指責中國撤回了原先談判的各項承諾。劉鶴副總理繼續參加了上周在華盛頓進行的中美第十一輪經貿談判，但訪美時間卻從 5 月 8 日推遲到了 5 月 9 日，體現了中方既不希望談判破裂，但也不因為急於與美方達成協議而放棄底線。

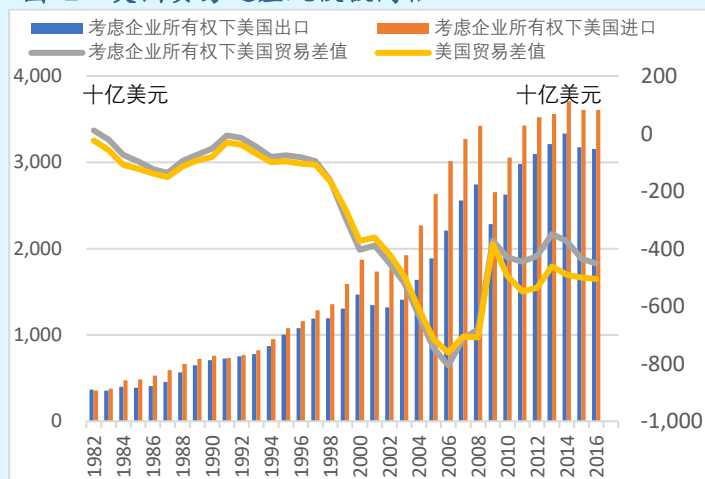
在雙方兩天的談判過程中並未能取得可見的成果，但特朗普稱他感覺中美貿易談判將會“非常成功”。在談判後，雙方並未發布聯合公報，但表示談判是坦誠而富有建設性的，更重要的是談判並未破裂，未來仍將持續，這解除了市場部分擔憂。而中方表示，中方的三大訴求尚未得到滿足——取消全部加征關稅、貿易採購規模要符合實際、協議文本要有平衡性。由此可見，雙方關於貿易協議的主要內容幾乎已經談妥，主要的分歧點仍在協議的文本表述、執行與監督方面。根據部分媒體報道，美方認為中方承諾需要通過修改國內法律進行，並需要給出具體時間表，但中方希望協議通過行政命令的形式實現，這也是目前雙方最大分歧之一。

圖 1 2018 年中美貿易額



資料來源：中國海關總署、致富研究院

圖 2 美國貿易逆差規模被高估



資料來源：Wind 資訊、美聯儲、致富研究院

雖然經歷了 2018 年中美貿易爭端，但是中美貿易進出口額不降反升。2018 年，中美貿易進出口額自 2017 年的 5883.2 億美元升至 6351.8 億美元。其中中國出口額從 2017 年的 4331.4 億美元上升至 2018 年的 4798.1 億美元；而進口額從 2017 年的 1551.8 億美元上升至 1553.7 億美元。

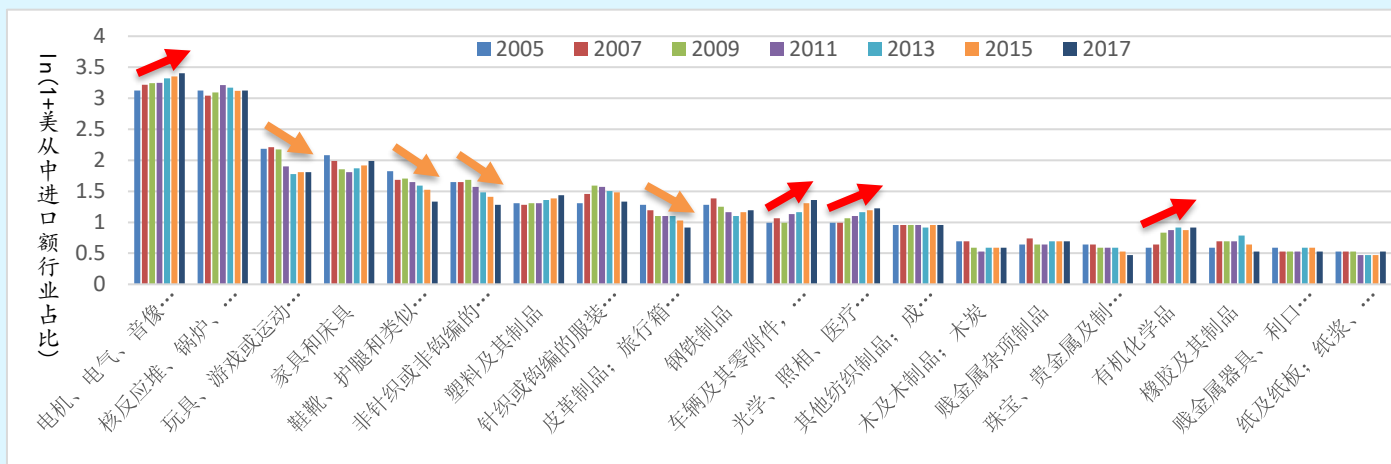
貿易差額不能完全反應各國在國際貿易中的得失。在傳統構建的經常性賬戶中，貿易平衡表只反映了跨境進出口帶來的商品和服務在全球市場的轉移。在這種情況下，美國企業的境外子公司被等同



于别国企业，这使得境外子公司创造的收入未被当作出口对待，被传统贸易平衡表排除在外。随着全球化，特别是跨国企业在美国境外规模的日益扩大，美国母公司所控股的境外子公司营业额对国际贸易的影响愈发增大。当考虑企业所有权时，美国贸易逆差规模较传统算法有一定缩小。

中美贸易是国际间产业分工的结果，加征关税也不能使美国企业回流美国本土。随着美国早期在国际贸易中积累的财富不断增多，根据生产要素密集度，美国本土更适合资本密集型产业。而被其淘汰掉的劳动力密集型产业才被中国等其他国家承接。即便特朗普政府加征关税，在中国的制造业也不会回流美国。这是因为生产中使用最密集的生产要素报酬上升最快，或者说要素成本上升最快，这便导致劳动力密集度高的产业在美国的资本回报率低下，不会有资本回流动力。

图 3 中国对美国出口结构变化



资料来源：中国海关总署、致富研究院

我国产业升级持续进行，中美贸易冲突有利于推动我国产业升级加速。虽然中美贸易冲突会对我国经济造成一定冲击，由于价格上升，使我国产品在美国竞争力下降。但是从有利的方面来看，可能会是我国产业升级加速。从中国对美国出口商品结构变化来看，低附加值产业，例如玩具、鞋子、纺织品、皮革制品等出口额占比持续下降；而相对高附加值产业，例如电机电气产品、车辆及其零部件、光学产品、医疗器械和有机化学品等出口额占比持续上升。这便反映出随着我国经济和科技的发展，我国实际上早已开始产业升级，逐渐淘汰附加值较低的产业，发展附加值较高的产业。由于中美贸易冲突影响最大的便是原本利润率就较低的低附加值产业，对高附加值产业影响相对较小。因此此次贸易冲突很可能进一步推动我国产业升级加速。

对中国商品加征关税不利于美国经济，更不利于美国民众福利。关税壁垒是典型的贸易保护主义手段，企图通过征收高额进口关税阻止外国商品的进入。但是只有当进口商品是价格弹性时，关税手段才对保护本土产业发展起到正面作用；当进口商品缺乏价格弹性时，加征关税对需求影响较小，对美国财政收入影响更大。美国进口中国的商品很大一部分由于绝对的价格优势，缺少其他国家的替代产品，因此价格弹性较小，所以加征关税不能阻止中国商品出口，只会增加美国的财政收入。但是美国财政收入增加的部分又要通过转移支付的形式弥补额外的进口成本。因此总的来说，加征关税只会



减少美国社会净储蓄以及消费者剩余，在此过程中，美国民众的福利将受到重大损失。

2、我国可通过资本账户操作制衡经常账户在贸易谈判中的劣势

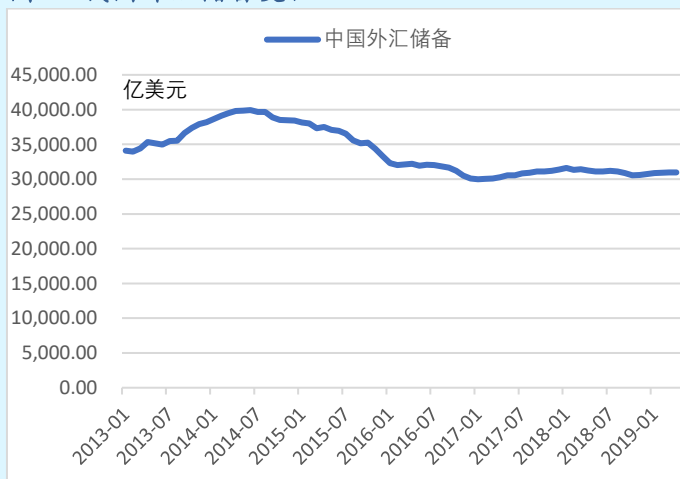
虽然美国提高中国出口商品关税有损两国利益，是损人不利己的行为。但是其结果还是一定程度上会对我国经济带来不利影响。由于我国大规模贸易顺差的现状，使得我们在同美国贸易谈判中处于劣势，不能通过对等地提高关税来反击美国的无理行径。

我国进出口贸易谈判的劣势只体现在经常账户下，随着贸易顺差的积累，我国在国际收支平衡表中的资本账户下具有较大操作空间。从而可以通过资本账户的操作来制衡经常账户在贸易谈判中的劣势。

我国持有大量美国资产。随着对美国贸易顺差的持续，我国外汇储备规模巨大。虽然自 2014 年将近 4 万亿美元的历史高点有所减少，但是当前仍有超过 3 万亿外汇储备。其中我国持有 1.13 万亿美元的美国国债，爱尔兰持有 2741 亿美元的美国国债。目前美国国债存量为 22.03 万亿美元，剔除掉政府持有后，其他经济部门共持有 16.19 万亿美元，联储银行共持有约 2.1 万亿美元。因此我国持有量占其流通总量的 7% 以上。

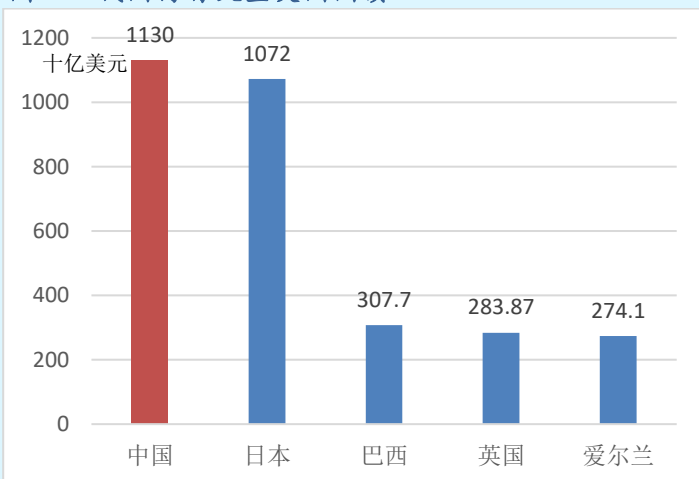
同时根据美国研究报告，中国大陆约持有 1770 亿美元 MBS，是继中国台湾地区和日本后最大的持有者。据我们推测，美国 MBS 总量在 6.3 万亿左右，因此我国大陆持有 MBS 量占其总量的约 2.8%。

图 4 我国外汇储备变化



资料来源：中国人民银行、致富研究院

图 5 我国持有大量美国国债



资料来源：美国财政部、致富研究院

美国当前处在本轮商业周期由盛转衰的转变时期。美国虽然 2018 年经济数据较好，但是自 18 年下半年起，已呈现衰退之势。一方面，采购经理指数 PMI 自 2018 年 9 月达到最高值后，无论制造业 PMI 还是非制造业 PMI 都开始下降。4 月份制造业 PMI 已降至 52.8 是 2017 年以来的最低值。另一方面，随着市场对经济衰退预期的增强，商业银行信贷增速明显下降，自 2018 年底其开始增持美



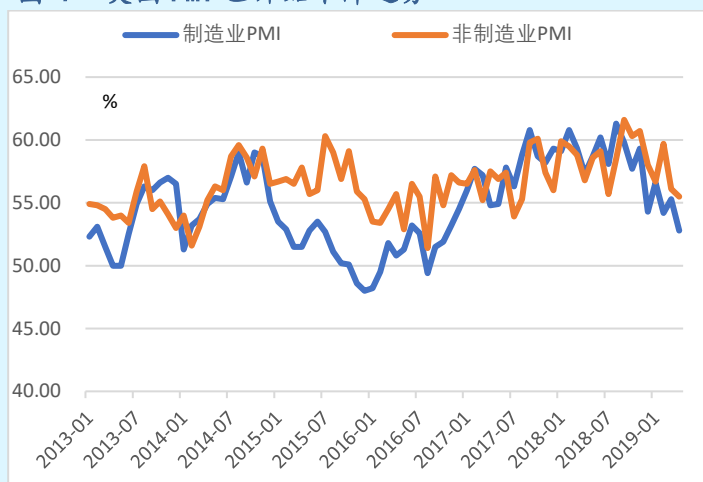
国国债，使得美国 10 年期国债收益率下降，甚至低于 3 个月国债收益率，呈现国债收益率倒挂的异常现象。这都是美国此轮商业周期逐渐走向衰退期的表现。

图 6 美国国债收益率倒挂



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

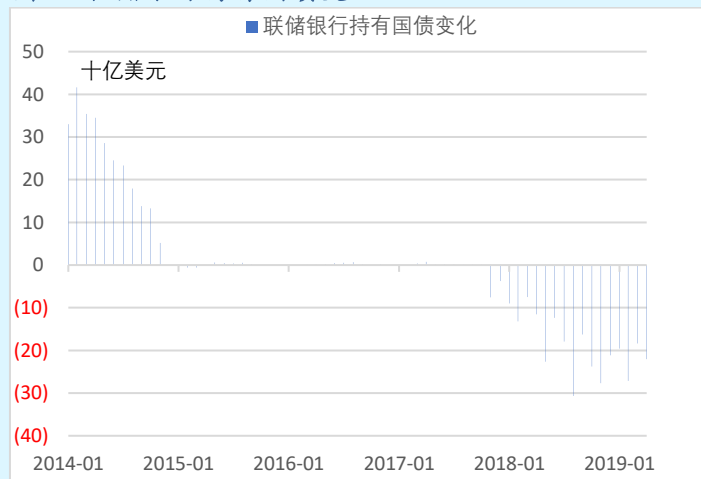
图 7 美国 PMI 已开始下降之势



资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院

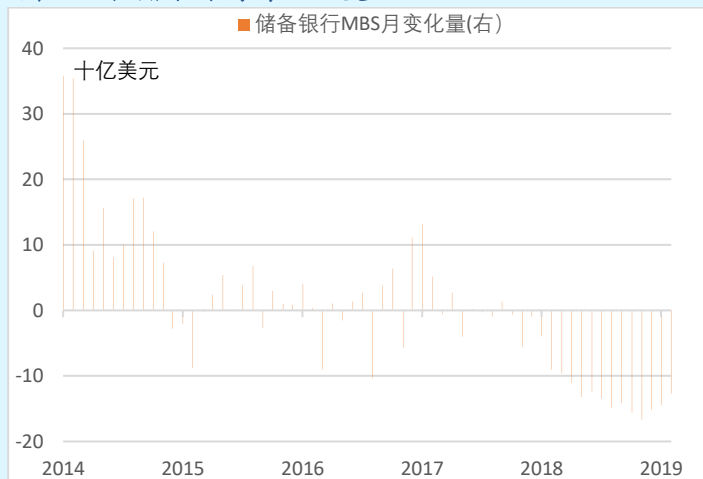
在周期变化的时刻，市场变得异常敏感，美联储态度也转向鸽派。金融市场对经济周期改变的预期，叠加上中美贸易冲突，使其对利率和市场变化敏感度上升。因此美联储的态度也发生了明显改变。首先美联储 2019 年加息预期大大下降，加息可能性较低。其次，美联储 3 月份的议息会议上表示，从 2017 年末开始的缩表计划也很有可能在今年下半年结束。其实从缩表的实际操作便可以早早看出迹象。自 2018 年 11 月起，无论是美联储国债减持规模还是 MBS 减持规模，都开始下降，距离其过去预期的最高值相差较多。例如原计划每月减持 300 亿美元国债，上月只减持约 220 亿美元；而原本计划每月减持 200 亿美元 MBS，上月只减持约 120 亿美元。

图 8 联储银行持有国债变化



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 9 联储银行持有 MBS 变化

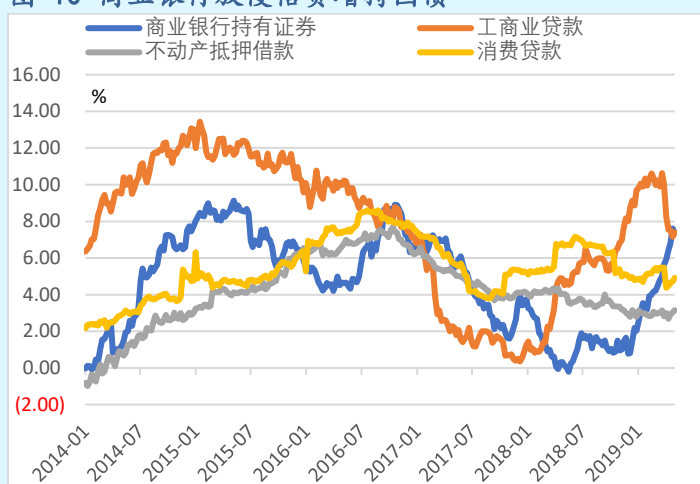


资料来源：Wind 资讯、美国经济分析局、致富研究院



美聯儲放緩縮表脚步源于其逆周期操作。在 2017 年美國經濟持續向好的時候，由於市場收益率上升，美聯儲通過縮表的方式來緩解其超額準備金減少的壓力，以應對美聯儲資產和負債久期的錯配。由於同期商業銀行減少差額準備金存量，信貸加速增長，因此縮表對市場流動性衝擊不大，實際數據也證實市場流動性的充分性。但是當經濟放緩的時候繼續縮表，由於商業銀行本身信貸增長開始減慢，減持國債勢必造成市場流動性進一步收緊，短端利率進一步上升。因此，美聯儲放慢縮表，甚至停止縮表是為經濟周期平滑過渡做準備，防止對市場衝擊過大。

圖 10 商業銀行放慢信貸增持國債



資料來源：Wind 資訊、美聯儲、致富研究院

圖 11 美國 MBS 日均交易量



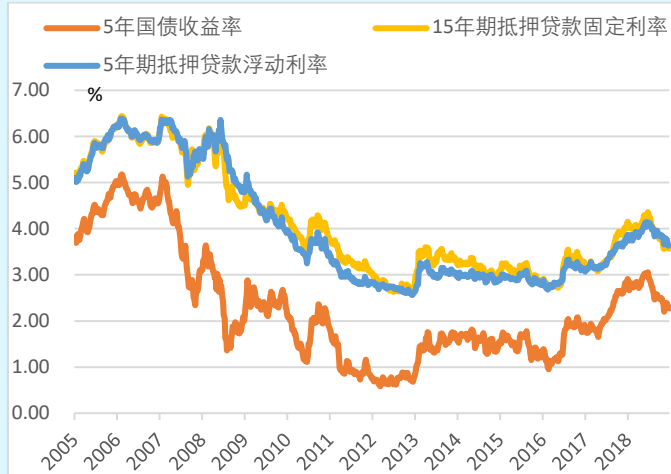
資料來源：美國證券業和金融市場協會、致富研究院

中國此時減持美國國債和 MBS 有利於中國海外資產配置。當美聯儲展開逆周期操作時，順周期操作往往會獲得更多收益。雖然通常認為，當經濟衰退，利率預期下降時應該增加持有債券的久期。但是從另一個角度來看，在周期反轉的情況下，通過刺破泡沫持有現金，有助於美國資產價格快速回歸合理區間，我國也有機會重新配置海外資產。

拋售 MBS 可拉升抵押貸款利率，有利於重塑美國房地產市場。美國 MBS 日均交易量較小，近些年來都在 40 億美元以下，房地美和房利美 MBS 日均交易量常年在 10 億以下。從更長歷史數據來看，MBS 日均交易量還有下降趨勢。此時如果我國拋售 MBS 會引起證券價格變化幅度較大，大概率壓低證券價格，從而推升證券收益率，進而拉升美國抵押貸款利率。美國房地產價格指數於 2018 年 8 月（20 大城市）和 9 月（10 大城市）升至歷史最高點，甚至高於次貸危機前的最高點。但是自此以後開始有回落趨勢，連續 5 個月下滑，只在 2 月份有所回升，這和美國經濟變化趨勢一致。這表明受到經濟趨勢的影響，以及高房價的抑制，美國民眾購房需求已經開始萎縮。此時如果抵押貸款利率上升，預計可以更快刺破泡沫，是房地產價格加速回落。而房地產價格的回落將促使商業銀行抵押貸款增速進一步下降，信貸邊際收縮，美國市場流動性下降，從而形成自我強化的惡性循環。

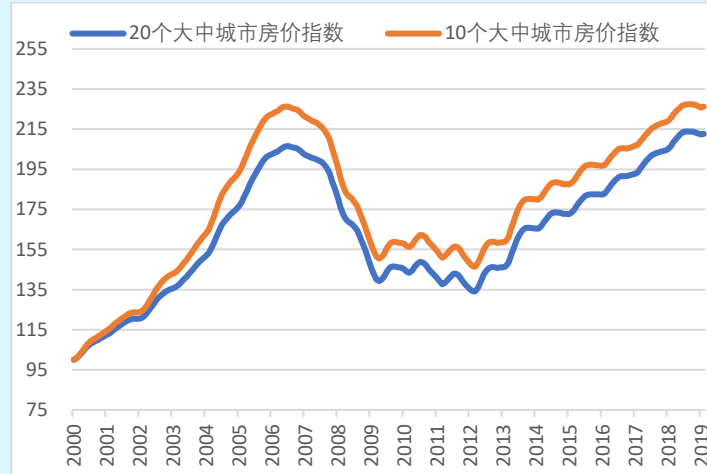


图 12 美国抵押贷款利率和国债收益率



资料来源：美国证券业和金融市场协会、致富研究院

图 13 美国房价在历史高点后有回落趋势



资料来源：Wind 资讯、标准普尔、致富研究院

抛售国债可以扰乱美联储计划，使敏感的市场加速调整。无论是降低加息预期还是放慢缩表步伐，都显示出美联储当前适当放松货币政策的趋势。如果我国此时大量抛售国债势必可以扰乱美联储的计划。

首先，抛售长久期国债可以压低国债价格，从而提高收益率，进而影响长端利率水平。虽然美国国债日均交易量较大，但是作为境外持有美国国债最多的国家，中国的抛售会带动其他美国国债持有国的跟风抛售。美国商业银行空有近 2 万亿的超额准备金，但是并不能用其接盘被抛售的国债。因为商业银行用超额准备金接手国债相当于美联储负债端减少，联储势必需要通过减持资产来维持平衡，而联储的主要资产正是国债和 MBS。因此商业银行用超额准备金接手国债的综合结果便是美联储被迫再次抛售国债，形成循环。

其次，抛售国债可以造成市场流动性紧缩，使市场资金成本上升，可以有效提高短端利率水平。当前美国 M2 余额为 14.55 万亿美元，M1 余额仅为 3.757 万亿美元。抛售国债相当于货币回收过程，我国如果全部抛售，并且将资金从美国银行系统中脱离，将对美国市场流动性造成重大打击，造成流动性紧缩。

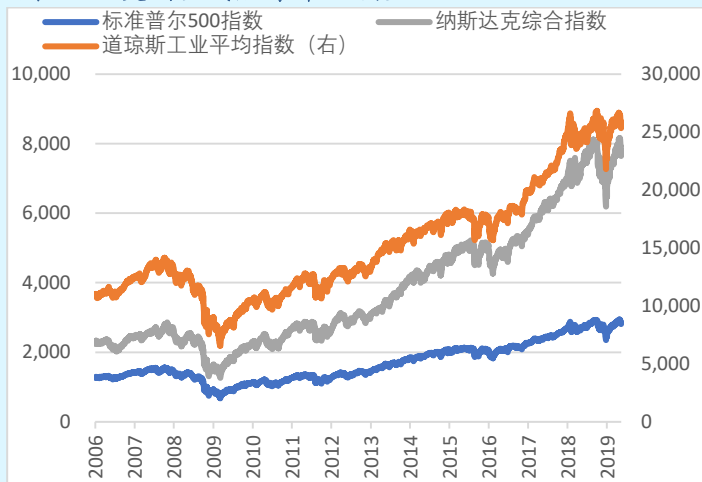


图 14 美国国债日均交易量



资料来源：美国证券业和金融市场协会、致富研究院

图 15 美国重要股票市场指数



资料来源：Wind 资讯、标准普尔、致富研究院

国债的抛售不仅会影响到债券市场，同时会影响到美国股权市场表现。当前美国重要股票市场指数在经历了 2018 年底的回调后，又反弹至历史高点。标普 500 的席勒市盈率为 30.06 倍，远超历史平均水平。过去一年美国的往复波动也反映出多空频繁转换，市场预期随时可能转向，风险上升，市场变得更加敏感。如果由于我国抛售美国国债促使美国市场流动性紧缩，资金成本上升，长短端利率上调，很可能加速美国股票价格的调整。从而形成美国房地产市场、债券市场和股票市场“三杀”。

3、我国海外资产的进一步合理配置

海外资产配置的主要目的不是增值，而应该是对冲经济风险。我国在减持美国国债和 MBS 以后可以考虑海外资产的重新配置，对冲未来国际市场变化对国内经济的冲击。

1. 原油

原油是我国进口额最大的商品，原油价格波动对我国经济影响巨大。原油供给由于受到减产协议和国际冲突的影响，未来对全球原油供需平衡带来较大影响。而由于原油的价格弹性较低，因此为对冲原油供给失衡造成的原油价格剧烈波动，我国可适当投资海外油田。

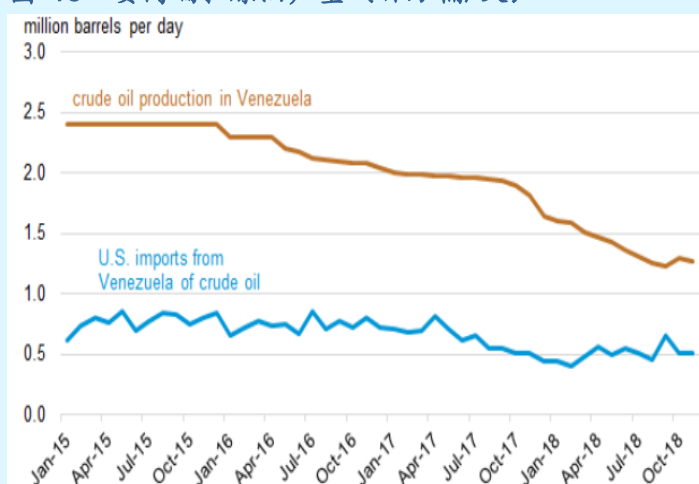
目前 OPEC 与俄罗斯等主要产油国履行减产协议。据路透社消息，沙特和俄罗斯为首的 OPEC+ 可能将当前持续的减产行动延长至 2019 年底。按照 OPEC 月报显示的数据 1 月份该组织整体减产执行率约 87%。

而美国制裁伊朗、委内瑞拉等产油国导致原油产量降低。美国将以伊朗石油出口减少至零为最终目标。目前伊朗液体燃料已从 350 万桶/天，降至 250 万桶/天。我们预计未来还将不断降低。美方冻结委内瑞拉石油公司在美国境内资产，包括这家企业在美国炼油分支雪铁戈石油公司。经济不



景气、管理不善等因素致使委内瑞拉原油出口大幅减少，委内瑞拉原油产量从2015年250万桶/天降低至目前不足120万桶/天。

图 16 委内瑞拉原油产量（百万桶/天）



资料来源：EIA、致富研究院

图 17 伦敦现货黄金价格



资料来源：Wind 资讯、致富研究院

2. 黄金

黄金作为传统避险资产，一定程度上能够穿越经济周期，是各国央行重要的储备资产。

黄金一方面作为商品，其价格因而受到供需关系的影响。另一方面黄金作为一种等价现金资产，当通胀率预期上升或名义利率下降致使实际利率下降时，黄金价格上涨；当通胀率预期下降或名义利率上升致使实际利率上升时，黄金价格下降。这刚好和经济周期相反，具有一定对冲经济周期性波动的作用。

二战后美国提出的怀特计划之所以击败英国提出的凯恩斯计划，实现美元取代英镑成为国际货币，一定程度上便得益于美国持有世界绝大多数黄金，而英国的黄金储备在两次世界大战中消耗殆尽，无法提供各国央行都认可的储备资产作为基础。

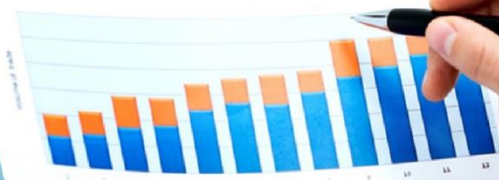
我国一直在探索人民币国际化的道路，因此可以适当增加黄金储备，提高本国货币信用。

3. 产业转移潜在目标国的境外直接投资

美国对中国商品加征关税对中国最大的影响是加速了我国产业升级，一些低附加值的产业将转移到劳动生产率更低的地区和国家。

正如我国改革开放初期，欧美等国家开始对我国直接投资。一方面我国利用外资迅速建立产业链条，加速了部分行业的发展。另一方面，投资国在华利润大幅上升，分享到我国高速发展的红利，收益率远高于其本国收益率。

因此，我国也可以提前布局，加大境外直接投资，特别是我国低端产业转移的目标国。这样一来，投资收益将对冲我国低端产业淘汰过程中的损失，实现我国产业升级和经济增长平稳过渡。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk