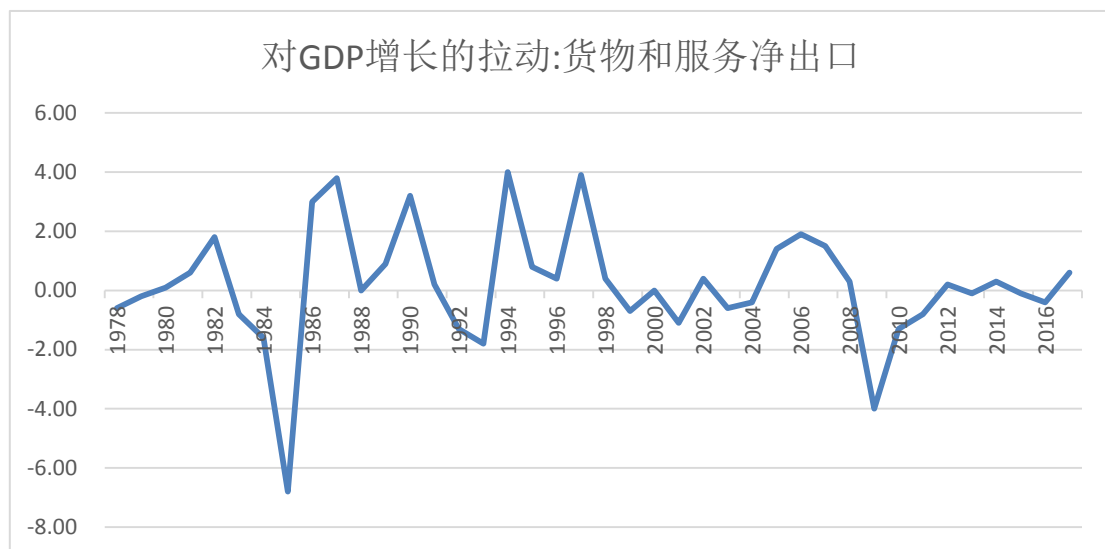


为什么中国应坚持扩大对外贸易

——国寿安保基金公司基金经理 阚磊

中国与美国之间的贸易摩擦愈演愈烈。美国总统特朗普已经对中国出口至美国 2500 亿美元商品加征 10-25%不等的关税，并威胁可能对额外的 2670 亿美元商品继续加征关税。在美国的贸易压制下，中国政府作为反制，宣布对 1100 亿美元美国出口至中国商品加征关税。随着中国与美国在贸易问题上的摩擦加剧，对外贸易问题成为当前中国资本市场需要慎重衡量的关键问题，无论是对债券市场还是股票市场均将产生重大影响，预计未来也将对中国经济产生深远影响。在这样的世界经济环境下，我们不禁要问，在内需消费成为中国经济重要支柱的今天，对外贸易对中国经济为何如此重要呢？



根据经济增长的支出法理论，拉动 GDP 增长的三驾马车分别为投资、消费和净出口。自改革开放以来，净出口曾经成为拉动 GDP 增长的重要力量，尤其

是自 2001 年以后中国加入 WTO，净出口对 GDP 增长的拉动保持在 1-2 个百分点的位置。但 2008 年经济危机之后，净出口对 GDP 增长的拉动作用明显弱化。自 2008 年至 2017 年的 10 年中，有 6 个年份净出口对 GDP 增长为负向贡献，4 个正向贡献的年份数值也仅维持在 0.2-0.6% 区间，净出口对 GDP 增长的拉动效用明显较之前年份下了一个台阶。在这样的背景下，我们是否可以认为，对外贸易对中国经济的影响力已经没有那么重要了呢？在中美贸易摩擦的背景下，对外贸易是否可以放在相对次要的位置呢？我们认为，这样的想法是不正确的，对外贸易除了能增加国内劳动力就业人数、保持贸易平衡之外，对外贸易还是我国提升劳动生产率的重要途径。

根据罗默和卢卡斯的新经济增长理论，生产函数是一个产出量和资本、劳动、人力资本以及技术进步相关的函数形式，潜在经济增速的提升也需要在这四个因素方面进行投入。中国经济的增长奇迹基本上是沿着新经济增长理论展开，改革开放以来，中国通过释放大量的有效劳动力人口推动经济发展。在资本得到一定程度积累后，又依靠大量资本投入拉动经济增长。伴随扩大对外开放和自身科技的积累，技术进步也对经济增长起到有效的推动作用。在这过程中，如果实际经济增速与潜在经济增速之间出现差异，就会造成通货膨胀或通货紧缩。这也是中国经济形成周期性波动的重要原因。

近年来，我们可以看到通过增加劳动力和资本投入提升潜在经济增速已经运用到极致，劳动力和资本对潜在经济增速的边际贡献率开始下降。伴随国内人口老龄化，中国的人口红利已经基本消失，未来依靠劳动力供给的增加来提升潜在经济增速已经几乎不可能。同时，通过增加资本供给提升潜在经济增速也亮出红灯。过去，在地方政府的推动下，通过基础设施投资拉动经济增长的模式已经越

来越不适应当前的经济环境。中国的企业、地方政府和个人通过举债发展，已经形成较为沉重的债务负担，资本的边际贡献率越来越低。因此，中国经济的潜在增速重点关注技术进步。技术进步的发展程度将决定中国经济的发展方向。未来中国经济增长的方向可能有以下三个方向：第一，保持一定的实际经济增速，但潜在经济增速下滑，两者轧差造成较为严重的通货膨胀；第二，容忍实际经济增速下滑，与潜在经济增速保持一致，消除通胀隐患；第三，通过技术进步提升潜在经济增速，消化通货膨胀的影响。这三种不同的经济走势将对债券投资从业人员产生不同的影响。

丘吉尔说过，你回顾得越久远，对未来就看得越远。我们观测美国自二战之后的经济增长和通货膨胀变化，可能对我们判断中长期的利率走势具有借鉴意义。



二战之后，美国经济呈现极强的生命力，总体看，可以分为两个阶段：第一阶段为二战之后至 80 年代；第二阶段为 80 年代至今。可以看出，美国经济在第一阶段，GDP 增速周期性波动，布雷顿森林体系经历构建至瓦解的过程，CPI 呈现逐步上行态势，其中在 70 年代中后期，因石油危机对以美国为代表的西方

经济造成严重冲击，经济滞胀明显，通胀达到二战后顶点，美国 10 年国债收益率也从 2.8% 上升至 16% 的最高点。美国经济在第二阶段，新任美联储主席保罗·沃尔克持有极端反通胀的态度，以控制货币供应量作为货币政策目标，重新将几乎崩溃的美元拉回世界经济中心，伴随第三次工业革命带来的技术进步和中国改革开放带来的大量有效劳动力人口供给，美国经济在保持快速增长的同时，通货膨胀得到有效控制，长期维持在低位，美国 10 年国债也开启长达 40 年的牛市行情，收益率从 16% 回至 2% 附近。

直面当前世界经济浪潮，各种现实情况似乎预示美国债券长期牛市行情已经结束，中国未来可能面临更为严重的外部通货膨胀环境。一方面，美国巨额财政赤字问题并没有很好的解决，特朗普希望通过贸易战的方式来寻求财政赤字的买单者可能较为困难。同时，在国际事务中，特朗普奉行“美国优先”战略，通过贸易战、鼓励企业回归等方式重新回归“孤立主义”立场，这一战略收缩降低了全球公共品供给，预示着全球将处于不确定状态，地区矛盾和冲突将不断。另一方面，伴随着中国人口红利的消失和人口老龄化日趋严重，以往输出通缩（产品）、输出储蓄（顺差）的模式将不可持续。如果中国不再具有能力持续购买美国国债，同时也没有其他另外一个经济体量足够大的国家能够接续中国的行为，那么全球通胀的风险和不确定性将明显增加。

他山之石，可以攻玉。反观中国经济，我们很难期待一个经济体具有中国如此体量的有效劳动力人口供给，可以有效压缩包括中国在内的全球通胀。中国经济经过改革开放四十年年的发展，劳动力和资本因素推动潜在经济增速的作用已经使用至极致，未来在人口老龄化和负债高压下，提升中国潜在经济增速的因素唯有技术进步，唯有技术进步带来的劳动生产率提升可以作为吸纳通货膨胀的重

要手段。

我们再回到对外贸易上来。未来中国经济的增长，我们更希望中国沿着技术进步提升劳动生产率，以此提升潜在经济增速，消化通货膨胀影响的道路前行。在这一过程中，我们认为技术进步和对外贸易之间具有相辅相成的作用，互为因果，形成正循环。经济合作组织曾经对“技术进步”进行定义：技术进步通常是一个包括发明、创新和技术扩散三种要素相互重叠又相互作用的综合过程。对外贸易在技术扩散层面发挥很强的推动技术进步的作用。通过对外贸易，与全球经济体进行合作和交流，一方面将我国的技术输送出去，另一方面也将国外的技术引入进来，这样一种良好的技术互动和扩散将有效提升我国技术进步速度，并进而提升劳动生产率。

回顾美国持续将近 40 年的债券大牛市，经济增速的上行并不影响债券牛市的走向。而中国近年来经济增速的持续下行也没有造成持续的债券熊市。唯有经济实际增速与潜在增速之间差额造成的通货膨胀才是债券市场的天敌。作为债券投资从业人员，我们更加希望看到不引发通货膨胀的经济增长，更加希望看到通过扩大对外贸易有效提升劳动生产率的经济增长。在这样的背景下，通货膨胀被劳动生产率提升有效吸收，债券投资从业人员可以通过更加丰富和多元化的债券产品为广大投资人赚取稳健的投资收益。

综上所述，我们认为，中国应该坚持扩大对外贸易。

数据来源：Wind 资讯

免责声明

本报告版权归国寿安保基金管理有限公司（以下简称“本公司”）所有，仅供本公司客户以及公司内部研究交流使用，不得用于任何其他目的。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告不构成购买本公司旗下产品的要约邀请或要约，涉及本公司旗下产品的描述或说明，均以各产品的基金合同、招募说明书等法律文件为准。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，国寿安保基金管理有限公司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其他服务。