

宏观研究/深度研究

2018年03月29日

李超 执业证书编号: S0570516060002
 研究员 010-56793933
 lichao@htsc.com

程强 010-56793961
 联系人 chengqiang@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：美国历次贸易战胜利了吗？》
2018.03
- 2 《宏观：中美贸易战放飞美股黑天鹅》
2018.03
- 3 《宏观：中美贸易战是雷声大、雨点小》
2018.03

贸易战为高端制造业发展背书

中美贸易战系列研究（三）

贸易战会成就我国制造业崛起，对行业影响是短空长多

我们认为中美之间贸易顺差主要来源于手机电脑等电子产品及配件、机械器具及配件、家具、玩具、衣服等。若贸易战升级，短期会对于我国这些产品出口造成不利影响。而农产品作为美国对我国的主要贸易顺差来源之一，若中国采取升级反制措施，很可能从农产品开刀，反而从价格利好国内农业。贸易战在长期可能利好我国具有创新能力的制造业企业。内因是根据，外因是条件。事物发展的根本矛盾还是内因。美国对我国制造业崛起担忧，恰恰从侧面反映了我国制造业的优势在提升。美日贸易战中汽车企业的例子是最好的例证。

重读 301 调查结果，美国瞄准的是其未来制造业的竞争力

美国贸易代表莱特西泽在发言中表示，赤字只是现在，而科技才是未来。美国 301 调查报告中的目标如此写道：“美国致力于再平衡中美贸易关系，以实现更公平更对等的贸易。中美之间多年的对话少有成果，而且中国没有履行这些少有的成果。因此美国现在采取行动，以面对/对抗中国由国家主导的，市场扭曲的强制技术转让、知识产权做法以及对美国商业网络的入侵”。按照 301 调查报告披露的具体内容，最终如果真开始征收惩罚性关税，至少需要到 5 月份，甚至更晚，这其实给双方谈判留有较大的时间和空间，以贸易战威胁来增加谈判筹码仍然是特朗普的初衷。

中美贸易顺差的背后是制造业的全球产业链分工

我们首先根据中美之间的主要贸易行业来推断主要贸易商品，根据行业分类的不同，我们统计了 HS 分类、SITC 分类和 NAICS 分类三种分类方法涉及的主要进出口行业，推断中国出口美国和美国出口中国的十大主要贸易商品。概括地说，中国主要出口手机、电脑和衣帽玩具，美国主要出口飞机、汽车、大豆。从商品进一步分析产业链表明：中美之间的贸易顺差实际是整个加工贸易产业链对美国的顺差，数据的背后是制造业全球产业链分工的自然结果。

我国反制措施的可能顺序：从农产品、汽车、飞机到美债

事实上，今年在政府工作报告中已经提出要降低汽车进口关税、一些药品关税等，同时在外资投资上也会给予更加开放的政策。然而一旦真正开打贸易战，我们认为我国也会予以应对。我们认为，一旦贸易战真正开打，我国针对性打击的顺序很可能是，首先是农产品，如果激化再延伸到汽车，再激化则延伸至飞机。另外，我们认为，美债是中国制衡美国的杀手锏，最后如果出现局面不可控的情况，中国也可能会抛售美债。

贸易战对美国的行业影响，会从经济博弈上升为政治博弈

如果按照我国的反制顺序，先后会有零售协会、农会、汽车协会、航空协会上书特朗普停止贸易战。这种行业的影响最终会通过选票来制约特朗普的行动。从特朗普胜选时候的票仓分布来看，不仅铁锈区支持他，主要农产品主产州也支持了他。然而如果贸易战真正开打，这些农业州可能转向支持民主党。如果从产业层面去分析，大豆、汽车、飞机对中国的出口依存度都较高。特别是大豆，大豆出口中国的比重占美国总出口大豆的 60% 左右。

风险提示：贸易战进程超出市场预期、全球贸易保护主义的抬头、第三方不确定力量的参与。

正文目录

301 调查结果和白宫讲话表明：这是一次非典型的贸易战.....	4
贸易战并非聚焦中美贸易顺差，而是美国未来制造业的核心竞争力	4
中国制造业崛起引发美国担忧	4
第二对第一的追赶过程中，总体会表现为摩擦加剧	5
中美贸易顺差的背后是制造业的全球产业链分工	7
中国主要出口手机、电脑和衣帽玩具，美国主要出口飞机、汽车、大豆	7
手机、电脑等电子产品顺差的背后是全球加工贸易产业链的分工	11
贸易战的情景推演：长期反而成为促进我国制造业崛起的外因	15
短期可能会负面影响电子、计算机、通讯、机械加工，正向影响农产品	15
我国反制措施的可能顺序：从农产品、汽车、飞机到美债	15
贸易战长期反而利好我国具有创新能力的制造业企业	17
贸易战对美国产业的影响会制约特朗普的举措	20
多重博弈之下，最终仍然走向合作共赢	22
风险提示	23

图表目录

图表 1: 301 调查报告中涉及对中国的问题, 报告称涉及损失 500 亿美元	错误!未定义书签。
图表 2: 301 调查报告中提到的拟采取措施	错误!未定义书签。
图表 3: 301 调查报告中提到的后续流程	错误!未定义书签。
图表 4: 《中国制造 2025》五大工程	5
图表 5: 《中国制造 2025》十大领域	5
图表 6: 中国 GDP 占比进入新世纪以来迅速上升, 与美国差距缩小	6
图表 7: 2016 年前 8 大经济体 GDP 占比全球比例	6
图表 8: 2017 年中美贸易金额前 5 商品类别 (HS 分类口径)	7
图表 9: 2015 年中美贸易金额前 5 商品类别 (SITC 分类口径)	7
图表 10: 2015 年中美贸易金额前 5 商品类别 (NAICS 分类口径)	8
图表 11: 推断 2015 年中美贸易的前十大代表商品	8
图表 12: 2017 年中美贸易顺差金额 (HS 二级分类, 单位: 亿美元)	9
图表 13: 2015 年中美贸易顺差金额 (SITC 二级分类, 单位: 亿美元)	10
图表 14: 2015 年中美贸易顺差金额 (NAICS 三级分类, 单位: 亿美元)	11
图表 15: 中国加工贸易 (进料加工、来料加工、装配) 出口金额占比较高	12
图表 16: iPhone 产业链中产地在中国大陆的境外企业 (部分)	12
图表 17: iPhone 产业链中内资企业出口销售与境外采购情况 (依顿电子、立讯精密为例)	13
图表 18: 富士康近三年主营收入分地区金额	13
图表 19: 富士康近三年主要客户与供应商销售采购占比	13
图表 20: 2016 年中国对美国出口企业百强榜主营产品	14
图表 21: 2016 年我国对美国出口企业百强榜前十简况	14
图表 22: 中国进口汽车的结构	16
图表 23: 2016 年中国进口汽车金额各国占比	16
图表 24: 2008-2015 年中国运输类在注册航航空器	16
图表 25: 海外和国际投资者在美国国债持有者中占比近 40%	17
图表 26: 中国持有近 1.2 万亿美元美国国债	17
图表 27: 中国研发支出占 GDP 比重与美国有差距, 但增长较快	17
图表 28: 中国 PCT 专利申请量增长迅猛	18
图表 29: 2017 年 PCT 专利申请量世界各国占比	18
图表 30: 美日贸易战期间日本汽车股价受影响不大	19
图表 31: 美日贸易战以后, 美国进口汽车的数量仍在增长	19
图表 32: 特朗普胜选时各州选票分布图	20
图表 33: 美国大豆出口对我国的依存度很高, 单位: 千公吨	21
图表 34: 美国飞机出口对我国的依存度较高, 单位: 百万美元	21

301 调查结果和白宫讲话表明：这是一次非典型的贸易战

贸易战并非聚焦中美贸易顺差，而是美国未来制造业的核心竞争力

美国贸易代表莱特西泽在发言中表示，美国经济最重要的一部分是科技，大约有 4400 万人工作在科技领域，赤字只是现在，而科技才是未来。美国 301 调查报告中的目标如此写道：“美国致力于再平衡中美贸易关系，以实现更公平更对等的贸易。中美之间多年的对话少有成果，而且中国没有履行这些少有的成果。因此美国现在采取行动，以面对/对抗中国由国家主导的，市场扭曲的强制技术转让、知识产权做法以及对美国商业网络的入侵”。

图表1： 301 调查报告中涉及对中国的问题，报告称涉及损失 500 亿美元

序号	问题
1	中国使用合资要求、股比限制和其他外商投资限制来强制或迫使美国企业转让技术。中国还使用行政审批程序来要求或迫使技术转让，降低美国投资和技术的价值，并削弱了美国企业的全球竞争力。
2	中国对美国企业的投资和活动施加了实质性的限制和干预，包括对技术许可条件的限制。这些限制剥夺了美国技术所有者就技术转让进行谈判并达成市场化条件的能力。有意许可技术的美国公司必须依照偏向中国被许可人的不公平的条件来进行技术许可。
3	中国指示中国公司对美国公司及其资产进行系统性的投资和收购，或为这些投资并购提供便利，以使中国公司获得先进技术和知识产权，并在中国政府的产业计划认为重要的行业领域实现大规模技术转让。
4	中国实施和支持对美国公司计算机网络的非法入侵和窃取。这些行动使得中国政府获得了知识产权你、商业秘密或者机密商业信息（包括技术数据、谈判立场、敏感和保密的内部商业通信），也支持了中国的包括科技进步、军事现代化和经济发展在内的战略发展目标。

资料来源：美国对华 301 调查报告，华泰证券研究所

图表2： 301 调查报告中提到的拟采取措施

序号	措施
1	WTO 诉讼。USTR（美国贸易代表办公室）将在 WTO 起诉中国的歧视性的技术许可做法。
2	25% 的从价税。USTR 将提议对中国的一部分商品征收额外的关税，涉及的年度贸易额将在中国不公平政策对美国造成的经济损失相当。拟加征关税产品清单将包括：航空航天，信息通信技术，机械。
3	投资限制。总统指示行政当局回应中国旨在获得美国关键技术的投资。财政部将会同相关部门，提出措施以应对中国收购敏感技术的投资行为。

资料来源：美国对华 301 调查报告，华泰证券研究所

图表3： 301 调查报告中提到的后续流程

序号	后续流程
1	USTR 计划在未来几天内宣布建议清单。
2	该清单将刊登在联邦纪事上，征求公众意见。自发布之日起，公众可以在 30 天内发表意见。该通知还将宣布举行公开听证会的日期。
3	USTR 将审议和分析所收到的评论意见。
4	前述流程结束后，USTR 将宣布关税措施的最终决定，并在联邦纪事上公布产品清单。

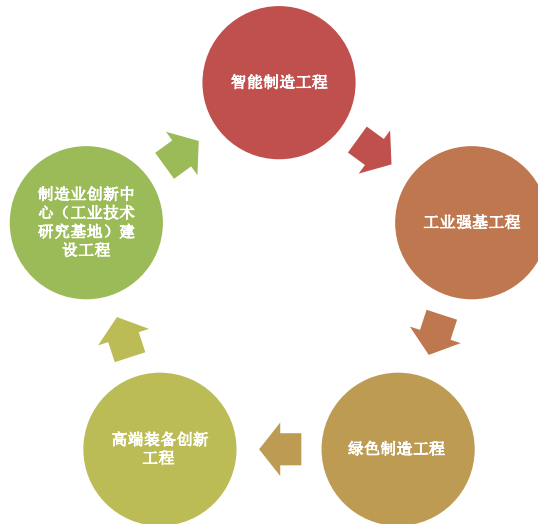
资料来源：美国对华 301 调查报告，华泰证券研究所

按照 301 调查报告披露的具体内容，最终如果真开始征收惩罚性关税，至少需要到 5 月份，甚至更晚，这其实给双方谈判留有较大的时间和空间，以贸易战威胁来增加谈判筹码仍然是特朗普的初衷。

中国制造业崛起引发美国担忧

在 2018 年的工作建议中，李克强总理在首要任务供给侧结构性改革中，已经将新动能、制造强国排在破除无效供给之前，我们此前一直强调，供给侧改革“三去一降一补”是先破后立的过程，这次将立放在破之前，说明接下来大国制造的建设将进入快车道。我们在《高质量增长，拥抱强国制造——点评 2018 年政府工作报告》进行了详细点评。《中国制造 2025》绘制了我国制造业的蓝图，涉及五大工程和十大领域，这些与 301 调查中针对的航空航天、通讯信息技术、机械制造高度重合，也是美国最担心的领域。

图表4: 《中国制造2025》五大工程



资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

图表5: 《中国制造2025》十大领域

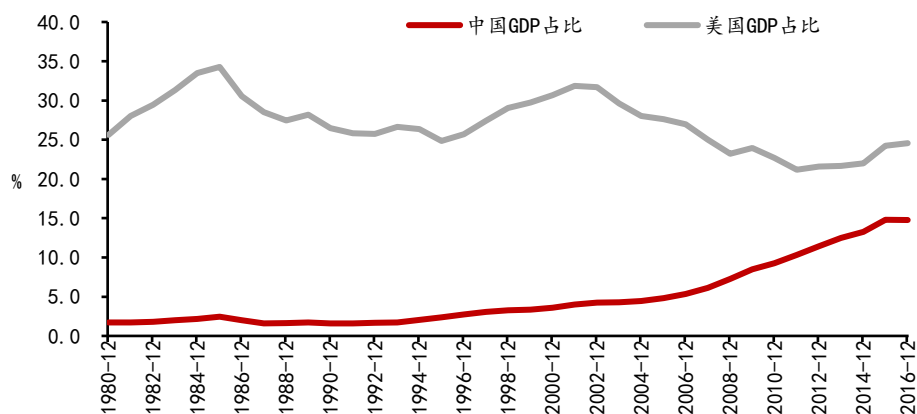


资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

第二对第一的追赶过程中, 总体表现为摩擦加剧

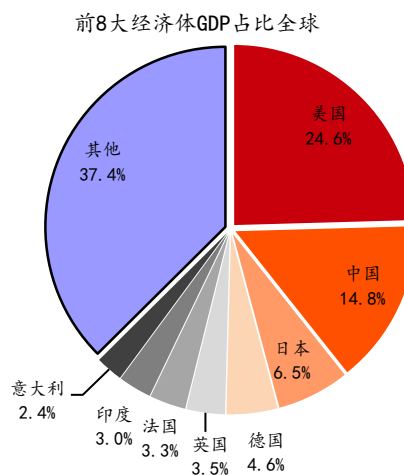
伴随着中国经济实力、国际地位和国际影响力不断提升, 美国对中国的重视与警惕也在不断加强, 尤其是美国精英阶层可能会对中国的综合国力和影响力抬升产生越来越多的忌惮。我们认为, 在中美之间差距缩小的过程中, 两国关系总体表现为摩擦与冲突的加剧。无论我们分析我国春秋战国时期的连横合纵, 还是分析二战以后美苏之间的冷战博弈, 在老二逐渐对老大位置形成挑战的时候, 均可能表现为矛盾冲突的增加。自特朗普就任美国总统以来, 我们认为中美大国博弈的力度有所上升, 对华政策在美国外交战略当中的重要性进一步加强。我们认为, 特朗普的对外、尤其是对中国这样持续崛起中的大国的整体态度, 是在某种程度上怀有敌意的。

图表6：中国GDP占比进入新世纪以来迅速上升，与美国差距缩小



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表7：2016年前8大经济体GDP占比全球比例



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

中美贸易顺差的背后是制造业的全球产业链分工

我们首先根据中美之间的主要贸易行业来推断主要贸易商品，根据行业分类的不同，我们统计了 HS 分类、SITC 分类和 NAICS 分类三种分类方法涉及的主要进出口行业，推断中国出口美国和美国出口中国的十大主要贸易商品。从商品进一步分析产业链表明：中美之间的贸易顺差实际是整个加工贸易产业链对美国的顺差，数据的背后是制造业全球产业链分工的自然结果。

中国主要出口手机、电脑和衣帽玩具，美国主要出口飞机、汽车、大豆

根据 HS 分类口径，2017 年中美之间主要贸易顺差来源前五名按从大到小的顺序依次为：“电机、电气、音像设备及其零附件”、“核反应堆、锅炉、机械器具及零件”、“家具；寝具等；灯具；活动房”、“玩具、游戏或运动用品及其零附件”、“针织或钩编的服装及衣着附件”。这些商品类别 2017 年顺差总金额达 2288 亿美元，贡献中美总顺差的 82.3%。具体到细分商品，我们分析认为主要是手机电脑等电子产品及配件、机械器具及配件、家具、玩具、衣服等产品。

图表8：2017年中美贸易金额前5商品类别（HS分类口径）

中国对美国顺差		美国出口中国		中国出口美国	
类别	贡献占比	类别	贡献占比	类别	贡献占比
电机、电气、音像设备及其零附件	32.2%	电机、电气、音像设备及其零附件	11.3%	电机、电气、音像设备及其零附件	24.7%
核反应堆、锅炉、机械器具及零件	26.9%	核反应堆、锅炉、机械器具及零件	10.6%	核反应堆、锅炉、机械器具及零件	21.1%
家具；寝具等；灯具；活动房	10.6%	车辆及其零附件，但铁道车辆除外	9.7%	家具；寝具等；灯具；活动房	6.9%
玩具、游戏或运动用品及其零附件	6.8%	航空器、航天器及其零件	9.6%	玩具、游戏或运动用品及其零附件	4.4%
针织或钩编的服装及衣着附件	5.8%	油籽；子仁；工业或药用植物；饲料	9.4%	针织或钩编的服装及衣着附件	3.7%
前5合计	82.3%	前5合计	50.7%	前5合计	60.8%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

根据 SITC 分类口径，2015 年中美之间主要贸易顺差来源前五名按从大到小的顺序依次为：“电信及声音的录制或重放装置及设备”、“办公用机械及自动数据处理设备”、“未列明杂项制品”、“服装及衣着附件”、“未列明电力机械、装置、器具及其电气零件”。这些商品类别 2015 年顺差总金额达 2704 亿美元，贡献中美总顺差的 73.9%。具体到细分商品，我们分析认为主要是手机电脑等电子产品及配件、办公用品、家具、玩具、衣服、机械器具及配件等产品。

图表9：2015年中美贸易金额前5商品类别（SITC分类口径）

中国对美国顺差		美国出口中国		中国出口美国	
类别	贡献占比	类别	贡献占比	类别	贡献占比
电信及声音的录制或重放装置及设备	22.7%	其他运输设备	13.4%	电信及声音的录制或重放装置及设备	17.8%
办公用机械及自动数据处理设备	18.6%	陆路车辆(包括气垫式)	9.3%	办公用机械及自动数据处理设备	14.6%
未列明杂项制品	13.6%	油籽及含油果实	9.1%	未列明杂项制品	10.8%
服装及衣着附件	9.5%	未列明电力机械、装置、器具及其电气零件	8.8%	未列明电力机械、装置、器具及其电气零件	9.3%
未列明电力机械、装置、器具及其电气零件	9.5%	专业、科学及控制用仪器和装置	4.9%	服装及衣着附件	7.2%
前5合计	73.9%	前5合计	45.4%	前5合计	59.8%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

根据 NAICS 统计口径, 2015 年中美之间主要贸易顺差来源前五名按从大到小的顺序依次为: “电脑及电子产品”、“电气设备、电器和组件”、“杂项制品”、“服装及配件”、“鞋类和皮革制品”。这些商品类别 2015 年顺差总金额达 2863 亿美元, 贡献中美总顺差的 78.7%。具体到细分商品, 我们分析认为主要是手机电脑等电子产品及配件、家具、玩具、衣服、鞋等产品。

图表10: 2015 年中美贸易金额前 5 商品类别 (NAICS 分类口径)

中国对美国顺差		美国出口中国		中国出口美国	
类别	贡献占比	类别	贡献占比	类别	贡献占比
电脑及电子产品	42.0%	运输设备	22.5%	电脑及电子产品	35.5%
电气设备、电器和组件	10.7%	电脑及电子产品	15.0%	电气设备、电器和组件	8.7%
杂项制品	10.3%	农产品	12.8%	杂项制品	8.3%
服装及配件	9.2%	化学制品	11.6%	服装及配件	7.0%
鞋类和皮革制品	6.6%	机械设备(不含电气设备)	7.9%	机械设备(不含电气设备)	6.4%
前 5 合计	78.7%	前 5 合计	69.8%	前 5 合计	65.9%

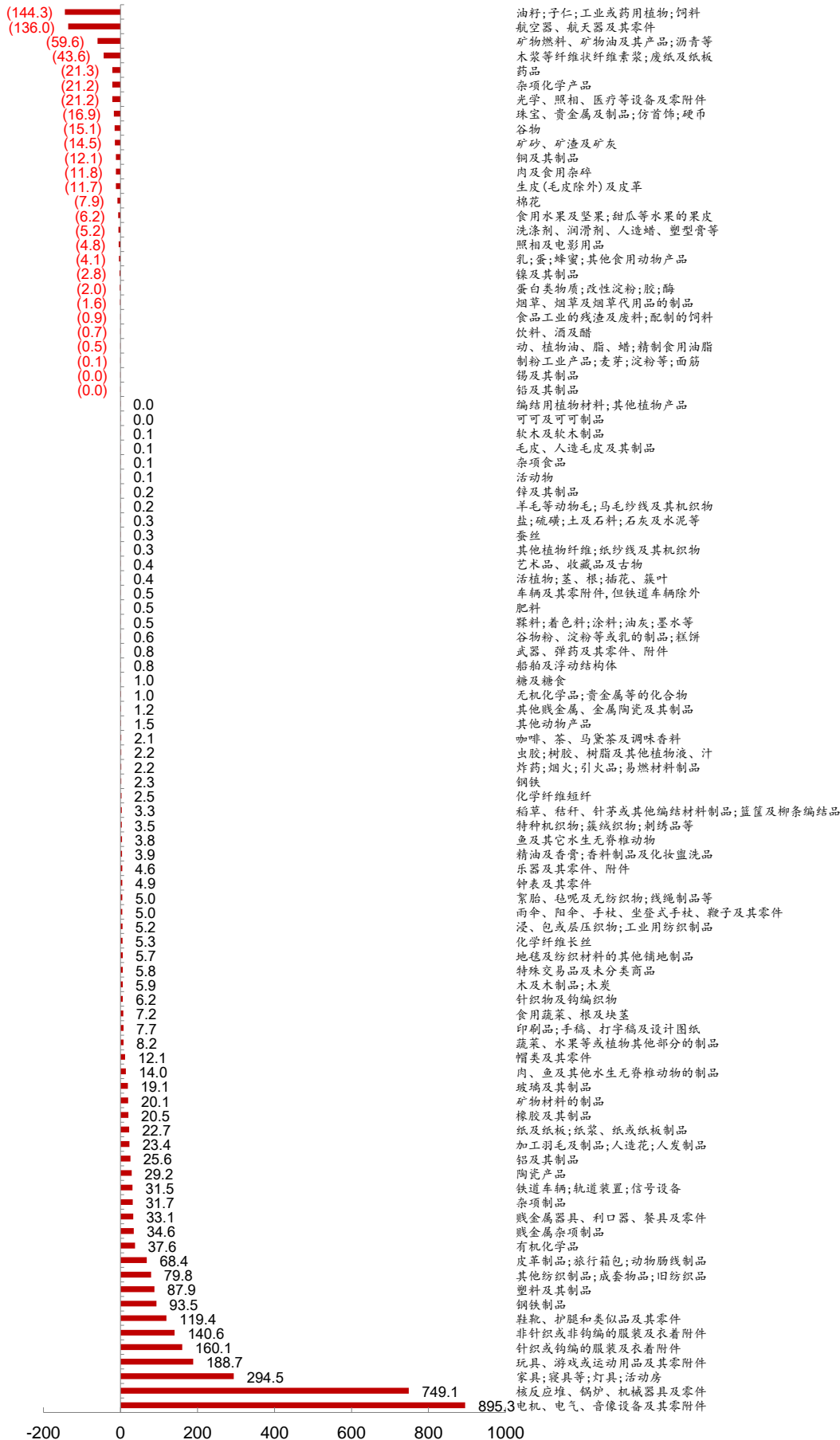
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 推断 2015 年中美贸易的前十大代表商品

中国出口美国		美国出口中国	
行业	代表商品	行业	代表商品
电信及声音的录制或重放装置及设备	手机	其他运输设备	飞机
办公用机械及自动数据处理设备	电脑	陆路车辆(包括气垫式)	汽车
未列明杂项制品	玩具、小商品等	油籽及含油果实	大豆
未列明电力机械、装置、器具及其电气零件	洗衣机、冰箱等	未列明电力机械、装置、器具及其电气零件	洗衣机、冰箱等
服装及衣着附件	衣服	专业、科学及控制用仪器和装置	精密仪器
家具及其零件;褥垫及类似填充制品	家具、家纺	金属矿砂及金属废料	废铜
通用工业机械设备及零件	液压泵等	特种工业专用机械	农机、拖拉机等
金属制品	刀具、电线等	初级形状的塑料	塑料
鞋靴	鞋	纸浆及废纸	纸
陆路车辆(包括气垫式)	汽车	电信及声音的录制或重放装置及设备	手机

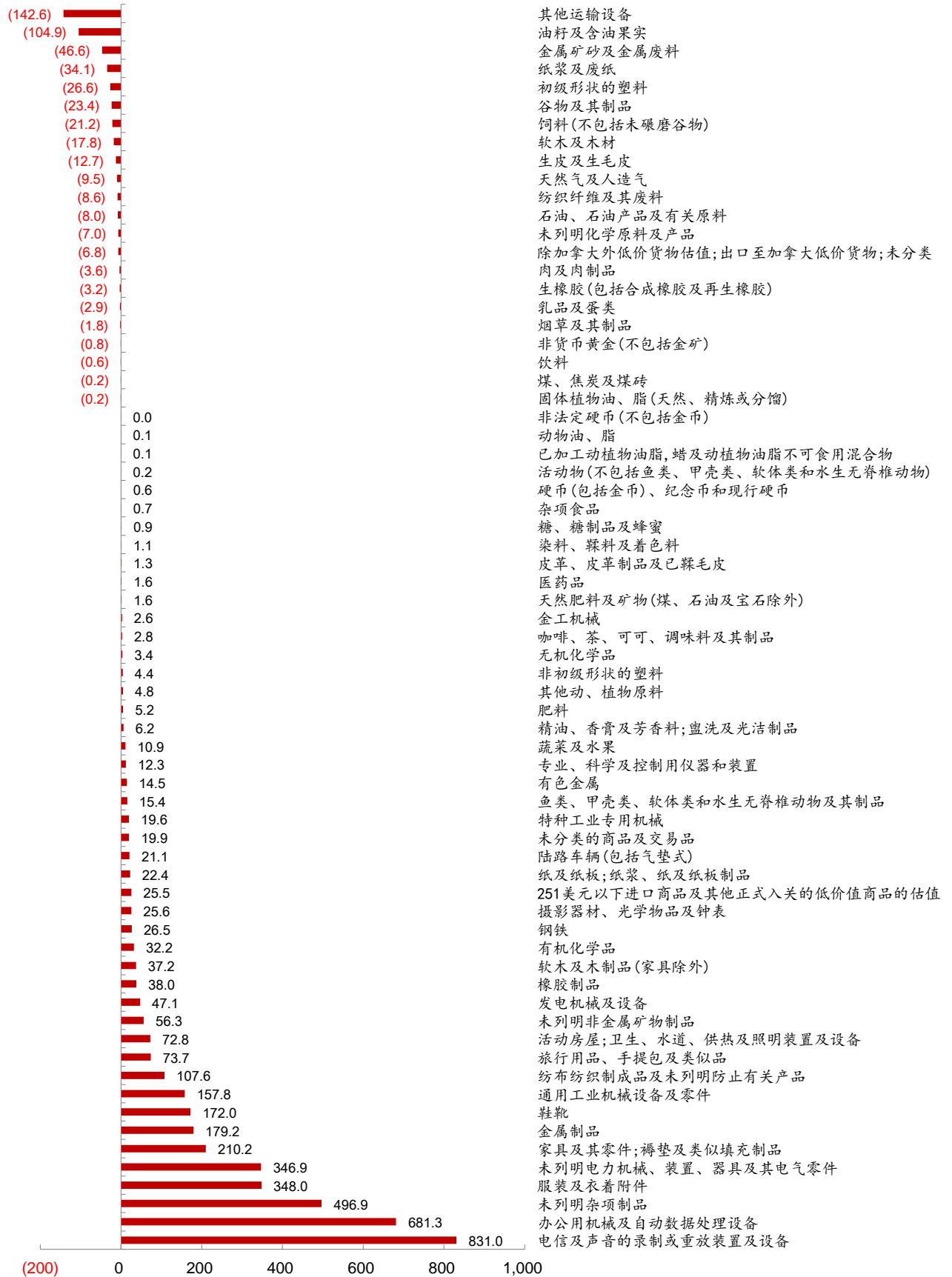
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 2017年中美贸易顺差金额 (HS 二级分类, 单位: 亿美元)

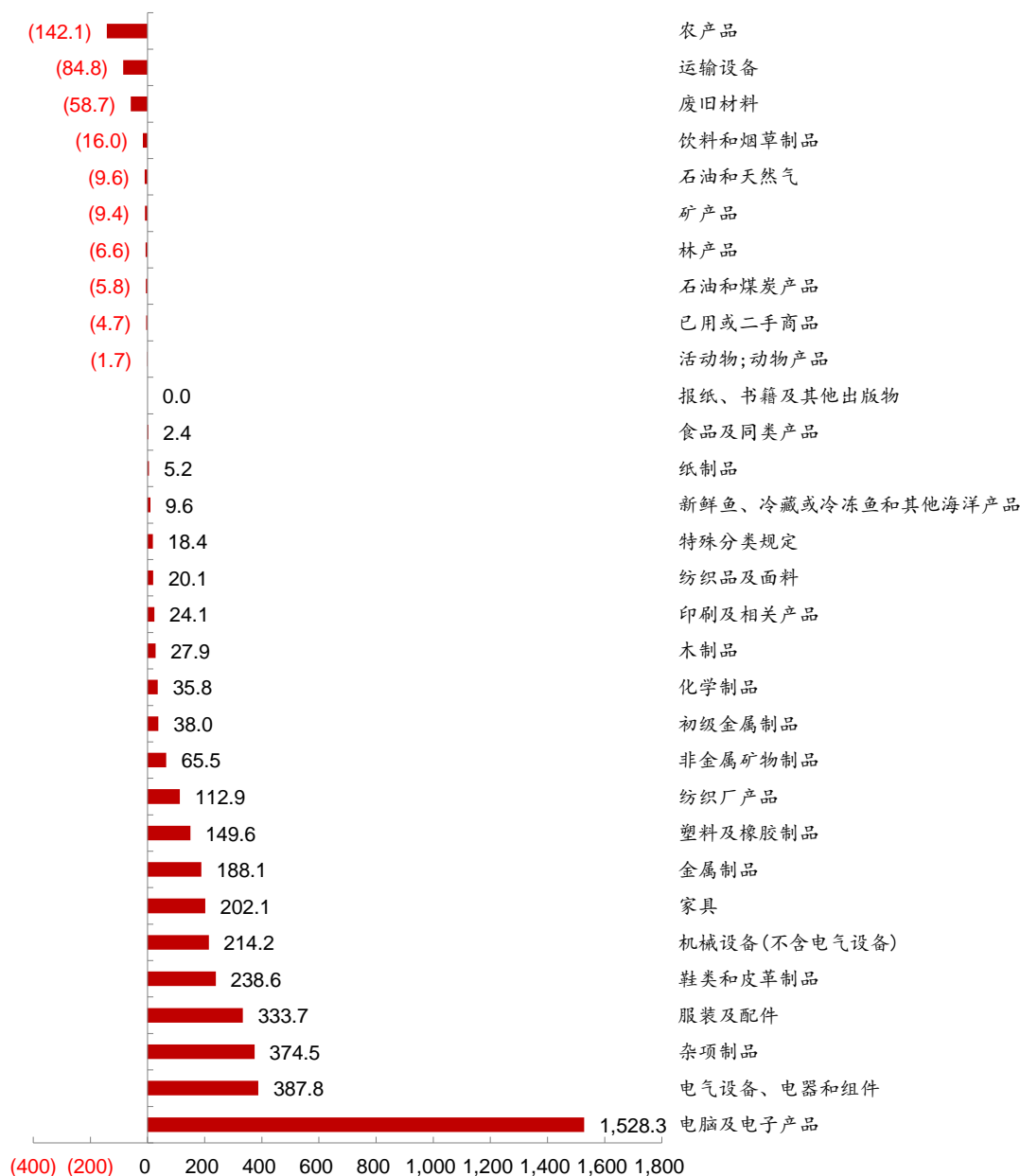


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 2015年中美贸易顺差金额(SITC二级分类, 单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

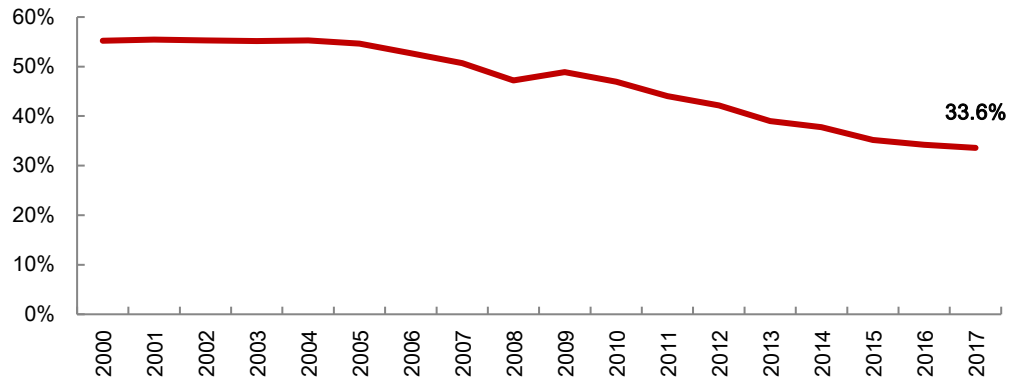
图表14： 2015年中美贸易顺差金额（NAICS三级分类，单位：亿美元）


资料来源：Wind，华泰证券研究所

手机、电脑等电子产品顺差的背后是全球加工贸易产业链的分工

进一步分析观察数据的话，我们发现在手机、电脑两个行业内，美国对中国的出口金额也很大，在2015年均超过了20亿美元。如果按照我国海关月度数据统计的分类，可以发现机电产品都是中美两国出口到对方国家的第一大贸易品。我们认为，这主要是与手机、电脑两个产业链中我国是主要加工制造地有关，贸易方式也主要是加工贸易（所谓加工贸易，是指经营企业进口全部或者部分原辅材料、零部件、元器件、包装物料，以下简称料件，经加工或装配后，将制成品复出口的经营经营活动，包括进料加工、来料加工、来件装配）。而且很多加工厂商实际是外资在华设厂，如苹果产业链内消费电子领域，多个板块的加工环节都有外资在华设厂的情况。如果针对这些领域开打贸易战，虽然短期内对我国相关产业产生负面影响，但长期来看反而会打乱美国科技企业的全球产业链分工，对美国的负面影响甚至更大。

图15: 中国加工贸易(进料加工、来料加工、装配)出口金额占比较高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们以 iPhone 手机为例, 分析其产业链中位于中国大陆的供应商。一方面, 多数供应商企业是外资在华建厂, 母公司实质属于中国台湾、美国、日本、韩国等国家或地区。过去几十年由于中国相对较低的劳动力成本令许多跨国公司纷纷来华建厂生产, 例如鸿海精密在华成立富士康, 这些企业主要负责来料加工、来件装配, 属于纯加工贸易。另一方面, 近年来一些掌握专利技术的内资企业也跻身苹果公司供应商, 但原材料境外采购占比高, 以进料加工为主。根据上市公司招股说明书, 目前为 iPhone 提供天线、连接器、数据线、无线充电板等产品的立讯精密, 2009 年原材料境外采购占比达 45.2%, 境外采购占出口销售额达 35.5%。为 iPhone 提供 PCB 印刷线路板的依顿电子, 2013 年原材料境外采购占比达 54.9%, 境外采购占出口销售额达 46.9%。

图16: iPhone 产业链中产地在中国大陆的境外企业(部分)

iPhone 部件	公司名称(部分)	所属地区
外壳	鸿海精密(Hon Hai)	中国台湾
	可成科技(Catcher)	中国台湾
	捷普集团(Jabil)	美国
PCB 印刷线路板	臻鼎科技(ZDT)	中国台湾
	台郡科技(Flexium)	中国台湾
连接器	鸿海精密(Hon Hai)	中国台湾
	贸联集团(Bizlink)	美国
天线	安费诺集团(Amphentol)	美国
	莫仕(Molex)	美国
储存器	海力士(Hynix)	韩国
	美光(Micron)	美国
	东芝(Toshiba)	日本
	三星(Samsung)	韩国
	英特尔(Intel)	美国
小部件	鸿海精密(Hon Hai)	中国台湾
	鸿海精密(Hon Hai)	中国台湾
装配	和硕联合科技(Pegatron)	中国台湾
	纬创集团(Wistron)	中国台湾

资料来源: Apple 公司官网, 华泰证券研究所

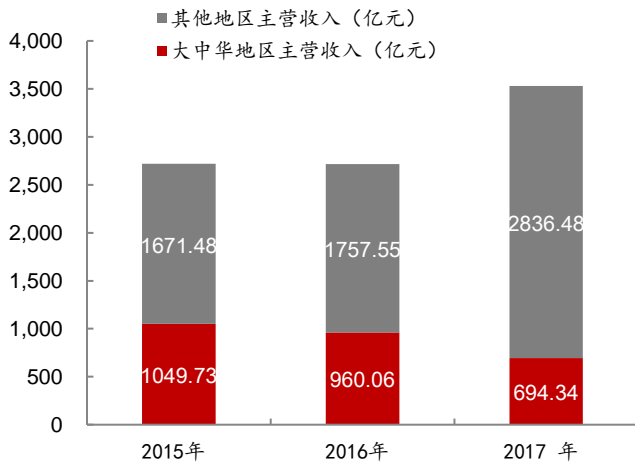
图表17: iPhone产业链中内资企业出口销售与境外采购情况(依顿电子、立讯精密为例)

时间	依顿电子			立讯精密			
	2013	2012	2011	2010年1-6月	2009年	2008年	2007年
出口销售额(万元)	217,203.45	250,791.96	256,054.68	29,174.73	37,706.11	35,880.26	10,748.26
出口销售占比	83.7%	90.2%	89.4%	75.2%	64.5%	57.3%	31.2%
境外采购金额(万元)	101,842.47	90,573.43	75,044.76	8,289.55	13,369.09	15,948.81	2,798.84
境外采购占比	54.9%	52.3%	49.7%	40.8%	45.2%	54.0%	15.9%
境外采购占出口销售额	46.9%	36.1%	29.3%	28.4%	35.5%	44.5%	26.0%

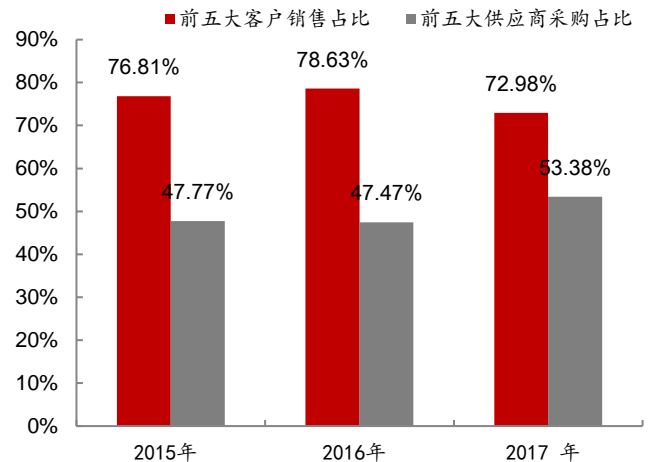
资料来源:上市公司招股说明书,华泰证券研究所

我们对全球电子设备智能制造领域的领先制造商——富士康工业互联网股份有限公司作为典型分析。根据富士康招股说明书,2016年其在服务器与存储设备制造市场的营业额占全球总产值比例超过40%;在网络设备制造市场的营业额占全球总产值比例超过30%;在电信设备制造市场的营业额占全球总产值比例超过20%。2017年富士康境外销售收入达2836亿元,占总销售收入80.33%。无论其市场地位还是境外销售规模都具有典型性。

根据富士康招股说明书,2017年其前五大客户销售占比达72.98%,前五大供应商采购占比达53.38%。而其披露的主要客户为Amazon、Apple、ARRIS、Cisco、Dell、HPE、华为、联想、NetApp、Nokia、nVidia,主要供应商为Broadcom、Dell、HPE、华为、Intel、Qualcomm、Seagate、Western Digital,仅一家内资企业。我们判断富士康原材料主要是从境外采购,加工生产后再销往境外,同样以加工贸易为主要业务模式。此外,富士康控股母公司是鸿海精密集团,系台湾证券交易所上市公司,外资占比高。

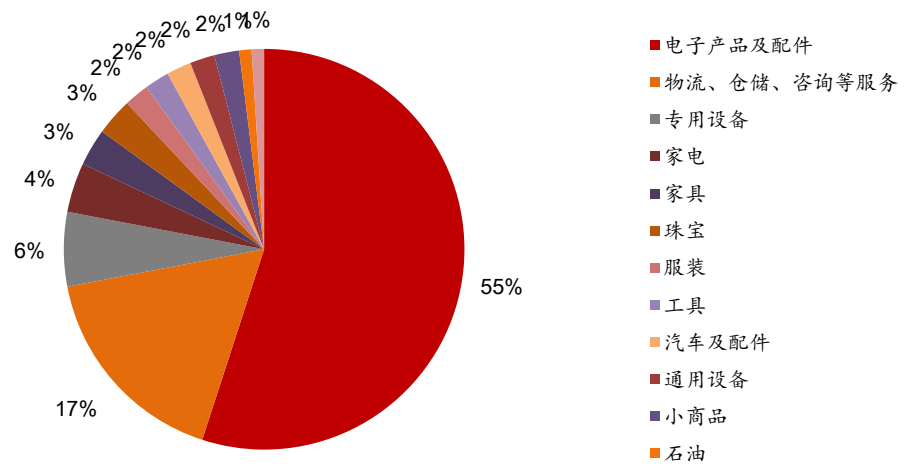
图表18: 富士康近三年主营收入分地区金额

资料来源:上市公司招股说明书,华泰证券研究所

图表19: 富士康近三年主要客户与供应商销售采购占比

资料来源:上市公司招股说明书,华泰证券研究所

我们对中国进出口信息网披露的2016年中国出口美国百强企业的主营产品做了归类分析,与中美贸易金额序列相吻合,手机、电脑等电子产品及配件是主要出口商品。我们深入追踪前十强企业发现,均为外商来华投资设立的生产加工企业,母公司包括鸿海精密、广达集团、华硕集团等,集团总部多位于中国台湾、美国等地。我们认为,外商投资控股、加工贸易模式、电子产品为主是目前我国对外出口的三大特征。

图表20： 2016年中国对美国出口企业百强榜主营产品

资料来源：进出口信息网，启信宝，华泰证券研究所

图表21： 2016年我国对美国出口企业百强榜前十简况

企业名称	主营业务	母公司	所属地区
鸿富锦精密电子郑州有限公司	生产经营第三代及后续移动通信系统手机、核心网设备以及网络检测设备及其零部件、新型电子元器件、数字音、视频解码设备及其零部件；从事自动化设备、金属与非金属制品模具、治具及检具及其零配件、发光二极管显示板、手机配件、电子产品的研发、设计、制造,以上产品的维修及仓储业务等。	富士康	中国大陆
达功(上海)电脑有限公司	主要从事笔记本电脑、液晶电视、通讯等领域。	广达集团	中国台湾
昌硕科技(上海)有限公司	主要从事笔记本电脑、手机等电子信息产品的研发与制造。	华硕集团	中国台湾
名硕电脑苏州有限公司	电脑及电脑应用系统、笔记本电脑及电脑主板、光驱、硬盘及其部件、附加卡、电源供应器等电脑周边产品等。	华硕集团	中国台湾
仁宝信息技术昆山有限公司	研发、生产笔记本电脑、PDA掌上电脑、手机、数码产品、高档服务器、网卡、调制解调器、集线器、网络交换机、WirelessAP及其他网络通讯等资讯产品、医疗器械及相关零配件。	仁宝集团	中国台湾
鸿富锦精密电子成都有限公司	生产经营第三代及后续移动通信系统手机、基站（不含卫星地面接收设备）、核心网络设备以及网络检测设备及其零部件、五金塑料制品、电子及工业用铝型材、精密模具等。	富士康	中国大陆
达丰重庆电脑有限公司	以生产笔记本电脑为主，兼顾伺服器、手机、液晶显示器、液晶电视等IT产品的生产。	广达集团	中国台湾
伟创力制造珠海有限公司	设计、开发、生产和销售新型电子元器件，大中型电子计算机等。	伟创力	美国
达丰(上海)电脑有限公司	以生产笔记本电脑为主，兼顾服务器、手机、液晶显示器、液晶电视等IT产品的生产。	广达集团	中国台湾
戴尔成都有限公司	研发、制造计算机产品和其他电子产品以及销售上述产品等。	戴尔	美国

资料来源：进出口信息网，启信宝，华泰证券研究所

注：富士康的控股母公司为鸿海精密集团，系台湾证券交易所上市公司

贸易战的情景推演：长期反而成为促进我国制造业崛起的外因

虽然我们认为贸易战最终是雷声大雨点小，但本部分我们仍试图做一下情景推演，一旦贸易战开打，或贸易战的预期过强，哪些行业受到的短期冲击或情绪影响更大。需要指出的是，我国一直在以开放的心态来面对贸易保护主义和可能的贸易争端，虽然不怕打贸易战，但仍力求不打。

短期可能会负面影响电子、计算机、通讯、机械加工，正向影响农产品

根据前文的分析，我们认为中美之间贸易顺差主要来源于手机电脑等电子产品及配件、机械器具及配件、家具、玩具、衣服等。若贸易战升级，短期会从高科技产品扩大到贸易顺差较大的领域。而农产品作为美国对我国的主要贸易顺差来源之一，若中国采取升级反制措施，很可能从农产品开刀，反而从价格利好国内农业。

我国反制措施的可能顺序：从农产品、汽车、飞机到美债

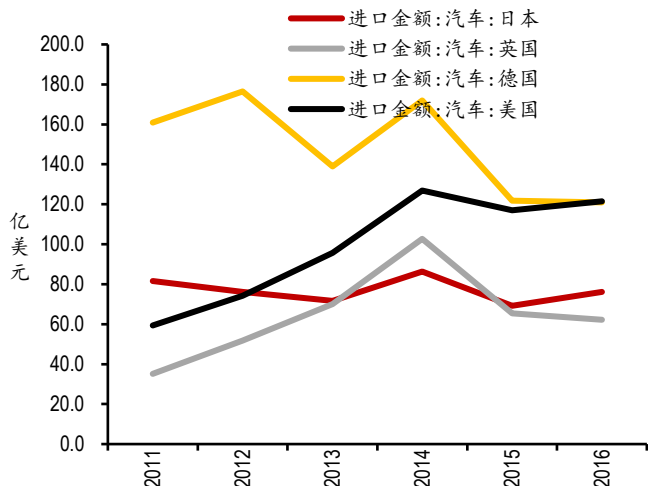
事实上，今年在政府工作报告中已经提出要降低汽车进口关税、一些药品关税等，同时在外资投资上也会给予更加开放的政策。然而一旦真正开打贸易战，我们认为我国也会予以应对。2018年3月23日，商务部新闻发言人就美301调查决定发表谈话，表示“中方都不会坐视自身合法权益受到损害，我们已做好充分准备，坚决捍卫自身合法利益。”我们认为，一旦贸易战真正开打，我国针对性打击的顺序很可能是按照美国出口中国商品集中度从高到低，同时结合考虑贸易顺差额的相对大小来综合选择，即首先是农产品，如果激化再延伸到汽车，再激化则延伸至飞机。另外，我们认为，美债是中国制衡美国的杀手锏，最后如果出现局面不可控的情况，中国也可能会抛售美债。

我们认为：

首先，我国反击可能从农产品开始。2018年3月23日，商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单并征求公众意见，拟对自美进口部分产品加征关税，该清单暂定包含7类、128个税项产品，按2017年统计，涉及美对华约30亿美元出口。第一部分包括鲜水果、干果及坚果制品、葡萄酒、改性乙醇、花旗参、无缝钢管等产品，涉及美对华9.77亿美元出口，拟加征15%的关税。这份清单尚未涉及美国对中国产生主要贸易顺差的农产品，如大豆、玉米等。如果贸易战升级，那么我国下一步反制行动可能就从大豆等主要农产品开征关税或者限制进口。这势必影响美国农业出口，使得特朗普失去部分农业主产州的支持，威胁其中期选举的成败。根据美国印第安纳州abc57网站，印第安纳州的豆农们害怕中国对美国农业的报复带来灾难性后果，种植大豆的农场主斯泰恩坎普说，对中国报复的恐慌情绪正在美国整个农业中蔓延，“我们当地的谷仓(运营商)一下午都在接电话，农民都希望今天就出售他们的粮食”。

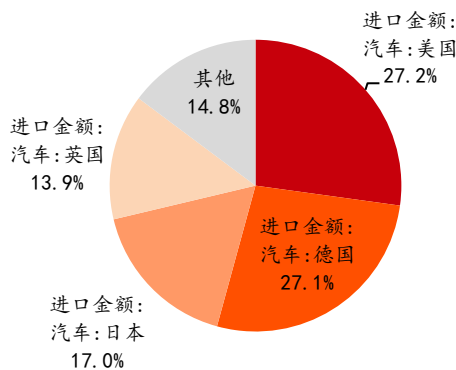
其次，若贸易战进一步升级，我国反击的领域可能是汽车。美国汽车工业已有超过100年的历史，拥有三巨头通用、福特、克莱斯勒，占据世界汽车工业龙头地位。但是20世纪70年代后随着经济省油的日本小型汽车崛起，美国汽车业受到较大威胁，市场受到较大挤压，三巨头开始出现亏损而克莱斯勒公司甚至出现财务危机濒于破产，这也是促使美日贸易战爆发的一大缘由。如今，日本、德国等国汽车行业与美国汽车在全球贸易中的竞争依旧十分激烈。近年来在我国汽车进口结构中，排名前四位的国家是德国、美国、日本、英国，其中美国向我国出口汽车的金额增长最为迅速。2016年，美国超越德国成为我国汽车进口第一大国，在我国汽车进口总金额中占比约为27.2%，紧随其后的是德国占比27.1%，日本占比17.0%，英国占比13.9%。若我国针对美国汽车行业进行反击，美国对我国市场的出口份额必将受挫，从而影响美国汽车产业。

图表22: 中国进口汽车的结构



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

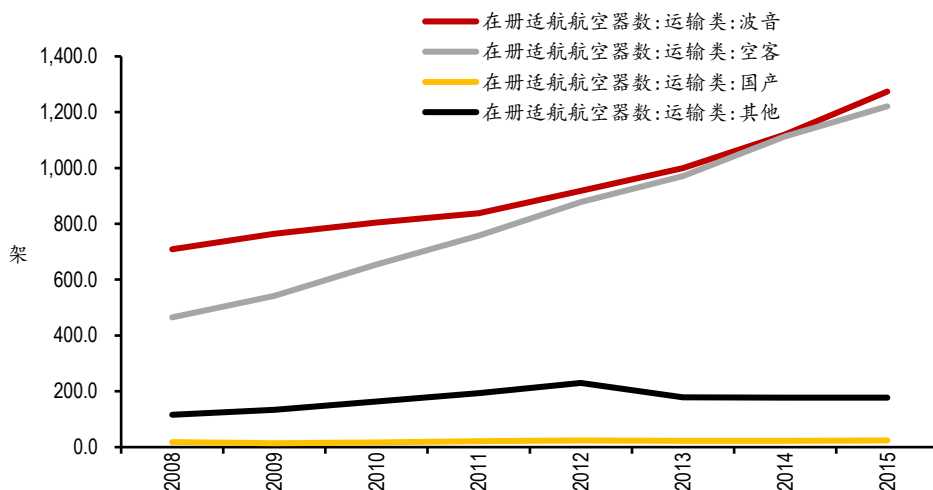
图表23: 2016年中国进口汽车金额各国占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

再次,是飞机。2017年11月9日, 值特朗普访华期间, 中国航空器材集团公司与波音公司在北京签署了300架波音飞机的批量采购协议, 其中包括260架B737系列、40架B787系列和B777系列飞机, 总价值超过370亿美元。波音和空客是世界两大飞机制造业巨头、全球民用和军用飞机制造企业, 也是彼此最大的竞争对手。空中客车公司是欧洲最大的飞机制造公司, 成立于1970年, 其创建初衷便是与美国飞机制造商相抗衡。两家公司都是具备顶尖自主研发技术的飞机制造商, 各有优势, 抢占全球市场份额的竞争十分激烈。根据中国民用航空局2015年数据, 我国运输类在册适航航空器约47%均为波音公司飞机, 另外约45%为空客。若我国减少波音公司订单转而订购空客公司飞机, 对于美国航空业可能是较大的打击, 将使得波音在与空客的全球竞争中处于下风。

图表24: 2008-2015年中国运输类在册适航航空器

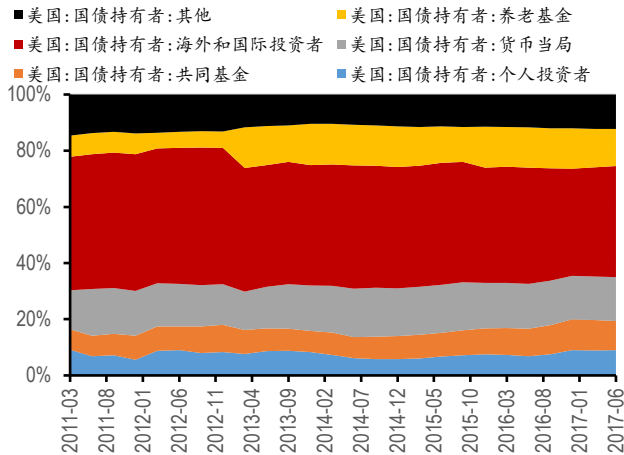


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

美债是最后的杀手锏。中国是美债的第一大持有主体, 如果抛售美债转持其他可能对美国市场产生重创。根据美国财政部发布的数据, 海外和国际投资者在美国国债持有者中占比最大。在美国国债的海外和国际持有者中, 中国的美债持有量最多, 其次是日本。美国国债收益率与中国持有美国国债的数量大体呈现反向关系。从2000年到2010年, 中国保持对美债的净流入, 而美国10年期国债的收益率中枢一直处于下行趋势。2011年以来, 中国对美债增持的步伐放缓, 甚至个别年份出现抛售美债的现象, 美国国债收益率曲线也逐步走平。2016年11月, 全球央行开启了美债抛售潮, 中国较2016年10月份减持664

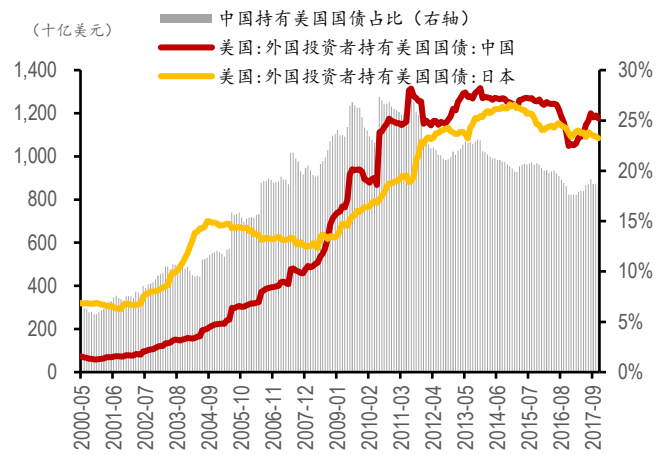
亿美元，创下2011年12月以来的最大单月降幅，当月美国国债长端利率上行54BP。

图表25： 海外和国际投资者在美国国债持有者中占比近40%



资料来源: Wind; 华泰证券研究所

图表26： 中国持有近1.2万亿美元美国国债



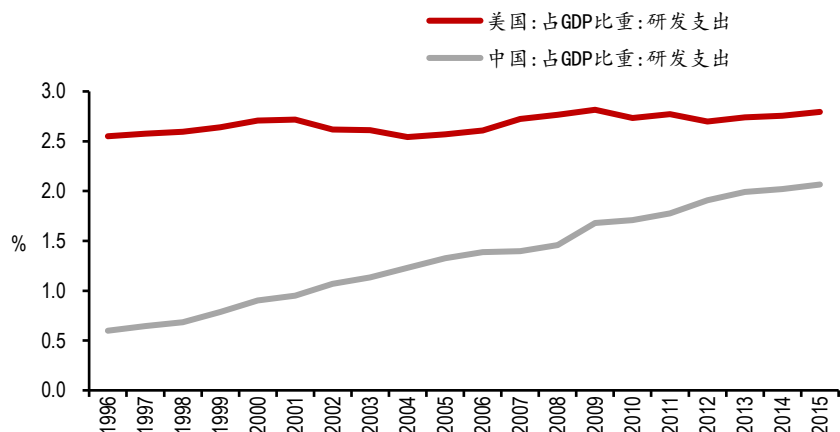
资料来源: Wind; 华泰证券研究所

美债对美国的影响在于金融市场风险。我们认为美股仍具有较大风险，蕴藏的风险主要体现在为美股先前连续创新高和美债长短端利率走平。美国多年的牛市，都是获利盘，没有调整过的市场蕴藏较大风险。“收益率曲线走平”是风险的潜伏期，中国作为美国国债的第一大持有主体，如果此时大量抛售美国国债，可能促使他国加入到抛售行列中来，造成美国长端利率快速上行，进而冲击美国股市，一旦风险集聚可能将会引发金融风暴，触发美国金融市场剧烈动荡。

贸易战长期反而利好我国具有创新能力的制造业企业

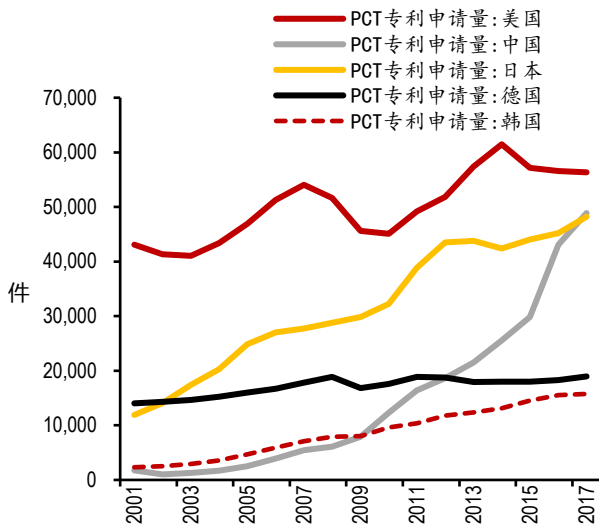
内因是根据，外因是条件。事物发展的根本矛盾还是内因。美国对我国制造业崛起担忧，恰恰从侧面反映了我国制造业的优势在提升。**事实上，我国创新水平总体而言正在不断提高。**近年来我国研发投入占GDP的比重增长较快，虽然与美国相比虽然仍有差距，但是差距正在逐渐减小，表明政府和企业对于科研创新的重视程度正在不断加强。另外，对比中美专利情况，我国最近几年专利申请获得量增长非常迅速。根据世界知识产权组织的数据，2017年PCT专利申请量排名前五的国家分别是美国、中国、日本、德国、韩国。2017年我国首次超越日本，成为PCT专利申请量全球占比第二高的国家，仅次于美国。我国PCT专利年申请量从2007年的5455件增长至2017年的48875件，十年间翻了近9倍，增长速度在排名前五的国家中遥遥领先，体现了我国科技创新的较大潜力。

图表27： 中国研发支出占GDP比重与美国有差距，但增长较快



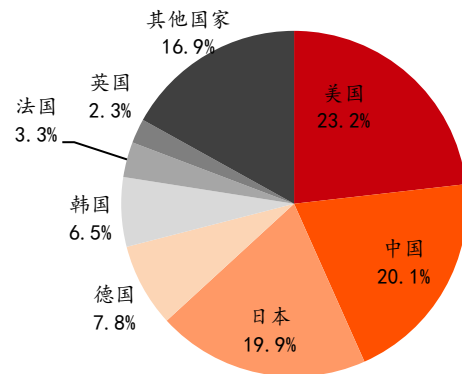
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 中国 PCT 专利申请量增长迅猛



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29: 2017年 PCT 专利申请量世界各国占比

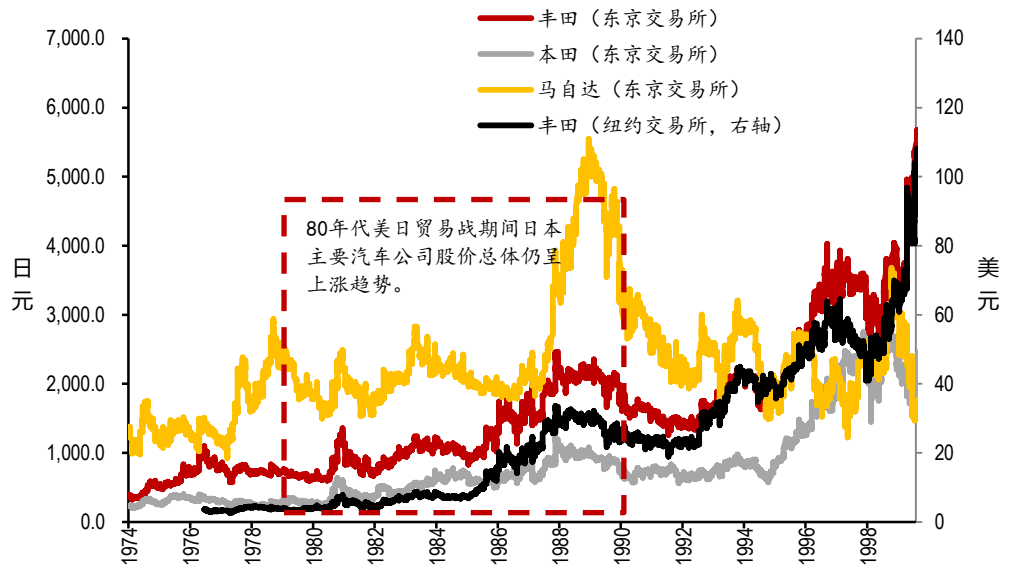


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

美国启动针对高科技领域和高端制造业的贸易战,我们认为其最终走向将是加强知识产权保护,这对于我国国内一些中低端、依靠模仿国外产品技术的制造业企业将造成一定打击,但是长远来看,对于真正具有创新能力的企业却是长期利好。如果我国进口美国制造业产品或者模仿他国产品技术的成本提高,就可能部分转向国内市场寻找替代品,那么就给具有自主研发能力的国内新兴企业和新兴品牌带来了发展机会。这类国内制造业公司收入和利润将得到增长,同时也将促进国内企业更多地投入研发创新,从而给我国制造业带来良性循环。因而我们认为,贸易战或将利好我国具有创新能力的制造业企业的长期发展。中国有着较大的科技创新潜力,我们建议重点关注研发费用(表明对创新的重视程度)和拥有的国内外专利情况(表明创新的成果)两大指标,来分析寻找制造业行业中的未来之星。

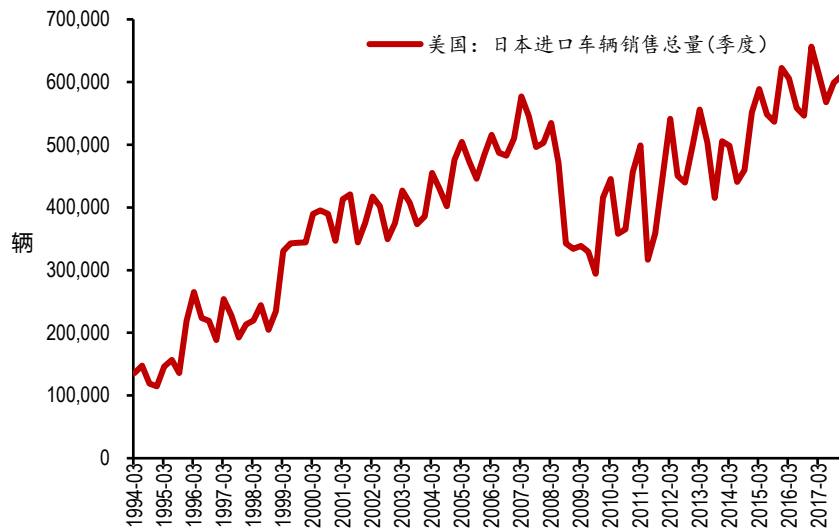
这一点最好的例子仍然是日本。我们在《美国历次贸易战胜利了吗?——中美贸易占系列研究(二)》中详细梳理了美日贸易战的历史,两国交锋的核心是汽车。事实上,日本汽车并没有因为贸易战而垮掉,反而逆势崛起。我们观察到,80年代美日贸易战期间日本主要汽车公司股价总体仍呈上涨趋势。贸易战以后的90年代,即便日本由于自身宏观政策失误进入了失去的十年,但美国进口日本汽车的数量却一直在增长,2008年金融危机期间出现了阶段性下滑,然而经济复苏以后继续上涨。

图表30： 美日贸易战期间日本汽车股价受影响不大



资料来源：Bloomberg, 纽交所, 华泰证券研究所

图表31： 美日贸易战以后，美国进口汽车的数量仍在增长



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

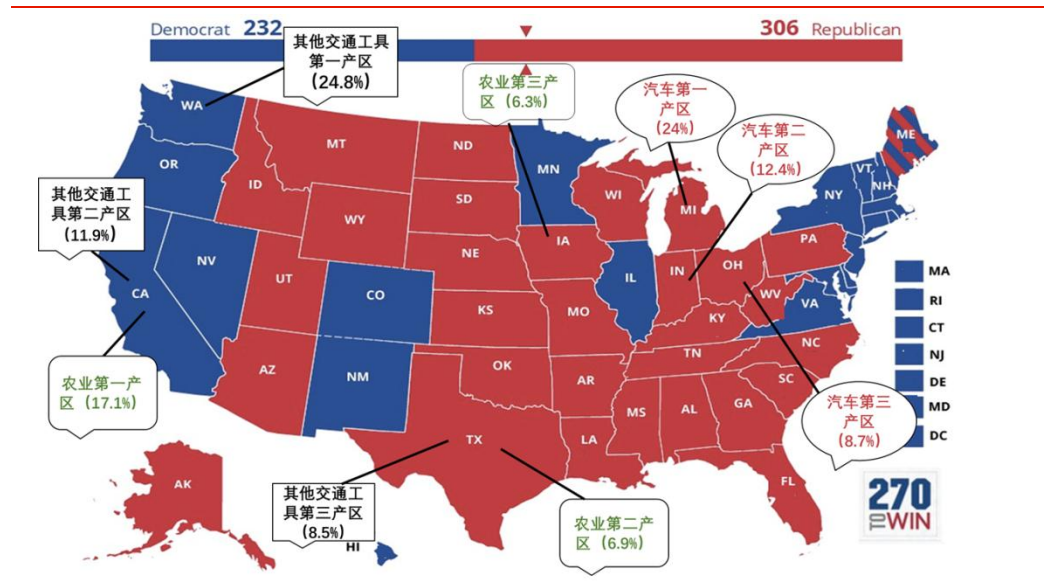
贸易战对美国产业的影响会制约特朗普的举措

如果按照我国的反制顺序，先后会有零售协会、农会、汽车协会、航空协会上书特朗普停止贸易战。近期美国已经有反对声音。据路透社报道，美国服装鞋袜业联合会与其他 16 个相关企业团体致信白宫，呼吁美国不要对中国商品加征关税，因为该团体的很多成员都依赖从中国进口商品。此外美国著名的零售商沃尔玛、塔吉特百货、百思买和梅西百货等纷纷致信特朗普，敦促其不要对从中国进口的商品征收惩罚性关税。美国商界也纷纷对此表示担忧。他们警告说，加征关税将提高美国人的消费成本。美国全国制造商协会总裁杰伊·蒂蒙斯称，关税政策可能会带来新的挑战，其表现形式就是给美国制造商和消费者带来显著的附加成本。

在这些反对声音中，美国农民的反对声音似乎表现的更为强烈。美国农业行业组织“农场主支持自由贸易”也对关税政策表达不满，称关税政策等于“把一个靶子放在美国农民的背上”。美国《奥马哈世界先驱报》3月24日文章，原题：特朗普惹怒被美中贸易争端波及的农民。从艾奥瓦州的养猪户和内布拉斯加州的豆农，再到华盛顿州的苹果种植户和加利福尼亚州的葡萄酒生产商，美国农民对他们选出的总统令他们陷入一场潜在对华贸易战深表失望。

这种行业的影响最终会通过选票来制约特朗普的行动。从特朗普胜选时候的票仓分布来看，不仅铁锈区支持他，主要农产品主产州也支持了他。然而如果贸易战真正开打，这些农业州可能转向支持民主党。主要包括德克萨斯州和爱荷华州，德州是大票仓，爱荷华州是摇摆州（奥巴马选举、特朗普选举时支持了不同的党派），这又对特朗普集团的政治选举极为关键。

图表32： 特朗普胜选时各州选票分布图



资料来源：纽约时报、美国经济分析局，华泰证券研究所

注：占比为该州该行业增加值占全美该行业增加值的比重；飞机并不属于行业分类，结合行业分类的所有名目，我们认为“其他交通工具”可以基本代表飞机的生产增加值。

如果从产业层面去分析，大豆、汽车、飞机对中国的出口依存度都较高。特别是大豆。大豆出口中国的比重占美国总出口大豆的 60% 左右，占其总产量的 1/3，而中国大豆的进口来源包括巴西、阿根廷、美国等很多国家，美国比我国对大豆的贸易依赖程度高。飞机也是如此，波音公司的年报显示，其总收入中来自中国的占比均超过 10%，2017 年达到 12% 以上。根据美国经济分析局的数据，美国很多州都严重依赖汽车产业，细分行业增加值中汽车相关行业最高的州包括：亚拉巴马州、印地安那州、肯塔基州、密歇根州、密西西比州、俄亥俄州、南卡罗来纳州。这 7 个州上次全部是支持了特朗普的。

图表33： 美国大豆出口对我国的依存度很高，单位：千公吨

	2016.09.01-2017.08.31	2015.09.01-2016.08.31
出口中国	36148.3	29855
总出口	59157	52860
出口中国占总出口	61.1%	56.5%
总产量	116920	106857
出口中国占总产量	30.9%	27.9%

资料来源：美国农业部，华泰证券研究所

注：统计期间以美国大豆销售年度(marketing year)

图表34： 美国飞机出口对我国的依存度较高，单位：百万美元

	2017	2016	2015
出口中国	\$16,338	\$14,688	\$15,579
总出口	\$142,825	\$145,985	\$142,824
出口中国占总出口	11.4%	10.1%	10.9%

资料来源：美国航空航天工业协会(AIA)，华泰证券研究所

多重博弈之下，最终仍然走向合作共赢

中美两国的贸易结构，发挥了各自的比较优势。通过以上分析，我们认为中国出口美国的产品以加工贸易为主要形式。中美贸易中，美国一方面输出了过剩原材料、废料，另一方面享有中国较低劳动附加值带来的福利。外交部发言人华春莹在例行记者会中指出，中美贸易非常可观地降低了美国家庭的平均开支负担，2015年中美经贸合作帮助每个美国家庭节省了约850美元。美国出口中国的产品则以高技术附加值的飞机、机械设备等资本品为主，与中国贸易形成了良好的互补与平衡。此外，美国还大量出口中国大豆等农产品，缓解了美国农作物的产出压力。

美国所惧怕的是“卖了产品丢了手艺”。经过我们的情景推演，最终的博弈均衡最可能是中国强化知识产权保护、进一步加快外资投资开发，同时增加购买美国产品以缩小顺差。如果贸易战不断发酵，最终经济博弈走向政治博弈，政治博弈的结果可能就是中止或妥协。

新的贸易框架下，可能促进中国制造业的分化。具有创新能力和潜力的企业成长为明日之星，而在我国掀开新一轮改革开放浪潮的情况下（今年是改革开放40周年），中国制造业2025的规划目标应能实现，未来中国制造业可能会与美国形成差异化的竞争优势（如日本汽车主打轻质、省油占据市场份额一样）。然而，这一过程可能伴随着行业的整合和企业兴衰。同时，随着中国人口红利的逐渐消失，中国的比较优势也会逐渐发生变化，劳动密集型产业可能会向其他国家如越南等地区转移，最终中美贸易逆差会自然地缩小。

风险提示

1、贸易战进程超出市场预期

如果美国对华鹰派人士不断影响美国政界，或特朗普迫于选举压力，进一步升级贸易战预期，那么贸易战进程可能会超出我们预期，对全球资本市场风险偏好和全球经济复苏进程进一步带来负面冲击。

2、全球贸易保护主义的抬头

从英国脱欧开始，世界出现了“逆全球化”的浪潮，背后的经济原因可能是经济增速下滑、金融危机的滞后影响以及收入分配差距的扩大，这会呼唤保护主义和强人政治，在贸易战的预期下，如果出现与逆全球化思想的重叠，可能会出现其他国家纷纷开始贸易保护的情况，反过来提高贸易战发生的概率。

3、第三方不确定力量的参与

在我们的分析中，主要假设中美之间的博弈，但如果加入了第三方不确定性力量，比如朝鲜，那可能对博弈走向产生较不确定性的波动，因相关信息太少无法评估，所以我们特别提示这种风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com