

2025年7月18日



中航证券有限公司
AVIC SECURITIES CO., LTD.

如何理解当前的逆全球化趋势（一）

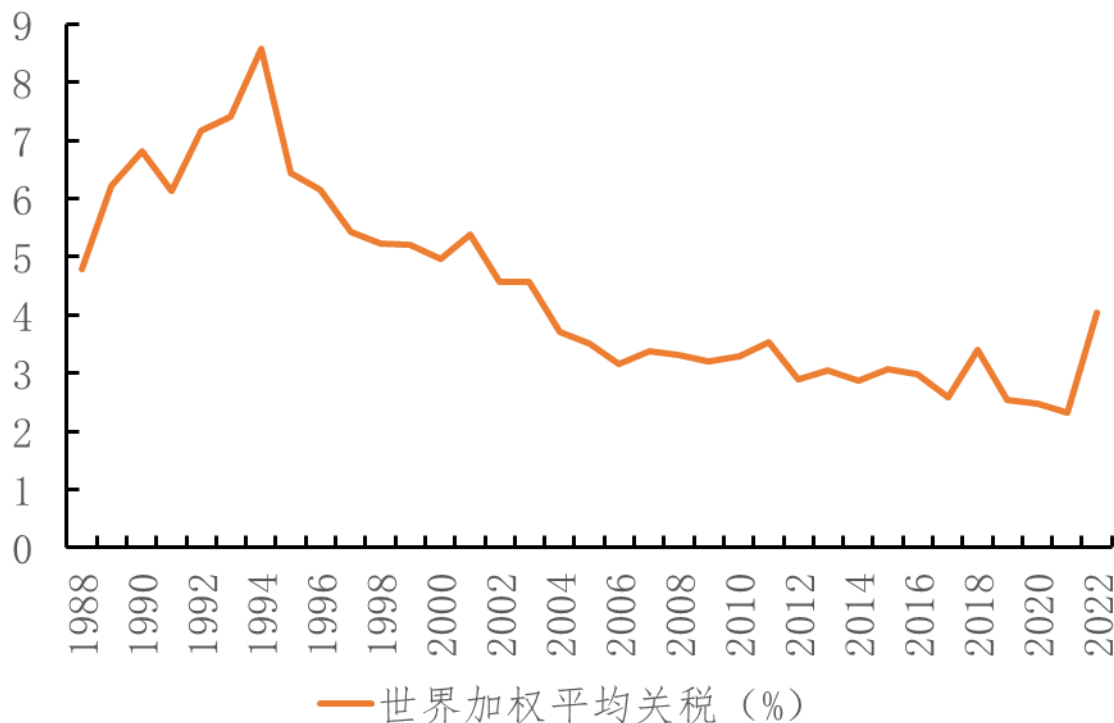
刘庆东 分析师
SAC执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

二战之后的全球化

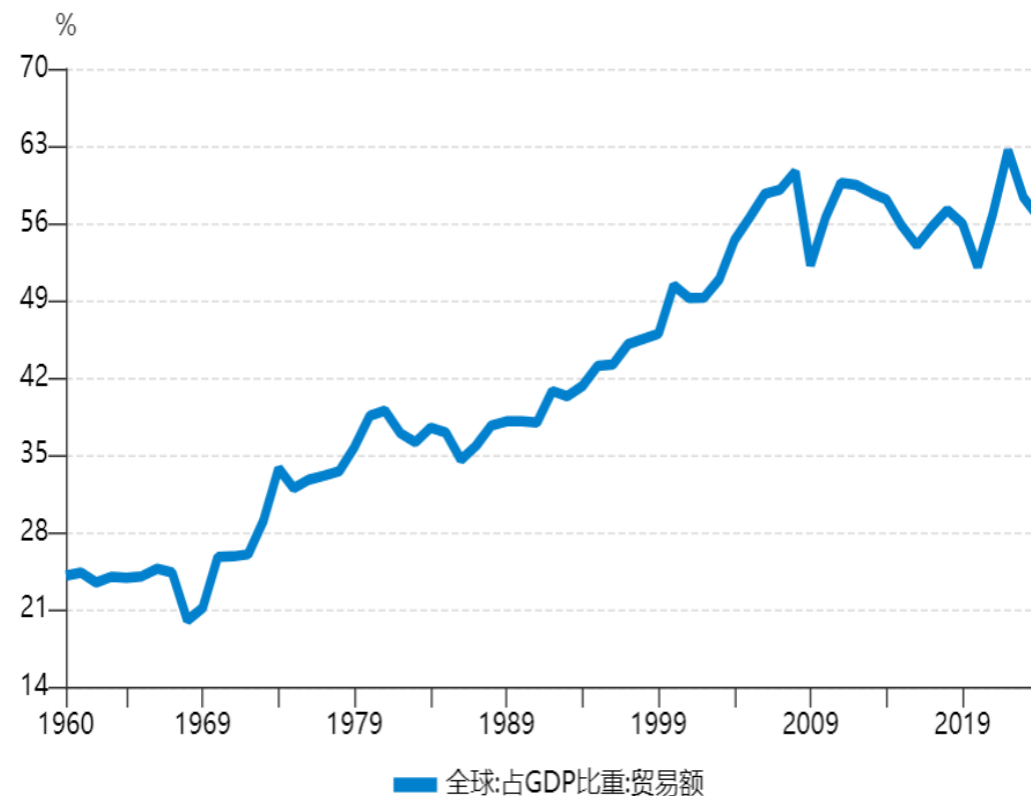
二战之后持续全球化开启，冷战之后全球化进一步加速



- 对于二战前曾出现过的全球化浪潮，基于不同的衡量尺度，当前存在着从大航海时代到一战前或工业革命到一战前等不同的划分标准。抛开二战之前不谈，二战结束至今，全球化整体上持续推进并大幅提升是不争的事实，换言之，二战之后，全球实际上整体处在一波持续了近80年的全球化浪潮中。对这80年进一步细分，又可分为前40多年冷战时期的全球化和苏联解体至今30多年美国单核主导下的全球化。
- 苏联解体、苏东剧变之后，在将大量原实行计划经济体制的经济体纳入美国主导的全球经济体系之后，在美国的推动下，全球化水平快速上升。在WTO（1995年成立）等贸易组织的推动下，全球关税水平自上世纪90年代开始一路下行，截止2022年全球加权平均关税为4.04%，较1994年下降了约一倍，此外，全球贸易占GDP的比重也在冷战后不断上升，截止2024年达到56.6%，较1991年的37.9%大幅提升。
- 虽然冷战结束至今全球化整体大幅推进，但并非逐年匀速进行。2008年之后，金融危机影响之下，各国基于本国利益重新审视贸易政策，贸易保护主义抬头，自冷战结束之后快速推进的全球化步入了平台期。一方面，全球平均关税虽然维持低位，但非关税贸易壁垒的运用更加频繁，另一方面，全球贸易额占GDP的比重也自2008年之后出现波动，整体上结束了单边上行的趋势。



数据来源：macrotrends，世界银行，中航证券研究所



数据来源：Wind，中航证券研究所

美国和中国分别扮演全球贸易的核心需求方和核心供给方



- 二战结束之后，美元成为国际货币，美国以其在体量上占据绝对优势的工业为依托，向全球出口工业品，成为最大的顺差国。布雷顿森林体系瓦解之后，黄金美元体系被信用美元体系取代，全球形成了依托于信用美元的贸易循环，美国逐步成为全球最大的逆差国。
- 改革开放之后，特别是2000年加入WTO之后，中国工业体系全面与世界接轨，迅速发展为全球最大的工业品输出国和贸易顺差国，在国际贸易体系中扮演核心产品供应方，与美国扮演的核心产品需求方相对。

1948年以来全球主要地区和经济体贸易差额（单位：百万美元）

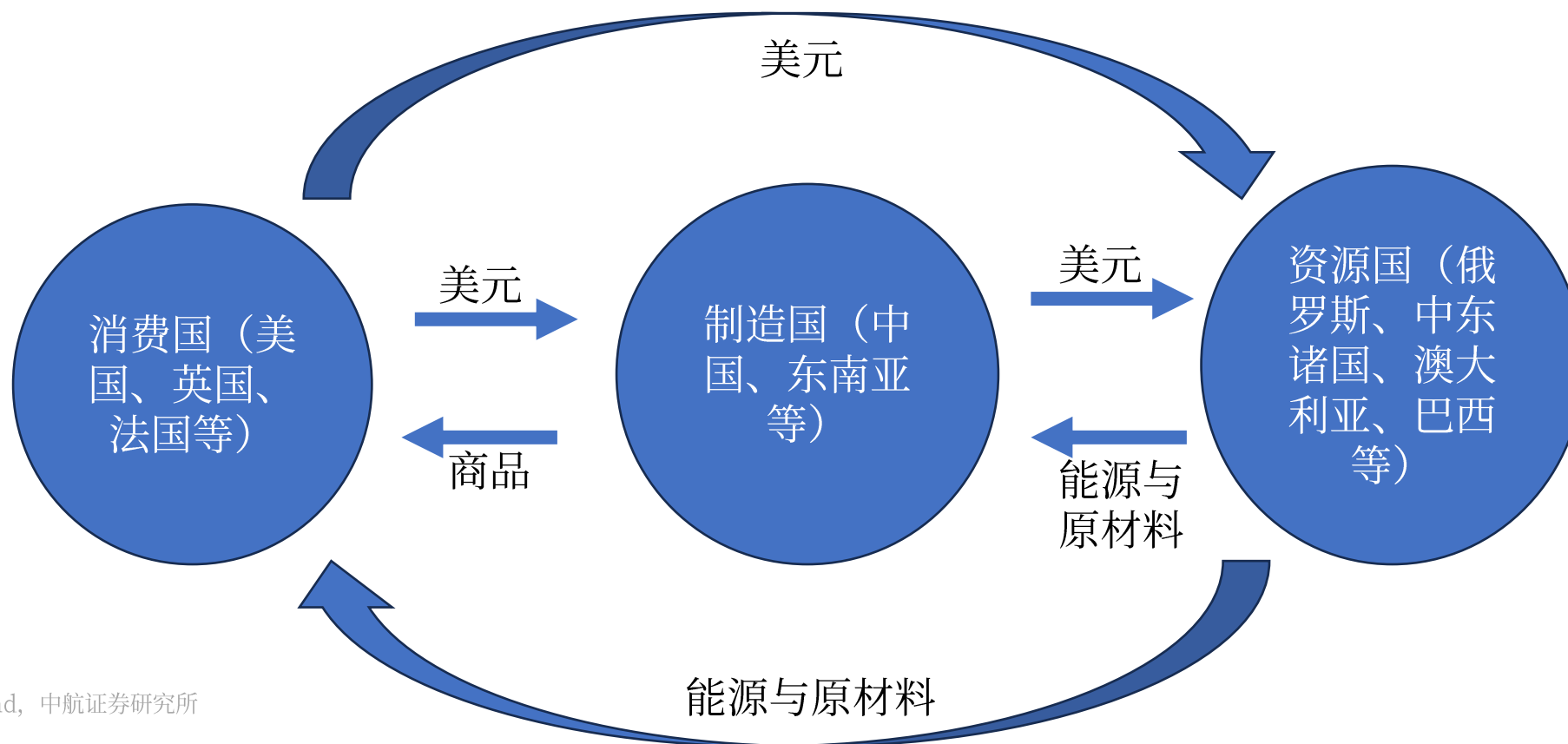
	1948	1958	1968	1978	1988	1998	2008	2018	2024
北美	5034	1356	-491	-38359	-133356	-254770	-846219	-968335	-1300864
美国	4572	1749	-1287	-40199	-137116	-202215	-882045	-950239	-1294139
欧盟（2020年成员国）	-5144	-2191	-3883	-20296	19540	85329	-112376	240938	281128
北欧	-2852	-2331	-5474	-11069	-36126	576	-41287	-105227	-132251
英国	-1765	-1240	-3499	-7926	-44286	-47280	-173594	-186610	-303132
西欧	-3814	-113	983	3921	48301	107307	220193	290738	352986
德国	-	-	-	-	-	72206	261194	276186	258344
法国	-1445	-537	-1374	-3769	-15182	12860	-100555	-94219	-109383
南欧	-1155	-1916	-3872	-17892	-46070	-42889	-316019	-76114	-118254
意大利	-462	-642	-99	-406	-10692	27336	-19171	46286	59253
东欧	346	-56	708	-4958	10460	-17452	65191	171821	80440
俄罗斯	-	-	-	-	-	16429	179745	195058	122634
东亚	-603	-669	-1189	14562	81372	184802	289718	390791	1008411
中国	133	219	272	-1176	-7752	43407	298126	350947	989531
日本	-426	-160	-16	18289	77478	107451	18878	-10344	-35579
韩国	-187	-364	-1006	-2250	8885	39031	-13267	69637	51842
东南亚	-353	-202	-1483	1150	-872	43877	50718	20824	65776
南亚	368	-465	-716	-9712	-10298	-16419	-112142	-225376	-296259
印度	-131	-427	-809	-1194	-5868	-9543	-126203	-186386	-258295
西亚	-487	865	1450	27084	-6216	-30385	284547	333154	108590
沙特	203	615	1391	20313	2593	8809	198328	157309	73322
伊拉克	-135	258	635	6851	-659	-483	28714	39944	15713
阿联酋		-141	150	4467	3513	1249	38913	143277	64560
科威特		720	828	5830	1516	935	62617	36075	37665
拉美	103	-739	-1012	-8916	12157	-59923	-22924	-56285	-28247
非洲	-660	-1440	1797	-6389	-19542	-27960	66635	-78054	-98098
大洋洲	366	-508	-1019	-1802	-2509	-10448	-22454	16433	40483
澳大利亚	308	-352	-840	-1151	-2862	-8737	-13016	21712	45022
中亚						427	36568	23809	2715

数据来源：UNCTAD，中航证券研究所

“资源国-生产国-消费国”的全球贸易循环

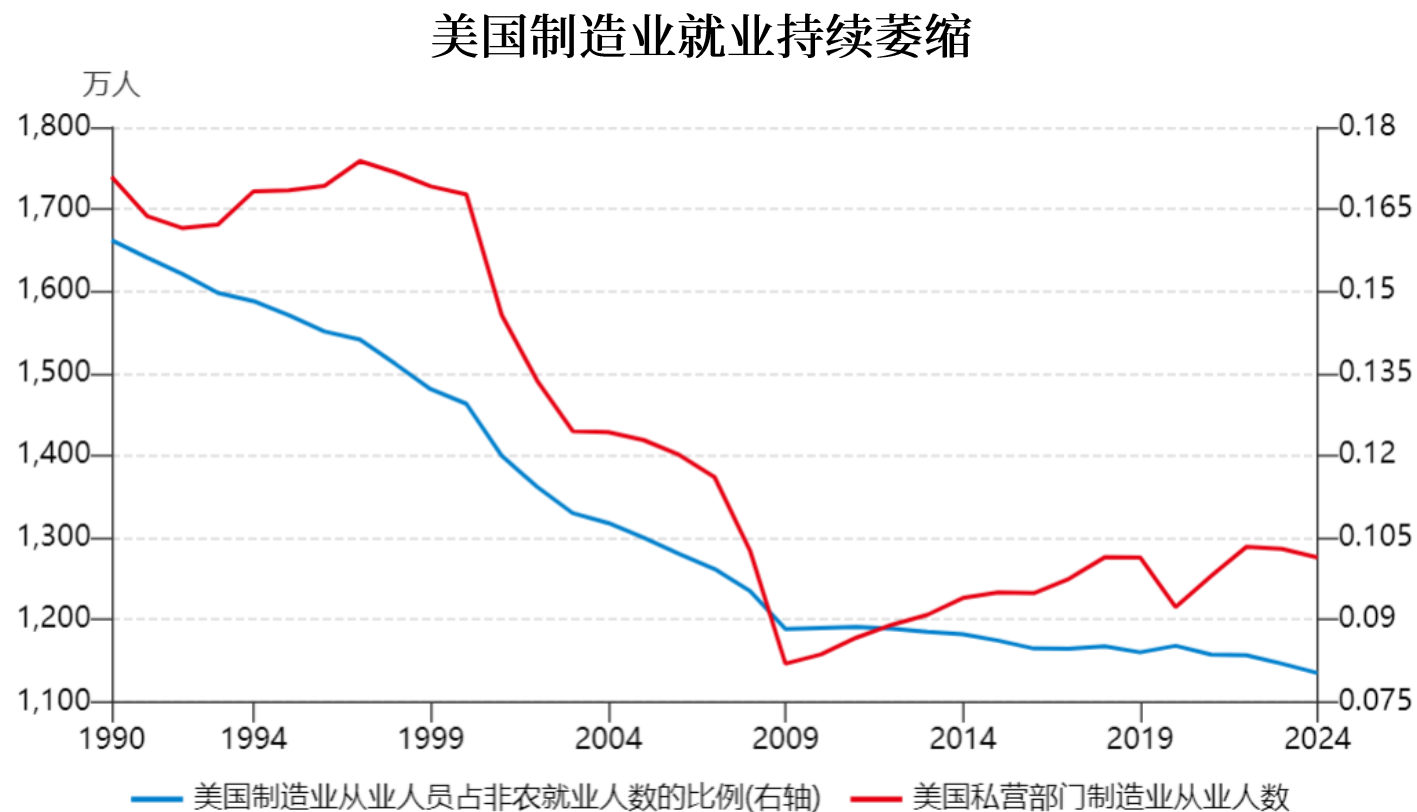


- 作为全球核心生产国的中国和作为全球核心消费国的美国，再加上全球主要原材料输出国以及其他次要生产国和消费国，就构成了冷战结束之后的全球“资源国—生产国—消费国”贸易循环体系。
- 在这一体系中，资源国（如中东产油国）出口大宗商品并以美元计价结算，积累巨额石油美元；生产国（以中国为首的东亚国家）进口原材料加工为制成品，向以美国为主的消费国出口换取美元顺差，再通过购买美债等资产使资本回流美国；消费国（美国）凭借美元储备货币地位持续吸纳全球商品与资本，维持低通胀与高消费，同时通过发行国债支撑贸易赤字。



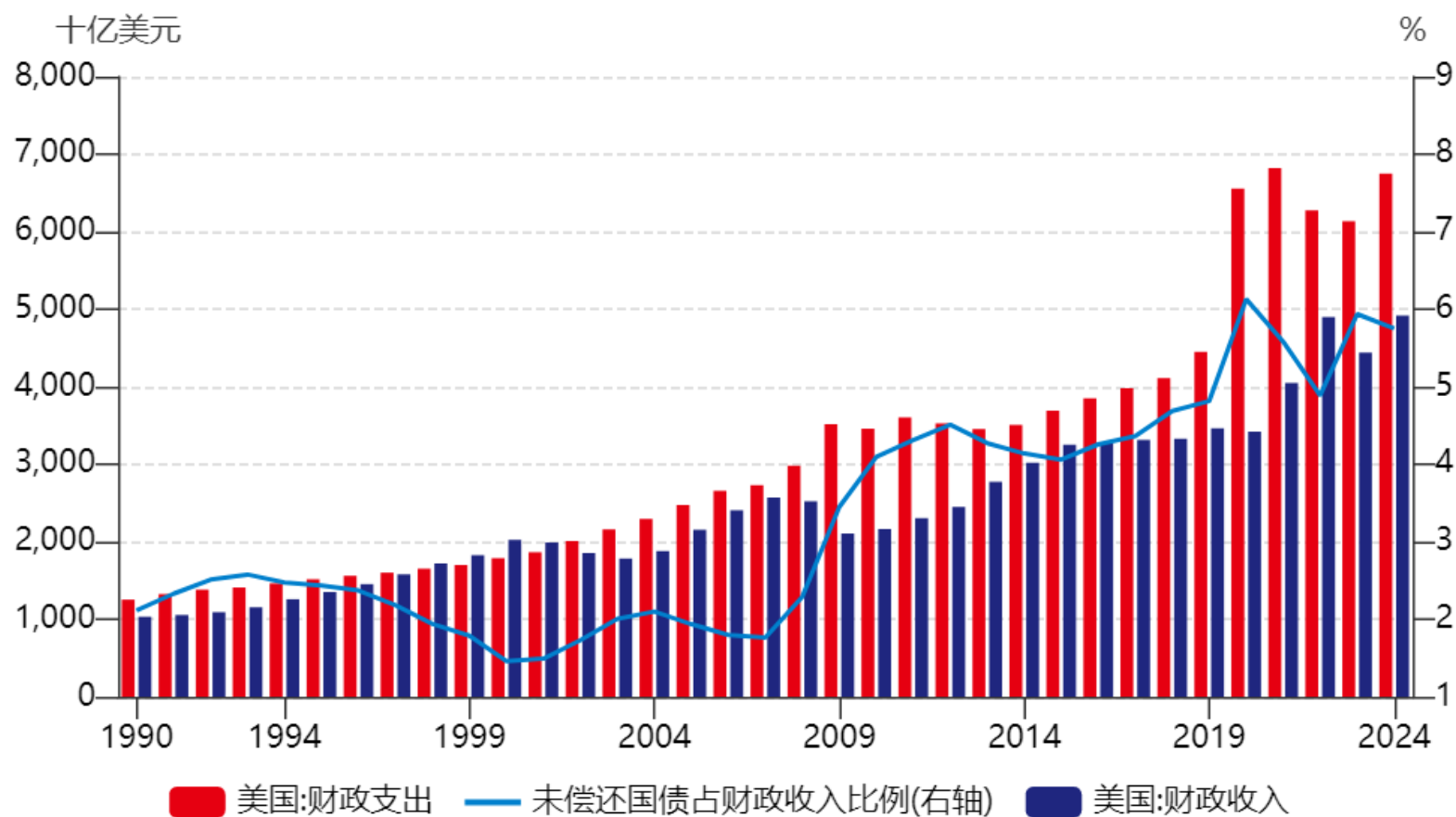
美国视角：为什么单方面开启贸易战

- **去工业化的问题：**美国制造业岗位和依托于制造业的服务业岗位的持续流失，民众不满日益提升，同时，随着去工业化的推进，美国的“国家力量”持续衰弱。
- 在写于去年11月的报告中，斯蒂芬·米兰（目前已任职白宫经济顾问委员会主席）直白表示，如果美国没有生产武器和国防系统的供应链，国家安全就无从谈起，他同时引用了特朗普的过往言论以加强自己的观点，即“如果没有钢铁，就没有国家”。



数据来源：Wind，中航证券研究所

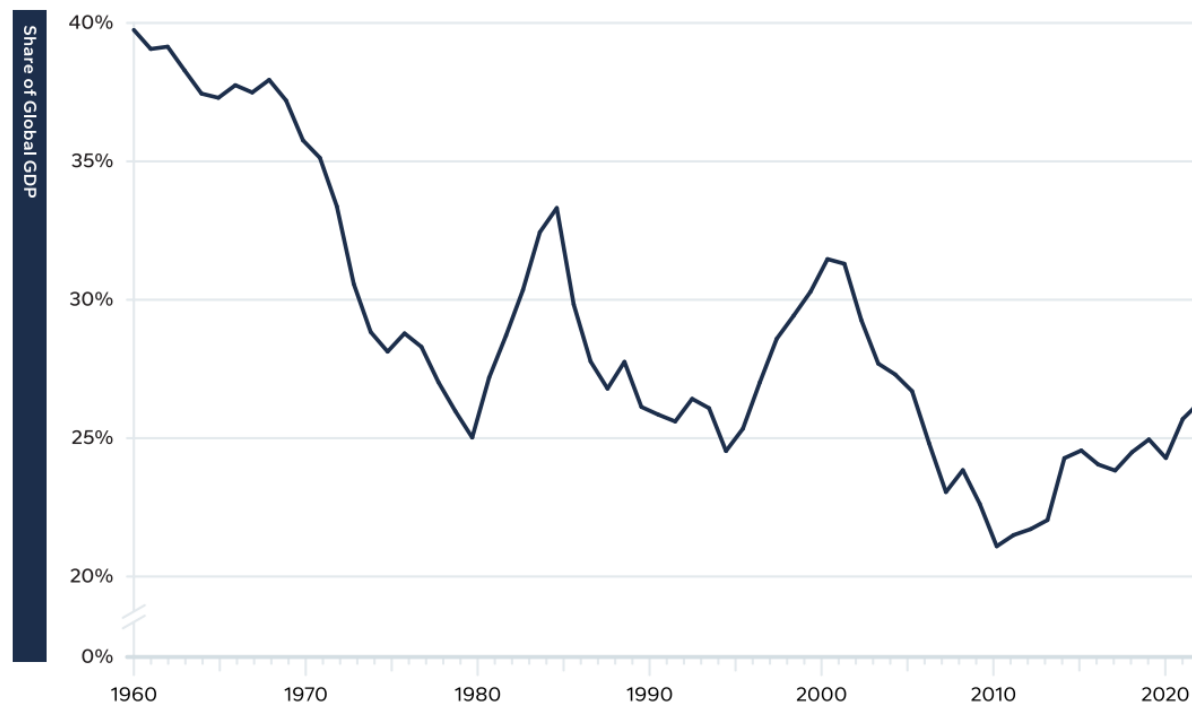
- **财政杠杆过高的问题：**在长期的双逆差下，美国联邦政府的杠杆率持续攀升，逐年增大的债券利息负担使得美国财政愈发不堪重负，对美国的财政能力形成持续的侵蚀。



数据来源: Wind, 中航证券研究所

- 本届特朗普政府的主要成员，包括财政部长贝森特、白宫贸易与制造业高级顾问纳瓦罗以及特朗普本人在内，均在不同场合表达过对长期强势的美元损害美国制造业在全球的竞争力、导致美国长期维持高额贸易逆差的不满。
- 美国当权的政治精英看来，当前美国面临着“不公平”的国际经济秩序：为了维持全球贸易，美国不得不长期维持较低的关税，通过巨大的贸易逆差向全球注入美元，在这一过程中，美国持续扩大贸易赤字，为其他国家持有的美元提供美国债券作为稳定的投资产品。在整个美元循环的过程中，全球对作为储备资产的美元的刚性需求令美元长期估值过高，损害美国工业部门利益，这实际上是美国长期以“牺牲”自身为代价来维持全球经济繁荣的一种十分“不公平”的国际经济秩序。

- 美国当权政治精英认为，随着全球经济的发展，美国经济占全球经济的比重持续下降，这也就意味着作为国际货币的美元，其价值高于美国自身贸易因素所决定的“合理”的价值越来越多（即特里芬困境愈发严重），美国国内工业部门因过高的美元所承受的损失已经大于作为国际货币的美元为美国带来的收益。
- 或者也可以这样理解，**因为美元被高估而持续蒙受损失的民众和商业资本的声音目前已在美国国内压倒了持续受益于美元国际货币地位的民众和商业资本的声音，这种趋势被以特朗普团队为代表的美国政治精英捕捉到之后，即开启了美国自2016年以来的明显政策右转序幕。**



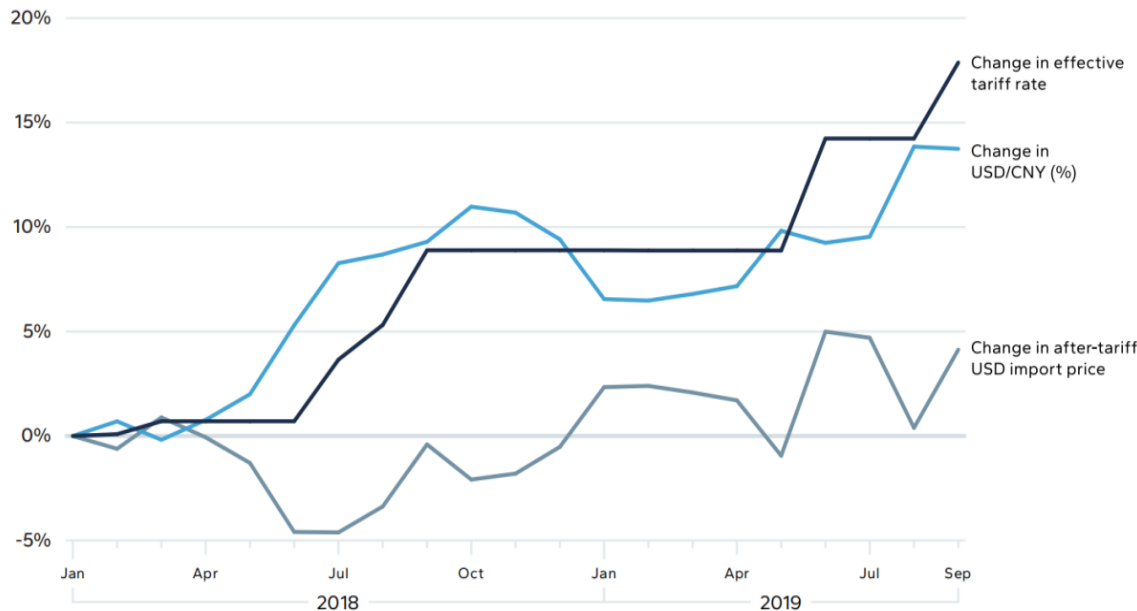
- 首先，美国当权政治精英认为，美国对世界各国总体上较低的关税税率本身就是导致其经常账户逆差持续高位的重要原因之一，因此美国当权政治精英认为永久性地，或者在一个较长时间内，提高美国对外的整体关税，是美国实现贸易平衡、遏制美国国内工业颓势的第一步。斯蒂芬·米兰认为，美国的这种全球最低的实际关税，是当年美国为协助各国在二战后的重建工作以及在冷战期间与盟友建立联盟关系而形成的。时移世易，如今美国必须将自身“独立”承担的维持全球化的压力向自身的盟友和贸易伙伴进行分摊。
- 其次，美国当权政治精英认为，在美国对全球贸易体系进行重构的过程中，关税作为一个好用的“大棒”，能够很好地起到逼迫美国的盟友和贸易伙伴配合美国相关政策的目的。

美国政府认为对于全球贸易体系的重塑，关税这一工具将起到“巨大作用”

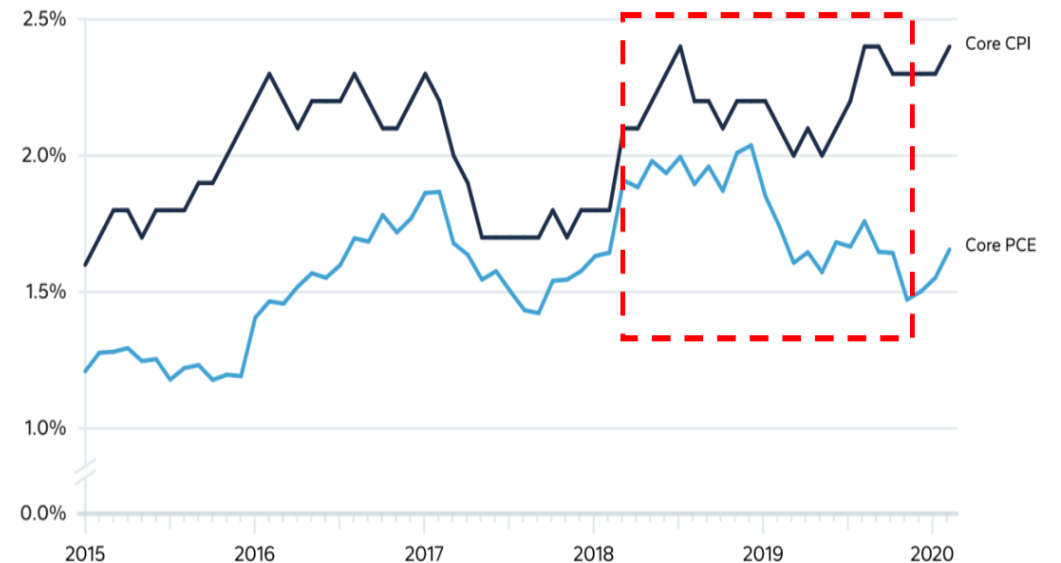


- 值得注意的是，从美国当前政治精英的视角上看，美国的这种关于其他国家在关税“大棒”的威胁下会主动配合美国完成全球贸易体系重塑的设想并非完全空谈，而是已经有了一个相对“成功”的例子，即特朗普第一任期时爆发的中美贸易争端。
- 上一轮贸易冲突中，中国贬值了人民币“吃进”了关税影响，美国通胀几乎未受影响，同时，中国也与美国签订了从2020年1月1日至2021年12月31日两年内，确保在2017年基数之上，扩大自美采购和进口产品和服务不少于2000亿美元的让步性协议。

上轮贸易冲突中国通过贬值人民币“吃进”了美国加关税的影响



上轮中美贸易冲突美国通胀几乎未受影响



- **第一阶段，提升美国的总体关税水平。** 本届政府对全球贸易体系重塑的第一个步骤就是总体上提高美国对所有国家的关税，这一点目前看已经初步完成。
- **第二阶段，对美国与各国间关税进行“精细调整”，尽量实现“货币抵消”的同时解决财政危机。** 美国在此阶段的最可能的政策组合是：其一，美国国内将继续实行减税降费、扩大供给端的政策，特别是刺激能源产业复苏，能够在一定程度上减轻加关税后美国国内面临的通胀冲击；其二，美国将综合运用关税和除关税外的其他手段，如安全保护承诺等向自身的所有贸易伙伴施以大小不一的压力，以促使外贸伙伴的货币主动对美元贬值，从而通过“货币抵消”（currency offset）的方式最大程度上降低关税对美国通胀的推升（目前看这一目标未实现，美元指数4月以来持续走低）。
- **第三阶段，美元适度贬值，重塑全球贸易体系。** 即通过美元对主要货币的较大幅度贬值（具体形式被设想为与当年“广场协议“类似的”海湖庄园协议”），让美国制造业重拾在全球范围内的竞争力，一举解决美国的去工业化和财务杠杆高企的问题。

- **对美国当权政治精英核心政经思路和框架的理解具有中长期意义。**我们当前很可能并非单纯处在美国某个个性独特的总统的“特别时期”，而是很可能也同时处在一个“新”的更加孤立主义的美国的诞生序章中。
- **未来几年，美国可能会频繁使用各类“超常规”工具。**除关税外，利用安保承诺、利用国际金融系统的准入权、对持有美国国债的国家收“管理费”等超常规同时突破过往“惯例”的手段有不小的可能会在未来几年陆续出现。
- **未来几年全球贸易体系和金融体系的动荡将明显加强。**在美国当权政治精英的规划中，未来几年都将进入与包括中国在内的全球各国的高密度博弈期。特别是未来一段时间内，对关税的反复谈判，尤其是与中国和欧盟间的关税谈判，将使得全球贸易体系始终处在不确定性偏高的状态中。

美国当权政治精英核心政经思路和框架推测

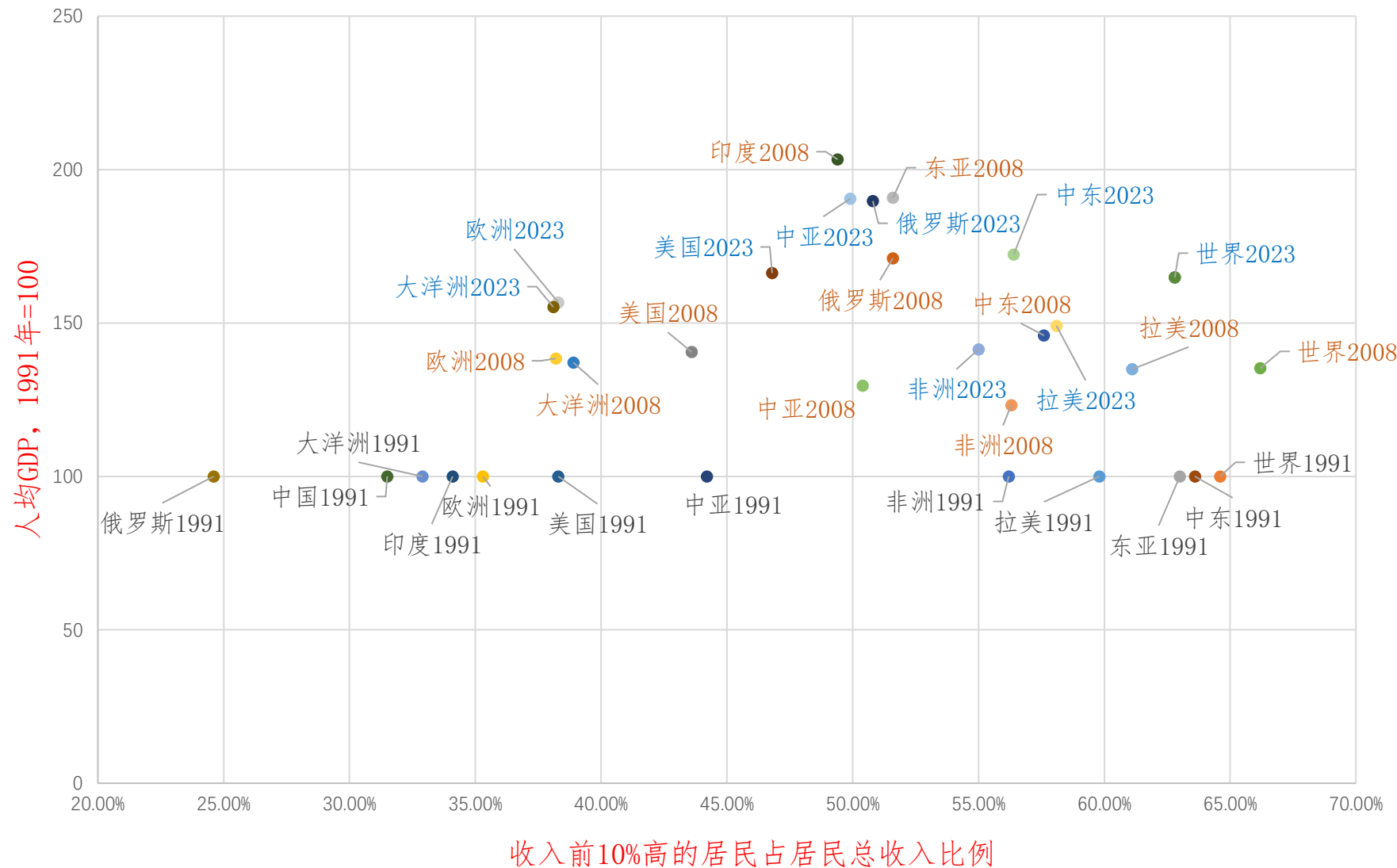


逆全球化趋势展望

逆全球化的内在必然性：全球化在促进全球经济增长的同时，使得众多地区收入不平等加剧



- 苏联解体之后由美国主导的全球化，确实很大程度上促进了世界经济的总体增长，尤其是中国、印度等国，受益最为明显。
- 在全球经济受益于全球化而实现增长的同时，全球化也导致了一些国家和地区收入不平等的情况加剧。俄罗斯、印度和美国等国自1991年以来收入不平等的加剧，能够在很大程度上解释这三个国家近些年民粹主义的盛行，对全球地缘稳定提出了新的挑战。



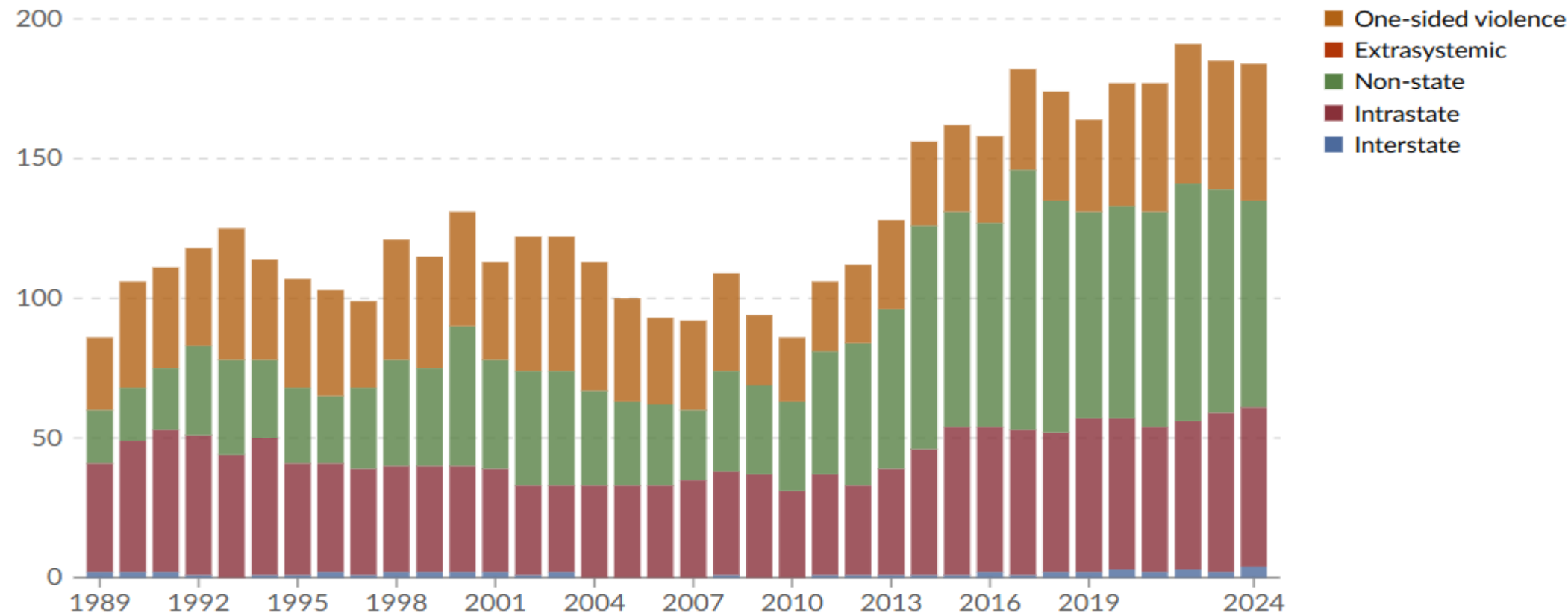
数据来源：World Inequality Database，中航证券研究所（注：中国2008年、2023年，东亚2023年以及印度2023年人均GDP数据因远超其余地区，出于图像可观察性未列出）

- 从全球关税税率和贸易占世界GDP的比重看，冷战结束之后的一轮加速全球化到2008年金融危机时已经遭遇瓶颈。2008年之后，虽然由于全球央行的历史性宽松，逆全球化的倾向受到阶段性遏止，但以美元霸权支撑的“资源国-生产国-消费国”的全球贸易循环体系的内在矛盾进一步强化。
- 2016年特朗普“爆冷”上台，标志着美国国内对冷战后的全球贸易循环体系不满情绪较重的孤立主义政商群体正式步入美国权力顶层，具有历史性意义。2024年特朗普再次当选，其实际的权力范围更胜第一任期，站在当下回头看，特朗普在2020年的败选，很大程度上是其对疫情处置不力之下的意外。
- 在未来相当长的时间内，美元国际储备货币的地位仍较难动摇，但在美国有较大可能出现持有“特朗普主义”的政府长期执政下，叠加全球化带来的众多地区因贫富分化加剧导致的民粹主义逐年抬升，逆全球化大概率将由目前的一种“叙事”做实为中长期趋势。
- 中短期看，与上一轮贸易摩擦时相比，当前中美经济周期相对位置对中方更加有利，中方本轮内部对冲政策储备足、空间大，并且中国在新一轮人工智能科技产业革命浪潮中处于领先水平，综合对比来看，预计中国在本轮贸易冲突中具备明显的博弈优势。本轮冲突结束后中国有望在全球地位再上台阶，中国资产估值有望系统性提升。



➤ 冷战后的一段时间，在美国主导下的全球化快速推进，全球进入了相对和平发展期，地缘冲突有所缓和，全球地缘冲突数量下降。2008年全球金融危机之后，伴随着全球化推进停滞，全球范围内地缘冲突数量上升（近些年的俄乌冲突等均是其中代表）。当前时点往后看，若逆全球化继续持续，不排除全球地缘冲突数量进一步上升的可能，对投资安全提出了新的挑战。

历年全球冲突数量

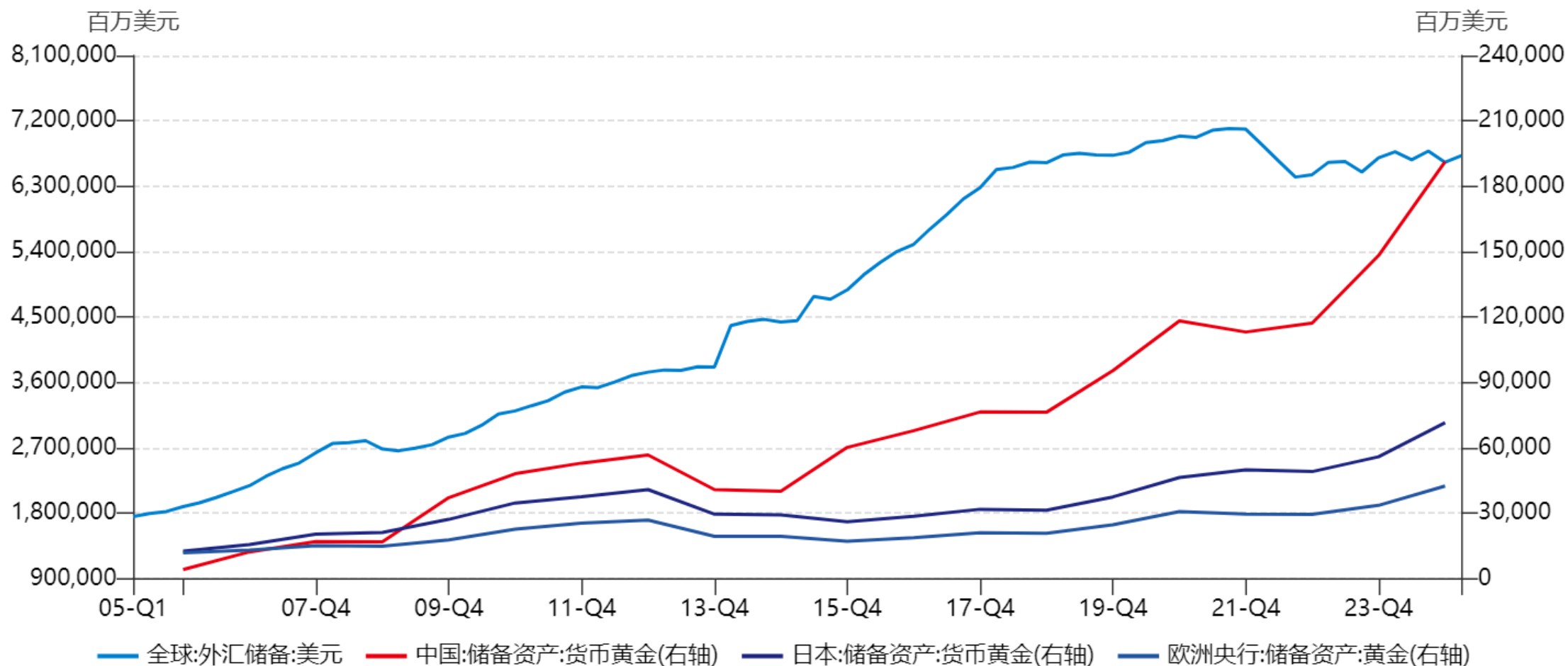


数据来源: ourworldindata.org

逆全球化时代的趋势：全球去美元化将持续



- 特朗普政府最初宣称的政策目标至少包含三个，即减少贸易逆差、促进制造业回流和缓解美国财政压力，此外，特朗普本人及核心团队成员也在不同场合表示其实现目标的过程中并非放弃美元的霸权地位。当前时点看，“大而美”法案的推出标志着特朗普政府已阶段性放弃缓解财政压力的目标，而单边加征关税和推高美国政府负债，又使得美元持续贬值，截止目前美元指数已跌至100以下。长期看，逆全球化时代，在美国对内财政加杠杆和对外收紧贸易政策的双重影响下，去美元化趋势将持续。



数据来源: wind, 中航证券研究所

- 突发地缘政治事件
- 全球经济超预期走弱

研究团队介绍:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

我们设定的上市公司投资评级如下:

买入	: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
增持	: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅5%~10%之间。
持有	: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
卖出	: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

增持	: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性	: 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持	: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。