

缘何特朗普难阻美国贸易逆差飙升

❖ 2018 年美国贸易逆差创下十年新高，特朗普推行贸易保护主义政策事与愿违。

自 2018 年初以来，特朗普政府以“美国优先”为口号，在全球范围内推行贸易保护主义政策，对欧洲国家、加拿大、墨西哥、特别是中国加征进口关税。从特朗普竞选到执政期间，一直誓言要通过重新谈判自由贸易协定纠正不公平的贸易关系，从而减少美国的贸易逆差。然而，最新发布的美国贸易数据显示他的政策恰恰事与愿违。美国商务部公布的数据显示，2018 年全年美国整体贸易逆差上升 12.5% 至 6,210 亿美元，创 2008 年以来新高，主要归因于去年美国国民收入增加拉动进口消费，以及企业担心美国向中国进口货品再征关税而囤货，导致进口需求走强。

❖ 2018 年底美国出口下跌。美国商务部于 3 月 6 日公布的数据显示，去年 12 月的出口较 11 月微跌 1.9%，进口则录得 2.1% 增长。美国出口主要受原油和其他石油产品拖累，电脑、手机和其他家用电器则拉动其进口增长。去年 12 月商品及服务贸易共录得 598 亿美元贸易逆差，较 11 月的 503 亿美元上升 18.8%。12 月商品逆差亦大幅上升 12.4%。

❖ 为何特朗普的贸易保护主义政策未能缩减美国贸易逆差？

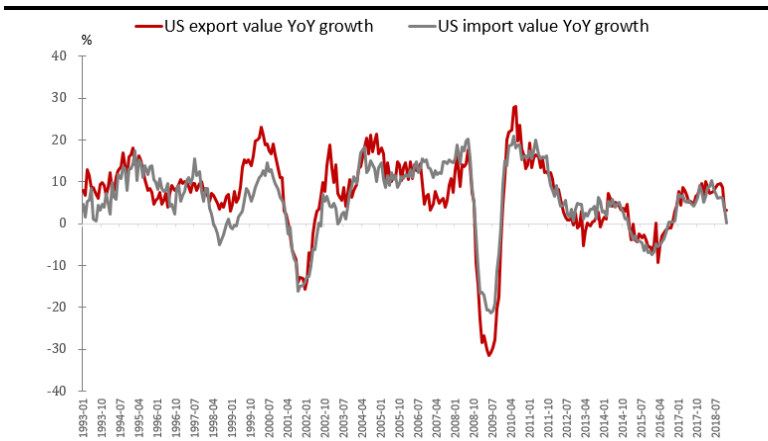
- 1) **特朗普无法凌驾于经济定律之上。**对开放经济体来讲，一个国家的贸易平衡不仅与贸易本身有关。贸易平衡等于国外净投资，意味着净出口等于储蓄减去投资（净出口=储蓄-投资）。自上世纪 70 年代，由于美国公共债务和私人债务迅速增长，美国的储蓄与投资差距显著扩大，也意味着有同等数量的美元与美国国债在美国之外被增持。换句话说，当前的国际货币体系和经济格局决定了美元和美债的强劲需求，美国贸易逆差有增长的系统倾向。此外，美国资产对外国买家来说依然是最安全的选择之一，具有相当的吸引力，这也将扩大贸易逆差。
 - 2) **强劲经济和强势美元让美国人愿意花钱在更多进口产品上。**尽管贸易逆差不断扩大会带来风险，但贸易逆差扩大并不一定反映经济疲弱，有些情况下恰是因为消费者的消费能力和意愿支持其购买大量进口商品。鉴于就业市场强劲，且美元相对其他货币走强，美国消费者在 2018 年对进口产品的支出增多。从这个意义上说，贸易逆差攀升反映了美国经济的强劲增长。
 - 3) **资本流动的作用常常被忽略。**由于贸易余额大致与国外净投资相等，为缩减贸易逆差，美国应增加对外投资并控制资金（特别是投机式资金）大量流入美国。但恰恰相反，特朗普提倡大规模减税，吸引了更多外国投资进入美国。
- ❖ **特朗普对中国采取强硬姿态，并不会有助缩减美国贸易逆差。**尽管特朗普对中国商品提高了进口关税，但美国对华贸易逆差在 2018 年继续上涨 11.6% 至 4,192 亿美元的历史新高。实际上，向一个国家征收关税，只会将美国进口来源转移到其他具备相似比较优势、但不受关税影响的国家和地区，并无法有效减少美国的总体贸易逆差。作为特朗普最喜欢谈论和引用的经济数据之一，美国贸易逆差不但没有收窄反而飙升至 10 年来新高，是对特朗普以“收窄贸易逆差”为旗号的贸易政策的一次重大打击。至少，特朗普无法再继续利用该数据去获取美国国内对其贸易政策的支持。通过国内政策控制消费、美元相对其他货币贬值、或是对资本流入加税控制等条件下，美国的贸易逆差才可能收缩；对单一国家加征关税只会改变进口来源，对于缩减贸易逆差的直接作用甚微。

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

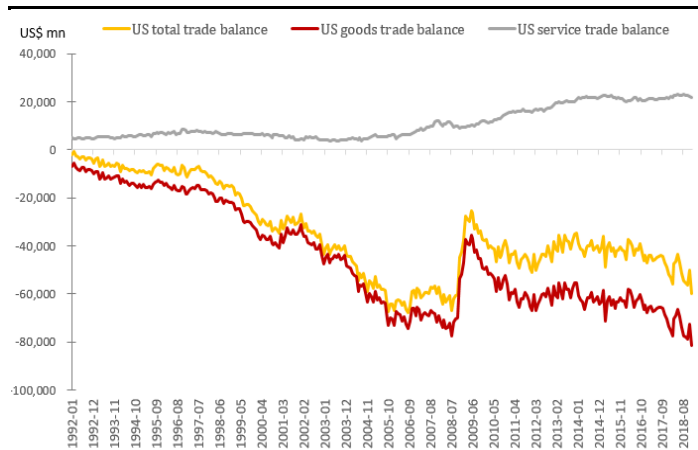
邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

图 1：2018 年四季度美国出口连续下跌



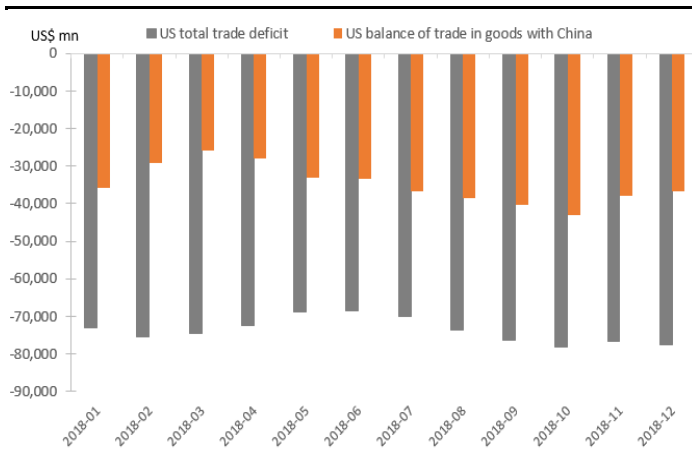
资料来源：彭博、招银国际研究

图 2：美国商品和服务贸易顺/逆差



资料来源：美国商务部、招银国际研究

图 3：美国的商品贸易逆差总额和对中国的逆差



资料来源：美国商务部、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。