

特朗普敵意撼動自由貿易基石

特朗普強調“公平貿易”的背後

1月30日美國總統特朗普發表任內首份國情咨文，將美國描述為全球自由貿易體系的受害者。他表情誇張地宣稱“不公平的貿易協議”犧牲了美國的繁榮，搶走了美國的公司、職位和財富，表示美國的“經濟投降時代”已經終結。特朗普此前多次威脅推翻現有的貿易協議，重塑所謂互惠和公平的貿易體系。

美國總統用上“公平貿易”這個詞，本身就值得玩味。這讓我想起2003-2004年參加亞太經合組織工商諮詢理事會議（ABAC）期間，親身經歷的場景。來自發展中國家的代表曾鏗而不捨地提出，在年度文件關於自由貿易的表述中加上“公平貿易”的字眼，即“自由而公平的貿易”（free and fair trade）。而強烈反對加入“公平”一詞的就是美國代表，作為全球經濟治理架構中的老大，美國表現出的對自由貿易信念的堅持，至今仍讓我印象深刻。長期以來，美國就是自由貿易的主要倡導者，正是由於其在全球貿易機制中作為主要規則制定者的獨特角色，現有貿易協議的主流表述一貫是講自由貿易，而不提公平二字。因此，當特朗普將美國過往的貿易政策標籤為“經濟投降”時，我的感觸頗深。今天，美國式道路的自信徹底喪失了，特朗普對現存貿易協議充滿敵意，這無疑將對全球貿易體系產生深遠的影響。特朗普的“新美國時刻”（New American Moment）對全球自由貿易體系而言，可能將是一個艱難時刻。

全球化的歷史視角

從歷史上看，以自由貿易為核心的全球化進程，從來就不是一帆風順的。現代語境下的全球化，源于1850年到1914年以歐洲為中心的跨大西洋經濟貿易形態，其特點是依托殖民地體系的自由貿易和市場開放。英國因此成為世界中心，在全球推廣其經濟、政治和文化體系。1780年之後，全球貿易分工進入專業化時代。1914年以後出現了“去全球化”潮流，兩次世界大戰重創全球貿易，政治孤立主義、經濟保護主義等成為主流。戰後兩大陣營內的經濟交往出現恢復勢頭，在兩個世界出現割裂的全球化進程，西方陣營的關貿總協定（GATT）成為自由貿易的基石。1991年冷戰結束後，特別是WTO為核心的多邊貿易體系形成之後，全球貿易得到空前發展。中國加入WTO之後的十幾年間，全球化進程達到頂峰。

不過，源于戰後西方陣營的全球化走到今天，也出現了很多問題。WTO多哈回合談判陷入僵局，各種雙邊和多邊貿易協議使得WTO機制逐漸被邊緣化；貿易不平衡問題困擾各國政府，保護主義抬頭；中國的崛起對美國主導的全球治理體系提出了挑戰；美式的政治、經濟、文化和制度的示範效應逐漸減弱，金融危機引發的挫敗感增強。在這種背景下，民粹主義興起，轉而委過于人，對象就是其它國家和全球貿易體系。

特朗普對華態度轉趨強硬

特朗普上臺之後，中美之間的對話機制幾乎陷入停滯狀態。由前財長保爾森推動的中美戰略與經濟對話（Strategic and Economic Dialogue）是奧巴馬總統任期中美之間的主要對話機制。特朗普上臺後將其修改為中美全面經濟對話（Comprehensive Economic Dialogue）機制，但只在去年七月召開了一輪會議就中止了。雖然今年中方提議重啟該項對話機制，特朗普却似乎沒有這種意願。另一個有趣的現象是，本屆美國政府一反常態對於人權、意識形態等價值觀議題幾乎置之不理，基本上都在經濟貿易關係上做文章，刻意將自己描繪成自由貿易的受害者。這些都是中美經貿關係中值得關注的重要變化，說明特朗普基本上已將執政團隊中的技術官僚晾在一邊，一意孤行，固執己見。在沒有專業團隊制約的情況下，中美之間出現貿易爭端的可能性大大提高了。

丁安華，首席經濟學家

電話：(86) 755 8319 5106

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

特朗普當選後一直採取實用主義立場，中美經貿關係時好時壞、亦敵亦友。去年8月，特朗普就授權貿易代表對中國是否侵犯了美國的知識產權展開調查，稱如有必要就對中國產品啓用301條款；年底，美國商務部宣布，將針對來自中國的普通合金鋁片自發開展反傾銷與反補貼稅的雙重調查。一般而言，反傾銷往往由企業發起，再由政府部門進行調查和裁定，可見本次由美國商務部自主發起的調查本身就體現了美方希望在貿易層面限制中國的意圖。今年初，美國宣布將對進口太陽能板和大型洗衣機實行保護性關稅政策，而中國是美國光伏產品進口的主要來源國之一。

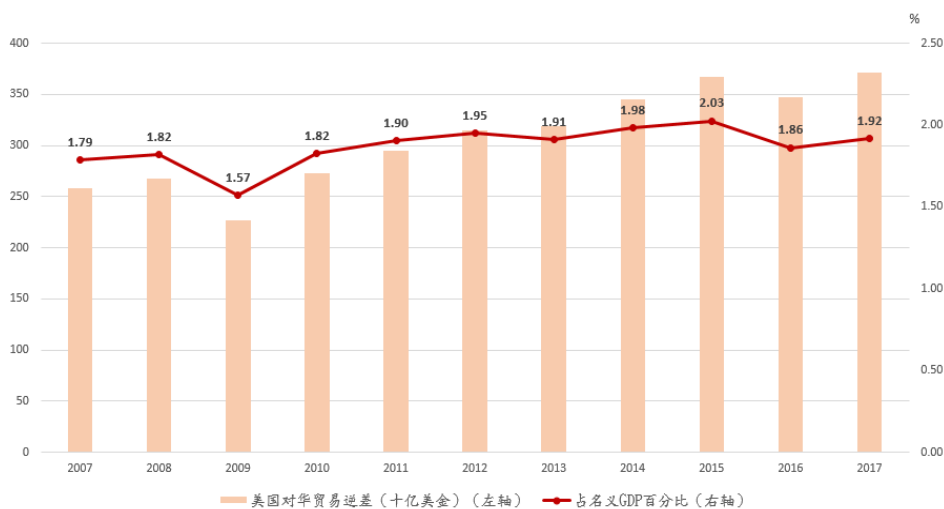
去年底稅改法案落地之後，特朗普的政策迅速調轉槍口對外，貿易領域首當其衝。今年以來，美國的對華政策特別是貿易與安全政策明顯趨向強硬，中美關係趨于緊張，貿易戰的風險上升。特朗普對中國的態度趨硬，可能與國內政治爭議相關。據美國全國廣播公司（NBC）和《華爾街日報》的民意調查顯示，于1月20日就任總統滿一年的美國總統特朗普，所得的支持率只有39%，創歷屆總統同期支持率新低。今年秋季將迎來國會中期選舉，這是對特朗普執政的中期考試，甚至對2020年總統大選具有預示作用。在選票的壓力下，特朗普只有劍走偏鋒，轉移視線以保證基本盤。當然，他的如意算盤是否打得響，仍需觀察。在這種背景下，中國需要做好應對準備，畢竟中美兩國占全球產出的三分之一以上，嚴重貿易爭端所帶來的損害可能是巨大的，更不用說對全球貿易體系的深遠影響。

特朗普的錯誤在哪裏？

今年一月，美國貿易代表羅伯特·萊希澤爾（Robert Lighthizer）發表《中國執行世界貿易組織承諾2017年度報告》（2017 Report to Congress on China's WTO Compliance），堅持不承認中國的市場經濟地位，甚至出人意表地聲言對當年同意中國加入WTO的懊悔立場。美國貿易代表的國會報告將中美貿易關係描述得非常糟糕，而且比以前更糟。

中美貿易的現實并非如此，即使采用美國官方的貨物貿易統計數字，從2006年到2016年美國對中國的出口增長為116%，幾乎是中國對美出口增長（61%）的兩倍。而2017年前11個月美國對中國的出口增長12.3%，而從中國的進口增長為8.9%。雖然十多年來美國對中國的貿易逆差絕對額在上升，但與美國的經濟體量幾乎保持同步。根據美國統計數據，2007年美國對華貿易逆差是當年美國名義GDP的1.8%，到了2017年還在1.9%的水平。以特朗普喜好邀功的性格，他應該對中美貿易的近期表現感到高興才是。

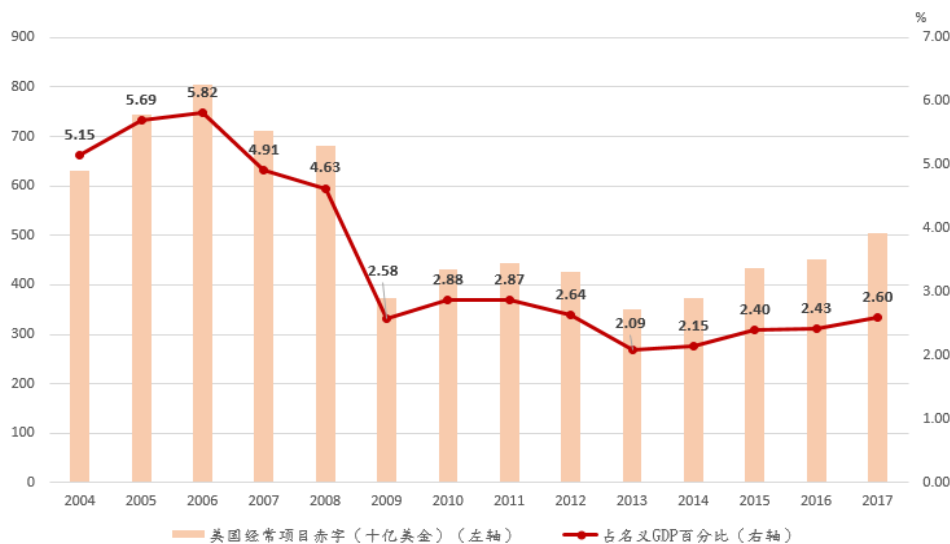
圖1: 美國對華貿易逆差占GDP比重并無顯著增長



資料來源：美國政府、招銀國際研究

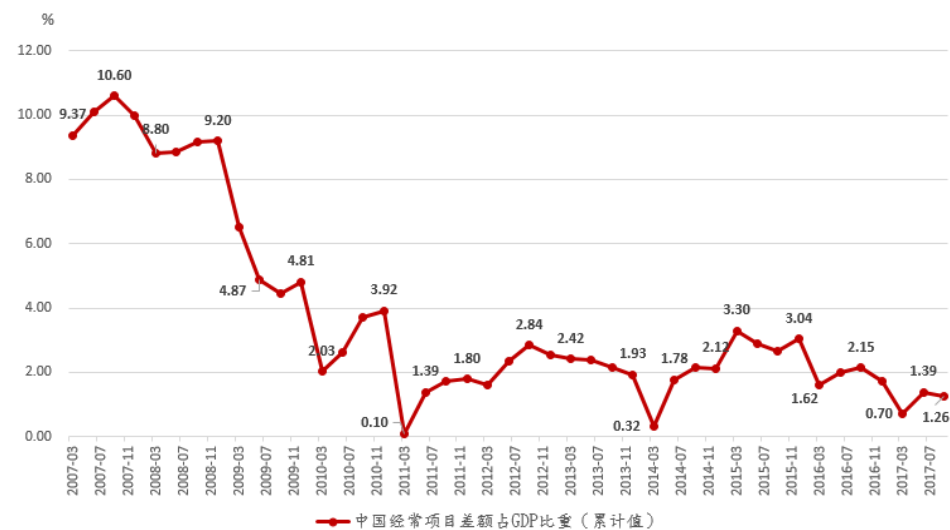
2007年中國經常項目順差占名義GDP的比重超過10%（淨出口對GDP增長貢獻1.5個百分點），2017年降到2%以下（淨出口對GDP增長貢獻0.6個百分點）。而美國經常項目赤字在2006年達到GDP的5.8%，2017年預計下降到GDP的2.6%。可見，中美兩個經濟體的貿易差額相對GDP而言都有相當程度的縮水，說明外部的不平衡有明顯改善。

圖2: 美國經常項目赤字狀況已有明顯改善



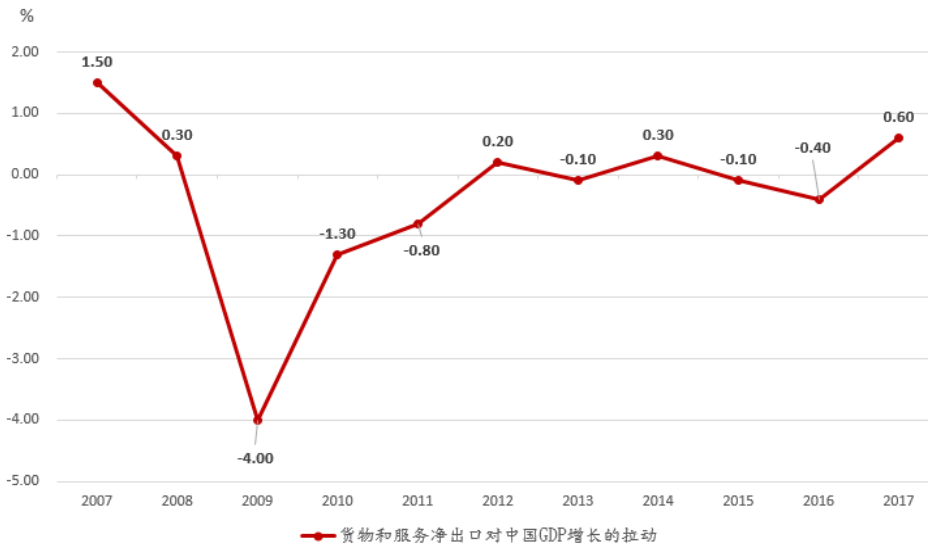
資料來源：美國政府、招銀國際研究

圖3: 中國經常項目順差的GDP占比顯著下降



資料來源：Wind、招銀國際研究

圖 4: 中國淨出口對 GDP 增長的拉動作用減弱



資料來源：Wind、招銀國際研究

邏輯上，要減少貿易逆差，需要擴大美國對中國的出口，而不是減少美國從中國的進口。擴大對中國的出口，需要中國的支持，注定不可能通過貿易戰的方式來實現，因為中國會採取報復措施；以報復性關稅打擊從中國的進口，只會提高美國企業的成本和降低美國家庭的收入；這些道理再簡單不過。更重要的是，沒有可信的證據表明，中國的企業可以持續十年以低於成本的價格向美國傾銷出口產品，這違反基本的經濟邏輯。

特朗普已成為全球自由貿易體系的最大威脅

我認為中美之間全面貿易戰的機會不大，這不符合美國的利益，也不符合特朗普實用主義的性格，因為中國的反制措施可能會很嚴厲。但是局部的、逐漸的貿易保護措施還是很有可能的，他要試探中國可以容忍的底線。從目前的形勢看，我國受到美國貿易保護負面影響的行業按程度排序如下：鋼鐵>化工>其他金屬製品>紙製品、橡膠製品、木製品>農產品>機電類>紡織服裝。此外，美國動用 301 條款制裁措施的可能性仍然存在，對我國相關產業可能產生負面影響。上世紀 70-90 年代，美國曾多次對日本啓用 301 條款并對日本進行制裁，對日本鋼鐵行業和半導體行業產生了顯著負面影響。此次美國知識產權調查最可能涉及的領域包含微型芯片、電動汽車在內的電子、機械、運輸設備等高科技產業。

不過，我認為特朗普可能也不想打一場全面對抗式的貿易戰，因為中國有足夠強硬的反制措施，例如限制美國的汽車和農產品進口。此外，中國可能什麼也不做就能動搖美國的經濟金融體系。一個近期的證據是：媒體傳言中國將減緩或暫停其外匯儲備在美國國債上的配置，雖然中國官方否定了這一傳言，但已經足夠讓美國金融市場感到驚恐。

中美貿易戰不應該是我們關注的唯一重點。真正值得擔憂的是特朗普的保護主義政策對全球貿易體系的傷害。戰後七十年來，美國是推動建立自由貿易體系的動力，現在的特朗普却成了最主要的懷疑論者。他從競選開始，就激烈攻擊各類雙邊和多邊的貿易協議；執政之後隨即退出 TPP（最近又暗示要加入），威脅重新談判“北美自由貿易協定”（NAFTA）；公開表達對 WTO 機制的不滿，等等。未來幾年，全球貿易體制面臨的最大威脅，也許就是特朗普對這一體系帶來的衝擊和破壞。

或許特朗普應該回到學校，跟著美國的經濟學家學習究竟是什麼導致了貿易的不平衡。經濟學上的解釋是，一國貿易的逆差或盈餘是由該國儲蓄和投資的關係所決定的，投資超過儲蓄的國家會出現貿易赤字；反之則出現貿易盈餘。但是，特朗普認為經常項目赤字是貿易不公平的證據，將美國描述為自由貿易的受害者。

特朗普這些難以自圓其說的敵意真正的威脅是，美國作為全球最大的經濟體，它的保護主義傾向可能會對全球自由貿易體系產生負面的影響。不管怎樣，幾乎可以肯定的是，一場兩敗俱傷的貿易戰不符合“美國優先”的政策目標。我們現在能做的，一方面是提升內需，減少對美國市場的依賴；另一方面，應該相信美國選民的智慧，留給特朗普的時間也許並不多。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址:香港中環花園道三號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。