

全球经济

海湖庄园协议构想：前景与影响

市场盛传的海湖庄园协议构想主要来自白宫经济顾问委员会主席 Stephen Miran 的一篇报告¹。该报告提出多国联合干预推动美元贬值、征收对等关税、发行无息“世纪债券”置换美国国债、盟友分摊全球公共品成本等政策。联合干预汇率政策难度相对较小，可以推动美元短期快速贬值，但难以重振美国制造业，可能推升通胀预期，打击资本流入。国债置换政策难度相对较大，对降低美债利率作用有限，可能降低美债吸引力，打击美元国际地位，削弱美国盟友体系。相比 1985 年广场协议，海湖庄园协议构想面对更具对抗性的地缘政治关系和更加复杂的经贸关系，政策目标更加多元且相互冲突，推动美元贬值、剥夺美债收益与维持美元地位相矛盾，国债置换面临市场接受度与法律可行性挑战，关税政策面临盟友、贸易伙伴与国内零售商反对，通胀压力将限制政策空间，该协议构想落地和实现目标的难度都明显更大。该协议构想凸显特朗普“美国优先”、贸易保护主义和经济民族主义的世界观。如果特朗普强行推进该协议构想，那么将引发美国金融市场短期动荡，利空美元、美债与美股，利好黄金、欧元与人民币。

- **政策目标。**政策最终目标是提升美国制造业竞争力，重建强大自主的供应链。Miran 认为，如果没有强大的战略对手，那么可以将制造业大量外包，但如果存在强大的战略对手，那么重要制造业如军工行业就需要拥有强大自主的供应链，否则就没有国家安全。自由贸易理论认为美国应该基于比较优势依靠贸易伙伴和盟友提供供应链，但 Miran 认为并不存在自由贸易，许多盟友与战略对手的贸易或投资流量超过与美国的贸易或投资流量，在极端情况下未必坚定追随美国。正因如此，我们看到特朗普政策关注点从矿产到能源，从钢铁到造船，似乎想打造美国版自主可控的军工产业链。
- **政策方向。**Miran 认为美元系统性高估、贸易壁垒不对等和全球公共品成本分担不均是导致美国制造业竞争力下降的重要因素。第一，美元相对美国制造业基本面明显高估，根本原因是美元作为主导性国际货币，吸引全球对美元超额需求，推升美元汇率，美国制造业承担国际货币公共品成本。第二，他国关税和非关税壁垒明显高于美国，他国产品进入美国市场比美国产品进入他国市场更加自由。例如美国进口关税有效税率为 3% 左右，但欧盟和中国分别为 5% 和 10%，许多发展中国家则更高。第三，美国政府承担全球公共品成本的绝大部分，既挤压对国内制造业和基础设施投入，又推升政府债务率、国债收益率和美元汇率。在目前模式下，美国通过牺牲制造业竞争力、不对等开放国内市场和承担全球公共品绝大部分成本，获得金融强权收益（更低融资成本、更高国际购买力和更强长臂管辖能力）。但随着美国制造业竞争力和军备能力相对下降，这种模式的成本与风险越来越高，必须做出调整。调整方向是推动美元走弱、贸易壁垒更加对等和全球公共品成本分担更加公平。调整方式包括美国单边政策调整和主要国家多边政策调整，前者更加灵活容易但对美国金融强权收益和金融市场稳定冲击相对较大，而后者需要推动他国与美国相向而行难度相

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

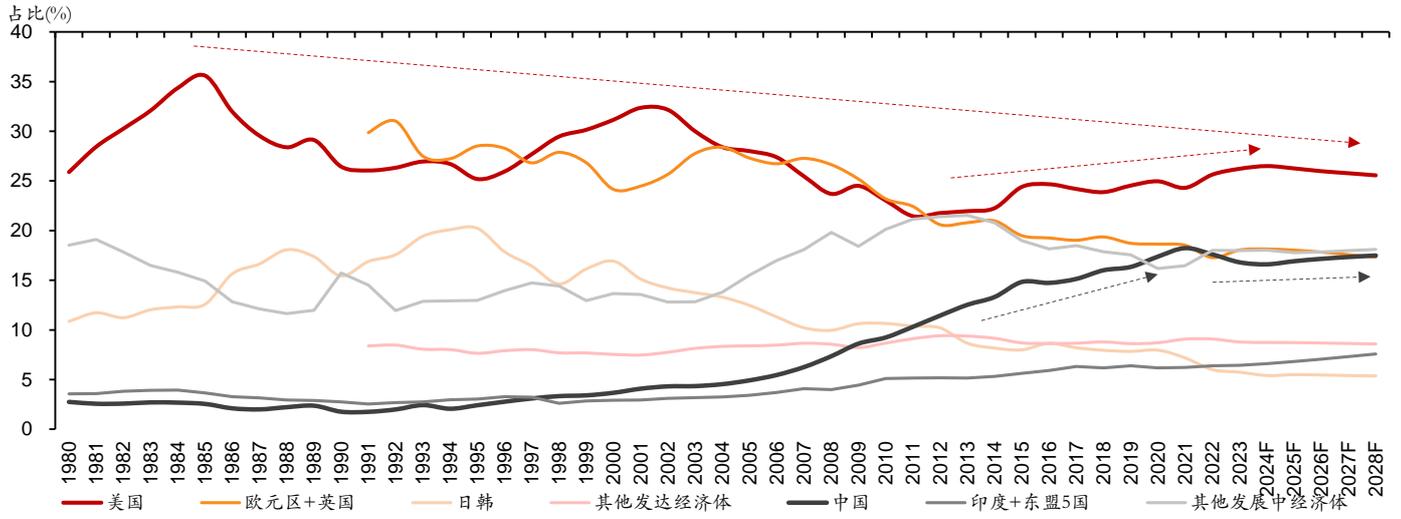
¹https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf

对较大，但对美国金融强权收益和金融市场稳定冲击相对较小。Miran 希望既重振美国制造业，又不严重损害美元国际地位，所以建议推动主要国家多边政策调整。

- **具体政策。**（1）以关税施压贸易伙伴联合干预汇率，推动美元大幅贬值，提升美国制造与出口竞争力。（2）以关税和国债投资费（截留国债票息）施压外国政府性债权人将持有的美国国债置换为 100 年不可交易的无息“世纪债券”，降低美国政府偿债负担，令债权人承担更多国际货币公共品成本。（3）美国对盟友的安全承诺（军事保护）与盟友购买“世纪债券”挂钩，降低美国对全球安全投入，令盟友承担更多全球安全成本。（4）指导美联储用 QE 应对可能的外国投资者抛售和国债收益率上升，用外汇干预应对可能的美元升值。（5）将自然资源（如黄金、石油、矿产储备、联邦土地）货币化创建主权财富基金，投资美国制造业与基础设施。
- **政策难度。**第（1）条政策难度中等。如果特朗普威胁的关税税率非常高，那么可以创造出有力的交易杠杆令贸易伙伴接受联合干预协议。但极高关税威胁和美元大幅贬值预期均可能引发美国金融市场短期动荡，推升美国通胀预期，打击资本流入包括产业资本流入。该政策存在得不偿失的风险。第（2）条政策难度极大，第（3）条政策难度较大，这相当于剥夺外国债权人投资美债收益或者要求外国债权人在美国财政部存入 100 年无息保证金，只有低成本享受美国军事保护的盟友才可能愿意，因为本质上可以作为对美国军事保护服务支付的对价。该政策可能引发外国投资者对美债抛售，无疑将削弱美元的国际地位。政策（1）将导致外国政府性机构持有的美债下降，与政策（2）存在冲突。第（4）条政策难度较大，需要削弱国会力量和美联储独立性，在美国通胀仍未达标情况下难度较大。第（5）条政策难度较小，但需要国会通过相关法案。
- **政策影响。**第（1）条政策通过信号效应和改变短期供求关系，可以推动美元短期快速贬值，暂时改善美国出口竞争力，但无法重振美国制造业。目前特朗普一对多贸易战、减少非法移民和削减联邦政府支出等政策正在削弱美国经济增长前景，而欧洲为建立自主防卫体系可能启动财政扩张正在提振欧洲经济前景，多国在当下联合干预汇率属于顺风干预，短期内效果相对较好。但美元汇率中长期走势取决于美国经济相对非美经济尤其是欧日经济的强弱变化，除非美国经济长期相对衰落，否则美元很难持续贬值。美元短期贬值可能刺激出口而抑制进口，但无法重振美国制造业，因为美国制造业大量外包的原因以结构性因素为主，例如产业工人与配套产业缺乏、职业教育需求低、环境成本与供应链重构成本高等。第（2）条和第（3）条政策对美债收益率的降低作用可能非常有限。目前美国国债存量中外国政府机构和私人机构持有占比分别约为 14% 和 16%，接受美国军事保护的盟友国家政府性机构持有占比不到 10%，该政策可能在短期内刺激外国债权人抛售美债，中期内则削弱美元国际地位和美国盟友体系，令政策初衷难以实现。第（4）条政策短期内可能降低美债收益率和美元汇率，但中期内将削弱美联储独立性，可能令通胀预期更加不稳定，最终难以实现降低国债收益率的目的。第（5）条政策可以加大对制造业和基础设施的支持，但实际影响难以估计。美国联邦政府拥有约 28% 国土面积，包含大量未开发的石油、天然气、矿产、森林和建设用地，粗略估计市值可能超过数万亿美元，但由于技术性限制、政策性限制与政治阻力等因素，实际开发前景存在较大不确定性。
- **广场协议的启示。**1985 年 9 月美国面对贸易逆差扩大和保护主义情绪升温，协调日本、西德、法国和英国签署广场协议，主要内容包括各国联合干预汇率推动美元贬值、美国减少财政赤字和降低利率、他国尤其是日德增加财政赤字和提高利率等。广场协议签署后，美元/日元和美元/德国马

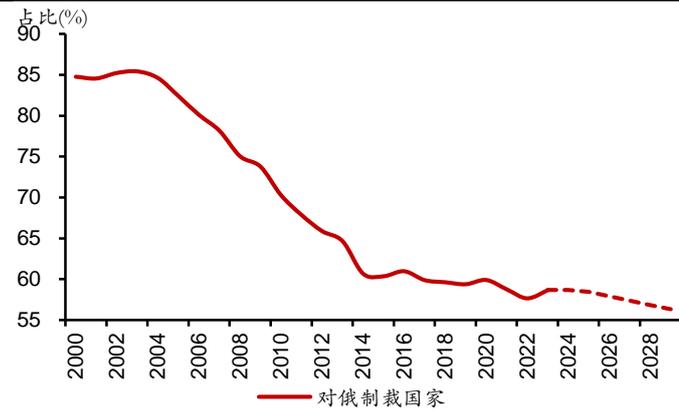
克汇率分别从1985年9月的240和2.8贬值50%和43%至1987年底的120和1.6，美联储降息，日本央行加息，西德央行保持利率相对稳定，美国和西德经济增长相对稳定，日本经济增长放缓，美国经常账户逆差/GDP并未下降，反而从1985年的2.7%升至1987年的3.3%，随着市场担忧美元大幅贬值可能推升通胀，G7国家在1987年2月又签署卢浮宫协议协调稳定汇率防止美元过度贬值。海湖庄园协议构想与广场协议存在一些相同点，例如经济背景是美国贸易逆差扩大与保护主义升温，政策目标包括联合干预推动美元贬值和缩小美国贸易赤字。但两者也存在明显差异。广场协议是在战略合作框架下与盟友协调，且仅涉及联合干预汇率和货币政策与财政政策国际协调，但海湖庄园协议构想面对更具对抗性的地缘政治关系和更加复杂的经贸关系，既针对美元汇率和美国贸易赤字，又涉及美国制造业竞争力、供应链安全、美元国际地位、盟友军事保护、全球公共品成本分摊等复杂问题，政策目标更加多元且相互冲突，推动美元贬值、剥夺美债收益与维持美元地位相矛盾，国债置换面临市场接受度与法律可行性挑战，关税政策面临盟友、贸易伙伴与国内零售商反对，通胀压力将限制政策空间，该协议构想落地和实现目标的难度都明显更大。该协议构想显示出特朗普“美国优先”、贸易保护主义和经济民族主义的世界观。如果特朗普强行推进该协议构想，那么将引发美国金融市场短期动荡，利空美元、美债与美股，利好黄金、欧元与人民币。

图 1: 各经济体在全球 GDP 中份额



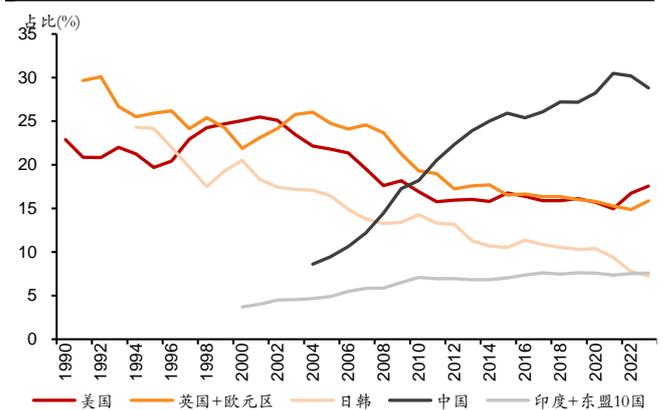
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 乌克兰危机后对俄制裁国家在全球 GDP 中份额



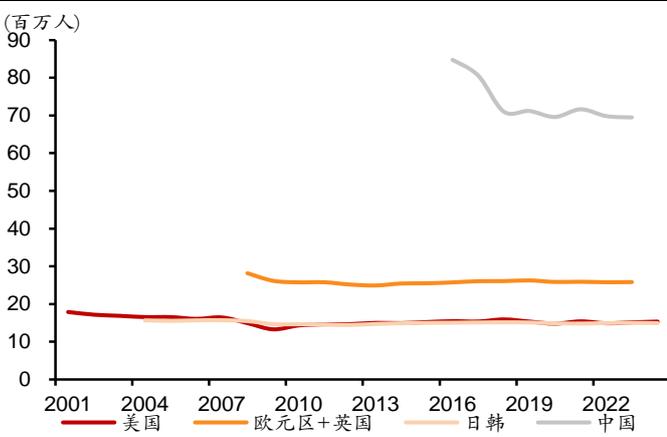
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 各经济体在全球制造业增加值中份额



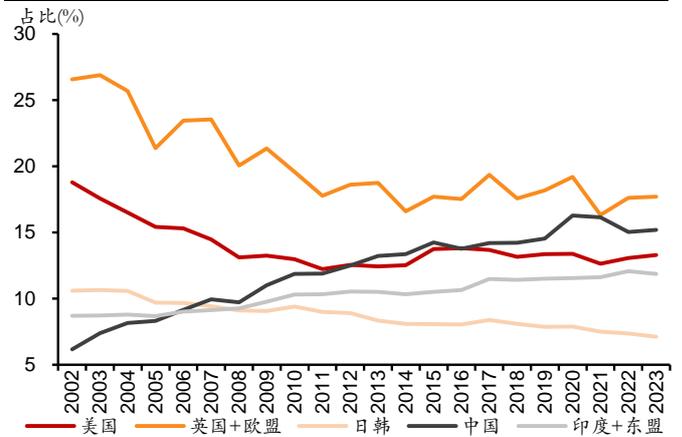
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 各经济体制造业就业人数



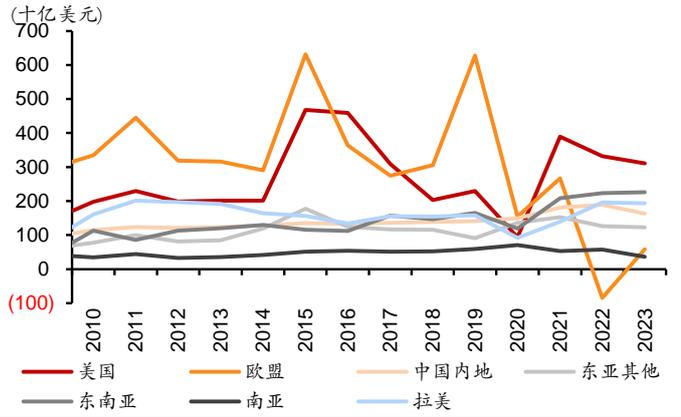
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 各经济体在全球商品贸易 (剔除欧盟内贸易) 中份额



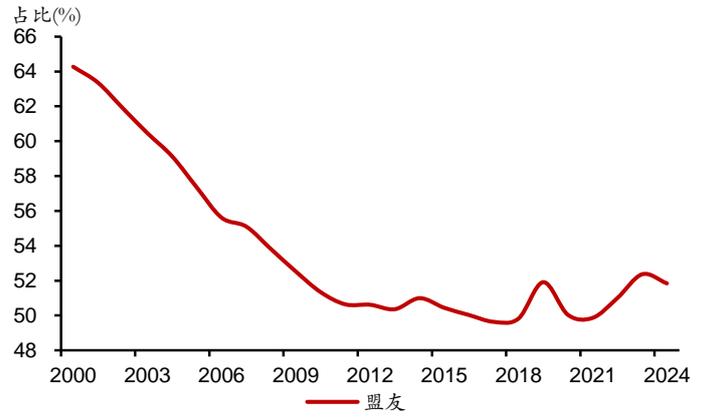
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 主要经济体吸引 FDI 流量



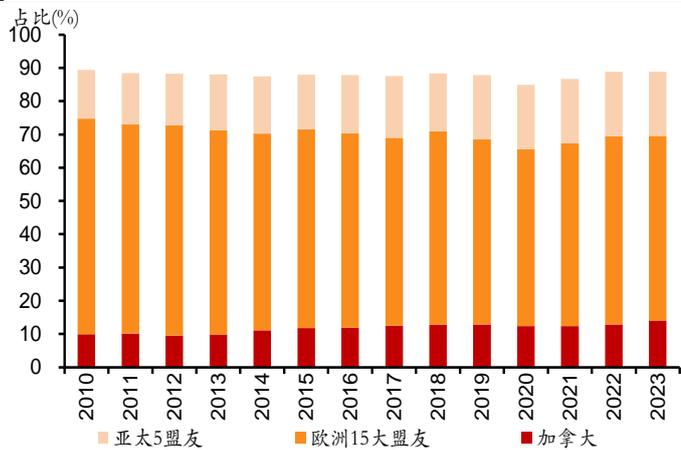
资料来源: Wind, 联合国, 招银国际环球市场

图 7: 美国商品进出口总额中盟友份额



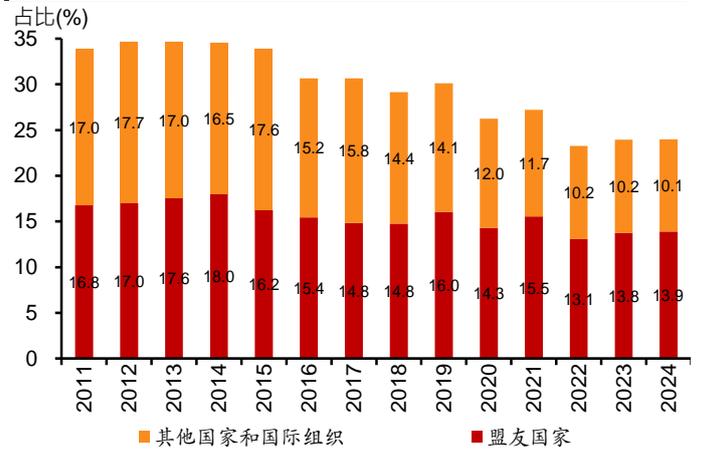
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 跨国公司对美直接投资存量中盟友占比²



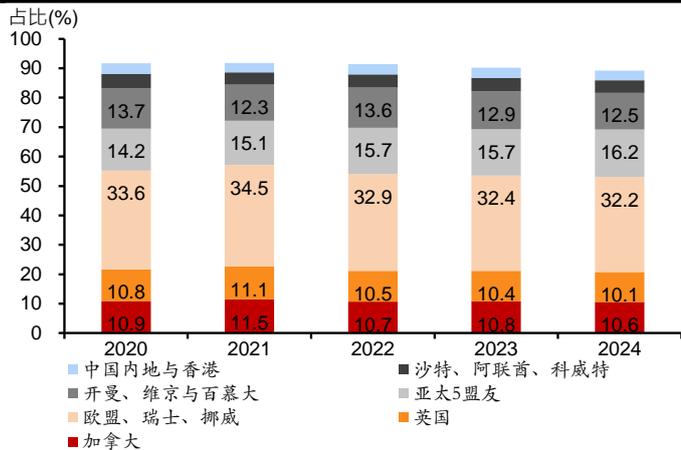
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 美国国债存量中两类外国投资者持有占比



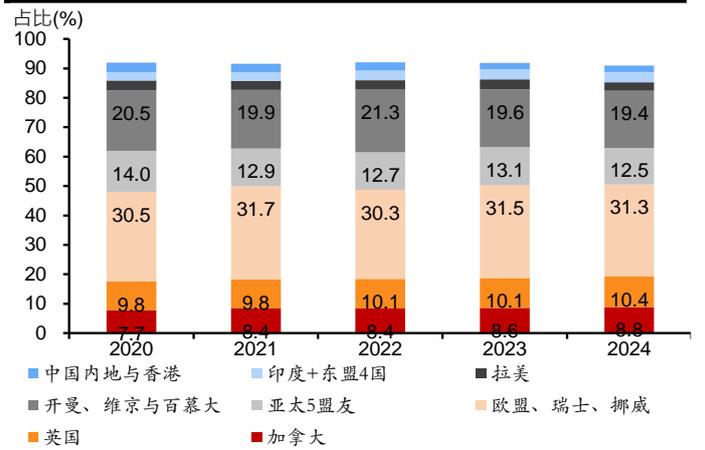
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 外国对美股投资余额中各国投资者占比



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

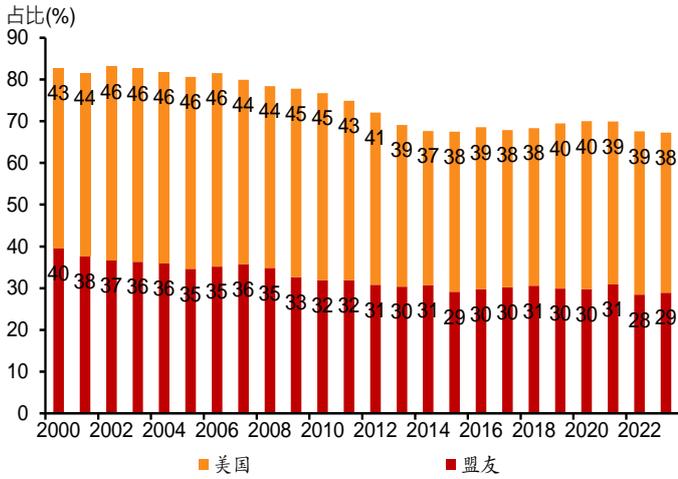
图 11: 美国对外长期证券投资余额中各国证券占比



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

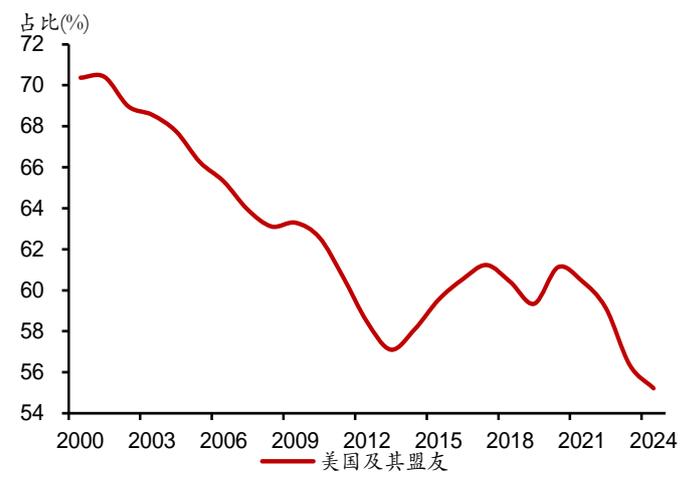
² 欧洲 15 大盟友包括: 英国、法国、德国、奥地利、比利时、丹麦、芬兰、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、瑞士。亚太 5 盟友包括: 澳大利亚、新西兰、日本、韩国和新加坡。

图 12: 美国及其盟友在全球军费中占比



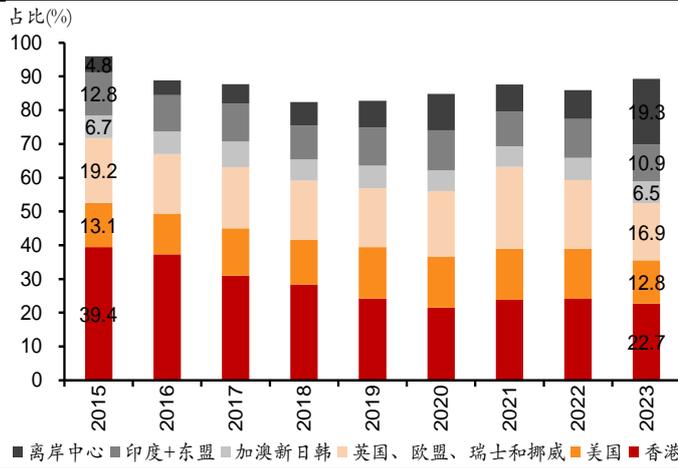
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国及其盟友在中国商品进出口总额中份额



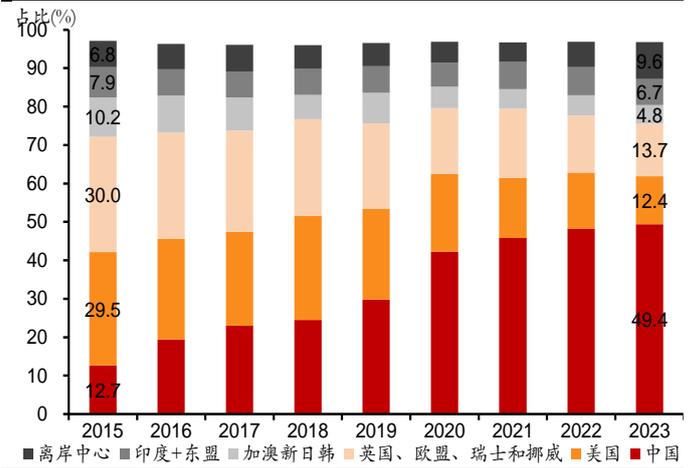
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 境外对中国内地证券投资余额中各地投资者占比



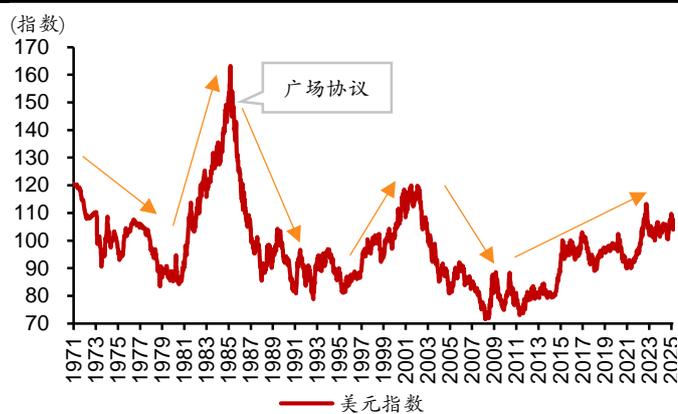
资料来源: Wind, IMF, 招银国际环球市场

图 15: 境外对中国香港证券投资余额中各地投资者占比



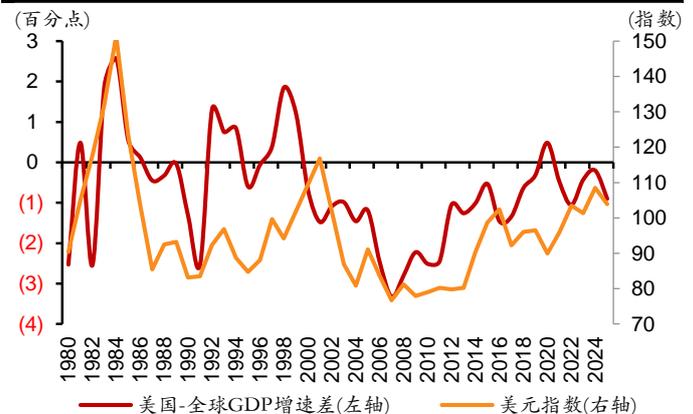
资料来源: Wind, IMF, 招银国际环球市场

图 16: 美元指数周期



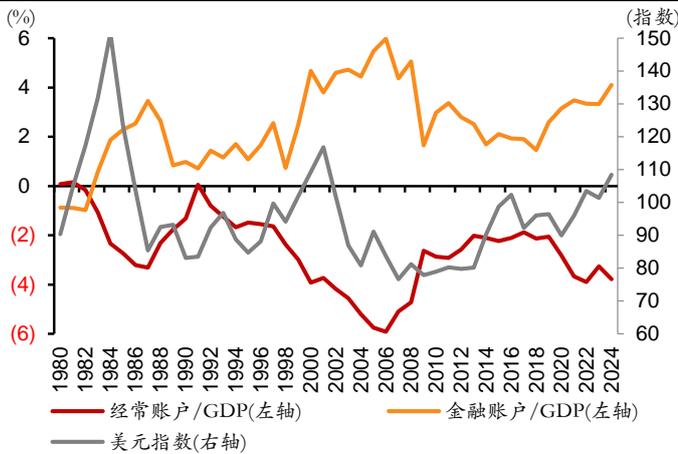
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 美国经济相对强弱与美元指数



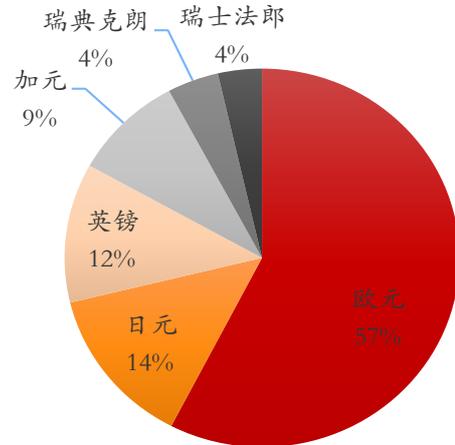
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 美国经常账户逆差、资本流入与美元指数



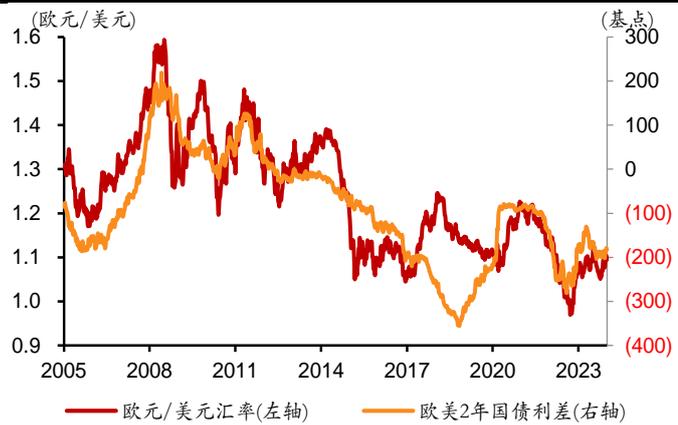
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 主要货币兑美元双边汇率在美元指数中权重



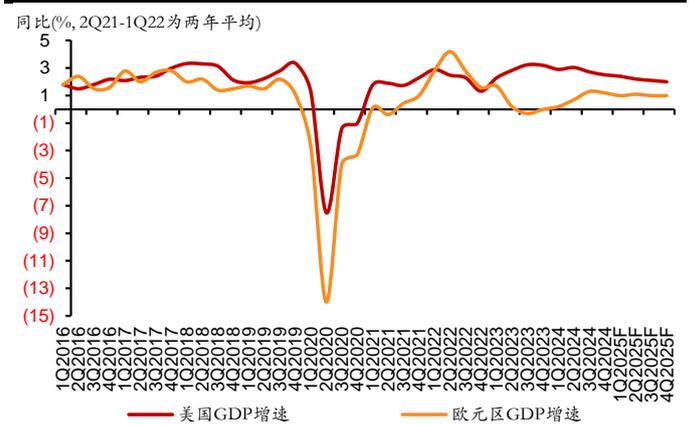
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 欧元/美元汇率与两年国债利差



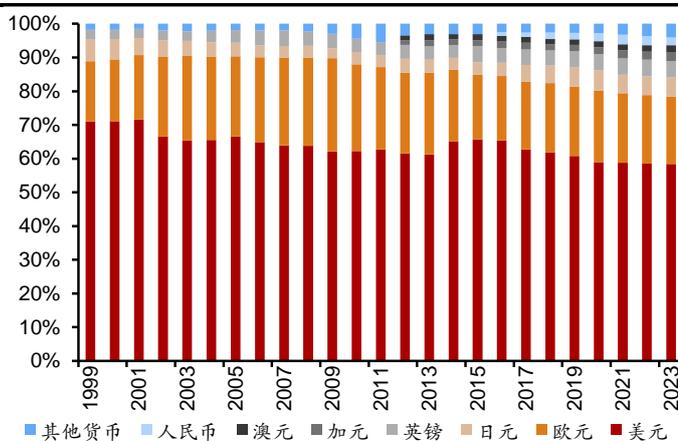
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: 美欧 GDP 增速差逐步缩小



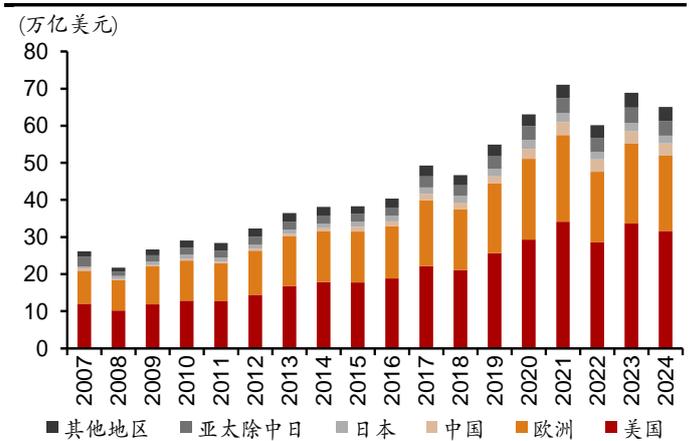
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 22: 全球外汇储备中主要币种资产占比



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 23: 主要经济体共同基金净值规模



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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。

招银国际环球市场投资评级

| | |
|-----|--------------------------------|
| 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 | : 招银国际证券并未给予投资评级 |

招银国际环球市场行业投资评级

| | |
|------|----------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)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。招银国际环球市场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。招银国际环球市场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国际环球市场编写，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为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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招银国际环球市场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投资银行相关业务联系。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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年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，未经招银国际环球市场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

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。