

謹防貿易戰陰影下的戰略誤判

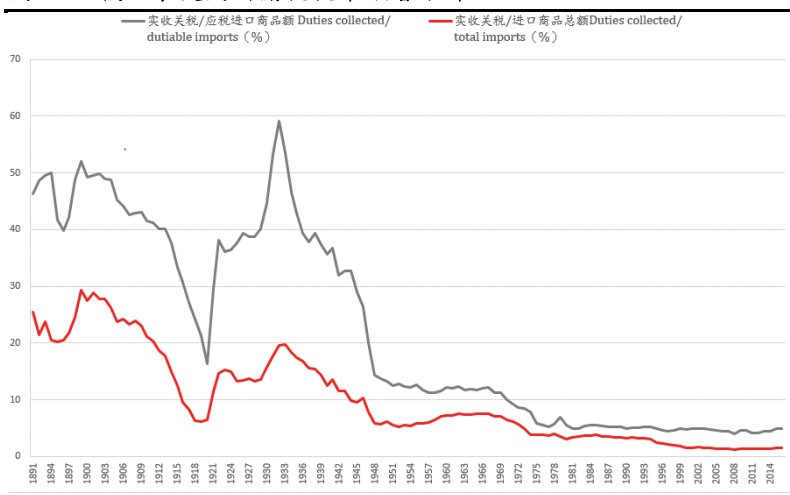
❖ 美國貿易保護主義傳統老調重彈

回顧美國建國後的貿易政策演變，在“貿易戰”言論正盛的當下顯得尤為重要。我們在關注中美之間密集的貿易政策對弈的同時，或許低估了美國貿易保護主義的歷史淵源。

自由貿易替代重商主義作為主流的經濟思潮，起源於 18 世紀的英國。李嘉圖的比較優勢理論，誕生在英國崛起成為世界主要工業出口國時期，這一歷史背景不是巧合。在整個 19 世紀，美國是一個頑固信奉保護主義的國家，特別是在製造業集中的北方州份，例如紡織業集中的麻塞諸塞州和制鐵業集中的賓夕法尼亞，他們面對來自歐洲大陸的產品競爭。北方的製造商因為高關稅保護而獲益，而南方的農業部門則要為貿易保護政策買單。南北戰爭之後，北方意識形態佔據上風進一步強化了保護主義思潮。事實上，在 1913 年開始徵收所得稅之前，關稅都是聯邦政府的主要收入來源。

美國長期的貿易保護和孤立主義政策，直到兩次世界大戰之後的上世紀中葉才逐漸式微，其原因並不是美國人突然開始醒悟，而是由於美國已經開始取代英國成為最大的工業出口國，商業利益驅動他們接過起源于英國的自由貿易旗幟，在全世界推銷美國產品。戰後，美國積極推動多邊貿易體系，敦促它國開放市場。美國主導的關貿總協定以及後來的世貿組織（WTO），構成了本輪全球化的制度基石。戰後美國貿易政策的轉變，也使得美國自身的實際關稅水準顯著下降（圖 1）。

圖 1: 二戰結束後美國關稅稅率顯著下降



資料來源：美國政府、招銀國際研究

不過，自從上世紀 70 年代開始，日本和歐洲（特別是德國）崛起，在全球市場上與美國產品開始競爭。1971 年美國出現歷史上首次貿易赤字，自此貿易保護主義的聲音在美國死灰復燃，幾十年從未間斷。從卡特開始，每一任總統都曾採取形式不一的保護主義措施，而針對鋼鐵業徵收保護性關稅更是經常被使用。

近些年美國提出所謂的“公平貿易”並非新鮮事，它只是悠遠歷史的回音。1830 年代美國保護主義制度的鼻祖亨利·克蘭（Henry Clay）就曾宣導“貿易應當是公平、平等而且互惠的”，今天的特朗普對他稱讚有加。可見，不論是積極推行自由貿易還是強調公平與互惠，美國主流的對外貿易態度取決於不同時期的貿易條件和產業優勢。幾百年來美國貿易保護主義從來沒有離開過政治舞臺，只是隨著時代發展換了表達方式而已。貿易保護主義常搭著民粹主義的順風車出現，而特朗普主政恰恰就

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

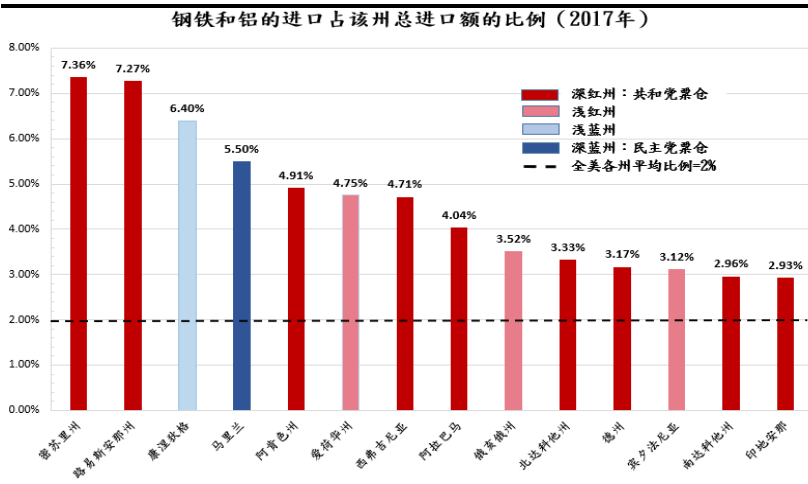
郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

是貿易保護主義所等待的復蘇時機。從歷史看，美國具有悠久而頑固的保護主義傳統，這點可能是我們這一代人所忽視的。

❖ **在中美貿易關係上，美國對華貿易的主流民意可能出現逆轉**

反思特朗普之前對鋼鐵和鋁製品加收關稅的計畫，從最初聲稱全球性無差別關稅，到逐步擴大豁免國範圍，特朗普正在通過強硬態度和靈活策略在貿易談判中爭奪更大利益。在此過程中，民意支持是關鍵考慮因素。如果真如特朗普最初聲稱的那樣，提高進口關稅對那些鋼鐵和鋁製品進口依賴較高的州份而言是很不利的，而這些州大部分都是共和黨的票倉（圖2）。就以這點來看，特朗普的“高高舉起、輕輕放下”就不太難理解了。

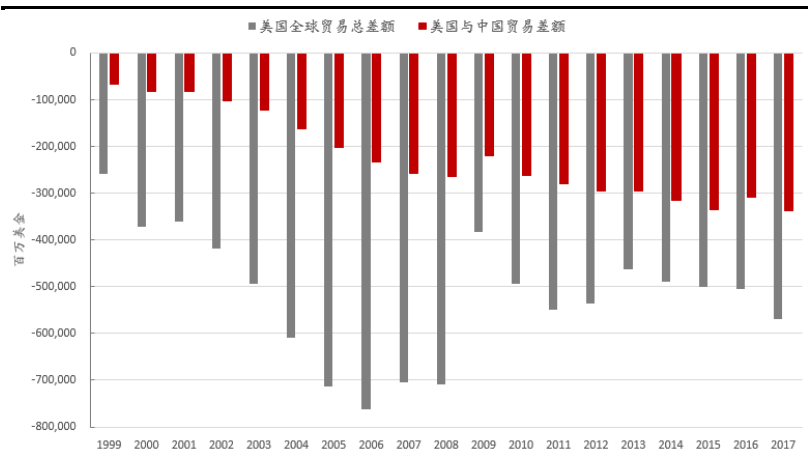
圖 2: 全面提高鋼與鋁的進口關稅對共和黨票倉影響更大



資料來源：美國商務部、招銀國際研究

從太陽能板和洗衣機，到鋼鐵和鋁製品，再到直接針對中國 600 億美元的進口商品，特朗普的貿易保護政策目標逐漸聚焦於中國，這裡邊有他對美國主流民意的盤算，目的當然是為了贏得選舉。過去三十多年，特別是加入 WTO 之後，中國產品在世界市場全面而快速的崛起，一個完全不同於西方體制的東方大國正在挑戰美國的經濟霸主地位，可能徹底改變了全球商業和地緣政治格局。對此，美國人深感威脅和沮喪：一方面，美國認為中國已經成為他們最大的戰略競爭者，中國對美國利益的威脅是全方位的，特別是在高科技領域；另一方面，美國認為中國正在偏離西方自由經濟制度的改革方向，市場化改革的進展令人沮喪。美國持續的、龐大的對華貿易赤字，更是刺痛了美國貿易保護主義者的神經（圖3）。可以預見，未來十年是決定中美競爭格局的關鍵時期，而中國也毫不掩飾其偉大復興的雄心。

圖 3: 美國的貿易赤字不斷上升



資料來源：美國商務部、招銀國際研究

美國主流民意認為，即使不是完全失敗，美國現有的對華政策至少是不成功的。所以，中美貿易問題就成了特朗普操縱中期選舉的一個話題。事實上，特朗普的“貿易”加“移民”政策是他贏得總統大位的民意基礎，儘管是一個極端分化的民意。他顯然打算故技重施。

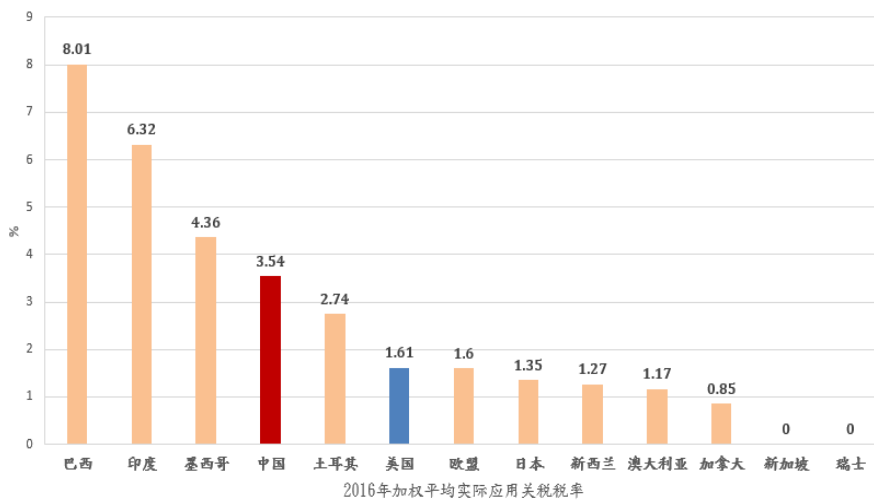
❖ 貿易報復不可能取勝，堅持開放才是明智應對之策

如果我們同意美國具有頑固的保護主義傳統，那麼就應該坦然接受這樣一個殘酷的事實：美國對中國的貿易政策不可能回到過去，這是中美力量競爭變化的歷史必然，這個結構性原因與特朗普是否當政並無直接關係。從這個角度而言，不要設想特朗普下臺之後保護主義就會煙消雲散。

既然美國的保護主義興起具有其歷史必然性，我們應該怎樣應對美國挑起的“貿易戰”？正因為這是一個長期趨勢，就不可感情用事。媒體廣泛渲染貿易報復，民眾集體亢奮，聲稱貿易戰中國必贏。這種觀點沒有任何理論依據，因為貿易戰誰都是輸家。重要的是，“以牙還牙”式的貿易報復措施，本身與市場開放相悖，還可能導致對外封閉的民族主義情緒上升，後患無窮。

事實上，中國的對外開放還有很大的改善空間。中國的貿易開放程度雖然已有巨大的進步，但從加權平均實際關稅水準來看，仍與世界主要經濟體存在一定的差距（圖4）。

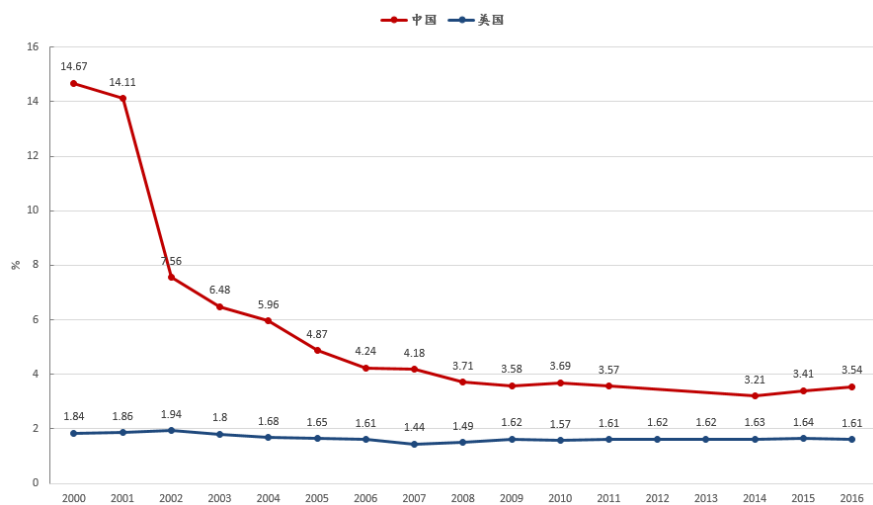
圖4: 主要貿易體實際關稅稅率比較



資料來源：世界銀行、招銀國際研究（注釋：加權平均應用關稅率是每個貿易國對應的產品進口份額的有效稅率加權平均值，按照聯合國統計司的商品貿易資料計算進口權重）

對外貿易的不平衡，在中美之間更加明顯。我國的關稅加權平均稅率在過去二十餘年下降迅速，特別是在加入WTO之後。從2001年的14.11%削減到2002年的7.56%。但是，從2009年以來中國的實際關稅稅率下降幾乎停滯，近幾年甚至略有反彈。我們的整體關稅水準與美國相比，還處於比較高的位置。美國從2000年起一直都保持在2%以下的水準。儘管兩國的貿易結構和產業發展階段不同，但不能否認中國進一步對外開放、持續降低關稅仍有空間。

圖 5: 中美關稅(加權平均) 稅率變化趨勢和比較



資料來源：世界銀行、招銀國際研究

圖 6: 中美關稅稅率比較

2016年關稅率 (%)	中国	美国	倍数 (中国稅率/美国稅率)
实际應用稅率, 簡單平均 (所有產品)	7.76	2.79	2.78
实际應用稅率, 簡單平均 (初級產品)	8.17	2.42	3.38
实际應用稅率, 簡單平均 (制成品)	7.7	2.87	2.68
实际應用稅率, 加權平均 (所有產品)	3.54	1.61	2.20
实际應用稅率, 加權平均 (初級產品)	2.34	1.3	1.80
实际應用稅率, 加權平均 (制成品)	4.33	1.68	2.58
最惠國稅率, 簡單平均 (所有產品)	9.74	3.66	2.66
最惠國稅率, 簡單平均 (初級產品)	10.76	3.79	2.84
最惠國稅率, 簡單平均 (制成品)	9.4	3.64	2.58
最惠國稅率, 加權平均 (所有產品)	4.29	2.71	1.58
最惠國稅率, 加權平均 (初級產品)	3.27	3.61	0.91
最惠國稅率, 加權平均 (制成品)	5.04	2.59	1.95

資料來源：世界銀行、招銀國際研究

我堅定地認為，中國應該繼續深化對外開放，不能陷入貿易保護冤冤相報的惡性循環。我們應當繼續按照既定的改革步伐，推動貿易和投資自由化便利化。習主席在兩會上指出，中國開放的大門不會關上。面對貿易戰威脅，李克強總理強調中國將繼續維護自由貿易，開放的門會越開越大，關上門等於擋住了我們自己的路。這一點非常重要，不能因任何形式的“貿易戰”而改變。那些整天叫囂貿易戰中方必贏的說辭，可以休矣。

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）發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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 及 46 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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。