

特朗普故意撼动自由贸易基石

特朗普强调“公平贸易”的背后

1月30日美国总统特朗普发表任内首份国情咨文，将美国描述为全球自由贸易体系的受害者。他表情夸张地宣称“不公平的贸易协议”牺牲了美国的繁荣，抢走了美国的公司、职位和财富，表示美国的“经济投降时代”已经终结。特朗普此前多次威胁推翻现有的贸易协议，重塑所谓互惠和公平的贸易体系。

美国总统用上“公平贸易”这个词，本身就值得玩味。这让我想起2003-2004年参加亚太经合组织工商咨询理事会（ABAC）期间，亲身经历的场景。来自发展中国家的代表曾锲而不舍地提出，在年度文件关于自由贸易的表述中加上“公平贸易”的字眼，即“自由而公平的贸易”（free and fair trade）。而强烈反对加入“公平”一词的就是美国代表，作为全球经济治理架构中的老大，美国表现出的对自由贸易信念的坚持，至今仍让我印象深刻。长期以来，美国就是自由贸易的主要倡导者，正是由于其在全球贸易机制中作为主要规则制定者的独特角色，现有贸易协议的主流表述一贯是讲自由贸易，而不提公平二字。因此，当特朗普将美国过往的贸易政策标签为“经济投降”时，我的感触颇深。今天，美国式道路的自信彻底丧失了，特朗普对现存贸易协议充满敌意，这无疑将对全球贸易体系产生深远的影响。特朗普的“新美国时刻”（New American Moment）对全球自由贸易体系而言，可能将是一个艰难时刻。

全球化的历史视角

从历史上看，以自由贸易为核心的全球化进程，从来就不是一帆风顺的。现代语境下的全球化，源于1850年到1914年以欧洲为中心的跨大西洋经济贸易形态，其特点是依托殖民地体系的自由贸易和市场开放。英国因此成为世界中心，在全球推广其经济、政治和文化体系。1780年之后，全球贸易分工进入专业化时代。1914年以后出现了“去全球化”潮流，两次世界大战重创全球贸易，政治孤立主义、经济保护主义等成为主流。战后两大阵营内的经济交往出现恢复势头，在两个世界出现割裂的全球化进程，西方阵营的关贸总协定（GATT）成为自由贸易的基石。1991年冷战结束后，特别是WTO为核心的多边贸易体系形成之后，全球贸易得到空前发展。中国加入WTO之后的十几年间，全球化进程达到顶峰。

不过，源于战后西方阵营的全球化走到今天，也出现了很多问题。WTO多哈回合谈判陷入僵局，各种双边和多边贸易协议使得WTO机制逐渐被边缘化；贸易不平衡问题困扰各国政府，保护主义抬头；中国的崛起对美国主导的全球治理体系提出了挑战；美式的政治、经济、文化和制度的示范效应逐渐减弱，金融危机引发的挫败感增强。在这种背景下，民粹主义兴起，转而委过于人，对象就是其它国家和全球贸易体系。

特朗普对华态度转趋强硬

特朗普上台之后，中美之间的对话机制几乎陷入停滞状态。由前财长保尔森推动的中美战略与经济对话（Strategic and Economic Dialogue）是奥巴马总统任期内中美之间的主要对话机制。特朗普上台后将其修改为中美全面经济对话（Comprehensive Economic Dialogue）机制，但只在去年七月召开了一轮会议就中止了。虽然今年中方提议重启该项对话机制，特朗普却似乎没有这种意愿。另一个有趣的现象是，本届美国政府一反常态对于人权、意识形态等价值观议题几乎置之不理，基本上都在经济贸易关系上做文章，刻意将自己描绘成自由贸易的受害者。这些都是中美经贸关系中值得关注的重要变化，说明特朗普基本上已将执政团队中的技术官僚晾在一边，一意孤行，固执己见。在没有专业团队制约的情况下，中美之间出现贸易争端的可能性大大提高了。

丁安华，首席经济学家

电话：(86) 755 8319 5106

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

特朗普当选后一直采取实用主义立场，中美经贸关系时好时坏、亦敌亦友。去年8月，特朗普就授权贸易代表对中国是否侵犯了美国的知识产权展开调查，称如有必要就对中国产品启用301条款；年底，美国商务部宣布，将针对来自中国的普通合金铝片自发开展反倾销与反补贴税的双重调查。一般而言，反倾销往往由企业发起，再由政府部门进行调查和裁定，可见本次由美国商务部自主发起的调查本身就体现了美方希望在贸易层面限制中国的意图。今年初，美国宣布将对进口太阳能板和大型洗衣机实行保护性关税政策，而中国是美国光伏产品进口的主要来源国之一。

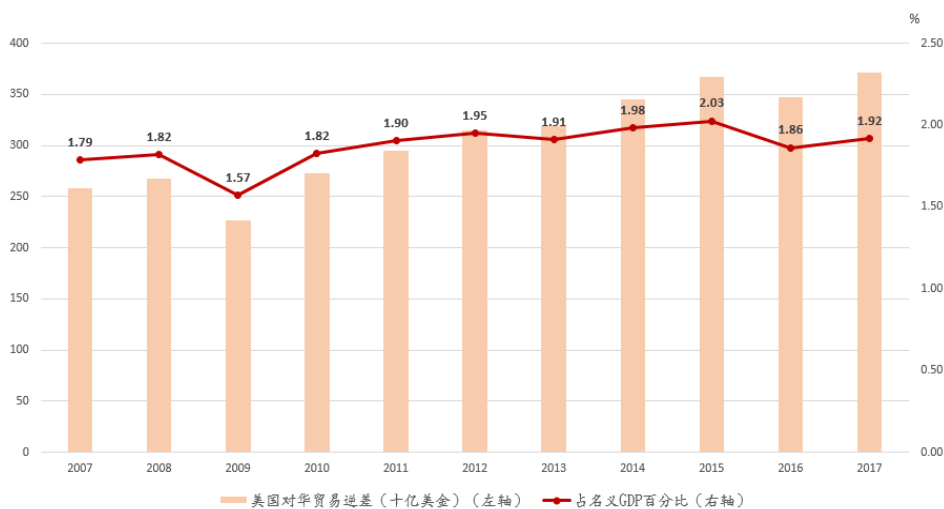
去年底税改法案落地之后，特朗普的政策迅速调转枪口对外，贸易领域首当其冲。今年以来，美国的对华政策特别是贸易与安全政策明显趋向强硬，中美关系趋于紧张，贸易战的风险上升。特朗普对中国的态度趋硬，可能与国内政治争议相关。据美国全国广播公司（NBC）和《华尔街日报》的民意调查显示，于1月20日就任总统满一年的美国总统特朗普，所得的支持率只有39%，创历届总统同期支持率新低。今年秋季将迎来国会中期选举，这是对特朗普执政的中期考试，甚至对2020年总统大选具有预示作用。在选票的压力下，特朗普只有剑走偏锋，转移视线以保证基本盘。当然，他的如意算盘是否打得响，仍需观察。在这种背景下，中国需要做好应对准备，毕竟中美两国占全球产出的三分之一以上，严重贸易争端所带来的损害可能是巨大的，更不用说对全球贸易体系的深远影响。

特朗普的错误在哪里？

今年一月，美国贸易代表罗伯特·莱希泽尔（Robert Lighthizer）发表《中国执行世界贸易组织承诺2017年度报告》（2017 Report to Congress on China's WTO Compliance），坚持不承认中国的市场经济地位，甚至出人意表地声言对当年同意中国加入WTO的懊悔立场。美国贸易代表的国会报告将中美贸易关系描述得非常糟糕，而且比以前更糟。

中美贸易的现实并非如此，即使采用美国官方的货物贸易统计数字，从2006年到2016年美国对中国的出口增长为116%，几乎是美国对中国出口增长（61%）的两倍。而2017年前11个月美国对中国的出口增长12.3%，而中国的进口增长为8.9%。虽然十多年来美国对中国的贸易逆差绝对额在上升，但与美国的经济体量几乎保持同步。根据美国统计数据，2007年美国对华贸易逆差是当年美国名义GDP的1.8%，到了2017年还在1.9%的水平。以特朗普喜好邀功的性格，他应该对中美贸易的近期表现感到高兴才是。

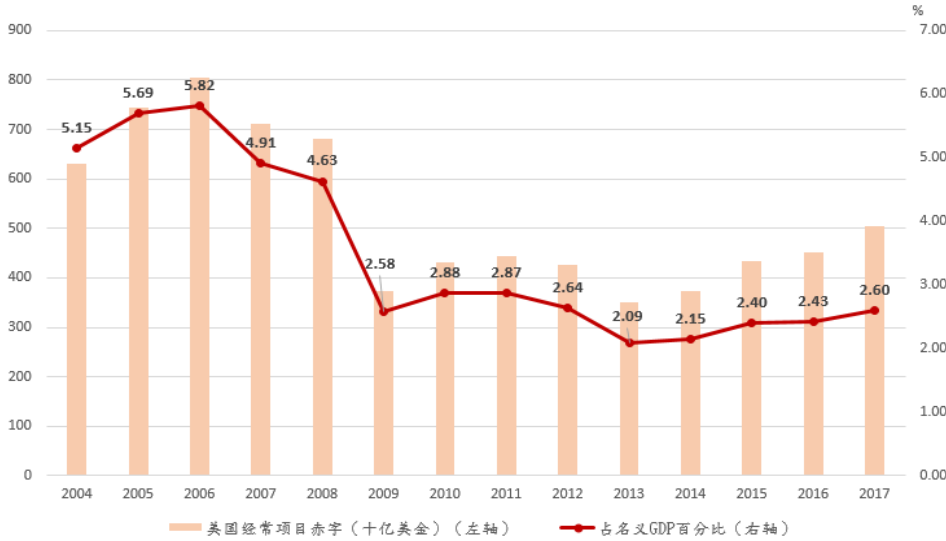
图1: 美国对华贸易逆差占GDP比重并无显著增长



资料来源：美国政府、招银国际研究

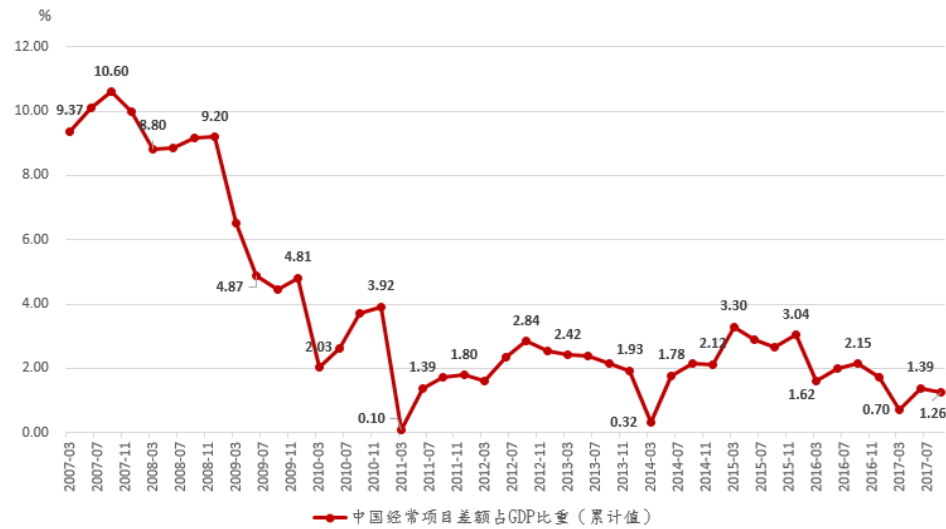
2007年中国经常项目顺差占名义GDP的比重超过10%（净出口对GDP增长贡献1.5个百分点），2017年降到2%以下（净出口对GDP增长贡献0.6个百分点）。而美国经常项目赤字在2006年达到GDP的5.8%，2017年预计下降到GDP的2.6%。可见，中美两个经济体的贸易差额相对GDP而言都有相当程度的缩水，说明外部的不平衡有明显改善。

图2: 美国经常项目赤字状况已有明显改善



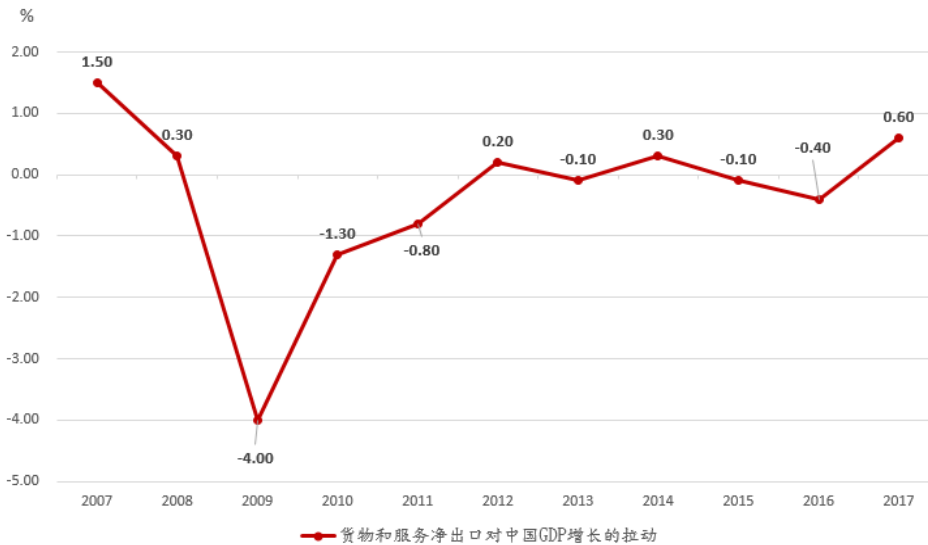
资料来源：美国政府、招银国际研究

图3: 中国经常项目顺差的GDP占比显著下降



资料来源：Wind、招银国际研究

图 4: 中国净出口对 GDP 增长的拉动作用减弱



资料来源：Wind、招银国际研究

逻辑上，要减少贸易逆差，需要扩大美国对中国的出口，而不是减少美国从中国的进口。扩大对中国的出口，需要中国的支持，注定不可能通过贸易战的方式来实现，因为中国会采取报复措施；以报复性关税打击从中国的进口，只会提高美国企业的成本和降低美国家庭的收入；这些道理再简单不过。更重要的是，没有可信的证据表明，中国的企业可以持续十年以低于成本的价格向美国倾销出口产品，这违反基本的经济逻辑。

特朗普已成为全球自由贸易体系的最大威胁

我认为中美之间全面贸易战的机会不大，这不符合美国的利益，也不符合特朗普实用主义的性格，因为中国的反制措施可能会很严厉。但是局部的、逐渐的贸易保护措施还是很有可能的，他要试探中国可以容忍的底线。从目前的形势看，我国受到美国贸易保护负面影响的行业按程度排序如下：钢铁>化工>其他金属制品>纸制品、橡胶制品、木制品>农产品>机电类>纺织服装。此外，美国动用 301 条款制裁措施的可能性仍然存在，对我国相关产业可能产生负面影响。上世纪 70-90 年代，美国曾多次对日本启用 301 条款并对日本进行制裁，对日本钢铁行业和半导体行业产生了显著负面影响。此次美国知识产权调查最可能涉及的领域包含微型芯片、电动汽车在内的电子、机械、运输设备等高科技产业。

不过，我认为特朗普可能也不想打一场全面对抗式的贸易战，因为中国有足够强硬的反制措施，例如限制美国的汽车和农产品进口。此外，中国可能什么也不做就能动摇美国的经济金融体系。一个近期的证据是：媒体传言中国将减缓或暂停其外汇储备在美国国债上的配置，虽然中国官方否定了这一传言，但已经足够让美国金融市场感到惊恐。

中美贸易战不应该是我们关注的唯一重点。真正值得担忧的是特朗普的保护主义政策对全球贸易体系的伤害。战后七十年来，美国是推动建立自由贸易体系的最大动力，现在的特朗普却成了最主要的怀疑论者。他从竞选开始，就激烈攻击各类双边和多边的贸易协议；执政之后随即退出 TPP（最近又暗示要加入），威胁重新谈判“北美自由贸易协定”（NAFTA）；公开表达对 WTO 机制的不满，等等。未来几年，全球贸易体制面临的巨大威胁，也许就是特朗普对这一体系带来的冲击和破坏。

或许特朗普应该回到学校，跟着美国的经济学家学习究竟是什么导致了贸易的不平衡。经济学上的解释是，一国贸易的逆差或盈余是由该国储蓄和投资的关系所决定的，投资超过储蓄的国家会出现贸易赤字；反之则出现贸易盈余。但是，特朗普认为经常项目赤字是贸易不公平的证据，将美国描述为自由贸易的受害者。

特朗普这些难以自圆其说的敌意真正的威胁是，美国作为全球最大的经济体，它的保护主义倾向可能会对全球自由贸易体系产生负面的影响。不管怎样，几乎可以肯定的是，一场两败俱伤的贸易战不符合“美国优先”的政策目标。我们现在能做的，一方面是提升内需，减少对美国市场的依赖；另一方面，应该相信美国选民的智慧，留给特朗普的时间也许并不多。

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于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 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错误、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)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 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士。