

## 經濟觀察家

# 反全球化浪潮下的貿易衝突(二) ——中美貿易互補性短期難改



◀中國進口商品中對美國依賴度較高的產品主要是部分農產品、動物製品、運輸設備和部分高科技機械設備

金融危機過後，全球經濟增長缺乏強勁的復甦動力，導致貿易保護主義抬頭。據WTO（世貿組織）統計，2015年實施的貿易限制措施數量較2014年高43%。其中，新當選的美國總統特朗普顯示出了強烈的貿易保護主義傾向，並多次發表貿易保護主義言論。中美作為最重要的貿易活動參與者，分別佔全球商品貿易總額的16%和10%，兩國之間的貿易夥伴關係將對全球貿易和投資活動產生溢出效應，進而影響到全球經濟的復甦進程。

中銀國際宏觀分析師 葉丙南、張婉

江南  
曉望

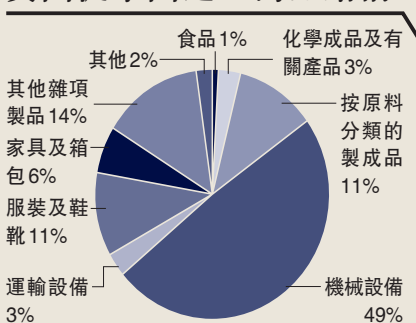
受全球需求疲弱特別是資本開支削減、大宗商品價格走低和貿易保護主義抬頭的綜合影響，過去三年全球出口增長持續低於GDP增速。根據WTO統計，全球出口價值2016年前三季度同比下降4.4%，2015年下降13%，而2014年和2013年分別增長0.2%和2.4%。另有國際貨幣基金組織（IMF）研究顯示，疲軟的經濟增長，特別是資本支出放緩是造成貨物進口下跌的主要原因。此外，大宗商品價格走低在降低商品出口的同時，也抑制了商品出口依賴國的進口需求。

## 美國倚重高新技術長項

中美互為雙方重要的貿易夥伴。從美國角度來看，中國是僅次於歐盟的第二大貿易夥伴，2016年前十一個月與中國進出口貿易佔美國進出口總額的15.8%，略低於歐盟的18.9%；同時中國是美國的第一大商品進口國，從中國進口額約佔美國進口總額的21%，2015年和2016年前十一個月，美國分別從中國進口了4819億及4234億美元的商品。從中國角度來看，與美國進出口總額佔中國進出口總額的14.1%，略低於歐盟的14.8%；美國是中國的第一大出口夥伴，對美國出口佔中國出口的比重在18.4%，高於歐盟的16.2%、日本的13.7%和東盟的12.2%。

從雙方貿易結構來看，中美之間的貿易具有較強互補性，這是由兩國不同的資源稟賦、發展階段、技術條件和比較優勢所決定的，短期難以改變。美國從中國進口的商品集中在以服裝、鞋帽、傢具等為代表的勞動密集型商品，以及中國佔據終端組裝環節的通用設備、辦公設備和電子設備等機電設備產品。2015年，服裝鞋帽、傢具箱包、玩具等其他雜項製品和機械設備分別佔美國從華進口額的10.8%、6%、14.5%和48.7%。美國對中國出口的主要商品則集中在科技含量和附加值更高的機械設

## 美國從中國進口商品結構



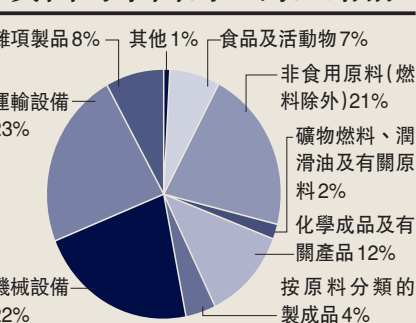
備、運輸設備、非食用原料和化學原料產品。2015年，機械設備、運輸設備、油籽及含油果實、化學原料分別佔美國對華出口的22.4%、22.7%、9.1%和11.9%。

整體來看，中美貿易具有較強的互補性，中國憑藉低廉要素成本優勢向美國提供勞動密集型產品和部分資本密集型產品，美國則憑藉其全球人才中心和高新技術優勢向中國出口高技術和人力資本密集型的產品。但由於中國製造業全產業鏈特點，以及美國製造業仍在經濟中佔據重要地位，中美貿易之間也存在一些競爭領域，主要集中在部分機械設備、電子電器、金屬製成品等。從最近幾年美國針對中國實施的反傾銷和反補貼制裁來看，主要集中在輪胎、鋼鐵、原材料等。

## 中國依賴要素成本優勢

在貿易相互依賴度來看，美國對中國依賴程度較大的進口商品主要集中在旅行箱包、鞋靴、玩具為主的雜項製品、辦公機械設備和電信設備上。2015年，從中國進口的旅行箱包、鞋靴、辦公機械設備、電信設備和傢具分別佔美國各商品進口總額的64.5%、62.5%、60.4%、54%和46.7%；同時，中國進口商品中對美國依賴度較高的產品主要是部分農產品、動物製品、運輸設備和部分高科技機械設備。2015年，從美國進口的飼料、穀物、皮毛、運輸設備、通

## 美國對中國出口商品結構



用設備分別佔各商品進口總額的48.5%、24.2%、31.8%、26.7%和10.3%。

中國已成為全球第一大商品出口國，對美國保持較大規模的貿易順差，但中國很大程度上憑藉要素成本優勢，扮演了全球出口商品的組裝中心角色，而核心零部件和高端技術、高附加值產品仍需要從美國、德國、日本等地區進口。據WTO和OECD（經合組織）基於全球產業鏈最新測算，2011年中國製造業出口中，來自國內生產貢獻比例為60%，而來自國外生產貢獻達到40%。

以家用電子電器行業為例，中國2014年家用電子電器產品出口1064億美元，產生貿易順差855億美元，其中對美國貿易順差244億美元，但同期中國電子器件和儀器設備進口3417億美元，產生貿易逆差1280億美元。其中從日本、韓國和中國台灣地區進口電子器件和儀器設備近2000億美元，對以上三個地區產生貿易逆差1618億美元。

另據專業機構對iPhone產業鏈研究表明，iPhone的大部分零件是在亞歐大陸多個國家生產，而中國所做的只是裝配運輸出口這最後一步，2009年中國向美國出口iPhone產品產生貿易順差19億美元，但從產業鏈增加值角度來看，在iPhone產品上美國對中國產生近0.5億美元順差，對日本、德國和韓國分別產生0.56億、0.2億和0.14億美元逆差。（本文為作者個人觀點，該系列首篇文章刊登於《大公報》2月17日A13版）

# 周期性行業復甦了嗎？

申萬宏源證券研究所首席宏觀分析師 李慧勇



慧眼天下

最近周期性行業表現搶眼，認同者有之；懷疑者有之。無論是否認同，都需要對周期性行業復甦的三個問題進行分析：一、周期性行業復甦的邏輯中長期邏輯是什麼；二、當前投資周期性行業的邏輯是什麼；三、未來持續性如何，應關注哪些重要變量。

## 三大因素疊加關鍵

我們應該是最早推薦投資行業的賣方，2015年底2016初就開始推薦。當時的經濟情況是產能過剩，需求嚴重不足，以PPI為代表的價格出現了連續四十多個月的價格下跌，並導致工業利潤增速持續回落。從行業基本面的看，周期性行業仍在探底的過程中。從市場參與者情緒看，成長股投資深入人心，無論是買方還是賣方對周期性行業都沒有啥興趣。單從這些方面看，周期性行業機會不大。而我們當時推薦主要是注意到2015年10月份國家提出的供給側改革，有望從供給方面改善供求關係帶來周期性行業的好轉。從後來煤炭鋼鐵，以及其他周期行業供給側改革來看，基本上印證了我們的判斷。

從這個角度來說，供給側改革是周期性行業復甦最初的也是最重要的邏輯，之後又增加了另外兩個邏輯：其一是以房地產加基建為代表的需求復甦的邏輯；其二是去年11月份特朗普當選美國總統後提出的大搞基建，美國和全球經濟復甦的邏輯。當然也有人認為周期復甦和補庫存有關，實際上庫存是供求匹配之後的結果，庫存的變化最終也是歸結為供給或者需求因素，最核心的因素還是供求的變化。

供給側改革、地產與基建代表的需求，以及美國甚至是全球大搞基建的預期，這三大因素疊加最終形成期貨和現貨聯動、國際和國內聯動、商品和股票聯動的格局，一起構成了周期性行業復甦的核心邏輯。這三大邏

輯集中體現在PPI停止下跌，加速上漲，工業企業效益指標止跌企穩開始出現明顯的回升。也正是這個邏輯，不少資金開始關注和配置周期。

上述三大邏輯是支持周期性行業復甦的核心邏輯，但由於其支撐力度並不是一成不變的，隨著經濟和政策力度的變化，也作用於周期行業復甦的節奏，進而也影響了資金對周期性行業配置的熱情。那麼什麼因素導致春節之後資金對周期性行業再次關注呢？我覺得主要是以下兩方面原因：

首先是地方兩會召開，儘管增長目標有所下調，但總體上下調幅度不大。不少地方尤其是新疆推出可觀的投資和基建投資計劃，地方建設熱情高漲，證為了此前流傳的「國家把增長放在次要位置」的觀點。由於地方兩會是全國兩會的溫度計，市場預期三月三日和五日召開的兩會仍然會把增長目標設定在6.5%左右，這一目標和2016年6.7%的實際增長率基本持平，穩定了周期性行業的需求預期。

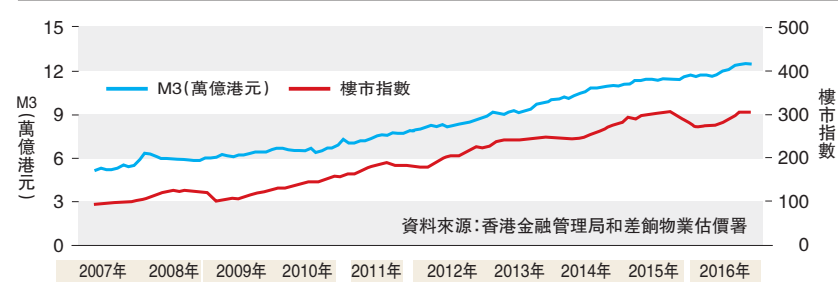
## 經濟上行還需時日

其次是高頻指標強勁。由於春節因素，一至二月份處於經濟數據的真空期，大家更依賴草根調研的高頻指標來對經濟增長指標做出判斷。從高頻指標例如工程機械、重卡、三四線房地產銷售等情況看，投資品總體上呈現淡季不淡，旺季繼續旺的特徵，也提升了投資者的信心。

從歷史上看，周期性行業的趨勢性行情大多都來自於經濟的趨勢性上行，哪怕基於我們偏樂觀的預測，中國經濟的大周期上行也要等到2018年之後，因此儘管我們是周期性行業最早最堅定的推薦者，但仍然傾向於周期性行業的復甦更多是恢復性和階段性。

基於年初經濟企穩及兩會政策的預期，我們維持一季度保持樂觀，之後還需新刺激因素推動的觀點不變。一季度之後以下三個方面因素值得重點觀察：一是投資能否穩定甚至超預期；二是供給側是否有超预期政策出台；三是PPI漲幅是否能夠超预期，是前高後低還是前高後不低。

## 資金氾濫引起的「升災」



# 小心香港樓價大升

祥益地產總裁 汪敦敬



樓市新態

筆者評論樓市從不轉軌，而且會在樓價真正上升前，撰文再發一次預喜。我這看法又來了！今年一月份不少人期望在一手供應增加下，發展商會減價求售。難矣！我一直認為發展商在低息成本和資金氾濫下，有超強的持貨能力。要發展商減價除非再增加多一倍的供應，否則樓價止升將遙遙無期。

近月發展商買地愈來愈難，除供應不足外，對手亦愈來愈多，在此情況下發展商只會日益惜售，價格日益進取，這是因為香港日益成為各地資金匯聚之地。各位，忘記「樓市始終會泡沫爆破」這邏輯，過去所謂經濟周期，正確來說應該是「以泡沫脹／爆循環為邏輯的經濟周期」，其實是虛假和人為的，都是美國的剪羊毛循環生產的過程而已，世人卻奉若神明，當了是一個天道的輪迴，這是迷信。其實經濟循環會不斷以新的方式出現，而不一定是以過去的泡沫爆破為周期。

事實上，量化出來的錢是真實的，而量化過程中很多國家亦會以「去槓桿化政策」去減低市場泡沫（包括香港的樓市辣招），借貸泡沫減少又如何會衍生借貸泡沫的爆破呢？在量化貨幣的新調節年代及方式未來臨前

，我們必須要先面對資金氾濫引起的「升災」，即因為樓價上升而引起的社會決裂和衝擊，想減少「升災」其中一個方法就是盡早讓更多人上車置業。「救得一個得一個」，所以筆者多年一直都鼓勵年輕人早上車，及提倡「買有風險！不買也有風險！」

既然量化貨幣的過程不斷同時在去泡沫，市場自然難以用泡沫爆破去作結局，那麼，未來五至十年我們必面對更大、遠高於過去十餘年的通脹和工資加幅，以抵銷及化解過大的資產升值。在政治氣候、政策將面臨蛻變了。

## 美經濟今年或爆煲

如果筆者的「天真估計」是正確的話，香港的M3（泛指香港總存款量）會持續破新高、樓價在資金繼續氾濫下，縱使中途波折重價價格仍浪比浪高。而港股和A股指數將在美國經濟泡沫爆破下的第二波接收大量資金，價格升幅可能會比樓價更大。

筆者預算今年樓價是有條件上升兩至三成的。當然我一直認為美國在2017年經濟有機會泡沫爆破，這可能會減少香港10-20%的樓價上升幅度。但縱使再加上這個衝擊，今年樓價仍然整體上升。不過我要提醒看官，這些錢是風險錢，常人吃不到這口飯，當樓價下跌時你又夠膽買嗎？所以我仍然認為用家入市不應該「睇市」，儲夠錢便要買！量力而為吧！