



經濟觀察家



交銀觀察

8月初，美國突然給中國扣上了「匯率操縱」的帽子，似乎有些出人意外，但細想來也在意料之中。多少年來，迫於客觀現實和尚存一些理性，美國只是讓中國上了「匯率操縱」的觀察名單。而在貿易談判中，中方堅守底線不退讓的情形下，美方無計可施，終於非理性地祭出了金融招數。

交通銀行首席經濟學家 連平



►目前市場上擔心的是美國可能會對中國的金融機構和企業實施金融制裁，壓迫人民幣升值，甚至推動IMF共同對中國施壓，對中國發動「金融戰」

# 貿然發動金融戰 美國將得不償失

接下來引人關注的問題是，美國給中國扣上「匯率操縱國」帽子後會怎麼做。美國認定中國「操作匯率」引用的是《1988年綜合貿易與競爭法》，這一法案並未明確規定糾正和懲罰性措施，只是要求美國政府迅速採取行動，發起雙邊談判或在IMF（國際貨幣基金組織）平台進行磋商。目前市場上擔心的是美國可能會對中國的金融機構和企業實施金融制裁，壓迫人民幣升值，利用全球支付系統、國際評級公司一起打壓中國，甚至推動IMF共同對中國施壓，對中國發動「金融戰」。

## 施壓人幣升值難成功

中國在美國有一系列商業存在，主要是金融機構、企業和資產等，在美國的中資商業銀行經營，涉及很多與本地金融機構和企業之間的交易，美國對中資金融機構制裁打壓對其自身必然有反彈效應。因為中資金融機構在美國有一定的經營規模，中資金融機構經營狀況的波動，必然會影響到美國金融業、金融市場及其他相關的行業。事實上，中資金融機構在美國經營遵守法規，如履薄冰。雖然近年來有些不合規事件，但比起其他國家來說，還算是比較少的，要找出中資金融機構的不合規問題並不容易。而無理打壓則缺乏法理依據，中資金融機構可以運用法律武器保護自己。

美國可能會以多種理由對在美國上市的公司採取措施，比如除名和退市之類。中國在美上市公司有百餘家，總市值約1.2萬億美元。如果美國採取很大的動作，必然引起市場震盪。美國是以資本市場作為主要融資場所，資本市場規模巨大，對融資具有十分重要影響，對美國經濟運行會有至關重要的作用。有關舉措可能會對美國資本市場自身帶來傷害，美國不得不認真地掂量掂量。

美國在中國也有商業存在，如果貿然對中國在美國的商業存在採取極端非理性的所謂制裁，必然會使美國金融機構和企業暴露在中國的反制裁風險之中。截至2018年底，美國對華投資項目達七萬多個，實際投入資金852億美元。2018年新設立項目同比上升30%，合同金額同比上升100%。2018

年末，美國在華金融機構包括主要商業銀行總資產約在400億美元以上。儘管規模相對有限，但重要的機構一旦出現較大風險同樣會重創美國商業銀行體系。

鑒於具有很高的進出口份額和快速發展的對外投資，以及對外收支70%都採用美元，加上2018年中國擁有7.3萬億美元的國際金融資產，中國所涉及的美元收支2018年已達到4.8萬億美元，應該是全球美元收支中最大的份額之一。近年來人們比較關注的是人民幣在全球支付結算體系中的份額，實際上美元收支中相當部分是中國經濟所為。已有的分析較多地將關注點放在美國掌控支付體系對中國不利的方面，但中國體量巨大的「規模效應」反過來是不是美方也應忌憚的呢？一旦最大規模的份額脫離全球美元支付體系對該體系究竟是福是禍？筆者認為，美國要強行將中資金融機構與美元體系脫鉤，必然會給美元體系帶來劇烈震盪，損害全球美元體系的穩定，必將給正在逐漸趨弱的美元體系以致命的重擊。

施壓人民幣升值可能成為美國當下的一種重要舉措。經過一年多的貿易摩擦，美國似乎感覺到如果人民幣不升值，僅靠當前關稅措施要想把整個中國外貿打垮並非易事，所以想要效法當年對日本的做法，逼迫人民幣大幅升值。但問題是今非昔比，人民幣能不能升值，會不會升值，不會聽從美國的指揮棒。會至今日，美國不可能再主導類似廣場會議的多邊機制來迫使人民幣升值。當年廣場協議之後美日德英法五國央行同時在市場上拋出美元買入日圓，現在還有誰會跟着美國一同起舞、亦步亦趨呢？

## 匯率操縱質疑不成立

市場上有一種擔心，認為美國會利用穆迪和標普等具有全球影響力的國際評級公司，大幅下調中國的主權評級和企業的信用評級，以打擊中國的主權信用，大幅提高中國的國際融資成本，惡化中國的海外融資環境。筆者認為，除了極個別的美資著名國際評級公司可能會在一定程度上隨美國政府的指揮棒起舞之外，其他的國際評級公司美國應該指揮不動。近十年來，主要國際評級公

司已在相當程度上改變了對中國經濟帶有較大偏見的觀點，修正和改進了中國經濟分析模型，比較客觀地觀察和評價中國經濟，所做的評級結果總體上比較接近中國的實際；相對過去來說，現在的評價比較公允和中肯。這種改變並非一朝一夕可以完成。評級公司是依靠信譽經營的，那種極端非理性、不公正的評級將會毀掉評級公司長期積累起來賴以生存的信譽。再說中國已於近期對國際評級公司開放了境內評級市場，面對中國巨大的市場，誰會冒被禁入的風險去幹這種有損於一世信譽的傻事呢？

美國想要借助IMF來施壓中國恐怕是一廂情願。IMF不是美國政府的執行機構，但作為二戰後建立起來的全球金融體系的支柱之一，IMF長期受美國的影響。但近年來已時過境遷，IMF的獨立性大大增強，美國已經指揮不動IMF。IMF剛換了總裁，雖然政策可能會有些變化，但美國也無法再度完全左右這一機構。IMF畢竟是全球性的國際金融機構，維護國際金融秩序是IMF的責任。美國這種失去理智、胡亂給人扣帽子的做法，肯定不會得到IMF的支持。事實上，美國給中國扣上「匯率操縱」的帽子之後，IMF沒有遲疑，在近期報告中迅即明確表態，認為沒有依據可以證明中國操縱了匯率。

誠然，美國在金融方面具有一系列優勢，在國際金融博弈中佔據了有利的地位。但就某種意義上看，龐大的金融體系也是美國的負擔。金融領域較為敏感，風險特徵明顯，「羊群效應」、「蝴蝶效應」等都是金融市場風險特徵的形象寫照，金融摩擦展開的殺傷力將明顯大於貿易摩擦。金融市場的劇烈震盪必將帶來系統性金融風險，重創處在周期性轉折的敏感時刻的美國經濟。對於那些中小國家來說，美國的金融優勢是絕對的。處置這些小變量對全球美元體系和美國資本市場的影響可以忽略不計。但對中國這樣一個經濟金融體量巨大且與美國有着十分密切經濟關係的國家來說，隨意制裁必將帶來嚴重後果。中美在金融領域內同樣是高度相互依賴的。美國資本市場和全球美元體系是美國經濟的重中之重，打擊和切割中國在美國金融業的商業存在，必將重創美國資本市場和全球美元體系，從而加快其衰

## 全球供應鏈格局洗牌

香港中華廠商聯合會會長 吳宏斌



崇論宏議

美國總統特朗普突然決定押後對部分中國貨品加徵關稅至12月，雖然貿易戰看似又再呈現曙光，但打打停停的狀況已持續超過一年，不少在內地經營的港商、外商甚至內地的企業因應環境變化特別是買家的要求，已籌劃將部分生產線搬遷至中國內地以外的地區，觸發全球產業鏈、價值鏈、供應鏈等「三鏈」格局的改變。另外，亦有部分企業基於分散投資、規避科技壁壘和降低政治風險等考量，正探討在其他地方設立研發中心和高科技產品的生產基地的可行性。

某程度上，當前正在發生的國際產業重構正為香港「再工業化」帶來了歷史性契機。在早前廠商會提交的施政報告建議中，便指出香港應把握時機發展高增值製造業。香港在「一國兩制」的優勢下，享有作為獨立關稅區和世貿組織單獨成員的特殊地位，美國等國家針對大陸的關稅、技術限制和其他貿易壁壘一般都不適用於香港。另一方面，去年底簽署的CEPA框架下新的《貨物貿易協議》，亦讓所有原產香港的貨物進口內地可全面享受零關稅的優惠。

廠商會認為特區政府應借機吸引內地甚至跨國公司來港設立生產線，利用「香港製造」的原產地優勢來規避貿易戰的風險和提升產品的附加價

值；同時，亦可借助自身在研究和引進一些具敏感性技術方面的特殊條件，主動「招商引資」，協助一些高科技產品的廠商在本港組建研發基地中心和供應鏈。這樣，企業除了能享有面向國際市場和貼近中國內銷市場的優勢之外，亦能與廣東完善的配套產業體系銜接，有助實現大灣區精細、高效的分工協作。

## 港應吸引廠商回流

值得注意的是，近期不少地區紛紛出台特別政策，希望吸引廠商到當地投資設廠。例如，台灣年初推出為期三年的「歡迎台商回台投資行動方案」，提供單一窗口服務，整合土地、水電、人力、稅務與資金等方面的支援措施，協助台商回流。故特區政府亦應更加積極發揮「推廣者」和「促進者」角色，加強向內地及海外介紹香港在發展高增值製造業方面的優勢。

除了應為有意來港發展的廠商提供財稅誘因、土地優惠以及人力資源培訓、勞動力輸入、協助市場推廣外，亦可與貿易夥伴的政府就原產地認證和簽訂貿易投資協議等開展「G2G」磋商；此外，特區政府也可參考台灣的做法，在投資推廣署之下設立促進產業轉移的「一站式」服務窗口，甚至設立一個跨部門專案小組，協調不同領域的政策和服務，為來港發展的廠商提供及時、貼身的支援。

## 各國減息漸成趨勢

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

美國與中國貿易糾紛最近又起波瀾，美國經濟數據轉弱，7月底減息0.25厘。中國經濟增長亦告放緩，上半年新增減稅降費約達1.17萬億元（人民幣，下同），經濟增長減慢至6.2%。歐盟及英國形勢混亂，全球不但息口趨跌，美國、歐盟都要量化寬鬆撐場，估計低息環境未必是一兩年那麼少。

美國聯邦儲備局最近減息0.25厘，主席鮑威爾強調並非息口轉向，卻已停止縮表，即是維持量寬。美國總統特朗普則認為減息不夠，應要減0.5厘，看來特朗普與聯儲局的糾纏未停。去年美國稅改刺激經濟作用，動力無以為繼，從近期數據分析，似有「斷電」跡象。美國總債務近月升勢急劇，高達73.91萬億美元，74萬億美元的新高近在眼前，貿易戰後遺症陸續顯現，令聯儲局也要面對現實減息防範。

中國今年二季度經濟增長只有6.2%，明顯低於首季6.4%。國家稅務總局減稅辦常務副主任、收入規劃核算司司長蔡自力表示，今年1-6月份全國累計新增減稅降費約1.17萬億元，其中減稅約1.04萬億元。中國如不使出減稅降費，受到美國挑起的貿易戰打擊更大。

## 料拉加德接掌歐央行

特朗普突然向中國3000億美元貨品加徵10%關稅，對中國衝擊不小，預料中國連減息降準招數也可能用到。中國輸美貨品，有亞洲國家提供



## ▲市場預計拉加德作風與德拉吉相似偏向鴿派，料政策寬鬆

零部件，包括日本及韓國。今年上半年日本及韓國等國家經濟很差，韓國要減息，日本早已負利率。

歐盟需要動用負利率刺激經濟，但日前英國前外相約翰遜當選保守黨黨魁，成為新任首相。約翰遜重申，在10月底完成脫歐，市場預期是「硬脫歐」，將會對金融市場造成重大震盪。歐洲央行總裁德拉吉指出，歐元區經濟前景愈來愈差，下半年反彈渺茫。市場預料獲提名接任歐洲央行行長的IMF（國際貨幣基金組織）總裁拉加德，作風與德拉吉相似偏向鴿派，料政策寬鬆。

全球經濟都同時走弱，主要國家應會採取減息以至寬鬆政策，以求渡過經濟難關。筆者預期未來低息情況，時日不會短，本港置業人士可續搭低息順風車。

落的過程。這應該是美國朝野都不願意看到的結果。

美國給中國扣上「匯率操縱」的帽子，並非是金融戰開打的信號。毋庸置疑，美國抑制和打擊中國的險惡用心不會輕易轉變。但鑒於金融具有明顯的風險特徵和中國經濟的體量與質量，美國在金融領域不得不投鼠忌器，難以像對待那些中小經濟體那樣肆無忌憚地採取

所謂金融制裁，而採取局部的低烈度制裁的可能性相對較大。當前和未來一個時期，有關方面應未雨綢繆，加緊研究應對預案。根據中國的實力和國際經濟條件，中方不應妄自菲薄，也不能盲目自信；仍應以防守反擊為主、前瞻預防、冷靜應對、見招拆招。在金融領域反擊美國的所謂制裁，中國依然有底氣。