經濟觀察家

遠見卓識

美方宣布提高中國對美國出口商品稅率，中美貿易摩擦再次升溫，市場避險情緒大幅上升。若特朗普關稅威脅落地，中國對美國出口總量可能下降約1/3。而在極限博弈階段，中國更須警惕美國其他施壓手段的出現。

興業證券首席經濟學家　王　涵

►特朗普（右）繼續在關稅威脅上耍手段，事實上，中美貿易摩擦改變了全球貿易鏈，而在尋找替代的過程中美國也付出了代價

美方施壓還有後招？反補貼稅 金融制裁

3000億清單「兩步走」側面印證美國在關稅手段上已經進入極限施壓回合。2019年8月15日，美國貿易代表辦公室宣布3000億清單商品聽證結果，因醫療、健康及國家安全等原因移除了原始清單的極少部分商品。同時，將剩餘商品分成兩部分徵稅，一部分於9月1日徵稅，另一部分商品推遲至12月15日徵稅。以2017年美國從中國進口金額計算，被推遲的部分總規模在3000億清單中約佔比55%，主要包括電機電器和機械器具（手機、筆記本電腦、遊戲機、電腦顯示器等）、雨傘、炸藥煙火、玩具、針織衣物、傢具寢具等；而9月1日徵收的商品則主要為服裝鞋帽。

徵收關稅無以為繼

可以看到，被推遲徵收的商品中，不少商品美國對中國進口依賴度很高，短期內難以找到替代品。從這個角度而言，雖然美國進一步提升了徵稅稅率，但一方面目前尚未被徵稅的商品已經所剩無幾，另一方面從推遲對超過1500億美元、對中國進口依賴度較高的商品徵稅的舉措來看，目前美國在貿易手段上，實際上已經進入了極限施壓階段。

需要警惕的是，雖然在關稅上美國對中國的施壓空間在進一步被擠壓，但不排除美國用其他手段進一步施加壓力，以求在貿易談判中獲取更大的籌碼：

1）美國不按流程強行界定中國匯率操縱國，警惕其將此與反補貼稅捆綁。2019年8月6日美國把中國標記為匯率操縱國，實際上不符合其常規流程的，可謂「非常時期、非常手段」，這意味着按照其法案規定的制裁措施常規流程，參考意義可能有限。在2019年5月28日，美國商務部發布「擬議規則制定通知」(Notice of Proposed Rulemaking)，宣布準備向匯率被人為低估的國家徵收「反補貼稅」（countervailing duties），其邏輯在於將被人為低估的匯率視作非法的貿易補貼。具體而言，與匯率相關的反補貼稅只能在美國商務部認定補貼、美國國際貿易委員認定最終損害後，才能徵收。若這一法規最終得以實施，將意味着美國有理由以匯率操縱為由，對中國商品進一步加徵反補貼稅，這是我們需要警惕的。

2）特朗普發推特重提《國際緊急經濟權力法案》，警惕金融制裁等手段。在宣布提高對中國的關稅之後，特朗普在隨後的推特中呼籲美國公司將製造工廠從中國撤回美國、再次強調中國對美國運輸芬太尼等問題。同日，特朗普在接受白宮採訪時，被質疑在中美貿易摩擦中濫用總統權力，他當即否認，並隨後在推特上援引美國1977年《國際緊急經濟權力法案》（International Emergency Economic Powers Act, IEEPA）重申自己使用總統權力的合法性。

根據該法案，在國家經濟面臨緊急情況時，美國總統可以授意緊急凍結、沒收外國持有的美國資產。此前，美國曾對伊朗、朝鮮、委內瑞拉等國多次動用該法案進行制裁。截至2019年3月1日，美國總統宣布了54條觸發了IEEPA的國家緊急狀態，其中29條仍在生效。而觸發了IEEPA的國家緊急狀態往往要持續近十年，而距離IEEPA的第一次使用——1979年美國大使館工作人員被挾持——迄今已經40年。

到2019年5月，特朗普簽署行政禁令，要求美國企業不得使用對華為等公司所生產的電信設備，也是援引該法案。雖然本次特朗普發推特，主要是為了回應記者質疑，但仍需警惕其動用該法案對中國進一步施壓的可能性。

全球貿易鏈被重塑

假如特朗普的關稅威脅完全落地，即9月份對3000億第一批次的商品徵收15%的關稅，10月份對2500億清單商品徵收30%關稅，12月份對3000億第二批次的商品徵收15%的關稅。以1.65的出口彈性測算，2018年以來所有的關稅上調或拖累中國對美出口總量下降36%，出口增速同比最低點或下降24%。而從中國投入產出表出發，這樣的關稅徵收可能導致中國GDP總量下降約0.5%，失業率約上升0.4%。

從行業上來看，在中美貿易摩擦不斷升溫的背景下，外需導向型的行業受到的衝擊會更為明顯。從投入產出表出發，筆者測算了不同行業的衝擊影響。在極端情景下，如果中美之間的貿易鏈條完全切斷，首當其衝的行業是傢具製造和其他製造業、電腦電子及光學產品製造業、紡織品，服裝和皮革製品製造業，分別將受到16%、10%和6%的拖累。雖然近年來中國產業結構不斷升級，加工貿易佔比不斷下降，但與發達國家相比，中國的產業結構仍有相當一部分屬於增加值率較低的加工貿易，本輪貿易摩擦的外部壓力也將促進中國產業結構的進一步升級。

中美貿易摩擦改變了全球貿易鏈，在尋找替代的過程中美國也付出了代價。從2019年上半年來看，中美貿易摩擦帶來了全球貿易鏈的變化，分產品來看：1）中國的針織、鞋帽、皮革等低端消費品對美出口出現下降，而美國從東盟、印度等國進口對應商品的數量明顯上升；2）在汽車、鐵道等商品方面，墨西哥對中國對美出口的下降形成了較好的對沖；3）在機械、化合物等方面，歐洲和日本對中國的替代性較強。但在美國在其他國家和地區尋找替代的過程中，商品競爭性的下降也意味着價格的上漲，美國不得不付出更高的代價獲取替代品。

聯儲降息亦難補救

對美國而言，貿易摩擦損人不利己。貿易摩擦的上升，不僅會對被打擊國家帶來影響，對美國自身也會有負面拖累。根據IMF（國際貨幣基金組織）的測算，關稅上升會對中美兩國都產生負面影響，雖然中國受到的短期衝擊更為明顯，但長期來看兩國受到的拖累其實旗鼓相當。此外，隨着3000億關稅清單即將落地，美國通脹壓力勢必將進一步上升，這也將對美聯儲的貨幣政策形成一定制約。

貿易摩擦上升及非美經濟體基本面惡化，已經開始向美國傳導。雖然美國經濟在全球範圍來看依然相對較有韌性，但是已經出現一些放緩的信號：

1）全球貿易摩擦上升及基本面環境惡化，已經開始衝擊美國的企業部門。一季度企業盈利走弱，美國工業生產出現罕見的下滑，而近兩個季度也在持續壓制投資端，二季度美國GDP雖超預期，但投資分項已為拖累。而企業盈利預期轉弱正逐步傳導至其員工報酬，這使得我們看到近幾個月新增僱傭、小時工資、工作時長均較疲軟，這與招工數據的下滑也相脗合，結合近期非農數據大幅下修，反映美國企業部對僱傭的需求開始出現鬆動。

2）居民部門的潛在放緩壓力，可能還尚未被預期所反映。實際上，美國居民消費在2014~2017年間都較為平穩，但2018年以來波動明顯放大，說明本輪美國居民資產負債表對於金融資產價格依賴程度較大的問題正在逐步暴露。而這一問題，在收入放緩的背景下可能將進一步加劇。當前，市場對企業部門的放緩已有一定預期，但居民部門的波動，可能還尚未被市場所預期，這是我們需要持續關注的。

聯儲雖然由緊轉鬆，但大周期尾聲，市場波動仍然會放大。需要注意的是，即使美聯儲進入寬鬆周期，這並不意味着金融市場波動風險的消除。從歷史經驗看，在2007年、2000年、1989年等經濟周期和貨幣周期的大拐點，即使貨幣政策已經轉向寬鬆，但也容易發生權益市場的大幅波動。這背後的邏輯是，**在大周期的拐點，經濟受寬鬆刺激進一步改善的空間不大，經濟回落和寬鬆對沖可能同步進行，而經濟回落的影響可能大於寬鬆對沖。因此，即使美聯儲開啓降息周期，仍需警惕美股市場波動加大的風險，而近期市場的調整，可能也是對這一問題的整體反應**。

深圳在大灣區地位顯著提高

西南證券首席策略分析師　朱　斌

斌眼觀市

近日，中央發布《支持深圳建設中國特色社會主義先行示範區的意見》（以下簡稱《意見》）。《意見》提出了深圳在新時期的五大戰略定位：高質量發展高地、法治城市示範、城市文明典範、民生幸福標桿、可持續發展先鋒。這對於深圳的意義是十分深遠的。其中最重要的一點，就是這次文件對深圳定位有了一個全面提升：由以往的只重經濟，轉向包括法治、民生在內的全面發展。這將是深圳發展史上的一次大事件，意味着深圳正式確立在珠三角發展戰略中的核心地位。

深圳的強點將更強。深圳擁有7家全球500強企業，擁有13家銷售過千億的企業，60多家銷售過百億的企業。在科技領域，2018年全球PCT專利申請量中，全球排名前50的企業，中國有8家，深圳就佔據了6席。深圳擁有科技型民營企業3萬多家，民營上市企業超過300家，在全國各城市中排名首位。中美貿易戰，某種程度上可以說是「美國對深圳的戰鬥」。

此次《意見》中具體舉措的前兩條，就是聚焦於深圳的強點：「加快實施創新驅動發展戰略」和「加快構建現代產業體系」。前者，在產權制度、科研基礎設施、人才政策上全面發力，強化深圳產學研深度融合的創新優勢。後者，明確了產業發展方向：「大力發展戰略性新興產業，在未來通信高端器件、高性能醫療器械等領域創建製造業創新中心」，同時在市場准入與監管、新產業新業態發展、金融服務實體經濟上都要有新突破。在金融服務實體經濟上，還提到了要在創業板上創造條件推動註冊制改革。這些政策，都是在深圳現有優勢的基礎上，進一步放開與推動新優勢的加速成長。

深圳的短板也引起重視，政策開始在「補短板」上發力。深圳經濟發達顯而易見，但在其他方面，與北京、上海等一線城市的差距卻非常明顯，不論是教育、醫療還是文化基礎設施都與其他一線城市有着巨大差距。

在教育方面，深圳高校數量不多，優質名校更是稀缺。北京現有普通高等院校93所，其中雙一流34所，包括北京大學、清華大學、中國人民大學、北京航空航天大學、北京理工大學、中國農業大學、北京師範大學和中央民族大學等一大批重點建設高校。上海現有普通高等學校64所，其中雙一流高校14所，包括復旦大學、同濟大學、上海交通大學等知名院校。相比之下，深圳僅有普通高等學校13所，最出名的深圳大學，既不是211，也不是985。

在醫療資源方面，深圳與北京、上海也差距巨大。北京擁有醫院736家，其中三甲醫院113家，上海相應的數量為364家和50家，而深圳則只有139家和41家。北京遙遙領先，深圳則差距明顯。

在文化基礎設施上，深圳也落後於北上。我們看兩組數據：第一組數據是2018年末北京有博物館179家，上海有博物館131家，深圳博物館、紀念館共計50家；第二組數據是深圳現有美術館11家，而上海在2016年就有了58家。這樣的差距讓深圳成為了部分人眼中的「文化荒漠」。

教育醫療存在短板

以往，深圳在其他方面的發展，國家很少表現出支持的態度。因此在粵港澳大灣區中的城市排序，之前是「港澳廣深」，內地城市排在港澳之後，而深圳又進一步排在廣州後面。但是隨着「示範區」規劃的出台，這一排序恐怕就要發生變化，深圳排位的上升，將是一個必然的結果。

這次《意見》將從多方位提升深圳城市綜合競爭力，主要表現在三個方面，有明顯支持。首先，在法治領域，「全面提升民主法治建設水平」。具體操作上，「用足用好經濟特區立法權，在遵循憲法和法律、行政法規基本原則前提下，允許深圳立足改革創新實踐需要，根據授權對法律、行政法規、地方性法規作變通規定」。這給了深圳相當大的立法自由度。其次，鼓勵深圳「率先塑造展現社會主義文化繁榮興盛的現代城市文明」。出現了一些以往沒有的新提法，包括「推動更多國際組織和機構落戶深圳、支持深圳舉辦國際大型體育賽事和文化交流活動、建設國家隊訓練基地、承辦重大主場外交活動」等。最後，「提升教育醫療事業發展水平」，對深圳教育、醫療較為薄弱的現狀，大力補強短板。

綜合來看，此次《支持深圳建設中國特色社會主義先行示範區的意見》，是對深圳定位的全面提升。中央將深圳作為樣板來打造，會全面提升深圳在全國與大灣區城市圈中的地位。深圳有望在未來躋身世界一流城市的行列。

港按息承造深圳置業按揭

經絡按揭轉介高級副總裁　曹德明

樓按明鑒

自「粵港澳大灣區」規劃出台後，跨境工作的機會增加，加上高鐵、港珠澳大橋及深中通道等交通基建發展，香港與內地的聯繫將更見緊密。而大部分大灣區的樓價相比於香港較為低廉，居住空間亦較為寬敞，催生了港人一定的購買需求。

以往港人於內地置業的難度很高，因為全國不少城市實施限購令，大部分需要境外買家（包括港人）證明於境內工作或讀書，並有繳付社保，亦有「限售」、「限貸」等措施。簡單來說，就是有錢也未必買得到樓。不過，近年內地調控樓市措施有所放寬，部分地區毋須置業人士再提供社保及納稅證明，然而港人除非是繳付全數樓價（Full Pay），否則亦要找內地銀行承造按揭，相比在港置業仍然非常不便。

最近，某一銀行與灣區母行接軌，幫助港人於內地置業時，可於香港分行辦理按揭申請及批核，可謂為一眾有興趣於內地置業人士造福。是次該行將以深圳為試點，適用於18歲或以上持有香港永久性居民身份證人士申請，接受購買一手樓房或將現契套現，貸款金額可介乎50萬元至1000萬元，最高可貸款30年，但不設現金回贈。

該計劃的好處有四：（一）所有按揭文件只需交與給香港分行辦理，並且與在港置業的審批標準一樣，包括按揭成數、入息文件、壓力測試等要求完全相同；（二）按揭利率鎖定為香港利率，現時該計劃的利率介乎P減2%至P減1.5%（P為5.375%），即實際按息可低至3.375%，比內地的按揭利率超過5厘更低；（三）即使在港已有物業在身，購買深圳物業亦不用繳付15%從價印花稅（AVD），適合經常往返內地人士；（四）貸款以港元結算及還款，可避免匯率差價。

有興趣人士可聯絡按揭轉介機構幫忙委託香港分行進行按揭申請，該行會安排為深圳物業進行估價，並收集買家的入息資料。當審批完成後，可獲得按揭貸款的申請人將收到香港分行發出的額度信（已兌換成港幣），但買家必須要到內地律師樓簽文件，及於內地分行開動戶口。買家其後只需每月以港元供款於香港分行的戶口內，非常簡單方便。