經濟觀察家

平心而談

中美貿易摩擦打打停停，但形勢總體上持續升級。美方對華加徵關稅的商品規模不斷擴大、稅率不斷提高，並且已經超出了貿易領域，升級至科技戰、金融戰、地緣政治戰、輿論戰等全方位博弈。

恒大集團首席經濟學家兼恒大經濟研究院院長　任澤平

▶中國貿易夥伴結構發生變化，美國已退居為中國第三大貿易夥伴，次於歐盟和東盟

中美貿戰持續擴圍 六大領域全面博弈

一、貿易戰

在經貿領域，美對華加徵關稅規模不斷擴大、稅率不斷提高，簽署美加墨自貿協定設置「毒丸條款」針對中國。美對華2500億和3000億美元商品分別加徵30%和15%的關稅，基本實現了美對華進口商品的全覆蓋。美對華加徵關稅導致中國出口及對美出口增速大幅下降，1至8月中國出口增速0.4%，全年大概率負增長；其中，中國對美出口增速–8.9%，較2018年下降20.2個百分點。影響出口部門就業、居民消費和企業經營預期，加速訂單和產業鏈轉移。中國貿易夥伴結構發生變化，美國已退居為中國第三大貿易夥伴，次於歐盟和東盟。

二、金融戰

在金融領域，美國發起對中資銀行的調查，同時在人民幣市場化貶值、中國並不符合美國「匯率操縱國」認定標準的前提下，強行認定中國為「匯率操縱國」。美國可能在攻擊金融制度、制裁金融主體和攻擊金融工具（資產）三大層次等方面打壓中國，具體包括九大手段（參見《美對華金融戰的情景分析、工具手段及應對》）。6月美國法院裁定中國三家大型銀行蔑視法庭，8月美國財政部認定中國為「匯率操縱國」，意圖提高施壓籌碼，為創設更多制裁中國的政策工具提供依據。

三、科技戰

在科技領域，美國採取六大手段圍堵中國高科技行業發展，禁售、打壓華為更彰顯遏制中國高科技意圖。美國長期以來限制對華高科技出口，對華高科技貿易逆差佔美對華貿易逆差總額的三分之一。2018年以來，美國已採取六大手段打壓中國高科技：限制高科技產品出口、限制投資、封鎖市場、切斷供應鏈、修法撤銷對華知識產權保護、干擾正常學術交流及科研合作，打壓以華為為代表的中國高科技企業，試圖將中國排除在美國的科技創新體系之外，「科技脫鈎」。

四、地緣戰

地緣政治領域，美國對中國開展了三個層面的打壓：插手中國香港和中國台灣事務挑戰主權及領土完整；制裁對華相對友好的國家，間接挑戰中國海外經濟和政治利益；削弱並污名化中國國際地位和影響力。

首先是直接挑戰中國的主權和領土完整。美國國家民主基金會（NED）是美國利用其國際地位和實力干涉別國內政的重要機構。NED官網顯示1997年至今，NED累計資助香港的反華組織約495萬美元，培養反對派和激進「民主」人士。2018年NED累計向三個與新疆相關的分裂組織資助66.9萬美元，支持分裂活動。事實上，由於大量此類資助並不會通過公開渠道進行，因此美國實際支持金額將顯著高於已披露金額。美國副總統彭斯表示，要將中美經貿談判進展和香港問題掛鈎。在中國台灣問題上，美國通過政治、軍事等手段阻撓兩岸和平統一，美國2018年3月通過了《台灣旅行法》，規定美國的政策應當允許美方所有層級的官員訪問台灣，允許台灣高階官員在「受尊敬的條件」下來到美國。

其次是制裁對華相對友好及有戰略利益的國家，如委內瑞拉、伊朗等。委內瑞拉是中國重要的貿易合作、直接投資目的國，由於委國查韋斯、馬杜羅政府對華相對友好，美對委發起制裁並支持反對派政府直接影響中國經濟和政治利益。截至2017年，中國在伊朗的對外直接投資存量達36.2億美元，在西亞地區僅次於阿聯酋的53.7億美元和以色列的41.4億美元；伊朗對華出口石油佔中國石油進口量的8%左右，伊政府對華相對友好。美國對伊朗的制裁導致中國企業崑崙銀行、中興通訊等受到明顯衝擊。

再次是削弱中國國際地位和影響力。美國國務卿蓬佩奧近年來在多個場合詆毀「一帶一路」倡議，稱其為對沿線國家的「債務陷阱」，但中國在沿線國家的債務問題上通常是在友好協商後採用展期或免除債務的方式，通過收回抵押資產方式的僅佔全部已披露金額的約2.6%。

五、規則戰

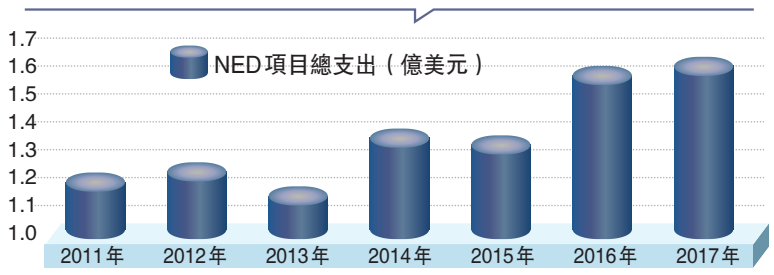
在國際組織與規則領域，美國不承認中國市場經濟和發展中國家地位等，單方面施壓WTO修改國際規則，在其現實利益被觸犯時，甚至打破其自身建立的體系。美國長期以來奉行現實主義，規則體系的建立與推翻服務於其現實利益，如美國於1944年主導建立布雷頓森林體系的主要原因在於其有利於美國對外經濟擴張。在美元危機與美國經濟危機頻繁爆發、各國紛紛要求兌換黃金影響到美國經濟金融穩定時，美國打破布雷頓森林體系，平時滿口公平自由以全球道德標桿自居、關鍵時候以自我利益為中心出爾反爾。近年美國挑戰自身建立的自由貿易體系，通過阻撓上訴法官上任、以將WTO爭端解決機制陷入癱瘓為威脅，施壓WTO修改發展中國家認定標準、不承認中國市場經濟地位、要求改變特殊與差別待遇條款。

六、輿論戰

在國際輿論領域，美國基本把控傳統媒體、新興社交媒體輿論，聯合盟友共同詆毀中國國際形象。全球前十大傳媒集團中有七家為美國公司，美國由此把控全球大部分英文媒體，主流媒體在報道時經常選擇性偏向美國利益，並不斷引導抹黑中國形象。傳統媒體方面，採用雙重標準區別對待美國盟友與非盟友。如經常購買美國武器的君主制國家沙特阿拉伯的王儲因輕微改善女性權利而被西方媒體稱為「民主先鋒」，而中國改革開放發展市場經濟、以「一帶一路」倡議帶動沿線國家發展被形容為「非市場經濟國家」、「債務陷阱外交」。

在新興社交媒體方面，推特、Facebook均刪除了為中國發聲的帳戶和內容。2019年8月美國社交媒體推特公司刪除了936個中國帳戶、封停20萬個中國用戶帳號，理由是「散播假新聞，詆毀中國香港示威活動」，社交媒體公司Facebook也以同樣理由，宣布關閉7個頁面、3個群組和5個帳號。但妖魔化中國的謠言信息、極端分裂分子的帳戶依然在推特和Facebook大行其道。美國還聯合盟友，於G7會議聯合施壓中國，意圖使中國處於國際輿論的被動地位。

近年來NED項目經費總額增長較快



資料來源：NED 2011至2017年年報　恒大研究院

關注美消費者信心走向

工銀國際首席經濟學家、董事總經理　程實

實話世經

「遙知不是雪，唯有暗香來。」近日美國公布多項經濟數據，其中製造業採購經理人指數（PMI）、私人部門就業、非製造業PMI這三項關鍵數據，均低於市場預期，進一步引發市場對美國經濟衰退的擔憂。筆者認為，相比10年期與2年期美債收益率之差這一經典指標，在當今動盪格局下，消費者信心能更準確地驗證美國經濟衰退風險。基於上述工具，目前美國經濟衰退風險尚未失控，2019至2020年增長「減速不失速」仍是基準判斷。

美債收益率曲線倒掛反映對於美國經濟增長預期的悲觀化傾向，但市場一次性修正的方向和力度準確與否有待進一步驗證。對比2018年下半年和2019年上半年的全球經濟與金融市場表現，可謂是從「經熱金冷」轉向「經冷金熱」的冰火兩重天。不可否認的是，在貿易摩擦結局懸而未決、全球貨幣政策基調受到質疑、地緣政治風險仍在發酵的情形下，敏感的市場不斷地呈現出緊張與緩和的來回切換，而美債收益率曲線的形狀給我們提供了重要的觀察視角。

2018年10月，鮑威爾發表鷹派講話，提出美國貨幣政策利率仍遠離中性水準，這一方面改變了市場對於加息節奏的預期，撬升短端實際利率，另一方面也表達出當時美聯儲對經濟增長的樂觀預期，導致實際期限利差抬升，引致了美債收益率曲線的短期陡峭化。但隨後的事實表明，市場當時的一次性預期修正不僅未能持續，甚至還開始了事後方向上的轉變。2019年，美聯儲從升息周期驟然過渡至降息周期，並在9月延續降息態勢，也一次性地引導美債收益率曲線倒掛加劇，並引發了對於蕭條臨近的擔憂。筆者認為，儘管美國經濟從周期高位下行已成趨勢，但其衰退風險是否高估仍有待進一步驗證，市場的預期修正有再一次超調的可能性。

經濟短期未陷衰退

消費者信心是衰退鏈條的關鍵驗證點。作為全球唯一的內生增長型經濟體，美國經濟以消費引擎為動力核心。「美債收益率倒掛—消費數據走弱—經濟金融危機」是衰退風險的一般性傳導鏈條。在1980年至今的五次利率倒掛警報之中，有四次在滯後1至3年的時間內出現了經濟衰退，分別是1982年經濟危機、1990年信貸危機、2001年互聯網泡沫以及2008年次貸危機（下文稱為「衰退組」），而1998年則是唯一一次警報失靈（下文稱為「平穩組」）。歷史經驗表明，「衰退組」在美債收益率倒掛後的三個季度左右，都出現了人均消費增速的大幅下滑。而「平穩組」則因未發生人均消費的明顯減速，避免了經濟金融危機的到來。

根據學理，消費支出取決於消費能力和消費意願。在消費能力層面，無論是「衰退組」還是「平穩組」，美債收益率倒掛之後，均出現了人均可支配收入增速的大幅下挫，表明消費能力走弱是收益率倒掛後的普遍現象。但在消費意願層面，「衰退組」和「平穩組」卻有着明顯差異。其中，在美債收益率倒掛之後的三個季度左右，「衰退組」開始出現消費者信心的長趨勢下滑，與人均消費增速的下行基本同步，而「平穩組」的消費者信心則一直維持高位。其深層機制在於，只要消費者信心不動搖，即使當期消費能力有波動，居民也會通過調用儲蓄或跨期借貸以平滑消費。由此，消費者信心資料有望為評估本輪衰退風險的動態演變提供前瞻指標。着眼當前，美國消費者信心指數的三個月移動均值維持於較高水準，並顯著高於過去五十年的歷史中樞水準。這表明，美國消費者信心目前保有較為充足緩衝墊，至少短期內消費引擎仍能保持平穩而不至觸發經濟衰退。

值此全球市場振盪之際，上述研究為評估衰退風險提供了新思路。雖然美國經濟增長不及預期，但目前美國經濟衰退風險尚未失控。如果未來沒有新的外部衝擊，2019至2020年美國經濟有望實現「減速不失速」的軟着陸，在美聯儲的預防性貨幣寬鬆之下，美股料將實現相對平穩的牛熊轉換。

▲美消費者信心目前仍較強，短期內不至觸發經濟衰退

一手優惠多 二手捱打

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁　陳永傑

樓市智庫

近期各大發展商力推一手新盤，不但以吸引價格開盤，而且另有優惠配合攻勢，置業人士入市首期成本不高，相信買一手樓免首期之日指日可待。由於一手樓條件競爭力太強橫，預計二手樓無法招架，長期捱打。

社會事件發生對樓市一定有影響，但不管是一手樓發展商及二手樓業主，較早之前經已願意減價賣樓及提供優惠，樓價出現比較大跌幅之後，樓市成交顯著增加，有些樓盤交投量在9月中下旬經已超越8月整個月份。反映出本港樓市購買力仍然保持，除了香港呈現負利率情況之外，7月份本港銀行存款總額高達13.6萬億港元，也是重要因素。

負利率時期，愈來愈多人要考慮將財富保本增值。由於美元持續強勢，投資難度增加，外幣不能寄予厚望，熱門投資工具只有股票、債券、實物的黃金及住宅等物業。研究股票非常高難度，不但難以逆市買中一些會上升的股票，加上社會事件打擊投資氣氛，反應敏感的股市更為弱勢，尋寶更困難。至於債券，過去一年負息債券經已增加兩倍至近17萬億美元，買債券收息亦有很大難度。

免首期指日可待

今年黃金及物業等實物表現不俗，只是香港社會事件拖低樓市，令本港樓價遜色於外國。無息收的黃金今年強勢，證明捧場客不少。本港樓市在發展商及業主一輪減價以及提供優惠之後，樓市低位已見承接，成交急增。

發展商推售一手新盤相當積極，樓價時光倒流之外，亦有很多種買樓計劃，種類比較2003年沙士時期還要多，給予買家更多選擇。最吸引是買樓首期少而又交樓期長的樓盤，令部分買家購買意欲提高，因為這些低首期樓盤，只要買家有能力支付金額不菲的釐印費，便可入市享受長成交期。再發展下去，免首期置業在一手樓市場發生指日可待。

昔日一手新盤只有即供或建築期兩種付款方式，但財力雄厚的發展商現在賣樓扭盡六壬，在淡市中提供很多種買樓新方式，計劃種類繁多，買家選擇性增多。發展商從而貨如輪轉，可以再低吸地皮。