近年來中美經貿關係不斷惡化，導致2019年東盟超越美國，成為中國第二大貿易夥伴。然而，2020年新冠疫情擾動全球經貿秩序，中國率先走出疫情陰霾後，成為全球商品供應鏈的中堅力量，在全球貿易規模萎縮10%的背景下，中國出口增速逆勢走高，佔全球比重從2019年的14%大幅躍升至18%。即使是在關稅加碼背景下的中美貿易也表現超預期，中國對美出口保持了強勁勢頭：2020年11月，中國對美出口達到46.1%的高增速，全球一枝獨秀。展望2021年，中美貿易能否延續強勢？拜登新政府上任之後，屢經波折的中美經貿關係又能否重回正軌？

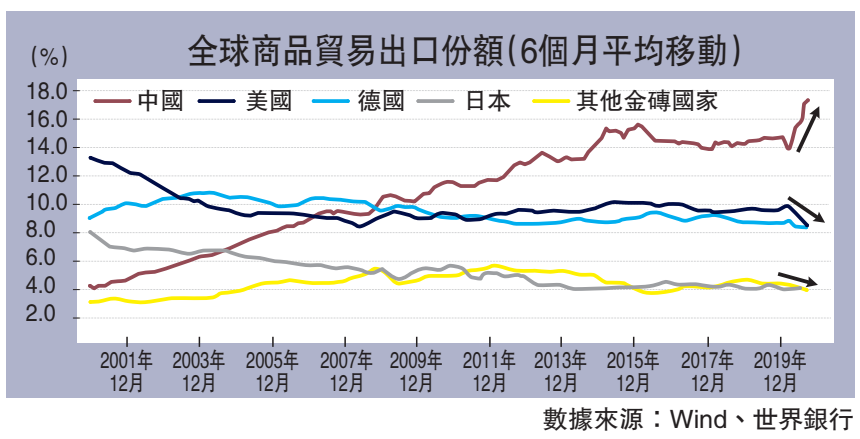
中美經貿轉入競合時代

▲分析預計，今年中國對美出口雖然難以再現46.1%的增幅，但大概率能夠保持穩健。 中新社

建言獻策

沈建光
京東科技
首席經濟學家

2020年疫情之下，中美貿易關係一改貿易摩擦下的低迷，表現遠超市場預期。截至2020年11月，中美貿易規模達到5243億美元，比2019年同期增長5.8%，高於中國進出口增速平均0.6%的水平。從出口佔比看，美國是中國第一大出口目的地：1–11月，中國對美出口累計達到4058億美元，增速達到5.7%，遠超同期中國出口2.5%的平均增速；分月度看，三季度中國對美出口增速超過20%，11月更是增長46.1%，創下歷史單月最高水平。



數據來源：Wind、世界銀行

去年出口遠超預期

在筆者看來，疫情之下中美貿易之所以逆勢上漲，主要有如下幾個原因：

一是美國調降了部分自華進口商品的關稅。疫情爆發後，美國國內對防疫物資的需求大增，但由於美國缺乏本土生產能力，導致包括口罩、防護服、呼吸機、清潔消毒用品在內的防疫用品迅速陷入短缺。特朗普政府旋即緊急公布排除清單，將有關中國產品的關稅全數免除；之後，美國政府又公布了更多批次的排除清單，將部分食品、化學品、日用品、電機也納入免徵範圍。關稅清零使得中國輸美商品的「摩擦成本」顯著降低，對貿易額構成提振。

二是美國財政政策支持國內消費需求迅速反彈。2020年6月以後，在《冠狀病毒援助、救濟、經濟保障法案》和美聯儲天量寬鬆的強有力刺激下，美國居民可支配收入上升，零售增速大幅反彈，房地產成交和汽車等耐用品銷售尤其旺盛，帶動房地產後周期消費品銷售旺盛；但由於美國生產端仍然受到疫情制約，製造業生產指數同比維持負增長，導致對華電子設備、家居等相關需求大增。數據顯示，中國家用電器、傢具、燈具出口增速達到三到四成左右。

進入11月，美國疫情捲土重來，11月、12月月均確診為20萬例，是三季度的四至五倍。在此背景下，美國的防疫用品需求反彈，織物、塑料、醫療儀器進口加速上升；同時，消費需求缺口進一步擴大疊加樓市火熱延續，推動上述中國消費品出口全線上升。這也是11月份中國對美出口增速「上台階」的原因。

三是儘管受到疫情影響，中方仍在盡最大努力履行中美貿易協定。自美進口方面，截至2020年11月，中國農產品採購達到規定第一階段經貿協議全年金額的67%，製成品採購達到51.7%，能源採購達到31%。雖然整體來看，2020年中方履行進度落後於貿易協定，但在疫情的巨大影響下，這一進度實際上是好於外界預期的。事實上，美方也認可中國在履行協議方面的努力。在筆者看來，這不僅歸功於中國維護雙邊經貿關係、履行經貿協議的積極性，還得益於中國較早走出疫情，對於農產品和製成品的需求恢復較快。

今年貿易保持穩健

上述分析凸顯出美國對中國的依賴不容低估。儘管過去幾年，高額關稅對雙邊貿易產生了較大的負面影響，在統計數據上，美國也被東盟和歐盟超過，滑落為中國的第三大出口目的地，加徵關稅越高的商品貿易額降幅越大。但從疫情之下的中美貿易逆勢反彈的情況看，中國對美出口的依賴短期內仍難以替代。

展望2021年，全球經濟的關鍵詞仍將是抗疫和復甦。可以肯定的是，2021年上半年，發達國家將試圖通過大規模接種疫苗來獲得群體免疫能力；但民眾接種意願不確定、疫苗未知的副作用、病毒毒株的變異、發達國家與新興國家疫苗分配不均，將對疫苗驅動的復甦節奏構成干擾。

如果隨着疫苗普及，美國疫情好轉較快，那麼補庫周期將繼續上行，企業資本支出周期加速啟動，對中國的資本品、中間品出口利好較大。如果疫情出現反覆，那麼美聯儲的堅定寬鬆政策和新一輪財政刺激將繼續托底居民商品需求，利好中國消費品出口。中國對美出口雖然難以再現46.1%的增幅，但大概率能夠保持穩健，至少能夠顯著高於2019年貿易摩擦白熱化時期的水平。

中長期視角下，拜登任內的中美經貿關係將更加可預測。從其表態和任命來看，拜登的貿易政策可以明確歸納成三個特點：一是將更多地與外交和內政政策協同配合。二是主動出擊，重拾全球秩序的既有主導者角色，在維護規則的基礎上塑造於己有利的貿易規則。這意味着拜登政府將努力恢復WTO（世界貿易組織）仲裁機構的作用，同時力圖促成與盟友的新貿易協定。三是加入「進步主義」（progressive）色彩，以自由貿易推進勞工利益保護和氣候變化等議程。

這也意味着，中美經貿關係也將從對抗逐步轉為「競爭＋合作」。從競爭角度看，在近期召開的中央經濟工作會議明確提出「積極考慮」加入高規格的CPTPP（全面與進步跨太平洋夥伴關係協定）後，美國與中國競爭該自貿區「盟主」的緊迫性上升，拜登政府很可能提前推動美國重回CPTPP的談判。

更廣泛地看，中美將競爭全球經貿規則的主導權，兩國勢必就貿易背後的價值觀、勞工標準、技術標準等問題展開角力乃至發生衝突。有鑒於此，拜登至少會在名義上保留大部分對華加徵關稅，將削減關稅作為產業補貼、國企待遇等領域進行後續談判的交易條件，但有望繼續通過關稅豁免減輕關稅負擔。

另一方面，考慮到兩國的經濟體量、經濟結構以及相對優勢，中美貿易的密切合作格局中短期難以改變。鑒於美國的「儲蓄—投資」缺口長期存在，美國的經常賬戶順差不會主動消失，而中國一直是美國性價比最高的供應商。研究統計顯示，中美貿易平均為每個美國家庭節省850美元的生活成本。反過來，中國龐大的國內市場也令美國無法輕易放棄。

摩擦升級概率較小

無論如何，中美經貿摩擦再升級的可能性不大，而堅韌的經貿關係也將成為中美其他層次雙邊關係的緩衝器。在較為穩定、可預測的外部形勢下，中國將可以把更多的精力和靈活性政策用來應對國內風險，推動重心從供給側改革向需求側轉移。與此同時，RCEP（區域全面經濟夥伴關係協定）的簽署、中歐投資協定完成談判，中國在逆全球化後的「再全球化」中已佔得先機。而推動更多更高質量的貿易投資協定的談判，不僅將幫助中國鞏固多邊合作網絡，也將反過來促進國內市場准入、金融治理等領域的改革。

居民儲蓄搬家造就牛市

金融熱話

李奇霖
粵開證券首席經濟學家

不得不承認2021年以來，股市看上去表現得是不錯的，各類指數都創下近幾年新高。但也只是看上去表現不錯，在指數上漲的同時，賺錢效應卻僅體現在少數板塊和少數標的上，大多數股票不僅沒能讓投資者賺到錢，今年以來在指數創新高的同時還是下跌的。有意思的是，經常能發現指數漲的時候，個股跌得都比較多，當指數調整的時候，個股反而還能漲一漲。

要理解市場當前的分化，必須得先理解這一輪市場上漲的核心驅動因素，這一輪市場的核心驅動因素就是居民儲蓄搬家，從房子搬到了資本市場。這不是說居民都賣掉了房子然後炒股，而是居民財富從土地產業鏈析出了。至少從目前來看，這種趨勢還會持續下去。一線城市房子剛有抬頭，政策很快予以回擊，加強了房地產調控，而且無論是房企融資還是住房貸款等政策，也都處在收緊的趨勢當中。中央經濟工作會議強調要關注地方政府隱性債務風險，今年對地方隱性債務增量肯定還是嚴控的，最多只是通過放開再融資政策緩解一下存量債務壓力。

對居民資產配置來說，大概率還是找不到具有優質的無風險、高收益產品，而且今年債務到期壓力比較大，今年城投債到期規模超過了2.8萬億元人民幣，且償債壓力集中在上半年，搞不好部分金融產品還會存在打破剛兑的可能。今年也是資管新規整治的最後一年，新的銀行理財產品將轉為淨值型，傳統的帶剛兑的預期收益型理財產品未來供給將大幅減少。

因此，站在一個大趨勢的角度來看，居民儲蓄搬家過程還沒有終結。這一輪市場上漲其實和2014年有類似的地方，當時也是抑制了地方政府和地產的融資，對非標強監管，然後導致儲蓄搬家，但當時有大量配資和槓桿盤參與，所以市場漲得快、跌得也快。

本輪市場的上漲至少目前為止還沒看到槓桿驅動的痕跡，兩融餘額不算高，場外配資也基本沒聽說過。這一次儲蓄搬家主要是以機構投資者為載體。

為什麼是機構呢？資本市場制度越來越規範，註冊制和退市制推進降低了「殼溢價」，對欺詐發行和信息披露造假加大了處罰力度，「炒小、炒差」容易出現較大的虧損，不「炒小、炒差」了就意味着要炒基本面確定的標的。基金聚集了居民儲蓄後，市場從分散化定價變為寡頭定價，定價權掌握在了喜歡研究基本面和追逐確定性的基金經理手裏。隨着機構買的股票不斷上漲，自然會吸引更多的散戶買公募基金，而散戶買基金會導致散戶喜歡的標的被拋售，部分標的甚至跌到了兩融的預警線和平倉線，買基金和買股票之間就出現了巨大的財富分化效應，進而吸引更多的散戶買基金。

寬鬆流動性環境有支撐

當然，這個過程肯定也離不開寬鬆的流動性環境的支持。這輪結構性寬鬆的貨幣政策始於2018年年底，在上游價格上漲、金融去槓桿和貿易摩擦等多重壓力下，當時要給民企紓困，開始了對小企業普惠金融支持政策。我們也注意到，市場估值也是從那個時候開始往上走的。

儘管市場預期今年信用增速會降下來，畢竟要穩槓桿，今年疫情對經濟的影響也比去年小得多，沒有必要維持和去年一樣那麼寬鬆，去年社會融資在13%以上，今年可能只有11%左右。但從1月的信貸情況來看，信用環境應該還是相當寬鬆的。

據草根調研了解到，今年銀行早投放、早收益的訴求依然較強，12月社會融資也只是信託和信用債拖累，信託主要是政策要求年底規模壓降，信用債是受到了永煤事件的影響，投資者「一刀切」了很多信用主體，但實體經濟的內生融資需求並不弱，主動補庫存周期和製造業投資回升就能創造出很強勁的融資需求。

另外，隨着非標融資收緊，疊加信用債一級市場發行下降，這部分融資需求也有轉向信貸的需求。但信貸投放是有額度控制的，由於實體的融資需求強、非標和信用債融資需求轉移，以及銀行本身投放意願太強等綜合因素堆積，導致合意信貸額度不夠用。

從數據來看，票據收益率在持續上行，一季度到期的票差不多有4%，二季度到期的也有3.6%，銀行都在賣票，由於合意信貸額度不夠用，權衡之下，銀行只能把更多的信貸資源留給貸款，票據收益率與銀行負債端成本的表現在持續背離。

除了信用環境短期維持寬鬆以外，外匯佔款回升也在支撐市場寬裕的流動性環境。去年以來，由於出口好，美元存款不斷積累，但企業對人民幣匯率升值的預期不充分，先是覺得經濟基本面沒多好，後來經濟基本面好了又擔心美國大選的不確定。但隨着人民幣匯率不斷升值，企業爭相結匯，加大人民幣資產的配置力度。從實體層面，外匯存款轉化為人民幣存款的趨勢一時半會也停不下來。

◀業界預料，今年本港樓市熾熱氣氛會再次出現。 中通社

股市暢旺 樓市受惠

樓市強心針

廖偉强
利嘉閣地產總裁

近月股票市場相當暢旺，恒生指數拾級而上，漸漸攀上近一年高位。市場的資金當然會是跟紅頂白，特別是股市容易套現，加上目前大漲機會相對提升，兼有些股票會有派息，市民的投資焦點落入股票市場。

市場資金主要落入股票或房地產市場，通常股票暢旺，房地產市場就會相對緩慢，當投資者在股票市場獲利之後，就會套現從而去考慮房地產市場的機會。之前三年樓價確實沒有多少上升空間，累積的升幅只有大約7%，主要的原因是這三年香港持續受到不利因素的衝擊，樓價沒有回落，已經證明香港房地產的價值屹立不倒。

筆者相信今年樓市的熾熱氣氛會再次出現，主要是過去的不利因素已經漸漸減退，再加上這幾年積聚的購買力，以及目前低息環境及供應減少的情況之下，樓價應該可以再次高飛。

要食盡這個黃金機會，必須要進行一些行業改革。新冠疫情已經改變了很多行業的運作及宣傳模式，地產代理相對是傳統的行業，但在目前多變的世界，行業中如果沒有變化去配合市場，相信行業的競爭力會慢慢下降。

地產代理行業主要的支出是店舖的租金及人工，還有的是市場推廣及廣告費用；今天的網上媒體及資訊十分發達，能夠宣傳的方式及工具相當廣泛。在這個網絡的世界，如何能夠對症下藥才是真正的學問，如果投錯方向，就等於燒銀紙，資金就會石沉大海，反映不到價值。

這個科技及網絡的世界，將會對個人及公司在事業上的發揮起着關鍵的作用，值得每個香港人重新學習。