

# 美大選前 貿易保護抬頭

## 貿赤復增 中美爭拗料升級



國際視野

Pierre Gave  
GaveKal 亞洲區研究部主管

美國的貿易赤字近期擴大(見圖)，會否令一場「全球貿易戰爭」敲響警號？這是北京大學金融學教授 Michael Pettis 最近在《金融時報》發表的文章的說法。美國總統奧巴馬曾經誓言要嚴厲打擊補貼廉價貨品出口到美國的國家(他認為包括中國)，因而推出了 14 項收緊貿易法的措施。而幾日前華府提出的建議，則包括在判斷產品是否以人為的低價出售時，修改反傾銷的計算方式，以及工資的計算方式。很明顯，這些措施都是針對中國出口到美國的貨品。

Michael Pettis 聲言，中國和德國的貿易盈餘仍然會繼續上升。前者是受惠於融資成本低，後者則是因為匯率下跌。但是，一些主要的「赤字國家」，特別是西班牙、意大利、希臘等歐盟赤字國家，將無法再吸引到低成本的資金，因此將無法繼續以超出他們的能力來消費。這便令到美國要負起整個重擔——美國最近已經承受着相當大的貿易赤字。「在未來幾個月，美國將會被迫在保護主義，或是看着貿易赤字和失業率飆升之間，作出選擇。」 Michael Pettis 警告說。

### 即使不符自身利益 美國也會出手

但是，也有很多結構性的論據，認為美國的貿易赤字不會進一步擴大，包括：美國的儲蓄率正在上升、油價下跌等。即使假設 Michael Pettis 的想法是對的，美國會否訴諸一些 1930 年代已經證實是破壞性的政策(當時全球經濟大蕭條，美國湧現貿易保護主義，但卻令情況更壞)？

畢竟，金融海嘯初爆發後，全球貿易額大跌，但各國也安然渡過了 2008 年底，沒有築起新的貿易壁壘，為何現在要這樣做？而世界貿易組織(WTO)的規例，亦禁止美國針對中國推出嚴厲和極端的措施。

### 美國可避過世貿規則

但若以為美國政府會認識到保護主義不符合該國的經濟利益，而什麼都不會做，那又是錯誤的——歷史上已有很多例子。這個問題仍然有爆發的可能性，因為：

一、上星期華府建議的一些貿易法的執行措施，是在世貿協議的全球框架之內的。而在極端情形下，美國亦有很多方法可以避過世貿組織對貿易壁壘的抵制。最明顯的，就是採用非關稅壁壘，因為那是其他國家很難

提出證據向世貿組織訴訟。在最壞的情形，美國國會亦可能會不理會世貿組織的制裁，而堅持施加配額和關稅。這種遊戲規則的崩潰，就正是 Michael Pettis 所警告的。

二、貿易盈餘——亦即本土儲蓄與本土投資之間的差別——這是很深層的結構性經濟力量的反映，即使有很積極的政策，也需要很長時間才能改變。若沒有有效的抵消政策，那些結構性經濟力量更不大可能逆轉。換句話說，美方並不需要證明中國有維持巨額貿易盈餘的意圖，只要點出中國沒有強而有的政策去扭轉貿易盈餘(例如匯率自由化)，那已足夠了。(我們的看法是，中國的經常帳盈餘將會維持在現時相當於其 GDP 的 5% 的水平。這意味着，到了 2012 年，中國將會每年從世界其他地方抽走 3500 億至 4000 億美元。)

### 中國扭轉貿易盈餘 非十年八載可見

三、大蕭條時代的股災是在 1929 年發生，1933 年美國推出「史慕特赫雷關稅」法案(Smoot-Hawley tariff)。若 2008 年相當於那時的 1929 年，我們現時還只是處於 1931 年。Michael Pettis 指出，美國在 1920 年代是貿易盈餘大國，就像現時的中國。它一共要用上超過 20 年，包括經濟大蕭條、第二次世界大戰，以及戰後的大規模重建，才由一個「淨生產者」(Net Producer)，轉變成一個「淨消費者」(Net Consumer)。中國的轉變沒理由會比美國快得多。

即使如此，但由於美國 11 月的國會改選愈來愈近，民主黨愈來愈需要尋找代罪羔羊，中國正「身陷險境」(特



西班牙、意大利、希臘等貿易赤字國家，無法再吸引低成本資金，因此將無法繼續以超出他們的能力來消費，這令美國要負起整個重擔，令貿易赤字惡化。圖為美國加州一個貿易港口。(資料圖片)

別是，自從美國總統奧巴馬承諾會改善美國對外貿易的狀況之後)。

當然，中國可以跟隨由來已久的傳統做法，在未來幾個月採購一大批波音飛機，以「糾正」中美貿易的不平衡。但因為地緣政治的緊張關係(包括南沙群島、美韓黃海軍事演習等等)，中共政治局不大可能同意向美國其中一個最大的軍火商下數十億美元的訂單。

另一選擇就是，接受人民幣以較快的速度升值。這正是為什麼中國人民銀行今年較早時候調整人民幣政策、實際

容許人民幣重新升值時，我會感到鼓舞。若中國允許人民幣升值，股市亦可能會跟隨上升。相反，若人民幣停滯不前，則將會引致更大的貿易緊張關係，以及股市下跌。

### 人幣加快升值 有利港股

現時，12 個月的人民幣遠期合約對股市來說就是重要的指標之一。當人民幣升值，人們就會在其投資組合中增加風險產品，反之亦然。順帶一句，這意味着，人民幣的期權可以是投資組合的有效對沖工具。