

專家分析： 中美貿易：談判繼續但同時開戰



Vincent Mortier
集團副投資總監
兼亞洲（日本除外）業務主管



Alessia BERARDIZ
宏觀經濟研究部副主管



Angelo Corbetta
亞洲股票主管



Qinwei Wang
高級經濟師



- 儘管不明朗因素仍然存在，我們應打消貿易談判可能破裂的念頭。若要達成協議，中國希望美國取消所有額外關稅，按照實際需求制定中國的購貨目標，並確保協議文本的「平衡性」，以保證捍衛兩國的「尊嚴」。
- 從雙方中層及低層官員均作出具體努力，日以繼夜斟酌協議細節和字眼的角度可見，中美雙方現在比數月前更接近達成協議，這個觀點或許備受爭議。換言之，貿易談判現正進入可能是難度最高的最終階段，因為剩餘的議題均是關鍵而困難的決定。
- 提高關稅將會對雙方造成損害，由中國出口商以至美國消費者。然而，視乎不同程度的政策干預，環球經濟增長及貿易面對的衝擊應在一定程度受控，而我們預期中美兩國不會出現徹底經濟衰退。有別於 2018 年，中國當局現在更能抵禦外圍衝擊，而當地氣氛似乎也不再疲弱；另一方面，聯儲局的政策立場較去年寬鬆。在生產鏈上與中國關係更緊密的國家將受到最大影響，而與中國競爭的出口國可能因增加向美國出口份額及若干製造業的生產遷移而受惠。
- 現時市場普遍認為中國經濟將於今年第二季觸底；我們相信這可能較預期更長的時間才出現。然而，我們認為 A 股市場中的部份行業可能比其他行業提供更佳價值，因為國內需求將可為關稅造成損害提供緩衝，而中央政府將繼續作出強勁投資。我們看好非周期性消費和科技公司。
- 綜觀亞洲區，考慮到亞洲與環球貿易的高度相關性以及中國在區內扮演的經濟角色，增加關稅將無可避免地造成嚴重影響。最受關稅打擊的地區可能是韓國、香港和台灣，而印度所受的影響應該最輕微。從行業來看，汽車業和其他工業均處於最疲弱的形勢。

- 根據我們的基本預測，中美兩國最終會達成協議，環球經濟在下半年復甦，而各央行保持寬鬆立場，故我們會在估值偏低的市場，物色可締造吸引入市點的市況波動機會。然而，目前仍然存在著種種挑戰，現階段我們建議保持審慎。我們尤其相信市場尚未完全反映貿易緊張局勢可能升級，因此短期氣氛可能受到影響，繼而觸發風險資產出現大規模拋售。不過，這並非我們現時的基本預測。

中美貿易談判方面的最新進展如何？

繼美國把 2,000 億美元中國產品的關稅由 10% 上調至 25% 後，中國宣佈採取報復性措施，自 6 月 1 日起向 600 億美元的美國商品加徵關稅。我們靜待美國或會增加向中國施壓，準備開始對中國餘下所有進口商品（約值 3,400 億美元）加徵關稅，美國表示將於短期內公佈有關詳情。有報道指美國向中國表示若未能在一個月內達成協議，則會對其所有出口商品加徵關稅。

經整理來自中美雙方的最新資料後，我們開始更加了解過去數天的事態發展。最近的談判工作一直集中在協議的細節和字眼上，大部份文件已經備妥。但還有幾個重大議題尚未解決，大致上留待美國總統特朗普和中國國家主席習近平作出最後決定。尤其是中國國務院副總理劉鶴首次透露，若要達成協議，美國必須取消自去年以來加徵的所有額外關稅，按照實際需求制定中國的購貨目標（劉鶴這番評論表明美國迫使中國加大採購規模，超出原先在二十國集團峰會時的協議，以平衡貿易失衡情況），並確保協議文本的「平衡性」，以保證「平等」和「尊嚴」，以及不損害中國「主權」。換言之，中國認為若要中國作出幾乎所有讓步，而美國只輕微退讓，則協議會失去平衡，讓中國民眾難以接受。

您們認為中美距離達成協議仍然很遠還是已經接近？

直到目前為止，鑑於美國新加徵關稅及中國採取報復措施，加上雙方立場強硬，短期內達成協議的機會有限。然而，最少現階段而言，似乎雙方都不希望談判徹底破裂，並表示談判將會繼續。中國似乎有強烈願望達成協議，看來美國或須稍為讓步。

以長期觀點來看，從雙方中層及低層官員均作出具體努力，認真斟酌協議細節和字眼的角度可見，中美雙方現在比數月前更接近達成協議，這個觀點或許備受爭議。換言之，貿易談判現正進入可能是難度最高的最終階段，因為剩餘的議題均是關鍵而困難的決定。中國一直審慎行事，雖然誓言報復，但實際上推延公佈措施，似乎是避免令緊張局勢升級，以留有進一步談判的餘地。此外，特朗普的首席經濟顧問庫德洛（Larry Kudlow）表示美國代表已獲邀到北京進行下一輪談判（儘管未有詳細計劃），並強調兩國元首特朗普和習近平有可能於 6 月 28 日在大阪舉行的二十國集團峰會期間會晤。另一方面，貿易協議亦存在美國堅守立場而中國願意付出更多的風險。在此情況下，可能導致美國對餘下 3,000 億美元中國商品加徵關稅，繼而令雙方增添龐大壓力。

「最近的談判工作一直集中在協議的細節和字眼上，但還有幾個重大議題尚未解決。」

「中美雙方現在比數月前更接近達成協議，但談判正進入可能是難度最高的階段。」

「提高關稅將會對雙方造成損害，由中國出口商以至美國消費者。」

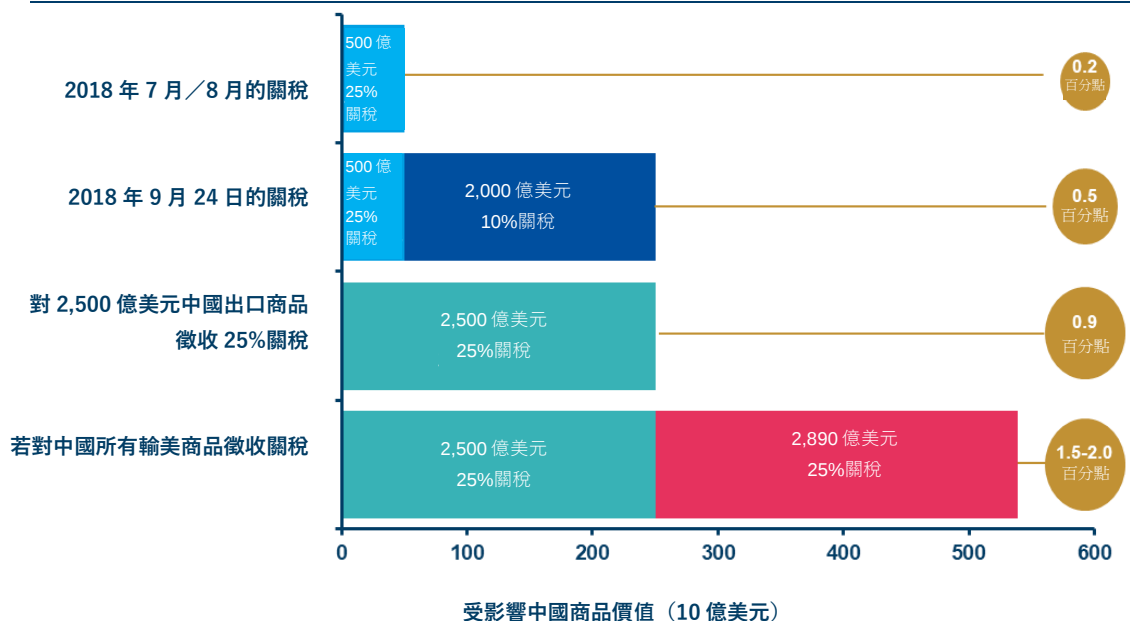
您對開徵新關稅的潛在影響有何看法？

雖然大部份投資者及分析師認為開徵新關稅的風險已降低，某程度上甚至可望達成協議，但整體來看不明朗因素卻有所增加。提高關稅將會對雙方造成損害，由中國出口商以至美國消費者。由於有更多種類的消費品被加徵關稅，而且美國企業勢將改變其供應鏈，在此情況下料將帶動美國通脹，相應影響或會延遲一至兩個月出現。美國企業的盈利狀況將取決於吸收成本上漲的能力。然而，視乎不同程度的政策干預，環球經濟增長及貿易面對的衝擊應在一定程度受控，而我們預期中美兩國不會出現徹底經濟衰退。有別於 2018 年，中國當局現在更能抵禦外圍衝擊，而當地氣氛似乎也不再那麼疲弱；另一方面，聯儲局的政策立場較去年寬鬆。倘若對餘下進口商品（約值 3,000 億美元）加徵關稅，我們便須重新評估市場前景。

由於涉及的商品種類繁多（約 6,000 種產品），我們重申有關決定可能會引發各界不同的反應。在生產鏈上與中國關係更緊密的國家將受到最大影響，而與中國競爭的出口國可能因增加向美國出口份額及若干製造業的生產遷移而受惠。越南和墨西哥等國家可能會因而獲益，但須注意與美國外交政策相關的事宜。越南可能會被列入貨幣操縱國名單（若名單範圍擴大，並進一步收窄部份參數），而墨西哥則仍有待國會通過批准「美墨加協定」（USMCA）。

「倘若對餘下進口產品加徵關稅，便須重新評估市場前景。」

關稅對中國經濟的影響



資料來源：彭博、美國國際貿易委員會、東方匯理。數據截至 2019 年 5 月 10 日。附註：圓形顯示對年增長率造成的累計影響

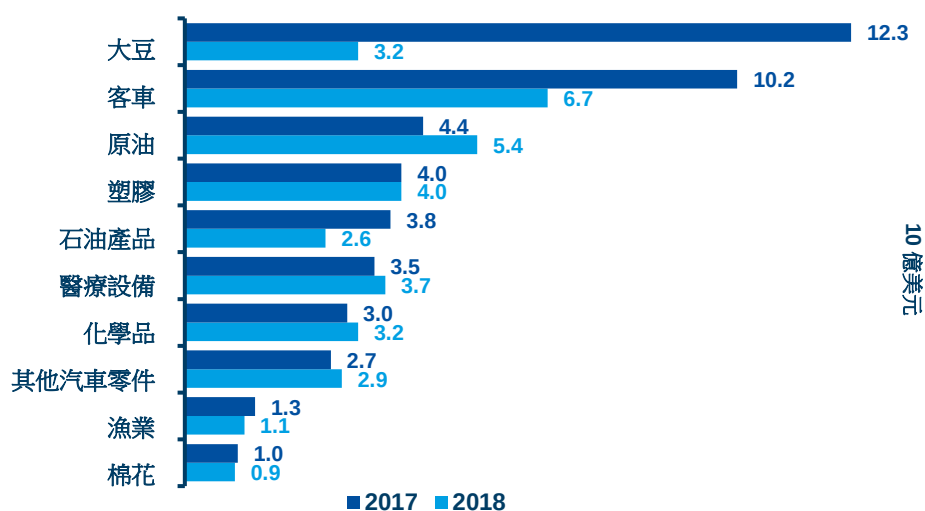
近期加徵關稅有否影響我們對中國的基本預測？

我們仍然認為中國透過政策干預以應對經濟放緩的做法合適。尤其是，中國現正處於全面經濟轉型的過渡期間，以邁向更趨平衡和可持續發展的經濟。政策官員積極參與，透過艱難而微妙

「根據我們的基本預測，中國透過政策干預，將維持經濟適度放緩。」

的調控措施，以達致去槓桿化、防範經濟急劇放緩（6%為市場分界線）、糾正資本錯配問題，以及作出正確的干預措施以刺激經濟。在價值鏈上爬升，並由投資及出口導向型增長模式，轉向聚焦國內行業及消費市場（雖然仍在過渡期），一旦取得成功，最終應會使經濟變得更加強韌，並可減少受到周期波動所影響。

面對關稅上調的美國十大輸華出口項目



資料來源：美國人口普查局、東方匯理。數據截至 2019 年 5 月 10 日。附註：2018 年 7 月開始徵收農產品關稅，而其他大部份產品的關稅於 2018 年 9 月實施。

「增加關稅將對亞洲地區造成嚴重影響，尤其是汽車業。亞洲貨幣值得注視。」

綜觀亞洲區，哪些國家和行業的風險最大？投資者應關注甚麼新一輪的問題（如有）？

綜觀亞洲區，考慮到亞洲與環球貿易的高度相關性以及中國在區內扮演的經濟角色，增加關稅將造成嚴重影響。最受關稅打擊的地區可能是韓國、香港和台灣，而印度所受的影響應該最輕微。總括而言，全球化趨勢使大部份亞洲國家在過去 25 年受惠，隨著有關趨勢停滯，現在難免受挫。從行業來看，汽車業和其他工業均處於最疲弱的形勢。

亞洲各主要貨幣兌美元走勢肯定會成為相關因素之一，值得密切注視。近期，港元、人民幣和韓圓開始展現疲軟跡象，只要這些貨幣仍然疲弱，預期新興市場的「避險」情景將會持續。

您認為應如何在中國股市進行配置？

鑑於預計第二季表現欠佳，外國投資者在數周前開始減少持倉，而本地投資者則不太願意沽售投資和獲利套現。整體而言，現時市場普遍認為中國經濟將於今年第二季觸底；我們相信這可能較預期更長的時間才出現。

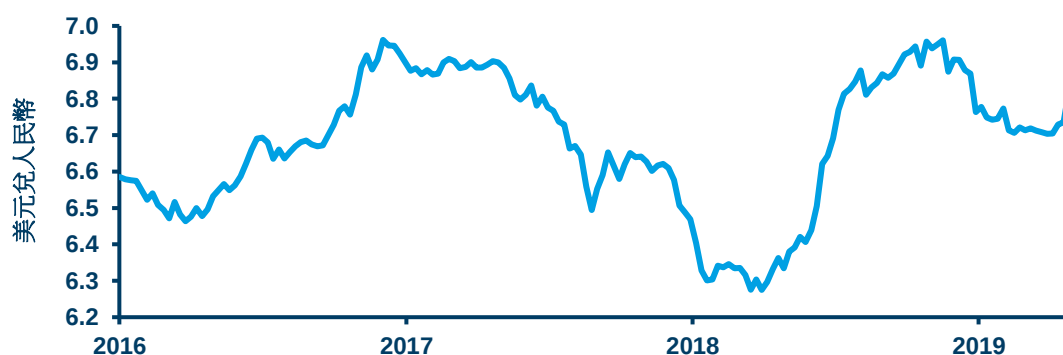
「我們認為 A 股可能提供更佳價值，因為國內需求將繼續為部份行業提供支持，而且公共投資強勁。」

相對來說，我們認為現時 A 股市場的風險高於 H 股市場，預期 A 股市場或會在未來三個月進一步調整 5%。然而，我們認為 A 股市場中的部份行業可能比其他行業提供更佳價值，因為寬鬆的財政政策為國內需求提供支持，將可為關稅造成損害提供緩衝。此外，中央政府將繼續在教育、藥業、半導體和資訊科技等行業作出強勁投資，以拉近與美國之間的技術差距。行業偏好方面，我們偏好非周期性消費和科技公司，但不太看好金融、通訊、周期性消費和能源業。

您預期人民幣兌美元會出現重大波動嗎？

目前來說，我們預期每美元兌人民幣將在 6.7 至 7.0 的區間徘徊，但不會突破 7.0 的阻力位（市場視之為危險分界線）。相信政策官員已作好準備，在有需要時進行干預（自去年起已收緊資本管制）。中國刺激經濟政策利好當地氣氛，而納入基準指數有助刺激投資組合的資金流入。此外，經常賬將在中期邁向更平衡的狀況，我們認為在短期內不會顯著惡化。若中美談判不太順利，美方開始對餘下價值 3,000 億美元的中國產品開徵關稅，中國便可能讓人民幣突破 7.0 的關口。

美元兌中國人民幣（在岸）



資料來源：彭博、東方匯理。數據截至 2019 年 5 月 13 日。

考慮到近日的事件和潛在貿易發展，您預期市場有何行動？

環球貿易緊張局勢升級顯然不利風險資產。然而，市場至今似乎仍按兵不動，觀望談判結果，並視持續磋商為雙方仍願意達成協議的跡象。

雖然談判進展至今看來緩慢，但我們的基本預測仍是中美兩國最終會達成協議，至少現時仍見到雙方釋出令人鼓舞的訊號，讓我們有信心談判可持續（特朗普收到習近平一封文辭並茂的信，其後他表示中美關係仍然非常良好，認為中美談判將會取得成功）。儘管如此，達成最終貿易協議的過程或會較過去預期的更迂迴曲折並需時更長。

現時，隨著投資者揣測下一步發展，以及環球經濟和盈利增長會否意外上行或下行，我們應預期市場步入整固階段。根據我們的基本預測，環球經濟將在下半年復甦，而且各地央行維持寬鬆立場，故市況波動可望為估值偏低的市場帶來吸引的入市機會，例如歐洲和新興市場股市。

「我們的基本預測仍是中美兩國最終會達成協議，但我們建議保持審慎，防範貿易緊張局勢可能升級。」

然而，目前仍然存在著各種挑戰，現階段我們建議保持審慎。我們尤其相信市場尚未完全反映貿易緊張局勢可能升級（美國對餘下中國進口商品開徵關稅；中國宣佈採取進一步的報復性措施，甚至是談判徹底破裂），因此短期氣氛可能受到影響，繼而觸發風險資產出現大規模拋售。若談判破裂，顯然亦會損害近期已見改善的宏觀經濟狀況，我們便須重新評估現時的增長和盈利預測。不過，這並非我們現時的基本預測。

免責聲明

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多？即上 www.amundi.com.hk