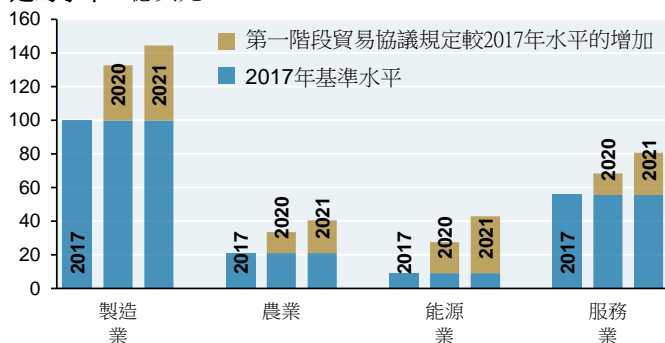




爛番茄：對中美第一階段貿易協議普遍反應心懷疑慮，但可能忽略了更廣泛的問題

中國從美國的進口額，2017年基準水平和第一階段貿易協議規定的水平，億美元



資料來源：美國貿易代表、Suttle Economics；2020年1月

除了中國承諾在 2020/2021 年增加從美國進口的商品外，第一階段貿易協議的主要條款還包括：

- 中國加強對知識財產權侵權和商標侵權行為的處罰
- 限制以強制技術轉讓作為市場准入之先決條件
- 普遍減少中國對美國農產品施加的進口的限制
- 開放金融服務（允許美國的承銷、評級機構、銀行、電子支付服務、資產管理等金融機構在華擴張）
- 禁止人民幣競爭性貶值
- 一些關於爭端解決的條款

經濟師和分析師對第一階段貿易協議抱持高度懷疑的態度。我在下文匯總了有代表性的反應。之後我會告訴大家我的想法。

經濟方面的懷疑

- 在所有條件相同的情況下，對美國某些出口商品的需求增加，可能會推高美國商品的價格（無論是名義價格還是透過美元匯率表現出來的價格），從而降低這些商品對中國以外國家的吸引力，增加美國對進口商品的需求；這兩種情況可能都無法改變美國的淨貿易逆差。換言之，向中國供應商品的美國生產商將會獲益，而消費者和向非中國市場供應商品的生產商將蒙受損失¹
- 協議將使未來兩年美國對華商品出口較2017年的基準水平增加2,000億美元。然而，所有這些增加的出口可能只是透過美國商品出口從第三方國家轉移到中國而實現的，因此，美國貿易逆差被重新安排，而不是減少了（美國對中國的貿易逆差將減少，對其他所有國家的貿易逆差將增大）²
- 新增購買量大多是透過人為造成的需求而不是市場力量實現的。兩年過後，中國可能會分散其進口。屆時因預期中國需求增長而提高產量的美國農民將會如何？³
- 迄今為止，美國企業和消費者是這場貿易戰的輸家，根據聯儲局的研究，他們承擔了100%的關稅成本⁴；而且這些關稅中的大部分仍將保持不變
- 截至2019年底，貿易戰嚴重侵蝕了全球生產總值(GDP)和企業盈利的增長（正如我們在1月1日的《放眼市場2020年展望》所述），而此次簽署的貿易協議不盡全面，無法扭轉所有的負面勢頭。美國經濟在2018年初時狀況良好，而到了2019年12月，經濟增長開始下滑，卡車運輸行業就業負增長，農場破產持續增加，而且美國企業經歷了一場盈利衰退（即連續兩個季度負增長）

¹ 《第一階段貿易協議和宏觀經濟 101》，Michael Feroli，摩根大通北美經濟研究部，2020年1月15日

² 《一個關於貿易的棘手問題》，Arthur Kroeber 和 Dan Wang，Gavekal 每日研究，2020年1月16日

³ 經濟學人資訊部，2020年1月

⁴ 《2018年貿易戰對美國物價和福利的影響》，Amiti 等人，聯儲局，2019年3月



政策方面的懷疑

- 在美國對作為美國科技公司大客戶的華為實施更嚴厲制裁的同時，中國如何進口更多美國製造的商品？除了對華為實施直接制裁外，美國還在考慮出台新規禁止第三方國家向華為出售美國晶片，只要這些晶片的設計最初來自美國公司，或者晶片是美國公司供應的，一律不往放行
- 考慮到中國最近決定從波音轉向空客，波音的問題會不會成為中國實現產成品進口目標的「另一個」障礙？
- 如果現有的關稅大多維持不變，這樣的貿易協議能有多好
- 中國以前就對知識產權保護做出過承諾，但從未讓美國滿意，為什麼現在就會有所不同呢？
- 貿易協議中關於中國進口美國農產品的條款有「根據市場情況」的表述，意味着不同的人可能有不同的看法
- 將知識產權案件的舉證責任轉移至被告身上，並將案件轉移到刑事法庭而非民事法庭審理，可能會有所幫助，但中國的法律體系變化非常緩慢，而且中國的法律體系並不以公開、透明或公平見稱（請參閱我們2019年的假日版）
- 第二階段談判不會有任何結果，因為談判涵蓋了中國不願削減的國內補貼／貸款

對於中國的遵守情況、美國對中國不遵守協議做出反應以及其他事項的懷疑

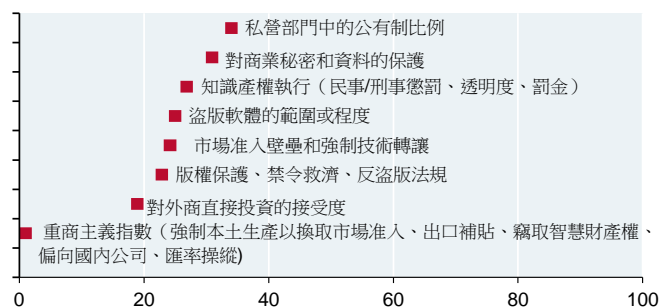
- 中國有太多的空間可以繼續使競爭環境向有利於中國企業的方向傾斜，因為中國不需要強制轉讓也可以吸收和重新設計美國的技術
- 如果2021年前中國沒有達到其進口目標，或者美國認定中國正在廢除貿易協議的其他條款，美國可以重啟貿易戰
- 美國如何認定哪些美國子行業有資格獲納入中國進口承諾的品類？美國四位數商品代碼只有40%被包含在內，這引發了人們對腐敗和被指控腐敗橫行的政府影響力的擔憂
- 貿易協議的簽署時間安排是為了蓋過彈劾聽證會，特朗普利用簽字會的機會，就Lindsay Graham的高爾夫球比賽和波音Max 737的問題等事項發表意見。據彭博報道，特朗普還要求我們資產管理部的首席執行官為公司所獲盈利感謝他

美國向中國的半導體出口額



中美貿易戰的爭端點

中國相較世界其他國家的得分，100 = 最好，0 = 最差



資料來源：經合組織、BSA、GIPC、ITIF、Fraser研究所、摩根資產管理；2019年



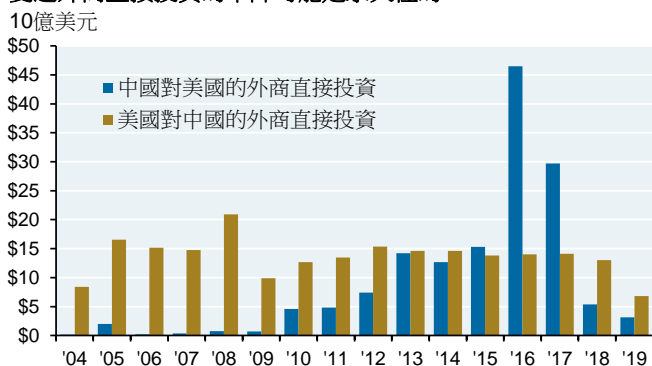
我的反應

我猜想美國可以選擇繼續靜觀其變，這會意味着：

- 不受約束的中國重商主義，加上中國是除沙特之外對外商直接投資的接受程度最低的政權
- 2006年以來，布希和奧巴馬政府反覆舉行的「中美戰略經濟對話」進行了多輪會談，但基本上都徒勞無功
- 美國經濟每年因假冒商品、盜版軟體和商業秘密竊取損失2,500億至6,000億美元（美國知識產權委員會2017年報告）
- 美國與中國的貿易導致美國製造業持續空心化。證據包括中國出口增長與美國製造業就業崗位下降⁵之間的聯繫，以及中國競爭對沒有大學學位的美國工人的負面影響，而相比之下對擁有大學學位的美國工人的影響要小得多⁶
- 中國對美國開展了密集的情報活動並在日益增加，其中包括針對美國政府資料庫和企業的網路攻擊，利用風險資本投資獲取敏感技術，以及針對大學／研究機構的情報活動⁷
- 我不太擔心對美國消費者的影響；他們在過去的15年裡從與中國的貿易中獲得了「巨大的」暴利（請參閱下面的文字方塊）。利益從消費者重新分配給美國製造業工人，如果真能實現，則會扭轉一小部分這種扭曲

就像許多離婚一樣，改變現狀總是會帶來傷害，也絕不是件容易的事。在關稅戰打響之前，中國表現出無意回應美國的關切，所以我認為，相信任何嚴肅的貿易和投資重新談判能夠在不造成任何一方經濟損失的情況下達成是不切實際的。我不知道第一階段貿易協議是否會帶來更公平的貿易，但從美國的角度來看，至少是朝這個方向前進了。第一階段貿易協議還試圖為全球經濟最大的參與者編制出可接受的接觸規則，而且出於這些原因，它值得表揚，特別是考慮到前兩屆共和黨和民主黨政府完全沒有取得任何進展。

雙邊外商直接投資的下降可能是永久性的



資料來源: Rhodium Group；2019年資料是直至二季度的今年以來的資料

美國消費者從中國貿易中獲得的暴利

- 從 2000 年至 2007 年，中國在某一給定行業中的進口每增加 1 個百分點，該行業的消費物價指數就會下降 3 個百分點
- 中國進口增加給美國消費者帶來的好處表現為物價降低，相當於製造業流失的每個就業崗位 101,250 美元，或者說在 2000 年至 2007 年間美國整體消費物價指數累計下降 1.97%

資料來源：《貿易對價格有何影響？》，勞工統計局和倫敦經濟學院，2018 年 7 月

⁵ 「當我們追蹤中國向其美國競爭對手的本土市場出口激增的行業時，發現中國出口激增與美國製造業就業崩潰之間存在強有力的對應關係，於是我們頓悟了。」 David Autor，麻省理工學院。

⁶ 《廉價進口與美國製造業就業崗位的流失》，Cooke、Kemeny 和 Rigby，經濟研究中心（人口普查局），2016 年 1 月

⁷ 《中國間諜正在進攻》，《大西洋月刊》，2019 年 8 月



考慮到美國和歐洲在知識產權保護和技術轉讓問題上有着類似的關切，或許美國在與中國談判時錯過了與歐洲建立統一戰線的機會。重新升級的風險仍然存在，由於雙方圍繞國家安全的緊張局勢仍在持續，雙邊外商直接投資可能永遠無法恢復，而且出於第一頁上列舉的原因，兩年後美國的總體貿易逆差可能會恢復到現有的水平。即便如此，最糟糕的貿易戰結果似乎已得以避免，中國的採購承諾也充分表明了他們願意妥協，即使沒有完全履行其採購承諾，而且一些資本支出計劃亦將重新啟動，股市正是為此做出了積極回應。

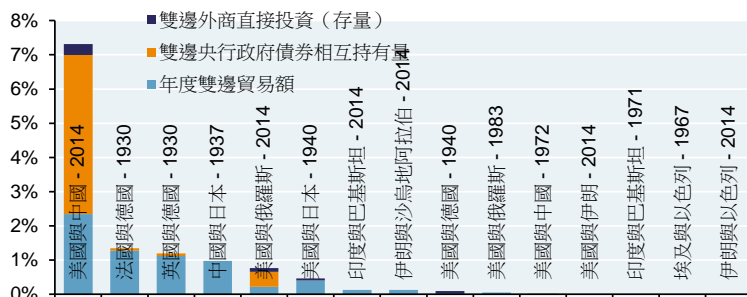
至少眼下，**Graham Allison**的衝突理論似乎離我們更遙遠了。Allison的《註定一戰：美國和中國能否擺脫修昔底德陷阱》一書在過去五百年中發現了16個案例，都是一個大國的崛起瓦解了現存的大國。其中12例以戰爭告終，只有4例不是。另外，在百人會(C100)⁸2017年進行的一項調查中，50%的中國公民、33%的中國商界領袖和35%的中國政策專家回答與美國開戰「非常有可能」或者「有一定的可能」。

我認為中美間的衝突不一樣。與過去一百年間的對手們不同，美國和中國之間的經濟聯繫要大得多。下面的圖表我以前展示過。它衡量的是過去和現在不同對手之間的經濟聯繫。本質上我不是一個樂觀主義者，但是我相信這些經濟聯繫將推動美國和中國沿着本周我們所看到的方向繼續妥協。我還認為，如果這個貿易協議是任何其他美國政府談判達成的，它可能會得到稍微更有利一些的回應。改天我們再討論這個話題。

岑博智(Michael Cembalest)
 摩根資產管理

中國和美國：經濟聯繫與過去100年裡的實際和潛在對手相比更為深厚

佔特定年份合併國內生產總值的百分比



資料來源：摩根資產管理，聯合國貿易與發展會議，世界銀行，聯合國，美國財政部，Baribieri/Keshk的《戰爭貿易相關性》中的資料，美國貿易代表辦公室，Setser(CFR)，英格蘭銀行，聖路易斯聯儲，Eichengreen (伯克利)，Howson (普林斯頓)，東西方中心，O'Neil (CNA)，Ritschl (倫敦經濟學院)，Accominotti (倫敦經濟學院)，Wilkins (佛羅里達國際大學)，Villa (CEPII)；2016年

⁸ 百人會(C100)是貝聿銘和馬友友發起的一個華裔美國人組織，促進華裔美國人參政，鼓勵中美之間建立有建設性的關係。



本文件之目的：本文件僅供一般說明之用。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為岑博智先生按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知，且可能與JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）摩根大通的其它領域所表達的觀點、意見、預測及投資策略不同。本文件不構成亦不應視為摩根大通研究報告看待。

一般風險及考慮因素：

本文件表達的觀點、策略或產品未必適合所有客戶，可能面臨投資風險。投資者可能損失本金，過往表現並非未來表現的可靠指標。資產配置／多元化不保證錄得盈利或免招損失。本文件所提供的資料不擬作為作出投資決定的唯一依據。投資者務須審慎考慮本文件討論的有關服務、產品、資產類別（例如股票、固定收益、另類投資或大宗商品等）或策略是否適合其個人需要，並須於作出投資決定前考慮與投資服務、產品或策略有關的目標、風險、費用及支出。請與您的摩根大通代表聯絡以索取這些資料及其他更詳細資訊，當中包括您的目標／情況的討論。

非依賴性：

本公司相信，本文件載列的資料均屬可靠；然而，摩根大通不會就本文件的準確性、可靠性或完整性作出保證，或者就使用本文件的全部或部分內容引致的任何損失和損害（無論直接或間接）承擔任何責任。我們不會就本文件的任何計算、圖譜、表格、圖表或評論作出擔保或保證，本文件的計算、圖譜、表格、圖表或評論僅供說明／參考用途。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略，均為本公司按目前市場狀況作出的判斷；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概無責任於有關資料更改時更新本文件的資料。本文件表達的觀點、意見、預測及投資策略可能與摩根大通的其它領域、就其他目的或其他內容所表達的觀點不同。本文件不應視為摩根大通研究報告看待。任何預測的表現和風險僅以表達的模擬例子為基礎，且實際表現及風險將取決於具體情況。前瞻性的陳述不應視為對未來事件的保證或預測。

本文件的所有內容不構成任何對您或對第三方的謹慎責任或與您或與第三方的諮詢關係。本文件的內容不構成摩根大通及／或其代表或僱員的要約、邀約、建議或諮詢（不論財務、會計、法律、稅務或其他方面），不論內容是否按照您的要求提供。

摩根大通及其關聯公司與僱員不提供稅務、法律或會計意見。您應在作出任何財務交易前諮詢您的獨立稅務、法律或會計顧問。

法律實體、品牌及監管資訊：

在美國，銀行存款賬戶及相關服務（例如支票、儲蓄及銀行貸款）乃由摩根大通銀行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）提供。摩根大通銀行是美國聯邦存款保險公司的成員。在美國，投資產品（可能包括銀行管理賬戶及託管）乃由**摩根大通銀行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）**及其關聯公司（合稱「**摩根大通銀行**」）作為其一部分信託及委託服務而提供。其他投資產品及服務（例如證券經紀及諮詢賬戶）乃由**摩根大通證券（J.P. Morgan Securities LLC）**（「**摩根大通證券**」）提供。摩根大通證券是**金融業監管局**和**證券投資者保護公司**的成員。年金是透過**Chase Insurance Agency, Inc**（「**CIA**」）支付。CIA 乃一家持牌保險機構，以 Chase Insurance Agency Services, Inc. 的名稱在佛羅里達州經營業務。摩根大通銀行、摩根大通證券及 CIA 均為受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的關聯公司。產品不一定於美國所有州份提供。

在**盧森堡**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司**（簡稱「**摩根大通銀行盧森堡**」）發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 註冊編號為 R.C.S Luxembourg B10.958，由**摩根大通銀行盧森堡**經盧森堡金融監管委員會（CSSF）授權並受其監管，並受歐洲央行及 CSSF 共同監督。根據 1993 年 4 月 5 日頒布的法律，**摩根大通銀行盧森堡有限公司**經授權成為一家信貸機構。在**英國**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**發行。在英國脫歐（脫歐是指英國根據《歐盟公約》第 50 條法案退出歐盟，或其後將會喪失英國與歐洲經濟區餘下成員國之間獲得金融服務的能力）之前，**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**須受英國金融市場行為監管局及英國審慎監管局的有限監管。有關英國金融市場行為監管局及英國審慎監管局對**摩根大通銀行**進行監管之詳細範圍，**摩根大通**可應要求提供。英國脫歐後，**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**是由英國審慎監管局授權，並須受英國金融市場行為監管局監管以及英國審慎監管局的有限監管。有關英國審慎監管局對**摩根大通銀行**進行監管之詳細範圍，**摩根大通**可應要求提供。在**西班牙**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司 Sucursal en España**（**馬德里分行**）分派，其註冊辦事處位於 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain。摩根大通銀行盧森堡有限公司 Sucursal en España（**馬德里分行**）已於西班牙銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為 1516，並受西班牙國家證券市場委員會（Comisión Nacional de Valores, 簡稱「**CNMV**」）監管。在**德國**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司法蘭克福分行**分派，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (Taunus Turm), 60310 Frankfurt, Germany, 受德國金融監管委員會（CSSF）及歐洲中央銀行共同監管，在部分地區亦須受德國聯邦金融監管局（簡稱「**BaFin**」）監管。在**意大利**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於 Via Cantena Adalberto 4, Milan 20121, Italy, 受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 簡稱「**CONSOB**」）監管。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行受荷蘭金融監管委員會（CSSF）授權和監管，並受歐洲中央銀行與盧森堡金融監管委員會共同監管；此外，**摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行**亦由荷蘭銀行（DNB）和荷蘭金融市場監管局（AFM）授權及監管，並於荷蘭商會以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**分行的名義註冊登記，其註冊編號為 71651845。在**丹麥**，本文件是由**摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行**分派，其註冊辦事處位於 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark。摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**的名義註冊登記，並已獲丹麥金融監管委員會（CSSF）授權和監管，並受歐洲中央銀行與丹麥金融監管委員會共同監管。此外，以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**的名義註冊登記的**摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行**同時須受丹麥金融監管局（Finanstilsynet）監管，並於丹麥金融監管局以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**分行的名義註冊登記，編號為 29009。在**瑞典**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden。摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行已獲瑞典金融監管委員會（CSSF）授權和監管，並受歐洲中央銀行與瑞典金融監管委員會共同監管。此外，**摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行**同時須受瑞典金融監管局（Finansinspektionen）監管，並以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**分行的名義在瑞典金融監管局登記註冊。在**法國**，本文件由**摩根大通銀行巴黎分行**分派，並受法國銀行業監察委員會（Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution）及法國金融監管機構監管。在**瑞士**，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.** 分派，在瑞士受瑞士金融市場監督管理局（FINMA）監管。

在**香港**，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派，**摩根大通銀行香港分行**受香港金融管理局及香港證監會監管。在香港，若您提出要求，我們將會在不收取您任何費用的情況下停止使用您的個人資料以作我們的營銷用途。在新加坡，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。**摩根大通銀行新加坡分行**受新加坡金融管理局監管。交易及諮詢服務及全權委託投資管理服務由（通知您的）**摩根大通銀行香港分行／新加坡分行**向您提供。銀行及託管服務由**摩根大通銀行新加坡分行**向您提供。本文件的內容未經香港或新加坡或任何其他法律管轄區的任何監管機構審閱。對於構成《證券及期貨法》及《財務顧問法》項下產品廣告的材料而言，本營銷廣告未經新加坡金融管理局審閱。建議您審慎對待本文件。**摩根大通銀行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）**是依據美國法律特許成立的國家銀行組織；作為一家法人實體，其股東責任有限。

在**澳大利亞**，摩根大通銀行(ABN 43 074 112 011/AFS 牌照號碼：238367)須受澳大利亞證券及投資委員會以及澳大利亞審慎監管局監管。摩根大通銀行於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。就本段的目的而言，「批發客戶」的涵義須按照公司法第 2001 (C)第 761G 條(《公司法》)賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

摩根大通證券是一家在美國德拉瓦州註冊成立的外國公司(海外公司)(ARBN 109293610)。根據澳大利亞金融服務牌照規定，在澳大利亞從事金融服務的金融服務供應商(如摩根大通銀行及摩根大通證券)須持有澳大利亞金融服務牌照，除非已獲得豁免。**根據公司法 2001 (C) (《公司法》)，摩根大通證券已獲豁免就提供給您的金融服務持有澳大利亞金融服務牌照，且根據美國法律須受美國證券交易委員會、美國金融業監管局及美國商品期貨委員會監管，這些法律與澳大利亞的法律不同。**摩根大通證券於澳大利亞提供的資料僅供「批發客戶」。本文件提供的資料不擬作為亦不得直接或間接分派或傳送給澳大利亞任何類別人士。就本段目的而言，「批發客戶」的涵義須按照《公司法》第 761G 條賦予的定義。如您目前或日後任何時間不再為批發客戶，請立即通知摩根大通。

本文件未特別針對澳大利亞投資者而編製。文中：

- 包含的金額可能不是以澳元為計價單位；
- 可能包含未按照澳大利亞法律或慣例編寫的金融資訊；
- 可能沒有闡釋與外幣計價投資相關的風險；以及
- 沒有處理澳大利亞的稅務問題。

關於**拉美國家**，本文件的分派可能會在特定法律管轄區受到限制。我們可能會向您提供和/或銷售未按照您祖國的證券或其他金融法律登記註冊、並非公開發行的證券或其他金融工具。該等證券或工具僅在私下向您提供和/或銷售。我們就該等證券或工具與您進行的任何溝通，包括但不限於交付發售說明書、投資條款協定或其他發行文件，在任何法律管轄區內對之發出銷售或購買任何證券或工具要約或邀約為非法的情況下，我們無意在該等法律管轄區內發出該等要約或邀約。此外，您其後對該等證券或工具的轉讓可能會受到特定監管法例和/或契約限制，且您需全權自行負責確定和遵守該等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有價證券若未依照相關法律管轄區的法律進行註冊登記，則基金不得在任何拉美國家公開發行。任何證券(包括本基金股份)在巴西證券及交易委員會 CVM 進行註冊登記前，均一概不得進行公開發售。本文件載列的部分產品或服務目前不一定可於巴西及墨西哥平台上提供。

本報告內提及的「摩根大通」是指 JPMorgan Chase & Co 以及其全球附屬和關聯公司。

本文件是保密文件，僅供您個人使用。未經摩根大通的事先同意，不應向任何其他人士分派本文件的內容。未經摩根大通的事先同意，任何其他人士不得複製或利用本文件作非個人使用。如您有任何疑問或不欲收取這些通訊或任何其他營銷資料，請與您的摩根大通代表聯絡。

本文件的收件人已同時獲提供中文譯本。

儘管我們提供中文文件，但據摩根大通理解，收件人或其指派的顧問(若適用)有足夠能力閱讀及理解英文，且中文文件的使用乃出於收件人的要求以作參考之用。

若英文版本及翻譯版本有任何歧義，包括但不限於釋義、含意或詮釋，概以英文版本為準。

© 2020 年。摩根大通。版權所有。