



## 如果美國貿易和國際收支改善其影響如何？

近月，美國和其重要貿易夥伴在鋼材、鋁和其他貿易領域的摩擦增加，美國不惜祭出懲罰性關稅的工具，雖然一般的解讀是這是美國逼迫其貿易夥伴進行談判、從而取得對方實質性讓步的手法，惟如果各方缺乏共識，貿易戰的惡果恐怕各方都要承擔。

美國是全球最大的商品和服務進口國，同時也是第二大商品出口國和最大的服務出口國，其商品貿易呈赤字，該赤字為全球最大，服務貿易則呈盈餘，該盈餘也為全球最大，惟商品貿易赤字遠超服務貿易盈餘，因此美國的經常賬也呈全球最大的赤字。美國不惜動用懲罰性關稅作為談判籌碼也正是著眼於通過增加出口，減少進口來改善其貿易乃至經常賬赤字，以支持國內企業和就業。在國際收支上，經常賬上的赤字反面便是金融賬上的盈餘，即通過經常賬赤字輸出的美元外國投資者最終會將之輾轉投資於美元資產之上。如果美國確實能有效改善其貿易乃至經常賬赤字，國際收支趨於平衡的話其金融賬盈餘也會相應減少，這對全球的影響相信會相當深遠。

根據美國經濟研究局（BEA）的統計，2017 年美國國際收支統計裏面商品出口 15507 億美元，商品進口 23619 億美元，商品貿易赤字 8112 億美元。同年美國服務出口 7809 億美元，進口 5381 億美元，服務貿易盈餘 2428 億美元。兩者相加，再加上其他投資收入和資金轉移淨值，2017 年美國經常賬（Current Account）赤字為 4662 億美元，相當於 GDP 的 2.4%。由此可見，要改善其經常賬，關鍵在於商品貿易，然而增加出口，減少進口，說易做難。另外美國的資本賬（Capital Account）有 248 億美元的少量盈餘。

如前所說，美國經常賬赤字的反面一定是金融賬（Financial

戴道華  
高級經濟研究員  
Tel:28266187  
michaeldai@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

Account) 盈餘。2017 年美國購買的對外金融資產為 12124 億美元 (資金流出), 外國投資者購買的美國金融資產則有 15879 億美元 (資金流入), 再加上金融衍生工具上的少量赤字, 那麼其金融賬盈餘便為 3492 億美元。另外需要指出的是美國經常賬/資本賬赤字與金融賬盈餘之間有 922 億美元的差額, 該統計誤差和遺漏金額不小, 但卻難以準確解釋, 因為它可以來自估值的不準確、不同時點統計、不完整申報或估算的錯誤等。

美國的經常賬在上世紀 80 年代初由盈轉赤, 之後便一直呈赤字, 在 2006 年其赤字一度大至相當於 GDP 的 5.9%, 2017 年其相當於 GDP 的 2.4% 的赤字其實已顯著改善, 其規模已算溫和。但與此同時, 美國政府財政亦一直呈赤字, 長期的雙赤問題如果發生在新興市場, 輕則會導致資金外流, 貨幣貶值, 重則會爆發金融和經濟危機。但美國卻從來無此憂慮, 因為它是全球最大的儲備貨幣美元的發行者, 即使美國本身爆發次按危機和雷曼破產觸發全球金融海嘯, 但美元的國際儲備地位依然穩固。之所以如此, 是因為美國仍然是全球最大的經濟體, 美國的股市、債市也仍然是全球最大和流動性最好的資本市場, 美元由美國印發, 故哪怕經常賬赤字再大, 美國也沒有支付的危機, 美元匯率的升跌週期很多時候並非主要由經常賬因素所主導。新興市場爆發危機的先決條件並不完全適用於美國。

然而, 經濟學理論和傳統智慧均認為長期顯著的貿易乃至經常賬赤字是居民儲蓄率低、過度消費的結果, 這是美國經濟的內部失衡, 主要反映在其進口領域; 在出口領域, 長期顯著的貿易乃至經常賬赤字則是美國企業全球競爭力不足的反映。對於後者, 情況不宜一概而論。在增值相對較低的製造業領域, 美國企業因為成本問題確實難與新興市場競爭, 畢竟美國的人均 GDP 已經達到 59495 美元 (IMF, 2017 年), 全球化推動的生產要素最佳配置雖然影響了不再具競爭力的美國企業, 但就為美國消費者整體帶來了福音。不僅如此, 全球化之下有大量的美國企業也作全球投資和佈局, 例如蘋果在亞洲的生產綫、美國汽車在墨西哥的生產綫, 最終的產品有相當一部份銷往美國, 統計上顯示為貿易赤字, 但與美國企業的競爭力差不宜輕易劃等號。2017 年美國名義 GDP 有 19.4 萬億美元, 其中 13.4 萬億美元或 69% 為私人消費開支, 而 GDP 統計中商品和服務進口為 2.9 萬億美元, 它不到美國私人消費開支的四分之一, 這還不算其中來自美國海外企業的部份, 因此如果說美國企業全球競爭力不足應從個別行業來看, 整體而言美

國私人消費開支逾四分之三是來自美國本土的生產和服務，體現了其競爭力。

在這種情況下，美國如果能有效改善其貿易乃至經常賬赤字，對美國本身會是利大於弊。首先，貿易赤字的收縮會對 GDP 增長有正面的推動作用。其次，貿易赤字的改善如果主要來自增加出口，就意味著美國國內的企業投資和就業都會得到支持。再者，貿易赤字的改善如果主要來自減少進口，不利之處是美國消費者或要為進口付出比以往為高的成本，而美國企業的海外投資面對的來自美國本土的需求也會遞減，而好處則是美國消費者會提高儲蓄，減少過度消費和借貸，有利於糾正部份內部失衡，美國的資金成本也會趨降，有利於投資。

但對美國的貿易夥伴而言，美國的貿易乃至經常賬赤字改善的影響卻可能是利弊兼而有之。在出口領域，雖然理論上美國可以通過增加出口來達到改善其貿易乃至經常賬赤字的目的，惟其空間可能有限，因為全球最大的消費市場在美國，而美國本身已經是全球第二大商品出口國和最大服務出口國，美國以外的市場很難滿足其再大幅增加出口的要求。如中國和日本的經濟規模在 2017 年分別是 11.9 萬億美元和 4.9 萬億美元，而中國經濟裏面私人消費開支佔比約四成，日本則接近六成，惟中國和日本同時也是製造業和服務業大國，真正需要從美國進口的規模增量可能相對較小，這就是為何根據國際貿易組織（WTO）的統計，美國商品最大的出口市場是歐盟（28 國加總）、加拿大、墨西哥，其次才是中國和日本；而美國服務最大的出口市場是歐盟（28 國加總）、加拿大、其次才是中國和日本。

據此，美國如欲有效改善其貿易乃至經常賬赤字，只能從減少進口方面著手，對其主要貿易夥伴而言，美國內部過度消費和借貸的失衡得到糾正雖然會利好美國的投資和美元，但就未必可以彌補其貿易夥伴的損失，因為貿易盈餘國的產能已經超出其內部需求的需要，如果來自美國的外部需求減少，便會對盈餘國的實體經濟產生負面影響。美國的商品和服務貿易總量雖然為全球最大，惟根據 WTO 的平均水平統計，它只相當於美國 GDP 的 27%，而其主要貿易夥伴加拿大、墨西哥、中國、日本、德國、乃至韓國和臺灣，其貿易相當於 GDP 的比率就分別為 64%、79%、39%、32%、86%、78%和 114%。換言之美國如果主要通過減少進口來改善其貿易乃至經常賬赤字，對其主要貿易夥伴是會產生較大不利影響的。

從具體的產品和產地來看，美國商品進口首三大類別是製成品（佔比 78%）、燃料和礦產品（11%）和農產品（7%），首三大商品進口來源地是中國（佔比 21%）、歐盟（19%）和墨西哥（13%），佔比越大，受到的影響也會越大。

此外，美國經常賬赤字的減少會反映在金融賬盈餘減少之上。如果流進美元資產的資金流量減少，其存量的估值恐怕也會受到影響。2017 年第三季外國投資者持有的美國股票、債券、衍生產品等的市值達到 19.0 萬億美元，規模與其 GDP 相當，美國貿易方面基本因素的改善或者無助於這一類組合投資的估值。

美國的 Smoot-Hawley Tariff Act 是在 1930 年 6 月才簽字生效，但它在 1929 年的立法過程其負面影響便已在發酵，就算它與美國 1929 年的股災毫無關係，但美國經濟之後的大蕭條肯定與它涵蓋數以萬計的商品、高達 60% 的懲罰性關稅有關。據此，要避免貿易戰的惡果，還需要各方的共識和妥協。



## 近期報告

1. 參與原油期貨互聯互通 推動石油人民幣發展 應堅 03.28
2. 貿易戰硝煙起 市場警號不容忽視 卓亮 03.26
3. 中美貿易戰衝擊市場，後續發酵待觀察 蘇杰 03.23
4. 財政政策維持積極 更加注重地方債務管理 劉雅瑩 03.22
5. 關注美聯儲本輪加息週期的溢出效應 鄂志寰 03.22
6. 美國持續加息的關鍵水平何在？ 戴道華 03.21
7. “兩會”閉幕，中國新時代發展揚帆起航 蘇杰 03.21
8. 香港未有引入空置稅的需要 蔡永雄 03.19
9. 統計數據扭曲中美雙邊貿易實況 卓亮 03.19
10. 印尼經濟基本面平穩 貨幣貶值風險可控 卓亮 03.15
11. 完善一手新盤銷售方式，達致首置優先置業目標 蔡永雄 03.13
12. 美國從來都是國際貿易的贏家 卓亮 03.12
13. 防風險為何要重點控居民部門槓桿率？ 柳洪 03.12
14. 中國經濟將在提質增效中平穩成長 王春新 03.08
15. 防風險定位升級怎麼看？ 柳洪 03.08
16. 從下財年賣地計劃看土地收入 蔡永雄 03.05
17. 2017年香港經濟增長創2011年以來最快增速 蔡永雄 02.28
18. “兩會”召開在即，政策熱點值得期待 蘇杰 02.28
19. 稅改引發美國企業海外資金回流的趨勢分析 蔡永雄 02.23
20. 港股後市調整風險仍存 蘇杰 02.12