

解讀美國財政部最新匯率政策報告

4月14日，美國財政部發表了半年度（每年4月和10月）關於美國主要貿易夥伴匯率政策的報告，一如市場預期以及美國總統特朗普事前預告，該報告並沒有指控中國為匯率操縱國。然而，魔鬼盡在細節當中，解讀該報告還是能為中國和美國在貿易和匯率上的政策取向提供參考。



人民幣觀察 >>

中銀香港高級經濟研究員 戴道華

首先，該報告並未改變遊戲規則，所沿用的判斷匯率操縱國的準則還是以往的三個條件：一是其對美雙邊貿易盈餘超過200億美元；二是其經常帳盈餘超過國內生產總值（GDP）的3%；三是其持續、單邊的匯市干預（指購買外幣、拋售本幣）在過去12個月期間超過GDP的2.0%。正如事前我們的分析所指，這些條件如果維持不變，美國財政部就不可能指控中國操縱人民幣兌美元匯率，嚴格來說中國甚至連觀察名單（在過去兩份報告中曾滿足其中兩個條件，便會列入觀察名單）都不必上，因為中國在連續兩份報告中都只滿足一項條件，即它對美國仍然錄得全球最大的貿易順差，2016年時為3470億美元，顯著超過第二位日本的689億美元的水平，但同年中國的經常帳盈餘收窄至GDP的1.8%，而且是淨售匯而非淨購匯。

美國財政部定期對主要貿易夥伴的匯率政策進行評估分析，所依據的是兩項法案：1988年的The Omnibus Trade and Competitiveness Act和2015年的The Trade Facilitation and Trade Enforcement Act，前者主要定性，後者主要定量，即依據上述三個量化指標來幫助進行判斷，一旦定量分析不能標籤匯率操縱，也就不能下結論指控有關經濟體從中取得不公平的競爭性優勢。據此，要修改遊戲規則，就先要修訂這兩個法案，在特朗普政府施政遇到阻力的情況下，相信並非是優先選項。

再者，專門針對中國修改遊戲規則的

一個副作用是會把其他貿易夥伴拖下水。美國財政部的該份報告只涵蓋美國首十二大貿易夥伴，因爲再往後，對美國商品貿易的佔比個別來看都不足1.5%。如果經常帳盈餘相當於GDP的條件從超過3.0%降至1.5%以針對中國，則會把意大利也拖下水，因爲其2016年經常帳盈餘相當於GDP的2.8%，至於其他五個經常帳爲赤字的經濟體，相信無論如何都不會達標。如果把匯市干預（淨購匯，即外匯儲備增加）的條件從超過GDP的2.0%降低，則有可能把中國台灣和印度拖下水，因爲其2016年淨購匯規模爲相當於GDP的1.8%和0.4%（其餘經濟體要麼零購匯，要麼淨售匯）。

儘管中國在連續兩份報告中都只滿足一項條件，但美國財政部的報告還是繼續將之列入觀察名單，同列觀察名單的其他五個經濟體均滿足兩項條件：日本、德國、韓國（連續兩份報告中滿足貿易盈餘和經常帳盈餘條件）、瑞士（連續兩份報告中滿足經常帳盈餘和匯市干預條件）、中國台灣（上一份報告滿足經常帳盈餘和匯市干預兩項條件，該份報告則只滿足經常帳盈餘一項條件，惟仍需再觀察多半年時間）。對此做法，美國財政部又如何解釋呢？首先，一個經濟體一旦會列入觀察名單，即使之後情況改善，美國財政部都至少要多觀察一年時間（即兩份報告），以確保情況的改善並非是因爲一次性因素所導致。鑑於在2016年4月份的報告當中，中國因爲貿易盈餘和經常帳盈餘條件而被

美國主要貿易夥伴匯率政策報告（2017年4月） 對是否存在匯率操作的量化評估

	* 雙邊貨物貿易赤字（億美元）	* 餘額佔GDP（%）	經常項目帳戶三年期餘額變動佔GDP（%）	* 餘額（億美元）	淨購買外匯佔GDP（%）	外匯干預	12個月中有無8個月淨購買外匯
中國	3470	1.8	0.2	1960	-3.9	-4350	無
日本	689	3.8	2.9	1860	0.0	0	無
德國	649	8.3	1.5	2860	-	-	無
墨西哥	632	-2.7	-0.2	-280	-0.5	-60	無
意大利	285	2.8	1.8	510	-	-	無
韓國	277	7.0	0.8	990	-0.5	-70	無
印度	243	-0.5	2.1	-110	0.4	100	無
法國	158	-1.2	-0.3	-300	-	-	無
瑞士	137	10.7	-0.8	710	10.0	660	有
中國台灣	133	13.4	3.4	710	1.8	100	有
加拿大	112	-3.3	-0.1	-510	0.0	0	無
英國	-11	-5.1	-1.1	-1380	0.0	0	無
歐元區	1257	3.4	1.2	4030	0.0	0	無

* : 2016年

資料來源：美國財政部，BOCHK Research

列入觀察名單，即使之後2016年10月份和今年4月份兩份報告期間滿足的條件降至一個，但就仍受觀察。再有，如果一個經濟體對美的貿易盈餘龐大，光是因爲這一條件美國政府就可主觀決定繼續把該經濟體置於觀察名單之內。這可以說是專門針對中國乃至日本和德國的標準，要從觀察名單除名完全取決於美國政府的主觀取態。

4月初，中美首腦會面後，美國商務部長稱雙方同意百日計劃，商討降低美國對華巨額貿易逆差問題。儘管貿易爲商務部的政策領域，匯率爲財政部的政策領域，但從美國財政部的匯率報告中也可以看出美國政府的立場。2016年在商品貿易方面，中國對美貿易盈餘從2015年的3670億美元降至3470億美元；在服務貿易方面，則美國一直是盈餘國，其對華盈餘增加40億美元至370億美元；兩者加總，則中國對美國商品加服務總盈餘爲3100億美元。美國研判其主要貿易夥伴是否操縱匯率只看商品貿易，而不看美國作爲盈餘國的服務貿易。要解決有關的商品貿易失衡，美國開出的藥方

是中國對美國的商品和服務進一步開放市場，降低壁壘，減少限制，同時加快落實改革，經濟增長向消費主導轉型。對於後者，也正是中國經濟增長結構轉型的方向，相信無大異議，但前者由於涉及市場准入，有關的協商相對的難度就會較大。

至於匯市干預，在人民幣兌美元連續第三年貶值的情況下，報告指中國的匯市干預是反向操作的，旨在平抑人民幣的貶值幅度，在統計上表現爲外匯淨消耗，規模爲4350億美元，相當於GDP的3.9%，而在2016年12個月裏面，並沒有出現逾8個月的外匯淨購買的情況，因此不存在匯率操縱的問題。

在缺乏官方統計、難以界定當中有多少爲匯兌因素、有多少實爲資金外流的情況下，美國財政部估計自2015年8月至2017年2月期間，中國共動用了約8000億美元外匯儲備來紓緩人民幣的貶值壓力，而目前約三萬億美元的外匯儲備水平還是充裕的。

不過，報告仍有一定篇幅指在人民幣過去三年的貶值周期之前，中國曾單邊干

預匯市以抑制人民幣升值幅度達十年時間，漸晉升值之餘，對人民幣匯率被低估的修正被拉長了，即升值周期也拖長了。對此評估，有兩點啓示：一是現時通過匯市干預緩解人民幣貶值幅度的做法或許也會拉長貶值周期；二是可以預期未來如果人民幣重新進入一輪升值周期，則美國或會變得非常介意旨在抑制人民幣匯率升值幅度的匯市干預。

瑞士是美國主要貿易夥伴當中匯市干預最重手的經濟體，在2016年其淨購匯660億美元，相當於GDP的比率高達10.0%，另外瑞士的經常帳盈餘也高達GDP的10.7%。瑞士之所以未被指控操縱匯率，是因爲其對美貿易盈餘爲137億美元，離200億美元的門檻還有一定距離。不過，美國財政部對瑞士匯市干預的態度就並非十分強硬，指是避險資金大規模流入所致，而且同意國際貨幣基金組織（IMF）的建議，即今後的匯市干預應只限於管理避險資金的流入。這樣的取態可爲中美之間就匯率問題的協商提供有用的啓示。

巴菲特：會在中國找機會 認為擁潛力行業多 合適將繼續投資



◆渣打香港個人金融業務董事總經理王維憲（左）。旁為渣打香港財富管理業務投資策略主管梁振輝
大公報攝

「股神」巴菲特日前參加旗下的波克夏哈薩威公司股東會。該公司首季業績顯示，持有價值950億美元現金和現金等價物，爲該公司有史以來的紀錄新高。巴菲特日前在股東會上稱，當公司現金量超出其合理配置的能力時，將考慮派息，即使是在職的時候。此外，巴菲特表示，中國股市有時很像「賭場」，指出中國股市處於發展初期，可能會出現更具投機性的趨勢。巴菲特還提到，「會在中國找到機會。這個機會必須夠大」。另據新浪財經引述巴菲特表示，中國有很多有潛力的行業領域，如果遇到價值相符的中國企業，會繼續投資。

大公報記者 王嘉傑

巴菲特表示，和已有幾百年歷史的市場相比，中國股票市場處於發展初期的市場，可能會出現更具投機性的趨勢。若市場變熱，會吸引很多人，他們不僅是基於投機心理，也想來賭博，有些美國人也是如此。不過，他又指出，市場有賭場的特性吸引了很多人。相比於經歷過瘋狂投機的人，那些還沒有經歷過股市風風雨雨的人更容易進行投機。至於有問及如何投資優質股，巴菲特稱，普通投資者投資標普500指數基金更省心。

旗下公司持950億美元現金

對於現時有大量現金的波克夏哈薩威公司，股東會前夕巴菲特曾表示自己不喜歡現金，但在尋寶前手持現金是必要階段。於股東會上，巴菲特亦有談及大量現金的問題，他指出，如果公司覺得不太可能在合理的時間裏使用所擁有的現金，將會通過額外的股票回購，甚至股息的方式來返還這些現金。不過，他強調公司現時有能力配置這些現金。

巴菲特今年已年屆87歲，故亦有股東問及其對接班人的看法。巴菲特表示，接班人必須非常有錢。如果他工作了很長時間，他就應該非常有錢了。其次，他不會爲了10倍、100倍更多的錢而來這裏工作。

因若接班人工作了很長時間，還沒有賺到很多錢，那麼就不配做他的接班人。

此外，面對人工智能的發展，巴菲特稱，人工智能會導致在某些領域的就業明顯減少，但這對社會有好處。他以一個假設說，如果一個擁有人工智能的人按一個按鈕，就能創建這個國家的所有產出，而不需要1.5億人來完成，那麼世界將變得更好。然而這種情況的外部性以及意想不到的後果，將與政治有關。他又以國際貿易做例子，國際貿易對社會有很大的影響。一方面，國際貿易的好處有沃爾瑪的襪子價格較低等等，但是這種好處，看上去很小。另一方面，國際貿易會導致工人丟失工作，而這種痛苦，看上去很大。因此相比於國際貿易帶來的好處，其帶來的痛苦具有更大的政治影響。

另外，對於波克夏哈薩威持有的富國銀行、可口可樂及美聯航都在財務、內部管理以及監管上出現問題。巴菲特稱，他們從來不會購買那些自認爲從來不會出問題、或者沒有競爭壓力的公司。即使意識到將會面臨競爭，他們也自認爲有持久的競爭優勢。他強調自己每天都評估持有的股份，會持續關注現在幾大重倉股的走勢狀況，以保證現在倉位的是最合理的，畢竟資金是巨大的。



◆巴菲特建議，普通投資者投資標普500指數基金更省心
路透社

周黑鴨新品培育需兩年

【大公報訊】記者李潔儀武漢報道：

滷製鴨品起家的周黑鴨（01458），最近跨界推出新產品小龍蝦，行政總裁郝立曉接受訪問時表示，新產品今、明兩年仍爲培養期，不論是產能還是供應鏈打造，仍然需時磨合。

郝立曉指出，一直以來小龍蝦產業存在明顯的痛點，是在品牌化運作上處於空白點，周黑鴨經過市場調研，決定在鴨類產品以外增加小龍蝦，給消費者新鮮的感覺。

「小龍蝦基本是在餐廳圍桌吃，我們（周黑鴨）希望把消費產品帶來變化，把它（小龍蝦）變成休閒食品。」郝立曉表示，集團希望通過整合供應鏈優勢，形成品牌化運作，未來會繼續加大技術研發的投入。

郝立曉介紹說，採用湖北潛江稻田小龍蝦作爲原材料，品質較傳統水塘養殖的爲佳，集團對小龍蝦的重量、尺寸及檢測等均有一定要求，期望可做到真正的標準化營運。

資料顯示，2016年全國小龍蝦規

模達1000億元（人民幣，下同），單計武漢市的消耗量達1500噸，足可圍繞地球83圈。

新產品小龍蝦一盒180克鎮鮮裝約有6至7隻，售價爲每盒35.9元。郝立曉指出，目前小龍蝦暫只供應予武漢及上海，由於產品保鮮期只得3至7天，故尚未研究運送其他地區的安排。

郝立曉提到，長遠希望周黑鴨產品能走出國門，把中國傳統料理帶到海外市場，惟首要在國內完成戰略布局。

對於山寨假貨充斥的問題，郝立曉直言，假冒產品的社會現象一直困擾周黑鴨，惟他強調，集團已形成打假機制，由行政執法、民事訴訟到公安部門立案調查。

截至2016年12月底止，周黑鴨設有合共778間自營店，分佈在中國13個省份及直轄市的43個城市。郝立曉表示，今年會淨增180至220間自營店，又指暫無計劃再次發展加盟店，畢竟自營店可更保品質。

資料顯示，2016年全國小龍蝦規

模達1000億元（人民幣，下同），單計武漢市的消耗量達1500噸，足可圍繞地球83圈。

新產品小龍蝦一盒180克鎮鮮裝約有6至7隻，售價爲每盒35.9元。郝立曉指出，目前小龍蝦暫只供應予武漢及上海，由於產品保鮮期只得3至7天，故尚未研究運送其他地區的安排。

郝立曉提到，長遠希望周黑鴨產品能走出國門，把中國傳統料理帶到海外市場，惟首要在國內完成戰略布局。

對於山寨假貨充斥的問題，郝立曉直言，假冒產品的社會現象一直困擾周黑鴨，惟他強調，集團已形成打假機制，由行政執法、民事訴訟到公安部門立案調查。

截至2016年12月底止，周黑鴨設有合共778間自營店，分佈在中國13個省份及直轄市的43個城市。郝立曉表示，今年會淨增180至220間自營店，又指暫無計劃再次發展加盟店，畢竟自營店可更保品質。

資料顯示，2016年全國小龍蝦規

模達1000億元（人民幣，下同），單計武漢市的消耗量達1500噸，足可圍繞地球83圈。

新產品小龍蝦一盒180克鎮鮮裝約有6至7隻，售價爲每盒35.9元。郝立曉指出，目前小龍蝦暫只供應予武漢及上海，由於產品保鮮期只得3至7天，故尚未研究運送其他地區的安排。

郝立曉提到，長遠希望周黑鴨產品能走出國門，把中國傳統料理帶到海外市場，惟首要在國內完成戰略布局。

資料顯示，2016年全國小龍蝦規