让他三尺又何妨：中美贸易协议的启示

丁安华，首席经济学家
(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

- 以美国出口数据估算，上半年中国自美进口协议商品和服务共 521 亿美元，中美第一阶段贸易协议（《协议》）年度采购目标完成率为 25%，半年时点完成率 50%。二季度以来，中国自美进口商品逐步提速，特别是能源产品。1-8 月农产品、制成品、能源三大类商品年度采购目标完成率约 33%，较 1-6 月提升近 10 个百分点。

- 乐观情形下，预计今年我国可完成《协议》年度采购目标的 60-70%。商品进口整体最高完成协议目标的 80%，其中农产品和能源存在完成目标的可能，制成品最多完成目标的三分之二。服务进口最高完成度二分之一。

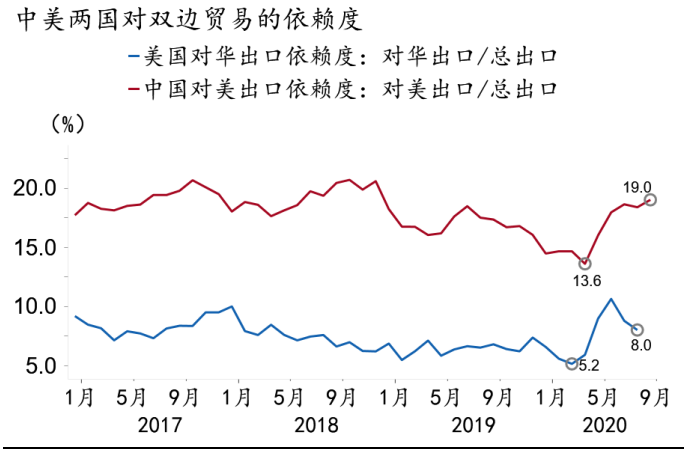
- 对此，美方的最优回应是延续《协议》框架，回避对数量性目标的定量评估，而注重对结构性问题的定性评估。这与美方 8 月 25 日声明的立场一致，暂时搁置《协议》执行的分歧，用时间换取空间。下次高层级会议在明年 2 月 15 日，届时美国大选结果已经揭晓，中美贸易或将迎来全新的框架。

- 在中美关系全面倒退的背景下，中美贸易由于《协议》的存在而具有“压舱石”的作用。谈判过程本身的积极意义超过了《协议》文本本身。这是中美关系避免最坏结果的关键所在。

一、 疫情下的中美贸易：相互依赖增强

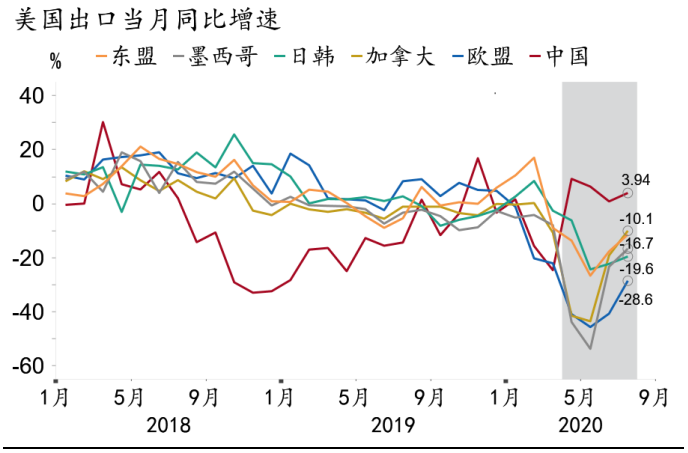
近年来，中美在政治、经济、科技和外交上摩擦不断，脱钩论甚嚣尘上。不过，与人们的直觉相反，今年疫情爆发以来中美贸易关系呈现出乎意料的“韧性”。以中国出口看，今年 2 月至 8 月美国市场所占份额由 13.6%升至 19.0%（图 1）；以美国出口看，二季度对华出口率先回升（图 2），出口中国市场的份额由 5.2%升至 8.0%，而对其他贸易伙伴的出口仍处于负增长区间。

图 1：中美之间的出口市场份额上升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：美国二季度对华出口率先回升



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

中美双边贸易在疫情困难时期的互相依赖，说明两国在过去三十年构建的经贸关系具备相当韧性。另一个因素，就是中美之间达成的第一阶段经贸协议，即《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》（以下简称“协议”）的影响。

二、 《协议》的内容与目标

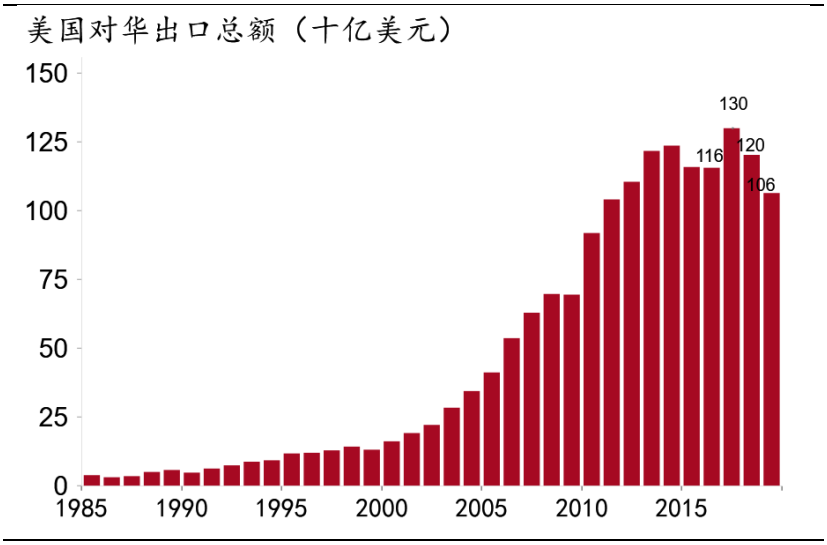
《协议》的核心是中国扩大自美进口，要求 2020-2021 年“中国应确保在 2017 年基数之上，扩大自美采购和进口制成品、农产品、能源产品和服务不少于 2,000 亿美元”。其中，2020 年扩大进口目标为 767 亿美元，包括 329 亿美元制成品、125 亿美元农产品、185 亿美元能源、128 亿美元服务。

《协议》目标是以增量来描述的，即以 2017 年为基期扩大进口。而 2017 年是中国自美国进口（或美国对华出口）的峰值（图 3）。具体测算商品和服务的年度进口金额时，存在一个如何理解基数的问题。我相信两国的谈判团队对基数的理解不会有歧义，但从外界看，基期数据的口径仍模糊不清：究竟是基于中国进口数据还是美国出口数据？中美数据的差异，可能来自于转口贸易、运输/保险成本以及关税等方面。根据美国贸易代表办公室发布的事实清单（Fact Sheet）倒推出来的 2017 年基数，不仅高于美国当年的出口数据，也高于中国的进口数据（表 1）。一种可能的解释是：美国事实清单的目标金额是其附件所列 558 种商品（HS 四位编码）分项进口目标的加总，而每一分项的基数很可能是单独选择的[1]，即一部分商品进口以中国数据为基数计算，另一部分商品进口以美国数据为基数计算。

[1] 参见 https://www.csis.org/analysis/mystery-math-us-china-phase-1-purchase-figures-do-not-add

协议文本只约定了大类商品/服务的总增量，并没有给出 558 个分项商品的具体目标，这加大了外界评估协议执行进度的难度。

图 3：2017 年美对华出口是贸易摩擦前的峰值



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

表 1：基于不同数据口径计算的 2020 年中方自美进口目标（亿美元）

	《协议》文本中扩大购买的金额		基于中国进口数据		基于美国出口数据		基于美国事实清单数据	
	2020 年	2021 年	基数（2017 年）	2020 年进口目标	基数（2017 年）	2020 年进口目标	基数（倒推）	2020 年进口目标
制成品	+329	+448	779	1,108	502	831	871	1,200
农产品	+125	+195	241	366	209	334	240	365
能源	+185	+339	68	253	76	261	116	301
服务	+128	+251	862	990	550	678	871	999
合计	**+767**	**+1,233**	1,950	**2,717**	1,338	**2,105**	2,098	**2,865**
	合计增加 2,000 亿美元			**+767**		**+767**		**+767**

资料来源：USITC、海关总署、招商银行研究院

三、 上半年完成《协议》年度目标的 25%

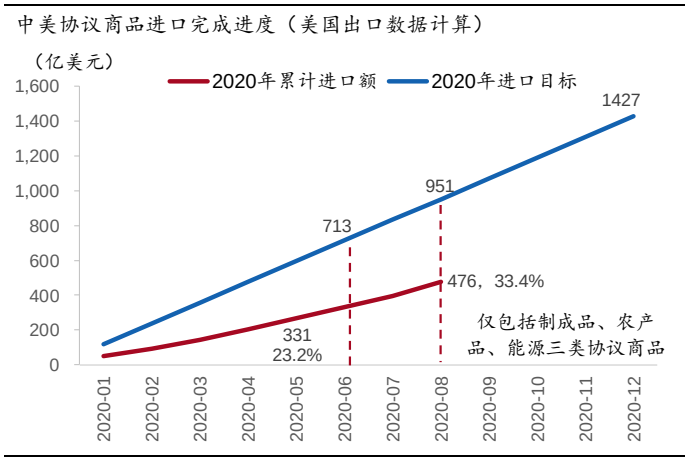
根据中美两国的公开数据，我们对上半年协议执行情况进行了估算[2]。商品进口方面，两个口径匡算的结果基本一致：制成品、农产品和能源三大类协议商品进口额合计完成全年目标的 23%；线性估计对应上半年时点目标完成率 46%（图 4 和图 5）。服务进口方面，受出入境限制的影响，上半年中国的服务进口不增反降。根据美国出口数据（服务贸易仅有美方数据），上半年美国对华服务出口累计同比下滑 33%，二季度单季同比下滑 43.5%

[2] 中方数据来自“海关统计数据在线查询平台”；美方数据来自美国国际贸易委员会（USITC）网站。

（图 6）。美国对华服务出口 191 亿美元，按金额计完成率约为全年目标的 28.1%；线性估计对应上半年时点目标完成 56.3%（图 7）。

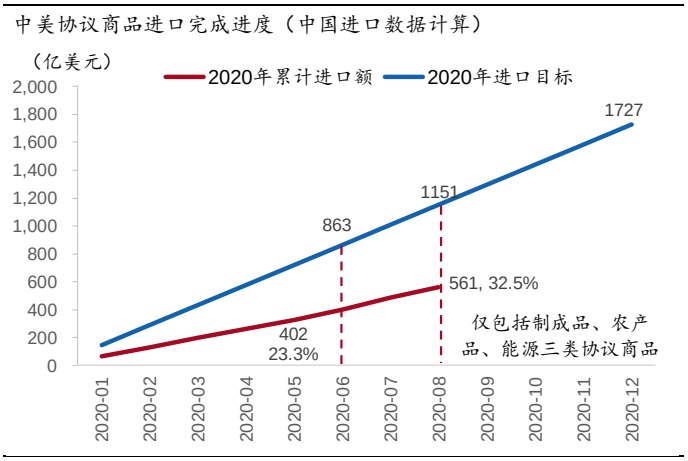
整体来看，上半年中国自美进口商品和服务共 521 亿美元（美方口径），《协议》总采购年度完成率为 25%，半年时点完成率 50%。

图 4：《协议》商品进口目标完成率（美国数据口径）



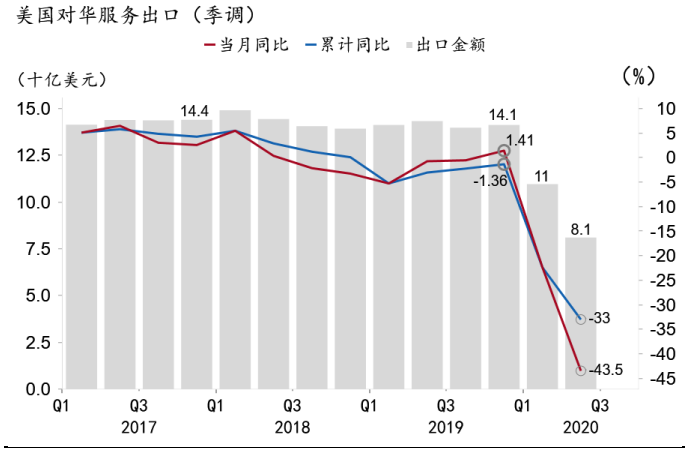
资料来源：U.S. Census Bureau、PIIE、招商银行研究院

图 5：《协议》商品进口目标完成率（中国数据口径）



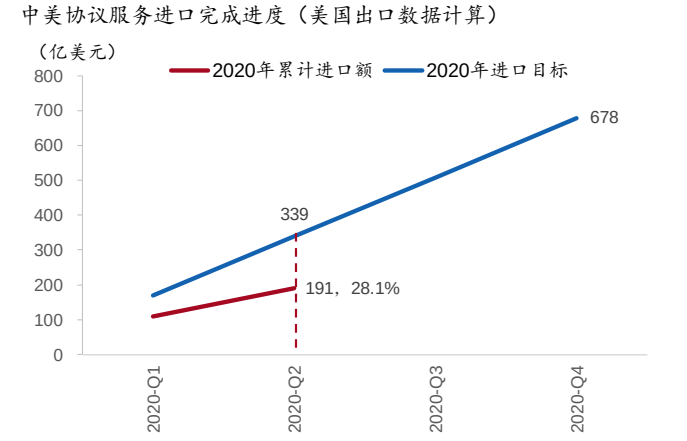
资料来源：海关总署、PIIE、招商银行研究院

图 6：上半年美国对华服务出口大幅下滑



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 7：上半年服务采购全年目标完成率 28%



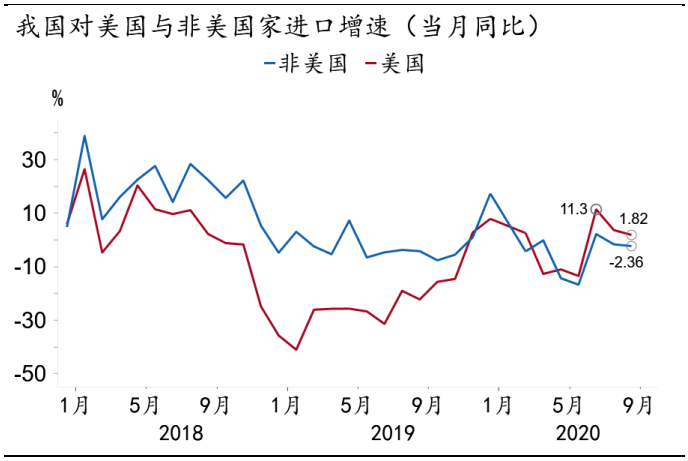
资料来源：U.S. Census Bureau、招商银行研究院

四、 目前《协议》执行明显提速

观察协议执行的“动能”（进口当月同比）更有意义。进入二季度，中国从美国进口和采购逐步提速，特别是能源产品。根据中国进口数据，二季度以来我国自美进口金额显著回升，已恢复至疫情前水平，增速高于其他国家（图 8）。8 月自美进口同比增速 1.8%，自非美国家进口-2.4%。从分项数据看，二季度以来协议相关商品进口增速显著回升，由负转正，高于其他非协议商品（-13%）（图 9）。

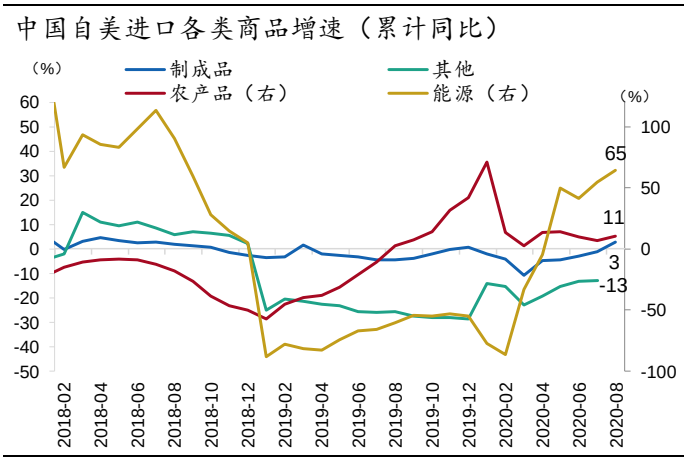
1-8 月美国口径下，《协议》商品全年目标完成进度为 33.4%；中国口径为 32.5%，均较 1-6 月提升近 10 个百分点。

图 8：二季度我国自美进口增速高于非美国家



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 9：上半年农产品、能源进口同比为正增长



资料来源：USITC、招商银行研究院

五、全年协议完成情况评估

评估全年《协议》完成情况，需要逐项分析。数据上，制成品采购两国口径的差距不大；农产品采购中方口径高于美方口径；能源采购美方口径高于中方口径；服务贸易数据目前只有美方口径数据。

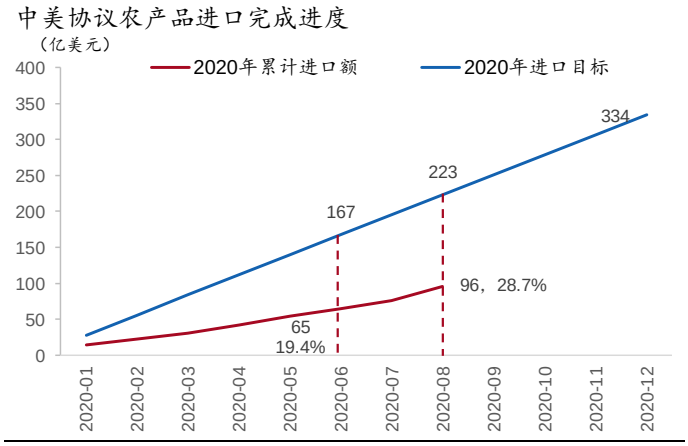
（一）农产品

依据美方数据，1-8 月农产品采购完成全年进度的 28.7%，比上半年提速 9.3 个百分点（图 10）。

由于占据中国自美进口农产品近六成（2019 年 54%），大豆进口对《协议》农产品采购目标的完成至关重要。上半年我国进口大豆同比增长 13%，但自美进口大豆增速为-53.7%，主要由收割季节错位导致。上半年南半球大豆正值收割旺季，我国自巴西进口大豆占比 73%，从美国进口仅占 17%。美国大豆的主要收割季在 10 月份，相信下半年将迎来美国大豆进口旺季（图 11）。我国大豆供给长期依赖进口，且目前大豆库存位于低位，为增加采购美国大豆提供空间。进入三季度，中国采购美国大豆开始加速。7 月开始，美国农业部（USDA）陆续披露中国买家签订大规模大豆采购合约，8 月 6 日单周购买量创 2016 年 11 月以来最高。

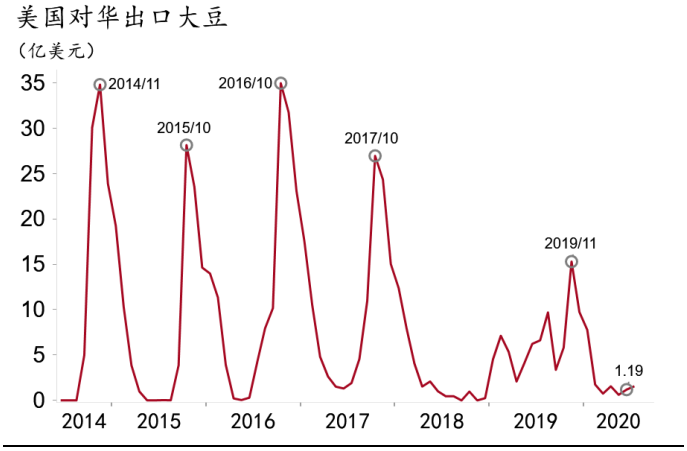
过去几年，我国大豆进口均在 350-460 亿美元之间，若 2020 年进口总量达近年高位，在不影响我国与巴西、阿根廷大豆贸易的情况下，预计最多可以自美进口 210 亿美元大豆，较 2017 年增加 50%，对应《协议》中今年农产品进口目标的 60%（图 12）。

图 10：农产品进口执行进展



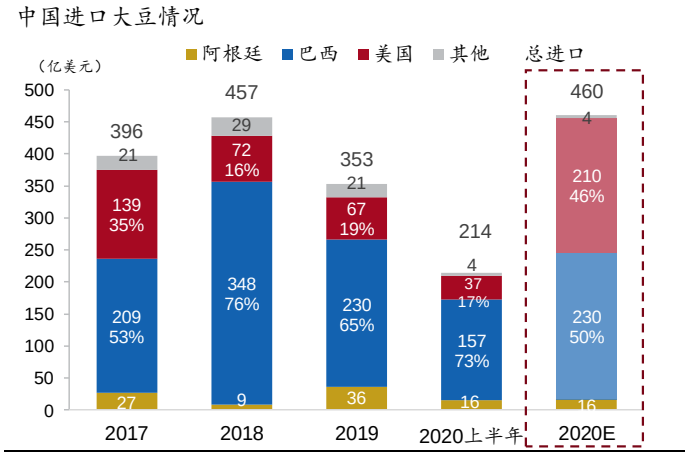
资料来源：U.S. Census Bureau、PIIE、招商银行研究院

图 11：大豆购买具有明显季节性



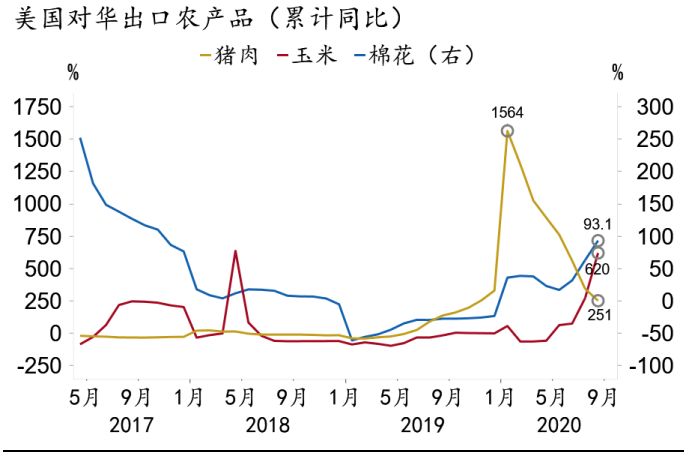
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 12：我国自美进口大豆仍有较大空间



资料来源：海关总署、招商银行研究院

图 13：我国自美购买其它农产品大幅增长



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

除大豆外，我国对其他农产品采购实现了强劲增长，1-8 月累计同比增速达 76%。其中，猪肉的采购同比增速大幅提高，1-8 月累计同比增长 251%（图 13），占农产品采购的比重从去年末的 6%升至今年 1-8 月的 13%。此外，根据美国农业部高频数据，7-8 月我国加速购买棉花、玉米、高粱等农产品。考虑相关农产品收获期都在下半年，采购有望进一步加速，与历史规律相符。综合来看，除大豆外其他农产品采购全年增速有望超过 90%，对应《协议》中今年农产品进口目标的 40%。

综上，进取情形下，今年我国采购美国农产品的目标仍有可能实现。

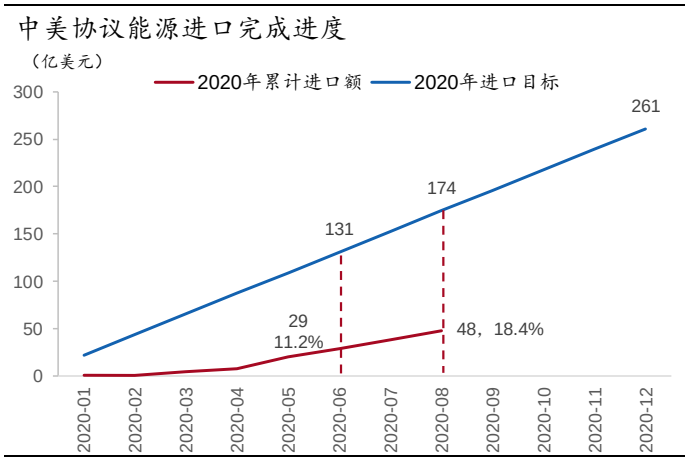
（二）能源类产品

1-8 月能源采购完成进度偏低，且中美两国口径差异较大。按孰高原则也只有 18.4%（美方口径，图 14）。原油占中国自美进口能源产品的八成，但一季度采购金额明显受到价格大幅下跌的拖累。随着油价在 5 月回升，原油采购金额同比增速大幅回升，上半年累计同比增长 28%。5 月单月进口创 2013 年有数据以来最高。5-7 月，我国自美原油进口金额已恢复至疫前水平，处于贸易摩擦开始前的高位。

我国原油进口主要源自中东、西非和俄罗斯等地区，美国的份额一直很低（2%）。完成《协议》目标需要调整进口来源的结构，考虑到原油采购主要由政府企业主导且具有很强的执行能力，全年仍有可能实现协议目标。

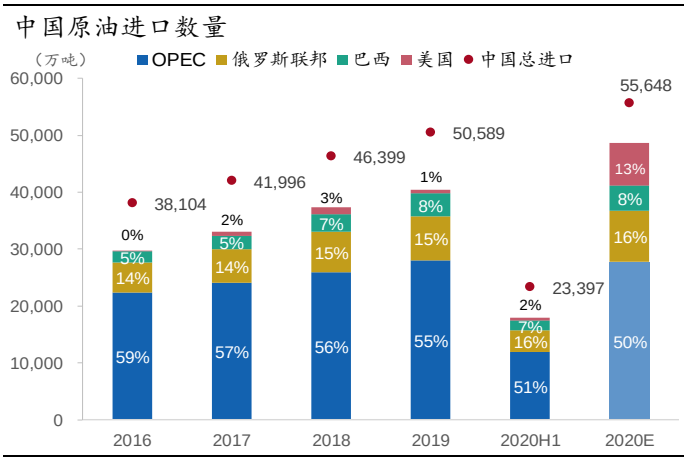
以当前原油价格水平计（$41 美元/桶），完成协议目标需自美进口原油 7,500 万吨。假设今年我国原油进口量增长 10%（过去五年均值水平），则我国自美进口原油占比将由 2% 大幅提升至 13%，对其它来源地份额形成一定挤出（图 15）。

图 14：5 月原油自美进口开始提速



资料来源：U.S. Census Bureau、PIIE、招商银行研究院

图 15：协议目标下我国自美进口原油占比大幅提升



资料来源：海关总署、招商银行研究院

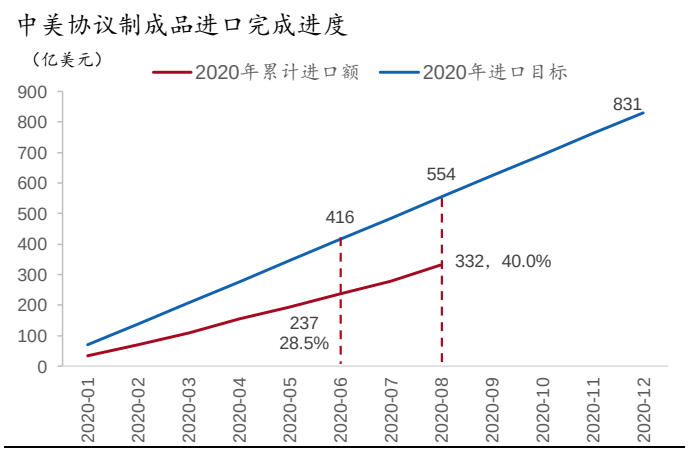
（三）制成品

1-8 月制成品进口累计完成率约为 40.0%（美方口径，图 16）。制成品包含的协议商品种类（HS4 位编码）最多，占 558 项中的 295 项。1-8 月中国自美进口制成品累计同比增速为 2.7%。占比最高的制成品分项包括集成电路（占比 16.4%）、汽车（占比 14.7%）、半导体制备设备（占比 7.4%）和医学仪器（占比 6.5%）。

制成品采购完成协议目标有较大难度。原因有三：一是从分项商品看，占比最高的四个分项涨跌不一，近期并无明显改善。其中，集成电路进口保持较强韧性；半导体进口增长强劲但增速快速回落；汽车进口增速大幅下挫，虽然 8 月单月显著回升，但累计同比仍为-28.2%；医疗器械进口仍处于负增长。二是制成品项目进口弹性较小，从过去三年经验来看，月度波动并不显著（图 17），8 月当月同比增速已创近三年新高，下半年持续回升动力有限。三是制成品项目分项较多，进口主体多元而且多由市场主导，政府推动进口的能力不足。

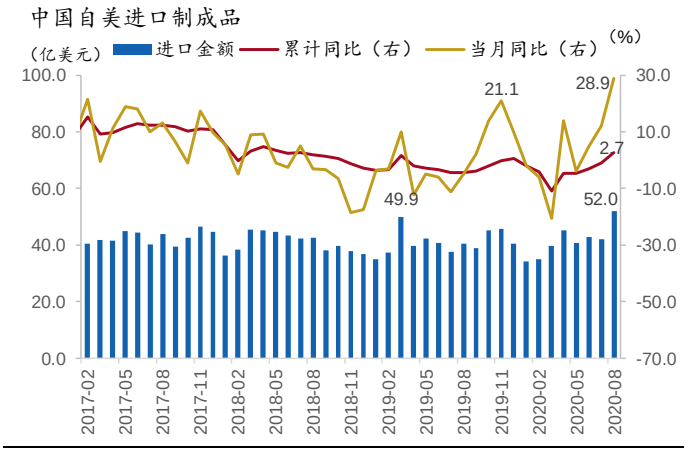
我们预计，乐观情形下，制成品采购目标的最高完成率约三分之二。

图 16：制成品采购执行进度



资料来源：U.S. Census Bureau、PIIE、招商银行研究院

图 17：制成品进口累计同比增速波动较小



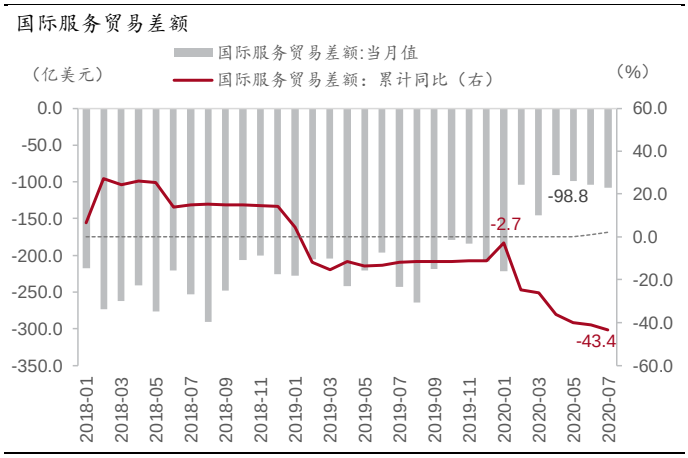
资料来源：U.S. Census Bureau、招商银行研究院

（四）服务

新冠疫情对全球服务贸易冲击巨大。1-7 月我国服务贸易进口显著萎缩，逆差大幅缩窄 43.4%（图 18）。旅行、运输、知识产权使用费三大主要分项的逆差均大幅缩减，分别下滑 46.8%、29.6%和 7.9%（图 19）。旅行项（含留学、旅游、就医）占总服务贸易逆差的八成左右，疫情之下旅游项几乎完全停顿。运输项近期虽有所修复，但仍大幅低于疫前水平，7 月当月同比-28%。知识产权服务方面，中美贸易摩擦将对该项持续形成拖累。

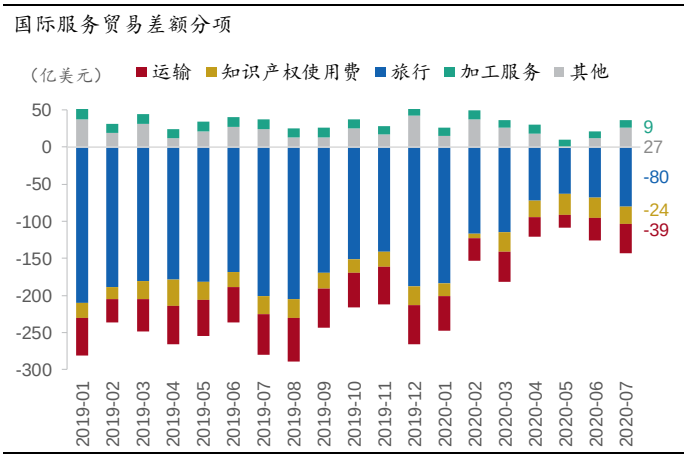
我们预计，今年服务进口将大幅缩减，协议目标的最高完成度仅为二分之一。

图 18：上半年我国服务贸易逆差缩窄 41%



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 19：旅行、运输项目服务贸易逆差大幅下降



资料来源：WIND、招商银行研究院

综上所述，乐观情形下，预计今年协议目标完成水平约 60-70%。商品进口整体最高完成协议目标的 80%，其中农产品和能源存在完成目标的可能，制成品最多完成目标的三分之二。服务采购无法实现年度协议目标。

六、中美贸易关系展望

随着《协议》于今年 1 月 15 日正式签署、2 月 15 日生效（美东时间），历时两年多且不断升级的贸易摩擦终于偃旗息鼓，双方对加征关税按下暂停键。根据《协议》安排，双方会定期举行各层级会议，包括“指定官员”的每月会谈、“双边评估和争端解决办公室”负责人的每季度会议、定期宏观经济会议，以及每 6 个月的“贸易框架小组”（Trade Framework Group）会议。

在双方政治、外交和军事对话机制不畅的情况下，《协议》的对话机制可能超出贸易范畴，在当前中美关系极度动荡的时刻，成为两国之间为数不多的制度性对话通道。

基于上半年《协议》执行大大落后于时间进度，本应于 8 月 15 日举行的第一次“贸易框架小组”会议取消，引发市场诸多联想。后来，在双方共同努力下，会议在当月 25 日举行。会后中美双方分别发表声明，表示将继续推动《协议》执行。

《协议》中规定了双方争端解决机制，如一方认为另一方的行为不符合《协议》，可通过申诉发起争端解决程序，由“双边评估和争端解决办公室”评估后，以最高效的方式（in the most efficient manner）进行双方磋商。若双方达成共识，可调整协议；若双方不能达成共识，被申诉方可退出协议。

总体来看，今年我国对美国商品的采购难以全面实现《协议》目标，双方应该都有思想准备。从首次“贸易框架小组”会议的会后声明来看，美方对《协议》执行进度的心态微妙，对未来中美贸易关系的演进提供了启示。

首先，美方难以承认中方完成了协议。其次，美方应当也不愿意对协议做出有利于中方的调整。《协议》约定，“如因自然灾害或其他双方不可控的不可预料情况，导致一方延误，无法及时履行本协议的义务，双方应进行磋商”。现实中新冠疫情不可抗力影响已经发生，但要承认这点似乎与特朗普一贯的撒泼赖皮性格不符。最后，美方也难以退出协议。疫情蔓延之下，美国经济仍然疲弱，对中国市场的依赖不降反升，《协议》的继续执行对美国经济明显有利。

在我看来，美方的最优回应就是延续《协议》框架，回避对数量性目标的定量评估，而注重对结构性问题的定性评估。这与美方 8 月 25 日声明的立场一致，暂时搁置《协议》执行的分歧，用时间换取空间。下次高层级会议在明年 2 月 15 日，届时美国大选结果已经揭晓，中美贸易或将迎来全新的框架。

七、启示：让他三尺又何妨

在中美关系全面倒退的背景下，中美贸易由于《协议》的存在而具有“压舱石”的作用。2018 年以来，中美双方历经 13 轮艰难谈判，其积极意义不在于谈成什么样子的协议文本，而在于谈判过程本身，这一点启示对中美关系的未来发展是极为深刻的。

回顾二十年前关于中国加入世贸组织（WTO）的谈判和这次的贸易协议谈判，我们都很容易将重点放在了最终的协议文本。不管是当时为加入 WTO 而做出的承诺还是现在关于扩大从美国进口的承诺，都有人说我们让步太多。在激进民族主义抬头的今天，甚至有“不平等条约”的夸张不实之说。

如何管控中美关系？关键在于“谈”。避免最坏的结果，需要回到谈判桌，而不是隔空对骂。谈判就要准备做出妥协和让步。美方不愿意退出《协议》，仍希望中国能继续扩大从美国的进口。既然中华民族的伟大复兴不可阻挡，不管是贸易领域，还是其它议题，让他三尺又何妨？

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%

持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间

卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标

同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若

落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼　　电话：(852) 3900 0888　　传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银国际证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至 (d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（" FINRA"）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 "主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。