2020 年 7 月 9 日

東吳證券(國際)
SOOCHOW SECURITIES (INTERNATIONAL)

策略点评

中美第一阶段贸易协定中期成果不及目标，但两国短期不会出现贸易冲突

分析师

欧阳诗睿

(852) 3982 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

事件

- **近期中美政府官员针对市场质疑贸易协定能否按期完成的声音接连做出回应。中国自美进口仅完成贸易协议目标的 45%，但我们判断两国短期内不会产生激烈的贸易冲突**

观点

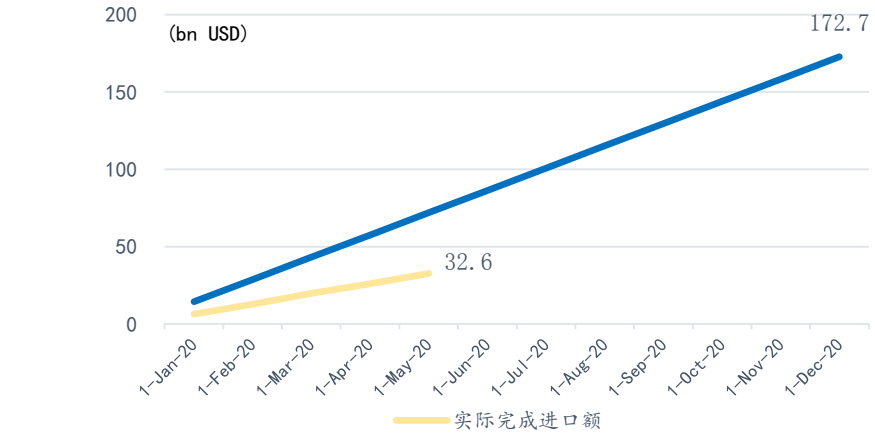
- **虽然中国自美进口总体落后于协议目标，其中能源采购较难达标，但近期双方高层纷纷表态将继续维持协议完整**
  1. 截至 5 月份，中国自美进口额完成贸易协定目标的 45%，农产品、制成品和服务进口额均完成超过 45%
  2. 贸易协议能源目标难以实现。3 月份国际油价大幅下跌，美国原油产量出现明显下滑，同时受疫情拖累，一季度中国原油需求走弱，自美能源采购大幅萎缩
  3. 双方高层 6 月相继表态支持第一轮贸易协定成果，中方表示将持续加大采购自美进口商品，一边加大进口原油，一边靠农产品进口弥补缺口
- **贸易协议没有强制性，若加税反制将造成国内物价压力，拖累美国经济复苏进程**
  1. 贸易协定中并未明确规定反制措施，若中方未能如期完成目标，美方可能以加征关税的方式制裁中国。当前全美二次疫情爆发，加征关税带来的物价上升对美国经济复苏不利
  2. 贸易协议的考核时间晚于 11 月美国大选，现阶段特朗普可能对贸易指标视而不见以保留贸易谈判成果，尽可能为竞选争取筹码
  3. 若大选后美国经济复苏进程总体接近预期，不排除美国政府直接撕毁协议，并做出继续追加关税的决定
- **大选在即，特朗普的对华政策和国内政策均显现颓势，他迫切需要推动中美贸易协议的完整履行，作为其任期的重要政绩**
  1. 白宫在疫情防控和种族问题上的应对不利令选民不满，特朗普近期支持率走低，亟需保留谈判成果作为任期政绩拉拢选民
  2. “对中国强硬”已不是共和党专属，其反对者批评特朗普在对中国产业补贴、制度差异和中国经济崛起等议题上的系统性打压太少。为了营造落实阶段一贸易协议的良好氛围，在一些意识形态事务上，特朗普均倾向于减少冲突。其目的就是为了保护其任期内最大贸易谈判成果
- **风险提示：**中国自美进口大幅落后于预期；美国提升中国商品关税；特朗普政府对贸易协定态度转变

7 月 6 日，美国商会以及 40 多个行业协会敦促中美加倍努力，落实世界上最大的两个经济体于今年 1 月签署的第一阶段贸易协议。此前，美国政府官员针对贸易协议接连发声。一些声音开始质疑中国能否实现今年协议中约定的美国商品采购目标。但是，我们认为，中美之间短期内不会产生激烈的贸易冲突。

1. 尽管中国自美进口规模仍落后于贸易协议目标

中美贸易第一阶段贸易协定于 1 月 15 日签订，2 月 14 日正式生效。根据协议要求，“从 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日两年内，中国应确保在 2017 年的基数之上，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 2000 亿美元。” 受到疫情影响，年初至今中国自美国进口商品的完成度就远远落后于协议目标。海关总署于七月初公布了五月份进出口数据，数据显示中国自美国的进口额仅完成协议目标（pro-rata）的 45%。

图 1：中国自美进口 1-5 月实际完成额仅达目标 45%

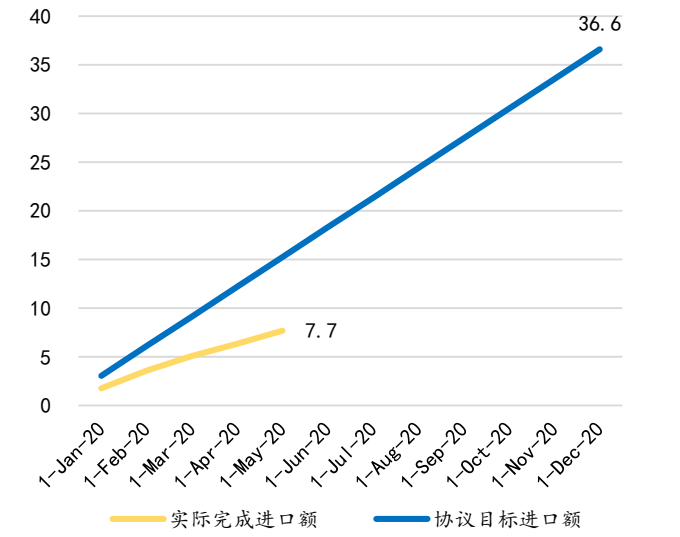


数据来源：美国海关总署，东吴证券（国际）

1.1 能源采购达标难度最大

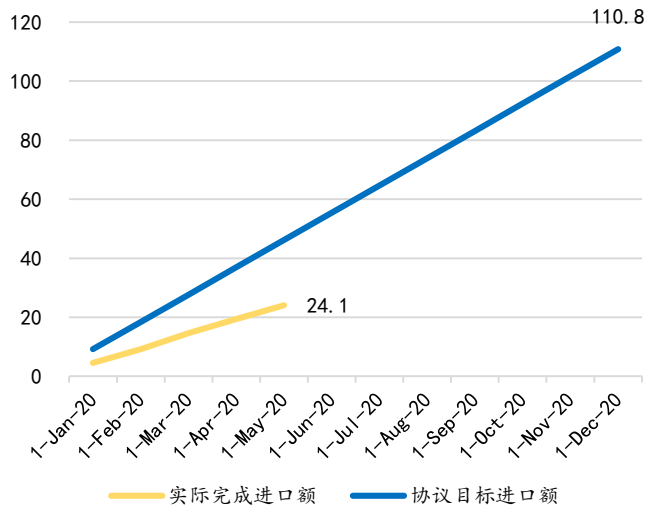
协议中的 2000 亿美元囊括四个产品种类：农产品、制成品、能源、服务业，各品类分别对应一个明确的目标金额。受疫情影响，中方四个品类的进口需求都大幅萎缩，进口额均落后于目标。其中，能源进口协议完成度最低。截至一季度，中方已自美进口农产品 77 亿美元，完成协议目标（按比例）的 51%；进口制成品 241 亿美元，完成协议目标 52%；进口能源 8 亿美元，仅完成协议目标 7.6%；进口服务 7.73 亿元，完成协议目标 46%。

图 2：农产品进口（bn USD）



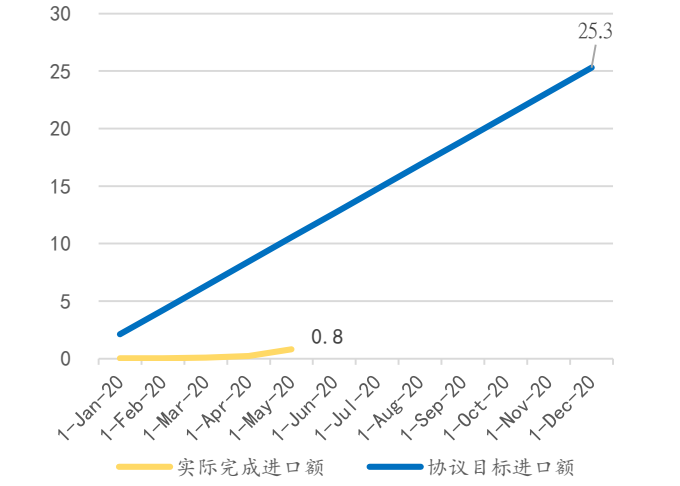
数据来源：美国海关，东吴证券（国际）

图 3：制成品进口（bn USD）



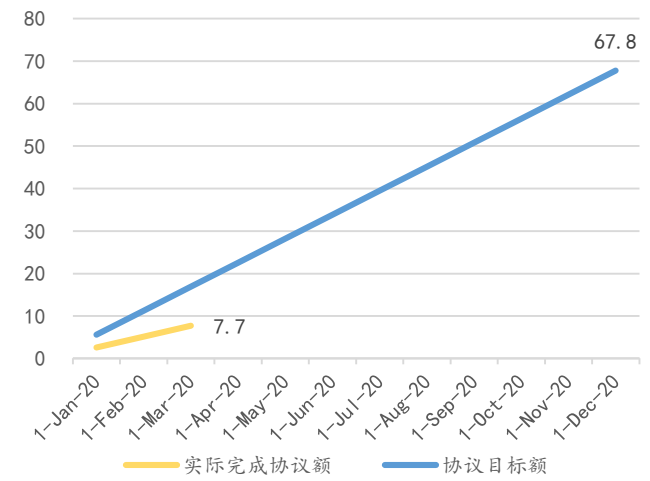
数据来源：美国海关，东吴证券（国际）

图 4：能源进口（bn USD）



数据来源：公司海关，东吴证券（国际）

图 5：服务业进口（bn USD）



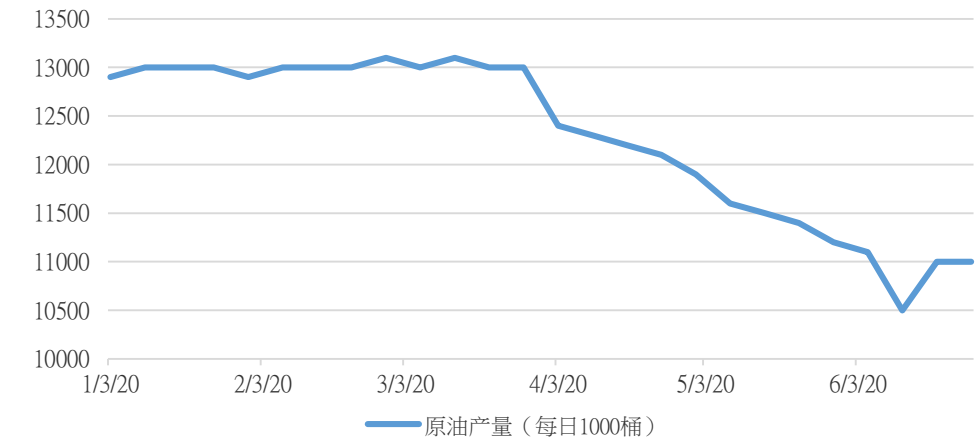
数据来源：美国海关，东吴证券（国际）

1. 从需求端看，疫情期间中国工业活动的减少直接导致国内原油需求大幅萎缩。
2. 原油价格下跌。沙特阿拉伯与俄罗斯之间的竞争引发了原油价格暴跌，促使中国在 4 月、5 月向中东和俄罗斯大幅进口低价的重硫原油，转移了部分对美国的轻质低硫原油进口需求。
3. 从供给端看，美国国内原油产量骤减。一至三月美国原油总产量维持在 1290-1300 万桶/日的水平，4 月起降至 1050 万桶/日低位，小幅回升后仍徘徊在 1100 万桶/日的水平。

总体来看，疫情期间供给端和需求端的同时萎缩直接导致一季度中国自美进口原油类产品总额大幅减少，原油类产品进口指标完成度远落后于其他产品种类。直至 4 月份，得益于复工复产带来的需

求回升，原油类产品进口额才开始出现小幅回升。

图 6：美国原油产量 3 月底起骤减



数据来源：美国能源信息署，东吴证券（国际）

2. 中美双方都在尽力解决落后的贸易现状

2.1 两方高层均表示会继续维持协议的完整

美方对于中方是否能够顺利履行协议感到担忧。6 月下旬，美国白宫国家贸易和制造业政策办公室主任 Peter Navarro 在接受福克斯新闻采访时称，中美经贸协议已经“终结”。但特朗普随后在同一天出面捍卫其任期内取得的重大谈判结果，表示该协议依旧完好无损。美国贸易代表莱特希泽在贸易政策议程听证会中也强调“中方将兑现其协议承诺。”

与此同时，中方也曾多次表态：“在应对突发疫情的极端困难面前，依然信守承诺，履行协议。”刘鹤在第十二届陆家嘴论坛上指出：“应创造条件和氛围，排除干扰，共同落实中美第一阶段经贸协议。”可见，尽管中国自美进口金额仍然落后于协议目标，但双方高层均表示将继续维持协议完整，中方将持续加大自美进口的幅度和力度。

2.2 若要履行协议,中国后续还要增加多少进口，在哪些领域

扩大 2000 亿的进口意味着 2020 年中国需从美国进口 1727 亿美元的商品，今年 1-5 月中方已完成 326 亿美元，接下来还需完成 1401 亿美元的进口。中国需在 2020 年购买价值 250 亿美元的美国能源，而五月份的数据显示，今年 1-5 月中国仅购买了价值 8 亿美元的美国能源。

五月份数据显示中国仍然在努力地追赶协议目标，尤其是在能源领域。疫情得到控制，经济逐步重启带来原油的需求复苏。5 月，中国进口了 4797 万吨原油，较上年同期增长 19.2%，是自 1993 年有记录以来最高的单月进口额。相比 4 月能源进口协议完成度仅为 3%，5 月能源进口协议完成度已上升至 7.6%。5 月自美能源进口环比增长 300%，4 月环比增长 100%。

但能源产品的落后幅度过大，经济复苏的过程却是渐进的，250 亿美元的承诺恐怕难以兑现。协议指出“双方承认，将基于市场价格和商业考虑开展采购活动。而且在特定年份，市场状况可能会影响采购的时点，尤其是在农产品采购方面。”如果协议中的各项目可做替换，那么未来中国可以依靠自美进口更多的农业和制成品来替代能源的缺口，从而完成第一阶段贸易协议。另外，能源产品出口对于特朗普竞选的帮助远不及农产品出口，因此特朗普政府并没有对单个能源领域贸易的滞后采取特殊行动或表达不满态度。

协议中还指出，“如中国认为其落实本章节义务的能力受到美国采取或未采取行动或美国内其他情况的影响，中国有权提出与美国进行磋商”， 因此中国仍有回旋的余地，不论是在总量上美国有降低标准的可能性或是中国转移进口更多的农产品。

3. 贸易协议没有强制性，若加税反制将造成国内物价压力

我们仔细翻看了中美第一阶段贸易协定原文本，令人意外的是，协议中并没有明确规定任何反制措施。若中国决定不执行协议的部分内容或协议彻底失效，特朗普政府最可能采取的应对方式是再度提高关税，这将直接导致美国的物价水平上升，但在美国的疫情远没有得到有效的控制、近日美国每日新增病例数突破 6 万例的背景下，美国进一步提高关税并不现实；同时，美国大选定于今年 11 月，而对贸易的考核将在年底进行，特朗普政府很有可能在现阶段对贸易指标搁置一旁，视而不见，以免抹去其自发起贸易谈判以来取得的最大成果。但到 2020 年底，如果大选后美国经济复苏进程总体接近预期，不排除美国政府直接撕毁协议，并做出继续追加关税的决定。

4. 特朗普疲于应付国内压力，他迫切需要推动中美贸易协议的完整履行，作为其任期的重要政绩

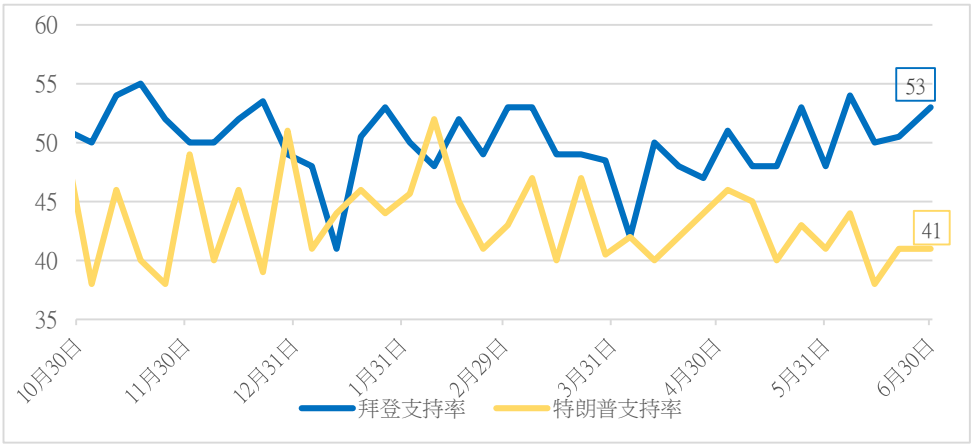
大选在即，特朗普的对华政策和国内政策均显现颓势，他迫切需要将中美贸易协议的完整履行来作为其任期的重要政绩，并以此对抗拜登。

尽管特朗普成功在其任内激起两党乃至美国民间舆论对中国的敌意和打压的共识，但“对中国强硬”这张牌已不是他的专属。在对华不友好上，拜登和特朗普不分伯仲。民主党和部分共和党人士诟病特朗普对中国产业补贴、制度差异和中国经济崛起的系统性打压太少，而贸易协定对中国要价又太低。如果特朗普不尽力维护贸易协定的完整性，那么他任内对华政策的最大政绩也将被抹去。因此，现阶段，特朗普对中国的核心诉求就是：中方尽力履行贸易协定中所规定事项，尤其是农产品。为了营造完成阶段一经贸协议的良好氛围，在一些意识形态事务上，特朗普均倾向于与中国减少冲突。这点和今天的民主党的态度很不一样。

国内政策上，白宫在疫情防控和种族问题上的应对不利令选民不满。一是 BLM 运动中支持警察和武力镇压，与主流民意相悖，出现了明显的站队失误；二是美国疫情再次扩散，形势严峻，美国国内对特朗普的抗疫政策及态度十分失望。拜登虽没有清晰而鲜明的竞选纲领，但作为特朗普的对手，得以额外获得大量其反对者的选票。这两个重大失误导致近期特朗普的支持率走低，亟需保留谈判成

果作为任期政绩拉拢选民。

图 7：特朗普与拜登支持率民调综合平均数对比 (%)



数据来源：ABC News, CNBC, CNN, Emerson, Fox News, USA Today，东吴证券（国际）

基于以上三个原因，我们判断中美之间短期内不会产生激烈的贸易冲突，中美关系趋于冷淡：1）虽然中国自美进口总体落后于协议目标，但近期双方高层纷纷表态将继续维持协议完整；2）贸易协议没有强制性，若加税反制将造成国内物价压力，拖累美国经济复苏进程；3）大选在即，特朗普疲于应付国内压力，推动中美贸易协议的完整履行将成为特朗普对抗拜登的重要筹码。

5. 风险提示

中国自美进口大幅落后于预期；美国提升中国商品关税；特朗普政府对贸易协定态度转变

免责声明

东吴证券公司投资评级标准：
买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券行业投资评级标准：
增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

免责声明

本报告由东吴证券国际经纪有限公司编写。本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，在任何司法管辖权下的地方均不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品、交易策略或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致东吴证券(香港)金融控股有限公司的子公司东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」）须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。东吴证券国际可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。东吴证券国际之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与这报告所述的观点并不一致。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。收件人如对本报告内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应根据香港法律管辖及解释。

一般披露事项

东吴证券国际及其高级职员、董事及雇员（包括编制或刊发本报告之相关人士）可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。东吴证券国际可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。东吴证券国际一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。
本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需求。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知，本报告任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

东吴证券国际之政策：
刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。
研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。
东吴证券国际与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。
东吴证券国际及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808（客户服务）
Fax 传真：(852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855（客户服务）