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

2020 年 07 月 10 日

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenli@dwzq.com.cn

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. 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。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. 中美双方贸易谈判仍有回旋余地。农产品相对能源对特朗普竞选帮助更大。中国可以试图与美方协商降低贸易总量标准或加大农产品进口以弥补能源采购的缺口

■ **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

相关研究

1、《三分钟看中观：猪肉价格涨幅扩大》2020-07-09
2、《策略点评 20200705：美国二次疫情抬头，财政助推经济恢复》2020-07-05
3、《策略点评 20200703：科创板的解禁压力测试》2020-07-03
4、《三分钟看中观：猪价连续上涨，黄金创八年新高》2020-07-01
5、《东吴证券月度策略及金股组合：活跃行情还会持续：活跃行情还会持续》2020-06-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

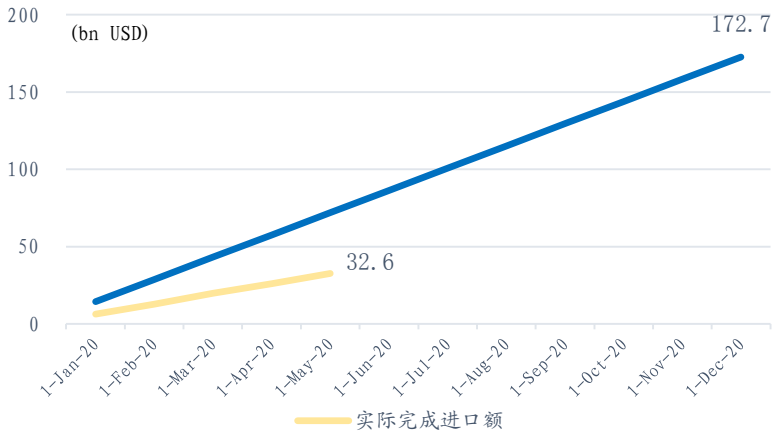
1. 尽管中国自美进口规模仍落后于贸易协议目标，两方高层均表示会继续维持协议的完整

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 按比例）的 45%。

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。

图 1：中国自美进口 1-5 月实际完成额仅达目标 45%

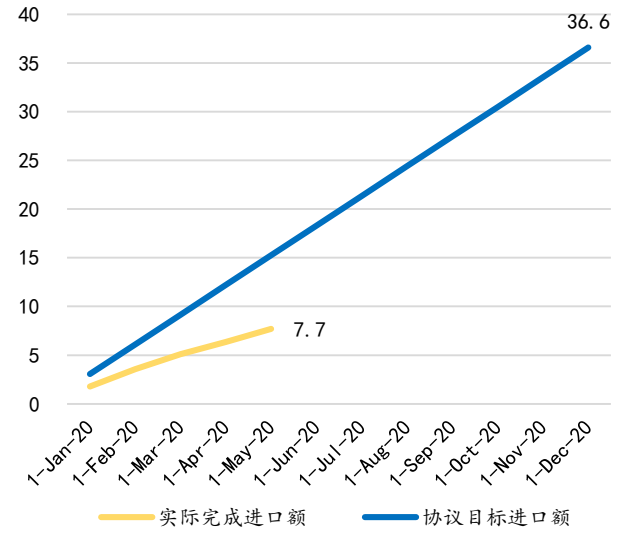


数据来源：美国海关总署，东吴证券研究所

1.1 能源采购达标难度最大

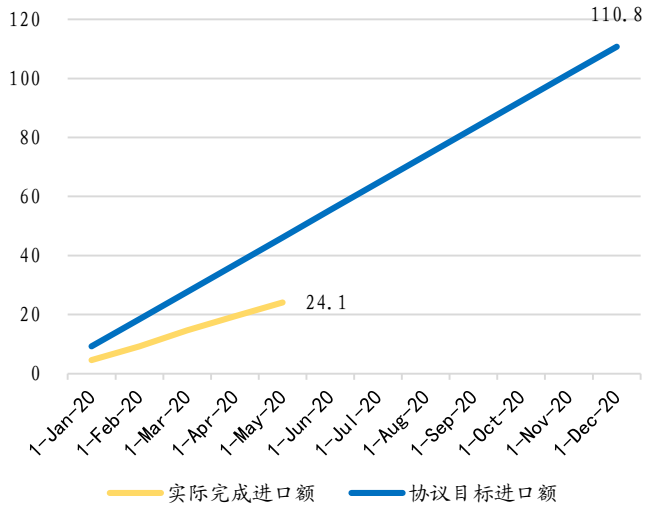
协议中的 2000 亿美元囊括四个产品种类：农产品、制成品、能源、服务业，各品类分别对应一个明确的目标金额。受疫情影响，中方四个品类的进口需求都大幅萎缩，进口额均落后于目标。其中，能源进口协议完成度最低。截至一季度，中方已自美进口农产品 77 亿美元，完成协议目标（按比例）的 51%；进口制成品 241 亿美元，完成协议目标 52%；进口能源 8 亿美元，仅完成协议目标 7.6%；进口服务 7.73 亿元，完成协议目标 46%。

图 2：农产品进口 (bn USD)



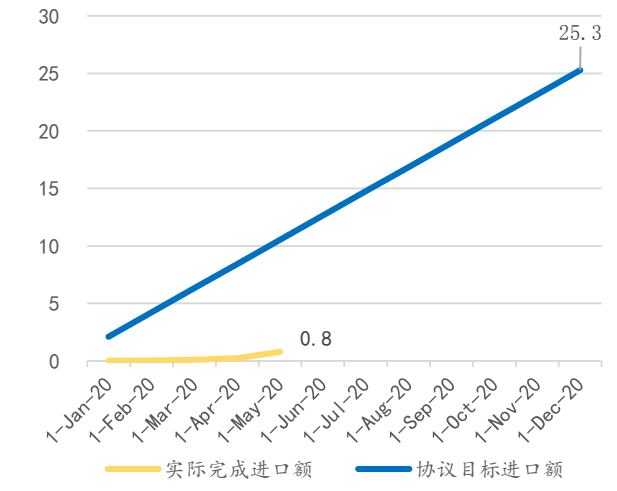
数据来源：美国海关，东吴证券研究所

图 3：制成品进口 (bn USD)



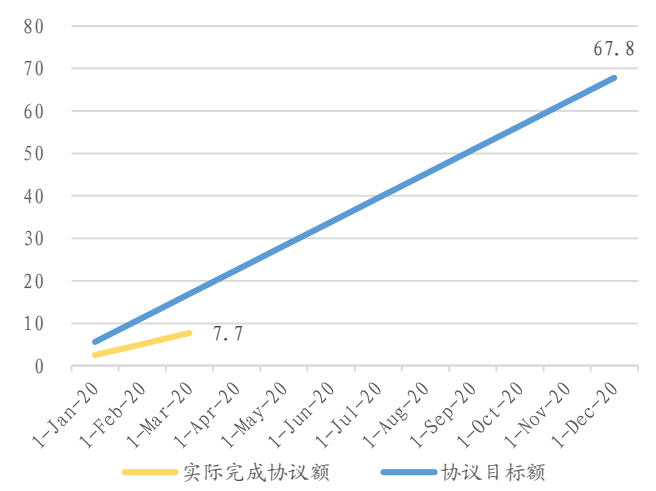
数据来源：美国海关，东吴证券研究所

图 4：能源进口 (bn USD)



数据来源：公司海关，东吴证券研究所

图 5：服务业进口 (bn USD)



数据来源：美国海关，东吴证券研究所

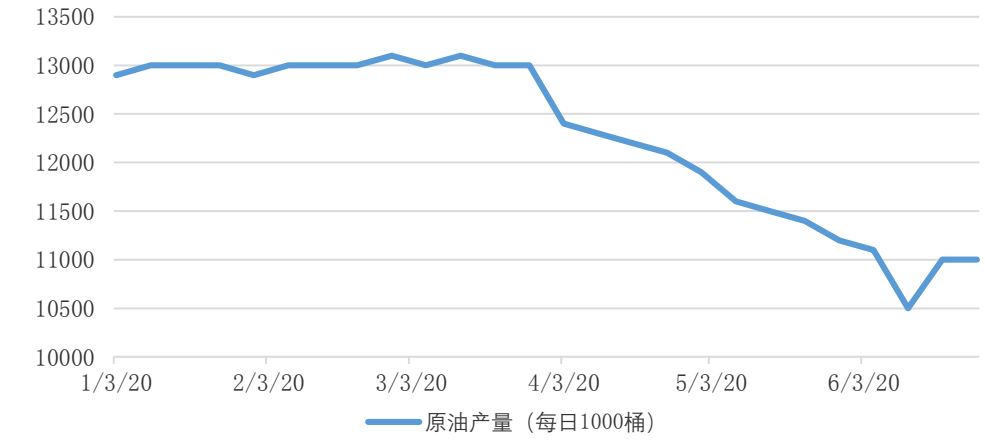
请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。与此同时，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。

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，东吴证券研究所

1.2 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。

2. 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。

3. 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

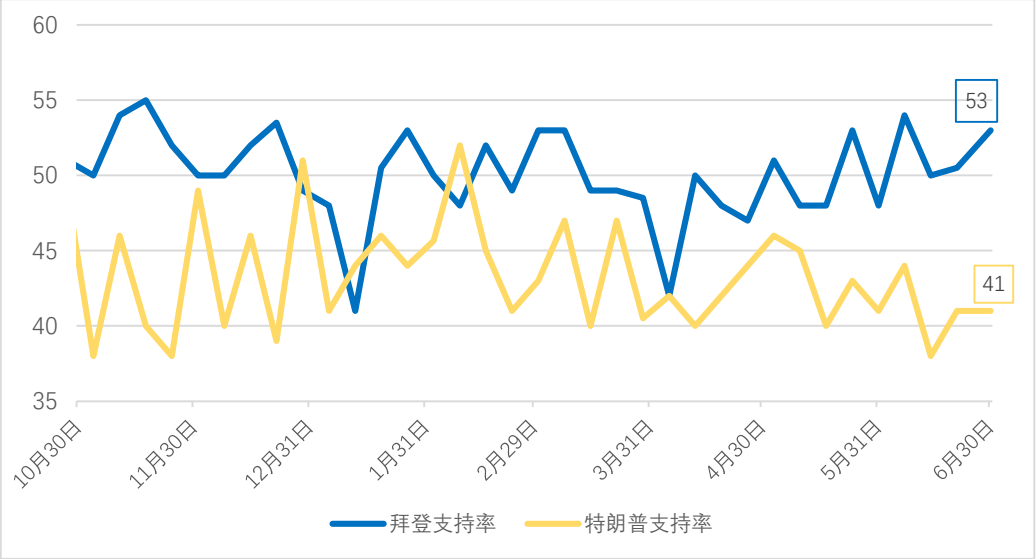
大选在即，特朗普的对华政策和国内政策均显现颓势，他迫切需要将中美贸易协议的完整履行来作为其任期的重要政绩，并以此对抗拜登。

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，东吴证券研究所

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。

4. 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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

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。

行业投资评级:

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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

