

## 讓他三尺又何妨：中美貿易協定的啟示

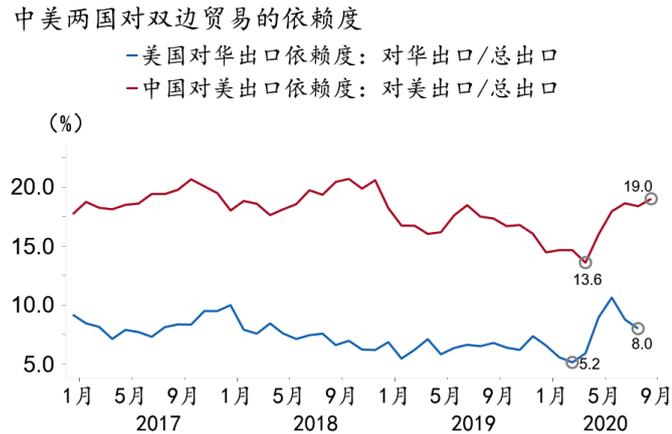
- 以美國出口資料估算，上半年中國自美進口協定商品和服務共 521 億美元，中美第一階段貿易協定（《協定》）年度採購目標完成率為 25%，半年時點完成率 50%。二季度以來，中國自美進口商品逐步提速，特別是能源產品。1-8 月農產品、製成品、能源三大類商品年度採購目標完成率約 33%，較 1-6 月提升近 10 個百分點。
- 樂觀情形下，預計今年我國可完成《協定》年度採購目標的 60-70%。商品進口整體最高完成協定目標的 80%，其中農產品和能源存在完成目標的可能，製成品最多完成目標的三分之二。服務進口最高完成度二分之一。
- 對此，美方的最優回應是延續《協議》框架，回避對數量性目標的定量評估，而注重對結構性問題的定性評估。這與美方 8 月 25 日聲明的立場一致，暫時擱置《協議》執行的分歧，用時間換取空間。下次高層級會議在明年 2 月 15 日，屆時美國大選結果已經揭曉，中美貿易或將迎來全新的框架。
- 在中美關係全面倒退的背景下，中美貿易由於《協議》的存在而具有“壓艙石”的作用。談判過程本身的積極意義超過了《協定》文本本身。這是中美關係避免最壞結果的關鍵所在。

丁安華，首席經濟學家  
(852) 3761 8901  
dinganhua@cmbi.com.hk

## 一、疫情下的中美貿易：相互依賴增強

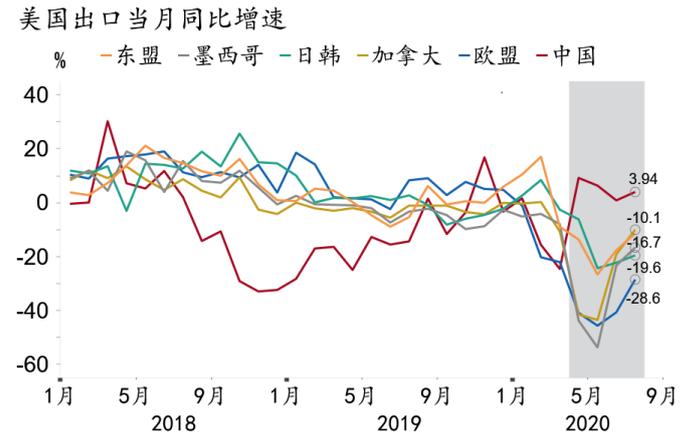
近年來，中美在政治、經濟、科技和外交上摩擦不斷，脫鉤論甚囂塵上。不過，與人們的直覺相反，今年疫情爆發以來中美貿易關係呈現出乎意料的“韌性”。以中國出口看，今年2月至8月美國市場所佔份額由13.6%升至19.0%（圖1）；以美國出口看，二季度對華出口率先回升（圖2），出口中國市場的份額由5.2%升至8.0%，而對其他交易夥伴的出口仍處於負增長區間。

圖1：中美之間的出口市場份額上升



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖2：美國二季度對華出口率先回升



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

中美雙邊貿易在疫情困難時期的互相依賴，說明兩國在過去三十年構建的經貿關係具備相當韌性。另一個因素，就是中美之間達成的第一階段經貿協議，即《中華人民共和國政府和美利堅合眾國政府經濟貿易協定》（以下簡稱“協議”）的影響。

## 二、《協定》的內容與目標

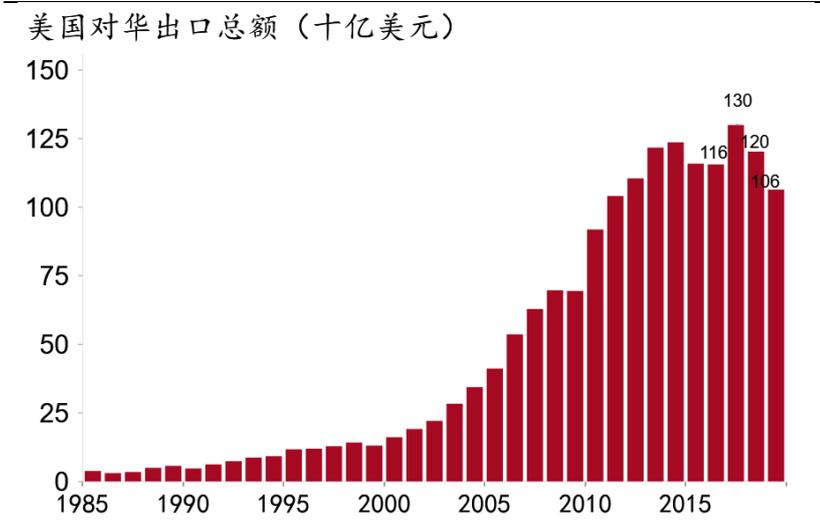
《協議》的核心是中國擴大自美進口，要求2020-2021年“中國應確保在2017年基數之上，擴大自美採購和進口製成品、農產品、能源產品和服務不少於2,000億美元”。其中，2020年擴大進口目標為767億美元，包括329億美元製成品、125億美元農產品、185億美元能源、128億美元服務。

《協定》目標是以增量來描述的，即以2017年為基期擴大進口。而2017年是中國自美國進口（或美國對華出口）的峰值（圖3）。具體測算商品和服務的年度進口金額時，存在一個如何理解基數的問題。我相信兩國的談判團隊對基數的理解不會有歧義，但從外界看，基期資料的口徑仍模糊不清：究竟是基於中國進口資料還是美國出口資料？中美資料的差異，可能來自於轉口貿易、運輸/保險成本以及關稅等方面。根據美國貿易代表辦公室發佈的事實清單（Fact Sheet）倒推出來的2017年基數，不僅高於美國當年的出口資料，也高於中國的進口資料（表1）。一種可能的解釋是：美國事實清單的目標金額是其附件所列558種商品（HS四位元編碼）分項進口目標的加總，而每一分項的基數很可能是單獨選擇的<sup>1</sup>，即一部分商品進口以中國資料為基數計算，另一部分商品進口以美國資料為基數計

<sup>1</sup> 參見 <https://www.csis.org/analysis/mystery-math-us-china-phase-1-purchase-figures-do-not-add>

算。協定文本只約定了大類商品/服務的總增量，並沒有給出 558 個分項商品的具體目標，這加大了外界評估協定執行進度的難度。

圖 3：2017 年美對華出口是貿易摩擦前的峰值



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

表 1：基於不同資料口徑計算的 2020 年中方自美進口目標（億美元）

	《協定》文本中 擴大購買的金額		基於中國進口資料		基於美國出口資料		基於美國事實清單資料	
	2020 年	2021 年	基數 (2017 年)	2020 年 進口目標	基數 (2017 年)	2020 年 進口目標	基數 (倒推)	2020 年 進口目標
製成品	+329	+448	779	1,108	502	831	871	1,200
農產品	+125	+195	241	366	209	334	240	365
能源	+185	+339	68	253	76	261	116	301
服務	+128	+251	862	990	550	678	871	999
合計	<b>+767</b>	<b>+1,233</b>	1,950	<b>2,717</b>	1,338	<b>2,105</b>	2,098	<b>2,865</b>
	合計增加 2,000 億美元			<b>+767</b>		<b>+767</b>		<b>+767</b>

資料來源：USITC、海關總署、招商銀行研究院

### 三、上半年完成《協定》年度目標的 25%

根據中美兩國的公開資料，我們對上半年協定執行情況進行了估算<sup>2</sup>。商品進口方面，兩個口徑匡算的結果基本一致：製成品、農產品和能源三大類協議商品進口額合計完成全年目標的 23%；線性估計對應上半年時點目標完成率 46%（圖 4 和圖 5）。服務進口方面，受出入境限制的影響，上半年中國的服務進口不增反降。根據美國出口資料（服務貿易僅有美方資料），上半年美國對華服務出口累計同比下滑 33%，二季度單季同比下滑 43.5%

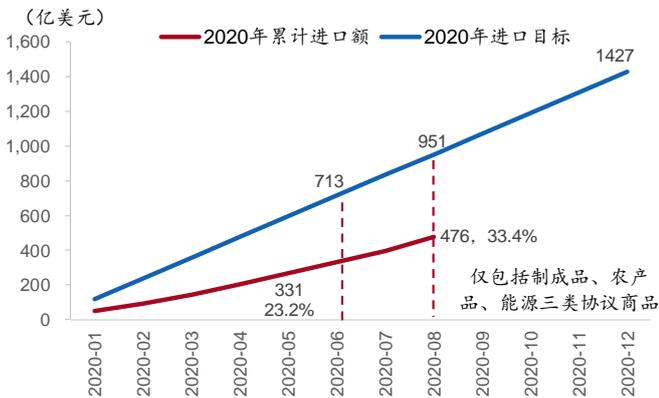
<sup>2</sup> 中方資料來自“海關統計資料線上查詢平臺”；美方資料來自美國國際貿易委員會（USITC）網站。

(圖6)。美國對華服務出口191億美元，按金額計完成率約為全年目標的28.1%；線性估計對應上半年時點目標完成56.3% (圖7)。

整體來看，上半年中國自美進口商品和服務共521億美元(美方口徑)，《協定》總採購年度完成率為25%，半年時點完成率50%。

**圖4：《協定》商品進口目標完成率(美國資料口徑)**

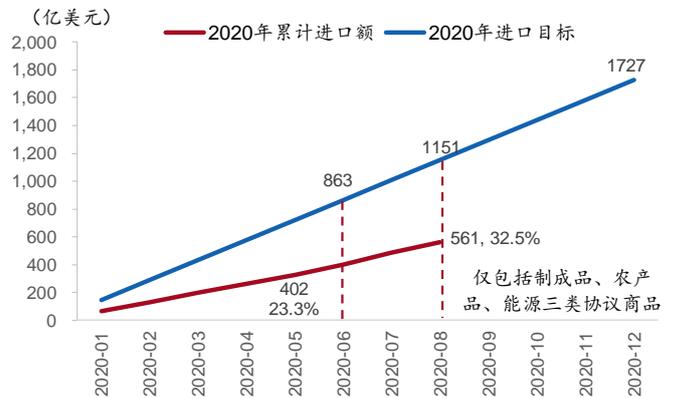
中美協議商品進口完成進度(美國出口數據計算)



資料來源：U.S. Census Bureau、PIIE、招商銀行研究院

**圖5：《協定》商品進口目標完成率(中國資料口徑)**

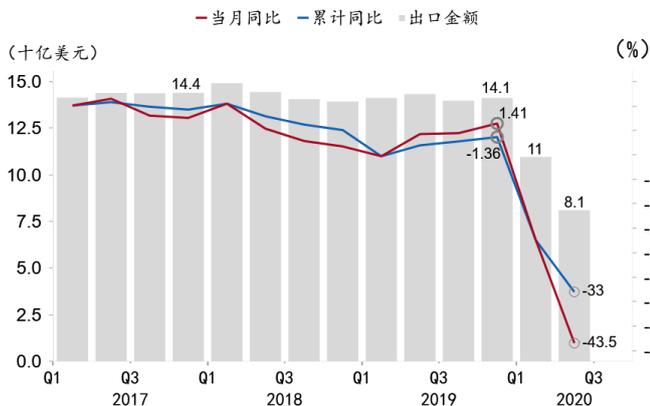
中美協議商品進口完成進度(中國進口數據計算)



資料來源：海關總署、PIIE、招商銀行研究院

**圖6：上半年美國對華服務出口大幅下滑**

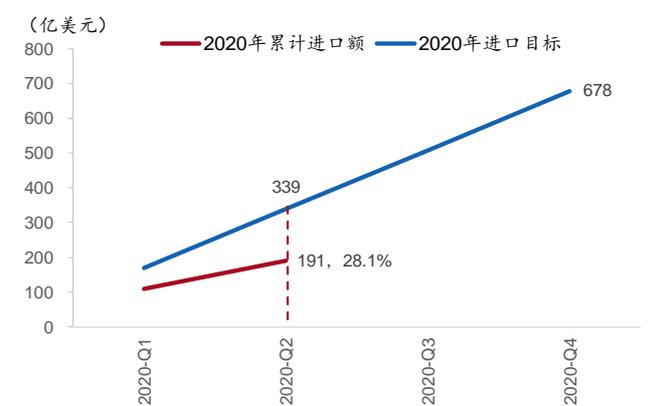
美國對華服務出口(季調)



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

**圖7：上半年服務採購全年目標完成率28%**

中美協議服務進口完成進度(美國出口數據計算)



資料來源：U.S. Census Bureau、招商銀行研究院

## 四、目前《協議》執行明顯提速

觀察協議執行的“動能”(進口當月同比)更有意義。進入二季度，中國從美國進口和採購逐步提速，特別是能源產品。根據中國進口資料，二季度以來我國自美進口金額顯著回升，已恢復至疫情前水準，增速高於其他國家(圖8)。8月自美進口同比增速1.8%，自非美國進口-2.4%。從分項資料看，二季度以來協議相關商品進口增速顯著回升，由負轉正，高於其他非協議商品(-13%) (圖9)。

1-8月美國口徑下，《協定》商品全年目標完成進度為33.4%；中國口徑為32.5%，均較1-6月提升近10個百分點。

**圖 8：二季度我國自美進口增速高於非美國家**

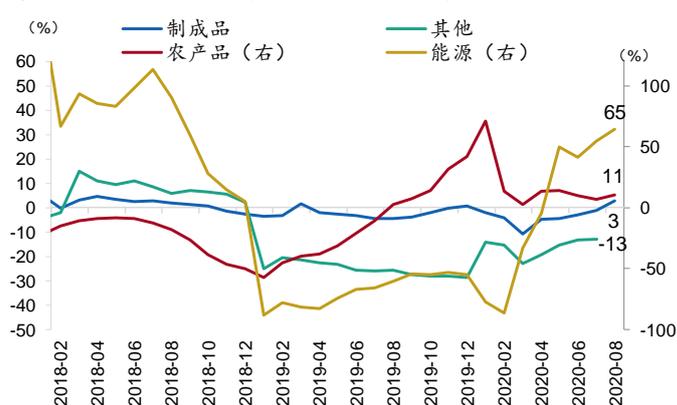
我國對美國與非美國進口增速（當月同比）



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

**圖 9：上半年農產品、能源進口同比為正增長**

中國自美進口各類商品增速（累計同比）



資料來源：USITC、招商銀行研究院

## 五、全年協定完成情況評估

評估全年《協定》完成情況，需要逐項分析。資料上，製成品採購兩國口徑的差距不大；農產品採購中方口徑高於美方口徑；能源採購美方口徑高於中方口徑；服務貿易資料目前只有美方口徑資料。

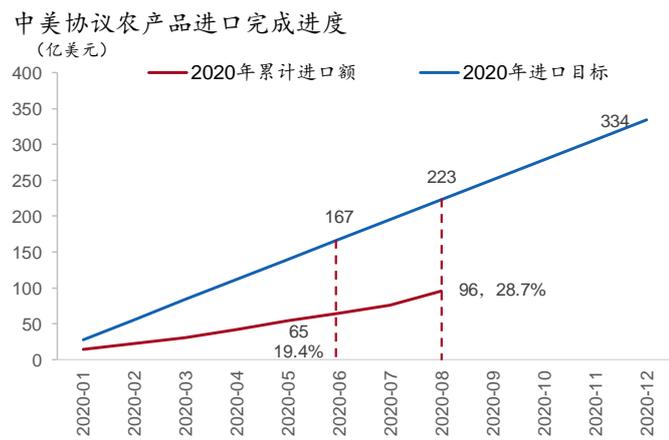
### （一）農產品

依據美方資料，1-8月農產品採購完成全年進度的28.7%，比上半年提速9.3個百分點（圖10）。

由於佔據中國自美進口農產品近六成（2019年54%），大豆進口對《協定》農產品採購目標的完成至關重要。上半年我國進口大豆同比增長13%，但自美進口大豆增速為-53.7%，主要由收割季節錯位導致。上半年南半球大豆正值收割旺季，我國自巴西進口大豆佔比73%，從美國進口僅佔17%。美國大豆的主要收割季在10月份，相信下半年將迎來美國大豆進口旺季（圖11）。我國大豆供給長期依賴進口，且目前大豆庫存位於低位，為增加採購美國大豆提供空間。進入三季度，中國採購美國大豆開始加速。7月開始，美國農業部（USDA）陸續披露中國買家簽訂大規模大豆採購合約，8月6日單周購買量創2016年11月以來最高。

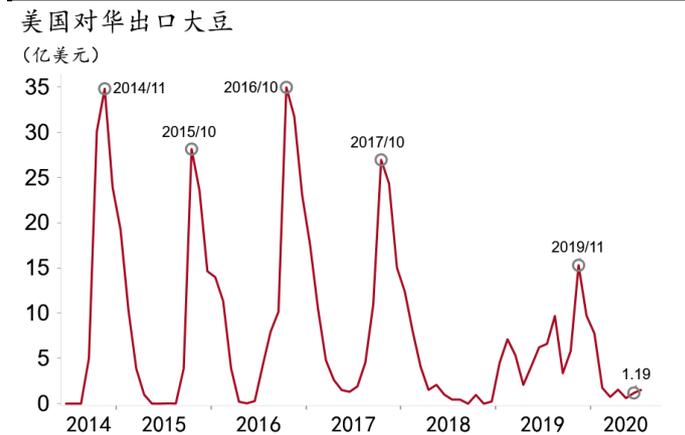
過去幾年，我國大豆進口均在350-460億美元之間，若2020年進口總量達近年高位，在不影響我國與巴西、阿根廷大豆貿易的情況下，預計最多可以自美進口210億美元大豆，較2017年增加50%，對應《協議》中今年農產品進口目標的60%（圖12）。

圖 10：農產品進口執行進展



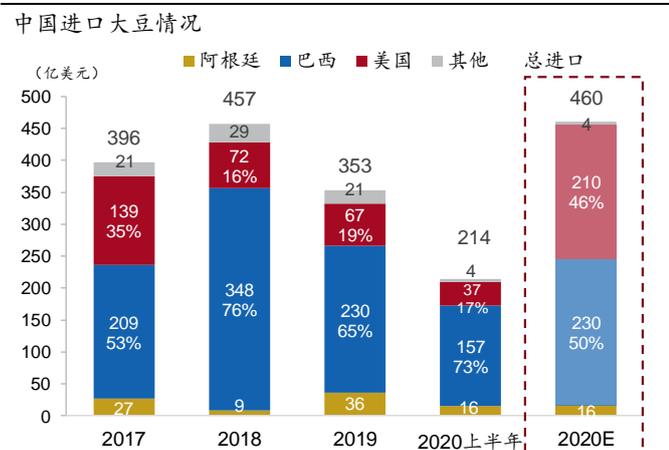
資料來源：U.S. Census Bureau、PIIE、招商銀行研究院

圖 11：大豆購買具有明顯季節性



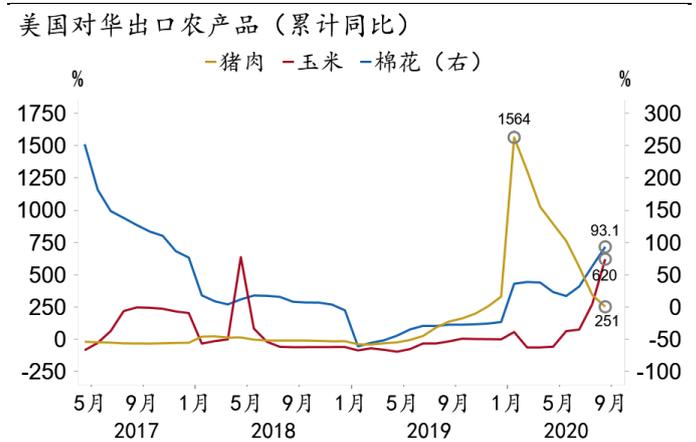
資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 12：我國自美進口大豆仍有較大空間



資料來源：海關總署、招商銀行研究院

圖 13：我國自美購買其它農產品大幅增長



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

除大豆外，我國對其他農產品採購實現了強勁增長，1-8 月累計同比增速達 76%。其中，豬肉的採購同比增速大幅提高，1-8 月累計同比增長 251%（圖 13），佔農產品採購的比重從去年末的 6% 升至今年 1-8 月的 13%。此外，根據美國農業部高頻資料，7-8 月我國加速購買棉花、玉米、高粱等農產品。考慮相關農產品收穫期都在下半年，採購有望進一步加速，與歷史規律相符。綜合來看，除大豆外其他農產品採購全年增速有望超過 90%，對應《協議》中今年農產品進口目標的 40%。

綜上，進取情形下，今年我國採購美國農產品的目標仍有可能實現。

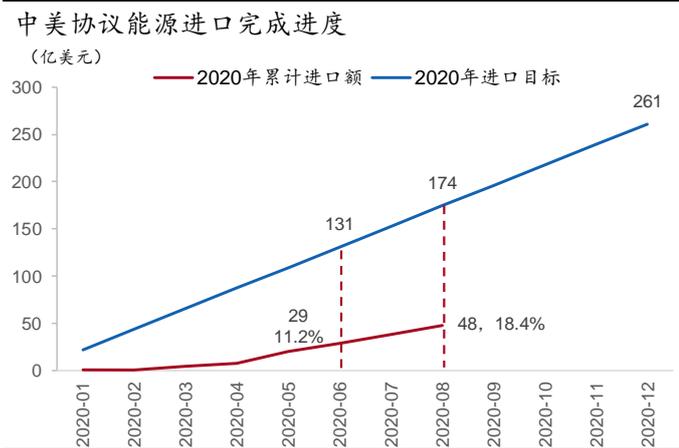
## （二）能源類產品

1-8 月能源採購完成進度偏低，且中美兩國口徑差異較大。按孰高原則也只有 18.4%（美方口徑，圖 14）。原油佔中國自美進口能源產品的八成，但一季採購金額明顯受到價格大幅下跌的拖累。隨著油價在 5 月回升，原油採購金額同比增速大幅回升，上半年累計同比增長 28%。5 月單月進口創 2013 年有資料以來最高。5-7 月，我國自美原油進口金額已恢復至疫前水準，處於貿易摩擦開始前的高位。

我國原油進口主要源自中東、西非和俄羅斯等地區，美國的份額一直很低（2%）。完成《協定》目標需要調整進口來源的結構，考慮到原油採購主要由政府企業主導且具有很強的執行能力，全年仍有可能實現協定目標。

以當前原油價格水準計（\$41 美元/桶），完成協定目標需自美進口原油 7,500 萬噸。假設今年我國原油進口量增長 10%（過去五年均值水準），則我國自美進口原油佔比將由 2% 大幅提升至 13%，對其它來源地份額形成一定擠出（圖 15）。

圖 14：5 月原油自美進口開始提速



資料來源：U.S. Census Bureau、PIIE、招商銀行研究院

圖 15：協定目標下我國自美進口原油佔比大幅提升



資料來源：海關總署、招商銀行研究院

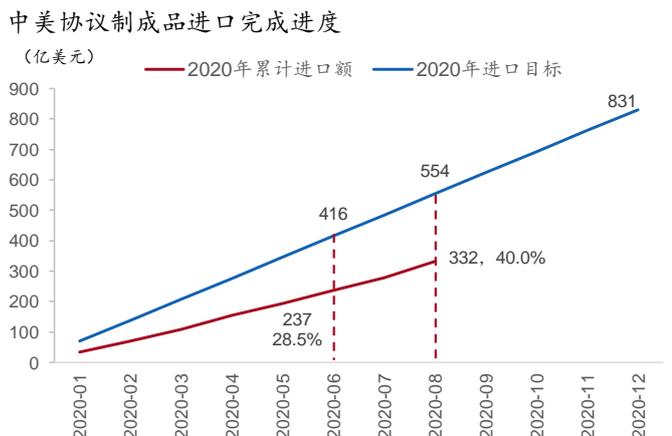
### （三）製成品

1-8 月製成品進口累計完成率約為 40.0%（美方口徑，圖 16）。製成品包含的協定商品種類（HS4 位元編碼）最多，佔 558 項中的 295 項。1-8 月中國自美進口製成品累計同比增速為 2.7%。佔比最高的製成品分項包括積體電路（佔比 16.4%）、汽車（佔比 14.7%）、半導體製備設備（佔比 7.4%）和醫學儀器（佔比 6.5%）。

製成品採購完成協定目標有較大難度。原因有三：一是從分項商品看，佔比最高的四個分項漲跌不一，近期並無明顯改善。其中，積體電路進口保持較強韌性；半導體進口增長強勁但增速快速回落；汽車進口增速大幅下挫，雖然 8 月單月顯著回升，但累計同比仍為 -28.2%；醫療器械進口仍處於負增長。二是製成品專案進口彈性較小，從過去三年經驗來看，月度波動並不顯著（圖 17），8 月當月同比增速已創近三年新高，下半年持續回升動力有限。三是製成品專案分項較多，進口主體多元而且多由市場主導，政府推動進口的能力不足。

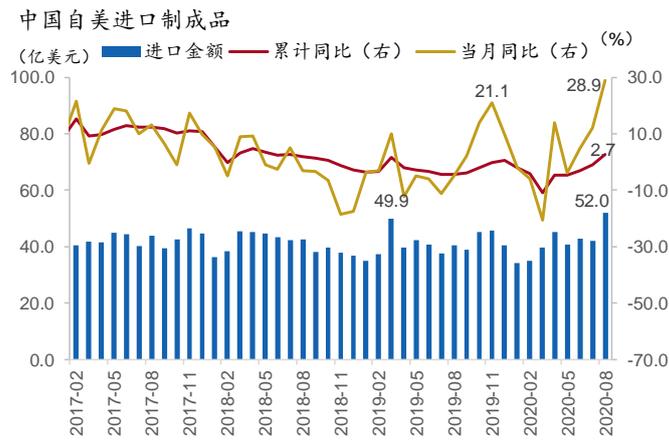
我們預計，樂觀情形下，製成品採購目標的最高完成率約三分之二。

圖 16: 製成品採購執行進度



資料來源: U.S. Census Bureau、PIIE、招商銀行研究院

圖 17: 製成品進口累計同比增速波動較小



資料來源: U.S. Census Bureau、招商銀行研究院

#### (四) 服務

新冠疫情對全球服務貿易衝擊巨大。1-7月我國服務貿易進口顯著萎縮，逆差大幅縮窄43.4%（圖18）。旅行、運輸、智慧財產權使用費三大主要分項的逆差均大幅縮減，分別下滑46.8%、29.6%和7.9%（圖19）。旅行項（含留學、旅遊、就醫）佔總服務貿易逆差的八成左右，疫情之下旅遊項幾乎完全停頓。運輸項近期雖有所修復，但仍大幅低於疫前水準，7月當月同比-28%。智慧財產權服務方面，中美貿易摩擦將對該項持續形成拖累。

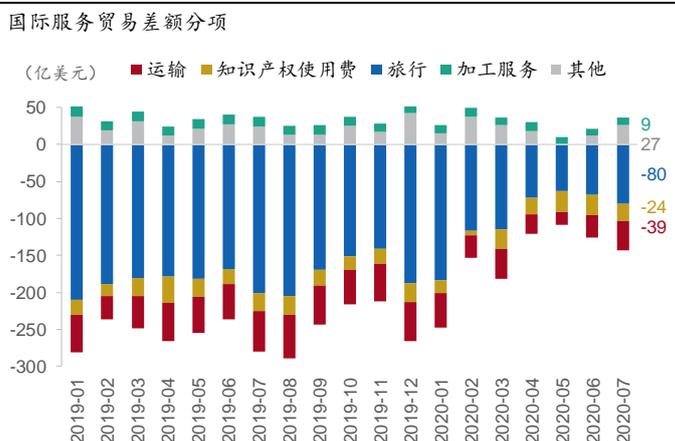
我們預計，今年服務進口將大幅縮減，協定目標的最高完成度僅為二分之一。

圖 18: 上半年我國服務貿易逆差縮窄 41%



資料來源: WIND、招商銀行研究院

圖 19: 旅行、運輸專案服務貿易逆差大幅下降



資料來源: WIND、招商銀行研究院

綜上所述，樂觀情形下，預計今年協定目標完成水準約60-70%。商品進口整體最高完成協定目標的80%，其中農產品和能源存在完成目標的可能，製成品最多完成目標的三分之二。服務採購無法實現年度協定目標。

## 六、中美貿易關係展望

隨著《協定》於今年1月15日正式簽署、2月15日生效（美東時間），歷時兩年多且不斷升級的貿易摩擦終於偃旗息鼓，雙方對加征關稅按下暫停鍵。根據《協定》安排，雙方會定期舉行各層級會議，包括“指定官員”的每月會談、“雙邊評估和爭端解決辦公室”負責人的每季度會議、定期宏觀經濟會議，以及每6個月的“貿易框架小組”（Trade Framework Group）會議。

在雙方政治、外交和軍事對話機制不暢的情況下，《協定》的對話機制可能超出貿易範疇，在當前中美關係極度動盪的時刻，成為兩國之間為數不多的制度性對話通道。

基於上半年《協定》執行大大落後於時間進度，本應於8月15日舉行的第一次“貿易框架小組”會議取消，引發市場諸多聯想。後來，在雙方共同努力下，會議在當月25日舉行。會後中美雙方分別發表聲明，表示將繼續推動《協議》執行。

《協議》中規定了雙方爭端解決機制，如一方認為另一方的行為不符合《協議》，可通過申訴發起爭端解決程式，由“雙邊評估和爭端解決辦公室”評估後，以最高效的方式（in the most efficient manner）進行雙方磋商。若雙方達成共識，可調整協定；若雙方不能達成共識，被申訴方可退出協定。

總體來看，今年我國對美國商品的採購難以全面實現《協定》目標，雙方應該都有思想準備。從首次“貿易框架小組”會議的會後聲明來看，美方對《協定》執行進度的心態微妙，對未來中美貿易關係的演進提供了啟示。

首先，美方難以承認中方完成了協議。其次，美方應當也不願意對協議做出有利於中方的調整。《協議》約定，“如因自然災害或其他雙方不可控的不可預料情況，導致一方延誤，無法及時履行本協議的義務，雙方應進行磋商”。現實中新冠疫情不可抗力影響已經發生，但要承認這點似乎與特朗普一貫的撒潑賴皮性格不符。最後，美方也難以退出協議。疫情蔓延之下，美國經濟仍然疲弱，對中國市場的依賴不降反升，《協議》的繼續執行對美國經濟明顯有利。

在我看來，美方的最優回應就是延續《協議》框架，回避對數量性目標的定量評估，而注重對結構性問題的定性評估。這與美方8月25日聲明的立場一致，暫時擱置《協議》執行的分歧，用時間換取空間。下次高層級會議在明年2月15日，屆時美國大選結果已經揭曉，中美貿易或將迎來全新的框架。

## 七、啟示：讓他三尺又何妨

在中美關係全面倒退的背景下，中美貿易由於《協議》的存在而具有“壓艙石”的作用。2018年以來，中美雙方歷經13輪艱難談判，其積極意義不在於談成什麼樣子的協定文本，而在於談判過程本身，這一點啟示對中美關係的未來發展是極為深刻的。

回顧二十年前關於中國加入世貿組織（WTO）的談判和這次的貿易協定談判，我們都很容易將重點放在了最終的協定文本。不管是當時為加入WTO而做出的承諾還是現在關於擴大從美國進口的承諾，都有人說我們讓步太多。在激進民族主義抬頭的今天，甚至有“不平等條約”的誇張不實之說。

如何管控中美關係？關鍵在於“談”。避免最壞的結果，需要回到談判桌，而不是隔空對罵。談判就要準備做出妥協和讓步。美方不願意退出《協議》，仍希望中國能繼續擴大從美國的進口。既然中華民族的偉大復興不可阻擋，不管是貿易領域，還是其它議題，讓他三尺又何妨？

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400) 聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。