

第一阶段经贸协议落地，短期不确定性大幅降低

——中美贸易争端评论系列九

东海期货 | 策略报告 2020-01-16

研究所 宏观策略组

投资要点

贾利军

从业资格证号：F0256916
投资分析证号：Z0000671
联系电话：021-68757181
邮箱：jjalj@qh168.com.cn

刘洋洋 联系人

联系电话：021-68757089

- 华盛顿时间1月15日，中美双方在美国首都华盛顿正式签署第一阶段经贸协议。协议包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。
- 在关税方面，第一阶段经贸协议并未进一步取消加征关税。特朗普表示，关税部分磋商将会保留至第二阶段谈判。12月13日，美方承诺将分阶段取消对中国进口产品加征关税。
- 在扩大进口方面，中方将扩大自美国农产品、能源、工业品和服务的进口，未来两年进口规模在2017年基础上增加不少于2000亿美元。预计2022年后几年将继续保持增长方向。
- 中美第一阶段经贸协议落地，有助于减少经济的不确定性，短期在于改善预期；长期来看，具体落实订单所面临的难度较大，后续谈判也将步入深水区，仍需考虑存在反复的可能性。另一方面，扩大进口有助于缓解国内的结构性的通胀，为货币政策的逆周期调节作用打开空间。
- 对于商品行情的影响逐步钝化，在去年12月13日协议文本达成一致时已经反应在盘面上，此次签订的协议内容基本符合市场预期。短期经济不确定性大幅下降，风险偏好抬升，制造业或将受到提振，利好相关有色品种，贵金属价格受到抑制；加大进口能源，或对国内相关商品带来竞争性冲击，利空部分能化品种；在农产品方面，对大豆、肉类制品等带来实质性利空冲击，后续价格运行逻辑将重新回到供需基本面上来。
- 风险因素：全球经济衰退超预期、中美贸易谈判反复

一、第一阶段经贸协议内容要点汇总

1. **在知识产权保护方面**，涉及商业秘密、药品相关知识产权、专利、电子商务平台上的盗版与假冒、地理标志、盗版和假冒产品的生产和出口、恶意商标等领域相关知识产权保护规定，同时，特别规定了司法处罚机制。

12月13日中美磋商新闻稿中，中方表示，中美双方就加强知识产权保护进行了深入讨论，并在几个方面达成共识，包括商业秘密保护、与药品相关的知识产权问题、专利有效期延长、地理标志、打击电子商务平台上存在的盗版和假冒、打击盗版和假冒产品的生产和出口、打击商标恶意注册，以及加强知识产权司法执行和程序。美方表示，知识产权章节将涉及在商业秘密、与药品相关的知识产权、地理标志、商标、打击盗版和假冒商品的执法等领域中存在的多个长期问题。

2. **在技术转让方面**，双方不得支持或指导其个人针对其产业规划所指向的领域和行业，展开以获取外国技术为目的、导致扭曲的境外直接投资活动；对于收购、合资或其他投资交易，任何一方都不得要求或施压对方个人向己方个人转让技术；确保执法和行政诉讼的公正、公平、透明和非歧视性。

3. **在食品和农产品方面**，双方进一步加强农业合作，拓展各自的食物和农产品市场，促进双方之间食品和农产品贸易增长。包括：乳品和婴幼儿配方乳粉、禽肉、牛肉、活种牛、猪肉、肉类禽肉和加工肉类、肉类和禽肉电子信息系统、水产品、大米、植物卫生、饲料添加剂等、宠物食品共12种类就关税配额、国内支持、农业生物技术和食品安全方面做出规定。

4. **在金融服务方面**，准的任何信用评级服务牌照申请。电子支付服务：中国在美国服务提供者报告其已完成筹备工作后不迟于1个月内，应受理此服务提供者的牌照申请。金融资产管理（不良债务）服务：中国应允许美国金融服务提供者从省辖范围牌照开始申请资产管理公司牌照。保险服务：中国不迟于2020年4月1日，应取消寿险、养老保险和健康保险领域的外资股比限制，并且允许美国独资保险公司进入上述领域。应取消对所有保险领域（包括保险中介）的经营范围限制、歧视性监管流程和要求，以及过于繁重的许可和经营要求，并及时审核和批准美国金融服务提供者提交的任何保险服务牌照申请。证券、基金管理和期货服务：中国不迟于2020年4月1日，应取消外资股比限制并允许美国独资的服务提供者进入证券、基金管理和期货服务领域。

5. **在汇率和透明度方面**，双方恪守各自在G20公报中关于汇率的承诺，包括避免竞争性贬值、避免将汇率用于竞争性目的。每月结束后不迟于30天内，按照IMF关于国际储备和外币流动性的数据模板，公布每月外汇储备和远期头寸数据；每季结束后不迟于90天内，公布每季度国际收支金融账户的子项数据，包括直接投资、证券投资与其他投资（贷款与应收款）；每季结束后90天内，公布每季度货物与服务进出口情况。

6. **在扩大贸易方面**，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。双方预测，从2022日历年至2025日历年，中国自美采购和进口制成品、农产品、能源产品和服务将继续保持增长方向。

12月13日中美磋商新闻稿中，中方表示，扩大国内需要的先进技术和关键零部件进口，扩大自美服务进口，按照需要，在能源、制成品、服务等领域扩大自美进口的规模。从美国进口的农产品也会大幅度增加，例如大豆，猪肉、禽肉、小麦、玉米、大米等。美方表示，中国同意在未来两年内，将对美国产品和服务的购买额增加至少2000亿美元，并期望在此之后继续增加购买额。购买的产品包括制成品，农产品，能源和服务，预计将减少美国与中国的4190亿美元贸易逆差。在农业方面，特朗普要求中国每年购买价值500亿美元的美国农产品。美国贸易代表罗伯特·莱特希泽表示，中国同意尽最大努力将其采购额每年再增加50亿美元，达到接近500亿美元。

二、对宏观经济及大宗商品价格的影响

1. **经济不确定性减少，短期在于改善预期。**对中方来讲，目前最主要的目的仍是经济要继续保持高质量的增长，守住不发生系统性金融风险的底线，降低贸易争端对国内经济的冲击，以时间换空间。从总量需求的角度来看，中国仍处于经济下行周期，中美贸易争端对制造业投资和进出口的负面影响显著，叠加房地产处于下行周期，居民消费受制于杠杆水平。目前，中美第一阶段经贸协议落地，短期不确定性大幅下降。若后续谈判可以进一步调降关税，短期有助于改善市场预期，从而修复前期对制造业带来的冲击，刺激新一轮制造业的补库。但协议内容来看，具体落实订单所面临的难度较大，后续谈判也将步入深水区，仍需考虑存在反复的可能性。

2. **有望缓解通胀压力，为逆周期调节打开窗口。**目前我国结构性通胀加剧，由于非洲猪瘟影响，叠加环保政策加速过剩产能出清，及南猪北养政策加剧非洲猪瘟扩散，导致本轮超级猪周期的形成。在猪肉价格的提振下，2020年上半年通胀维持高位或是较确定事件，且不排除进一步发酵上行的可能。而目前根据中美第一阶段协议文本内容来看，中国将加大美国的肉类进口，将助力于缓解国内由于肉价上涨带来的结构性通胀压力，从而为货币政策的逆周期调节打开空间。

3. **对于商品行情的影响逐步钝化，**在去年12月13日，协议文本达成一致时已经反应在盘面上。签订的协议内容基本符合市场预期。短期经济不确定性大幅下降，风险偏好抬升，制造业或将受到提振，利好相关有色品种，贵金属价格受到抑制；加大进口能源，或对国内相关商品带来竞争性冲击，利空相关能化品种；在农产品方面，对大豆、肉类制品等带来实质性利空冲击，后续价格运行逻辑将重新回到供需基本面上来。

对贵金属板块的影响：

此番第一阶段协议正式签署后，市场避险情绪并没有火速降温，反而是出现了小部分多方力量，关注点在于两个“不确定”上：一是不确定美方能否如期在此后取消所有关税，引用我们其他板块的分析，我们认为此次协议的履行具有一定的挑战性，且若要取消全部关税显然要等到美国大选之后，其中用意值得深思。二是不确定第一阶段贸易协定能否缓解美国经济增速放缓的势头，由于关税壁垒仍然高企，制造业投资仍然面临压力，前期困扰美国经济增长的问题并没有得到完全解决。上述问题使现阶段黄金依然具备投资价值，但若缺乏一些宏观或地缘政治事件的刺激，或继续维持偏弱震荡。

从资产配置的角度来看，美股连创新高，是建立在美联储放水的基础上，或需关注资产泡沫问题，黄金仍是对冲此类风险的较好选择。相比之下，国内股市在近年的底部开始反弹，风险偏好的回升或抑制对如黄金等避险资产的需求。总的来说，在美国经济增速或继续放缓，新兴经济体有望触底回升的情况下，美元指数或延续下行的势头，尽管内盘金价紧跟外盘，新兴经济体的风险偏好与汇率走强，或对以美元外计价的黄金价格有一定压制作用，内盘金价表现或稍逊外盘。

对农产品板块的影响：

豆类：市场担忧协议目标能否达到。美豆对华出口增加是大概率事件，因为大豆是美国对华出口农产品中占比最大的品种，也是未来中国扩大采购的重要组成部分，其他品种不足以支撑起扩大采购的部分。同时，美国大豆也要面临南美的竞争。正如市场担忧的一样，目前美国农民和出口商需要关注的是价格。即使是在关税豁免配额下，美国大豆相比南美大豆在价格上也没有优势。加上今年南美丰产预期强烈，尤其是巴西大豆产量有可能刷新历史记录，该国豆农将在未来几周开始收割大豆，最快2月份就可装运。如果这种情况持续下去，随着巴西大豆收割上市，那么留给美豆出口的时间窗口将非常有限。对于中国买家而言，美国和南美的竞争以及近期人民币升值均有利于降低采购成本；对国内豆类市场而言，第一阶段协议的签署在某种程度上是“最大的利空出尽”，在排除了“行政化”采购的可能性后，短期内市场关注焦点将重新回到供需基本面上来。

谷物：或在关税配额内增加进口。中国维持谷物进口关税配额制度，在协议实施以后，将会继续从美国进口一部分小麦、玉米和大米，实际上近些年以来，中国每年都从美国进口一部分小麦和玉米，但是数量严格控制在关税配额范围之内，数量是很有限的。预计中国对美国DDGS进口量将大幅增加，2017年中国从美国进口DDGS月39万吨，金额约6600万美元，折合玉米的量在110万吨左右，即使进口量翻倍，对国内的影响也较小。

棉花：采购细节未公布，市场分歧较大。从美棉进口量看，根据协议中“在 2020 日历年内从美国购买和进口到中国的额度应比 2017 年的基准额高出不少于 125 亿美元，并且比 2017 年的基准额高出不少于 195 亿美元”推测，2017 年，我国进口美国农产品约 236.9 亿美元，其中美棉占比 4.1%，约 9.8 亿美元，进口数量为 50.6 万吨，若采购结构不变，并且采购金额能完成，则预计 2020 年美棉的进口量为 80-90 万吨。在协议中，中方坚持“市场原则购买”，也就是说，在美棉价格合适，进口利润允许的情况下，我国会开始进口美棉，但是美方对采购金额表达较为强势，并且希望中方力争再额外完成 50 亿美金。由于采购细节尚未公布，市场对此解读分歧较大。在进口美元 80-90 万吨的预期下，如果美棉可以作为国储棉的补充，则对我国国内市场冲击较小，有效指引市场去库进程。同时，美棉出口情况良好，可以带动国际棉价上行，从而形成内外盘联动，打开上方空间。

对原油价格的影响：

根据此次中美双方签订的协议，中国将在随后一年内购买超过 185 亿美元的美国能源产品，包括原油，LNG，煤炭等。数据显示，当前我国从美进口的原油总金额大约为 72 亿美金。尽管协议中暂未完全公开细分进口项金额目标，但我们认为，原油将成为主要金额增长的贡献品种。换言之，达到目标或将要求当前美油进口翻一倍。我们假设未来一年内我国从美进口原油从每日 35 万桶增长至 60-70 万桶，那么这 30 万桶的增量将从哪里产生呢？首先，我国的原油需求逐年增长，在寻求与美国的能源合作过程中，可以从这一部分中考虑分配一定的比例。第二，加大美油进口或推动调整中国原油进口来源分布。中美第一阶段协议正式签署，对两国而言都将形成利好。尽管美国并不是我国原油的主要进口来源国，但我国却是他们的最大原油买家。两国未来在能源贸易方面的合作将推动世界原油市场发展。总体而言，此次协议结果基本符合市场预期，市场信心有所提振，因此短期而言国际油价走势较为平稳。中长期来看，我们将进一步跟踪具体的协议实施情况。在操作方面，近期油市基本面数据偏空，美国能源信息署数据显示，原油及成品油库存均有增长，伴随时间推移，炼厂即将开展春季检修，建议投资者谨慎关注宏观及地缘政治局势变动。

免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式：

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7610

