

## 三个视角看中美第一阶段经贸协议

### 报告摘要

2019年12月13日晚间，国新办举办新闻发布会，发布《中方关于中美第一阶段经贸协议的声明》。中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺。我们分三个视角探讨中美第一阶段协议的宏观影响。

● **影响一：制造业投资有望企稳回升。**如我们在《制造业投资的“短”与“长”》中所梳理的，中美冲突对于中国制造业投资的冲击已经体现得比较充分。倘若关税不再进一步升级，可以确认中美贸易冲突对制造业投资的冲击基本见底。关税由增到减，对中国出口的修复将起到积极作用。前期在中美贸易争端的巨大不确定下，本轮制造业补库存可能被熨平、拉长。中美达成第一阶段经贸协议，必然有助于增强企业家信心，夯实制造业景气回升的高度和持续性。

● **影响二：通胀压力有望缓和。**按照农业农村部预测，2020年生猪产能有望恢复80%，仍将存在部分缺口。加大美国的肉类进口，将助力于缓解中国肉类产品的涨价压力。中国进口玉米价格明显低于国内价格，加大农产品进口也有助于抵御因“草地贪夜蛾”而导致粮食价格上涨的潜在风险。在此情况下，2020年下半年通胀顺利回落的可能性将加大，从而我们预测，有助于进一步打开货币政策的空间，对股债市场将形成明显利好。

● **影响三：人民币汇率有望回到6.9一线。**中美汇率协议的大框架或与《美国-墨西哥-加拿大协定》的汇率部分相似，美国此轮与各国的经贸谈判可能更加注重汇率规则的“公平”，而不是以促成美元大幅贬值为目的。第一阶段协议签署后，可能带来人民币汇率波动性的明显上升，从而对于中国经济和人民币资产的稳定将提出更高要求，加大政策平衡的难度。中国面临的挑战不言而喻，但核心还是稳定房地产和金融体系、增强产业创新力和竞争力，做好自己的事！此外，第一阶段协议达成后，人民币资产的配置价值和空间将进一步增加，这对人民币汇率也是一个支撑。

● **当然，还需清醒地看到，第一阶段中美经贸协议可能已是中美双方的最大公约数，下一阶段谈判难度必将倍增。因此，中美谈判仍将是左右2020年市场的最大主线，即便经济形势缓和，修复信号增多，国内逆周期调节政策也不宜遽然生变，结构性改革推进仍应重点扎实推进，为后续变数预留空间。**

### 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

张璐

[lzhang@cebm.com.cn](mailto:lzhang@cebm.com.cn)

### 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



2019年12月13日晚间，国新办举办新闻发布会，发布《中方关于中美第一阶段经贸协议的声明》。中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺。协议文本包括序言、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。特朗普随后发推称，将9月1日加征的、对中国1200亿美元输美商品的关税税率从15%下调至7.5%，对约2500亿美元部分维持25%的关税。同时，美方协议称，中国承诺在未来两年内增加不少于2000亿美元美国商品进口（相较2017年）。但以上美方言论尚未得到中国官方确认。

我们从三个视角探讨中美第一阶段协议的宏观影响。

### 影响一：制造业投资有望企稳回升

如我们在报告《制造业投资的“短”与“长”》中指出的，中美贸易冲突对于中国制造业投资的冲击已经体现得比较充分。除了收益于国内5G建设和制造业升级的计算机通信、仪器仪表、专用设备三类行业的投资仍处历史较高水平外，其它受美国加征关税清单影响的行业投资均已降至历史低位，包括尚未完全加征关税的纺织服装和文体娱乐用品行业（图表1）。倘若关税不再进一步升级，可以确认中美贸易冲突对制造业投资的冲击基本见底。

图表 1：受美国加征关税影响的制造业行业，投资多已降至历史低位

	2019年10月工业增加值 增速所处历史分位数	2019年10月出口交货值 增速所处历史分位数	2019年10月投资增 速所处历史分位数	2018年固定资 产投资规模	2018年出口 交货值规模
黑色金属冶炼及压延加工业	82	11	94	4329	503
仪器仪表制造业	61	7	88	2123	291
石油、煤炭及其他燃料加工业	20	42	75	2947	422
烟草制品业	52	56	62	188	6
酒、饮料和精制茶制造业	3	15	55	3573	43
专用设备制造业	28	31	49	14248	778
化学原料及化学制品制造业	16	11	48	14737	981
有色金属冶炼及压延加工业	37	45	43	5200	275
计算机、通信和其他电子设备制造业	5	22	43	15058	11842
印刷业和记录媒介的复制	0	37	32	1926	112
非金属矿物制品业	51	18	30	20292	416
医药制造业	8	25	27	6226	361
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制	78	85	23	2863	452
通用设备制造业	10	36	17	14386	1292
纺织服装、服饰业	0	7	14	4902	753
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0	1	12	2441	685
橡胶和塑料制品业	18	20	10	7356	852
金属制品业	12	8	7	11990	818
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0	45	5	3060	795
电气机械及器材制造业	71	78	3	15135	2559
汽车制造业	8	2	3	3558	879
造纸及纸制品业	21	75	2	3249	136
化学纤维制造业	75	17	1	1716	140
食品制造业	1	25	1	6065	251
农副食品加工业	0	18	1	11986	520
纺织业	9	13	0	7290	709
家具制造业	1	0	0	4595	418
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0	1	0	5227	118

注：红色表示受2500亿美元加征关税冲击的行业；绿色表示受2500亿美元加征关税影响，但出口冲高、投资恶化的行业；蓝色所示行业受2500亿美元加征关税影响，但恶化暂不明显；棕色表示将受3000亿美元加征关税冲击的行业。

来源：莫尼塔研究

关税由增到减，对中国出口的修复将起到积极作用。2019年9月第一批豁免加征关税清单推出后，受益较多的500亿美元清单商品对美出口增速已出现了较明显修复。根据美国商务部的公告，

2019年10月31日起对中国3000亿美元加征关税清单产品启动了排除程序，这有望使得对美出口获得进一步的修复。此外，通过全球贸易链调整冲击边际修复的角度，也有助于外需的整体回温。

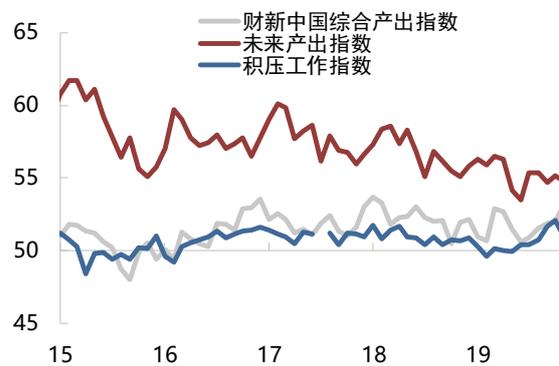
由此将有助于企业信心的修复，从而支持制造业投资企稳回升。2019年四季度以来，工业企业（尤其民企）“生产稳、投资冷”，是制约中国经济企稳回升的一个关键因素（图表2）。2019年11月财新综合PMI已升至2017年以来高位，需求和生产的修复已经非常明显，但未来预期指数仍处于历史低位并向下波动、产能的瓶颈问题也逐渐浮现（图表3）。我们知道，前期在中美贸易争端的巨大不确定下，本轮制造业补库存可能被熨平、拉长。中美达成第一阶段经贸协议，必然有助于增强企业家信心，夯实制造业景气回升的高度和持续性（财新制造业PMI已连续四月回升，这一趋势会延续增强）。

图表 2：工业“生产稳、投资冷”再度凸显



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：财新 PMI 连续第四个月回升



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

### 影响二：通胀压力有望缓和

按照农业农村部预测，2020年生猪产能有望恢复80%，仍将存在部分缺口。加大美国的肉类进口，将助力于缓解中国肉类产品的涨价压力。中国进口玉米价格明显低于国内价格，加大农产品进口也有助于抵御因“草地贪夜蛾”而导致粮食价格上涨的潜在风险（图表4）。

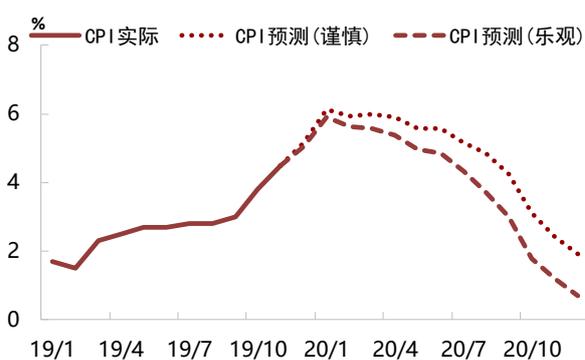
在此情况下，2020年下半年通胀顺利回落的可能性将加大，从而我们预测，有助于进一步打开货币政策的空间，对股债市场将形成明显利好（图表5）。当然，如果中美经贸关系进入“平台期”和“观望期”后，中国经济企稳甚至回升的动能有增强，那么从需求层面带来的“温度”可能也会延缓通胀回落的速度。

图表 4：中国玉米进口价格明显偏低



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：2020 年下半年 CPI 或将明显回落



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

### 影响三：人民币汇率有望回到 6.9 一线

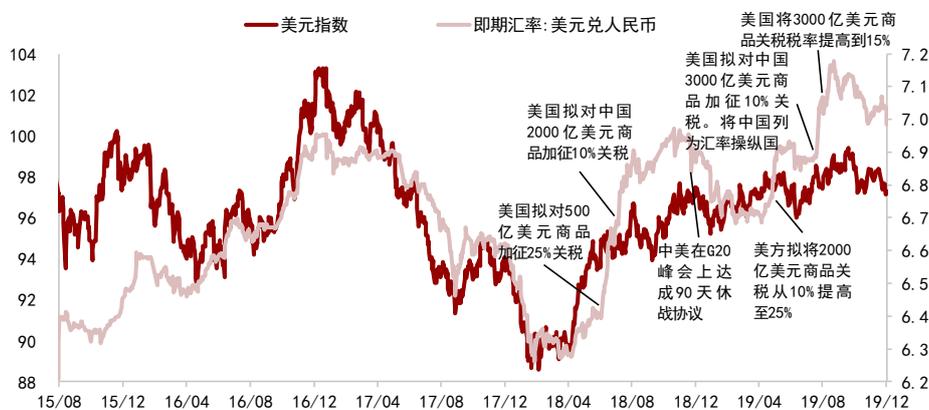
2018年以来人民币汇率的大幅贬值，主要是跟随中美冲突的升级而来。2019年8月美方决定对3000亿美元商品加征关税，直接触发了人民币汇率“破7”。本次决定将3000亿美元关税限制在目前已征的1200亿以内，且对这部分关税减半，同时通过关税排除程序豁免部分已加税商品。因此，人民币汇率逆转今年8月之后急速贬值过程的可能性很大，从而有望回到6.9一线（图表6）。

第一阶段协议文本包含“汇率和透明度”一章，我们认为，中美汇率协议的大框架或与《美国-墨西哥-加拿大协定》的汇率部分相似。美国此轮与各国的经贸谈判可能更加注重汇率规则的“公平”，而不是以促成美元大幅贬值为目的。美墨加协定在透明度和可执行方面做了以下规定，可能在中美协定中有所借鉴：1) 双方的外汇干预行为需立即告知对方，并在必要时进行讨论；2) 在每月结束后的7天之内，公布当月在即期、远期市场上的外汇干预；3) 成立专门委员会，监控汇率条款实施，定期会晤讨论。

第一阶段协议签署后，可能带来人民币汇率波动性的明显上升，从而对于中国经济和人民币资产的稳定将提出更高要求，加大政策平衡的难度（当然，人民币汇率波动性加大，而没有伴随明显的单边预期，也是中国央行乐见其成的）。中国面临的挑战不言而喻，但核心还是稳定房地产和金融体系、增强产业创新力和竞争力，做好自己的事！

此外，第一阶段协议达成后，人民币资产的配置价值和空间将进一步增加，这对人民币汇率也是一个支撑。

图表 6：人民币汇率此前因应中美贸易冲突而贬值



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\\_8345](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8345)

