

中美达成第一阶段协议 人民币阶段性走强

摘要:

美国当地时间1月15日上午，中美第一阶段经贸协议签署仪式在美国白宫东厅举行。其中协议内容需要重点关注部分如下：

1、**扩大贸易范围，能源、有色受益，油籽油料有所利空。**按各自领域的进口要求测算，能源产品要求两年分别较2017年基础上周185及339亿美元，平均约4.47亿桶原油每年，约为2019年中国原油需求的8.8%，对原油利好明显；农产品方面，中国2019年全年进口农产品1498亿美元，按125及195亿美元以及额外50亿美元每年来算，约14%的年均增速，对油籽、油料有所利空，对棉花来说尽管进口有所增加但同样出口打开，需求端利好更明显。而工业制成品的进口规模上涨最大，利好有色板块。

2、**关税退坡利好双方经济和权益市场。**协议规定，暂停原定去年12月15日要加征的关税，并将去年9月1日生效的对华加征关税税率从15%降至7.5%，对双方经济和权益市场均有所利好。

3、**美国大选前预计中美贸易摩擦紧张局面将继续缓和。**2020年是美国的大选年，特朗普在本轮经贸和谈中收益颇丰，两年增2000亿美元的出口规模足以有效扭转当前5629.65亿美元的逆差，对其民众支持率和连任来说有重大利好，因此后续特朗普没有动机和诉求再去挑起中美双方的贸易摩擦，甚至有可能和中方达成更多阶段的协议，为其连任添砖加瓦。

我们认为，本次中美达成协议将开启人民币阶段性走强，时间上至少延续至三季度美国大选后，力度和强度我们认为至少能达成第二阶段协议，美元兑人民币汇率看到6.73的上轮平台。

从原因来看，中美达成第一阶段协议是驱动，更深层次来看，中美的经济预期差和利差也将驱动人民币阶段性走强，在这个过程中，**权益市场受益明显，整体人民币资产也受益。**

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

相关研究：

降准预期兑现 风险偏好改善

2020-01-02

央行意外“降息”，农产品受益

2019-12-19

商品策略年报：雪干云净见遥岑，春风吹柳万黄金——把握经济复苏下的商品结构性机会

2019-12-07

宏观大类月报：猪价引领农产品行情 把握QE政策主线

2019-11-03

中美经贸第一阶段协议最终落地

美国当地时间1月15日上午，中美第一阶段经贸协议签署仪式在美国白宫东厅举行。和此前美方所透露的一样，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。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。整体协议略超预期，其中协议内容需要重点关注部分如下：

1、扩大贸易范围，能源、有色受益，油籽油料有所利空。双方约定未来两年时间内，中方将扩大自美农产品、能源产品、工业制成品、服务产品进口，在2017年自美国进口金额的基础上，增加约2000亿美元的进口规模。这2000亿美元是一个非常夸张的数字：2017年中国自美国进口金额为1539.43亿美元，而2019年底为1227亿美元，平均来讲未来两年中国对美国进口同比增速最少要达到69.8%。而2019年中国贸易顺差为4215.1亿元，美国截止11月逆差5629.65亿元。

按各自领域的进口要求测算，能源产品要求两年分别较2017年基础上周185及339亿美元，平均约4.47亿桶原油每年，约为2019年中国原油需求的8.8%，对原油利好明显；农产品方面，中国2019年全年进口农产品1498亿美元，按125及195亿美元以及额外50亿美元每年来计算，约14%的年均增速，对油籽、油料有所利空，对棉花来说尽管进口有所增加但同样出口打开，需求端利好更明显。而工业制成品的进口规模上涨最大，利好有色板块。

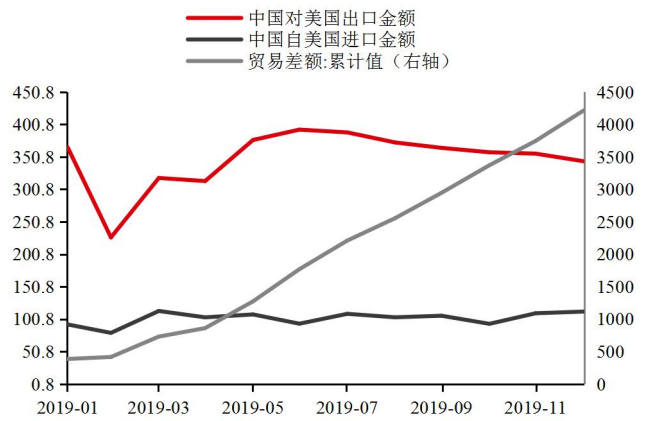
图 1： 中美第一阶段协议主要内容

章节	主要内容
扩大贸易	未来两年时间内，中方将扩大自美农产品、能源产品、工业制成品、服务产品进口，在2017年自美国进口金额的基础上，增加约2000亿美元的进口规模； 未来两年其中制成品依序分别上调329/448亿美元，农产品125/195亿美元，能源产品185/339亿美元，服务128/251亿美元； 此外中国还将争取每年额外购买50亿美元农产品，采购的农产品包括油籽、肉类、谷物和棉花
对外开放	不迟于2020年4月1日，中国需取消人寿和医疗保险行业的外资股权上限，允许美国独资保险企业参与这些行业；不迟于2020年4月1日，中国需取消外国股权限制，允许美国独资服务供应商参与中国证券、基金管理和期货行业
汇率协议	中美双方在IMF框架下1、建立和维系市场化定价的汇率机制；2、避免使用竞争性贬值或预设汇率等手段干预市场；3、继续在规定时间内公开披露每月外汇储备数据，货物和服务进出口等数据与汇率协议相关的问题应当由美国财政部部长和中国人民银行行长在本协议“双边评估和争端解决”框架下进行处理，若无法达成一致，IMF可接入监督或展开磋商
知识产权	在商业秘密保护、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

	行和程序等方面达成共识
技术转让	双方企业可以自由进入对方市场，并且进行公开、自由的运营；技术转让和技术许可按照市场原则自愿进行，政府不支持、指导自然人或者企业开展扭曲竞争的，以获取技术为目的的对外投资
双边平局和争端解决	1、双方将建立“贸易框架小组”，由中国国务院分管副总理和美国贸易代表牵头，讨论协议落实情况，同时双方应恢复宏观经济会议；2、双方应分别建立各自的“双边评估和争端解决办公室”，中方出以为副部长作为牵头人，美方由一位副贸易代表作为牵头；3、“贸易框架小组”会议每6个月举行一次，宏观经济会议应定期举行，每一方“双边评估和争端解决办公室”会议应当没季度举行一次
关税退坡	暂停原定去年12月15日要加征的关税，并将去年9月1日生效的对华加征关税税率从15%降至7.5%

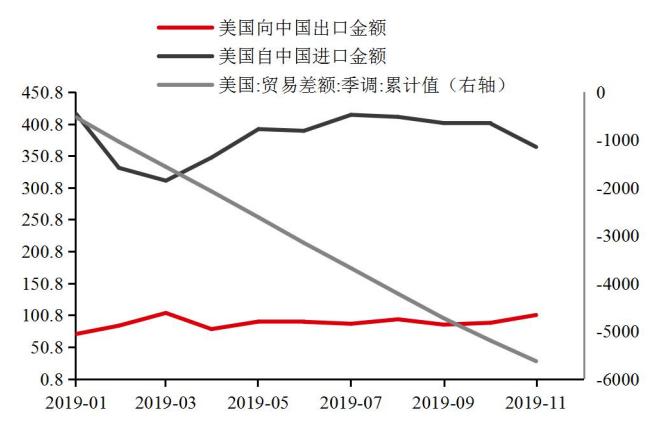
数据来源：华泰期货研究院

图 2： 中国进出口情况 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 美国进出口情况 单位：亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

2、关税退坡利好双方经济和权益市场。协议规定，暂停原定去年12月15日要加征的关税，并将去年9月1日生效的对华加征关税税率从15%降至7.5%，对双经济和权益市场均有所利好。近期我国公布2019年外贸数据。2019年，我国货物贸易进出口总值31.54万亿元人民币，比2018年增长3.4%。其中，出口17.23万亿元，增长5%；进口14.31万亿元，增长1.6%。2019年我国外贸进出口、出口、进口均创新高。但受中美贸易争端影响，中国出口美国货物金额2019年累计同比减少12.5%，随着中美贸易协议的签署，两国之间的贸易往来预计将会明显改善，中国外贸在2020年将会有一个新的增长点。此外，关税退坡对双方市场风险偏好也提供较大改善。

3、美国大选前预计中美贸易摩擦紧张局面将继续缓和。2020年是美国的大选年，美国大选的流程主要分为四个阶段，2020年2月至6月是美国初选阶段；2020年7月至8月是确定候选人阶段，该阶段美国民主党和共和党将分别召开全国代表大会，选出所在党唯一的总

统候选代表；2020年9月至10月，共和党和民主党的总统与副总统候选人将进行一系列的竞选活动；2020年11月3日是美国的全民投票日。大选最终结果出炉之前，美国总统特朗普为了手中的选票或将继续缓和贸易紧张局势。

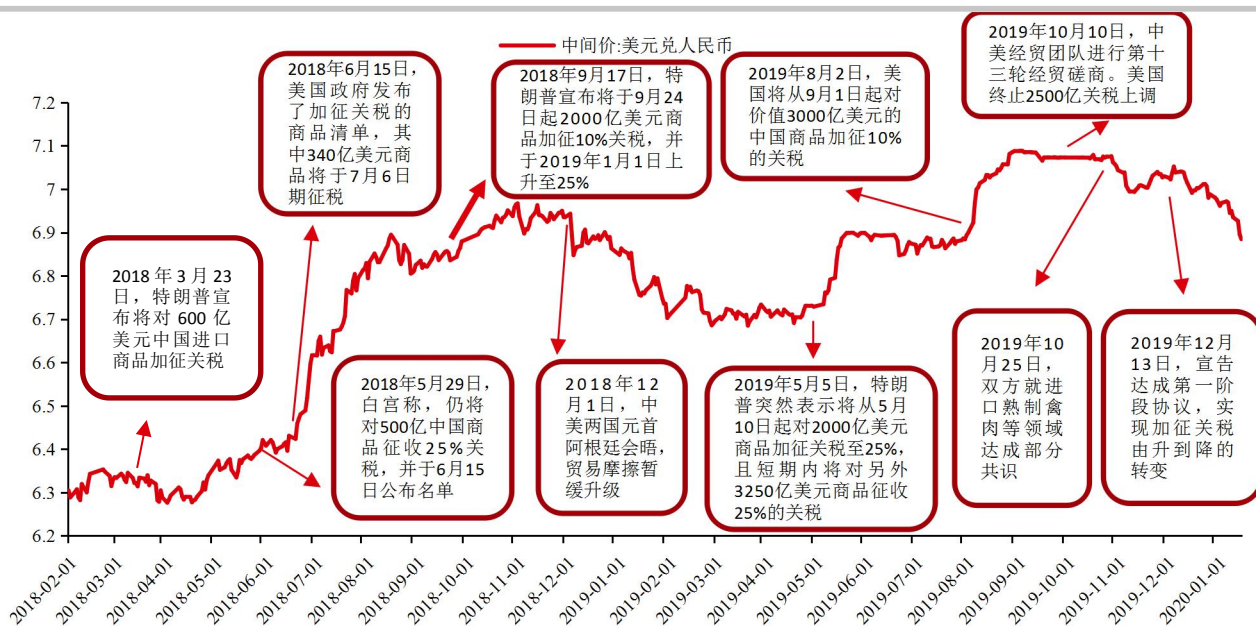
人民币汇率走出明显升势

随着2019年10月23日，中美双方就熟制禽肉进出口达成协议后，中美经贸摩擦缓解的预期驱动人民币走出一轮明显的升势，我们认为本轮中美经贸和谈至少能达成第二阶段协议，将2019年5月6日的第二轮2000亿美元商品加征关税从25%降回至10%，人民币汇率2020年三季度内均延续强势，看到6.73的上轮平台。

从2018年至今，本轮人民币走势和中美经贸摩擦密切相关：2018年6月15日第一轮加税落地，2018年9月17日第二轮加税官宣，2018年12月1日中美元首阿根廷会晤，2019年8月2日第三轮加税官宣等均是人民币走势的重要节点。从价格来看，当前美元兑人民币6.88的位置已经超额计价了本轮关税的退坡，因为上轮6.88汇率的加税对应的是3000亿美元商品加征15%，而本次协议仅将此轮关税从15%削减到7.5%，因此说明背后还有长期因素在驱动人民币走强。

图 4： 近两年美元兑人民币汇总走势影响因素

单位： CNY/ USD



数据来源：华泰期货研究院

图 5: 最近一轮中美贸易摩擦进程一览

时间	内容	详情
2018 年 3 月 23 日	第一轮加税预期	特朗普宣布将对 600 亿美元中国进口商品加征关税
2018 年 5 月 29 日	第一轮加税官宣	白宫称, 仍将对 500 亿中国商品征收 25% 关税, 并于 6 月 15 日公布名单
2018 年 6 月 15 日	第一轮加税落地	美国政府发布了加征关税的商品清单, 其中 340 亿美元商品将于 7 月 6 日期征税
2018 年 9 月 17 日	第二轮加税官宣	特朗普宣布将于 9 月 24 日起 2000 亿美元商品加征 10% 关税, 并于 2019 年 1 月 1 日上升至 25%
2018 年 12 月 1 日	摩擦暂缓——中美元首阿根廷会晤	双方达成的一个重要共识是: 停止升级关税等贸易限制措施, 包括不再提高现有针对对方的关税税率, 及不对其他商品出台新的加征关税措施。原定于 1 月 1 日加征的关税不再上调。
2019 年 5 月 6 日	第二轮加税恶化	特朗普突然表示将从 5 月 10 日起对 2000 亿美元商品加征关税至 25%, 且短期内将对另外 3250 亿美元商品征收 25% 的关税
2019 年 8 月 2 日	第三轮加税官宣	特朗普表示, 美国将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税
2019 年 8 月 28 日	第三轮加税落地	USTR 宣布对价值 3000 亿美元中国商品加征关税税率由原定的 10% 提高至 15%, 并分两批实施, 实施日期分别为 9 月 1 日和 12 月 15 日; 同时对 2500 亿美元关税税率从 25% 提高到 30% 征求公众意见, 并于 2019 年 10 月 1 日生效
2019 年 9 月 5 日	贸易摩擦暂缓预期	中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽姆努钦通话。双方同意 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商, 工作层将于 9 月中旬开展认真磋商
2019 年 10 月 10 日	贸易摩擦暂缓	中美经贸团队进行第十三轮经贸磋商。美国终止 2500 亿关税上调, 中美谈判取得实质性进展
2019 年 10 月 25 日	达成部分共识	双方确认就美方进口中国自产熟制禽肉、鲟鱼产品监管体系等效以及中方解除美国禽肉对华出口禁令、应用肉类产品公共卫生信息系统等达成共识
2019 年 12 月 13 日	官宣达成协议	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。同时, 双方达成

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，实现加征关税由升到降的转变

数据来源：华泰期货研究院

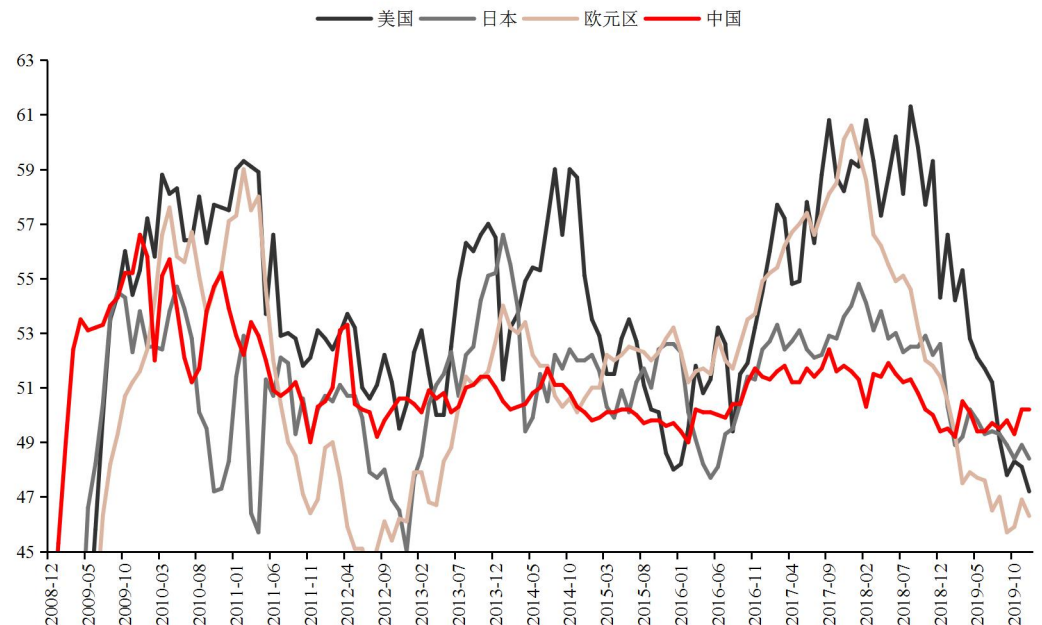
长期因素看，中美利差，经济预期也将驱动人民币走强。

当前中国经济领先全球经济复苏的趋势较为明显，中国的信贷周期企稳已经传导至实体经济企稳上来。一方面是制造业 PMI 的领先指标已经连续两个月企稳于枯荣线，另一方面在“央行宽松—信贷企稳—利润/库存改善—经济数据企稳”的传导链条中，我们在 11 月经济数据中观察的相对乐观的消息——11 月工业企业利润当月同比由负转正，利润重新回到增长区间能够有效带动投资和补库，成为拉动经济良性循环的重要环节。

美联储降息周期驱动中美利差处于相对高位。本轮美联储降息周期使得美国国债利率下降较中国更快，尽管目前美联储官员措词表示对当前政策满意，但只要当前美联储一日不释放鹰派预期，当前中美利差维持高位甚至进一步走阔的趋势仍将延续，相对高位的利差驱动国际资金流入中国，我们观察到无论是北上资金还是 ETF 的统计端口均验证上述判断，不仅人民币汇率因此受益，整体人民币资产也受益明显。

图 6： 中国制造业 PMI 领先全球回到枯荣线上

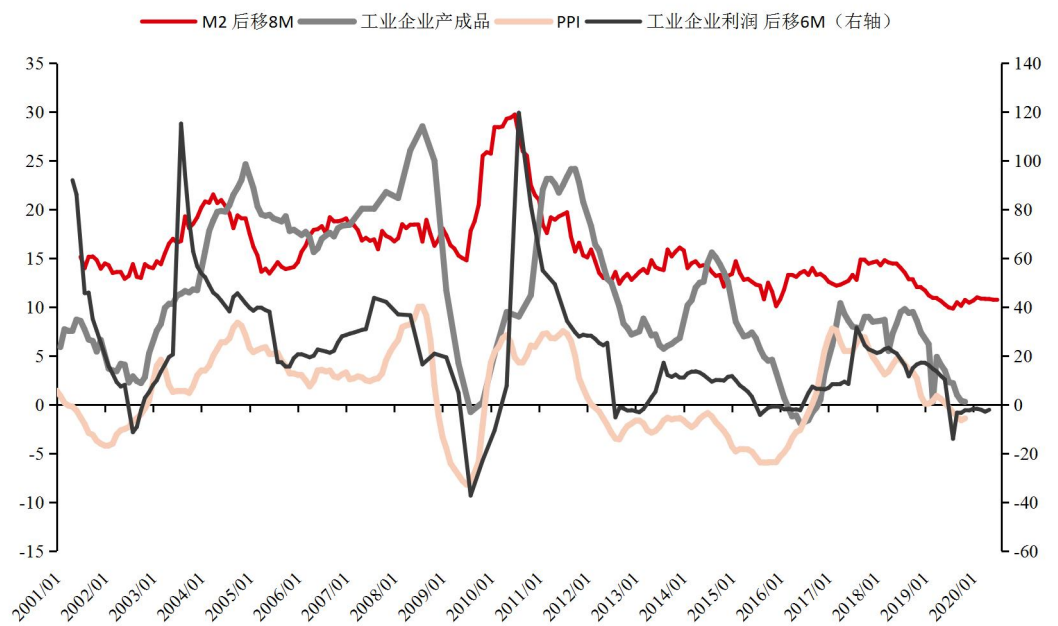
单位：%



数据来源：华泰期货研究院

图 7: 宽信用已经传导至工业企业利润好转

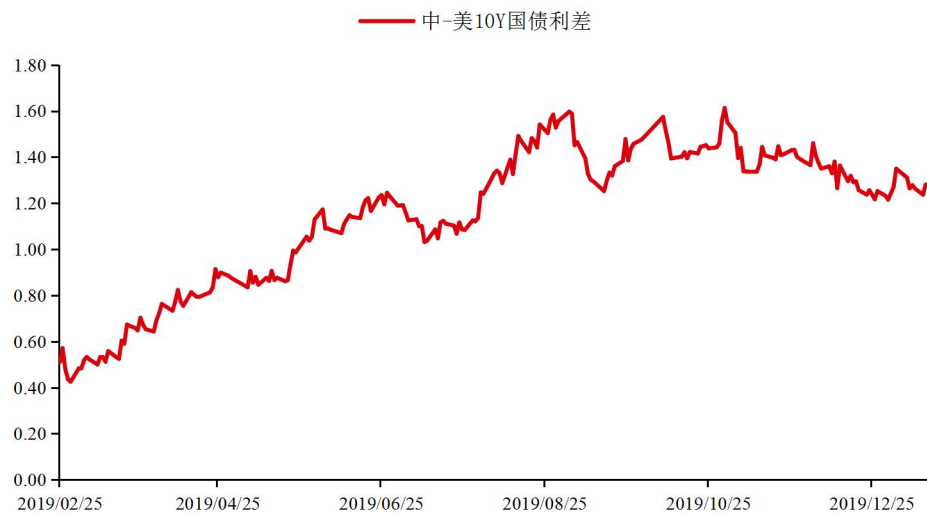
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

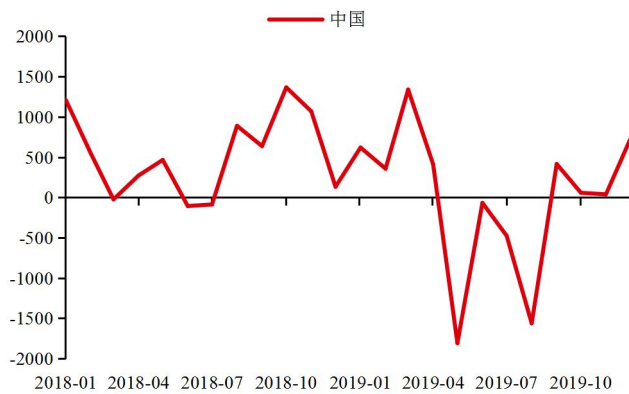
图 8: 在本轮美联储降息周期中, 中美利差持续扩大

单位: %



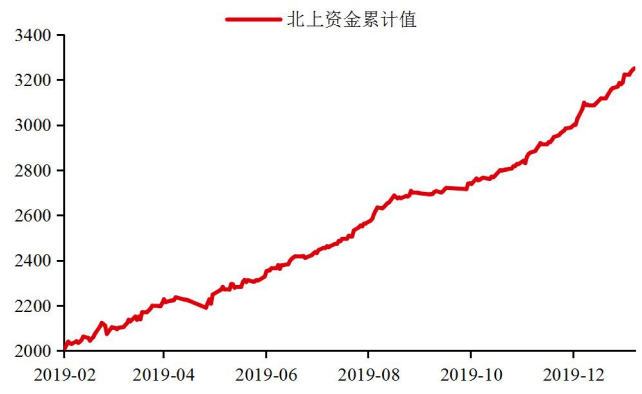
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 全球 ETF 资金正流入中国 单位: 亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 北上资金量持续走高 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com