华泰证券 HUATAI SECURITIES

宏观研究/国内周报

2020年08月09日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为 SAC No. S0570119080165
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《宏观：政策转向稳增长与防风险长期均衡》2020.08
2《宏观：政策观察窗口期，外部摩擦仍添扰》2020.07
3《宏观：冷热不均的改善》2020.07

贸易协议完成进度如何？

实体经济观察（2020/08/09）

核心观点

1月16日中美双方签署第一阶段经贸协议，约定了中国自美扩大进口金额，然而上半年受疫情影响和进口季节性等原因，协议的序时完成度较低。但相较于其他贸易国，我国对美进口增速更高，显示主动扩大自美进口，积极落实协议。分商品看，农产品受美国大豆出货的季节性因素拖累，工业制成品进口序时完成率最高，但飞机进口不甚理想，能源品进口序时完成率最低，原油价格大幅下跌是重要因素。由于中方继续落实第一阶段协议有利于特朗普连任，我们预计贸易领域升级制裁可能性较小。本周关注通胀（周一）、社融等金融数据（待定）、工业增加值等经济数据（周五）。

实体观察：大宗商品涨跌互现，建筑钢材成交走高，猪肉价格小幅下跌

据Wind，上周上游布伦特油价环比3.1%，动力煤价格环比-0.3%，铁矿石价格环比6.9%，铜价、铝价环比分别为-0.6%、0.7%。中游主流贸易商建筑钢材成交环比7.5%，螺纹钢、水泥、玻璃价格环比分别为1.4%、0.8%、3.9%；外贸运输方面，BDI指数环比11.4%，海岬型船运价大幅回升，CDFI、CCFI环比9.8%、-0.1%。下游30城商品房成交面积环比-9.3%，百城土地成交面积环比-42.8%，楼面均价环比142.2%，溢价率环比走低1.8个百分点；价格方面，猪肉环比-0.4%，鸡蛋环比8.3%，蔬菜环比0.8%，水果环比-1.8%。

疫情发展：新疆辽宁疫情缓解；美国疫情轻微回落；巴西印度尚未见顶

上周全国新增确诊新冠肺炎260例（本土203例，输入57例）。新疆辽宁疫情有所缓解，国家卫健委报告乌鲁木齐、大连疫情快速发展的势头已得到有效控制。林郑月娥称香港将免费为全民进行检测，最快约两周后实施。世卫称三期临床试验疫苗一半来自中国，康泰生物公告受让阿斯利康技术。俄罗斯卫生部称即将注册全球首个新冠疫苗，世卫提示需要保持谨慎。海外方面，全球新增确诊新冠肺炎1,716,611例，全球新增较前一周下降4.5%。美国疫情有轻微回落，福奇称2021年有望得到控制。日本疫情持续爆发，多日新增破一千。新兴市场，巴西、印度疫情尚难见顶。

重点政策：基建指导文件加速出台，集成电路与软件产业受扶持

货币政策方面，上周央行公开市场净投放100亿（当周共到期资金2800亿）。8月6日央行指出要引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。财政政策方面，8月6日财政部指出要重点支持带动就业能力强的补短板项目。投资政策方面，8月3日发改委批复粤港澳大湾区城际铁路建设规划，近期总投资约4741亿元。8月3日发改委开展基础设施REITs试点项目申报工作。8月6日交通运输部提出推动交通运输领域新基建。行业政策方面，8月4日国务院发布集成电路与软件产业所得税、关税等优惠措施。

上周回顾与本周关注

上周公布7月份进出口数据：7月份出口（美元计价）同比7.2%，进口同比-1.4%。7月出口数据体现出外需修复向好的预期，进口数据仍有波动，但同比跌幅明显收窄。本周是经济数据密集期，将公布通胀（周一）、社融M2等金融数据（待定）、工业增加值等经济数据（周五）。通胀方面，气候因素扰动或带动CPI小幅反弹，但我们认为年内CPI逐季走低趋势不改；金融数据方面，目前存在较多负面约束信贷投放；经济数据方面，在基建与出口拉动下工业增加值有望达到5%以上，固定资产投资中制造业仍是短板项，消费在低基数效应下或同比转正。中美关系仍是市场重要关注点。

风险提示：政策超预期收紧、中美冲突升级。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

正文目录

上周回顾与本周关注 3
中美摩擦升级背景下，第一阶段经贸协议评估会议有望召开 3
上周实体观察 8
上游：国际油价回升，黑色有色涨跌互现 8
中游：建筑钢材成交走高 9
下游：猪肉价格小幅下跌 9
上周疫情发展 10
上周重点政策 11
疫情发展 13
国内疫情 13
海外疫情 14
实体观察：上游 15
实体观察：中游 15
实体观察：下游 17
实体观察：食品价格 18
风险提示 18

上周回顾与本周关注

上周公布 7 月份进出口数据：7 月份出口（美元计价）同比 7.2%（前值 0.5%），进口同比-1.4%（前值 2.7%）。7 月出口数据明显强于 Wind 一致预期（0.2%），主要经济体 PMI 均较前值回升，体现出外需修复向好的预期，外贸数据转好态势持续。进口数据仍有波动，但 6-7 月同比跌幅较 4-5 月份明显收窄，在基建等高确定性的内需动能带动下，多类工业品价格维持回升，国内需求端复苏速率有望逐渐超过工业生产。

本周是国内经济数据密集期，将公布通胀（周一）、社融 M2 等金融数据（待定）、工业增加值等经济数据（周五），此外中美关系仍是市场的重要关注点。

1）通胀方面，因雨水洪涝影响到蔬菜与生猪的供给与调运，猪肉菜价涨幅较高，或带动 CPI 小幅反弹，但我们认为气候因素的短暂扰动不改年内 CPI 逐季走低趋势，通胀不是目前政策的主要关注对象。我们认为在海外经济重启与国内基建加码的大背景下，下半年 PPI 会是震荡回升态势，有利于企业盈利改善；

2）金融数据方面，由于传统制造业主动扩产意愿依然乏力，银行储备项目可能不足，并且融资套利、信贷违规流入房地产等问题引发金融主管部门关注，可能负面约束信贷投放，政府债券融资环比增长，但利率上行对信用债供给构成抑制作用；

3）经济数据方面，我们认为在基建与出口拉动下，设备类、汽车、通信电子与医疗行业生产维持高景气度，工业增加值有望达到 5%以上。固定资产投资中，制造业仍是短板项，水涝对建筑业负面影响仍存但已大大减弱，基建地产有望维持较好表现。消费在低基数效应下有望同比转正，三季度线下零售、餐饮等可选消费的修复弹性仍然较大。系高校毕业生进入劳动力市场影响，我们预计失业率有走高风险。

中美摩擦升级背景下，第一阶段经贸协议评估会议有望召开

中美或就第一阶段经贸协议落实情况进行会谈。据彭博社，中美双方或于 8 月 15 日左右通过视频方式就第一阶段贸易协议执行情况展开会谈，双方主要谈判代表为美国贸易代表罗伯特·莱特希泽和我国副总理刘鹤。目前中美关系日趋紧张，8 月 6 日，特朗普签署关于 TikTok 和微信的制裁令，我们预计在此背景下，此次会议作为沟通契机，中美双方也将探讨近期摩擦的协商问题，更多议题将加入讨论内容。

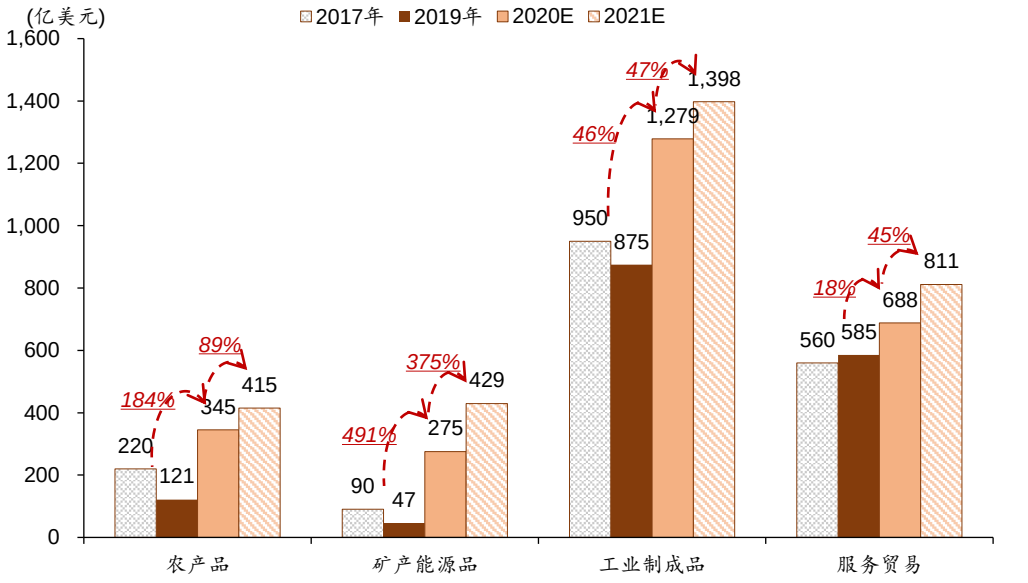
第一阶段协议约定了中国自美进口商品金额。北京时间 2020 年 1 月 16 日，中美签订第一阶段协议，在扩大贸易的方面，中美双方约定 2020、2021 年两年内，中国应确保，在 2017 年基数之上，扩大自美进口制成品、农产品、能源产品和服务不少于 2000 亿美元，其中 2020 年中国增加进口金额为 767 亿美元，分为 639 亿美元商品和 128 亿美元服务。2020 年中方/美方口径的进口目标分别为 1727/1427 亿美元。根据协议要求，2020-2021 年我国对美农产品与能源品类别进口均有超过 100%的年化复合增长，特朗普也因此于 2019 年及 2020 年初大肆宣传其贸易成绩，鼓励美国农民加大投入应对中国采购。

图表1： 中美第一阶段经贸协议扩大贸易内容

未来两年增加进口	基于 2017 年的中国对美国进口增量		
（十亿美元）	第 1 年	第 2 年	合计
工业制成品	**32.9**	**44.8**	**77.7**
• 工业机械、电气设备、药品、飞机、汽车、光学与医疗设备、钢材等			
农产品	**12.5**	**19.5**	**32**
• 油料种子、肉类、谷物、棉花、水产品等			
能源产品	**18.5**	**33.9**	**52.4**
• 液化天然气、原油、石化产品、煤炭			
服务	**12.8**	**25.1**	**37.9**
• 知识产权使用、商旅、金融和保险、云服务等			
合计	**76.7**	**123.3**	**200**

资料来源：商务部，华泰证券研究所

图表2： 根据协议，中方相关货物与服务在未来两年对美进口的最低增长幅度

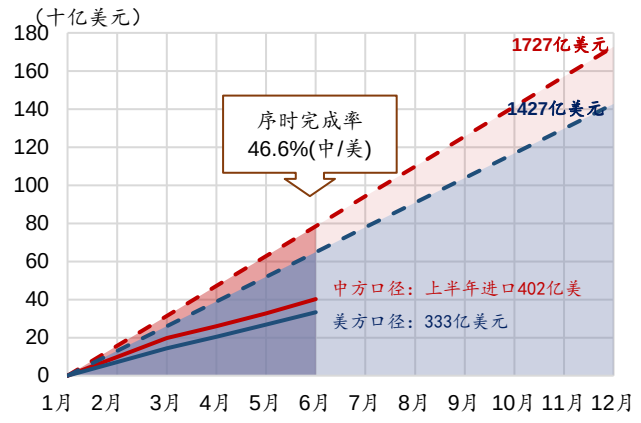


资料来源：商务部，Wind，华泰证券研究所

今年上半年协议整体完成度尚低。由于中美海关统计口径差异，全年进口目标及上半年中方自美进口的协议涵盖商品金额略有差异，但序时完成率均为 46.6%左右。

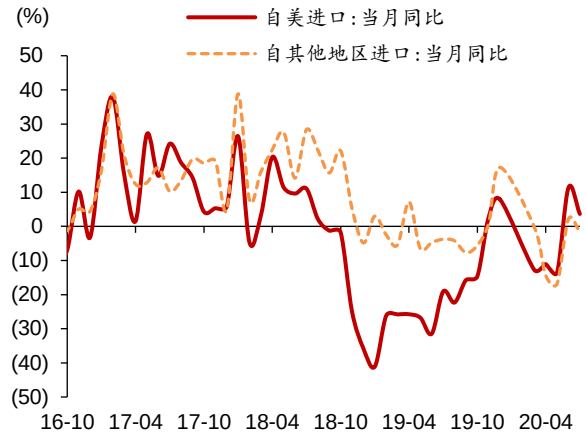
协议完成度低存在以下因素。其一，疫情蔓延危及全球贸易，一方面我国内需下滑减缓进口，上半年社零消费、固定资产增速分别为-11.4%、-3.1%，进口需求不强，上半年美元计进口增速-7.1%，另一方面美国停工停产停运也影响到正常生产交付活动，疫情成为影响协议完成进度的主要因素；其二，进口本身有季节性，一季度我国进口情况往往是全年低点、上半年少于下半年，因此将全年进口目标平均分配作为分母的序时完成率会低估协议完成情况。但是与其他贸易国相比，我国对美进口增速相对较高，上半年我国美元计对美进口增速-4.2%，对其他地区进口增速-6.6%，说明我国有主动积极扩大自美进口。

图表3： **协议达成总进度**



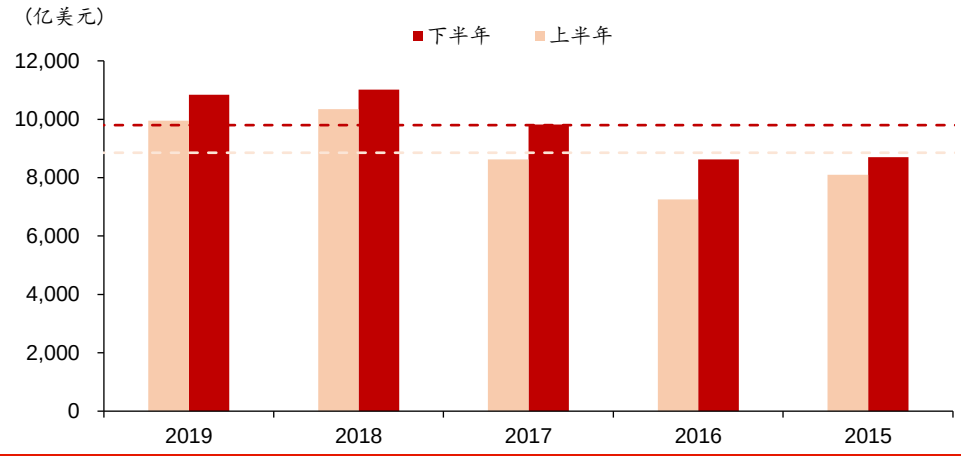
资料来源：美国海关，中国海关，华泰证券研究所

图表4： **1-7 月我国进口情况**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

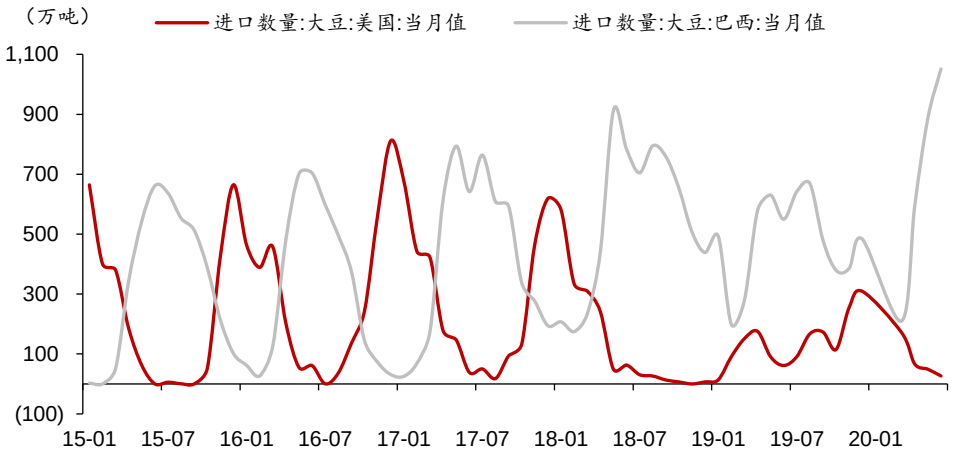
图表5： 我国上半年进口通常低于下半年（虚线为 2015-2019 年均值）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

农产品进口备受关注。农产品序时完成率中/美口径分别为 48%/39%，上半年中国农产品进口整体扩张，但据美国普查统计局，1-5 月我国进口美国农产品总量甚至低于 2017 年同期水平，但相比较于 2019 年有所好转。分商品看，上半年由于巴西货币贬值，巴西大豆相对于美国大豆具有价格优势，导致我国对美国大豆进口下滑，且巴西和美国大豆收获期错位，分别集中在上半年和下半年；此外由于猪瘟影响，我国猪肉供应紧缺，猪肉进口量大幅增加，今年上半年我国猪肉进口同比增长近 170%，其中美国猪肉占猪肉进口大头，但近期我国加强进口肉类产品防疫检测，美国猪肉进口增长可能面临瓶颈。

图表6： 巴西、美国大豆进口期错位

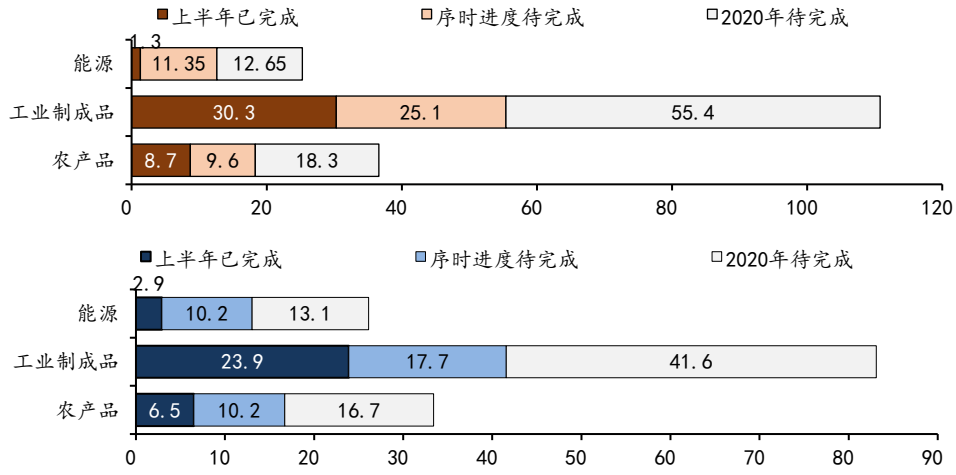


资料来源：Wind，华泰证券研究所

工业制成品进口序时完成率最高。工业制成品序时完成率中/美口径分别为 55%/58%，由于疫情对航空业造成巨大冲击，而航空航天产品在中国进口美国的工业制成品中占比较高，据海关总署，2018 年这一比例高达 16%。飞机相关制造业商品对工业制成品有所拖累。除飞机相关的制造业商品外，我国进口速度基本与 2017 年同期持平，但因我国制造业商品进口方主要为私企而非国企，需求规模难有所突破，此外美国还对高科技产品和工业设备施加出口限制，因此我们预计今年我国从美国进口工业制成品情况不容乐观。

能源品进口序时完成率最低。能源品序时完成率中/美口径分别为 10%/22%。受石油价格战和疫情影响，石油价格及需求双双腰斩，美国页岩油企业受价格暴跌影响产量有所下降，而进口完成情况又按照金额统计，大宗商品价格对进口金额影响较为突出，以 6 月石油进口为例，今年 6 月我国从美国进口原油金额同比-58.6%，其中进口数量同比仅为-11.7%，价格同比低至-53.1%，因此我国从美国进口石油金额跌幅较大主因为价格滑坡。虽然目前石油价格有所回升，但预计年内难以回到疫情前水平，石油价格将保持低位震荡，能源品进口仍难以提振。

图表7： 分类来看序时完成进度（十亿美元）



注：红色、蓝色分别为中国、美国海关统计情况

资料来源：中国海关，美国海关，华泰证券研究所

近期中美摩擦频发，但贸易领域继续升级制裁的可能性较小。鉴于疫情期间的需求疲弱和供给受阻，我们预计本次会谈或根据疫情影响调整协议有关要求，且更多落脚在如何督促我国落实协议，加快对美国的采购进度。我们认为，中美第一阶段贸易协议仍是基石与底线，中美贸易摩擦料不会进一步升级，中国继续落实协议有利于特朗普大选的“经济成绩”，若美方进一步发动加关税等贸易制裁升级措施，或引发我国停止协议采购，对特朗普连任造成不利影响。

上周实体观察

图表8： 实体观察数据表

	类别	指标	单位	环比 周	环比 月	同比 8月至今	同比 7月	同比 6月	同比 5月
上游	综合	RJ/CRB指数	%	2.9	4.2	-13.4	-21.2	-22.7	-30.2
		南华工业品指数	%	1.0	1.6	1.5	-4.7	-4.4	-10.0
	能源	原油(布伦特)价格	%	3.1	3.3	-25.0	-32.7	-35.3	-53.9
		动力煤价格	%	-0.3	-0.8	-5.0	-5.3	-8.9	-12.1
	黑色	铁矿石价格	%	6.9	9.9	39.3	-7.9	-1.5	-2.6
	有色	铜价	%	-0.6	0.8	10.7	9.0	-0.2	-8.5
		铝价	%	0.7	2.2	3.5	3.5	-2.8	-10.3
中游	工业	半钢胎开工率	百分点	4.0	5.5	6.2	-7.4	-10.0	-18.0
		高炉开工率(全国)	百分点	0.6	0.7	2.7	3.7	0.0	-0.1
		地炼开工率(山东炼厂)	百分点	1.6	1.5	16.5	16.4	18.9	16.7
	建筑	建筑钢材成交量(主流贸易商)	%	7.5	5.5	38.1	18.4	11.5	23.7
		螺纹钢库存(主要城市)	%	-0.2	3.0	36.2	41.0	38.0	49.1
		螺纹钢价格	%	1.4	1.5	0.1	-7.2	-5.7	-11.2
		水泥价格指数	%	0.8	-0.3	-4.8	-5.4	-1.9	-1.6
		玻璃价格指数	%	3.9	6.6	5.7	1.6	-2.9	-8.4
	外贸	波罗的海干散货指数(BDI)	%	11.4	-10.3	-26.1	-12.7	-2.4	-52.8
		中国进口干散货运价指数(CDFI)	%	9.8	0.6	-19.7	1.1	0.9	0.6
		中国出口集装箱运价指数(CCFI)	%	-0.1	0.2	4.5	5.6	3.7	5.0
下游	房地产	商品房成交面积(32城)	%	-9.3	-6.7	15.7	11.5	9.4	-2.3
		一线(4城)	%	-15.7	-1.1	17.5	11.0	-0.1	-4.5
		二线(14城)	%	-10.2	-12.7	7.8	8.7	14.7	-1.6
		三线(14城)	%	-4.2	-0.7	26.8	16.1	7.4	-2.2
		土地成交面积(百城)	%	-42.8	-50.3	-12.2	49.3	21.4	32.9
		土地楼面均价(百城)	%	142.2	98.6	88.4	-7.4	-14.8	11.3
		土地溢价率	百分点	-1.8	6.3	7.1	4.3	-2.7	-5.9
	汽车	乘用车批发	%	-	-	-	-	1.2	6.2
		乘用车零售	%	-	-	-	-	-6.0	1.8
	食品	猪肉	%	-0.4	0.6	69.3	103.6	93.4	94.8
		鸡蛋	%	8.3	25.8	-15.0	-25.7	-24.7	-26.0
		蔬菜	%	0.8	3.5	7.2	5.1	3.9	-6.6
		水果	%	-1.8	-2.4	-17.3	-30.0	-30.2	-19.9

注：“-”为数据未更新

资料来源：Wind，Mysteel，华泰证券研究所

上游：国际油价回升，黑色有色涨跌互现

能源方面，国际油价回升，动力煤价格略跌。上周布伦特油价环比 3.1%，动力煤价格环比-0.3%。油价方面，欧佩克减产计划 8 月起从之前的 970 万桶/日下调至 770 万桶/日，美国 EIA 最新库存数据显示截至到 7 月 31 日当周商业原油库存减少 737 万桶(减少 1.4%)，基本面好转带动油价出现回升。煤价方面，电厂煤炭库存充足导致采购需求不高，同时叠

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_3334