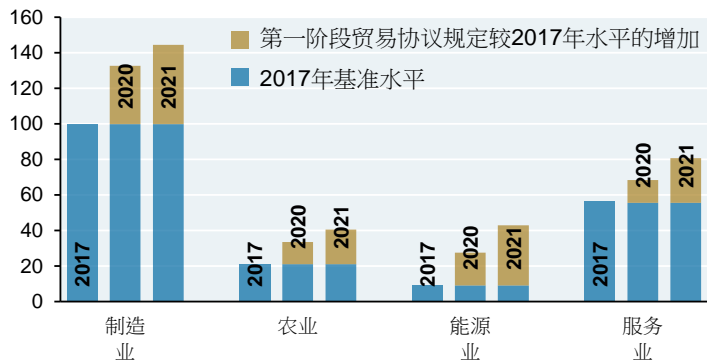




烂番茄：对中美第一阶段贸易协议普遍反应心怀疑虑，但可能忽略了更广泛的问题

中国从美国的进口额，2017年基准水平和第一阶段贸易协议规定的水平，亿美元



资料来源：美国贸易代表、Suttle Economics；2020年1月

除了中国承诺在 2020/2021 年增加从美国进口的商品外，第一阶段贸易协议的主要条款还包括：

- 中国加强对知识产权侵权和商标侵权行为的处罚
- 限制以强制技术转让作为市场准入之先决条件
- 普遍减少中国对美国农产品施加的进口的限制
- 开放金融服务（允许美国的承销、评级机构、银行、电子支付服务、资产管理等金融机构在华扩张）
- 禁止人民币竞争性贬值
- 一些关于争端解决的条款

经济师和分析师对第一阶段贸易协议抱持高度怀疑的态度。我在下文汇总了有代表性的反应。之后我会告诉大家我的想法。

经济方面的怀疑

- 在所有条件相同的情况下，对美国某些出口商品的需求增加，可能会推高美国商品的价格（无论是名义价格还是通过美元汇率表现出来的价格），从而降低这些商品对中国以外国家的吸引力，增加美国对进口商品的需求；这两种情况可能都无法改变美国的净贸易逆差。换言之，向中国供应商品的美国生产商将会获益，而消费者和向非中国市场供应商品的生产商将蒙受损失¹
- 协议将使未来两年美国对华商品出口较2017年的基准水平增加2,000亿美元。然而，所有这些增加的出口可能只是通过美国商品出口从第三方国家转移到中国而实现的，因此，美国贸易逆差被重新安排，而不是减少了（美国对中国的贸易逆差将减少，对其他所有国家的贸易逆差将增大）²
- 新增购买量大多是通过人为造成的需求而不是市场力量实现的。两年过后，中国可能会分散其进口。届时因预期中国需求增长而提高产量的美国农民将会如何？³
- 迄今为止，美国企业和消费者是这场贸易战的输家，根据美联储的研究，他们承担了100%的关税成本⁴；而且这些关税中的大部分仍将保持不变
- 截至2019年底，贸易战严重侵蚀了全球生产总值(GDP)和企业盈利的增长（正如我们在1月1日的《放眼市场2020年展望》所述），而此次签署的贸易协议不尽全面，无法扭转所有的负面势头。美国经济在2018年初时状况良好，而到了2019年12月，经济增长开始下滑，卡车运输行业就业负增长，农场破产持续增加，而且美国企业经历了一场盈利衰退（即连续两个季度负增长）

¹ 《第一阶段贸易协议和宏观经济 101》，Michael Feroli，摩根大通北美经济研究部，2020年1月15日

² 《一个关于贸易的棘手问题》，Arthur Kroeber 和 Dan Wang，Gavekal 每日研究，2020年1月16日

³ 经济学家信息部，2020年1月

⁴ 《2018年贸易战对美国物价和福利的影响》，Amiti 等人，美联储，2019年3月



政策方面的怀疑

- 在美国对作为美国科技公司大客户的华为实施更严厉制裁的同时，中国如何进口更多美国制造的商品？除了对华为实施直接制裁外，美国还在考虑出台新规禁止第三方国家向华为出售美国芯片，只要这些芯片的设计最初来自美国公司，或者芯片是美国公司供应的，一律不往放行
- 考虑到中国最近决定从波音转向空客，波音的问题会不会成为中国实现产成品进口目标的「另一个」障碍？
- 如果现有的关税大多维持不变，这样的贸易协议能有多好
- 中国以前就对知识产权保护做出过承诺，但从未让美国满意，为什么现在就会有所不同呢？
- 贸易协议中关于中国进口美国农产品的条款有「根据市场情况」的表述，意味着不同的人可能有不同的看法
- 将知识产权案件的举证责任转移至被告身上，并将案件转移到刑事法庭而非民事法庭审理，可能会有所帮助，但中国的法律体系变化非常缓慢，而且中国的法律体系并不以公开、透明或公平著称（请参阅我们2019年的假日版）
- 第二阶段谈判不会有任何结果，因为谈判涵盖了中国不愿削减的国内补贴／贷款

对于中国的遵守情况、美国对中国不遵守协议做出反应以及其他事项的怀疑

- 中国有太多的空间可以继续使竞争环境向有利于中国企业的方向倾斜，因为中国不需要强制转让也可以吸收和重新设计美国的技术
- 如果2021年前中国没有达到其进口目标，或者美国认定中国正在废除贸易协议的其他条款，美国可以重启贸易战
- 美国如何认定哪些美国子行业有资格获纳入中国进口承诺的品类？美国四位数商品代码只有40%被包含在内，这引发了人们对腐败和被指控腐败横行的政府影响力的担忧
- 贸易协议的签署时间安排是为了盖过弹劾听证会，特朗普利用签字会的机会，就Lindsay Graham的高尔夫球比赛和波音Max 737的问题等事项发表意见。据彭博报道，特朗普还要求我们资产管理部的首席执行官为公司所获盈利感谢他

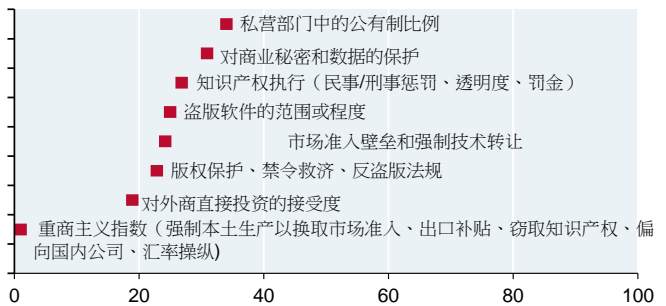
美国向中国的半导体出口额



资料来源：美国人口普查局；2019年11月

中美贸易战的争端点

中国相较世界其他国家的得分，100 = 最好，0 = 最差



资料来源：经合组织、BSA、GIPC、ITIF、Fraser研究所、摩根资产管理；2019年



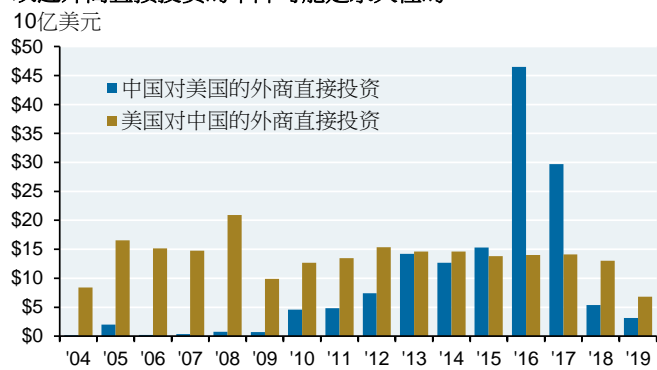
我的反应

我猜想美国可以选择继续静观其变，这会意味着：

- 不受约束的中国重商主义，加上中国是除沙特之外对外商直接投资的接受程度最低的政权
- 2006年以来，布什和奥巴马政府反复举行的「中美战略经济对话」进行了多轮会谈，但基本上都徒劳无功
- 美国经济每年因假冒商品、盗版软件和商业秘密窃取损失2,500亿至6,000亿美元（美国知识产权委员会2017年报告）
- 美国与中国的贸易导致美国制造业持续空心化。证据包括中国出口增长与美国制造业就业岗位下降⁵之间的联系，以及中国竞争对没有大学学位的美国工人的负面影响，而相比之下对拥有大学学位的美国工人的影响要小得多⁶
- 中国对美国开展了密集的间谍活动并在日益增加，其中包括针对美国政府数据库和企业的网络攻击，利用风险资本投资获取敏感技术，以及针对大学／研究机构的间谍活动⁷
- 我不太担心对美国消费者的影响；他们在过去的15年里从与中国的贸易中获得了「巨大的」暴利（请参阅下面的文本框）。利益从消费者重新分配给美国制造业工人，如果真能实现，则会扭转一小部分这种扭曲

就像许多离婚一样，改变现状总是会带来伤害，也绝不是件容易的事。在关税战打响之前，中国表现出无意回应美国的关切，所以我认为，相信任何严肃的贸易和投资重新谈判能够在不造成任何一方经济损失的情况下达成是不切实际的。我不知道第一阶段贸易协议是否会带来更公平的贸易，但从美国的角度来看，至少是朝这个方向前进了。第一阶段贸易协议还试图为全球经济最大的参与者编制出可接受的接触规则，而且出于这些原因，它值得表扬，特别是考虑到前两届共和党和民主党政府完全没有取得任何进展。

双边外商直接投资的下降可能是永久性的



资料来源: Rhodium Group; 2019年数据是直至二季度的今年以来的数据

美国消费者从中国贸易中获得的暴利

- 从 2000 年至 2007 年，中国在某一给定行业中的进口每增加 1 个百分点，该行业的消费物价指数就会下降 3 个百分点
- 中国进口增加给美国消费者带来的好处表现为物价降低，相当于制造业流失的每个就业岗位 101,250 美元，或者说在 2000 年至 2007 年间美国整体消费物价指数累计下降 1.97%

资料来源：《贸易对价格有何影响？》，劳工统计局和伦敦经济学院，2018年7月

⁵ 「当我们追踪中国向其美国竞争对手的本土市场出口激增的行业时，发现中国出口激增与美国制造业就业崩溃之间存在强有力的对应关系，于是我们顿悟了。」 David Autor, 麻省理工学院。

⁶ 《廉价进口与美国制造业就业岗位的流失》，Cooke、Kemeny 和 Rigby, 经济研究中心（人口普查局），2016年1月

⁷ 《中国间谍正在进攻》，《大西洋月刊》，2019年8月



考虑到美国和欧洲在知识产权保护和技术转让问题上有着类似的关切，或许美国在与中国谈判时错过了与欧洲建立统一战线机会。重新升级的风险仍然存在，由于双方围绕国家安全的紧张局势仍在持续，双边外商直接投资可能永远无法恢复，而且出于第一页上列举的原因，两年后美国的总体贸易逆差可能会恢复到现在的水平。即便如此，最糟糕的贸易战结果似乎已得以避免，中国的采购承诺也充分表明了他们愿意妥协，即使没有完全履行其采购承诺，而且一些资本支出计划亦将重新启动，股市正是为此做出了积极响应。

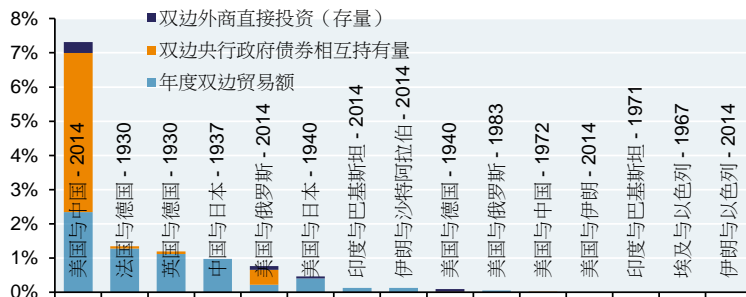
至少眼下，Graham Allison的冲突理论似乎离我们更遥远了。Allison的《注定一战：美国和中国能否摆脱修昔底德陷阱》一书在过去五百年中发现了16个案例，都是一个大国崛起瓦解了现存的大国。其中12例以战争告终，只有4例不是。另外，在百人会(C100)⁸2017年进行的一项调查中，50%的中国公民、33%的中国商界领袖和35%的中国政策专家回答与美国开战「非常有可能」或者「有一定的可能」。

我认为中美间的冲突不一样。与过去一百年间的对手们不同，美国和中国之间的经济联系要大得多。下面的图表我以前展示过。它衡量的是过去和现在不同对手之间的经济联系。本质上我不是一个乐观主义者，但是我相信这些经济联系将推动美国和中国沿着本周我们所看到的方向继续妥协。我还认为，如果这个贸易协议是任何其他美国政府谈判达成的，它可能会得到稍微更有利一些的回音。改天我们再讨论这个话题。

岑博智(Michael Cembalest)
摩根资产管理

中国和美国：经济联系与过去100年里的实际和潜在对手相比更为深厚

占特定年份合并国内生产总值的百分比



资料来源：摩根资产管理，联合国贸易与发展会议、世界银行、联合国、美国财政部、Baribieri/Keshk的《战争贸易相关性》中的数据、美国贸易代表办公室、Setser(CFR)、英格兰银行、圣路易斯联储、Eichengreen (伯克利)、Howson (普林斯顿)、东西方中心、O'Neil (CNA)、Ritschl (伦敦经济学院)、Accominotti (伦敦经济学院)、Wilkins (佛罗里达国际大学)、Villa (CEPII) ; 2016年

⁸ 百人会(C100)是贝聿铭和马友友发起的一个华裔美国人组织，促进华裔美国人参政，鼓励中美之间建立有建设性的关系。



本文件之目的：本文件仅供一般说明之用。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为岑博智先生按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知，且可能与JPMorgan Chase & Co.（「摩根大通」）摩根大通的其他领域所表达的观点、意见、预测及投资策略不同。本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。

一般风险及考虑因素：

本文件表达的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。**投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。**资产配置／多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。投资者务须审慎考虑本文件讨论的有关服务、产品、资产类别（例如股票、固定收益、另类投资或大宗商品等）或策略是否适合其个人需要，并须于作出投资决定前考虑与投资服务、产品或策略有关的目标、风险、费用及支出。请与您的摩根大通代表联络以索取这些资料及其他更详细信息，当中包括您的目标／情况的讨论。

非依赖性：

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出担保或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明／参考用途。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略，均为本公司按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知。摩根大通概无责任于有关资料更改时更新本文件的资料。本文件表达的观点、意见、预测及投资策略可能与摩根大通的其他领域、就其他目的或其他内容所表达的观点不同。**本文件不应视为摩根大通研究报告看待。**任何预测的表现和风险仅以表达的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。

本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及／或其代表或雇员的要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面），不论内容是否按照您的要求提供。

摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

法律实体、品牌及监管信息：

在美国，银行存款账户及相关服务（例如支票、储蓄及银行贷款）乃由摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)提供。摩根大通银行是美国联邦存款保险公司的成员。在美国，投资产品（可能包括银行管理账户及托管）乃由**摩根大通银行(JPMorgan Chase Bank, N.A.)**及其关联公司（合称「**摩根大通银行**」）作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务（例如证券经纪及咨询账户）乃由**摩根大通证券(J.P. Morgan Securities LLC)**（「**摩根大通证券**」）提供。摩根大通证券是**金融业监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。年金是透过**Chase Insurance Agency, Inc**（「**CIA**」）支付。CIA乃一家持牌保险机构，以Chase Insurance Agency Services, Inc.的名称在佛罗里达州经营业务。摩根大通银行、摩根大通证券及CIA均为受JPMorgan Chase & Co.共同控制的关联公司。产品不一定于美国所有州份提供。

在**盧森堡**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司**（簡稱「**摩根大通銀行盧森堡**」）發行，其註冊辦事處位於 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg, 註冊編號為 R.C.S Luxembourg B10.958，由**摩根大通銀行盧森堡**經**盧森堡金融監管委員會 (CSSF)** 授權並受其監管，並受歐洲央行及 CSSF 共同監督。根據 1993 年 4 月 5 日頒布的法律，**摩根大通銀行盧森堡有限公司**經授權成為一家信貸機構。在**英國**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**發行。在英國脫歐（脫歐是指英國根據《歐盟公約》第 50 條法案退出歐盟，或其後將會喪失英國與歐洲經濟區餘下成員國之間獲得金融服務的能力）之前，**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**須受英國金融市場行為監管局及英國審慎監管局的有限監管。有關英國金融市場行為監管局及英國審慎監管局對**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**進行監管之詳細範圍，**摩根大通**可應要求提供。英國脫歐後，**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**是由英國審慎監管局授權，並須受英國金融市場行為監管局監管以及英國審慎監管局的有限監管。有關英國審慎監管局對**摩根大通銀行盧森堡有限公司倫敦分行**進行監管之詳細範圍，**摩根大通**可應要求提供。在**西班牙**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司 Sucursal en España (馬德里分行)**分派，其註冊辦事處位於 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain。摩根大通銀行盧森堡有限公司 Sucursal en España (馬德里分行)已於西班牙銀行行政註冊處登記註冊，註冊編號為 1516，並受西班牙國家證券市場委員會 (Comisión Nacional de Valores, 簡稱「**CNMV**」) 監管。在**德國**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司法蘭克福分行**分派，其註冊辦事處位於 Taunustor 1 (Taunus Turm), 60310 Frankfurt, Germany, 受德國金融監管委員會 (CSSF) 及歐洲中央銀行共同監管，在部分地區亦須受德國聯邦金融監管局 (簡稱「**BaFin**」) 監管。在**意大利**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司米蘭分行**分派，其註冊辦事處位於 Via Cantena Adalberto 4, Milan 20121, Italy, 受意大利央行及意大利全國公司和證券交易所監管委員會 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, 簡稱「**CONSOB**」) 監管。在**荷蘭**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行**分派，其註冊辦事處位於 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands。摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行受荷蘭金融監管委員會 (CSSF) 授權和監管，並受歐洲中央銀行與盧森堡金融監管委員會共同監管；此外，**摩根大通銀行盧森堡有限公司阿姆斯特丹分行**亦由荷蘭銀行 (DNB) 和荷蘭金融市場監管局 (AFM) 授權及監管，並於荷蘭商會以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**分行的名義註冊登記，其註冊編號為 71651845。在**丹麥**，本文件是由**摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行**分派，其註冊辦事處位於 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark。摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**的名義註冊登記，並已獲丹麥金融監管委員會 (CSSF) 授權和監管，並受歐洲中央銀行與丹麥金融監管委員會共同監管。此外，以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**的名義註冊登記的**摩根大通銀行盧森堡有限公司哥本哈根分行**同時須受丹麥金融監管局 (Finanstilsynet) 監管，並於丹麥金融監管局以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**分行的名義註冊登記，編號為 29009。在**瑞典**，本文件由**摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行**分派，其註冊辦事處位於 Hamngatan 15, Stockholm, 11147, Sweden。摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行已獲瑞典金融監管委員會 (CSSF) 授權和監管，並受歐洲中央銀行與瑞典金融監管委員會共同監管。此外，**摩根大通銀行盧森堡有限公司斯德哥爾摩分行**同時須受瑞典金融監管局 (Finansinspektionen) 監管，並以**摩根大通銀行盧森堡有限公司**分行的名義在瑞典金融監管局登記註冊。在**法國**，本文件由**摩根大通銀行巴黎分行**分派，並受法國銀行業監察委員會 (Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution) 及法國金融監管機構監管。在**瑞士**，本文件由**J.P. Morgan (Suisse) S.A.** 分派，在瑞士受瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 監管。

在**香港**，本文件由**摩根大通銀行香港分行**分派，**摩根大通銀行香港分行**受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港，若您提出要求，我们将会在不收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在**新加坡**，本文件由**摩根大通銀行新加坡分行**分派。**摩根大通銀行新加坡分行**受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由（通知您的）**摩根大通銀行香港分行／新加坡分行**向您提供。银行及托管服务由**摩根大通銀行新加坡分行**向您提供。本文件的内容未经香港或新加坡或任何其他法律管辖区的任何监管机构审阅。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言，本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。建议您审慎对待本文件。**摩根大通銀行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.)** 是依据美国法律特许成立的国家银行组织；作为一家法人实体，其股东责任有限。

在**澳大利亚**，摩根大通银行(ABN 43 074 112 011/AFS 牌照号码：238367)须受澳大利亚证券及投资委员会以及澳大利亚审慎监管局监管。摩根大通银行于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。就本段的目的而言，「批发客户」的涵义须按照公司法第 2001 (C)第 761G 条(《公司法》)赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

摩根大通证券是一家在美国特拉华州注册成立的外国公司(海外公司)(ARBN 109293610)。根据澳大利亚金融服务牌照规定，在澳大利亚从事金融服务的金融服务供应商(如摩根大通银行及摩根大通证券)须持有澳大利亚金融服务牌照，除非已获得豁免。**根据公司法 2001 (C) (《公司法》)，摩根大通证券已获豁免就提供给您金融服务持有澳大利亚金融服务牌照，且根据美国法律须受美国证券交易委员会、美国金融业监管局及美国商品期货交易委员会监管，这些法律与澳大利亚的法律不同。**摩根大通证券于澳大利亚提供的资料仅供「批发客户」。本文件提供的资料不拟作为亦不得直接或间接分派或传送给澳大利亚任何类别人士。就本段目的而言，「批发客户」的涵义须按照《公司法》第 761G 条赋予的定义。如您目前或日后任何时间不再为批发客户，请立即通知摩根大通。

本文件未特别针对澳大利亚投资者而编制。文中：

- 包含的金额可能不是以澳元为计价单位；
- 可能包含未按照澳大利亚法律或惯例编写的金融信息；
- 可能没有阐释与外币计价投资相关的风险；以及
- 没有处理澳大利亚的税务问题。

关于**拉美**国家，本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。我们可能会向您提供和/或销售未按照您祖国的证券或其他金融法律登记注册、并非公开发行的证券或其他金融工具。该等证券或工具仅在私下向您提供和/或销售。我们就该等证券或工具与您进行的任何沟通，包括但不限于交付发售说明书、投资条款协议或其他发行文件，在任何法律管辖区内对之发出销售或购买任何证券或工具要约或邀约为非法的情况下，我们无意在该等法律管辖区内发出该等要约或邀约。此外，您其后对该等证券或工具的转让可能会受到特定监管法规和/或契约限制，且您需全权自行负责确定和遵守该等限制。就本文件提及的任何基金而言，基金的有价证券若未依照相关法律管辖区的法律进行注册登记，则基金不得在任何拉美国家公开发售。任何证券(包括本基金股份)在巴西证券及交易委员会CVM进行注册登记前，均一概不得进行公开发售。本文件载列的部分产品或服务目前不一定可于巴西及墨西哥平台上提供。

本报告内提及的「摩根大通」是指 JPMorgan Chase & Co 及其全球附属和关联公司。

本文件是保密文件，仅供您个人使用。未经摩根大通的事先同意，不应向任何其他人士分派本文件的内容。未经摩根大通的事先同意，任何其他人士不得复制或利用本文件作非个人使用。如您有任何疑问或欲收取这些通讯或任何其他营销资料，请与您的摩根大通代表联络。

本文件的收件人已同时获提供中文译本。

尽管我们提供中文文件，但据摩根大通理解，收件人或其指派的顾问(若适用)有足够能力阅读及理解英文，且中文文件的使用乃出于收件人的要求以作参考之用。

若英文版本及翻译版本有任何歧义，包括但不限于释义、含意或诠释，概以英文版本为准。

© 2020年。摩根大通。版权所有。