

2020年1月16日

农银国际政策透视

中美第一阶段经贸协议的宏观解读及行业分析



2020年1月16日
经济师：姚少华

中美第一阶段经贸协议的宏观解读及行业分析

中美第一阶段经贸协议达成的宏观解读

美国时间 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。除序言外，协议文本包括了知识产权、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、最终条款八个章节。

根据双方签订的贸易协议文本，中国承诺在未来两年，以 2017 年为基准增加总值不少于 2000 亿美元美国商品和服务采购，当中包括 777 亿美元工业制品、320 亿美元农产品、524 亿美元能源产品，以及 379 亿美元服务采购。其中，2020 年将增加制成品 329 亿美元、农产品 125 亿美元、能源产品 185 亿美元、服务 128 亿美元，相对于 2017 年的增幅分别为 38%、52%、159%、15%。

根据中美双方在 2019 年 12 月 13 日达成的共识，中美双方取消了 12 月 15 日进一步加税的计划，美方降低了对 1200 亿美元中国商品加征关税的税率，由之前的 15% 削减至 7.5%。此前，12 月 6 日中国对大豆、猪肉等自美采购商品采取了不加征反制关税的排除措施。

对中国的出口而言，与 2019 年相比，中美第一阶段经贸协议在关税上的实质变化是对蓝牙耳机、液晶电视及鞋类等 1,200 亿美元中国商品征收的关税减半至 7.5%，但其对价值 2,500 亿美元的中国机械和工业零件等的关税则维持在 25% 不变，这些商品包括了汽车零件、半导体、印刷电路板、家具和照明设备等。所以整体而言中美第一阶段经贸协议对 2020 年中国出口美国的支持将会有限。但对中国进口而言，中美第一阶段经贸协议属重大利好，因为中国的进口商新增了来自美国的进口渠道，在国内总体需求保持稳步增长的情形下，国际供给的大幅增加有利于中国进口商获得有利的进口价格。而且中美将基于市场价格和商业考虑开展采购活动。而且在特定年份，市场状况可能会影响采购的时点，尤其是在农产品采购方面。

中国承诺在未来两年以 2017 年为基准增加总值不少于 2000 亿美元美国商品和服务采购亦给中美双方进一步削减彼此关税带来动力。第一阶段协议并未削减美国出口至中国的主要农业出口品关税，比如猪肉关税仍高达 68%。只有美国主动再下调关税，中国进一步跟进关税下调才可能完成中方的进口承诺。试想如果美国出口到中国的大部分商品仍存在较高的关税，美国的商品在中国无法取得进口优势。

政策 透视

中美第一阶段经贸协议在金融服务方面承诺中国扩大金融服务领域市场准入。具体包括 2020 年 4 月 1 日，中国取消证券、保险、基金管理和期货服务的外资股比上限和歧视性审批许可。同时，对于电子支付、银行、信用评级和不良债务服务，中国承诺做出相应开放政策以允许外资机构顺利进入中国市场并开展业务。在宏观经济政策与汇率方面，中国承诺避免竞争性贬值、制定汇率目标、提高透明度、提供问责和执行机制，确保中国不能通过利用货币贬值与美国出口商进行不公平竞争。此外，中美在知识产权与技术转让方面均达成多项共识。

其实在上述诸方面中国早已经公布了相关政策。2020 年 1 月 1 日生效的《外商投资法》强调平等保护外国投资者和外商投资企业的知识产权，加大对知识产权侵权行为的惩处力度，强化知识产权执法。2019 年 7 月中国总理李克强宣布，在外资关注的重点领域，将继续放开股比限制；同时，将深化金融业和现代服务业的开放，将原来规定的取消证券期货寿险外资股比限制，提前至 2020 年实现。针对期货公司的外资股比限制本月起已全面取消。中国在 2019 年表示，自 2020 年 4 月 1 日起还将取消基金管理公司外资股比限制。中国原计划 2020 年 12 月 1 日起取消证券公司外资股比限制。第一阶段协议将这一时间提前九个月。目前外资银行只能持有中国证券合资企业至多 51% 的股权。针对寿险合资企业 51% 的外资持股限制也已在 1 月取消。同样，中国在协议中承诺向美国公司开放支付系统。而中国央行 1 月稍早表示，已接受美国运通一家子公司有关在中国开展业务的申请。

总体来说，中美第一阶段经贸协议达成避免中美贸易摩擦出现最差的情形，短期内降低了中国经济前景的不确定性。中美贸易谈判的难点是第二阶段的协议，中国期望全面取消关税以及美国最关切的产业补贴的事项将是第二阶段谈判的重点。中国当前最重要的工作是化压力为动力，加大金融开放和保护知识产权，强化科技创新，提高中国潜在经济增长率。

研究部主管： 陈宋恩

经贸协议下的银行服务竞争格局改变

中国金融业将在未来三年内实现巨大飞跃。金融机构和从事金融行业或将要加入该行业的人员应在这个发展周期中做好准备，不要掉队。

中国政府已承诺进一步开放金融市场。最新的中美经济贸易第一阶段协议已经清除了美资金融机构在中国建立控制业务和运营的不确定因素。我们认为，中国会允许将适用于美国金融机构的条款也将适用于其他外国金融机构，创造公平的竞争环境让在中国的所有外国金融机构运营。

我们关注协议中提到的银行服务部分。通常，银行服务涉及很多金融服务，但协议没有提及美国金融机构在中国从事传统商业银行业务。该协议反映了美国金融机构热衷于进入银行服务的两个领域。这两个领域不是传统的商业银行服务，它们更多地与投资银行服务有关。

首先是美国金融机构热衷于进入证券投资基金托管服务。中国承诺协议生效后5个月内，中国应允许美国金融机构的分行提供证券投资基金托管服务，并将其母公司的海外资产情况纳入考量以满足相关资产要求。中国应及时审核和批准美国金融机构提出的证券投资基金托管牌照的合格申请。

根据中国人民银行的资料，到2019年末，企业债券余额为23.47万亿元，同比增长13.4%；政府债券余额为37.73万亿元，同比增长14.3%；非金融企业境内股票余额为7.36万亿元，同比增长5%。这三个项目加起来余额为68.56万亿元。债券托管服务市场巨大。证券投资基金托管服务是本地商业银行特别是大型商业银行收入中的主要非利息收入业务之一。例如，工行资产托管业务在2018年实现收入70.5亿元，在2019年上半年实现39.9亿元收入。2018年，建设银行信托及受托活动佣金收入为127.48亿元，增长7.51%。未来几年，大型的国内商业银行可能会在这方面失去部分业务给美国金融机构。但是，这可能不是完全坏消息。随着中国将拓宽允许外国基金经理投资债券和股票市场的渠道和深度，外国基金经理可能会很乐意找到熟悉的美国金融机构来提供托管服务。在这种情况下，这将降低外国基金经理持有中国证券的风险感知。

另一个银行服务领域协议中提到的，美国金融机构想要渗透是非金融债务融资工具主承销业务。中国确认，美国金融机构申请成为各类非金融债务融资工具A类主承销商时，应根据修改后的发放非金融企业债务融资工具主承销商牌照的评估规则接受评估，并相应获得牌照。该规则将美国金融机构的国际资质纳入评估考量，使该实体能够以此来满足在华申请牌照的相关要求。

根据人民银行的资料，2019年，企业债券净融资3.24万亿元，同比多6098亿元；政府债券净融资4.72万亿元，同比少1327亿元；非金融企业境内股票融资3479亿元，同比少127亿元。可以看出，年度债券承销业务量巨大。

也许，对于为什么美国金融机构如此热衷于渗透这项业务，读者可能会感到奇怪。中国的债券承销业务远大于股票承销业务，因此债券承销业务将产生较高的承销费用。此外，债券承销本质上是一种经常性业务，因为债券发行人将继续定期为其债券再融资。债券承销业务的上游是债券发行人的财务咨询服务和信用评级服务，债券承销业务的下游是向资金提供者即基金管理人提供资产配置服务和风险处理相关工具。债券主承销商在业务流程中享受非对称信息优势，上游要筹集资金信息，下游要寻找优质资产来投资信息。因此，债券主承销商一方面能够获得优质的债券资产信息，另一方面可以为上游债券发行人和下游基金经理提供增值服务。

美国金融机构意识到了一个主要趋势，即世界上越来越多的外国基金经理或大投资者将增加在中国的债务或股权证券投资。外国基金经理一方面需要寻找值得信赖的金融机构为其托管证券资产，另一方面需要在中国寻找良好的证券资产。我们认为，这些外国基金经理或大投资者中的大多数已经是美国金融机构在中国境外的客户。如果美国金融机构想要提高现有客户的粘性并为客户提供一站式全球金融服务，则美国金融机构必须能够在中国市场提供类似的服务。

在协议中，中国承诺从美国购买服务。除金融服务、保险和云服务外，所有承诺购买服务必须跨境供给。中国购买美国金融服务，保险和云服务可以来自位于中国的美国金融机构。简而言之，未来三年，美国在华金融机构的业务收入很大程度上获得保证。

大多数美国金融机构希望享受先发优势，以便获得中国承诺在未来三年内购买的业务量。问题是加快申请和批准后，如何找到合格的员工队伍来建立业务体系并在中国开展业务提供服务。这对于中国金融业现有的员工队伍来说是个好消息，但是国内大型金融机构可能面临人员流失的风险。

展望未来，这些美国金融机构将间接将外国投资者和国际商业惯例带入中国金融市场。在短期内，这些美国金融机构可能会动摇现有国内大型金融机构在中国市场的市场份额。中国投资银行业的竞争格局将发生变化，特别是在债券承销和资产托管业务，在岸市场将发生国际化竞争。在短期内，中国的一小块蛋糕可能会被美国吃掉，但它们可能会向中国市场引入新的原料，使蛋糕从长远看变得更大，然后每个人都可以分享更大的一块蛋糕。

政策 透视

政策对行业影响:



中国银行业

分析员: 欧宇恒

相关内容:

- 协议为金融企业移除障碍, 让美国银行机构、保险公司和其他金融服务公司得以扩张中国市场, 其中包括快速审查信用卡公司和美方信用评等服务的授权许可。
- 协议包括了中国不以价格竞争目的而将货币贬值的承诺。协议中定明, 如果中国违反承诺, 将触发更高的对华关税。

行业影响:

- 从政策层面看, 中国银行业走出去的国际化发展在近年正加速进行。然而, 中资银行目前仍以在岸业务为主, 四大行中除中国银行外其他三大行 2019 年上半年离岸业务营业收入占总营业收入比仅为 2.9%-7.7%, 而中国银行受惠于中银香港海外业务的发展则其占比达到 23.5%。因此我们判断中美贸易第一阶段协议在汇率上的条款对国内外银行业现阶段业务上的直接影响非常轻微。
- 另一方面, 开放外资金融机构进入中国参与的步伐自去年起亦明显加快。但根据银保监会数据则外资银行截至 2019 年首 3 季净利润仅占商业银行总额的 1.0%。中美贸易协议第一阶段开放美国银行机构进入中国或令美国金融企业在中国的市场占比逐步提升。尽管现阶段贸易协议细节尚无定案, 考虑政治层面上中国将不会让美国金融企业在中国的话语权得到大幅提升, 我们相信对美国金融企业的开放将有限度地进行。
- 我们认为中美贸易协议对中国银行业的影响仍将以银行业资产质量上的间接影响为主, 市场焦点将放在第一阶贸易协议签署后实际操作情况, 以及第二阶段协议谈判上的后续发展。对于涉及进出口业务企业经营环境上的改变, 将滞后反映在银行的资产质量上。然而, 参考各上市银行最近几季业绩表现及不断加强的风险缓冲能力, 我们认为大部份银行已积极因应现时的不确定因素做出准备, 以维持资产质量在合理水平。
- 虽然中美签订第一阶段贸易协议为市场消除部份不确定性, 进入第二阶段谈判意味着新的不确定性即将来临, 尤其如果未来贸易协议谈判桌上出现更多对关税, 汇率或外汇管制上的限制, 则可能对整个宏观经济环境带来不同程度上的影响。因此, 在难以预测的前提下, 我们认为中国银行业未来在营运, 风管上将继续以较审慎的态度行事。

政策 透视

股份影响:

- 尽管我们认为由于中国银行业国际化程度较低，中美贸易谈判对其的直接影响属轻微，但间接对银行资产质量上的影响仍然不容忽视。特别从过去几年投资者对中资银行股的投资行为模式可以看到，无论在 A 股及 H 股市场，投资者对银行板块的负面消息反应特别敏感，导致大部份银行股的估值长期在 1 倍以下。其中大型银行如建设银行(**939 HK, 601939 CH**)及农业银行(**1288 HK, 601288 CH**)的风险抵御能力明显较高。
- 另外，股份制银行及地区性银行亦面对着较大的间接影响，主要由于其客户较集中在资金实力相对低的中小微企。股份制银行中**民生银行(1988 HK, 600016 CH)**一直定位以服务中小微企为业务主轴，其所受间接影响将较大。同时地区银行大多以企业银行及小微企为主业，则在资产质量上的压力亦将较大。



相关内容：

- 根据中美第一阶段经贸协议，中国将在 2020 年及 2021 年在 2017 年采购额的基础上分别增购不少于 128 亿美元及 251 亿美元的服务，其中包括金融服务。
- 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。中国确认从 2019 年 7 月 5 日起大幅降低对证券服务提供者控股股东的高额资产净值要求。此外，双方应确保不存在针对对方私募基金管理人的歧视性限制、双方确认在期货产品方面不存在针对对方机构的歧视性限制。

行业影响：

- 在 2020-21 年增购共 379 亿美元的美国服务产品中包括知识产权使用费用、商务旅行和旅游、金融及保险服务、其他服务及云服务等多个项目，而各个项目的占比并没有公布。例如，这金融服务的金额及会否包括证券相关服务仍是未知数。
- 对于取消证券公司外资股比限制，这在短期内应不会对行业竞争格局产生根本性巨大影响。总的来说，本土证券公司经过多年发展及在资本市场集资后普遍有强大的资产负债表。例如，根据统计，2018 年底首十大券商的总净资产达 9,031 亿人民币。此外，2018 年首十大券商总收入约占全行业 65%，反映大型券商在行业竞争中占领先地位。我们认为大型券商的现有竞争优势不容易在短期内被外资券商打破。
- 看过去中外合资券商的经营情况分析，现时中外合资券商如中金公司、高盛高华、瑞银、瑞信方正等，除中金外大部份规模都不算大，且合资券商大多以投行及机构业务为主，业务线并不齐全。故此，从过去合资券商在中国的经营历史看，外资券商或选择集中发展部份有优势的业务如投行、高端并购、机构业务、跨境业务等。所以，部份较着重这些业务的券商在中长期或需面对更多竞争。

股份影响：

- 短期来说，中美第一阶段经贸协议达成或会影响整体 A 股市场气纷及 A 股成交量。在各券商中，银河、招商、国泰君安、申万宏源的经纪业务比重相对较高，较受 A 股成交量变化影响。
- 中长期来说，随着外资券商在未来数年加强在中国发展，部份投业务比重较高之券商如中信建投或需面对更多竞争。



相关内容：

- 中美第一阶段贸易协议中指出，缔约方应履行各自在 20 国集团（G20）公报中做出的与货币有关的承诺，包括避免竞争性贬值和出于竞争目的的汇率目标。

行业影响：

- **人民币汇率上升或使开发商录得汇兑收益。**中美第一阶段经贸协议落实，美国亦将中国移出汇率操纵国名单，汇率不明朗因素减少或使人民币兑美元重拾上升趋势。人民币升值，将令内地开发商在年底为外币债重估时带来汇兑收益。相反，一些最近上市的物业管理公司，上市后或未将全数港币集资款项转为人民币，或会录得一定汇兑损失。
- **美国利率下调或降低发债成本。**虽让中美贸易战有所缓解，但美国以降息手段刺激经济相信在 2020 年依然持续。美国利率继续下滑将有助降低开发商海外发债的融资成本。今年一月已经有超过十家内地开发商发行美金债，利率亦见下降趋势。其中龙湖（960）发行 2.5 亿美元七年期和 4 亿美元十二年期美金债，债券票息分别为 3.375% 和 3.85%，比其去年九月份所发行十年期美金债 3.95% 有所降低；佳兆业(1638) 今年一月所发行 5 亿美元五年期美金债票息为 10.5%，亦比去年十一月份所发行三年期美金债 11.95% 下跌近 1.45 个百分点。
- **市民或预期经济好转，增加购房意欲。**贸易战阴霾下，影响部分市民对就业前景感到悲观，延迟购买需求。中美第一阶段经贸协议落实对市场购买气氛或有正面作用。

股份影响：

- **我们依然偏爱大湾区开发商。**我们认为虽然广东沿岸一带外贸对经济比重相对较高，但在大湾区旧改项目加快推进下，为开发商提供不少工厂旧改机会。大湾区有详细政策支持，能刺激高端科研人才流入，交通亦越来越便利。大湾区开发商，如**时代中国(1233 HK)**、**龙光地产(3380 HK)**和**中国奥园(3883 HK)**等可看高一线。
- **物业管理板块受贸易战和经济周期影响较小。**内地物业管理公司的收入大部分源自内地项目，其中约 70% 收入来自管理费，在合约期内按标明的管理费水平收费，经济波动难以令收入大幅下滑。虽然中美第一阶段经贸协议落实，但之后发展向好或向坏实在难以预料，因此我们认为盈利可见性高、对经济周期不敏感的物业管理板块将继续受投资者青睐。事实上，去年贸易战消息起伏，主要内地物业管理公司 2019 年股价平均上涨近 120%，反映投资者对盈利可见性高行业的偏好。



相关内容：

- 能源产品（液化天然气、原油、精制产品及煤），在2020年从美国购买和进口到中国的额度应比2017年的基准额高出不低于185亿美元，并且比2017年的基准额高出不少于339亿美元

行业影响：

- 我们认为，中美第一阶段协议对中国替代能源行业及环保行业影响较微。中国替代能源行业及环保行业重点在内需，我们认为第一阶段中美贸易协议的达成，将有利中国的贸易活动及制造业活动，因而有利于中国的经济，将会促进该两个行业的长远发展
- **替代能源行业（风电、核电、水力、太阳能等）**。中美第一阶段贸易协议的达成将令市场一直忧虑的国际贸易活动下降得到放缓。我们相信中美贸易将会逐步恢复，因此也会刺激中国的工商业活动。中国的电力需求有70%是来自于工业制造，工业活动的再次活跃将会令替代能源行业有所提振。我们认为，核能仍将是未来中国能源结构的主力，增长速度也会继续加快。
- **垃圾焚烧**。第一阶段贸易协议的达成将有助于中国的经济增长，并且令大众消费有所好转。中国城市人口的增加和密度的上升，加上网购的流行和外卖送餐服务的便捷都令城市人均固体垃圾生产量持续增长。我们认为，中美达成协议，将有助中国经济，提振大众消费，也会进一步增加城市固体垃圾的增长。垃圾焚烧是现在世界上较为环保和高效的固体垃圾处理方法，因为它占地面积小，而且不会像填埋一样污染地下水和周边环境，将会是中国城市未来处理固体垃圾的主流方式。
- **污水处理**。相对于替代能源和垃圾焚烧行业，中美第一阶段贸易协议的影响对污水处理行业的影响较少。中国的污水处理主要集中于城市生活废水，随着城镇化的推进，中国城市人口不断增加，加上市民对卫生要求的提升都是对城市污水处理的主要需求。我们认为，中美贸易协议的达成，将会促进沿海的贸易，有助于增加沿海城市的人口增长，从而加大了对城市污水处理的需求。

政策 透视

股份影响:

- **中广核电力（1816 HK）** 应该是核电行业的最大受益者。中广核占据中国 **60%**的核电发电量，是国内核电建造和运营的领军企业。随着中美第一阶段贸易协议的达成，将对中国的工业制造活动有正面影响，从而拉升电力需求。国家对核电发展的大力支持将对中广核这样的行业龙头最为有利。
- **光大国际（257 HK）** 在垃圾焚烧上应受益最多。光大国际是中国最大的垃圾焚烧运营商，行业的龙头。中美第一阶段贸易协议的达成将有助于中国的经济增长，提升人民的消费欲。随着近几年来网购和外卖送餐服务的强劲增长，城市人均垃圾生产量也逐步增长。光大国际是国内垃圾焚烧的龙头企业，而且起步较早，在技术和经验有深厚的积累，加上国企的背景，应该会受到最多的关注和受益。



相关内容：

- 中国在 2020 年的美国农产品进口总额将在 2017 年的总额基础上再加 125 亿美元
- 中国在 2021 年的美国农产品进口总额将在 2017 年的总额基础上再加 195 亿美元
- 除了以上的进口总额增量以外，中国将会在 2020 年和 2021 年每年再追加额外 50 亿美元的美国农产品进口额
- 中美双方预计农产品的进口额度增加趋势将在 2022 年到 2025 年继续保持
- 本阶段协议在农产品方面着重讨论乳制品、各种肉类以及肉制品

行业影响：

- 中国在 2017 年总共从美国进口 241 亿美元的农产品，若本阶段协议所承诺的增加额度均能实现，那么在 2020 年和 2021 年中国从美国进口的农产品总额将会达到 416 亿美元和 486 亿美元；2017-2021 年的年复合增长率达到 19.2%；这将会对中国的农产品市场的总供应量有较大的提升；需要注意的是在本次协议并未说明以上的增加进口额是税前还是税后，如果以上的增加进口额为税前值，那么中国则需要额外付出关税部分，这将会对该部分农产品的进口价格造成一定的影响，甚至降低其在中国市场的价格优势。
- 目前中美双方仍未就各类农产品的增加额度作出声明，双方将会在本阶段协议签署后协商各项农产品增加的额度并进行有关的公告；在 2017 年，中国从美国进口畜产品 29.2 亿美元，占总体从美国进口农产品的比例为 12.1%，假设该比例不变，在 2021 年，从美国进口的畜产品总额将会达到 58.9 亿美元。
- 本阶段的协议或将会推进国内的企业进入美国市场，中国农产品企业在美国设立分支机构，或中国农产品企业在美国进行收购的行为。

政策 透视

股份影响:

- 我们认为短期内大幅增加美国农产品进口，将会对国内农产品供给情况有加大的冲击，但是主要的消费品龙头企业在国内具有一定的市场地位，抗风险能力较强。**万洲国际（288 HK）**比其他的消费品龙头更有优势，主要由于其在美国的生猪业务将可以利用本次协议增加对中国的出口。**蒙牛（2319 HK）**和**伊利（600887 CH）**或将加快其在美国的业务扩张，并有可能进行在美国当地的并购活动。



相关内容:

- 根据中美第一阶段经贸协议，中国将在 2020 年及 2021 年在 2017 年采购额的基础上分别增购不少于 128 亿美元及 251 亿美元的美国服务产品，其中包括知识产权使用费用及云服务。
- 此外，中方承诺加强保障知识产权，其中包括加强保护商业秘密和机密商业信息、打击电子商务市场中的侵权和假冒行为、打击在线侵权等。
- 在电子支付市场，中国在美国电子支付服务提供者提交筹建银行卡清算机构的申请后 5 个工作日内应予以受理，中国在受理后 90 个工作日内应就该申请做出决定。此外，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，应受理其牌照申请，并应就该申请做出决定。

行业影响:

- 在 2020-21 年增购共 379 亿美元的美国服务产品中包括知识产权使用费用、商务旅行和旅游、金融及保险服务、其他服务及云服务等多个项目，而各个项目的占比并没有公布。总的来说，这对国内现有云服务公司有一定影响，但影响的程度则仍需观察。
- 另一方面，中国将加强知识产权保护，这和现有行业政策大致一致。例如，2019 年 11 月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于强化知识产权保护的意见》，推出各项措施包括加大侵权假冒行为惩戒力度、严格规范证据标准、强化案件执行措施、完善新业态新领域保护制度等。
- 在电子商务市场，大型电商平台如阿里巴巴/京东在过去一段时间已加强打击平台上的盗版和假冒行为。现时盗版和假冒行为较多出现在小型的电商平台上。故小型电商平台将受较大影响，而大型电商平台或能从此受惠而增加市场份额。
- 在电子支付市场，这意味着美国电子支付服务提供者如万事达、维萨或美国运通等或能较易获得相关牌照而开展业务。另一方面，由于阿里巴巴和腾讯在过去多年不断扩展其业务规模，现时在市场拥有强大客户基楚及市场领先优势，故其现有竞争优势应不容易在短期内被外资电子支付服务提供者打破。

政策 透视

- 此外，加强保护商业秘密和机密商业信息长远来说将有利推动科研及保护创新。中短期来说，这意味着行业整合将加速，部份缺乏自主开发能力或知识产权的企业或被淘汰，而大型互联网/科技企业龙头的优势地位将加强。此外，具有科研能力的初创企业也能受惠，因加强保护创新能减少企业初创期科研成果被盗窃而导致企业不能持续成长的风险。
- 需注意的是，这次协议并没有处理互联网行业的市场开放问题，故需留意这会否在下一阶段谈判中讨论。总的来说，如大型外资互联网企业龙头如 谷歌及面书等获准进入中国市场，这或会对行业造成一定压力。

股份影响：

- 在大型上市互联网平台中，对**阿里巴巴(9988 HK/BABA US)**而言，云服务占阿里巴巴收入约 8%，这业务或受采购协议影响。另一方面，大型互联网平台包括阿里巴巴或能受惠加强知识产权保护而加强其竞争优势，这或能抵销其云服务业务的潜在负面影响。此外，由于阿里巴巴只拥有蚂蚁金服 33%权益，故在电子支付市场的影响相对较为间接。故总的来说，整体影响或好坏参半。
- 对**腾讯 (700 HK)**而言，而潜在影响主要体现在云服务及电子支付业务。在 2019 年首 9 个月，金融科技及商业服务业务分别占腾讯收入及毛利约 26%及 16%。故需留意这些业务的未来趋势。



相关内容:

- 未来两年美国对华出口增加单独或主要用于制造半导体圆棒或芯片，半导体器件，电子集成电路或平板显示器的机器和设备。

行业影响:

- **利好国内 5G 的发展。**随着中国 5G 产业升级，中国向高端、高科技领域迈进，特别在高科技领域、芯片、电子、人工智能等领域。签署中美第一阶段经贸协议，未来中国企业更易于采购入美国的电子零部件，以及出产品到美国，利好高科技的学术交流。国内有多家的手机品牌需要向美国的科技企业购入芯片和集成电路等，中美第一阶段经贸协议签署降低市场风险，国内的手机商可出货更多 5G 手机型号，有助 5G 的利用率。
- **加快国内电信营运商 5G 的覆盖。**国内电信营运商多向中兴通讯和华为等企业购入 5G 设备，签署中美第一阶段经贸协议，可加快 5G 产业的升级，这将利好消费电子、半导体、PCB、LED 等以制造为主的领域企业，有望加速国产化进程，中长期继续看好。
- **推动 5G 互联网、云计算、大数据、人工智能与制造业深度融合。**国内电信营运商推出提速降费计划，而 5G 的服务费亦相对合理，未来的 5G 推动移动数据流量消费的使用量，发展数字经济，移动支付、共享出行、人工智能、在线娱乐等领域的创新为生活提供了极大的方便。中小企业宽带平均资费的下降有利中小企业的经营和降低营运用。可推动互联网、云计算、大数据、人工智能与制造业深度融合，提升制造业数字化、网络化、智能化水平。5G 将加速智能驾驶、智慧医疗、智能工业制造等新技术新应用的落地，促进物联网规模应用。

股份影响:

- 签署中美第一阶段经贸协议有利**中兴通讯(763 HK)**，中兴通讯更易于购入美国的电子零部件，以及出口手机到美国。加快国内 5G 电信网络的发展，我们预计中兴通讯将获得优势。

政策
透视

农银国际分析员



研究部主管 - 陈宋恩
philipchan@abci.com.hk



更多研究报告



宏观经济 - 姚少华
yaoshaohua@abci.com.hk



中国银行业 - 欧宇恒
johannesau@abci.com.hk



中国证券业/科技及电子商贸业 - 周秀成
stevechow@abci.com.hk



中国房地产业 - 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



中国环保业/替代能源业 - 吴景荃
kelvinng@abci.com.hk



中国教育业/消费品业 - 潘泓兴
paulpan@abci.com.hk



中国电信业 - 黎柏坚
rickyilai@abci.com.hk

权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、吴景荃、潘泓兴、黎柏坚作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

陈宋恩持有中国农业银行H股股份。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址： 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话： (852)3666 0002