

2020年1月16日

## 農銀國際政策透視

### 中美第一階段經貿協議的宏觀解讀及行業分析



2020年1月16日  
經濟師：姚少華

## 中美第一階段經貿協議的宏觀解讀及行業分析

### 中美第一階段經貿協議達成的宏觀解讀

美國時間 1 月 15 日，中美雙方在美國首都華盛頓正式簽署第一階段經貿協議。除序言外，協議文本包括了知識產權、技術轉讓、食品和農產品、金融服務、匯率和透明度、擴大貿易、雙邊評估和爭端解決、最終條款八個章節。

根據雙方簽訂的貿易協議文本，中國承諾在未來兩年，以 2017 年為基準增加總值不少於 2000 億美元美國商品和服務採購，當中包括 777 億美元工業製品、320 億美元農產品、524 億美元能源產品，以及 379 億美元服務採購。其中，2020 年將增加製成品 329 億美元、農產品 125 億美元、能源產品 185 億美元、服務 128 億美元，相對於 2017 年的增幅分別為 38%、52%、159%、15%。

根據中美雙方在 2019 年 12 月 13 日達成的共識，中美雙方取消了 12 月 15 日進一步加稅的計劃，美方降低了對 1200 億美元中國商品加征關稅的稅率，由之前的 15% 削減至 7.5%。此前，12 月 6 日中國對大豆、豬肉等自美採購商品採取了不加征反制關稅的排除措施。

對中國的出口而言，與 2019 年相比，中美第一階段經貿協議在關稅上的實質變化是對藍牙耳機、液晶電視及鞋類等 1,200 億美元中國商品徵收的關稅減半至 7.5%，但其對價值 2,500 億美元的中國機械和工業零件等的關稅則維持在 25% 不變，這些商品包括了汽車零件、半導體、印刷電路板、家具和照明設備等。所以整體而言中美第一階段經貿協議對 2020 年中國出口美國的支持將會有限。但對中國進口而言，中美第一階段經貿協議屬重大利好，因為中國的進口商新增了來自美國的進口渠道，在國內總體需求保持穩步增長的情形下，國際供給的大幅增加有利於中國進口商獲得有利的進口價格。而且中美將基於市場價格和商業考慮開展採購活動。而且在特定年份，市場狀況可能會影響採購的時點，尤其是在農產品採購方面。

中國承諾在未來兩年以 2017 年為基準增加總值不少於 2000 億美元美國商品和服務採購亦給中美雙方進一步削減彼此關稅帶來動力。第一階段協議並未削減美國出口至中國的主要農業出口品關稅，比如豬肉關稅仍高達 68%。只有美國主動再下調關稅，中國進一步跟進關稅下調才可能完成中方的進口承諾。試想如果美國出口到中國的大部分商品仍存在較高的關稅，美國的商品在中國無法取得進口優勢。

中美第一階段經貿協議在金融服務方面承諾中國擴大金融服務領域市場准入。具體包括 2020 年 4 月 1 日，中國取消證券、保險、基金管理和期貨服務的外資股比上限和歧視性審批許可。同時，對於電子支付、銀行、信用評級和不良債務服務，中國承諾做出相應開放政策以允許外資機構順利進入中國市場並開展業務。在宏觀經濟政策與匯率方面，中國承諾避免競爭性貶值、制定匯率目標、提高透明度、提供問責和執行機制，確保中國不能通過利用貨幣貶值與美國出口商進行不公平競爭。此外，中美在知識產權與技術轉讓方面均達成多項共識。

其實在上述諸方面中國早已經公佈了相關政策。2020 年 1 月 1 日生效的《外商投資法》強調平等保護外國投資者和外商投資企業的知識產權，加大對知識產權侵權行為的懲處力度，強化知識產權執法。2019 年 7 月中國總理李克強宣佈，在外資關注的重點領域，將繼續放開股比限制；同時，將深化金融業和現代服務業的開放，將原來規定的取消證券期貨壽險外資股比限制，提前至 2020 年實現。針對期貨公司的外資股比限制本月起已全面取消。中國在 2019 年表示，自 2020 年 4 月 1 日起還將取消基金管理公司外資股比限制。中國原計劃 2020 年 12 月 1 日起取消證券公司外資股比限制。第一階段協議將這一時間提前九個月。目前外資銀行只能持有中國證券合資企業至多 51% 的股權。針對壽險合資企業 51% 的外資持股限制也已在 1 月取消。同樣，中國在協議中承諾向美國公司開放支付系統。而中國央行 1 月稍早表示，已接受美國運通一家子公司有關在中國開展業務的申請。

總體來說，中美第一階段經貿協議達成避免中美貿易摩擦出現最差的情形，短期內降低了中國經濟前景的不確定性。中美貿易談判的難點是第二階段的協議，中國期望全面取消關稅以及美國最關切的產業補貼的事項將是第二階段談判的重點。中國當前最重要的工作是化壓力為動力，加大金融開放和保護知識產權，強化科技創新，提高中國潛在經濟增長率。

研究部主管：陳宋恩

## 經貿協議下的銀行服務競爭格局改變

中國金融業將在未來三年內實現巨大飛躍。金融機構和從事金融行業或將要加入該行業的人員應在這個發展週期中做好準備，不要掉隊。

中國政府已承諾進一步開放金融市場。最新的中美經濟貿易第一階段協議已經清除了美資金融機構在中國建立控制業務和運營的不確定因素。我們認為，中國會允許將適用於美國金融機構的條款也將適用於其他外國金融機構，創造公平的競爭環境讓在中國的所有外國金融機構運營。

我們關注協議中提到的銀行服務部分。通常，銀行服務涉及很多金融服務，但協議沒有提及美國金融機構在中國從事傳統商業銀行業務。該協議反映了美國金融機構熱衷於進入銀行服務的兩個領域。這兩個領域不是傳統的商業銀行服務，它們更多地與投資銀行服務有關。

首先是美國金融機構熱衷於進入證券投資基金託管服務。中國承諾協議生效後5個月內，中國應允許美國金融機構的分行提供證券投資基金託管服務，並應將其母公司的海外資產情況納入考量以滿足相關資產要求。中國應及時審核和批准美國金融機構提出的證券投資基金託管牌照的合格申請。

根據人民銀行的資料，到2019年末，企業債券餘額為23.47萬億元，同比增長13.4%；政府債券餘額為37.73萬億元，同比增長14.3%；非金融企業境內股票餘額為7.36萬億元，同比增長5%。這三個項目加起來餘額為68.56萬億元。債券託管服務市場巨大。證券投資基金託管服務是本地商業銀行特別是大型商業銀行收入中的主要非利息收入業務之一。例如，工行資產託管業務在2018年實現收入70.5億元，在2019年上半年實現39.9億元收入。2018年，建設銀行信託及受託活動備金收入為127.48億元，增長7.51%。未來幾年，大型的國內商業銀行可能會在這方面失去部分業務給美國金融機構。但是，這可能不是完全壞消息。隨著中國將拓寬允許外國基金經理投資債券和股票市場的渠道和深度，外國基金經理可能會很樂意找到熟悉的美國金融機構來提供託管服務。在這種情況下，這將降低外國基金經理持有中國證券的風險感知。

另一個銀行服務領域協議中提到的，美國金融機構想要滲透是非金融債務融資工具主承銷商業務。中國確認，美國金融機構申請成為各類非金融債務融資工具A類主承銷商時，應根據修改後的發放非金融企業債務融資工具主承銷商牌照的評估規則接受評估，並相應獲得牌照。該規則將美國金融機構的國際資質納入評估考量，使該實體能夠以此來滿足在華申請牌照的相關要求。

根據人民銀行的資料，2019年，企業債券淨融資3.24萬億元，同比多6098億元；政府債券淨融資4.72萬億元，同比少1327億元；非金融企業境內股票融資3479億元，同比少127億元。可以看出，年度債券承銷業務量巨大。

也許，對於為什麼美國金融機構如此熱衷於滲透這項業務，讀者可能會感到奇怪。中國的債券承銷業務遠大於股票承銷業務，因此債券承銷業務將產生較高的承銷費用。此外，債券承銷本質上是一種經常性業務，因為債券發行人將繼續定期為其債券再融資。債券承銷業務的上游是債券發行人的財務諮詢服務和信用評級服務，債券承銷業務的下游是向資金提供者即基金管理人提供資產配置服務和風險處理相關工具。債券主承銷商在業務流程中享受非對稱信息優勢，上游要籌集資金信息，下游要尋找優質資產來投資信息。因此，債券主承銷商一方面能夠獲得優質的債券資產信息，另一方面可以為上游債券發行人和下游基金經理提供增值服務。

美國金融機構意識到了一個主要趨勢，即世界上越來越多的外國基金經理或大投資者將增加在中國的債務或股權證券投資。外國基金經理一方面需要尋找值得信賴的金融機構為其託管證券資產，另一方面需要在中國尋找良好的證券資產。我們認為，這些外國基金經理或大投資者中的大多數已經是美國金融機構在中國境外的客戶。如果美國金融機構想要提高現有客戶的粘性並為客戶提供一站式全球金融服務，則美國金融機構必須能夠在中國市場提供類似的服務。

在協議中，中國承諾從美國購買服務。除金融服務、保險和雲服務外，所有承諾購買服務必須跨境供給。中國購買美國金融服務，保險和雲服務可以來自位於中國的美國金融機構。簡而言之，未來三年，美國在華金融機構的業務收入很大程度上獲得保證。

大多數美國金融機構希望享受先發優勢，以便獲得中國承諾在未來三年內購買的業務量。問題是加快申請和批准後，如何找到合格的員工隊伍來建立業務體系並在中國開展業務提供服務。這對於中國金融業現有的員工隊伍來說是個好消息，但是國內大型金融機構可能面臨人員流失的風險。

展望未來，這些美國金融機構將間接將外國投資者和國際商業慣例帶入中國金融市場。在短期內，這些美國金融機構可能會動搖現有國內大型金融機構在中國市場的市場份額。中國投資銀行業的競爭格局將發生變化，特別是在債券承銷和資產託管業務，在岸市場將發生國際化競爭。在短期內，中國的一小塊蛋糕可能會被美國吃掉，但它們可能會向中國市場引入新的原料，使蛋糕從長遠看變得更大，然後每個人都可以分享更大的一塊蛋糕。

## 政策 透視

### 政策對行業影響:



#### 中國銀行業

分析員：歐宇恒

#### 相關內容：

- 協議為金融企業移除障礙，讓美國銀行機構、保險公司和其他金融服務公司得以擴張中國市場，其中包括快速審查信用卡公司和美方信用評等服務的授權許可。
- 協議包括了中國不以價格競爭目的而將貨幣貶值的承諾。協議中定明，如果中國違反承諾，將觸發更高的對華關稅。

#### 行業影響：

- 從政策層面看，中國銀行業走出去的國際化發展在近年正加速進行。然而，中資銀行目前仍以在岸業務為主，四大行中除中國銀行外其他三大行 2019 年上半年離岸業務營業收入占總營業收入比僅為 2.9%-7.7%，而中國銀行受惠於中銀香港海外業務的發展則其占比達到 23.5%。因此我們判斷中美貿易第一階段協議在匯率上的條款對國內外銀行業現階段業務上的直接影響非常輕微。
- 另一方面，開放外資金融機構進入中國參與的步伐自去年起亦明顯加快。但根據銀保監數據則外資銀行截至 2019 年首 3 季淨利潤僅占商業銀行總額的 1.0%。中美貿易協議第一階段開放美國銀行機構進入中國或令美國金融企業在中國的市場占比逐步提升。儘管現階段貿易協議細節尚無定案，考慮政治層面上中國將不會讓美國金融企業在中國的話語權得到大幅提升，我們相信對美國金融企業的開放將有限度地進行。
- 我們認為中美貿易協議對中國銀行業的影響仍將以銀行業資產質量上的間接影響為主，市場焦點將放在第一階段貿易協議簽署後實際操作情況，以及第二階段協議談判上的後續發展。對於涉及進出口業務企業經營環境上的改變，將滯後反映在銀行的資產質量上。然而，參考各上市銀行最近幾季業績表現及不斷加強的風險緩衝能力，我們認為大部份銀行已積極因應現時的不確定因素做出準備，以維持資產質量在合理水平。
- 雖然中美簽訂第一階段貿易協議為市場消除部份不確定性，進入第二階段談判意味著新的不確定性即將來臨，尤其如果未來貿易協議談判桌上出現更多對關稅，匯率或外匯管制上的限制，則可能對整個宏觀經濟環境帶來不同程度上的影響。因此，在難以預測的前提下，我們認為中國銀行業未來在營運，風管上將繼續以較審慎的態度行事。

## 政策 透視

### 股份影響：

- 儘管我們認為由於中國銀行業國際化程度較低，中美貿易談判對其的直接影響屬輕微，但間接對銀行資產質量上的影響仍然不容忽視。特別從過去幾年投資者對中資銀行股的投資行為模式可以看到，無論在 A 股及 H 股市場，投資者對銀行板塊的負面消息反應特別敏感，導致大部份銀行股的估值長期在 1 倍以下。其中大型銀行如建設銀行(939 HK, 601939 CH)及農業銀行(1288 HK, 601288 CH)的風險抵禦能力明顯較高。
- 另外，股份制銀行及地區性銀行亦面對著較大的間接影響，主要由於其客戶較集中在資金實力相對低的中小微企。股份制銀行中民生銀行(1988 HK, 600016 CH)一直定位以服務中小微企為業務主軸，其所受間接影響將較大。同時地區銀行大多以企業銀行及小微企為主業，則在資產質量上的壓力亦將較大。



相關內容：

- 根據中美第一階段經貿協議，中國將在 2020 年及 2021 年在 2017 年採購額的基礎上分別增購不少於 128 億美元及 251 億美元的服務，其中包括金融服務。
- 中國不遲於 2020 年 4 月 1 日應取消外資股比限制並允許美國獨資的服務提供者進入證券、基金管理和期貨服務領域。中國確認從 2019 年 7 月 5 日起大幅降低對證券服務提供者控股股東的高額資產淨值要求。此外，雙方應確保不存在針對對方私募基金管理人的歧視性限制、雙方確認在期貨產品方面不存在針對對方機構的歧視性限制。

行業影響：

- 在 2020-21 年增購共 379 億美元的美國服務產品中包括知識產權使用費用、商務旅行和旅遊、金融及保險服務、其他服務及雲服務等多個項目，而各個項目的占比並沒有公佈。例如，這金融服務的金額及會否包括證券相關服務仍是未知數。
- 對於取消證券公司外資股比限制，這在短期內應不會對行業競爭格局產生根本性巨大影響。總的來說，本土證券公司經過多年發展及在資本市場集資後普遍有強大的資產負債表。例如，根據統計，2018 年底首十大券商的總淨資產達 9,031 億人民幣。此外，2018 年首十大券商總收入約占全行業 65%，反映大型券商在行業競爭中占領先地位。我們認為大型券商的現有競爭優勢不容易在短期內被外資券商打破。
- 看過去中外合資券商的經營情況分析，現時中外合資券商如中金公司、高盛高華、瑞銀、瑞信方正等，除中金外大部份規模都不算大，且合資券商大多以投行及機構業務為主，業務線並不齊全。故此，從過去合資券商在中國的經營歷史看，外資券商或選擇集中發展部份有優勢的業務如投行、高端並購、機構業務、跨境業務等。所以，部份較著重這些業務的券商在中長期或需面對更多競爭。

股份影響：

- 短期來說，中美第一階段經貿協議達成或會影響整體 A 股市場氣紛及 A 股成交量。在各券商中，銀河、招商、國泰君安、申萬宏源的經紀業務比重相對較高，較受 A 股成交量變化影響。
- 中長期來說，隨著外資券商在未來數年加強在中國發展，部份投業務比重較高之券商如中信建投或需面對更多競爭。



相關內容：

- 中美第一階段貿易協議中指出，締約方應履行各自在 20 國集團（G20）公報中做出的與貨幣有關的承諾，包括避免競爭性貶值和出於競爭目的的匯率目標。

行業影響：

- **人民幣匯率上升或使開發商錄得匯兌收益。**中美第一階段經貿協議落實，美國亦將中國移出匯率操縱國名單，匯率不明朗因素減少或使人民幣兌美元重拾上升趨勢。人民幣升值，將令內地開發商在年底為外幣債重估時帶來匯兌收益。相反，一些最近上市的物業管理公司，上市後或未將全數港幣集資款項轉為人民幣，或會錄得一定匯兌損失。
- **美國利率下調或降低發債成本。**雖讓中美貿易戰有所緩解，但美國以降息手段刺激經濟相信在 2020 年依然持續。美國利率繼續下滑將有助降低開發商海外發債的融資成本。今年一月已經有超過十家內地開發商發行美金債，利率亦見下降趨勢。其中龍湖（960）發行 2.5 億美元七年期和 4 億美元十二年期美金債，債券票息分別為 3.375%和 3.85%，比其去年九月份所發行十年期美金債 3.95%有所降低；佳兆業(1638) 今年一月所發行 5 億美元五年期美金債票息為 10.5%，亦比去年十一月份所發行三年期美金債 11.95%下跌近 1.45 個百分點。
- **市民或預期經濟好轉，增加購房意欲。**貿易戰陰霾下，影響部分市民對就業前景感到悲觀，延遲購買需求。中美第一階段經貿協議落實對市場購買氣氛或有正面作用。

股份影響：

- **我們依然偏愛大灣區開發商。**我們認為雖然廣東沿岸一帶外貿對經濟比重相對較高，但在大灣區舊改項目加快推進下，為開發商提供不少工廠舊改機會。大灣區有詳細政策支持，能刺激高端科研人才流入，交通亦越來越便利。大灣區開發商，如**時代中國(1233 HK)**、**龍光地產(3380 HK)**和**中國奧園(3883 HK)**等可看高一線。
- **物業管理板塊受貿易戰和經濟週期影響較小。**內地物業管理公司的收入大部分源自內地項目，其中約 70%收入來自管理費，在合約期內按標明的管理費水平收費，經濟波動難以令收入大幅下滑。雖然中美第一階段經貿協議落實，但之後發展向好或向壞實在難以預料，因此我們認為盈利可見性高、對經濟週期不敏感的物業管理板塊將繼續受投資者青睞。事實上，去年貿易戰消息起伏，主要內地物業管理公司 2019 年股價平均上漲近 120%，反映投資者對盈利可見性高行業的偏好。



相關內容：

- 能源產品（液化天然氣、原油、精製產品及煤），在2020年從美國購買和進口到中國的額額應比2017年的基準額高出不低於185億美元，並且比2017年的基準額高出不少於339億美元

行業影響：

- 我們認為，中美第一階段協議對中國替代能源行業及環保行業影響較微。中國替代能源行業及環保行業重點在內需，我們認為第一階段中美貿易協議的達成，將有利中國的貿易活動及製造業活動，因而有利於中國的經濟，將會促進該兩個行業的長遠發展
- **替代能源行業（風電、核電、水力、太陽能等）**。中美第一階段貿易協議的達成將令市場一直憂慮的國際貿易活動下降得到放緩。我們相信中美貿易將會逐步恢復，因此也會刺激中國的工商業活動。中國的電力需求有70%是來自於工業製造，工業活動的再次活躍將會令替代能源行業有所提振。我們認為，核能仍將是未來中國能源結構的主力，增長速度也會繼續加快。
- **垃圾焚燒**。第一階段貿易協議的達成將有助於中國的經濟增長，並且令大眾消費有所好轉。中國城市人口的增加和密度的上升，加上網購的流行和外賣送餐服務的便捷都令城市人均固體垃圾生產量持續增長。我們認為，中美達成協議，將有助中國經濟，提振大眾消費，也會進一步增加城市固體垃圾的增長。垃圾焚燒是現在世界上較為環保和高效的固體垃圾處理方法，因為它占地面積小，而且不會像填埋一樣污染地下水和周邊環境，將會是中國城市未來處理固體垃圾的主流方式。
- **污水處理**。相對於替代能源和垃圾焚燒行業，中美第一階段貿易協議的影響對污水處理行業的影響較少。中國的污水處理主要集中於城市生活廢水，隨著城鎮化的推進，中國城市人口不斷增加，加上市民對衛生要求的提升都是對城市污水處理的主要需求。我們認為，中美貿易協議的達成，將會促進沿海的貿易，有助於增加沿海城市的人口增長，從而加大了對城市污水處理的需求。

## 政策 透視

### 股份影響：

- **中廣核電力（1816 HK）** 應該是核電行業的最大受益者。中廣核佔據中國 60%的核電發電量，是國內核電建造和運營的領軍企業。隨著中美第一階段貿易協議的達成，將對中國的工業製造活動有正面影響，從而拉升電力需求。國家對核電發展的大力支持將對中廣核這樣的行業龍頭最為有利。
- **光大國際（257 HK）** 在垃圾焚燒上應受益最多。光大國際是中國最大的垃圾焚燒運營商，行業的龍頭。中美第一階段貿易協議的達成將有助於中國的經濟增長，提升人民的消費欲。隨著近幾年來網購和外賣送餐服務的強勁增長，城市人均垃圾生產量也逐步增長。光大國際是國內垃圾焚燒的龍頭企業，而且起步較早，在技術和經驗有深厚的積累，加上國企的背景，應該會受到最多的關注和受益。



相關內容：

- 中國在 2020 年的美國農產品進口總額將在 2017 年的總額基礎上再加 125 億美元
- 中國在 2021 年的美國農產品進口總額將在 2017 年的總額基礎上再加 195 億美元
- 除了以上的進口總額增量以外，中國將會在 2020 年和 2021 年每年再追加額外 50 億美元的美國農產品進口額
- 中美雙方預計農產品的進口額度增加趨勢將在 2022 年到 2025 年繼續保持
- 本階段協議在農產品方面著重討論乳製品、各種肉類以及肉製品

行業影響：

- 中國在 2017 年總共從美國進口 241 億美元的農產品，若本階段協議所承諾的增加額度均能實現，那麼在 2020 年和 2021 年中國從美國進口的農產品總額將會達到 416 億美元和 486 億美元；2017-2021 年的年複合增長率達到 19.2%；這將會對中國的農產品市場的總供應量有較大的提升；需要注意的是在本次協議並未說明以上的增加進口額是稅前還是稅後，如果以上的增加進口額為稅前值，那麼中國則需要額外付出關稅部分，這將會對該部分農產品的進口價格造成一定的影響，甚至降低其在中國市場的價格優勢。
- 目前中美雙方仍未就各類農產品的增加額度作出聲明，雙方將會在本階段協議簽署後協商各項農產品增加的額度並進行有關的公告；在 2017 年，中國從美國進口畜產品 29.2 億美元，占總體從美國進口農產品的比例為 12.1%，假設該比例不變，在 2021 年，從美國進口的畜產品總額將會達到 58.9 億美元。
- 本階段的協議或將會推進國內的企業進入美國市場，中國農產品企業在美國設立分支機構，或中國農產品企業在美國進行收購的行為。

## 政策 透視

### 股份影響：

- 我們認為短期內大幅增加美國農產品進口，將會對國內農產品供給情況有加大的衝擊，但是主要的消費品龍頭企業在國內具有一定的市場地位，抗風險能力較強。**萬洲國際（288 HK）**比其他的消費品龍頭更有優勢，主要由於其在美國的生豬業務將可以利用本次協議增加對中國的出口。**蒙牛（2319 HK）**和**伊利（600887 CH）**或將加快其在美國的業務擴張，並有可能進行在美國當地的並購活動。



**相關內容：**

- 根據中美第一階段經貿協議，中國將在 2020 年及 2021 年在 2017 年採購額的基礎上分別增購不少於 128 億美元及 251 億美元的美國服務產品，其中包括知識產權使用費用及雲服務。
- 此外，中方承諾加強保障知識產權，其中包括加強保護商業秘密和機密商業信息、打擊電子商務市場中的侵權和假冒行為、打擊在線侵權等。
- 在電子支付市場，中國在美國電子支付服務提供者提交籌建銀行卡清算機構的申請後 5 個工作日內應予以受理，中國在受理後 90 個工作日內應就該申請做出決定。此外，中國在美國服務提供者報告其已完成籌備工作後不遲於 1 個月內，應受理其牌照申請，並應就該申請做出決定。

**行業影響：**

- 在 2020-21 年增購共 379 億美元的美國服務產品中包括知識產權使用費用、商務旅行和旅遊、金融及保險服務、其他服務及雲服務等多個項目，而各個項目的占比並沒有公佈。總的來說，這對國內現有雲服務公司有一定影響，但影響的程度則仍需觀察。
- 另一方面，中國將加強知識產權保護，這和現有行業政策大致一致。例如，2019 年 11 月中共中央辦公廳、國務院辦公廳印發《關於強化知識產權保護的意見》，推出各項措施包括加大侵權假冒行為懲戒力度、嚴格規範證據標準、強化案件執行措施、完善新業態新領域保護制度等。
- 在電子商務市場，大型電商平臺如阿裡巴巴/京東在過去一段時間已加強打擊平臺上的盜版和假冒行為。現時盜版和假冒行為較多出現在小型的電商平臺上。故小型電商平臺將受較大影響，而大型電商平臺或能從此受惠而增加市場份額。
- 在電子支付市場，這意味著美國電子支付服務提供者如萬事達、維薩或美國運通等或能較易獲得相關牌照而開展業務。另一方面，由於阿裡巴巴和騰訊在過去多年不斷擴展其業務規模，現時在市場擁有強大客戶基楚及市場領先優勢，故其現有競爭優勢應不容易在短期內被外資電子支付服務提供者打破。

## 政策 透視

- 此外，加強保護商業秘密和機密商業信息長遠來說將有利推動科研及保護創新。中短期來說，這意味著行業整合將加速，部份缺乏自主開發能力或知識產權的企業或被淘汰，而大型互聯網/科技企業龍頭的優勢地位將加強。此外，具有科研能力的初創企業也能受惠，因加強保護創新能減少企業初創期科研成果被盜竊而導致企業不能持續成長的風險。
- 需注意的是，這次協議並沒有處理互聯網行業的市場開放問題，故需留意這會否在下一階段談判中討論。總的來說，如大型外資互聯網企業龍頭如 穀歌及面書等獲准進入中國市場，這或會對行業造成一定壓力。

### 股份影響：

- 在大型上市互聯網平臺中，對**阿里巴巴(9988 HK/BABA US)**而言，雲服務占阿裡巴巴收入約 **8%**，這業務或受採購協議影響。另一方面，大型互聯網平臺包括阿裡巴巴或能受惠加強知識產權保護而加強其競爭優勢，這或能抵銷其雲服務業務的潛在負面影響。此外，由於阿裡巴巴只擁有螞蟻金服 **33%**權益，故在電子支付市場的影響相對較為間接。故總的來說，整體影響或好壞參半。
- 對**騰訊 (700 HK)**而言，而潛在影響主要體現在雲服務及電子支付業務。在 **2019** 年首 **9** 個月，金融科技及商業服務業務分別占騰訊收入及毛利約 **26%**及 **16%**。故需留意這些業務的未來趨勢。



相關內容：

- 未來兩年美國對華出口增加單獨或主要用於製造半導體圓棒或芯片，半導體器件，電子集成電路或平板顯示器的機器和設備。

行業影響：

- 利好國內 5G 的發展。**隨著中國 5G 產業升級，中國向高端、高科技領域邁進，特別在高科技領域、芯片、電子、人工智能等領域。簽署中美第一階段經貿協議，未來中國企業更易於採購入美國的電子零部件，以及出產品到美國，利好高科技的學術交流。國內有多家的手機品牌需要向美國的科技企業購入芯片和集成電路等，中美第一階段經貿協議簽署降低市場風險，國內的手機商可出貨更多 5G 手機型號，有助 5G 的利用率。
- 加快國內電信營運商 5G 的覆蓋。**國內電信營運商多向中興通訊和華為等企業購入 5G 設備，簽署中美第一階段經貿協議，可加快 5G 產業的升級，這將利好消費電子、半導體、PCB、LED 等以製造為主的領域企業，有望加速國產化進程，中長期繼續看好。
- 推動 5G 互聯網、雲計算、大數據、人工智能與製造業深度融合。**國內電信營運商推出提速降費計劃，而 5G 的服務費亦相對合理，未來的 5G 推動移動數據流量消費的使用量，發展數字經濟，移動支付、共享出行、人工智能、在線娛樂等領域的創新為生活提供了極大的方便。中小企業寬帶平均資費的下降有利中小企業的經營和降低營運費用。可推動互聯網、雲計算、大數據、人工智能與製造業深度融合，提升製造業數字化、網絡化、智能化水平。5G 將加速智能駕駛、智慧醫療、智能工業製造等新技術新應用的落地，促進物聯網規模應用。

股份影響：

- 簽署中美第一階段經貿協議有利**中興通訊(763 HK)**，中興通訊更易於購入美國的電子零部件，以及出口手機到美國。加快國內 5G 電信網絡的發展，我們預計中興通訊將獲得優勢。

政策  
透視

農銀國際分析員



研究部主管 - 陳宋恩  
philipchan@abci.com.hk



更多研究报告



宏觀經濟 - 姚少華  
yaoshaohua@abci.com.hk



中國銀行業 - 歐宇恒  
johannesau@abci.com.hk



中國證券業/科技及電子商貿業 - 周秀成  
stevechow@abci.com.hk



中國房地產業 - 董耀基  
kennethtung@abci.com.hk



中國環保業/替代能源業 - 吳景荃  
kelvinng@abci.com.hk



中國教育業/消費品業 - 潘泓興  
paulpan@abci.com.hk



中國電信業 - 黎柏堅  
rickylai@abci.com.hk



## 權益披露

分析員陳宋恩、姚少華、歐宇恒、周秀成、董耀基、吳景荃、潘泓興、黎柏堅作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

### 權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去 12 個月內，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。

陳宋恩持有中國農業銀行H股股份。

### 評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 $\geq$ 市場回報(10%)
持有	負市場回報(-10%) $\leq$ 股票投資回報 $<$ 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 $<$ 負市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2008 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數於 2008-19 年間的年複合增長率為 10%）

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限於：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司於相應行業的競爭優勢等。

### 免責聲明

報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2020 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址： 香港中環幹諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司

電話： (852)3666 0002