

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，并应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。

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/报告?reportId=1_7668

