

中美贸易谈判再吹暖风与非标认定范围扩大的政策预示

摘要

本周末宏观层面发生了两个重要的事件，一个是新一轮中美贸易谈判结束，双方都表示取得实质性进展，美国暂缓 10 月 15 日对中国加征新的关税；另一个是央行公布了《标准化债权资产认定规则（征求意见稿）》，相对于之前实际情况，收窄了标准化债权类资产的范围，即扩大了非标的范围。这两个事件一个显示外部风险在下降，另一个显示内部金融监管在强化。如果形势沿目前的趋势发展，这两个事件可能预示未来政策选择的方向，即外部压力的下降和内部监管的强化。

对资本市场来说，中美贸易谈判缓和将提升市场风险情绪，短期将推升股票市场，而债市则弱势震荡。但随着金融监管强化再度导致非标融资收缩，实体信用减少效果渐显将再度对权益市场形成抑制，而作为标准化资产的债券将逐步获益，资本市场将再度回归债强股弱格局。而形势是否会沿中美贸易冲突缓和和内部监管强化进行，则需要继续观察。

风险提示：中美贸易冲突反复，信用收缩超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 我们就业压力到底有多大？——就业市场分析报告（二）（2019-10-11）
2. 就业看哪些指标比较有效？——就业市场分析报告（一）（2019-10-09）
3. “美元荒”的原因和机制（2019-10-09）
4. 暂时的弱平稳不改变放缓的趋势——月度经济预测（2019-10-08）
5. 论预测，金融条件比全球 PMI 更好——全球央行追踪第 13 期（2019-10-07）
6. 国庆长假期间国内外经济与资本市场状况述评（2019-10-07）
7. 企业景气度小幅回升，或是短期改善而非趋势回升（2019-10-07）
8. 限产带动生产走弱，地产需求继续强韧（2019-09-29）
9. 企业盈利保持弱势，需要政策更为有效（2019-09-29）
10. 经济延续弱势，LPR 再下降成本效果有待观察（2019-09-22）

本周末宏观层面发生了两个重要的事件，一个是新一轮中美贸易谈判结束，双方都表示取得实质性进展，贸易谈判再度改善；另一个是央行公布了《标准化债权资产认定规则（征求意见稿）》，相对于之前实际情况，收窄了标准化债权类资产的范围，即扩大了非标的范围。这两个事件一个显示外部风险在下降，另一个显示内部金融监管在强化。如果形势沿目前的趋势发展，这两个事件可能预示未来政策选择的方向，即外部压力的下降和内部监管的强化。

1 中美贸易谈判再吹暖风

中美贸易谈判取得实质性进展，美国暂缓对中国加征关税。本周末新一轮中美经贸高级别磋商在华盛顿结束，而后美国总统特朗普会见了中方谈判牵头人刘鹤。中美双方在两国元首重要共识指导下，就共同关心的经贸问题进行了坦诚、高效、建设性的讨论。双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展，实质性进展是过去十三轮贸易谈判中首次出现的表述，可见本轮谈判确实有成效。美国宣布将暂缓 10 月 15 日对中国产品加征关税，中美贸易谈判再吹暖风，中美贸易冲突缓和。虽然未来依然存在波折的可能，但目前的缓和至少反映了短期贸易冲突的改善。下一轮在中国举行的高级别经贸磋商以及 11 月 APEC 峰会上中美领导人可能的会面都将成为未来中美贸易新走向的关键时点。

表 1：历轮中美高级别经贸磋商及主要成果

轮数	时间	地点	参会人员	主要成果
第一轮	2018年2月27日至3月3日	华盛顿	刘鹤、莱特西泽、努姆钦	双方进行了坦诚、建设性的讨论。双方认为应采取合作的思路而不是对抗的方式来处理两国经贸摩擦，维护两国经贸关系健康发展
第二轮	2018年5月3日至4日	北京	刘鹤、努姆钦	双方代表团就共同关心的中美经贸问题进行了坦诚、高效、富有建设性的讨论。双方就扩大对华出口、双边服务贸易、双向投资、保护知识产权、解决关税和非关税措施等问题充分交换了意见，在有些领域达成了一些共识。双方认识到，在一些问题上还存在较大分歧，需要继续加紧工作，取得更多进展。
第三轮	2018年6月2日至3日	北京	刘鹤、罗斯	双方就落实两国在华盛顿的共识，在农业、能源等多个领域进行了良好沟通，取得了积极的、具体的进展，相关细节有待双方最终确认。……为了满足人民群众日益增长的美好生活需要，满足经济高质量发展的要求，中国愿意从包括美国在内的世界各国增加进口，这对两国人民和全世界都有益处。……如果美方出台包括加征关税在内的贸易制裁措施，双方谈判达成的所有经贸成果将不会生效。
第四轮	2018年8月22日至23日	华盛顿	王受文、马尔帕斯	双方代表团就双方关注的经贸问题进行了建设性、坦诚的交流。双方将就下一步安排保持接触。
第五轮	2019年1月30日至31日	华盛顿	刘鹤、莱特西泽	双方在两国元首阿根廷会晤达成的重要共识指引下，讨论了贸易平衡、技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、实施机制以及中方关切问题。双方牵头人就其中的贸易平衡、技术转让、知识产权保护、实施机制等共同关心的议题以及中方关切问题进行了坦诚、具体、建设性的讨论，取得重要阶段性进展。双方还明确了下一步磋商的时间表和路线图。双方同意，将采取有效措施推动中美贸易平衡化发展。中方将有力地扩大自美农产品、能源产品、工业制成品、服务产品进口，满足中国经济高质量发展和人民美好生活需要。双方就中方具体关切进行了交流，美方将认真回应中方关切。双方一致认为，建立有效的双向实施机制十分重要，有助于确保协商一致的各项举措落地见效。双方已就实施机制的框架和基本要点达成了原则共识，将继续细化。
第六轮	2019年2月14日至15日	北京	刘鹤、莱特西泽、努姆钦	双方认真落实两国元首阿根廷会晤共识，对技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等共同关注的议题以及中方关切问题进行了深入交流。双方就主要问题达成原则共识，并就双边经贸问题谅解备忘录进行了具体磋商。双方表示，将根据两国元首确定的磋商期限抓紧工作，努力达成一致。
第七轮	2019年2月21日至22日	华盛顿	刘鹤、莱特西泽、努姆钦	两国经贸团队进行了富有成效的谈判，在贸易平衡、农业、技术转让、知识产权保护、金融服务等方面取得积极进展。下一步，双方将加倍努力，抓紧磋商，完成好两国元首赋予的重大职责。
第八轮	2019年3月28日至29日	北京	刘鹤、莱特西泽、努姆钦	双方讨论了协议有关文本，并取得新的进展。
第九轮	2019年4月3日至5日	华盛顿	刘鹤、莱特西泽、努姆钦	双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等协议文本，取得新的进展。双方决定就遗留的问题通过各种有效方式进一步磋商。
第十轮	2019年4月30日至5月1日	北京	刘鹤、莱特西泽、努姆钦	双方按照既定安排，将于下周在华盛顿举行第十一轮中美经贸高级别磋商。
第十一轮	2019年5月9日至5月10日	华盛顿	刘鹤、莱特西泽、努姆钦	
第十二轮	2019年7月30日至7月31日	上海	刘鹤、莱特西泽、努姆钦	双方按照两国元首大阪会晤重要共识要求，就经贸领域共同关心的重大问题进行了坦诚、高效、建设性的深入交流。双方还讨论了中方根据国内需要增加自美农产品采购以及美方将为采购创造良好条件。
第十三轮	2019年10月11日至10月12日	华盛顿	刘鹤、莱特西泽、努姆钦	双方在两国元首重要共识指导下，就共同关心的经贸问题进行了坦诚、高效、建设性的讨论。双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展。双方讨论了后续磋商安排，同意共同朝最终达成协议的方向努力

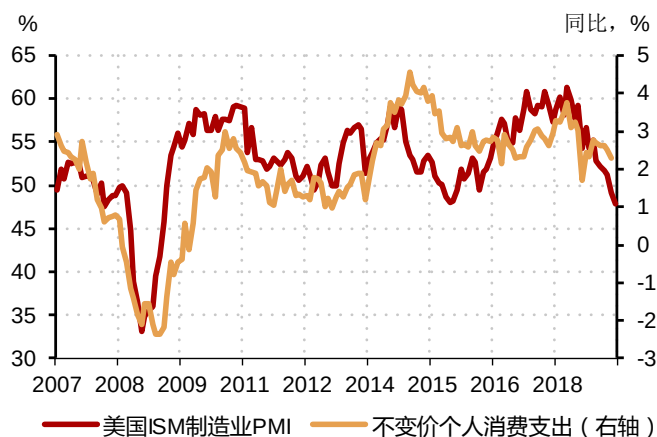
数据来源：Wind，西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

中美贸易谈判取得实质性进展背后是双方妥协诉求的上升。对美国来说，近期经济下行压力持续上升，美国 ISM 制造业 PMI 从去年末的 54.3% 下降至今年 9 月的 47.8%，创下 09 年以来新低，同时工资增速下降，消费增速存在放缓压力。同时，美国在明年进入大选年，特朗普总统不希望明年经济形势糟糕影响自己连任，而在国内总统弹劾等政治压力上升的情况下，特朗普更希望通过经济形势改善来提升自己的支持率，增加连任概率，因而美方达成贸易谈判协议的诉求明显上升。而中国一直秉持开放的态度，对于以发展为主要目标的我国来说，达成合理的贸易协议一直使我们的诉求。因而，从趋势上看，中美贸易谈判持续向好的可能性相对较大。

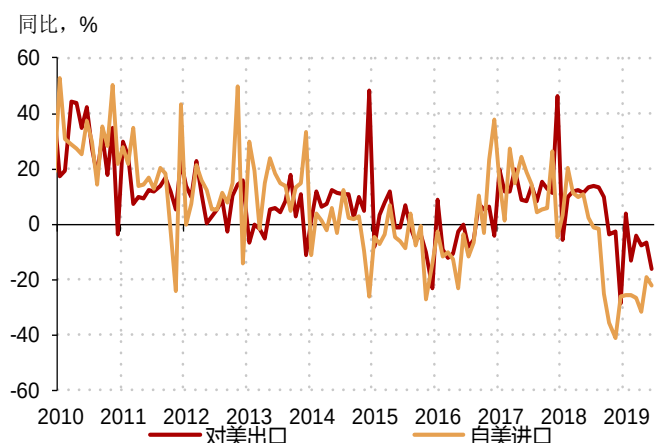
中国可能在未来扩大对美国农产品等商品进口。随着中美贸易冲突改善，中国可能在未来扩大对美农产品的进口。其中大豆、猪肉以及其它大宗农产品可能是主要的进口商品。2018 年中国自美国进口大豆 31.5 亿美元，较 2017 年 122.6 亿美元的进口额大幅下降，未来进口可能有明显回升。另外，近期我国生猪产能大幅下降，猪肉供给存在较大缺口，因而未来也可能明显加大自美猪肉进口，同时实现缓解国内猪肉价格上涨压力的目标。总体来说，扩大自美农产品进口是解决国内供给不足的问题，对国内冲击有限，总体利大于弊。

图 1：景气指数显示美国经济下行压力持续加大



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：中美贸易在过去 1 年多总体收缩



数据来源：wind、西南证券整理

人民币兑美元汇率在小幅升值后可能进入震荡阶段。中美贸易冲突缓和，全球避险情绪下降，资金或进入新兴市场。汇率问题是本次中美高级别经济磋商中获得实质性进展的主要内容之一，因而短期人民币汇率继续贬值的可能性有限。但也难以大幅度升值，全球经济走弱环境下，美元指数相对强势，背后是在经济下行环境下欧洲等经济体比美国呈现出更为困难的局面，欧元等主要货币相对于美元会更弱。强势美元不支持人民币大幅度升值。以美元指数和人民币兑美元汇率近年的对应关系来看，我们认为人民币兑美元汇率会小幅升值至 7.0 附近。

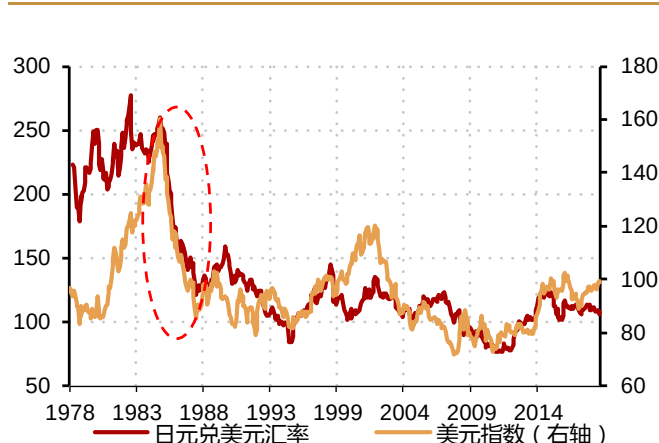
不宜用“广场协议”后的日元走势来预测未来人民币汇率走势。虽然中美贸易谈判在汇率方面取得实质性进展，但这并不意味着人民币汇率会重复日元在“广场协议”后走势。一方面，人民币大幅度升值不具有基础，也不应该，国内经济并不强劲，而大幅升值对出口的抑制效应明显；另一方面，美元也不会重复广场协议后的走势，美元指数从 1985 年初 160 的高位下跌至 1987 年末 85 左右的水平，贬值近一半，现在很难想象美元会较目前水平贬值一半。历史不会完全重复，因而不宜简单套用“广场协议”后日元走势来预测人民币走势。我们依然认为人民币汇率在小幅升值后会进入震荡阶段。

图 3：人民币汇率与美元指数走势



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：“广场协议”后美元大幅贬值，这在目前可能性有限



数据来源：wind、西南证券整理

改革开放进程将继续加快。中美双方谈判在金融服务、扩大贸易合作、技术转让、知识产权保护等领域取得实质性进展。这与近期国内改革开放加速的进程一致。一方面，我们会继续看到我国在金融服务等领域开放的速度将有所加快，例如，本周证监会取消了期货公司外资持股比例限制，同时明确 2020 年取消证券公司、基金公司外资持股比例限制。另一方面，国内改革将继续加速，在知识产权保护等各个方面改革将继续推进。除中美贸易谈判涉及的这些领域之外，我们也看到近期在土地制度、国有企业资产管理、央地财政制度等多方面改革均有较为显著的推进。

2 非标认定范围实际有所扩大，监管或再强化

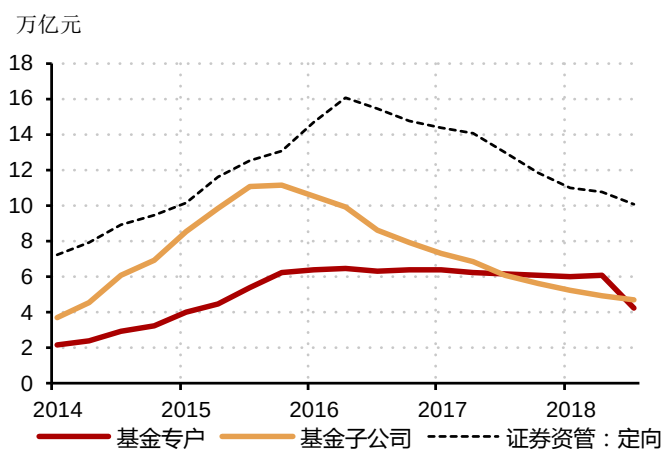
10 月 12 日央行发布《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》，明确了标准化资产的范围，其余的为非标准化资产。标准化资产包括三类：一类是依法发行的债券、资产支持证券等，包括国债、央票、地方债、政府机构债、金融债、非金融企业债务融资工具、企业债、同业存单，信贷资产支持证券、资产支持票据、固定收益公募债券等；第二类是其它债权类资产中同时符合以下条件的，包括可分化、可交易，信息披露充分，集中登记、独立托管、公允定价、流动性机制完善，以及在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易。第三类是存款、债券逆回购、同业拆借等形成的资产。其余均被定义为非标范围。

征求意见稿的范围较之前实际的非标范围有所扩大，后续存在非标限制范围扩大的可能。《资管新规》颁布后对非标的认定存在一些模糊地带，这些在实际操作中部分尚未被作为非标对待，但本次都被纳入非标范围。例如中证报价系统、理财直融工具、保交所、北金所等平台的产品。而且在非标投资标准确定之后，按资管新规的思路，未来非标投资比例限制范围将有所扩大，信托等也可能纳入非标投资范围。这意味着未来监管存在持续强化的可能。

本次标准化债权类资产认定标准是《资管新规》的配套细则，《资管新规》执行工作将持续推进。按 2018 年 4 月版本的《资管新规》，资管业务需要在 2020 年末对完成存量业务的规范化，包括消除多层嵌套，实现净值化管理，打破刚性兑付，禁止资金池业务等，这实际上意味着到 2020 年末投资于非标的资管产品要完成规范化。虽然过去两年，投资于非标的资管产品已经有了大幅度的收缩，但到明年末完成整理，任务依然非常艰巨，这意味着如果按此要求执行，未来信用依然具有不可忽视的收缩压力。

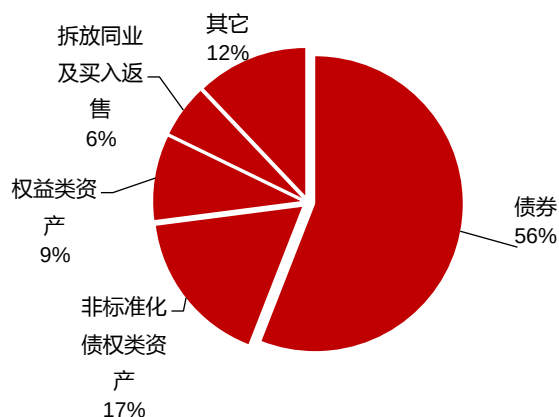
虽然过去两年对非标持续收缩，但未来非标的收缩依然会加大信用收缩压力。过去两年非标持续收缩，其中基金子公司从 2016 年 3 季度 11.2 万亿的高位大幅收缩至 2019 年 2 季度末的 4.7 万亿元，减少近 60%。而券商资管中定向部分也从 2017 年 1 季度 16.1 万亿的高位下降至 19 年 2 季度的 10.1 万亿，同样减少近 40%。基金专户也在今年 2 季度大幅收缩，单季度减少 30%。即使经历了两年多的大幅收缩，目前基金子公司存量还有 4.7 万亿，券商资管还有 10.1 万亿，如果到 2020 年末消除非标投资，依然还有很大的收缩规模。而按 2019 年 6 月末非保本理财持有 25.1 万亿资产规模来计算，其中非标资产在 6 万亿元以上。如果 2020 年末之前非标资产需要收缩 6 万亿元以上，同时非标转标又存在很大困难，那么将产生不可忽视的信用收缩压力。月均非标收缩在 3000 亿元以上，这将加大社融增速放缓压力。

图 5：各类资产规模变化



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：理财产品投资资产分布（2019M6）



数据来源：wind、西南证券整理

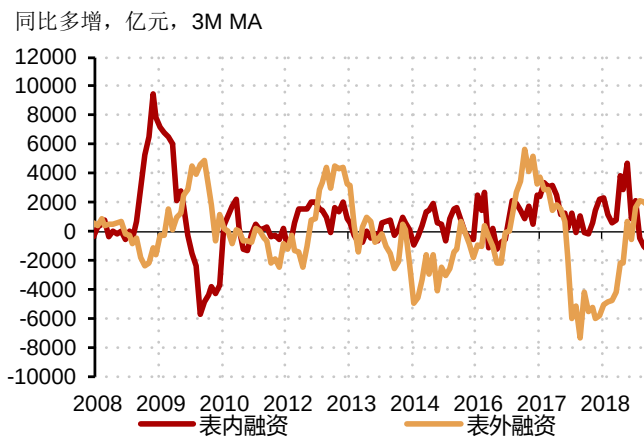
3 对资本市场影响

中美贸易谈判再吹暖风和非标认定范围扩大可能预示着未来的政策走向是外部风险下降，以及国内监管的强化。在美国经济持续走弱，国内政治角力加剧，以及明年大选临近情况下，特朗普政府对达成中美贸易协定的诉求上升，因而中美贸易谈判可能在未来一段市场暖风持续频吹，因而外部风险可能总体下降。而外部风险下降的同时，国内监管政策可能强化，政策上可能会再度加强《资管新规》等的执行，这可能带来国内信用的再度收缩。本周中美谈判改善和非标认定范围扩大显示出这种政策走向的可能，未来是否会沿这个走向发展需要继续观察。

中美贸易冲突缓和短期将提升资本市场风险偏好，有利于权益资产。随着中美贸易谈判取得实质性进展，以及未来双方达成协议诉求上升可能带来暖风频吹，因而将提升资本市场风险偏好。短期来看，这将改善权益市场情绪，因而股市短期存在继续上涨的可能，特别是受益于贸易冲突改善的科技板块。而贸易冲突缓和可能对债市形成压制，同时考虑到下周公布经济数据可能显示经济弱平稳，因而债市将延续震荡态势。

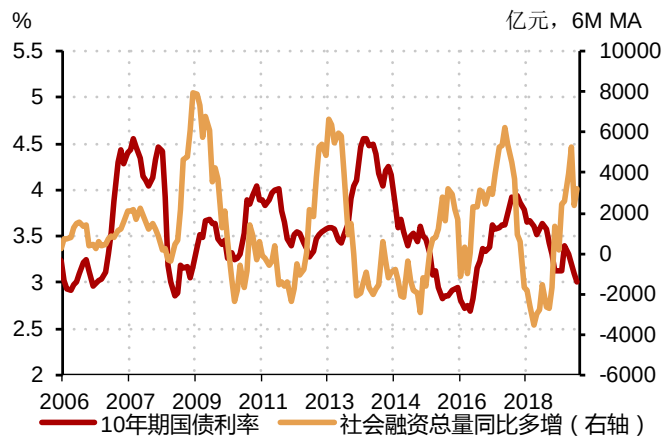
但随着金融监管强化带来的信用收缩效应显现，权益资产将回归弱势，而作为标准化资产的债市将回归强势。如果金融监管再度强化，信用出现明显收缩，并对股市资金供给形成冲击，这将对股市形成调整压力。而债券由于是标准化资产，在资管新规持续执行过程中，资金将不断转向债市，叠加经济基本面持续走弱，债券市场将再度回归强势。因而如果金融监管强化，资本市场将再度回归到“债强股弱”格局。

图 7：如果金融监管再度强化，表外融资或再度收缩



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：社融与债券利率的负相关关系



数据来源：wind、西南证券整理

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_9719

