

东方战略观察周报：美对华投资禁令、美债违约风险发酵

报告发布日期

2023年04月28日

研究结论

- **拜登政府对华投资禁令进一步发酵。**当下预期较2022年消息面开始传出时的预期大幅改善（1）公布时间由原先3月底推迟到5月19号G7峰会后，拜登与盟国达成共识后公布；（2）产业聚焦半导体，较此前另外覆盖生物科技、新能源等领域缩小；（3）政策工具与限制力度上以备案为主，而非完全禁止+报批审查+投资备案三种工具覆盖不同产业。我们分析，该限制政策发酵已久，落地多受美国业界阻力，且市场已有充分时间对此反应，增量冲击范围较小；值得关注的风险为若落地，后续在产业范围、政策工具和力度上反弹扩大。
- **美国财长耶伦就中美关系演讲。**耶伦表示（1）对华政策以国家安全为重而非经贸得失；（2）美国不寻求与中国全面脱钩；（3）耶伦计划在合适时间访华；（4）中美需要就发展中国家债务问题进行讨论。换句话说，在半导体等被美国视为国家安全相关的关键领域，贸易+投资端限制等协商空间较小，继而我们对耶伦访华预期也比较审慎。
- **G7外长会议4月18日结束后发布联合声明，我们分析超预期部分有二：（1）中国相关条款未涉及俄乌。**俄乌作为近期欧洲各国高层访华讨论重点，未出现在G7联合声明，反映G7内部对华在俄乌问题上取向的分歧。（2）对印太问题的讨论首次被放置在俄乌问题与对华宣言之间。对比2020年至今G7联合声明文本，该文本所处位置异常，但文本内容与过去三年区别较小。这个安排向我们传递的信号，一方面有G7对印太地区的重视，与近期日本在南亚孟加拉湾也开展基建外交的动态一脉相承，另一方面也有可能反映了G7将中国和俄乌问题分隔的用意。
- **美国国债违约风险发酵，近期美债市场已进行违约主题交易。**我们分析，共和党促成谈判动机充分：麦卡锡新担任议长、党内领导权不稳；若领导谈判不利导致违约，对其议长位置构成挑战，继而有动力促成谈判。另一方面，由于共和党未获得对参议院的控制，最终谈判中共和党需要作出让步。**问题在于，共和党核心诉求是哪些？在谈判中，哪些条款可能会被保留？**
- 4月10日，美众议院议长麦卡锡在纽交所演讲，之后12日公布其领导的共和党提出的谈判方案，愿意将债务上限提升至2024年3月或32.9万亿美元，但条件包括：（1）撤回尚未兑现的新冠援助；（2）将支出水平减少至2022年水平；（3）减少“通胀削减法案”中针对二手电动车等税收减免；（4）对享受食物和医疗援助的部分健全成年人增加就业要求。**我们分析，共和党诉求主要面向2024年总统选战，核心诉求削减拜登政府存量政绩并减少其未来两年执政空间。**

风险提示

- 俄乌春季战事超预期升级的风险。俄乌冲突进入第二年，叠加全球宏观不稳定，变数增加，极易偏离市场普遍存在的战况将趋缓的预期。

证券分析师

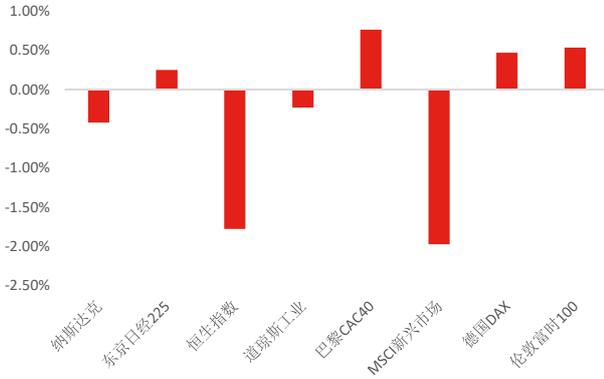
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

相关报告

德桑蒂斯：共和党后起之秀，从模仿到试图取代特朗普：——环球政治人物观察6	2023-04-20
东方战略观察周报：志合不以山海远	2023-04-20
东方战略观察周报：高山流水待知音	2023-04-12

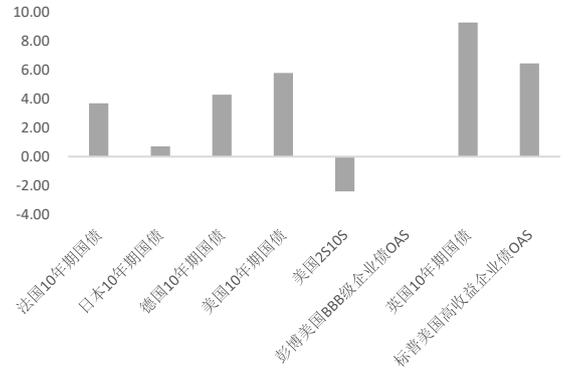
本周市场复盘

图 1：全球股市涨跌幅（2023 年 4 月 14 日-4 月 21 日）



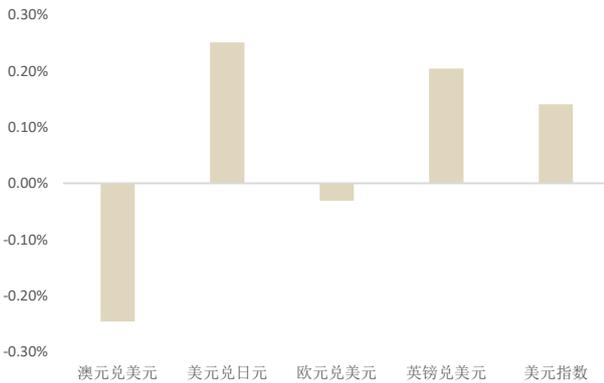
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 2：全球国债收益率（10 年期）及利差涨跌（BP）（2023 年 4 月 14 日-4 月 21 日）



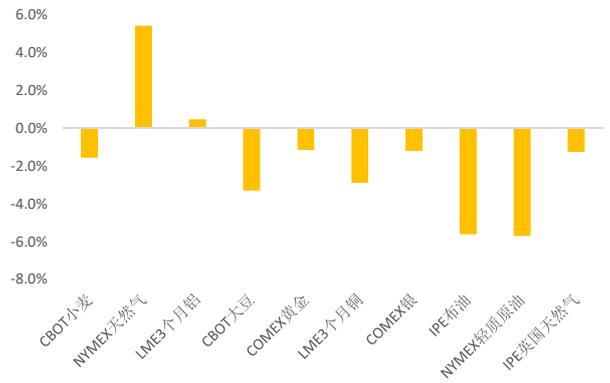
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 3：全球主要汇率涨跌幅（2023 年 4 月 14 日-4 月 21 日）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 4：主要商品涨跌幅（2023 年 4 月 14 日-4 月 21 日）



数据来源：Wind、东方证券研究所

战略动向观察

本周战略观察从拜登政府对华投资审查新动向开始。4月20日，美国财长耶伦在有关中美经济关系中提到，拜登政府在筹划，限制美国对华有关国家安全的敏感技术的投资。该项目自2022年初开始发酵，当下市场对该限制政策的预期较最初发酵时，在发布时间、限制力度与产业范围上不断向好：（1）在时间上，当下预期在5月19号G7峰会后，拜登与盟国达成共识后公布，此时也恰逢首届中国-中亚峰会的举办时间；（2）在产业范围上，较最初预期的半导体、AI、量子计算、生物科技、新能源，缩减至半导体；（3）在限制力度上，从最初预期的完全禁止+报批审查+投资备案三种工具覆盖不同产业，改为主要以投资备案为主。总体来说，当下市场预期下的对华投资审查禁令，从范围和力度可以理解为匹配贸易端2022年10月美国商务部发布的对华半导体出口禁令。

我们对此有三点注意：（1）**该对华投资限制项目拖延已久，可能受到美国业界反对影响，是否会真正落地要打个问号。**从2022年发酵以来，消息面传出的发布时间从2023年开年一再拖延到布林肯访华、3月底，至当下的5月中，但关于投资限制禁令的实质性内容未有大改变。（2）**由于该禁令发酵时间很长，市场已有充分时间消化，对华的增量冲击范围较小。**美国投资机构PAG与凯雷近日也将亚洲融资计划的目标降低。（3）**倘若该禁令真的落地，我们审慎关注后续是否会有产业领域和限制力度的扩大。**我们在2023年2月作出的分析是，可能本次禁令主要是对该模式进行试点，后续不排除扩大到生物科技等领域。当下中国生物化学产业由于与美国毒品相关国家安全受到制裁：4月14日美国财政部新增对武汉硕康生物科技和销售、国际清算相关人员的制裁，制裁理由为与墨西哥毒品集团合成芬太尼相关。

回到耶伦的讲话。除了最近市场重新关注的拜登政府对华投资禁令外，耶伦还宣言：（1）美国当下对华政策，以国家安全为重而非经贸得失；（2）美国不寻求与中国全面脱钩；（3）耶伦计划在合适时间访华；（4）中美需要就发展中国家债务问题进行讨论。换句话说，**当下对华半导体等领域的在贸易和投资端等的限制政策隶属于国家安全，协商空间很小，继而我们对耶伦访华预期也比较审慎。**

4月18日，G7在外长会议后发布联合声明，其中中国相关条款依然围绕人权、政府干预市场、中国台湾问题等议题展开；中国外交部发言人汪文斌以“[G7]不要再居高临下对他国指手画脚”作为回应。中国防长李尚福也在同期，4月16日起赴俄访问，与俄罗斯总统普京、俄防长绍伊古会谈，落实中俄元首共识，拓展战区、军种、院校间合作。

我们在联合声明中，注意到超预期的内容有：（1）中国相关条款没有涉及俄乌相关问题。在法国总统马克龙、欧盟委员会主席冯德莱恩、德国外长贝尔伯克相继访华结束之后的当口，**联合声明中没有涉及俄乌问题反映了G7内部，在对华俄乌问题上的取向的分歧。**我们分析，大概率是法德两国坚持了与美国独立的立场，中国上两周的外交努力也没有白费（关于对马克龙与贝尔伯克访华行程的分析，请见上两期东方战略周观察）。（2）**关于印太地区的简要讨论，在文本中，被放置在全文第二部分、俄乌冲突与中国之间；**对比2020年至今的G7外长会联合声明，该文本所处位置异常，但文本内容与过去三年区别较小。这个安排向我们传递的信号，一方面有G7对印太地区的重视，与近期日本在南亚孟加拉湾也开展基建外交的动态一脉相承，另一方面也有可能，反映了将中国和俄乌问题分隔的用意。

本周战略周观察末尾，我们关注**美国主权债务上限问题**，美国国会需要立法提高美政府债务上限以避免国债违约。近期美债市场已经开始进行违约主题交易，在关键时间节点（mei guo 企业税缴纳、预期潜在违约时间 7 月）前后到期的国债，其收益率存在断点落差。4 月 10 日，美众议院议长麦卡锡在纽交所演讲，之后 12 日公布其领导的共和党提出的谈判方案，愿意将债务上限提升至 2024 年 3 月或 32.9 万亿美元，但条件包括：（1）撤回尚未兑现的新冠援助；（2）将支出水平减少至 2022 年水平；（3）减少“通胀削减法案”中针对二手电动车等税收减免；（4）对享受食物和医疗援助的部分健全成年人增加就业要求。

我们分析，**麦卡锡新担任议长、党内领导权不稳；若领导谈判不利导致违约，对其议长位置构成挑战，继而有动力促成谈判。**另一方面，由于共和党未获得对参议院的控制，最终谈判中共和党需要作出让步。问题在于，**共和党核心诉求是哪些？在谈判中，哪些条款可能会被保留？**

我们分析，**共和党诉求主要面向 2024 年总统选战，削减拜登政府存量政绩并减少其未来两年执政空间。**此前麦卡锡 4 月 10 日公布的计划中，曾包括限制未来 10 年政府支出年化增长率在 1%：该条款实质影响只覆盖拜登剩余两年任期与之后可能的民主党政府；若共和党执政且掌控国会，可对法律进行修正。另一个佐证在于当下共和党计划债务上限至放宽到 2024 年 3 月总统大选前，明确意图将债务问题留到大选年炒作。继而，我们分析此次共和党核心诉求围绕限制拜登政府剩余两年的执政空间，与“通胀削减法案”等拜登标志性政绩。

海外政要本周动态

表 1：海外政要本周动态（2023 年 4 月 16 日-4 月 23 日）

人物	职务	日期	动态
拜登	美国总统	2023/4/21	拜登总统将采取实际措施，阻止朝鲜对韩国发动核武器。
		2023/4/21	拜登总统表示将限制美国企业对中国关键经济领域的投资，并寻求在 G7 峰会上达成共识。
		2023/4/20	拜登总统与法国总统马克龙通电话，强调了维护台海和平稳定的重要性，重申了支持乌克兰的立场并对与中国接触以期结束乌克兰冲突达成共识。
		2023/4/20	拜登总统与欧盟委员会主席冯德莱恩通电话，探讨了对华关系、台湾问题及支乌抵俄等战略事宜。
		2023/4/20	拜登总统在白宫接待了哥伦比亚总统古斯塔沃·佩特罗并提出深化合作。
		2023/4/20	拜登总统计划最早于下周二发布 2024 年竞选连任的公告。
马克龙	法国总统	2023/4/20	法国总统马克龙与拜登总统通电话，赞成了为维护国际秩序而努力但未正面提及台湾问题。两国总统对支持乌克兰的立场及与中国接触以期结束乌克兰冲突达成共识。
		2023/4/18	马克龙总统表示希望中国能协助法国，说服俄罗斯和乌克兰进行谈判，并已指示外事顾问与中国展开合作制定谈判框架。
普京	俄罗斯总统	2023/4/17	普京总统前往乌克兰前线地区视察。
		2023/4/16	普京总统在莫斯科会见了中国国防部长李尚福，称赞了两国间的军事合作。
泽连斯基	乌克兰总统	2023/4/21	在泽连斯基总统的敦促下，乌克兰约 50 个盟国在德国举行乌克兰国防联络组会议，协调对基辅的军事援助。
		2023/4/20	泽连斯基总统在基辅会见了到访乌克兰的北约秘书长斯托尔滕贝格，并再次呼吁北约尽快批准乌克兰的加入申请，并要求加大军事支持，受邀参加于今年 7 月举办的北约峰会。
		2023/4/18	泽连斯基总统视察了东部城镇阿维季夫卡的前线部队。
卢拉	巴西总统	2023/4/21	巴西总统卢拉访问葡萄牙，开启欧洲之行，缓和与欧洲重要伙伴的外交关系。
		2023/4/18	在为访问巴西的罗马尼亚总统约翰尼斯举行的午餐会上，卢拉对俄罗斯侵犯领土完整的行为表示了谴责。
		2023/4/17	卢拉在巴西与俄罗斯外长拉夫罗夫会面，拉夫罗夫就巴西在俄乌战争中谴责欧美军援的立场表示了感谢。
尹锡悦	韩国总统	2023/4/20	尹锡悦总统表示如果乌克兰遭到大规模平民袭击，韩国可能会考虑提供军事援助。此外，关于朝鲜军事威胁，尹锡悦表示正在开发超高性能武器，计划

			在下周韩美峰会期间寻求取得应对威胁的“实质成果”，并将朝鲜、台湾问题归为国际问题。
岸田文雄	日本首相	2023/4/21	岸田文雄首相向供奉二战甲级战犯的靖国神社供奉祭品，中国官方对此向日本提出交涉。
		2023/4/20	岸田文雄首相强调维护台海安全与稳定的必要性，以和平方式解决台湾问题。
		2023/4/20	日本众议院的咨询服务部门晚上收到威胁杀害日本首相岸田文雄的电子邮件。
		2023/4/18	日本首相岸田文雄在首相官邸与美国国务卿布林肯会谈，两人同意将加强美日同盟的震慑力和因应能力，以及美日合作促成 G7 领袖峰会。
欧盟		2023/4/20	欧盟外交关系与安全政策高级代表何塞普·博雷尔代表欧盟发表声明称，谴责苏丹军队与准军事快速支援部队间的冲突，呼吁立即停止苏丹的战斗。
		2023/4/18	欧盟委员会主席乌尔苏拉·冯德莱恩再次警告中国不要在台湾海峡使用武力，并呼吁欧盟在关键资源方面减少对中国的依赖。
G7		2023/4/20	七国集团正在考虑接近于完全禁止对俄罗斯的大部分出口以增加其战时经济压力。
		2023/4/19	日本首相岸田文雄称 ChatGPT 将列入 G7 峰会议程。
		2023/4/18	G7 外长会议成功举行，联合声明表示反对俄罗斯威胁使用核武器，支持乌克兰对抗俄罗斯；反对中国对台湾施压，呼吁中国和平解决台湾问题；谴责朝鲜不断发射弹道导弹，否认朝鲜拥核国地位；敦促伊朗停止核升级和向俄罗斯提供武器。

数据来源：路透、卫报、读卖新闻等新闻媒体、各国领导人办公室、外交部公告、东方证券研究所

风险提示

俄乌春季战事超预期升级的风险。俄乌冲突进入第二年，叠加全球宏观不稳定，变数增加，极易偏离市场普遍存在的战况将趋缓的预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。