

宏观点评 20230810

一文读懂拜登投资限制禁令及影响

2023年08月10日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《CPI 同比转负后政策怎么走?》

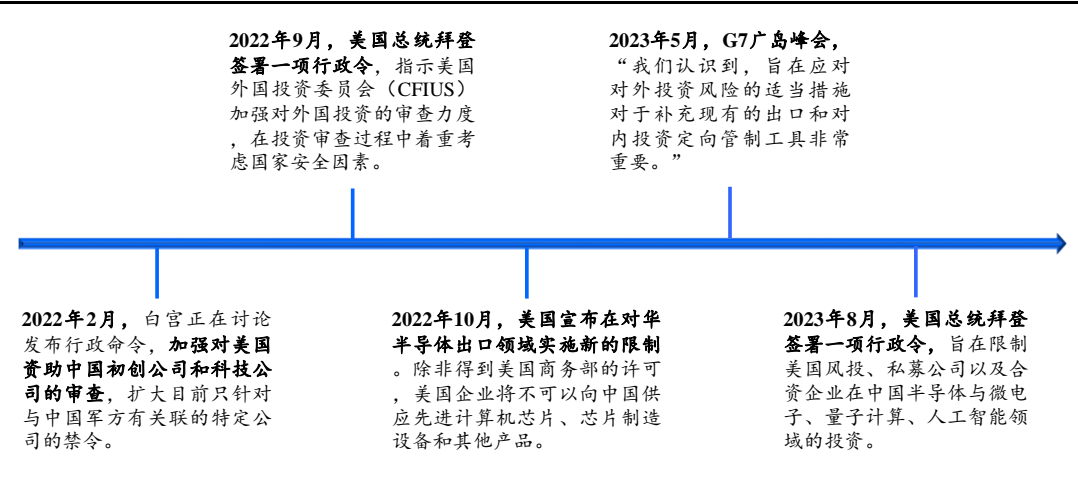
2023-08-09

《7月出口: 数据罕见调整, 该如何解读?》

2023-08-08

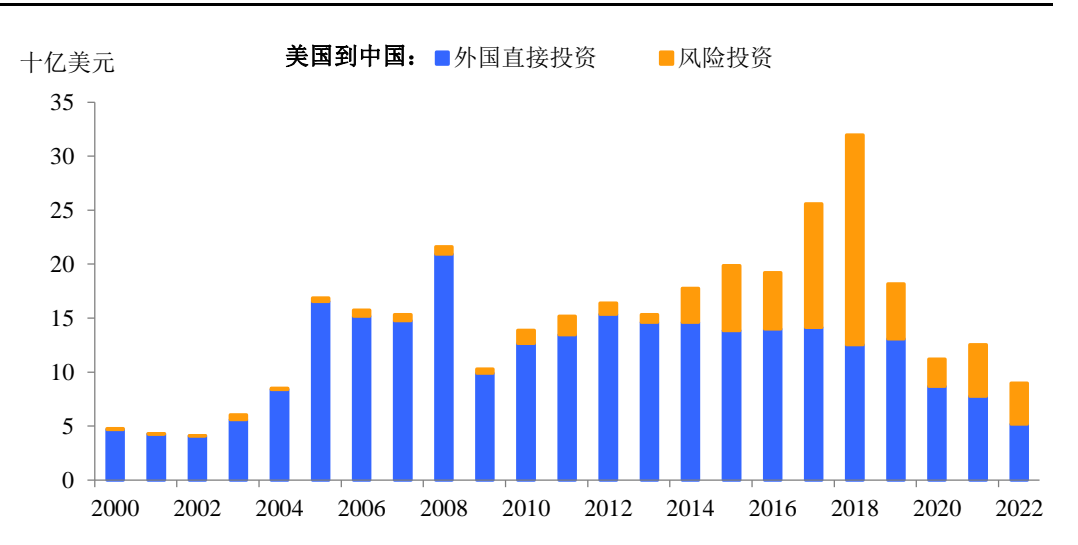
- 拜登政府今天发布了酝酿已久的限制对华投资行政令, 该行政令首次赋予美国政府新的广泛监管权力, 以国家安全为由禁止美国投资流向中国的一些敏感技术领域。尽管不时有风声传出, 不过我们认为该行政令较最初的设想明显“打折扣”。
- 说酝酿已久, 是早在 2022 年 2 月, 拜登政府就考虑对美国在 5 个产业 (半导体芯片、人工智能、量子计算、生物技术和清洁能源) 的对华投资进行审查。但由于拜登政府希望与盟国建立联合审查机制 (否则中国可以通过欧洲的实体绕过美国的限制), 这一审查原计划在 5 月日本广岛的 G7 会议后启动, 但由于盟国未能在国家安全关切和对经济活动不利影响的辩论上达成一致, 所以一直拖延至今。
- 说“打折扣”, 与 2022 年 2 月所提出的完全禁止对中国一些高科技行业的直接投资不同, 新的行政令在禁止的内容和形式上都被大大削弱了。
- 首先, 该行政令在内容上只包括直接投资 (如合资企业、私募股权、并购、绿地投资), 但不包括被动式的证券投资。并且仅涵盖人工智能、半导体与微电子、量子计算这三个行业 (剔除了生物技术和清洁能源)。这些行业被禁止的投资可能包括那些“敏感技术”, 但这些“敏感技术”已经包括在对中国公司和机构的现有出口管制中。
- 其次, 该行政令采取了狭义的投资限制与广泛披露要求相结合的形式。被禁止的投资范围虽然很窄, 但美国投资者须向财政部通报其他可能涉及国家安全的交易, 作为涉及国家安全的对外投资收集额外信息的一种方式。这种形式也更符合拜登政府与中国“去风险” (相对于与中国脱钩) 的战略, 即采用“小院高墙”的方式在科技领域实施精准打击。
- 另外, 该行政令不会立刻生效。美国财政部将就限制的适当范围征求公众意见, 在 45 天内接受讨论, 随后提出正式的规则提案。
- 鉴于此前美国财政部部长耶伦访华时, 已经表示拟议的对华投资限制“针对特定范围, 不会对两国的投资环境产生严重影响”, 我们认为该行政令短期对中国经济和资本市场的影响有限。
- 从经济来看, 虽然该禁令将抑制美国对华的直接投资, 但根据荣鼎咨询 (Rhodium Group) 的数据, 过去 5 年来, 美国对华无论是外国直接投资还是风险投资均持续下滑 (图 2)。从当前中国吸引 FDI 的国别来看, 美国的占比已不足 1.5%。因此该行政令在短期内对中国资本形成和技术发展的影响是完全可控的。
- 从资本市场来看, 由于被动式的证券投资 (比如指数投资) 并不在该禁令范围之内, 因此不会发生强制平仓。并且从时间上来看, 由于市场对于此行政令的出台早有预期, 比如在 4 月 21 日首次传出该行政令将颁布的消息时, 恒生科技指数回调了 3.1%。我们认为在该行政令一再延期后, 市场对此的反应已趋于钝化。
- 但从中长期来看, 随着美国与中国相关的经济活动受到越来越多的审查, 投资者在做出配置决策时, 不仅要考虑现有的监管规定, 还要考虑这样一个背景, 即与中国相关的活动会越来越受到更严格的政治审查, 这就有可能迫使西方的机构投资者重新考虑在中国的投资。根据高盛的统计, 2023 年上半年全球主动型基金在中国的配置比基准权重低了 390 个基点; 对冲基金在中国股票上的净敞口 (相对于其全球股票持仓) 仍比今年 1 月份低了 460 个基点, 而拜登政府行政令的长期实施可能会增加这些压力。
- 风险提示: 中美地缘风险升级, 美联储持续货币紧缩, 海外经济衰退。

图1: 拜登政府限制对华投资行政令的出台的一系列背景



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 2018年以来，美国对华 FDI 和风险投资均持续下滑



资料来源: Rhodium Group, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>