

分析师

王涵 S0190512020001

王轶君 S0190513070008

研究助理 陈嘉媛

团队成员

王涵、贾潇君、王连庆、卢燕  
津、王轶君、段超、卓泓、王  
笑笑、陈嘉媛**相关报告**

20200320

本轮美国金融危机的起因、现状  
与展望

20200309

美股：树倒猢猻散？——资产表  
现那点事儿

20200303

突然降息 50bps：两难中联储艰  
难的抉择

20200227

美债收益率创历史新低，我们怎  
么看？

# 美国还是科技“灯塔国”吗？

——《“祸水东引” - 贸易摩擦与科技竞争》系列报告之三

2020 年 5 月 17 日

**投资要点**

**事件：5 月 15 日，美国商务部再次加强对华为的出口管制，宣布只要是在美国商务部出口管制清单上的产品，其供应商在为华为及其子公司供货前都应向美国商务部申请许可证，我们对此的看法如下：**

- **美国大选压力临近，“科技牌”首当其冲。**新冠肺炎对美国经济造成了巨大冲击，特朗普疫情应对不利，为民主党攻击特朗普提供了理由。随着美国大选的临近，特朗普的大选压力攀升，选择通过“科技战”的方式为自身大选加码。5 月 15 日，美国商务部发文称只要在美国商务部出口管制清单上的产品，其供应商在为华为及其子公司供货前都应向美国商务部申请许可证，这使得 2018 年开始的“科技战”再次升级。
- **中国博弈的底气：美国科技公司对中国市场高度依赖。**美国信息技术类企业平均非美国营收占比高达 53.4%，其中半导体对海外收入的依赖则更高。美国对华为实施出口禁令，很有可能“自伤其身”。如果中美之间科技冲突升级，中国也可能对美国的科技公司进行反制，进而冲击目前由科技股支撑的美国股市。
- **中国的市场规模，意味着全球科技企业不太可能与中国完全脱钩。**“我国超大规模市场优势和内需潜力”，依然是美国试图与中国脱钩中最大的阻碍。2018 年以来外资对中国电子行业的直接投资不降反升，不排除部分海外企业试图绕过壁垒，继续拥抱中国市场。同时，“国内国际双循环”也正在逐步形成。年初英国允许华为参与 5G 建设，以及 5 月荷兰光刻机厂商 ASML 在无锡建厂。
- **美国发动“科技战”冲击全球半导体行业，可能拖累自身企业生产投资。**自美国发动针对半导体行业“科技战”以来，全球半导体销售额大幅下滑，全球贸易也受此影响而萎缩。“逆全球化”将使得美国企业的盈利、投资、生产均受到较大冲击。
- **“做好自己的事”，资本市场将发挥更大作用。**中长期来看，提升自身产业链的稳定性将是未来中长期的政策重心之一。当前发展的核心在于科创类行业，不管是从资源分配的效率来看，还是从地缘政治层面的角度来看，资本市场将发挥更大作用。

**风险提示：美国大选不确定性，美国复工带来的疫情反复风险。**

## 美国大选压力临近，“科技牌”首当其冲

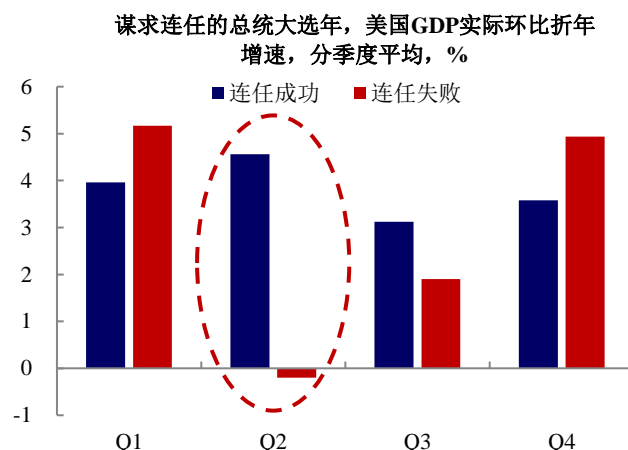
- **选情不确定的上升促使特朗普另寻他路，大打“科技牌”。**3月底，美国疫情迅速蔓延，商业活动大幅下滑，一季度GDP季调环比折年率萎缩至-4.8%，失业率创历史新高。我们在《20200224-紧急公共卫生事件冲击，会助力民主党挑战特朗普吗？》中所提到的，连任失败的总统往往在二季度出现明显的GDP增速下滑，从这个角度而言，对于想要寻求连任的特朗普而言，2020年二季度GDP增速或是非常重要的经济指标。疫情对美国经济造成了巨大的冲击，特朗普在疫情初期试图掩盖疫情，在疫情大爆发之后应对措施不及时都为民主党攻击特朗普提供了理由。奥巴马曾称特朗普对新冠病毒的处理是“一场绝对混乱的灾难”。而随着11月3日美国大选的临近，特朗普的大选压力也节节攀升。为了转移国内的矛盾情绪，并为自己的大选制造噱头，特朗普选择通过与中国开启“科技战”的方式为大选加码。
- **美国商务部再次出手，加强对华为出口管制。**5月15日，美国商务部宣布将华为及其非美国分支机构在实体名单上的现有临时通用许可证授权期限延长90天，但同时通知临时通用许可证可能会在2020年8月13日之后进行修改，并且可能取消临时通用许可证。同天，美国商务部发文称产业与安全局（以下简称“BIS”）认为华为通过使用美国设备在海外进行生产绕开了实体清单的限制。为了避免这种情况，BIS修改了出口管制条例（EAR），使得只要在美国商务部出口管制清单上的产品（无论在美国境内还是境外生产），其供应商在为华为和其子公司供货前，都需要获得美国政府的许可，包含出口、再出口和转运。在今年2月，美商务部曾提出要将原先美国制造比例小于25%的产品可不受出口禁令限制出售给华为的规则改为“美国制造比例小于10%”，当时因为遭到国防部的反对并未立即通过。但此次则跳过了降低美国制造比例加强对华为出口管制的步骤，直接要求任何使用美国技术的产品在对华为出口时需要向美国申请许可证。

在美国商务部的此次发文中并未明确表明许可证将依据什么准则发放，这其实某种程度上是逼迫全球的半导体公司在“失去中国市场”与“向美国交保护费”之间作出选择。同日，全球最大的半导体代工巨头台积电宣布计划在美国亚利桑那州建厂，该工厂计划在2021年开工建设，2024年投产。

**图表 1：大选年第二季度的 GDP 增速是尤为重要的指标**

谋求连任的历届 总统大选情况		大选年美 GDP 实际增速, SAAR, %			
		Q1	Q2	Q3	Q4
谋求连任成功	1972 尼克松	7.6	9.4	3.8	6.9
	1986 里根	3.8	1.8	3.9	2.2
	1996 克林顿	3.0	6.8	3.6	4.2
	2004 小布什	2.2	3.1	3.8	4.1
	2012 奥巴马	3.2	1.7	0.5	0.5
谋求连任失败	1976 福特	9.3	3.0	2.2	2.9
	1980 卡特	1.3	-8.0	-0.5	7.7
	1992 老布什	4.9	4.4	4.0	4.2

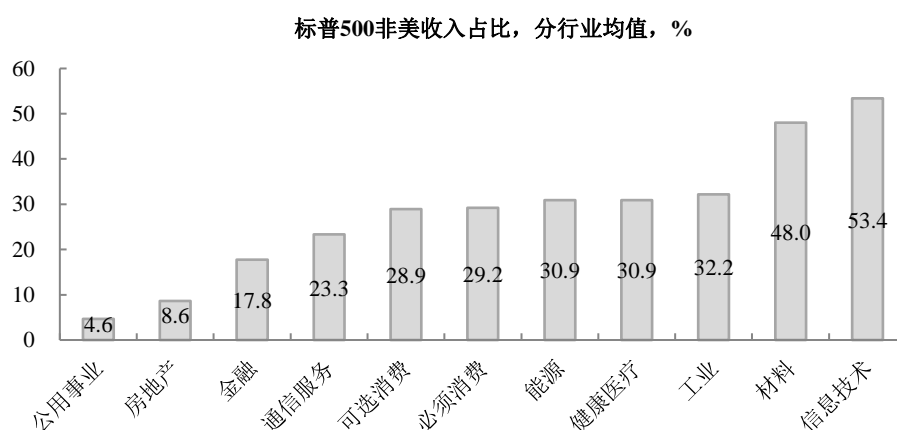
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理



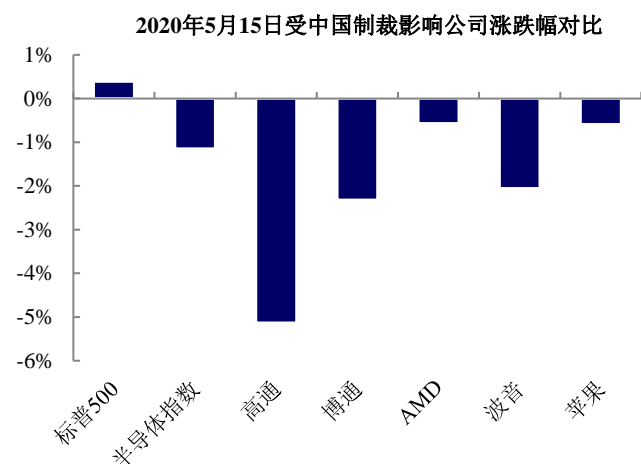
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

## 中国博弈的底气：美国科技公司中国市场的高度依赖

- 美国科技企业的海外收入占比超过 50%。我们在《2020Q2-制裁华为？深度剖析五角大楼的两难》一文中对标普 500 上市公司披露的数据进行了统计，发现信息技术类企业平均非美营收占比达到 53.4%，其中半导体行业对海外收入的依赖更高，比如高通的海外收入占比高达 88.6%，而英伟达的海外收入占比则超过 90%。这意味着，美国对华为实施出口禁令，很有可能“自伤其身”。5 月 15 日，美国半导体指数下滑 1.15%，高通股价下跌 5.13% 也体现了这点。另外，如果中美之间的科技冲突升级，中国可能对美国的科技公司，比如高通、思科、苹果、波音等实施相应的制裁手段，这对美国科技公司未来的盈利将造成较大的影响，进而可能冲击目前由科技股支撑的美国股市。

**图表 2：美国信息技术类企业的海外收入超过一半**


数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 3: 受中国反制声明影响, 相关公司股票下跌**


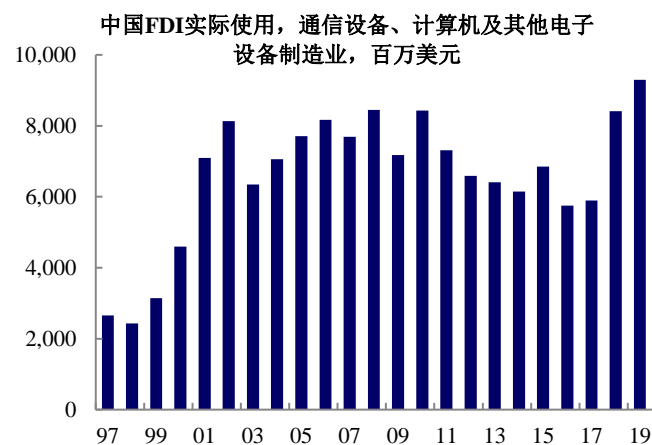
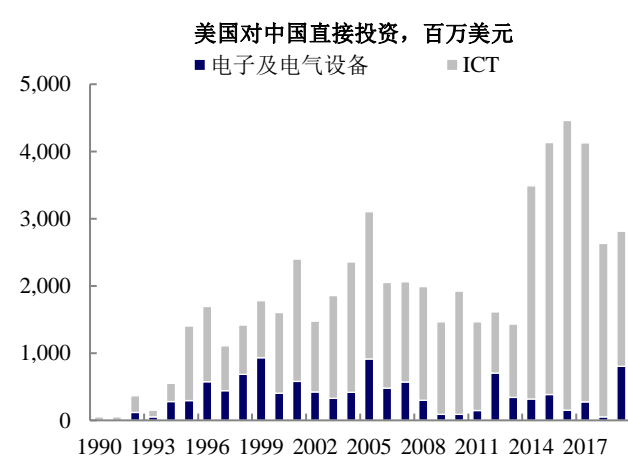
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 4: 美国主要半导体公司的收入来源于中国**

美国主要半导体公司收入来源			
公司	市值/美国 半导体上市 公司市值	中国收入占比 (FY2019)	美国收入占比 (FY2019)
英伟达	17.07%	23.9%	12.9%
博通	8.51%	35.7%	18.7%
德州仪器	8.12%	50.1%	12.7%
高通	6.96%	47.8%	11.4%
AMD	5.19%	25.8%	26.2%

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 中国的市场规模, 意味着全球科技企业不太可能完全与中国脱钩。我们在《技术制裁是把双刃剑: 对美国动用瓦森纳协议打压中国半导体的看法》中曾指出, 在 2018 年美国对华发动贸易摩擦以来, 为中国产品增加了诸多非市场化的摩擦成本, 包括关税、技术可得性等等。但正如 5 月 14 日政治局常委会所指出的——“我国超大规模市场优势和内需潜力”, 这依然是美国试图与中国脱钩中最大的阻碍, 也是前面我们所看到的美国“自伤”严重的原因。从结果来看, 2018 年以来外资对中国电子行业的直接投资不降反升, 美国对中国的电子行业直接投资也升至 2005 年以来的高点, 不排除一部分海外企业试图绕过壁垒, 继续拥抱中国市场。

**图表 5: 外资对中国电子行业的直接投资不降反升**

**图表 6: 美国对中国电子行业直接投资也处于高位**


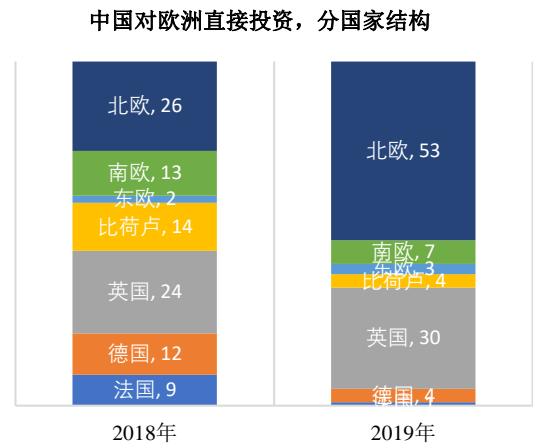
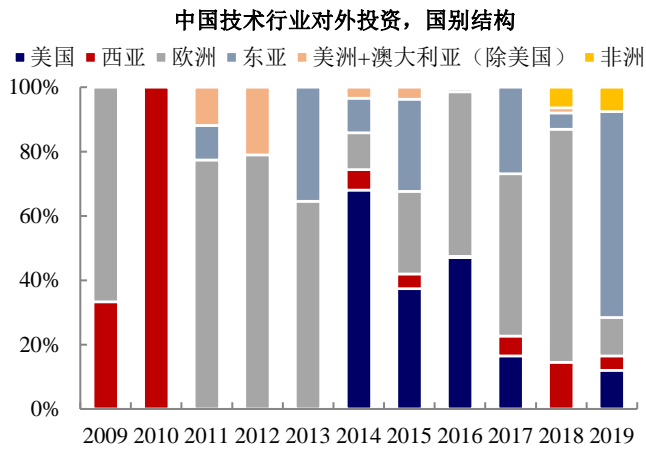
注: 2019 年原数据列不更新, 这里根据商务部披露的“2019 年 1-11 月电子及通信设备制造业实际使用外资同比增长 10.6%”计算。  
数据来源: CEIC, 商务部, 兴业证券经济与金融研究院整理

- “国内国际双循环”也正在逐步形成。在全球地缘政治风险高企常态化且全球需求常态化的背景下, 全球投资需求匮乏、发达经济体亟需解决低收入人群的就业问题。继续对外开放, 构筑贸易摩擦的“护城河”对于中国而言是更优的政策选项, 这也是为何政治局会议提出“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”。从数据来看, 2019 年结构性调整已在发生, 如 2019

年中国对欧洲直接投资中，英国、北欧占比明显提升。微观上，年初英国允许华为参与 5G 建设，以及 5 月荷兰光刻机厂商 ASML 在无锡建厂。

图表 7：中国技术行业对外投资的结构在发生变化

图表 8：中国对欧洲投资中，英国及北欧占比提升

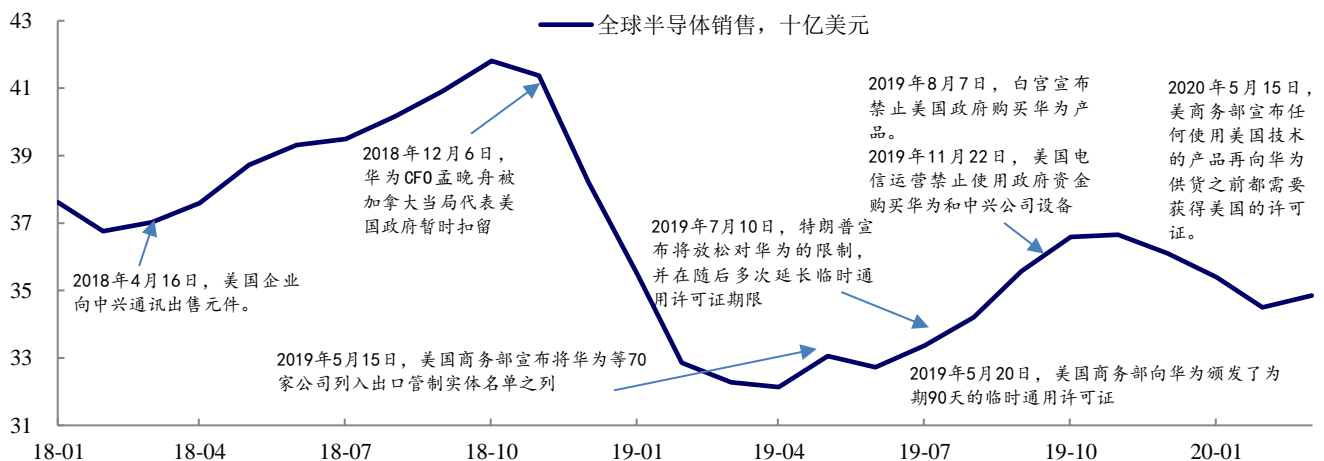


数据来源：AEI，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Rhodium Group，兴业证券经济与金融研究院整理

- 美国发动“科技战”冲击全球半导体行业，可能拖累自身企业生产投资。2019 年全球贸易萎缩，一方面是由于中美贸易摩擦，双方抬高了关税；另一方面则是美国发动了针对半导体行业的“科技战”，使得全球半导体销售额自 2018 年底快速下滑。如我们在《2019H20-逆全球化 2.0，来自货币政策的抵抗》中曾提到，在全球化进程被逆转时，美国企业的盈利、投资、生产均受到较大的冲击，美国企业投资已连续三个季度下滑。2019 年 7 月，特朗普宣布将放松对华为的限制之后，全球半导体销量开始复苏，也一度成为全球贸易改善的初期信号。而美国如果升级“科技战”，2019 年所经历的全局贸易下滑进而反过来拖累美国企业生产投资的情况可能会再次出现。

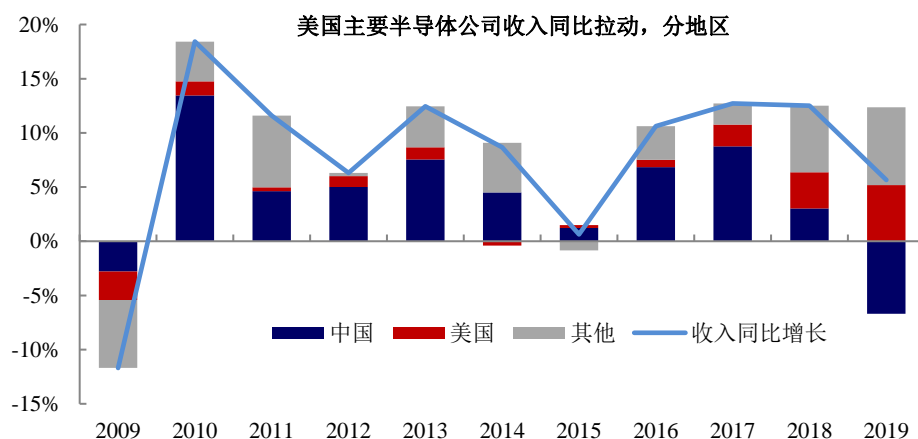
图表 9：自 2018 年贸易战以来，全球半导体销售受到较大冲击



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理



图表 10: 2019 年美国半导体公司收入同比增长下滑



注：此处使用高通、博通、英伟达、AMD、德州仪器五个公司数据加总统计  
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

## “做好自己的事”，资本市场将发挥更大作用

- 提高自身产业链稳定性，而产业结构的变化也意味着资本市场将发挥更大作用。中长期来看，提升自身产业链的稳定性将是未来中长期的政策重心之一。5月14日的政治局会议也指出，“要发挥新型举国体制优势，加强科技创新和技术攻关，强化关键环节、关键领域、关键产品保障能力”。而与改革开放之后，中国“集中力量”发展传统产业不同的是，当前的核心在于科创类行业，不管是从资源分配的效率来看，还是从地缘政治层面的角度来看，资本市场将发挥更大作用。在美国商务部发布禁令的前后，我们也看到国家集成电路基金 II 及上海集成电路基金 II 分别对中芯国际注资 15 亿美元及 7.5 亿美元。从这个角度来看，一级市场扩容以及二级市场的示范效应仍然是未来一段时间确定性较高的政策方向。

**风险提示：美国大选不确定性，美国复工带来的疫情反复风险。**

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyjq.com.cn	邮箱：research@xyjq.com.cn	邮箱：research@xyjq.com.cn