

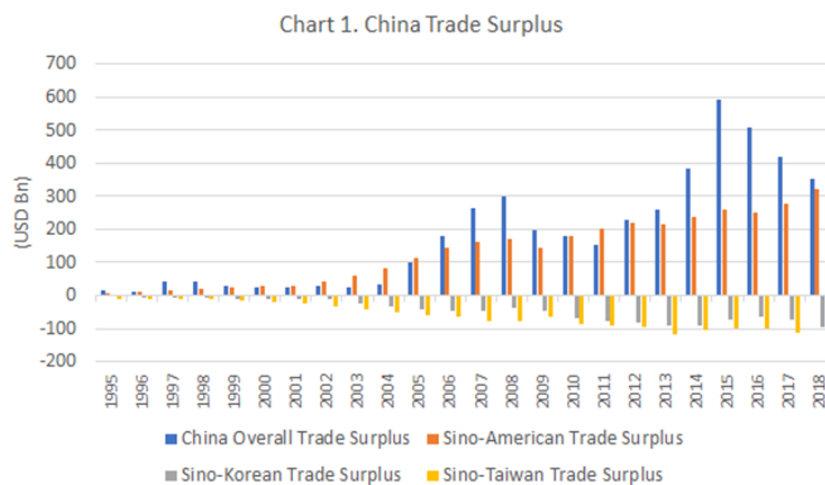
停不下的前进步伐

中美之间的贸易摩擦在二季度又成为人们关注的焦点，也给股市造成了波动。在6月底中美两国领导人会晤后，市场情绪有了短暂的缓和。特朗普总统暂时同意不对剩余的3000亿美元中国商品征收关税，贸易谈判也将重启，同时应允美国公司可以在不威胁美国国家安全的情况下恢复向中国电信巨头华为销售产品。特朗普总统虽然经常改变言论，不过他将中美之间的双边关系描述为“战略伙伴”关系，这表明特朗普与其他鹰派不同，在满足其民选诉求的同时，仍然在寻求达成可能的协议。两国领导人的会晤对市场起到了缓和作用，但由于贸易平衡问题和美国对中国经济发展的担忧仍然存在，我们预期两国之间的紧张局势不会完全消除，两国在未来仍将面临诸多挑战，所以本文侧重于从长期的角度关注此事潜在的结果和影响。我们认为，近期的贸易摩擦将使中国更加坚定地加快步伐，解决技术瓶颈，并在全球价值链中获取高附加值的经济利益，即使美国已经把我们视为威胁到其经济地位和国家安全的竞争对手。中国亦需要关注内部变革，通过改革开放来增强竞争力。过去几年我们积累了充足的资本、技术和人才，而且中国有巨大的内需市场，我们相信中国不会停下发展的脚步，最终成为世界高端制造业的基地。

美国企图阻碍中国向全球价值链上游推进

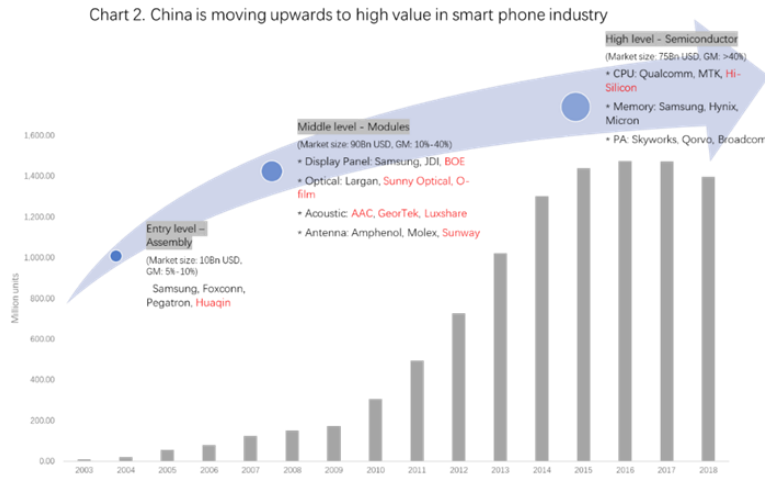
回看2018年，贸易逆差一度被认为是贸易战的触发因素，而实际上中美贸易不平衡是两国在全球价值链中不同产业定位的结果。在过去20多年的全球化推动下，美国将大部分制造业转移到国外，由此造成的国内产能不足是导致美国与中国和其他国家产生贸易逆差的主要原因之一。中美贸易逆差是制造外包的必然结果，其在降低成本、提高效率和加强美元货币政策方面符合美国的最佳利益，双方都受益于这种垂直专业化趋势。

鉴于目前的产业布局，美国对中国的贸易逆差在短期内很难大幅降低，而美国的真正目的其实是遏制中国在全球价值链上获得更多经济利益和更高附加值的机会。而且贸易顺差也并不能完全代表真正的经济利益，中国仍然从韩国和台湾地区进口一些高端模块和半导体，加工后的最终产品再销往美国，这一部分虽然被计算在了中国的贸易顺差当中，但并没有产生经济利益。从下图可以看出，随着中国制造业从低端服装和家具产品转型至高端机械和电子产品，中国对美国贸易顺差扩大的同时，对韩国和台湾的贸易逆差也在扩大（图1）。



来源：万得，中华人民共和国海关总署

中国正雄心勃勃地努力攻克全球价值链上游，以获取更高附加值的利益。以手机行业为例，早期在中国建立的大量劳动密集型装配工厂培育了当地的中端模块供应商，这有助于加快技术升级（图2）。随着逐步替代韩国和台湾的进口，模块和组件的本地化比率显著提高。如今在模块业务方面，中国公司可以生产各种类别的产品，包括显示面板，光学、声学原件和天线，更有一些公司已经做到了全球前三。



来源：IDC，彬元资本

中国的下一个目标是在上游的半导体技术方面有所突破，这被美国政府视为军事和国防的重要技术。美国担心中国的快速发展可能会对其国内半导体产业的竞争力以及国家安全构成威胁，因此他们真正试图阻碍的是中国技术快速进步及向价值链上游移动的趋势。

中国具备成为高端制造业基地的优势

中国过去积累了丰富的资本、技术和人才。快速发展起来的物流基础设施、成熟的生产供应链，强大的财富效应和巨大的国内机遇吸引了大量的海归回流。过去几年，国内也越来越重视研发，2018年中国申请了53,345项国际专利，同比增长9.1%，仅次于美国的56,142项（图3）。

Chart 3. Number of international patent filings

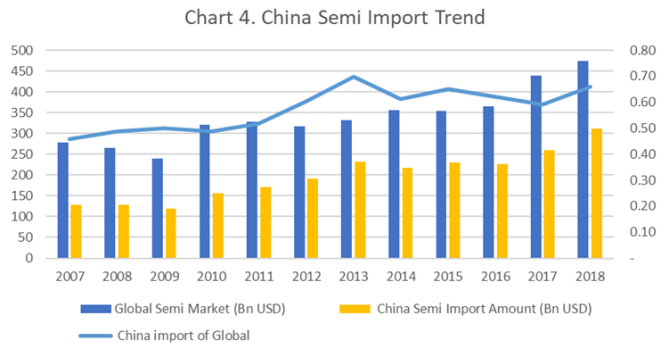
Ranking	Country	2018 patent filing numbers	2017 patent filing numbers	2018/2017 change
1	US	56,142	56,676	-0.9%
2	China	53,345	48,905	9.1%
3	Japan	49,702	48,205	3.1%
4	Germany	19,883	18,951	4.9%
5	South Korea	17,014	15,751	8.0%
6	France	7,914	8,014	-1.2%
7	UK	5,641	5,568	1.3%
8	Switzerland	4,568	4,488	1.8%
9	Sweden	4,162	3,975	4.7%
10	Netherlands	4,138	4,430	-6.6%

来源：WIPO

如果中国继续实行对外开放政策和经济改革，我们将在可预见的未来保持高度竞争力，成为高端制造业基地。低端产业附加值低，又消耗能源、资本和劳动力，因此，将低端制造业从中国转移到越南将使两国和全球经济同时受益。

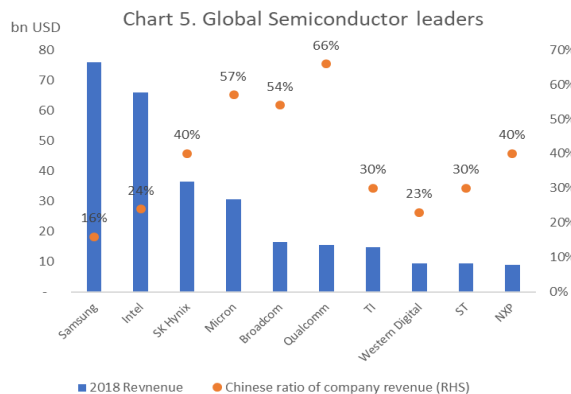
半导体行业将成为重点

集成电路（IC）产业是中国需要突破的关键瓶颈，这也成为了中美之间摩擦的主战场。2018年，中国进口IC 312亿美元，占全球半导体行业收入的66%，而美国占全球市场份额为50%（图4）。



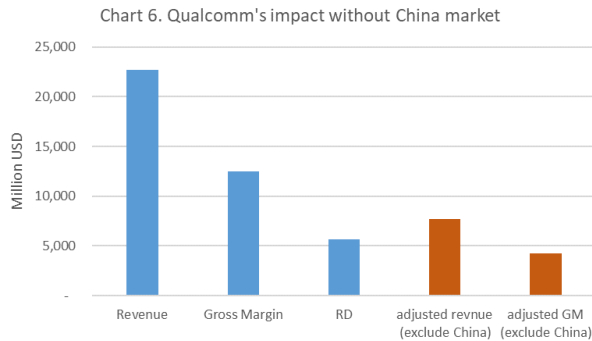
来源：万得

除了对中国相关产业产生不利影响外，美国的技术禁令也将对美国本土的芯片制造商造成严重损害，因为中国是许多美国公司最重要的市场。例如，高通公司66%的收入来自中国（图5）。



来源：年报，彬元资本

从中国客户手中赚取的利润支持了美国芯片制造商在研发方面的投资，以进一步提升技术。在庞大的国内市场和创新型应用的推动下，中国非常擅长将技术推广到应用层面，这有助于变现和拓展在美国和其他发达国家进行的创新研究，来自中国市场的反馈也是制造商改进技术的关键信息。如果不将中国纳入全球价值链，那么这些芯片技术可能需要更长的时间才能被应用和变现。从我们的分析来看，如果没有中国市场，高通的剩余毛利甚至无法支持其未来的创新研发（图6）。



来源：高通年报，彬元资本

技术禁令将在短期减慢中国新产品的升级速度，不过中国公司仍然可以通过转向低端国内供应商而生存下来，而且这可能会给中国带来长期的积极影响，因为它将迫使中国加快技术发展。巨大的国内市场应该能够支持生产者攀登学习曲线。即使没有技术禁令，中国公司也将提高警惕，供应安全意识将大幅提升。中国必须发展自己的上游技术已成为业界的普遍共识，本土公司一直在积极寻求国内替代品，并支持其潜在供应商提升技术。

投资组合配置

市场估值已经调整至长期有吸引力的水平。中国庞大的国内市场一定程度上可以抵御国际市场的冲击。我们的持仓主要受益于国内市场的结构性趋势，受全球市场的影响较小。我们坚定持有需求稳定和受益于整合趋势的消费和医疗行业。我们还会选择性地投资一些受全球价值链影响较小，并受益于进口替代的高质量科技公司。我们相信我们持仓的公司将穿越动荡，实现不错的盈利增长。

市场回顾与展望

中国6月经济数据好坏参半。2019年5月生产者价格指数（PPI）同比上涨0.6%，比4月份下降0.3个百分点，消费者价格指数（CPI）为2.7%，高于4月份的2.5%。官方制造业采购经理人指数（PMI）6月受新订单拖累，保持在49.4不变，仍低于50的荣枯线。官方非制造业PMI从5月的54.3略微下降至6月的54.2。5月铁路货运量同比增长6.8%至3.62亿吨。

经过几个月的准备，科创板于6月正式启动，这将为科技公司提供直接融资支持，表明中国实施金融改革来支持科学技术发展的决心。沪伦通于2019年6月17日开始交易。该机制有助于A股公司从海外市场筹集资金，并为国际投资者提供进入中国资本市场的新途径。

中国国家主席习近平和美国总统特朗普在日本G20峰会期间进行了长达80分钟的会面，双方同意恢复贸易谈判。根据特朗普总统的说法，这次会议是“极好的”和“好于预期”，美国不会对中国剩余的3000亿美元进口产品征收新的关税。



➤ 公司介绍:

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

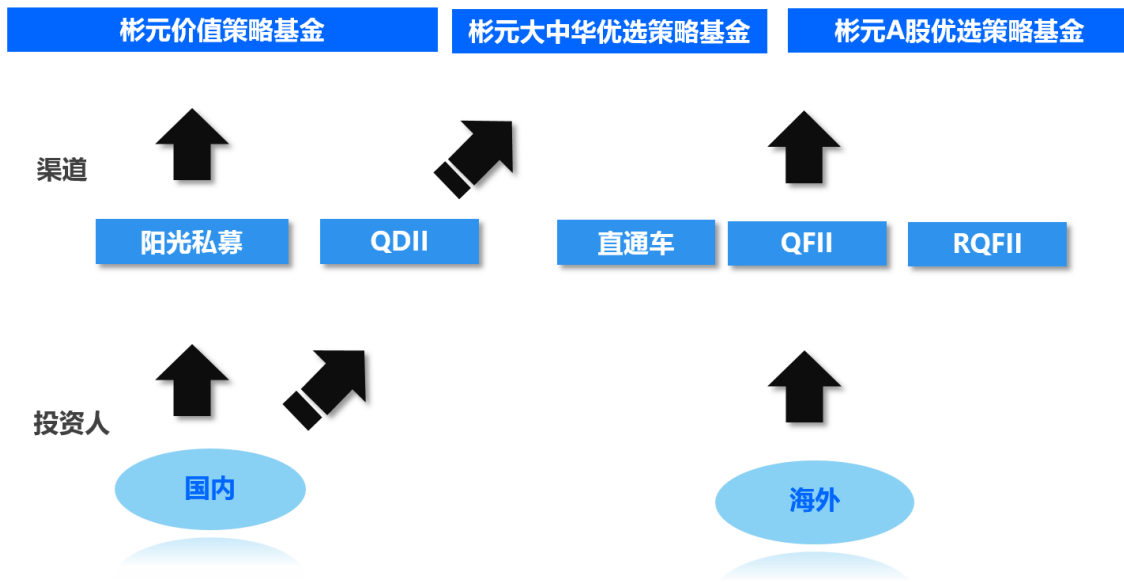
【彬元资本】微信公众号:

binyuancapital



➤ 产品架构:

产品



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: CR@binyuancapital.com