

## 宏觀

### 特朗普貿易保護：易出的牌，難念的經

特朗普的“貿易牌”。貿易保護的抬頭，與經濟和社會環境有著密切聯繫。08年危機後，全球經濟乏力，需求大降，以自身利益為由的貿易保護主義重新升溫。特朗普在這樣的背景下上臺，高舉保護主義，強調貿易“失衡”嚴重傷及美國利益。18年特朗普面臨國會中期選舉，並謀求未來競選連任，為爭取選票支持，政策推進馬不停蹄，從頻繁啟動貿易調查，轉向出臺實質舉措。

美國能否“如願以償”？當前貿易格局是全球化下不同國家分工差異的結果。美國在諸多商品生產方面成本不具優勢，全球化背景下，商品製造逐漸轉移到其他國家，其貿易逆差的來源反應了全球製造格局的演變。而與其他國家相比，美國最大的比較優勢在服務業，服務貿易順差08年至今擴大了一倍。那麼特朗普的措施在經濟上將帶來哪些影響？首先，貿易保護對就業的貢獻不大。美國當前失業率穩定在4.1%左右的歷史低位，降低空間有限，且傳統商品製造類職業在美國全部就業人口中比重不到6%。其次，貿易保護將大幅推升通脹。美國減稅開啟，基建計劃也或將啟動，貿易保護又減少進口，更多需求只能通過國內生產實現，而就業市場緊俏不得不提高薪資，導致通脹加速上行，最終甚至加快美聯儲的升息步伐。此外，可能招致其他國家採取相同的措施反擊，一旦引發貿易戰，將拖累美國出口，全球復蘇進程也將受到干擾。

中美貿易的關係和考驗。中美之間的貿易關係實際上更多的並不是衝突，而是互補。17年美國對中國的貿易逆差高達3700億美元之巨，形成高額逆差最主要的原因在於全球分工。美國經濟體量居世界之首，需求通過進口實現的部分很大，對“製造工廠”的中國貿易逆差也就很高。從增加值來看，中國出口產品的國內增加值約68%，遠低於美國的增加值85%，如果以貿易增加值計算，美中之間的貿易逆差則將縮減四成左右。從總量來看，中美之間商品貿易極其緊密，中國是美國的第三大出口目的國，佔美國出口總額的7.8%，美國是中國的第一大出口目的國，佔中國出口總額的18.5%。從結構來看，中美兩國的貿易具有較強的互補性。17年中國出口到美國的產品中，比重最高的是手機和電腦，美國的進口玩具、鞋類、家具等勞動密集型產品50%以上都來自中國。美國出口到中國最多的是飛機、汽車和大豆，主要是附加值較高的產品、資本品以及我國生產欠缺的農產品。

但特朗普推動貿易摩擦升溫，也不可忽視。目前的措施對中國的直接影響尚不足懼。3月特朗普計劃對進口鋼鐵和鋁征高額關稅，中國鋼鐵和鋁對美出口佔總出口的比重僅0.03%和0.17%，對我國直接衝擊有限。更需留意的是，針對中國展開“301條款”調查的未來走向，重點涉及技術轉讓、知識產權和創新領域。一方面，未來中美將有更加頻繁的經貿談判和協商。另一方面，也要警惕貿易摩擦未來可能加劇。歷史上美國雙反主要集中在鋼鐵產品、雜項製品、化學製品、金屬及製品等領域，我國對美出口金額較大的機電音像、雜項、紡織等產品面臨的環境也可能出現變化。而涉及

當前“301 條款”調查重點內容（知識產權、強制技術轉讓等）的計算機、半導體等行業也需更加關注。

## 策略

### 18 年的成長更像13 年而非15 年

核心結論：①2013年成長股上漲由盈利驅動，當時市場偏存量博弈，創業板指權重股業績更優、漲幅更大，主板績優白馬股也漲。②2015年成長股漲更多源於風險偏好提升，全面牛市階段增量資金蜂擁而至，主題概念類小市值公司漲幅更大。③18年成長股的基本面和市場面背景更像13年，盈利是核心。新時代中國經濟由大變強，真正的主線是龍頭，價值龍頭攜手成長龍頭。

回顧：2013年真成長、15年概念風。①2013年創業板強而大盤弱，創業板龍頭權重股領漲。2013年和2015年都是以創業板為代表的成長股大年，其內在機理卻不盡相同。13年股市處於存量市場，在大盤整體震盪下行背景下，創業板走出強勢行情獨領風騷，創業板強而大盤弱成為了13年市場的一大特點。②2015年全面牛市階段，主題概念成長股受追捧。2015年初市場進入全面牛市爆發階段，受益於14年並購重組政策寬鬆利好，增量資金入場起舞，3月份開始創業板迎來了13年之後的又一輪大漲行情。與13年創業板龍頭權重股領漲不同，15年風險偏好提升，並購重組、成長概念等熱點主題輪動，圍繞“互聯網+”的小市值主題概念成長股表現更為亮眼。

13年成長看盈利，15年成長講故事。①2013年創業板盈利趨勢好轉帶動股價上行，機構投資者加倉明顯。2013年業績是決定結構分化的核心變量。回過頭看，真正的決定13年創業板上漲的是低估值水平下創業板盈利趨勢見底回升，創業板指尤其是創業板指權重股低估值水平下盈利回升趨勢更為強勢。②2015年成長股偏概念主題，杠杆資金追逐明顯。2015年初股市進入全面牛市階段，以融資為代表的杠杆資金成為推升15年成長板塊的重要動力。從股市政策看，14年初開始並購重組相關政策逐漸放寬，全面牛市下圍繞“互聯網+”的相關概念主題成為資金競相追逐的焦點。雖然市場風險偏好推動了概念成長股大漲，但這種上漲背後缺少足夠的業績基本面支撐。

18年業績為王，成長機會更像13年。①業績為王，18年的成長更像13年而非15年。通過對比基本面和市場背景，我們認為2018年的成長股可能更像2013年的情形，基本面是核心變量，盈利是核心矛盾。從資金面看預計18年有增量資金進場，但與14-15年牛市相比仍屬溫和狀態。從政策面看，股票發行註冊制改革期限延長，所謂“獨角獸”企業一定是符合經濟轉型升級方向，具備技術優勢的優質企業，與15年的純概念主題成長有嚴格區分。②真正的主線是龍頭，價值龍頭攜手成長龍頭。雖然最近兩周成長股走勢更強，但是成長股內部依舊是龍頭佔優。展望18年基本面和資金面均支持龍頭效應延續，但在價值龍頭估值修復邏輯演繹之後，市場將更加關注以中小板指、中證500為代表的成長龍頭的業績增長，市場風格有望由價值龍頭擴散到成長龍頭，兩者攜手前行。18年板塊間盈利估值匹配將趨於均衡，無論是價值龍頭還是成長龍頭18年PEG均在1.1-1.3附近，盈利和估值匹配度正在靠攏。創業板內部，代表龍頭的創業板50整體估值盈利匹配度更好，而市值偏小的創業板綜估值盈利匹配度仍不佳。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 固定收益

### 供需改善，擇優佈局

18年開年以來，轉債市場經歷了“過山車”般的行情，年初轉債一度大漲，隨後股市大跌，帶動轉債大幅下挫，春節後逐漸企穩震盪。個券則漲多跌少，週期、金融、計算機等板塊整體表現較好，在經歷了1月份股市大漲，估值壓縮之後，2月份隨著股市的大跌，轉債估值小幅回升。

轉債策略：供需改善，擇優佈局。18年上半年轉債市場的供需結構較好：一方面是銀行轉債發行或受制于金融監管，另一方面二季度轉債發行受制於“補年報”和年度利潤分配影響，轉債供需格局或將有所改善。而權益市場結構性機會和轉債投資標的增多也令轉債需求抬升，因此中期保持信心，耐心尋找年報績優個股佈局。

條款方面，18年強贖機會有限。可關注回售下修，其中，天集EB回售期18年6月，轉債價格相比回售價仍有2%以上的溢價空間；國盛EB回售期19年11月，目前價格有10%左右的回售溢價區間。最後，一級申購熱度有所降溫。17年9月轉債信用新規落地之後，轉債申購熱情高漲，申購戶數屢創新高。但經歷了四季度轉債大幅擴容、估值壓縮、部分轉債上市破面等現象之後，一級申購熱度有所降溫，不管是申購戶數還是配售比例均有所下降。

打新依舊雞肋、搶權收益有限。隨著17年四季度以來轉債申購降溫，中籤率出現明顯回升，但打新收益依然較低，如果對某些轉債感興趣，可以考慮大宗交易途徑。而目前搶權配售的風險較大，收益也較為有限，參與需謹慎。

風險提示：基本面大幅波動、系統性風險、價格和溢價率調整風險等。

## 行業研究

### 石油化工：PTA：供需改善，景氣向上

供給：國內產能增速放緩，集中度提升。2015年以來，國內PTA新增產能增速放緩，落後產能逐步淘汰，行業有效供給收縮。據卓創資訊數據，2017年，我國PTA總產能達到5109萬噸/年，同比增長4.1%，其中有效產能4330.5萬噸/年；表觀消費量3526.3萬噸/年，同比增長9.9%。PTA行業集中度由2011年43%提高至2017年的53%。2018-19年國內PTA新增產能較少，行業供需有望持續改善。

需求：下游聚酯產能穩步擴張，PTA需求有望進一步提升。2016年，中國聚酯市場需求已超過3700萬噸，佔比已從2000年全球聚酯需求量的19%增加到2016年的56%。據隆眾資訊數據，2018-2019年國內大約有672萬噸的聚酯產能投放。但考慮到新裝置推遲開車等因素，以60%的投產率估算，我們預計未來兩年聚酯新投產產能403萬噸。此外，禁止進口廢棄塑料有望進一步增加PTA需求。

PTA供需改善，景氣向上。2018-2019年國內PTA新增產能較少，下游聚酯產能穩步擴張，行業供需有望持續改善。2017年，PTA均價5157元/噸，同比+12.2%；PTA平均價差1470元/噸，同比+19.5%，

行業景氣向上。2017年10月以來，國內PTA庫存2天（2016年PTA平均庫存天數約3天），仍處低位，行業維持高景氣。

上游：未來三年PX產能或將集中釋放，行業利潤有望向PTA轉移。根據Wind數據，2016年國內PX產能1440萬噸/年，供給缺口較大，自給率僅為43.31%，產業鏈利潤集中在PX端。2018-2020年國內PX產能將陸續投放，我們預計到2020年PX產能合計增加約2290萬噸/年，國內PX供不應求的狀況有望大幅改善，上游PX利潤有望向PTA轉移。

風險提示：PTA 產品價格大幅波動；PTA 產能投放增速大於預期；下游聚酯需求低於預期；PX 項目投產進度低於預期等。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 – 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。