

## 宏觀

## 陰雲下的角力！——中美貿易戰的影響與應對

當地時間3月22日，美國總統特朗普簽署備忘錄，將根據“301調查”的結果，採取針對中國的貿易措施，中美貿易陰雲四起。貿易爭端為何升溫？未來會有哪些影響？爭端將如何演繹？

特朗普揮動貿易大棒。特朗普簽署備忘錄，將根據“301條款”調查的結果，採取對中國航空航天、信息通訊、機械設備等高科技產品徵收高額關稅，訴諸WTO裁決，和限制中國企業對美投資三大措施。特朗普在此時挑起貿易話題，表面上是拿美中貿易逆差問題做文章，中期選舉前拋出爭取選票。但逆差的形成其實與全球分工、貿易自由化進程有關，不應完全歸於某一個國家。所以貿易爭端背後更深層次原因在於全球經濟、政治領導權的較量。上世紀下半葉日本經濟崛起，美國同樣祭出了提高關稅的大棒，所以日本的案例具有借鑒意義。

日本如何節節敗退。70-80年代美國對日本的貿易逆差已佔美國總逆差的35%以上。60年代起，美國不斷挑起與日本的貿易摩擦。最初，美國對日本紡織品、彩電、鋼鐵、汽車、半導體等商品的對美出口數量加以限制。80年代中期，美國開始在匯率方面施壓，簽署“廣場協議”。89年起美國對日本動用“超級301條款”，迫使日本進一步開放國內市場。日本一方面對外採取了妥協讓步，接受了出口限制、匯率升值，另一方面，在國內採取了貨幣和財政寬鬆的刺激政策。頻繁的貿易摩擦，導致日本60-70年代出口增速一再受到衝擊，經濟短期大幅波動。匯率升值使日本淨出口對經濟實際增長的拉動從85年的1%驟降到86年的-1%，86-90年持續負向拖累。但造成經濟長期難以修復損傷的，還是日本國內貨幣、財政過度寬鬆帶來的隱患，86-87年日本央行的貼現率從5%大幅下降至2.5%，大量資金助推房地產價格上升，日元大幅升值也吸引了大量海外資本湧入，吹大資產泡沫。最終日本不得不在90年代初快速加息，刺破地產泡沫，經濟遭受沉重打擊。

貿易爭端，影響多大？本次中美的貿易爭端將會如何演變？我們認為未來存在三種可能的方向。其一，中美雙方利用關稅實施前的緩衝期，針對各自訴求磋商達成協議，針對600億美元商品的懲罰性關稅沒有實施。這種情況下，談判過程中，對資本市場的風險偏好情緒會有短期影響，但對經濟的衝擊不大。其二，懲罰性關稅仍會實施，但經過協商雙方各自有所讓步，而針對科技產品的懲罰性關稅還是會部分實施。我們測算，25%的關稅稅率下，如果分別針對600億、500億、300億和100億美元的進口商品徵稅，最終會導致我國GDP增速分別下滑0.10%、0.09%、0.05%和0.02%。其三，貿易衝突走向極端，美國將關稅擴大到全部中國出口的商品。我們測算，假設全面關稅稅率分別提高到10%、25%和45%，將對應著GDP分別被拖累0.3%、0.8%和1.5%。中美兩國貿易往來緊密，貿易戰只會兩敗俱傷，貿易衝突最終走向極端的可能性並不大，而第一、二種方向的可能性較大。

爭端演化，如何應對？首先，短期內中國可能會採取一定的反制措施，讓美國意識到貿易戰對雙方均不利，進而在後續的談判中有所退讓。其次，中國可以適當地加快開放的步伐，尤其是在空間較大的服務業領域。例如3月21日，央行已經表示放開外商投資支付機構准入限制，未來或許仍可釋放更多的開放信號。第三，通過產業升級，提高出口產品的多元化，推進與不同類型國家的貿易，尋找更多外需增長點，扛起自由貿易的“大旗”。最後，中國更應該吸取日本當年的教訓，在對外積極爭取外貿權益的同時，也要對內加快改革創新的步伐，提高經濟增長的潛力，警惕在外需面臨下行壓力的同時，經濟沒有新的支撐，又不得不回到貨幣放水、舉債刺激的老路，使本就存在一定泡沫的地產市場再度狂熱。

## 金融工程

### FICC 系列研究之九——原油期貨指南

原油期貨將於2018年3月26日在上海期貨交易所子公司——上海國際能源交易中心掛牌交易，這是我國首個國際化期貨品種。本報告從多個角度對原油期貨進行了分析討論，旨在為各類投資者提供關於原油期貨的基本知識和投資機會。

原油市場概況。原油是國際能源市場最重要的交易品種，被譽為“大宗商品之王”。目前全球有12家交易所推出了原油期貨。其中NYMEX和ICE是全球影響力最大的兩大原油期貨交易中心，其對應的WTI和布倫特兩種原油期貨也分別扮演著美國和歐洲基準原油合約的角色。另外，DME上市的阿曼原油期貨也是重要的原油期貨基準合約。

標的品種介紹。我國原油期貨交易品種為中質含硫原油，與其他主要交易所交易品種均存在差異，在定價模式上也不完全相同。相對更接近迪拜商品交易所的阿曼原油期貨。原油期貨採用人民幣計價，受人民幣匯率波動影響較大，交易價格為淨價，避免稅收政策變化對交易價格的影響。原油期貨每日價格波動不得超過上一交易日結算價±4%，海外僅有短暫熔断的波動限制，存在內盤觸發漲跌幅限制後外盤持續異動的跳空機會。

波動性特徵。原油具有較高的波動性，年化波動率為33.33%，僅次於鐵礦石的33.88%；自2016年以來的年化波動率為35.99%，次於鐵礦石、焦煤、焦炭位居第四位。由此可見，高波動的原油期貨是非常理想的CTA策略投資標的。

期限結構特徵。原油期貨期限結構呈現出遠期貼水特徵，具有正的展期收益，在展期收益率因子中將作為多頭配置，掛鉤原油的ETF也將從貼水結構中獲益。

季節性特徵。原油具有一定的季節性特徵：一般2-4月份走強，4月份平均漲幅為4.65%，勝率高達70%。5-8月高位震盪，9月以後逐漸走弱，其中12月和1月表現較差，平均漲幅分別為-3.37%和-1.49%，勝率分別為36.36%和27.27%。

價格影響因素。影響原油價格的因素眾多，主要包括供給與需求、庫存、宏觀經濟形勢、國際政治經濟環境、世界主要貨幣匯率及其他金融因素等。需求方面關注的指標包括IEA、OPEC、DOE全球及

各地區原油需求數據。庫存方面關注的指標包括API公佈的原油庫存和EIA公佈的原油庫存，其中EIA公佈的庫欣原油庫存是最受關注的庫存指標。

策略推薦。原油期貨波動較高，適用於趨勢追蹤策略，同時完善的化工產業鏈將提供更多的跨品種套利機會。化工品中瀝青與原油的相關係數最高，為0.96，二者的價格走勢幾乎完全一致，比價具有明顯的均值回復特徵。除此之外，原油期貨因為與其他金融資產的低相關性，且與通脹的高相關性，在大類資產配置中有著舉足輕重的地位。我國市場長期缺乏原油投資工具，已有的QDII原油基金規模較小，直接投資原油期貨的ETF將有較大發展空間，且在目前貼水的期限結構下更容易戰勝基準。此外，國內債券市場體量龐大，但缺乏有效的對沖標的，而通脹對債券價格波動的影響顯著，原油和10年期國債期貨的相關係數為-0.61，具有明顯的負相關性，可以使用原油期貨對債券進行對沖套保。

風險提示。市場系統性風險、匯率波動風險、海外與國內市場結構差異風險。

## 行業研究

### 公用事業：煤價頂部區間，火電迎來反轉機會

火電反轉的核心邏輯是煤價中樞下移。我們預期2018年煤炭需求增速開始回落，供給增速開始增加，煤價頂部或已出現。煤炭行業18年仍將去產能1.5億噸，和2017年持平（政府工作報告）。而供給逐漸增加卻是一個大概率事件，短期煤價淡季回調已經開始，旺季仍有反彈可能，但長期看，煤價回歸合理綠色區間是可以期待的。由於煤價對火電成本的影響遠大於利用小時數，因此，火電行業此輪機會的核心是煤價。我們認為火電股經歷了2年的下跌，部分公司已經低於1倍PB，在盈利出現拐點的時候，部分公司PB創10年低位，具備了很大的投資價值。

我們預期煤價下跌的主要邏輯：1、2018年新增產能可能高於2017年，但供給將逐漸增加，2、地產基建增速放緩，煤炭需求增速可能低於2017年，需求增速可能逐漸減緩，3、去產能計劃和2017年持平在1.5億噸，4、2017年在產能釋放的過程中遇到的各種困難，2018年有望得到解決。

2012年火電反轉，主流火電公司1年內取得70%以上絕對收益，本次反轉同樣值得期待。2016年以來，受供給側改革影響，煤價大幅上漲超300元/噸，累計漲幅近84%。部分火電上市公司都已經陷入明顯虧損，其中已披露的2017年Q4虧損比例或達56.5%（取2017年業績預告的中值估算），目前行業PB接近10年以來低位。回顧同是地產基建增速回落的2012年，煤價見頂後震盪回落，期間華能國際和華電國際業績大幅改善，絕對收益達83%和73%，相對收益也表現亮眼，因此，我們認為，火電的本輪反轉同樣值得期待。

投資建議：煤價是火電行業投資機會的核心變量，我們認為，煤價中樞下移將是大概率事件，而政府工作報告明確了推進電力供給側改革的方向，雖然難度較大，但也值得期待。我們長期看好火電的投資機會。從火電裝機佔比高，盈利改善幅度大，PB低的角度出發，我們篩選出彈性較大的幾個公司，建議關注：華能國際、華電國際、申能股份、皖能電力。

風險提示：經濟增速繼續強勢上行；政策推進新增產能的進度低於預期。

## 有色金屬：金屬鈷價格站上68萬元/噸

近期鈷價連續暴漲，長江有色市場鈷價站上68萬元/噸，26日亞洲金屬網鈷鹽報價漲幅也在2%左右。受對鈷金屬未來繼續漲價預期的推動，近期市場交投活躍。

我們認為，鈷價大漲的原因主要是：

- 1、電動車需求增長預期強。近期大眾、寶馬等企業均宣佈入局新能源汽車，大眾宣佈達成250億美元電池訂單，下游對鈷資源的爭奪進一步升級。嘉能可、ERG集團均表示未來鈷金屬需求增長可能會導致供給短缺。
- 2、剛果金新礦業法將提高鈷生產商成本。新礦業法將鈷金屬列為戰略金屬，出口稅率提高至5%，並考慮徵收暴利稅，目前大礦產商仍在與剛果金政府進行談判。我們認為，考慮到大型礦企在談判以及政府關係處理方面的優勢，在新礦業法正式實施後，預計剛果金鈷行業集中度可能會進一步提升。而因為增稅上升的成本，則可能會通過漲價向下游傳導。
- 3、複產項目出礦還需時日。儘管嘉能可宣佈在2018年將複產其在剛果金的銅鈷礦山，但我們預計項目正式出礦將在今年下半年，當前市場供應仍偏緊。

鈷價上漲利好行業龍頭業績。關注行業龍頭：華友鈷業、洛陽鉬業、寒銳鈷業。

風險提示：新能源汽車銷量不及預期。

## 交通運輸：18 夏秋航季排班計劃出爐，計劃供給增速邊際收窄

航班量：18夏秋航季，日均計劃航班量為15431班，同比增速5.7%，增速下降1.8pct。但比之前民航局公佈的日均航班量增速4.9%略高0.8pct。起降架次：18夏秋航季，國內機場起降架次同比增速為5.5%，增速較去年同期下降2.3pct。分航空公司：從內航內線增速來看，國航系、東航系、南航系、海航系日均航班量增速分別為5.8%、4.4%、4.0%、2.3%，增速較去年同期分別-0.5pct、0.6pct、2.6pct、-13.8pct。春秋航空、吉祥航空日均航班量增速分別為12.3%、22.3%，增速較去年同期分別-8.3pct、-0.1pct。樞紐機場：內航內線，浦東、首都、白雲機場起降架次同比分別-0.5%、-2.1%、0%；國際線：浦東、首都、白雲機場起降架次同比分別+0.6%、+4.0%、+6.8%。樞紐機場時刻向國際線傾斜跡象明顯。

總體來看，日均航班量計劃增速符合預期，計劃供給增速邊際收窄。但需明確，計劃增速不等於實際增速，實際增速仍需看執行率是否提升及季中加班情況。

我們認為，115號文件促進了准點率的提升，間接也促進了執行率的提升，18夏秋航季的實際航班量增速在執行率的帶動下，有望達到7%-8%的水平。後續仍看好民航票價新政對航空業帶來的實質性利好。



風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

### 傳媒：板塊調整後重點個股推薦

我們建議三個維度選股：1) 短期建議關注一季報高增長預期標的；2) 關注低估值個股估值修復；3) 平臺型公司估值提升。重點推薦當代明誠、迅遊科技、慈文傳媒、捷成股份；關注低估值的遊族網絡、三七互娛和完美世界；中長期關注平臺型公司分眾傳媒、光線傳媒和快樂購。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

### 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。