

宏觀

以鄰為壑，互相傷害！——歷史上美國如何打貿易戰？

今年以來，以美國特朗普政府為代表的全球貿易保護主義繼續發酵，相繼實施加征關稅的貿易保護措施，其它經濟體也陸續開始反制。在歷史上，美國也曾主導或發起過多次貿易戰，考察這些貿易戰發生的背景、經過和結局，會對我們看待和研究本輪貿易保護主義有一定的啟發意義。

大蕭條時期的貿易戰。背景：歐洲率先出招，美國順差大減。一戰後，歐洲國家為了恢復經濟，紛紛推出貿易保護政策，導致美國產品價格下跌，貿易順差縮窄，且激起了美國國內的貿易保護情緒。於是在1928年美國總統大選中，宣揚貿易保護的胡佛當選，並於1930年6月簽署了《斯穆特-霍利關稅法》。過程：大幅提高關稅，招致反制措施。《斯穆特-霍利關稅法》的頒佈導致美國進口關稅大幅提升，從之前的15%左右提升至接近20%的水平。而美國的高關稅措施遭到了歐洲多國的強烈反對，多個國家開始實施報復措施，整個全球貿易宏觀稅率從10%左右上升到20%。結果：歐美兩敗俱傷，全球陷入衰退。貿易保護並沒有給美國經濟帶來回暖的動力，反而進一步將美國經濟拉入深淵，且全球範圍內均表現出貿易收縮的趨勢。直到1933年羅斯福在美國總統大選中勝出，美國貿易政策才迎來重大轉變。

70-80年代貿易戰。背景：兩次石油危機，美國滯脹經濟。石油危機導致美國經濟陷入滯脹狀態。同時，隨著日本、德國等國家的製造業實力持續增強，美國貿易逐漸轉向逆差。而當時美國對日本的貿易逆差占美國總貿易逆差規模的比重超過30%，所以日本成為美國70-80年代貿易戰的主要對象。過程：推出301條款，重點針對日本。美國在70-80年代先後出臺了多項貿易保護措施，最著名的就是301條款；還和日本就美日巨額貿易逆差達成了多項雙邊協議，限制日本產品對美國的出口數量；配合貿易保護措施，美國還聯合其他國家共同干預外匯市場。結果：逆差未結束，日本代價大。貿易戰並沒有解決美國貿易逆差擴大的問題，而作為70-80年代美國貿易戰主要對象的日本，在90年代付出了巨大代價。

2002年鋼鐵貿易戰。美國鋼鐵行業從2000年中就開始表現出明顯收縮的趨勢。為了保護鋼鐵行業發展，2002年3月，美國根據“201條款”對十多種進口鋼鐵徵收最高為30%的關稅，有效期為三年。這一措施遭到了歐盟和中日的強烈反對，歐盟迅速向WTO提出申述，並且歐盟和中國先後對進口鋼鐵實施了保障措施。歐盟甚至威脅要對小布什選票區的農產品及工業品徵收報復性高關稅。最終2003年12月，小布什政府廢除了對進口鋼鐵的高關稅。美國對鋼鐵的高關稅貿易保護，並沒有對經濟增長和降低失業率起到任何積極作用，反而導致歐盟和美國的商品貿易和鋼鐵需求雙雙收縮。

歷史不會簡單重複，但卻驚人相似！三次貿易戰均是美國內部經濟出現了一定問題，希望通過貿易戰“轉嫁”問題；但每一次都引發了其它貿易夥伴的反制措施；最終不僅解決不了美國的問題，還會將全球經濟帶入衰退。此外每一輪貿易戰基本都發生在美國貧富差距分化或達到高點的時期。當前美國的貧富差距程度再度攀升到了歷史的最高位水平，儘管全球經濟一體化的程度非常高，大規模貿易戰爆發的可能性還相對較低，但小規模的貿易摩擦或在未來幾年內都難以避免。歷史經驗一次次表明，貿易摩擦長期看只會讓全球經濟陷入衰退。儘管各國都明白這個道理，我們也相信大家都是理性的，但受到各國形勢、以及非經濟因素的影響，理性人未必不做錯事、不走彎路。

金融工程

量化研究新思維（十一）——絕大部分機器學習基金會失敗的10個理由

量化研究離不開閱讀、思考與實證。但囿於國內金融市場不長的歷史，很多思維的火花都無法通過足夠的數據進行研究和驗證。本系列試圖填補這一空白，將海通量化團隊的分析師平日閱讀、思考的心得與海外數據相結合，致力於為國內的量化從業人員提供新的靈感。考慮到篇幅，文中只呈現了研究思路和主要結論，對詳細過程感興趣的讀者可與我們聯繫，海通量化團隊時刻為您守候，與您分享。

絕大部分機器學習基金會失敗的10個理由。1. 西西弗斯模式。2. 通過回測進行研究。3. 整數階差分。4. 無效取樣。5. 同時學習買賣方向和交易頭寸。6. 標籤設置不當。7. 非獨立同分佈樣本的權重。8. 交叉驗證漏損。9. 回測過擬合。10. 推進式回測。

主動型共同基金的分歧與股票截面收益。使用不同共同基金的主動管理權重的標準差，作為主動型共同基金之間的分歧指標。研究發現，經過風險調整後，分歧度的變化與股票未來收益之間存在顯著的正相關性。出現這種現象的原因是，在信息不對稱的股票中，獲得信息的基金經理會更容易先于其他投資者進行權重調整，從而造成分歧度變化指標更大幅度的上升。

一個月窗口下的收益率預測與市場擇時模型。根據包括通脹變化、工業生產指數變化、信用溢價、利率曲線斜率、商品價格指數、匯率、貸款、動量在內的15個變量，構建一個月度窗口下的市場擇時模型。2003年至2017年，標普500指數年化收益10%，最大回撤55.2%，相應的夏普比例為0.46。而根據該模型對標普500指數構建的擇時策略，年化收益16.6%，信息比例是買入持有策略的2倍，為0.92，同時最大回撤降至20.3%。

公共情緒對股票截面收益的影響。採用高頻Twitter情緒指數（Twitter mood index），作為公共情緒的代理變量。計算每一個股票對Twitter情緒指數變化率的敏感性，並將所有的股票按照該敏感性指標進行排序。做多對情緒敏感性為正或者為負的股票，做空對情緒低敏感或者不敏感的股票，構建基於公共情緒的模擬組合，經FF3因子以及Carhart動量因子調整後的月均收益為0.41%。2017全球ETF調查及發展建議。全球ETF資產的總規模在2005年僅有4170億美元，但到了2017年9月，這一數字已直線上升至4.4萬億。短短的十二、三年間，累計平均複合增速（CAGR）高達21%。樂觀

預期，全球的ETF資產規模有望在2020年末達到7.6萬億，約等於18%的累計平均複合增速（其中的13%-14%將來自於淨流入）。

企業盈利的季節性與股票回報率。如果公司某一季度的盈利常年顯著高於其他季度，就稱該季度為高季節性季度。我們發現，當這類公司發佈高季節性季度的盈利時，其股票會存在顯著的超額收益。這可能是因為公司盈利的高季節性季度一般都較為穩定，投資者容易預測。

風險提示。市場系統性風險、模型失效風險、海外與國內市場結構差異風險。

策略

市場急跌宣洩情緒

19日上證綜指下跌3.8%，創業板指下跌5.8%，均創2年來新低，全部A股跌幅中位數8.6%，1083只股票跌停。市場大跌源於中美貿易摩擦再度反復，兩市成交444億股，創3個月新高，股指跌幅和成交量均與特朗普簽署備忘錄後的3月23日表現類似，放量急跌釋放中美貿易摩擦的悲觀情緒。

短期無需恐慌，目前全部A股PE（TTM）16.1倍、PB（LF）1.7倍，均已略低於上證綜指2638點時估值水平，分別處於2005年以來由低到高的26%分位、15%分位，3月23日急跌後市場曾反彈趨穩。中期市場仍處於熬底階段，股市自身盈利和估值較匹配，預計今年淨利潤同比13.5%，中美貿易摩擦、去杠杆背景下的信用違約壓制市場情緒和資金面。

策略上以穩為先，A股走弱並非源於基本面而是事件衝擊，我們認為盈利與估值匹配的核心資產仍是首選，尤其是持續流入的外資偏好的消費，PB-ROE角度銀行安全邊際較高。跟蹤中美貿易摩擦進展及國內政策動向，未來如果政策微調，預計可能方向是降准及加大新經濟類行業支出，後者是擴內需和調結構的交集。

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。

行業研究

公用事業：煤炭旺季，火電或許更值得投資

煤炭旺季到來時，火電或許更值得投資。市場近期對煤炭旺季上漲的行情期望很高（中國證券網），的確淡季不淡的行情讓我們沒有理由不相信旺季煤價能改善，但需要注意的是，今年3-4月旺季的時候也並未見需求大幅改善，相反5-6月淡季的時候煤價卻回升了。我們認為，工業需求的錯配更多的撫平了淡旺季，因此，7-8月的旺季改善幅度是否還能超預期值得觀察。

5月發電量大幅好轉，工業需求和氣溫是主因，6月發電開始回落，需要關注。5月好轉：5月火電同比增速+10.3%，較上月增加3個百分點，而總發電量同比增長9.8%，較上月增長2.9個百分點（國家統計局），顯示雖然風電水電太陽能同比增速有明顯回落，但由於總量占比較低，並未對火電的提

升造成太大影響。我們認為，5月的好轉主要還是因為需求好轉所致：5月工業需求方面生鐵產量同比增長4%，上月同比-0.4%，水泥同比增長1.9%，上月同比+3.2%，地產新開工同比增速大幅增長20%，而4月僅同比+3%（wind數據），氣溫同比也只增加0.8度（國家統計局）。我們認為，進入6月以來，氣溫回落，部分企業限產，六大電廠日耗煤有所回落，而梅雨季節又將來臨，短期發電需求回落，煤價可能承壓。

長期看，5月社融和貸款增速遠低於地產新開工，政策若不限制，地產需求好轉仍有望持續。5月社融規模同比增速大幅下降至-28%（wind數據），但地產新開工面積5月同比+20%（4月放鬆貨幣後），而4月該數據僅為同比+3%（wind數據）。Wind數據顯示，其實社融近半年來已多次大幅負增長，而人民幣貸款增速卻相對波動較小。我們認為，從銀行的邏輯很容易理解：在風險加大的市場中，地產仍然是相對安全的資產，但這可能直接導致國家供給側改革中要求地產去庫存成果化為烏有，原本想等待的剛需又被棚改貨幣化和各省留人才的機制推動入場，原本應該回落的地產週期又被拉長了，目前房企拿地建房衝動不減，國家在地產上政策會否更加嚴格值得關注。

光伏和風電有望貢獻主要增量，火電審批略有放鬆。新能源補貼回落（國家能源局）以後，能源局表示仍將繼續推動風電光伏的名單擴展和加快上網進程（新浪網），由於電荒，上周已有內蒙地區停建的火電機組列入2018年投產名單（光明網，搜狐財經），但我們認為火電仍然處於利用小時提高的階段，火電行業短期受益產能利用率提升，長期將受益煤價回落。

投資建議：我們認為煤價中樞的趨勢性回落仍是大趨勢。上周我們已經在6月8日《受制煤價旺季預期下跌，強烈推薦火電行業》中提示過，煤價的季節性導致火電股的回落反而凸顯火電股的投資價值，上周華電國際上漲4.9%，但由於煤價旺季到來，大家對火電仍存在擔憂。其實上周在安檢環保加強的情況下，港口和電廠煤炭庫存已經有快於去年同期的回升，我們仍長期看好火電行業的反轉行情，不建議因為季節性波動而短期對火電股過分擔憂，因為今年的季節性並不容易把握，建議大家關注火電的長期投資機會。個股建議關注：華能國際，華電國際，皖能電力。

風險提示：天氣因素可能導致水電，需求等諸多不確定性。

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，閣下于作出投資前，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于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、董事及雇員將不時于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。