

## 宏觀

## 衝突升級誰受傷？——對中美貿易衝突的再分析

美國時間7月10日，美國貿易代表辦公室公佈對額外2000億美元中國輸美產品加征10%關稅的清單；中方表示將作出必要反制，堅決維護自身正當合法權益。中美貿易衝突有進一步升級的趨勢，雙方如果進一步擴大加征關稅的規模，影響會有多大？國內哪些行業受衝擊更嚴重？未來會如何發展？在連續發佈幾篇專題後，本報告再對中美貿易衝突進行分析。

中美衝突背後：貿易逆差僅是表象！抑制中國經濟發展：修昔底德陷阱。我們認為中美貿易衝突的深層次原因不僅僅在於貿易，而是在於中美關係，反映了中美可能處在“修昔底德陷阱”所描述的情形中。美國希望通過限制中國出口、遏制中國經濟發展，維護自身在全球經濟中的領導地位。美國轉嫁矛盾：貧富差距、政治選舉。美國自身存在的一些內部矛盾也是導致貿易問題激化的重要原因，美國社會的貧富差距持續擴大，並且08年危機後分化進一步加深，民粹主義情緒蔓延。特朗普在貿易問題上持有保護主義的觀點，迎合了一部分選民。11月美國將進行中期選舉，而在中期選舉之年打出貿易牌，短期來看有助於特朗普將矛盾引向美國外部，進而爭取更多選民的支持。

國內影響有多大，哪些行業買單？總量影響：極端情況下直接拖累GDP增長0.5%。關稅徵收最直接的影響是減少我國的出口規模，出口下降會直接影響GDP，針對500億、追加2000億、進一步追加2000億和全面徵稅情況下，最終或導致我國GDP增速分別下滑0.10、0.26、0.42和0.46個百分點。出口行業：依賴度越高，受傷越嚴重。美國前期公佈的加征25%關稅的500億美元商品中，我國對美出口依賴程度最高的產品類型是航空航天及零件、運輸車輛及零件、機械設備、塑料及製品、鋼鐵製品、鋁製品、電機電氣、音像設備、玻璃製品、橡膠製品，受到衝擊會更大。7月10日公佈的加征10%關稅的2000億美元商品，範圍則大幅拓寬，我們不妨直接考慮美國對中國出口全面徵稅情形下的影響。我國電機、電氣、音像設備及零件，以及機械器具兩類的出口占銷售的比重最高，對美國出口的依賴度分別達18%和24%，此外主要出口產品中的家具、玩具、服飾、塑料製品、車輛及零件、皮革箱包都超過20%，受到的衝擊或也將較大。進口行業：短期難尋替代，但通脹壓力有限。考慮到目前我國從美國進口的貨物規模在1552億美元，如果美國2000億美元的徵收計劃執行，我們認為，為了等值反擊，我國或對美國產品全面徵收關稅。而我國從美國進口的商品或者是技術含量較高，或者是主產區在美國的農產品，要尋求替代品較困難。考慮到限制進口對國內通脹有向上壓力，但出口受限對通脹又有向下壓力，中國整體上還是貨物貿易順差國，且規模較大，中美貿易衝突對國內整體通脹影響或有限。

長期衝突或難避免，改革開放提升實力！經濟角度不該衝突，政治角度或難避免。從經濟利益來看，中美兩國經貿關係密切，大規模貿易戰對兩國經濟都是嚴重的互相傷害。但是考慮到美國國內的政

治現狀，遏制中國經濟的舉措或將長期存在，貿易摩擦會繼續延續甚至發酵。邊打邊談擴大開放，改革提升長期實力。長期來看，邊打邊談、邊談邊打或成為特朗普任期內中美經貿關係的常態。作為貿易摩擦的應對，中國對外應該繼續堅持擴大開放，借此機會增加與其他經濟體之間的經貿往來，改善外商投資環境，吸引海外優質企業來華。同時化外部壓力為對內改革的動力，加強知識產權保護，推動技術進步，以提升經濟增長的實力，不能再走靠貨幣放水刺激房地產的老路。

## 實體經濟觀察——7 月經濟平穩開局

需求：下游地產改善、乘用車走弱，文娛走強。中游鋼鐵、水泥走弱，化工走強。上游煤炭、交運分化，有色走弱。

價格：6月首套房貸利率再創新高，上周國內生產資料價格漲少跌多，國際油價回升。

庫存：下游地產去化，乘用車回補，中游鋼鐵去化、水泥回補，化工走平，上游煤炭分化，有色去化。

下遊行業：

地產：6月房貸利率再升，7月上旬41城地產銷量降幅收窄。乘用車：6月乘聯會乘用車銷量增速轉負，市場觀望情緒較濃。文體娛樂：上周電影票房增速大幅回升轉正，需求明顯回暖。

中遊行業：

鋼鐵：6月粗鋼產量增速放緩，上周鋼價下跌、社會庫存去化。水泥：上周全國水泥均價繼續回落，庫容比繼續回升。化工：上周PTA產業鏈價格升，負荷率漲少跌多，庫存走平。機械：6月挖掘機銷量同比增速繼續下滑，建設施工持續轉弱。電力：7月上旬發電耗煤同比增速回升，工業生產起步穩健。

上遊行業：

煤炭：上周煤價有平有降，電廠庫存回補、鋼廠庫存去化。有色：上周LME銅、鋁價格均降，銅、鋁庫存雙雙下滑。大宗商品：上周原油價格回升，CRB指數下行，美元指數回落。交通運輸：上周BDI升、CCFI降，公路物流運價指數回升。

風險提示：經濟下滑風險和中美貿易摩擦加劇風險。

## 行業研究

有色金屬：鎳：全球礦產出現明確瓶頸

前5大鎳礦公司產量13-17年產量年均降幅為3%。配合上印尼禁止原礦出口政策，全球總量在2013-17年年均降幅為5%。未來供給端判斷：1) 大型礦業公司缺乏資本開支計劃。2) 印尼禁止原礦出口執行力強；整體供給端彈性小。因此，如果一旦新能源汽車用鎳量增強，鎳價反彈彈性大。

風險提示。對於鎳金屬價格的影響，會受到需求疲弱或者擴產新增超預期等影響。這兩因素也是行業最大風險點。

## 房地產：淺灘臥龍終得水，倒海翻江立乾坤 一物業行業深度之行業篇

行業空間廣闊，萬億規模可期。我們假設2022年物業行業總管理面積為245.2億平米，假設2022年末物業服務管理面積中住宅比重為74%，辦公比重為6.5%，商業比重為10.5%，其他比重為9%。考慮到儘管物業費定價已放開，實際漲價仍有壁壘，2017年各物業類型物業費價格上調微乎其微，假設2017-2022年物業費不漲價。照此計算，我們預計截至2022年末物業行業總規模可達到10000億元。行業規模持續擴大，集中度逐步提升。近年來，城鎮化水平不斷提高、居民收入及人均住房建築面積快速增長的背景下，物業服務需求持續旺盛。2013-2017年，百強企業管理規模呈現加速擴張態勢，管理面積年均複合增速達到20.28%，市場份額從16.28%增長至32.42%，十強市場份額從4.85%提升至11.06%，未來有望進一步提升。

商業模式升級，社區O2O打開盈利增長極。物業管理企業的盈利模式主要有兩類：1) 通過提供傳統的物業管理服務向業主收取物業管理費。2) 通過提供增值服務收取費用。

兼併收購成趨勢，發力平臺擴規模。企業一方面借助資本力量，兼併收購中小型物業公司。2015-2016年，百強企業總計收購300餘家物業服務企業，累計收購物業管理面積超過6.2億平方米，占百強企業兩年管理面積總增量的27.78%。另一方面，企業借助平臺，輕資產輸出管理模式，快速擴大覆蓋面積。

投資建議：給予房地產行業旗下物業服務行業子版塊“優於大市”評級。物業服務行業處於行業擴張期，管理面積的快速增長以及佈局社區O2O使得行業盈利能力具備較大提升空間。我們選取了AH上市物業服務公司做了估值對比，2017年行業平均PE水平在31倍，預測2018-2020年業績下對應PE分別在26.7倍、20.4倍、15.8倍。海外可比公司FSV在2018年之前的歷史PE水平在60-110倍，2018年由於業績高增長，PE水平下降至25倍。考慮到中國的物業服務行業相比海外成熟市場仍處於高速增長期，我們認為當前物業服務行業估值水平理應對應FSV的高估值階段，給予房地產行業旗下物業服務行業子版塊“優於大市”評級。

風險提示：人工成本上升風險；規模過快擴張風險；增值業務拓展不及預期風險。

## 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。