

日期：2018 年 03 月 26 日



分析师：屠骏

Tel: 021-53686136

E-mail: tujun@shzq.com

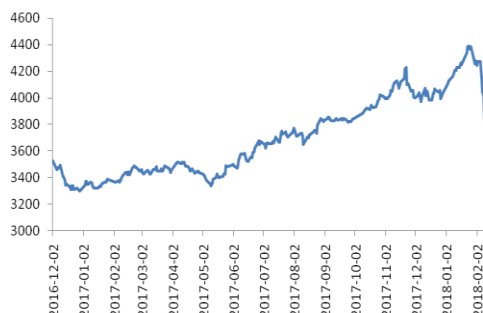
SAC 证书编号：S0870511070001

报告编号：CLZB-2018-6

相关报告：

首次报告日期：2018 年 1 月 15 日

最近 6 个月沪深 300 指数表现



“贸易战”促进新旧动能转换

主要观点：

2017 年美国对华货物贸易逆差 3750 亿美元，占美国货物贸易逆差的 46%。美方要求中国进一步开放市场，采取具体措施降低美国对华贸易赤字 1000 亿美元。这个 1000 亿美元相当于中国 GDP 的 0.5-0.7%。可以通过增加对美进口与出口转移对冲。

“贸易战”的影响总体表现在经济增长受压与扰动通胀两方面。

加息与贸易战阴云给处于“三高”（高位、高估值、高风险）的美国股市带来显著冲击。进而带来全球股市波动性的回归。未来美股转弱依然是 A 股市场重要的外部负面冲击因素。但是美股从顶部下杀到转入缓慢下降趋势，其对于 A 股的负面压力也是会逐步递减的。但是，从 A 股本身的趋势演进看，2016 年初 2638 低点以来历经 2 年的慢牛反弹趋势，会存在一定的改变——波动率回归或波动区间有所下移。

在“两会”期间，“独角兽”新政释放出支持新经济发展的信号，中国经济面临重大转型，需要把握世界新一轮科技革命和产业变革大势。培育新动能已经成为政策与市场共识。

美国发动本次贸易战深层次目的在于试图重演 1980 年代美日贸易战以遏制中国复兴（中国制造 2025），因此从行业层面来看，短期内对于出口美国比例较大的制造业以及科技类上市公司存在不利影响。但是，从长远看，美国在知识产权与技术转移上的保护性措施将倒逼国内创新领域加快产业升级，进一步凸显了具有自主创新与进口替代能力企业的长期投资价值。从这个角度讲，“贸易战”对于中国经济新旧动能转化具有巨大的促进作用。

基于 2638 以来历经 2 年的慢牛反弹趋势演进方向存在变数，故策略建议的大方向是防御。在结构方向选择上，除了对于主题轮动进行灵活的战术性关注外，成长龙头的估值底部已经接近，价值与成长龙头的 PEG 匹配度已经接近，叠加政策驱动，自下而上优质成长股的配置价值凸显。同时，在类滞胀与波动率放大的经济与市场环境中，低估值的金融与地产龙头仍有配置价值。

一、外部冲击与趋势转变

关于“贸易战”的影响：

特朗普此次挑起中美贸易战，直接目的在于以中美贸易严重失衡迫使中国进一步对美开放市场，深层次目的在于试图重演 1980 年代美日贸易战以遏制中国复兴（中国制造 2025），同时在 11 月美国国会中期选举前拉票。

中美贸易严重失衡责任不在中国，主要原因在于美元国际储备货币地位、美国过度消费的低储蓄模式、全球价值链分工以及美国对华高新技术出口限制等。

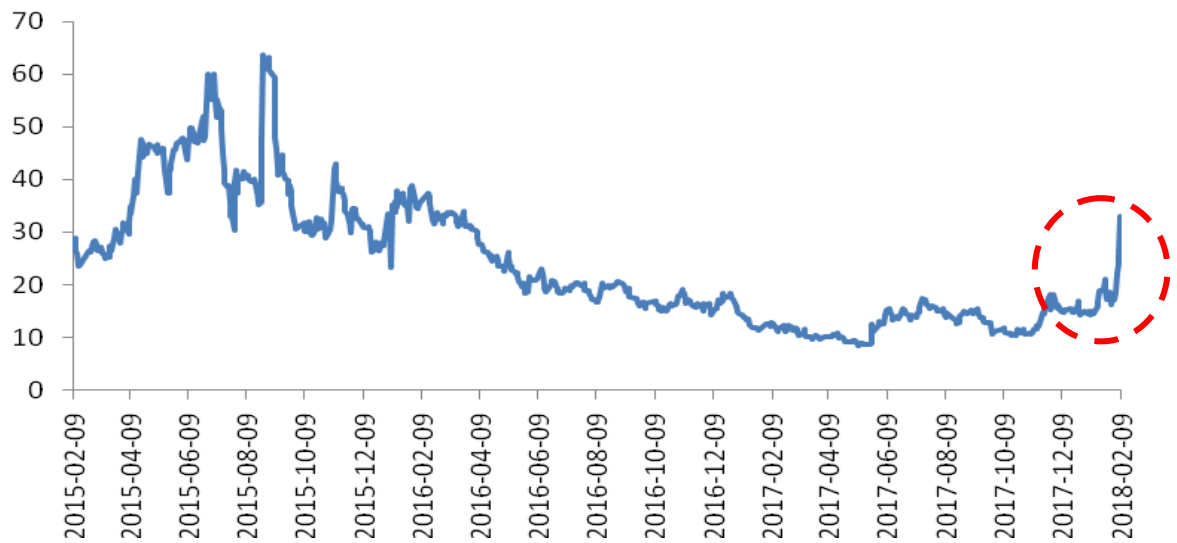
据美方统计，2017 年美国对华货物贸易逆差 3750 亿美元，占美国货物贸易逆差的 46%。美方要求中国进一步开放市场，采取具体措施降低美国对华贸易赤字 1000 亿美元。这个 1000 亿美元相当于中国 GDP 的 0.5-0.7%。可以通过增加对美进口与出口转移对冲。

“贸易战”的影响总体表现在经济增长受压与扰动通胀两方面。出口在 2017 年以来中国经济复苏中扮演了重要角色，“贸易战”拖累经济增长是显而易见的。同时，增加关税也使得“贸易战”成为中美两国通胀的扰动因素，对此我们在春季策略中曾经特别指出。

加息与贸易战阴云给处于“三高”（高位、高估值、高风险）的美国股市带来显著冲击。进而带来全球股市波动性的回归。美联储主席鲍威尔称，在部分领域，相比历史性正常水平，资产价格相对偏高，这其中就包括股市。而全球著名投资者罗杰斯表示，因为债务的原因，下一个美股熊市将是其一生中最糟糕的一次。罗杰斯主要是担心美国债务规模现在已经创出纪录高点，而在全球历史上还没有其他哪个国家达到如此的负债水平。未来这很容易成为财政危机与经济衰退的诱因。

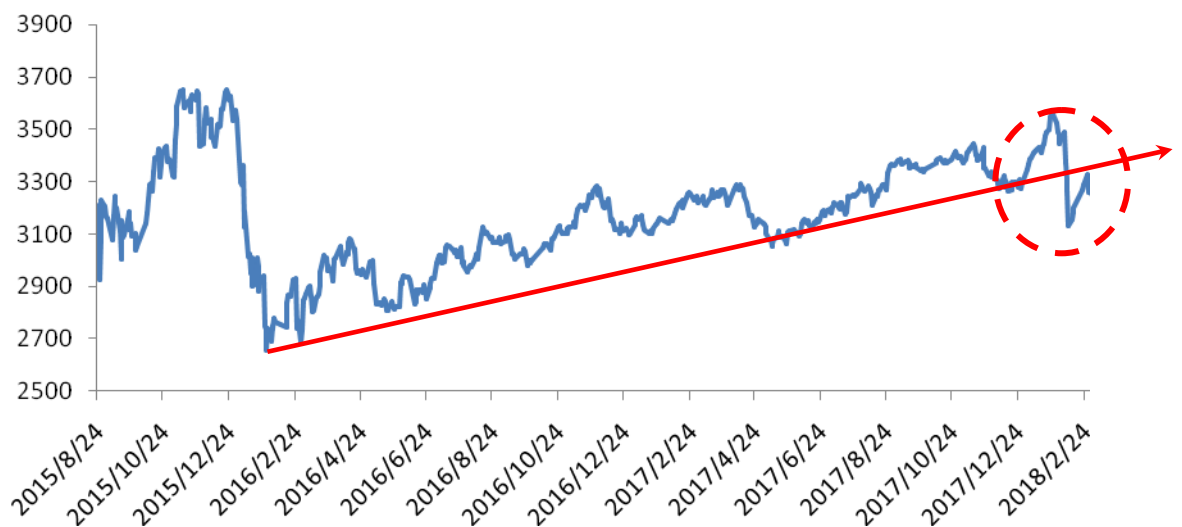
我们认为，未来美股转弱依然是 A 股市场重要的外部负面冲击因素。但是美股从顶部下杀到转入缓慢下降趋势，其对于 A 股的负面压力也是会逐步递减的。但是，从 A 股本身的趋势演进看，2016 年初 2638 低点以来历经 2 年的慢牛反弹趋势，会存在一定的改变——波动率回归或波动区间有所下移。

图 1 中国波指大幅飙升



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 2 2638 以来的慢牛反弹趋势已经改变



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

二、“贸易战”强化新旧动能转换

在春季策略中，我们最为重要的两个基本面判断是：

新时代 GDP 政府目标 6.5, 政府当局对经济增长预期较为乐观。长周期从的 L 型过程中，供给侧改革实现了生产力过剩到边际产出递减，为在经济平稳中实现新旧动能转换提供了可能性了。新技术

对旧工业改造的的新兴工业崛起将成为未来产业政策的着力点。

“类滞胀”的经济结构并无本质变化，利率高位实现趋势性下行仍需等待，通胀扰动因素（贸易战、油价）仍在。新兴工业崛起的内生性业绩增长动力仍然比较薄弱。甚至在二季度市场还可能出现经济承压的担忧。

在“两会”期间，“独角兽”新政释放出支持新经济发展的信号，中国经济面临重大转型，需要把握世界新一轮科技革命和产业变革大势。培育新动能已经成为政策与市场共识。

美国反动本次贸易战深层次目的在于试图重演 1980 年代美日贸易战以遏制中国复兴（中国制造 2025），因此从行业层面来看，“贸易战”中技术性产品本次受到冲击较大。目前美国政府计划对涉及 1300 个产品类别的中国出口商品采取新的关税，其中相当一部分可能为高科技产品。信息设备、电气设备、机械设备等，对美出口量靠前的制造业相关上市公司潜在影响较大。此外，美国很可能根据 301 条款的调查结果针对对华技术转移和中资收购美国公司施加限制，也将影响到半导体、航天航空等新兴技术产业。因此，短期内对于出口美国比例较大的制造业以及科技类上市公司存在不利影响。

但是，从长远看，美国在知识产权与技术转移上的保护性措施将倒逼国内创新领域加快产业升级，进一步凸显了具有自主创新与进口替代能力企业的长期投资价值。从这个角度讲，“贸易战”对于中国经济新旧动能转化具有巨大的促进作用。

同时，假设“贸易战”升级背景下，自贸区、一带一路、甚至国内货币政策、地产调控、制造业减税等等政策主题都可能存在一定的对冲性政策微调可能。

三、投资策略：估值成长的匹配提供防御性

基于前文所述，2638 以来历经 2 年的慢牛反弹趋势演进方向存在变数，故策略建议的大方向是防御。在结构方向选择上，除了对于主题轮动进行灵活的战术性关注外，成长龙头的估值底部已经出现，价值与成长龙头的 PEG 匹配度已经接近，叠加政策驱动，自下而上优质成长股的配置价值凸显。同时，在类滞胀与波动率放大的经济与市场环境中，低估值的金融与地产龙头仍有配置价值。

分析师承诺

屠骏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。