



评级:

报告日期: 2019年5月14日 星期二

相关报告:

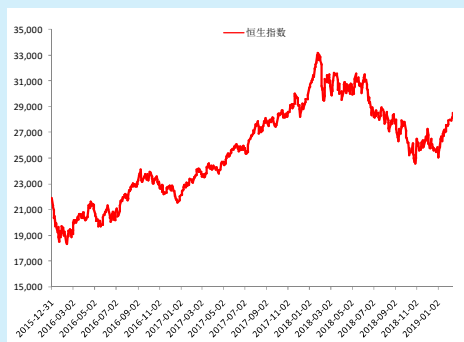
《国元国际-2019年2季度海外投资策略: 全球估值修复结束, 关注中美谈判与经济走势-20190329》

《国元国际-策略专题: 港股估值修复之后, 业绩走势影响板块分化-20190226》

《国元国际-策略专题: 宏观因素缓和助估值修复, 关注5G与智能手机-20190213》

《国元国际-2019年度海外投资策略: 以价值为锚, 跟随政策节拍布局-20181217》

恒生指数走势



国元国际研究部

策略分析师: 杨森

香港证监会牌照: BJO644

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9178

电邮: yangsen@gvzq.com.hk

中美互加关税, 供应链和创新是长期竞争关键

中美互加关税, 6月1日是重要时间节点

5月10日, 中美第十一轮贸易谈判结束。双方未达成协议。美国对2000亿美元中国商品征收的关税从10%上调至25%。我国于5月13日宣布对已加征关税的600亿美元商品继续提高关税, 于6月1日起实施。这一时间安排, 或预示着在不到三周的缓冲期内, 双方仍有可能努力达成协议。

供应链之争: 就业、禀赋和发展潜力

三十年来的中国实践表明: 制造业对生产要素的配置具有强大的拉动和聚集作用。全世界的人才、技术和资源在以追求最大回报为目标的国际资本的裹挟下源源不断流入中国, 提升了中国的禀赋, 推动了中国的现代化发展。美国提高对华关税, 甚至不排除要求人民币兑美元升值, 都是为了提高中国制造的成本, 迫使供应链移出中国, 进而削弱中国在全球资源配置方面的影响力和话语权。

当我们衡量美国对华征收关税的影响时, 决不能只简单地静态测算对现有产能和当期GDP的影响, 而是要看到在中长期对我国吸引外资和国内投资所产生的冲击。这些投资, 影响着我国中长期的发展潜力。

创新是中美长久竞争的核心

美国的霸权是建立在三大基石之上: 美元、军事和文化。这三大基石背后都隐含有一个共通的重要因素: 创新。唯有不断创新出新技术、新材料、新产品和新模式, 才能不断打开经济增长的空间, 并对全球要素形成持久的吸引力。可以说, 创新是发展的根本动力。

美国利用外资投资委员会(CFIUS)和《外国投资风险审查现代化法案》(FIRMMA)限制我国在美国科技领域的投资, 甚至打压我国留学生在美国大学入学, 意图非常明显, 就是要延缓我国技术发展的步伐。

可喜的是, 在2015年全球研发占比中, 美国占30%, 中国已经接近30%, 欧洲25%, 日本不到10%。我国在研发领域正在快速追赶。

港股策略: 短期看谈判进展和政策对冲, 长期看深化改革和制度建设

刘鹤副总理说的中美谈判前两个分歧(取消全部加征关税、贸易采购数字要符合实际)相对而言是技术层面的问题, 是数量的问题, 双方转圜的空间和方式相对比较宽, 而第三个分歧(协议文本平衡性)或涉及到制度层面的问题, 是根本性质的问题, 非常考验谈判双方的智慧。

短期内港股市场的投资策略总体上不应过于激进, 需要用适度的仓位水平来对冲贸易谈判所产生的不确定性。

中美第十一轮贸易谈判无果，美国加征关税

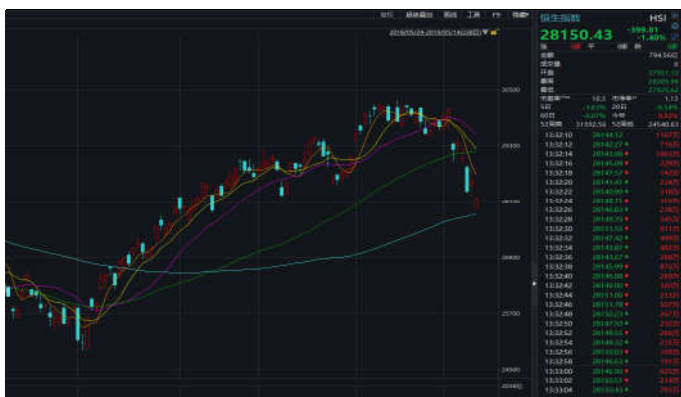
5月10日，中美第十一轮贸易谈判结束。双方未达成协议。美国对2000亿美元中国商品征收的关税从10%上调至25%。

刘鹤副总理说：谈判并未破裂。他指出，双方在很多方面有共识，但也有不一致的地方，主要指三方面：关税要不要取消？采购数字多少？文本是否平衡？他说：“我们认为这些事都是重大的原则问题，任何国家都有重大原则，我们在原则问题上绝不能让步。”

我国于5月13日宣布对已加征关税的600亿美元商品继续提高关税，分别实施25%、20%或10%加征关税，于6月1日起实施。道琼斯指数当晚暴跌2.38%。

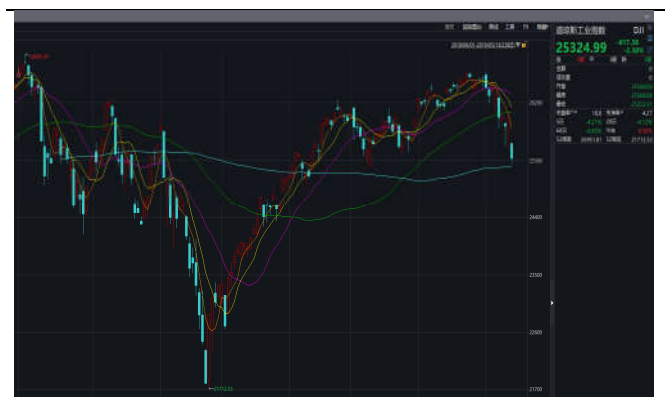
6月1日是我国实施报复性关税的时间节点，这一安排，或预示在不到三周的缓冲期内，双方仍有可能努力达成协议。

图 1：港股恒生指数走势



资料来源：Wind，国元国际

图 2：道琼斯指数走势



资料来源：Wind，国元国际

贸易逆差的计算方法不重要，中美竞争是持久战

美国一直拿中美之间的巨额贸易差额来指责中国。但我们有理由相信：美方对这种差额的产生是否需要由中国来负主要责任心知肚明。

美国虽然直接对中国的出口只有1500亿美元，但从其他国家和地区转口进入中国的商品高达1000亿美元。更不要说美国直接在华投资的企业在中国的巨额销售收入。德意志银行2018年的报告称：2015年美国企业对中国的销售额达到3730亿美元，其中2230亿美元是美国企业在华子公司直接生产销售，1500亿美元是出口。

实际的中美贸易差额并没有美国宣称的那么大。这一点，可以认为谈判双方都清楚。美国以贸易逆差为借口对中国施压，固然部分原因是让一部分工作流回美国，增加就业，但更重要的是想把供应链移出中国。以纺织行业为例，美国纺织产业早已萎缩严重，就算对中国产品加征25%的关税，这个产业也不会回流美国。

借贸易争端来遏制中国的发展才是美国的根本目的。中美关系早已转向，未来的竞争将是在供应链和创新领域的持久战。

供应链之争：就业、禀赋和发展潜力

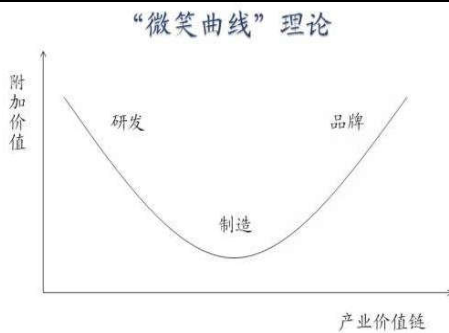
按照传统的“微笑曲线”理论，加工制造环节是既辛苦、又低收益的代名词。但三十年来的中国实践使世人猛然发现：制造业对生产要素的配置具有强大的拉动和聚集作用。全世界的人才、技术和资源在以追求最大回报为目标的国际资本的裹挟下源源不断流入中国，提升了中国的禀赋，推动了中国的现代化进程以不可阻挡的磅礴之势奔涌向前。至今，中国已是全球第二大经济体、全球经济增长的重要动力源，并正在向高新技术产业高歌猛进。

美国提高对华关税、甚至不排除要求人民币兑美元升值，都是为了提高中国制造的成本，迫使供应链移出中国，进而削弱中国在全球资源配置方面的影响力和话语权。

这一战略的效果已经初步显现：苹果、三星、富士康、台达电和日本电产等电子产业龙头及其配套企业正在不断调整供应链结构，加强在东南亚、印度和墨西哥等地的布局，对冲大陆产能所面临的贸易摩擦风险。

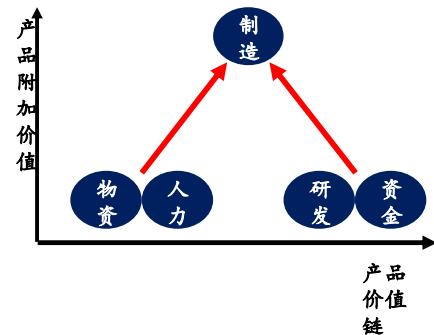
当我们衡量美国对华征收关税的影响时，决不能只简单地静态测算对现有产能和当期GDP的影响，而是要看到在中长期对我国吸引外资和国内投资所产生的冲击。这些投资，影响着我国中长期的发展潜力。

图 3：微笑曲线



资料来源：网络，国元国际

图 4：制造业对生产要素具有拉动和聚集效应



资料来源：国元国际

创新是中美长久竞争的核心

美国的“霸权”是建立在三大基石之上：美元、军事和文化。这三大基石背后都隐含有一个共通的重要因素：创新。

在国际政治领域，二战之后美国倡议并主导构建了一些列具有突破性创新的全球治理架构，包括马歇尔计划、设立联合国和世界贸易组织等，在客观上促进了全球经济贸易的发展，也为美元在全球的广泛流动打下了基础。

在军事领域，美国依靠在航海、航空、航天、核能和信息等众多领域的创新，牢牢占据战略打击的制高点，常常使竞争对手的传统战力在相差一个维度的技术层面化为乌有。依托强大的军事力量，美国将其意志投射到了全球的大部分地区。

在文化领域，互联网、个人电脑、智能手机和移动支付等新科技、新产品源源不断地涌现，畅销全球，为美国赢得大量利润和投资资本，既强化了美国“先进文化”的形象，又进一步支撑了美元的强势地位。而美国文化的宣传主力——好莱坞，也依靠创新性的高科技特效，不断产出让观众耳目一新的电影产品，风靡全球，进而在潜移默化中宣扬

和巩固了美国所倡导的价值理念。

美国的经验表明：唯有不断创新出新技术、新材料、新产品和新模式，才能不断打开经济增长的空间，并对全球要素形成持久的吸引力。可以说，创新是发展的根本动力。

我国改革开放三十年来取得进步巨大，培养出很多优势产业。但客观来说，这些优势产业的技术创新或商业模式创新的源头，很多还是来自美国。在这个过程中，海外归国人员功不可没。

如今，美国利用外资投资委员会（CFIUS）和《外国投资风险审查现代化法案》（FIRMMMA）限制我国在美国科技领域的投资，甚至打压我国留学生在美国大学入学（麻省理工学院在今年EA轮次录取的707位新生中，没有一位来自中国内地的高中生），意图非常明显，就是要延缓我国技术发展的步伐。

按2015年数据，在全球技术产品和高科技产品的销售中，美国占50%，高居榜首；欧洲占10%；日本占15%左右；我国只占3%。但可喜的是，在全球研发占比中，美国是30%，中国已经将近30%，欧洲是25%，日本只有不到10%。我国正在迎头赶上。

港股策略：短期看谈判进展和政策对冲，6月1日是重要时间节点

刘鹤副总理说的前两个分歧（取消全部加征关税、贸易采购数字要符合实际）相对而言是技术层面的问题，是数量的问题，双方转圜的空间和方式相对比较较大，而第三个分歧（协议文本平衡性）或涉及到制度层面的问题，是根本性质的问题，非常考验谈判双方的智慧。6月1日是我国实施报复性关税的时间节点，这一安排，或预示在不到三周的缓冲期内，双方仍有可能努力达成协议。

在短期，我国为了对冲关税的影响，可选的工具按逻辑分析料包括：人民币贬值、降准甚至降息、进一步减税降费，均旨在为企业降低出口成本、经营成本，增强企业盈利能力。同时，加大基建投资，拉动内需，促进经济的内生循环。

在中长期，关键要依托深化改革和制度建设，增强我国对国际资本的吸引力，增强我国的创新能力，从而取得长期健康发展。

按照上述逻辑分析，短期内港股市场的投资策略总体上不应过于激进，需要用适度的仓位水平来对冲贸易谈判所产生的不确定性。

选股思路方面：

- 与中美两国贸易相关度较高的行业面临高度不确定性，与美国的农产品、汽车和能源等相关的产业和公司料将大大受益于协议达成，也会大大受损于协议的未达成；
- 美元负债比较多的行业和公司料承受人民币贬值带来的成本上升风险，如：航空业；
- 提前将产能布局于东南亚等地、甚至美国本土的国内企业能够不同程度地受益于关税冲击，但具体效果仍需实践检验；
- 至于基建、内需行业的投资机会，需要视乎具体出台的政策条款再做具体分析。

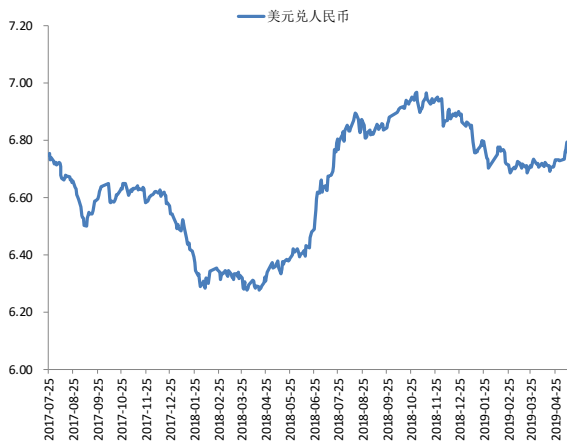
具体行业方面：

- **纺织业**：中美贸易摩擦将使越南占据有利条件，抢夺中国出口到美国纺织品服装订单，这对中国纺织品服装企业来说是严峻挑战。龙头企业海外布局较早影响较小，中小企业影响会更大；
- **运动服装**：我国本土运动品牌，如安踏、李宁、361、特步等均主要销售在国内。虽然销售收入来说不涉及太多出口，但贸易战升级势必会对国内部分企业的利润形成

冲击，进而影响消费氛围和动力，因此国家刺激内需的政策就十分关键，所以短期内若国家出台刺激政策对冲海外的影响，运动品牌的发展仍可维持增长。目前国家出台了两万亿的减税降费，此举的确可以带来居民可支配收入的增长，但我们认为未来需有进一步明确带来经济长远发展的政策才更加能实现消费的真正回暖。因此，短期内板块预计会有所冲击，未来长期看政策导向；

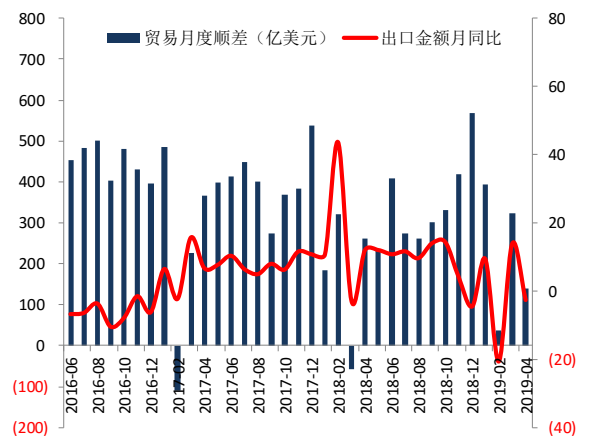
- **机械行业：**在贸易战背景下，中美技术合作、收购美国企业都会受到影响，不利中国制造业的发展。中国向美国出口的机械设备绝大部分为中低端具有成本优势的产品，美国对中国加税的行业主要涉及航空、现代铁路（高铁）、工业机器人、新能源汽车、高科技等高端技术产业。如果中国提高美国机械产品的进口关税，或将加快国产高端装备的进口替代。

图 5：美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，国元国际

图 6：我国外贸形势



资料来源：Wind，国元国际

投资评级定义和免责条款

投资评级:

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明:

此刊物只供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写,所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>