

2015 年 11 月 13 日

宏觀經濟

休養生息，佈局來年 — 從新流動性角度看當前債市

7 月股災後資金回流推動債市大漲，進入 11 月後，短期風險因素在積聚，我們將廣義流動性偏好分為 3 層：1) 流向股市還是債市；2) 流向實體經濟還是資本市場；3) 流向國內還是國外市場。通過對這三層流動性走向的分析，剖析當前債市的機遇與潛在風險。

股市回暖，或分流債市資金。股市下跌至 3000 點後，估值已相對不再昂貴，與被壓至歷史低位的債券收益率比，股市越跌越有價值。因此隨著大盤逐漸回暖至 3500 點，市場風險偏好也上升，邊際上股市分流債市資金的風險在上升。

IPO 捲土重來，其對債市的不利影響主要來自：1) 巨額凍結資金衝擊資金面。2) 打新具有高收益，配額債券的資金或轉至網上打新和打新基金。

打新對資金面衝擊緩解。新規下申購不再需要預繳款，巨額凍結資金對資金面的衝擊緩解，但對已經獲得批文、此前被暫停發行的 28 只新股仍將按照舊規定發行，預計這一批新股總計凍結資金在 4 萬億左右，仍值得警惕。

IPO 短期有分流資金可能，長期看打新基金模式。在新規下打新幾乎無成本，預計未來申購主體擴容、申購量也將擴大，從而大幅稀釋中籤率。若中籤率下降至 0.05%，新股上市後漲幅 150%，每年 24 批，回購利率 2.3%，則年化打新收益率將降至 4%。這意味著打新未必那麼美，IPO 重啟在短期有分流債市資金的衝擊，但長期內對債市的影響仍取決於未來打新基金採取何種模式——選擇“打新為主+貨基”模式，還是“債基+打新獲取超額收益”模式。

央行不過度放水，邊際寬鬆或減弱。3 季度貨幣政策執行報告“既要防止結構調整過程中出現總需求的慣性下滑，同時又不能過度放水、妨礙市場的有效出清”。目前存款利率已經降至 1.5% 的歷史新低，進一步下降的空間有限，後續貨幣寬鬆力度或減弱。而為了托底經濟，政府有可能轉向寬財政加碼。

赤字率或鬆綁，寬財政引水進入實體。15 年我國財政赤字率 2.3%，遠低於 3% 的紅線，而歐美國家在 08 年金融危機後的赤字率一度都超過 3%，意味著我國赤字率有提升空間，寬財政可加碼。按照 70 萬億元的名義 GDP 總值和 3% 的赤字率，16 年我國財政赤字可達到 2.1 萬億，較 15 年增加 4800 億，考慮到期量後，16 年國債總發行量可能增加 5000-6000 億。

疊加每年近 3 萬億的地方政府路換債券，和萬億基建專項債的資金撬動作用，後續實體經濟分流債市資金的情況可能加劇。

美國加息之靴可能落地，短期資金外流，不利匯率利率。美國非農資料亮瞎眼，加上美國經濟資料有向好跡象，美聯儲 12 月加息概率大增，短期內對人民幣匯率和國內流動性形成挑戰，不利債市。

短期債市休養生息，佈局來年。經過 10 月債市大幅上漲，利率已壓至歷史低位，繼續下行受到多重風險因素制約，疊加臨近年末機構傾向於獲利了結，因此短期債市面臨一定調整壓力。但 10 月 CPI 下跌至 1.3%、PPI 通縮依舊，而工業投資資料也未有好轉，在基本面支撐下，利率債調整應有頂，上調 10 年國開區間至 3.3%-3.7%，建議短期休養生息，抓住 4 季度調整期佈局來年。

信用債警惕去杠杆與信用風險。信用風險方面，規避產能過剩行業，甄別信用資質排雷；杠杆方面，IPO 重啟更易造成交易所資金面波動，加上網傳地產公司債可能收緊質押條件，公司債去杠杆風險增加。

經濟增速下臺階，利率長期向下。由於人口紅利消失，技術進步放緩，全球經濟增速長期趨降，對應利率屢創新低，我國也不例外。當前我國經濟基本面仍難言好轉，通縮風險升溫，工業地產投資下滑，預測 16 年我國名義 GDP 增速或在 5% 左右，長端國開利率或降至 3% 左右，短期波折不改債券長期債牛。

積極刺激力度漸強——10 月財政資料點評

10 月財政收入同比增速回落至 8.7%，其中中央回升至 8.6%，地方本級回落至 8.8%。10 月份，全國一般公共預算收入 14435 億元，同比增長 8.7%，較 9 月回落 0.7 個百分點。

主要收入項目中，增值稅增速由負轉正，消費稅、營業稅和個人所得稅增速仍高，金融業、工業企業所得稅同比負增。10 月財政收入中，稅收收入同比增速回落至 1.8%，主因經濟下滑和結構性減稅；非稅收收入同比增速激增至 64%，主因部分中央企業上繳利潤增加較多。主要收入項目中，增值稅同比由負轉正至 2.3%，消費稅增速受提高成品油、捲煙消費稅影響而上升至 17.2%，營業稅和個人所得稅增速分別回落至 11% 和 9.5%，但仍屬高增長。企業所得稅同比由 9 月的 8% 轉為 -3.9%，主要是受到上年高基數和工業企業利潤下降的影響。

10 月財政支出同比繼續上升至 36.1%，其中中央由負轉正，為 16.8%，地方本級增速 39.9%。10 月全國一般公共預算支出 13491 億元，同比增長了 36.1%，較 9 月份上升 9.2 個百分點。截至 10 月，今年財政支出完成預算的 78.2%，快於去年同期，財政支持穩增長力度明顯加碼。

1-10 月財政支出分項中，教育、社保就業、城鄉社區等領域支出占比較高，而節能環保、城鄉社區、交通運輸等領域支出增速較快，同比增速分別為 34.5%、29.7% 和 24%。

1-10月全國政府性基金收入同比下滑28.6%，主要是受到國有土地使用權出讓收入大跌的拖累，基金支出增速也依然為負。前10月全國政府性基金收入30472億元，同比下降28.6%，跌幅略收窄。其中，地方本級政府性基金預算收入27096億元，同比下降31.3%，主要緣於國有土地使用權出讓收入23043億元，同比下降32.2%。

積極財政仍待加碼。10月財政收入增速下滑，支出增速走高，且支出進度加快。但基建投資增速仍在下滑，受預算赤字約束，積極財政空間不足。傳財政部將再次增加地方債路換額度，此前財政部也稱3%赤字紅線可調整，預示寬財政仍待加碼，托底經濟。

錢說多不多，說少不少——央行2015年10月金融統計資料點評

①一面是實體經濟缺錢：體現為社會融資總量大幅縮水，而信貸也環比大幅下降，代表房地產銷售和基建投資的居民、企業中長期貸款全面萎縮。

社會融資跳水。10月社會融資大幅跳水，新增社會融資4767億元，比上月少8523億，比去年10月少1770億。其中表外未貼現票據同比少增超1200億，外幣貸款同比少增超600億，是主要拖累因素。

信貸大幅回落。10月新增金融機構貸款5136億，較9月的1.05萬億大幅下降。10月房地產銷售增速下降，居民中長貸需求也轉冷。10月新增企業部門中長貸1519億，較上月減少超2000億，同比少增超700億。由於資金來源不足和高基數，10月基建投資同比增速下滑至12.9%，房地產投資增速為-2.8%，增速仍為負值，均對中長貸帶動作用減弱。

②一面是金融體系有錢：體現為M2增速繼續反彈至13.5%，遠超12%的目標增速，M1增速也反彈至14%的4年新高，前者得益於持續降准推高貨幣乘數、以及外占短期好轉，後者反映企業投資意願低迷，資金堆積在銀行體系。

非銀、企業存款上升。當月人民幣存款增加5785億元，同比多增960億元。其中居民存款減少5921億元，同比少增526億，企業存款增加276億，同比多增超4700億。10月M1繼續大幅上升至14%，增速分別比上月末和去年同期高2.6個和10.8個百分點，表明企業現金增加，或反映著企業投資動力下降而囤積資金。10月非銀金融機構新增存款增加4848億，或因證券公司客戶保證金存款回升。財政存款增加5111億，較去年10月少增1726億，顯示積極財政影響。

M2增速回升。10月M2增速較9月13.1%回升至13.5%。考慮到10月財政存款超5000億和信貸大幅回落，M2回升主要受存款回升、去年同期低基數、商行購買地方債、以及10月外匯占款邊際改善的影響。10月616億美元貿易順差沖抵資本外流影響，當月外匯儲備增量為正，表明外匯占款或明顯改善。整體看降准等工具推高貨幣乘數和M2，但貨幣滯留在金融體系內部，從資料看3季度基礎貨幣餘額萎縮了9000億。

③如何疏通資金：貨幣政策獨木難支，加大財政政策力度。為何資金難去實體經濟，我們認為有兩大原因：一是因為通縮加劇，導致實際利率不降反升。雖然 10 月再次雙降，貸款基準利率在最近三個月下調了 50bp，但是 8 月以來 CPI 從 2% 下降至 1.3%，降幅達到 70bp，意味著 CPI 度量的實際利率不降反升，因而未來依然要加大降息等寬鬆貨幣政策力度。但由於美國加息在即，且存款利率已離 0 不遠，寬鬆貨幣政策空間受制約。央行也表示不能過度放水，妨礙市場有效出清。

二是因為缺乏有效需求，需要加大財政政策力度。當前地產銷售回落，去產能導致製造業投資低迷，經濟缺乏自主需求，因而需要加大財政政策力度。而近期高層放風突破 3% 財政赤字率約束，未來財政政策或成主角。

大市導航

農業：厄爾尼諾持續增強，關注制糖等產業投資機會

1、據中新網等媒體報導，2015 年春季以來，赤道太平洋地區厄爾尼諾現象持續增強，氣候模式預測，本次厄爾尼諾現象強度頂峰約出現在 2015 年 12 月，2016 年 3 月至 5 月後將持續減弱。

2、據中國國家氣候中心預測，目前厄爾尼諾海溫距平指數累計達到 18.4°C，已達到極強厄爾尼諾事件的標準（強度指標大於等於 16.6°C）。中心同時預測，本次厄爾尼諾事件將至少持續到 2016 年春季，可能在 2015 年 11-12 月達到峰值。

3、厄爾尼諾將導致美國和歐盟 27 國甜菜糖產量下滑，四大蔗糖產國巴西、印度、中國和泰國大幅減產，印度最為嚴重。全球糖市很可能加速供需格局變化，原糖現貨價格上演大反彈。

4、厄爾尼諾同時會造成咖啡、棕櫚油、棉花等經濟作物，大米、小麥等糧食作物，以及海水魚類等減產，但會使得大豆增產。

5、投資建議：把握制糖行業機會，標的公司南寧糖業，關注國內原糧價格可能的反彈。

風險提示：厄爾尼諾預測出現偏差。

石化：關注油氣行業改革推進

據搜狐財經等媒體報導，國家發改委召開新聞發佈會，表示石油天然氣體制改革方案等已送有關部門徵求意見，上游領域的改革將成為此次油改的核心內容之一。本輪油改有望成為上游市場放開的一次契機，油氣行業全產業鏈也將對民資逐步放開。

期待石化行業整體改革逐步推進。石化行業將受益于油氣全產業鏈的放寬准入，改革將主要體現在以下幾個方面：（1）上游油氣區塊向民企開放，關注廣匯能源、新潮實業、洲際油氣；（2）油氣進口權放開，關注風範股份、長百集團；（3）油氣價格市場化，我們預計天然氣價格年內有望下調，關注勝利股份、長百集團。（4）在壟斷放鬆的同時，石化央企自身也會進行改革：包括專業化分工整合，以及資產或業務的互補性重組等，關注泰山石油、大慶華科等。

風險提示：原油價格持續低迷，改革進度低於預期，政策風險。

有色金屬：稀土投資邏輯再究

相比于大宗品，稀土行業作為實體產業產值小，每年全球 10 萬噸的產量級別包含 17 個子品種，這也導致供需結構受政策影響大。

進入四季度末，關於打黑+收儲消息如期而至。

先說打黑：今年整頓礦加工廠，整頓時間兩個月，主要執行部門為工信部。相比近兩年的打擊礦山冶煉，這樣的力度稍顯弱化。

再說收儲消息，由於涉及決策屬於國家機密，因此投資者幾乎無法證偽和證實。但我們認為從歷史看，收儲帶來的價格上漲預期確實在每個階段都會掀起一波不同程度的交易性機會。

那當前板塊最亮眼的機會是什麼呢？說白了，就是便宜--金屬價格的便宜。11 年的稀土“盛世”直接導致暴漲後傳統需求消亡，結合供給端強勢整治的不斷弱化，新的供需結構導致行業出現 4 年的療傷行情，以氧化鎳為例，價格從 1500 萬/噸的最高位下降至當前的 130 萬/噸水準，這幾乎接近於板塊在 2010 年整合之前的價格。而這 5 年就產業界而言，環保、生產成本直接提升了經營成本，這也是六大集團近期限產保價根本原因：價格太低，盈利實在微弱。

總的來說，在價格底部，消息面均往好的方向發展，同時整體板塊漲幅較少，投資機會因此顯現。關注五礦稀土、盛和資源（停牌）、北方稀土、包鋼股份和廈門鎢業。

風險提示：下游需求是否能夠回暖。

聯明股份（603006）：智能物流打開成長空間

（1）知名汽車零部件供應商。公司擁有衝壓、焊接總成及模具開發技術，形成穩定客戶上海通用、通用東嶽、通用北盛。未來若引入新零部件生產業務，可借助現有管道優勢實現新業務快速成長。

(2) 被並購企業晨通物流是智慧物流優質標的，協同作用提升公司管理效率。晨通物流是國內首家迴圈物流器具供應鏈管理企業，現管理 600 種零部件，規模屬於第一梯隊。同時晨通物流 VMI 業務在整車廠商，零部件生產商和晨通物流之間搭建資訊互換平臺，優化零部件管理，降低成本，實現物流智慧化。並購產生協同作用，有助提升公司現有零部件管理效率。

(3) 晨通物流綜合競爭力強，盈利能力位屬行業翹楚。作為智慧物流標的，晨通物流紮根行業多年積累豐富經驗，綜合競爭力強，因此盈利能力在行業中十分搶眼。晨通物流 13、14 年銷售淨利率分別為 29.92%和 31.69%，遠高於競爭對手 9.63%和 4.71%的平均值。未來晨通物流業務拓展會實現整體利潤快速增厚，提升公司整體價值。

(4) 客戶延伸預期推動公司發展。汽車零部件品類複雜，數量繁多。晨通物流深耕行業多年，智慧化物流管理體系比較成熟，未來向更多行業滲透壁壘較小，增長可期。

風險提示：原材料價格波動風險，競爭風險，客戶集中度過高風險，人才流失風險。

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。