

2016年01月26日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

央行寬鬆或退位，債市防風險——近期資金面收緊的原因與啟示

銀行間流動性大幅收緊，貨幣利率承壓。上周 R007 從月初的 2.4% 上行 20bp 至 1 月 22 日的 2.6%，14 天回購利率從 2.6% 上行至 3.7%，跨春節的 21 天和 1 個月資金利率也明顯上行。

原因一：外占連續下降。由於美國加息預期和人民幣貶值壓力，從 15 年 8 月到 12 月，我國金融機構外占下降約 2.32 萬億，央行口徑外占下降 1.5 萬億。外占連續大幅下降造成央行資產負債表收縮，基礎貨幣大量減少，不僅影響貨幣供應量，也影響銀行超儲。

原因二：財政存款+企業所得稅上繳。12 月財政存款單月投放量超過 1.4 萬億元，有效緩解了 7000 億元的外占下降，12 月銀行超儲率預計仍有 1.8%。但 1 月是財政存款傳統上繳月，對沖外占因素消退，加之企業所得稅 1 月中旬上繳，使得 16 年 1 月銀行超儲下滑。

原因三：短期需求大增。雖然境外行在境內存放繳准和轉債打新對資金面有邊際上的衝擊，但我們認為這兩個因素影響相對有限。而春節提現需求預計達 1.5-2 萬億，這才是引發上周流動性緊缺的“最後一根稻草”。

根本原因：央行貨幣寬鬆態度的轉變。1 月 15 日-25 日期間，央行通過逆回購、SLO 等短期工具投放 7600 億，淨投放 4650 億；通過 MLF、SLF 和國庫定存投放 9425 億，而市場預期的降准卻遲遲不來。由於人民幣貶值壓力、供給側改革，和防止貨幣超增帶來資產價格泡沫和產能難以去化。央行流動性投放短期化，未來大水漫灌難現，應降低降准等寬鬆預期。

短久期、防風險。央行有意將貨幣利率維持在合意位路，債市短久期加杠杆的套息策略仍可行。未來需要密切關注債市風險，如人民幣貶值、美聯儲加息預期、寬鬆邊際收緊、信用風險爆發、利率債供給擴容等。維持 10 年國債區間 2.6%-3.1%，10 年國開區間 3.0%-3.5% 不變。

大市導航

建材：央企中建材、中材集團籌畫戰略重組，關注旗下重疊業務板塊整合預期

建材 2 大央企整合事宜正式落地。中建材集團、中材集團分別為建材第 1、2 大央企，隸屬“競爭性”及“產能過剩”行業（國企改革的重點領域）、且兩者業務重合度較高，戰略重組的迫切性及可操作空間較大。

2 大集團戰略重組引發旗下重疊業務板塊（主要是水泥、玻纖及複合材料、水泥裝備與工程）整合預期。水泥板塊：中建材集團旗下 4 個水泥平臺（北方水泥、中聯水泥、南方水泥、西南水泥）、中材集團旗下 4 個水泥平臺（天山股份、祁連山、寧夏建材、中材水泥），其中天山股份、祁連山、寧夏建材為上市平臺，8 家企業合計熟料、水泥產能分別約 4.0、6.0 億噸，占全國產能比重約 22%。若 2 大集團水泥業務能實現整合，或將為行業產能去化消滅一重阻力。

玻纖及複合材料板塊：中建材集團旗下中國巨石、中材集團旗下泰山玻纖涉足上游玻纖紗領域，在國內合計產能份額在 50~60%之間，若實現整合、玻纖行業競爭格局有望進一步改善，推進行業景氣繼續向好。偏下遊複合材料領域，中材集團旗下中材科技在風機葉片領域優勢突出、國內市場份額超過 20%，同時涉足膜材料、汽車複合材料產業、鋰電池隔膜等研發，並多年為航太軍工事業配套；中建材集團旗下中國複合材料集團涉足風機葉片（市場份額 10~15%）、碳纖維複合材料、玻纖製品及複合材料等。

水泥裝備與工程：中材集團旗下中材國際主營水泥裝備與工程服務、國際工程方面優勢突出，中材節能主營工業餘熱、余壓綜合利用工程及技術服務；而中材集團的水泥裝備與工程業務平臺主要為南京凱盛，國內排名居前。

推薦有望顯著受益的玻纖板塊公司（中材科技、中國巨石），水泥板塊推薦潛在殼資源（寧夏建材、祁連山）。2 大集團戰略重組開啟打造國際級玻纖巨頭預期，玻纖紗國內合計產能份額在 50~60%，產業鏈一體化延伸空間亦較大（風機葉片已成規模，膜材料、汽車複材、碳纖維等技術儲備充足），推薦中材科技、中國巨石。水泥板塊戰略重組預期對市場格局改善效用不明顯（水泥具強區域性，8 家水泥企業佈局各有側重），但可能騰出部分殼資源，推薦寧夏建材、祁連山。

2 大集團旗下其他上市公司亦有望迎央企整合主題性機會，關注中材集團旗下國統股份、天山股份、中材國際、中材節能等公司；關注中建材集團旗下北新建材、洛陽玻璃、瑞泰科技、方興科技等公司。

風險提示：中建材集團、中材集團企業業務板塊整合推進不達預期。

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。過去的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。