

2016年01月27日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

小心駛得萬年船 —— 近期資金面趨緊的原因與對債市的啟示

資金面趨緊的原因是什麼？央行寬鬆態度有變！

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，也降低了銀行超儲。

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，預計這部分回收流動性共3000-4000億元，1月銀行超儲或下滑至1.2%。

原因三：春節臨近，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總計增加不超過4000億資金需求，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。

穩匯率+供給改革+防資產泡沫，貨幣寬鬆退位

匯率貶值制約寬鬆。面對美國加息，我國降息會縮減中美利差，加劇資本外流，短期內降息空間有限。而央行也明確表示，穩定匯率是當前首要任務，降准釋放的寬鬆信號也太強，不利於匯率穩定，降准也受制約，貨幣寬鬆暫時退位。

堅定供給側改革，去產能勢在必行。我國當前的產能過剩、債務率過高、投資動力不足等問題均與09年信貸貨幣超增有關。16年政府強調去產能、去杠桿、降成本、去庫存和補短板五大任務，這意味著“大幅放水”這類需求端的刺激政策讓位於供給側改革，短期我國將面臨經濟陣痛，但長期迎來健康發展。

防範資產價格泡沫。當貨幣增速大於GDP和CPI增速時，央行投放的大量流動性便進入資本市場，容易催生資產價格泡沫，比如15年上半年的股市牛市。而如果15年大漲的一線房市、債市進一步

泡沫化、那麼一旦泡沫破滅後果更加不堪設想，面對大量資金堆積在資本市場，央行貨幣寬鬆會更加謹慎。

貨幣總量仍多，社融成本大降，但作用有限。15年下半年M2增速均在13%以上，遠超12%的目標水準，貨幣總量仍多，降低了大規模降准的必要性。而多次降准降息後，新增社融成本也從14年初的7.6%下降至15年末的5.5%，社會融資成本已經大幅下行，但企業利潤改善並不明顯，說明核心問題在於產能過剩嚴重，導致企業缺乏產品定價能力，節約的成本被迫全部轉嫁。

流動性更松或難現，防範風險是債市主基調

- 1) 票息保護不足。低利率時代，債市波動增加，而票息保護有限，當前10年國債利率不到3%，利率上行10bp的損失就等於半年的票息，性價比不足。
- 2) 交易盤占比較高，防踩踏風險。低票息無法覆蓋高資金成本，當前債市交易盤占比較高，理財等也增加交易操作以博取資本利得，但如果市場一致預期發生反轉，容易造成踩踏，如同15年7月的股災，屆時造成的損失也會較大。
- 3) 長債面臨多重調整風險。當前央行貨幣寬鬆退位的意圖明顯，匯率也未完全穩定，流動性更加寬鬆的局面短期難以看到。而春節過後，一級供給可能擴大，信貸投放超增也可能分流債市資金，對長債造成調整壓力。

我們始終認為防風險是今年債市的主基調，縮短久期、提高評級，手握“時間期權”，等待利率調整後的機會；等到美國加息衝擊暫緩，人民幣匯率企穩，貨幣寬鬆重新鬆動，才是債市的下一波機會。

大市導航

航空貨運與物流：智慧物流，基礎先行

現代倉儲物流設施是倉儲物流發展尺規，構成現代物流重要部分。倉儲是物流過程重要環節，倉儲物流設施是倉儲環節中囊括配送中心、物流園區、物流中心、物流基地等在內的基礎設施建設部分。倉儲物流設施分為現代、中端和低端三類，現代倉儲設施即為通常意義上的A類倉，代表倉儲物流設施較高水準。

現代物流設施發展迅猛，是未來倉儲進化方向。現代倉儲設施憑藉管理規範，效率較高優勢迅速發展，美國現已達到2億平方米存量。在全美經濟不景氣背景下，倉儲業是少有實現增長行業之一，15年新創32萬就業崗位，證明行業仍處發展期，充滿想像空間。

我國現代倉儲物流設施發展向好，格局已逐漸形成。倉儲物流設施行業景氣度持續提升，空路率逐漸降低。伴隨工業用地供給緊縮，資源稀缺優勢進一步凸顯。作為倉儲物流設施中高端產品，A類倉需求受益於互聯網、電商和協力廠商物流發展而不斷提振。行業供需格局逐漸形成，需求結構發生改變，現以內資需求為主，供給端現主要由以普洛斯為代表外資企業為主導，但內資企業大多掌握稀缺性土地資源，預計行業地位會持續提升。

現代物流設施發展仍落後，潛力巨大。目前我國人均倉儲面積為 0.52 平方米，是美國水準十四分之一。市場總供給量為 6.8 億平方米，其中 6%是現代化物流設施，約為 0.43 億平方米，物流設施水準與發達國家差距較大。未來伴隨電商發展，居民消費水準提升和城鎮化推行，對倉儲物流設施要求會不斷提高，中低端設施轉型升級是趨勢，現代設施空間廣闊。同時，政策紅利釋放和資本加碼將進一步推動現代倉儲物流設施發展。

現代倉儲物流設施鋪平資本化運作之路。倉儲金融依託實際倉儲活動生成對參與物流過程企業信用評價，能夠在中小企業融資難和金融企業授信風險高之間提供平衡點。倉儲設施的資產證券化將預期收益轉化為實際現金流，有效解決物流企業發展資金瓶頸，推動企業不斷壯大。現代倉儲設施標準化程度高，盈利能力良好，收益獲取穩定，相較於 B 類倉和 C 類倉，A 類倉是資產證券化最優選擇。

風險提示。宏觀經濟變動風險，杠杆風險。

有色金屬：美聯儲加息預期延後，LME 銅價格企穩回升

本次 LME 銅價格從 4318 美元/噸的低點反彈至 4500 美元/噸左右，主要原因有兩個：美聯儲加息預期的延後以及中國供給側改革的發力。

本周將迎來美聯儲 2016 年的首次議息會議，市場預期美聯儲將不會有新的動作，較大可能會發表鴿派政策聲明，加息預期延後，利好整個基本金屬，尤其是金融屬性最強的銅。

從供給側改革的情況來看，預計 2016 年減產 35 萬噸電解銅，占全國 2015 年產量的 5%左右，雖然幅度不大，但根據我們跟蹤的結果來看執行力會比較強。

另外值得關注的是 2016 年銅加工費由 2015 年的 107 美元/噸下降至 97.35 美元/噸，結束了連續三年的上升趨勢。加工費是由上游原礦的供給以及中游冶煉產能的需求所決定的，因此我們認為加工費的下調預示著 2016 年銅礦的供給擴張或許會低於預期。

結論：隨著美國加息預期的延後，短期內銅價反彈可期。但從中長期來看，原礦供給的過剩以及中國需求的下滑依然會壓制銅價的上行空間。關注國企改革預期強烈的銅陵有色，江西銅業。

風險提示：需求難以大幅復蘇。

有色金屬：市場大幅波動，黃金避險英雄本色盡顯

市場波動幅度增大，資金湧向避險資產，黃金再顯避險英雄本色，需求提升帶動金價上漲。我們認為金價 1 季度走勢仍向好：1) 人民幣匯率大幅波動，避險需求激增，黃金避險功能鋒芒畢露；2) 美國經濟 1 季度環比回落概率較大，美聯儲連續加息可能性小；3) 地緣政治問題再現，黃金成最佳避風港。A 股方面，推薦山東黃金（彈性大，國企改革）、金一文化（可穿戴、涉及金融、互聯網珠寶）、剛泰控股（互聯網+珠寶、互聯網+金融），關注西部黃金（彈性大）。

風險提示：大盤下行的系統性風險。

東軟集團（600718）：業績預告大增

（1）公司預計 2015 年全年歸母淨利潤增速 50%-60%，大幅超市場預期，主要是受公司向知識資產驅動模式轉型的帶動。

市場對公司業績增長的擔憂基本得以消除。我們認為東軟業績的釋放剛剛開始，2016 年汽車電子和向知識資產驅動的轉型有望繼續推動業績高速增長。

（2）未來幾年，東軟將進行新一輪資料圈地，圈的是資料合法使用權。公司在醫療資訊化領域積累了海量資料：結構化資料 3000 多 T、醫療影像資料 1.2 萬 T、4.7 億居民的健康檔案。後續有望通過保險和藥廠合作來變現。

（3）東軟依靠在汽車電子完整產品線進軍 Tier1 並獲取和沉澱車機、車主的即時動態資料。長達三年的駕駛行為資料模型的分析研究奠定變現堅實基礎，ADAS 輔助駕駛技術國內領先大資料分析平臺 RealSight 為各垂直行業的大資料分析提供強大技術支援。

（4）東軟是一家明顯被市場低估的企業，其業務的優質性有望逐步被市場發掘、認可。公司目前股價接近增發價 18.22 元/股，強烈推薦，目標價為 44.08 元/股，“買入”評級。

風險提示：醫療資訊化和汽車電子業務進展不達預期的風險，系統性風險。

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。