

2016年02月03日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 寬鬆預期下降，股債一齊遇冷

海通債市一致預期調查第 22 期結果分析。

我們上次在 12 月末發佈了針對債券基金經理的調研報告“寬鬆預期降溫、利率分歧加大”，及時預警了 1 月以來的慘澹行情，本期調研結果如何，以下將為您詳細分析：

資金利率預期穩定。68%的人認為未來 R001 中樞將在 1.5%-2.0%；73%的人認為 R007 中樞將在 2.0%-2.5%，整體而言，受訪者預期資金利率將較為穩定。

利率債謹慎樂觀。1 月以來利率先下後上，整體呈震盪格局，當前投資者對利率債走勢總體不悲觀，但亦有分歧。1) 十年國債：謹慎樂觀。目前十年國債收益率 2.84%，有 50%的人認為未來會在 2.8%-3.0%，還有 34%的人認為會在 2.8%以下；2) 十年國開：略有分歧。目前在 3.10%，約半數人認為未來會在 3.0-3.2%，但亦有 35%的人認為會上行至 3.2%以上，僅 17%的人認為會下行至 3.0%以下。

短融仍較樂觀。目前 AAA 短融收益率 2.96%，絕大多數受訪者認為短融收益率仍將下行，43%的人認為會在 2.8%-3.0%，還有 32%的人認為會下至 2.8%以下。

城投債現分歧。目前 5 年 AA+ 城投債收益率低至 3.62%，投資者情緒略顯悲觀，約 42%的人認為收益率將在 3.6%-3.8%，還有 28%的人認為會上行至 3.8%以上，但亦有 30%的人認為會下行至 3.6%以下，城投中票利差大幅倒掛，投資者對城投即使愛也越發不敢下手。

理財收益率仍將下行。52%的受訪者認為未來三個月全市場 3 個月理財產品收益率將從目前的 4.27%繼續下行至 4.0-4.2%，還有 22%的認為會到 4.0%以下。

最優組合久期為 2-3 年。我們統計最優組合久期加權均值為 3.02 年，較上期小幅上升，但選擇 1 年以下久期的受訪者占比由上期的 12%上升至 15%，而選擇 3-5 年期的受訪者占比則由上期的 25%下降至 22%，選擇 5 年以上的僅約 10%，顯示投資者對於長債仍顯謹慎。

匯率貶值幅度預期 5%。對於到年末的人民幣兌美元匯率貶值幅度，加權平均幅度為 5%，按照當前 6.5789 的即期匯率，預期年末為 6.9078。其中，有 44%的人選擇 3%-5%，還有 32%的人選擇 5%-10%，選擇 3%以內的僅占 19%。年初以來，人民幣匯率已大幅貶值 1.31%，目前暫時穩定，但受訪者普遍認為匯率貶值趨勢仍在。

產能過剩行業高等級債：風險較高，分化延續。對於鋼鐵、煤炭等產能過剩行業的高等級債，59%的受訪者認為其“將會呈分化態勢，可擇券買入”，還有35%的人認為“風險較高，利差將繼續擴大”，僅6%的受訪者認為風險有限且具備投資價值。

未來債市主要風險點：匯率、信用風險、貨幣寬鬆程度下降為前三大風險。匯率成為未來債市最大的風險點，信用風險和貨幣政策仍然擔憂，同時，在地方債和積極財政的壓力下，投資者對債券供給放量的擔憂也在加劇，而受訪者對於基本面和股市走強的風險擔憂程度較低。具體來看，選擇各風險點的受訪者占比從高到低依次為：匯率、信用風險、貨幣寬鬆邊際收緊、債券供給放量、美國加息、資金面、財政發力、基本面、股市走強。

大類資產配額：現金看好程度大幅上升，股債看好程度下降。看好貨基等現金類資產的受訪者占比由上期的14%大幅上升至34%，成為所有大類資產中第二看好的資產。1月股市大幅下跌後，權益類資產仍是最為看好的大類資產，但看好者占比由上期的76%下滑至46%；債市則從25%進一步降至23%；而隨著人民幣持續貶值，看好外匯資產者占比由25%進一步升至28%。當前股市下跌是否見底仍未可知，債市上漲空間越發縮窄，股市債市機會均有限，採取現金為王策略的投資者逐漸增多。

債券：高等級信用債和利率債最看好。高等級信用債仍為受訪者最為看好的債券品種，看好者占比較上期有所回升；利率債看好程度僅次於高等級信用債，且看好者占比由上期的27%大幅回升至目前的41%。隨著股市大幅下跌和新券供給上升，看好可轉債可交換債的受訪者占比大幅下降。而低等級信用債和分級A仍為投資者相對最不看好的債券品種。

存量可轉債：歌爾和電氣最看好。最看好歌爾轉債和電氣轉債，看好者占比分別為20%和17%，格力、九州、寶鋼EB和國盛EB也較高，而順昌最不好看。

貨幣政策：寬鬆預期進一步下降。認為未來三個月將實施全面降準和降息的受訪者占比較上期進一步明顯下降，其中認為降息者占比從10%降至4%，降準者占比從37%降至30%。大部分受訪者認為央行將定向寬鬆，占比65%。

## 大市導航

### 房地產：央行再次下調首付比例，有利行業去化和新開工恢復

首付比例最低至20%。規定不限購區域首付比例25%，各地可向下浮動5個百分點。擁有1套房且購房貸款未結清居民最低首付不低於30%。體現政府差異化思路，穩定16年經濟。

解決新開工和二線以下城市去化痛點。政策實質將加大居民購房杠杆並擴大購買力。考慮低基數期逐步來臨，將為新開工恢復提供前提。

房價彈性決定地產投資復蘇力度。價格直接關係專案盈利能力和開發商開工意願，溫和上行疊加低基數起到來將對 1H 地產投資觸底回升起到積極意義。

16 年行業景氣度高位盤整，行業估值多元分化。

1) 景氣度短期不會調整。新增供給減少、開發商資金充裕且成本下行、以及持續去庫存和偏暖政策的最終作用將是供需平穩，價格溫和上行。2) 行業估值多元分化。二線藍籌受益明顯，進可攻（多元主業投資能力強）、退可守（資金充裕、房價恢復邊際改善最高）。

推薦大藍籌保利地產，建議關注招商蛇口+二線“濱江集團、泰禾集團、嘉寶集團、福星股份、華髮股份、世聯行、北辰實業、華聯控股”。

風險提示：政策調控引發漲價風險，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。