

2016年10月14日

銷售部 - 投資策略

宏觀

進出口均惡化，匯率貶值壓力增大——9月外貿資料點評

根據海關總署的統計，我國9月進口總額同比下滑1.9%，出口同比大幅下滑10%，9月貿易順差420億美元。我們的觀點是：進出口均惡化，匯率貶值壓力增大。

一、出口跌幅擴大。9月以美元計價出口同比增速大降至-10%，連續6個月同比下滑，主因全球需求疲弱和去年基數走高。我國主要交易夥伴美、歐、日經濟持續低迷，貨幣刺激乏力。儘管我國勞動力成本優勢也在減弱，但短期看全球貿易總量萎縮才是出口下滑主因。

二、外需全面走弱。從國別來看，對美國(-8.1%)、歐盟(-9.8%)、日本(-7.0%)、東盟(-10.8%)、印度(-3.0%)、韓國(-5.2%)的出口增速均大幅下滑，前兩個月對美、歐、日的出口反彈未能持續，唯有對香港出口跌幅收窄至-10.3%。

三、進口重回負增。8、9月原油、鐵礦石等價格整體回升，國內工業經濟短期穩定，大宗進口量增加，原油進口連續兩月同比增速20%左右，鐵礦石進口量則創今年單月新高，但由於基數走高，9月我國進口同比增速由上月的1.5%轉負至-1.9%。近期政府出臺地產和煤價調控政策，經濟下行風險仍大，對進口仍是拖累。

四、順差大幅下降，匯率貶值壓力增大。進出口均惡化，9月順差420億美元，環比下降101億美元。近期英國硬脫歐風險上升、美聯儲年末加息概率提高，美元指數大幅飆升，再加上9月外儲繼續下降，人民幣貶值壓力依然較大。

實體經濟觀察：9月經濟短期穩定，預判10月工業經濟起步平穩

9月經濟短期穩定。宏觀資料中，PMI持平為50.4。中觀資料中，無論是下游的地產、汽車銷量，還是中游的粗鋼產量、發電耗煤，其增速均較8月穩中略升。而10月上旬地產銷量增速略降，發電耗煤增速續升，均表明10月工業經濟起步平穩。

9月底及國慶黃金周期間，22個城市出臺地產限購限貸政策，標誌著新一輪地產調控來襲。從歷史經驗看，本輪調控力度堪比11年“國八條”，或導致：1) 4季度一、二線城市地產銷量增速明顯下滑；2) 17年地產銷量增速轉負、地產投資走弱；3) 拖累經濟下行、重回通縮。

需求：下游地產、批零、旅遊尚可，乘用車、家電走強，紡服、文化娛樂轉差。中游鋼鐵、化工尚可，水泥弱改善。上游煤炭改善，有色仍弱，交運弱。

價格：9月百城房價同比、環比漲幅均擴大，上周國內生產資料價格有平有升。

庫存：下游地產、乘用車改善，家電、紡織服裝尚可。中游鋼鐵、化工去庫存，水泥略回補。上游煤炭補庫存，有色去庫存。

分行業觀察：

下游：地產：9月房價漲幅再創新高，10月上旬地產銷量增速略降。乘用車：9月乘用車銷量增速繼續上升，經銷商庫存狀況改善。家電：9月50家家電零售增速升，國慶黃金周零售空調獨秀。紡織服裝：9月紡織服裝子行業出口全線負增，外需大幅走弱。商貿零售：9月50家零售增速升，黃金周零售增速穩中趨降。旅遊：國慶黃金周期間遊客增速略升，旅遊收入增速微降。文體娛樂：國慶黃金周票房表現整體欠佳，首次出現負增長。

中游：鋼鐵：國慶期間鋼價、開工率走平，9月粗鋼產量增速走高。水泥：節前一周高標水泥價格大漲，庫容比低位小幅反彈。化工：上周滌綸 POY 價格回升，PTA 產業鏈負荷率漲跌互現。重卡：9月重卡銷量同比增速回落，環比處同期偏低水準。電力：10月上旬發電耗煤增速續升，工業經濟短期或依然穩定。

上游和交運：煤炭：上周煤炭價格平中有升，港口及電廠煤炭庫存繼續回補。有色：上周 LME 銅價回落、鋁價回升，LME 銅、鋁庫存均降。大宗商品：上周國際油價大漲，CRB 指數震盪，美指小幅走高。交通運輸：9月港口貨物輸送量增速續升，上周 BDI 小幅回升。

策略

更樂觀的未來

利空不跌：認識市場，尊重市場。（1）利空不跌說明前期市場已經 Price in 了。國慶期間國內外利空不斷，而國慶後市場卻不跌反漲，超出大部分投資者假期的預期，尤其是第一個交易日，市場高開高走，值得深思。利空出現市場不跌，通常說明之前市場已經把利空消息 Price in 了。（2）國際比較、考慮利率，目前 A 股並不貴。目前中國 A 股的市值占 GDP 比重為 76%，處於歷史較低水準，加上所有海外中資股，比重為 88%，而全球平均值為 92%，美國目前為 131%。其次，相比海外，A 股市場估值絕對水準偏高，但考察現在的 PE 所處的百分位水準（最大值和最小值之間的分位數），中國主機板為 16%、中小板為 51%、創業板為 35%，美國標普 500 為 59%、納斯達克為 43%，A 股相對位置不高。此外，隨著利率不斷下行，價值股的相對價值凸顯。

抬頭看前：道路曲折，前途光明。（1）仍在震盪蓄勢期，區間向上擴大的概率更大。上證綜指從 1 月底 2638 點以來，8 月中高點 3140 高點，到目前為止已經有 8 個多月在 20% 內震盪，5 月底以來 2800-3100 點，4 個月振幅僅 11%。未來波幅怎麼演變？向上擴大的概率更大。目前市場需要一些催化劑，跟蹤國內改革轉型的進程、海外政策環境動向。中國聯通混改的進程和最終方案，是國企改革的標誌性事件。（2）市場根基：企業盈利正在築底中，逐步走向改善。從工業企業經濟效益指標來看，2016 年以來工業企業的營收、利潤增速已經開始築底回升。（3）著眼未來：房市調控有助大類資產配置偏向股市。地產調控何時使得居民資產配置發生變化，資金何時從房市流入股市，需要時間等待催化劑的出現和進一步確認基本面企穩。

未來已來：後地產時代，消費和成長。(1) 中國經濟的轉型、結構調整已經在逐漸發生，未來已來。2010年以來，宏觀經濟總量指標下行，但新興成長、消費類行業投資增速仍相對較高，在經濟總量中的占比也在提高。(2) 後地產時代，風格漸變中。地產調控會影響地產鏈行業基本面，從而促使市場風格變化，機構調倉。地產政策收緊背景下貨幣政策頂多中性，風格望偏向業績穩定的消費股和真成長。(3) 業績為王：消費和成長，跟蹤國改。市場在 16 年又重回業績主導行情。地產政策收緊後，此風格特徵會更明顯。綜合考慮盈利和估值，消費股如食品飲料、飼料養殖、化學製藥。中小創經歷大半年的低迷，成長股中開始出現一些估值和盈利匹配度較好的公司了，我們根據行業研究員列舉的業績靠譜的成長股 25 支，當前 PE（總市值加權）36.3 倍，16 年預測 PE（總市值加權）33 倍，17 年預測 PE（總市值加權）25.3 倍。此外，關注國企改革的進程，尤其是混合所有制改革方面的突破，重點關注上海國改。

風險提示：經濟增速下滑超預期、人民幣大幅貶值、房價大幅下跌。

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。