

2016年10月25日

銷售部 - 投資策略

策略

債券專題：警惕海外冲击，債市短期謹慎

1) 全球利率悄然回升

进入8月后，全球債券收益率回升，截至16年10月中旬，相较于英国退欧公投后的低位，10年美債利率上行近30bp至1.76%，10年日債利率上行20bp回到0，几乎持平于16年2月水平；10年德国和法国國債利率分别上行15bp和20bp至-0.02%和0.35%。

2) 加息 VS 宽松，低利率时代何去何从？

美債收益率上行的主因是美国加息预期升温。另一方面，日欧宽松趋于谨慎，加剧債券波动。当前欧央行QE计划每月购买800亿欧元资产，该计划将于17年3月到期，10月初有消息称欧央行拟退出QE，如果后续逐步缩减QE购买规模，其实是货币趋紧。其次，9月日央行推出新版QQE，将日本10年國債的收益率目标定在0，高于当时日本國債实际的负利率水平。日欧央行对宽松的谨慎态度，使得其債券收益率在波动中上行。

3) 全球经济低迷，利率难上难下

日本和欧洲过去的经验表明，当经济内生动力不足时，如果未找到长期增长动力，改善实体回报率和通缩预期，那么即使加息，最终仍将回到货币宽松之路上来。

我们认为，当前美国、日本、欧洲都不具备货币持续收紧的条件，美国加息更多是为了维持美联储信誉。全球经济低迷，不放松并不意味着“中期流动性的拐点”。

4) 海外冲击不可忽视，債市短期谨慎、长期看好

当前全球宽松趋谨慎，美国12月加息概率仍大，人民币汇率贬值压力骤升。我们认为，人民币贬值压力依然可控，从CNY NDF来看，未来一年人民币贬值压力或在3%-5%，但海外冲击不可忽视。

4季度債市始终受益于供需改善，而地产调控和SDR配置利好逐步消化，后续贬值压力和通胀反弹将是短期关注点，中期仍需考察制造业和地产投资情况。短期利率创新低后，建议对債市保持谨慎，维持10年國債区间2.4-2.8%，10年國开区间2.8-3.2%。但是17年我国经济下行压力大，贬值压力释放后，宽松仍有空间，4季度把握利率反弹机会，布局明年。

短评：阳光依旧，向上突破

24日周一上证综指涨1.2%，收于3128点，逼近3140点，人民币贬值没有阻碍市场上涨。周末报告《阳光依旧》提出无需担忧贬值，市场将向上突破，阳光依旧。10月以来《更乐观的未来》、《多了些阳光》、《以史为鉴，窄幅震荡的结局：向上扩宽》等多篇报告指出，保持乐观，市场将向上突破：一是利空已经被消化，二是积极因素出现，如国企混改加速、中小创三季报预告数据较优。

双头枪配置：国改股和真成长两头进攻，消费股稳居其中。中国联通推进混改说明国企改革有突破，关注中字头央企和上海国改，详见前期报告。成长股经历大半年低迷后，部分偏白马类公司估值和盈利匹配度已合适。业绩稳定的消费股是底仓，如食品饮料、饲料养殖、化学制药等。

风险提示：政策调控市场超预期，海外金融市场波动

大市导航

煤炭：煤炭行情启动，长期值得看好

周期轮回，多关注全球煤炭需求。看政策估不出国内供需格局的数据，跳出国内看全球，或许大家在理解上会更容易一些。1、为何国际煤价总是比国内涨得多，继我们引用世界钢铁协会全球钢铁表观消费量明年增速+0.5%，今年增速+0.2%之后，大家应该明白原因了。2、我们在《全球需求重启+中国去产能，煤炭上行周期或至》，指出东南亚煤炭需求正在快速增加。3、本周我们看到：孟加拉政府估计在未来3-4年内，该国煤炭进口将从目前的年500万吨增加至3000万吨。

孟加拉国煤炭消费潜力巨大。孟加拉国，人口1.6亿，GDP2000亿美元，属于发展中的落后国家，近年GDP增速逐年加快，2015年增速6.6%，由于人工成本极低，中国增速下滑，产能转移，孟加拉的增速却逆势增长。该国煤炭消费基数虽小，却由于进入15-60岁人口比例逐渐增长至60%以上而有着巨大的潜力。我们曾经列举过的东南亚四国（印尼，越南，菲律宾，马来西亚）+印度是未来煤炭消费的增长主力，如今，我们又看到了孟加拉国。虽然不能肯定其发展路径，但这两年，孟加拉粗钢产量却在快速增长，最新2014年需求增速达到10%以上。我们认为煤价持续低廉以及稳定的功率输出是他们选择煤炭的重要理由，随着中国下游产能的进一步转移，以及一带一路战略的开启，中国和世界互联的上游产能输出也将慢慢开始，届时，新的全球煤炭格局或将形成。我们坚信煤炭——星星之火，可以燎原。

中国去产能：释放先进产能+部分在建产能，目的保障冬季供应。根据日前发改委发布的《关于适度增加部分先进产能投放保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》，部分地区和煤企集团制定方案将部分煤矿放开276工作日制度，在10月1日到12月31日之间按330工作日制度生产。并在有序释放安全高效先进产能的同时，有序引导在建煤矿投产达产增加一部分产能，与完善市场化长期合同相衔接，目的保证冬季煤炭供应。本次会议的核心问题似乎已不在煤价上。

供需都将小幅变化，我们预计煤价有望延续高位盘整。前三季度煤炭行业去产能完成全年目标任务的80%以上，全国规上工业原煤产量24.6亿吨，同比-10.5%。煤炭产量下降，但需求较好，库存虽有增长，却仍在低

位，政府加大产能释放，但 11 月马上进入取暖旺季，短期平衡结果仍需观察，估计煤价在高位盘整的概率较大。

投资建议。10-11 月去有效产能旺季+产能置换和释放新建产能，结果仍需观察，但煤炭股投资更重要的是盈利，即使煤价调整，煤炭行业盈利也仍将持续大幅改善，近期煤炭股涨幅严重滞后可预期的盈利改善，值得长期重点投资。建议关注：冀中能源，潞安环能，兖州煤业，陕西煤业，上海能源，中煤能源。

风险提示：先进产能释放力度加大；去产能不达预期。

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。