

## 宏觀

## 美國大選與股市——驢象之爭 30 年回顧

核心結論：①歷次大選時期市場漲跌無明顯規律，“郵件門”事件引發大選不確定性增加，避險情緒升溫，黃金、VIX 指數小幅上漲。②回顧 30 多年歷屆總統週期，新總統的政策對市場影響偏中長期，與當時的經濟背景相關，利率和基本面決定市場趨勢。③希拉蕊、特朗普最新支持率分別為 47.5%、45.3%，差異縮小，兩黨政策都偏向貿易保護、基建，分歧集中在財政、金融、能源方面。

總統大選，對市場有何影響？10月28日，FBI 宣佈重啟調查希拉蕊電郵案，這一事件引發了近期的市場波動。10月28日以來標普 500、道瓊斯指數、納斯達克指數分別跌幅 1.3%、0.9%、1.8%，美元指數從 99 跌至 97.7。美股 VIX 波動率指數從 10 月初的 13 上升至 18.6。11 月 8 日即將舉行美國大選，大選將如何影響股市？從歷史經驗來看，1980 年以來，與普通年份相比，9 次總統大選之後的 11 月份，標普 500 指數漲跌並沒有明顯的規律。除 08 年以外，總統大選之後 11 月份的 VIX 波動率指數變化同樣不大，說明歷史上總統大選對市場的影響偏中性。但這次大選不同之處在於，特朗普在競選期間發表的各種政策觀點比較激進，例如其抨擊美聯儲的低利率政策、主張貿易保護、建議對中國進口產品徵收 45% 的關稅、建議在墨西哥邊境築牆等。所以如果特朗普當選，政策不確定性增加將加劇市場短期波動，近期黃金價格上漲、VIX 指數上升反映市場避險情緒已經開始升溫。而如果希拉蕊當選，由於其政策延續性較好，市場表現將更加平穩。

以史為鑒：歷任總統時期的政策及市場。雷根時期（1981-1988）：推行供給側改革，經濟見底回升。老布希時期（1989-1992）：加強政府干預，1991 年經濟再次衰退。克林頓時期（1993-2000）：鼓勵創新，迎來“新經濟”時代。受益於克林頓政府“資訊公路”等高科技產業扶持政策，美國互聯網產業高速發展，並於 1998 年進入白熱狀態。證券市場受益於技術進步、經濟持續繁榮、一級海外 1997 亞洲金融危機引發的資金回流美國，最終導致了 1998-2000 年期間互聯網泡沫的產生。小布希時期（2001-2008）：地產市場繁榮成為經濟主要推動力。奧巴馬時期（2009-2016）：QE 時代。奧巴馬在 2008 年次貸危機爆發時期參加總統競選，因此上任初期政策以推動經濟復蘇、創造就業為目標。從 2008 年至 2012 年末，美聯儲共推出了 4 輪 QE 計畫來刺激經濟增長。

希拉蕊 VS. 特朗普，有何異同？受近期“郵件門”事件影響，希拉蕊支持率下降，特朗普支持率在上升。部分媒體如 LA Times 的民調資料中特朗普支援率已經反超希拉蕊，根據 LA Times 的民調資料，希拉蕊支援率 43%，低於特朗普支援率的 47%，但在其餘媒體中民調支持率仍然是希拉蕊領先。根據 RealClear Politics 網站綜合美國 6 家主流媒體的平平均的民調支持率結果，目前希拉蕊平均支持率為 47.5%，仍高於特朗普的平均支持率 45.3%。兩黨政策異同：均主張貿易保護和基建，在財政、金融監管等方面存在分歧。

風險提示。海外金融市場波動，政策調控市場超預期。

## 大市導航

### 煤炭：供給增加有限，未來盈利仍將持續好轉

1、業績環比持續改善。Q3 上市公司 81%實現盈利，扣非淨利環比+48%，期間費用率小幅下降，資產負債率並未下降，去杠杆未推進，供給側改革仍將繼續。

2、產量環比 Q2+5.6%，276 或執行不到位。重點上市公司 Q3 產量環比 Q2 增長 5.6%，而他們在 Q2 也僅僅是部分時間執行了 276 天政策，因此，276 限產政策實際在三季度或悄然放開，這也解釋了目前先進產能釋放，供給增長有限的情況。

3、煤價持續上漲，公司業績彈性大。截至 10 月底，四季度均價已達 615 元/噸（環比 Q3+27.7%）。相對三季度煤價，假設 2017 全年動力煤均價漲 200 元/噸、焦煤均價漲 300 元/噸、平均成本增加 60 元/噸的情況下，我們預計，剔除神華後，2017 行業公司煤炭業務 PE 中位數為 8 倍。

投資策略：煤炭淡季工業需求不錯，增加供給短期效果不明顯，短期煤炭仍將維持強勢格局，當然也需要關注產能增長的變化，但股票則由於漲幅大幅落後煤價，即使煤價調整，也仍應長期看好煤炭股。煤炭格局已經發生根本變化，盈利反轉格局已成，建議投資人長期佈局，建議關注：冀中能源，潞安環能，兗州煤業，陝西煤業，開灤股份，盤江股份、西山煤電，上海能源，中煤能源，中國神華，\*ST 山煤，\*ST 新集，\*ST 煤氣。

風險提示：去產能政策執行不達預期，煤炭價格下跌，供需缺口再次逆轉。

### 石油化工：非居民用氣價格或上調

據彭博報導，國內非居民用氣價格將從 11 月 20 日起上調 10-20%。為緩解冬季天然氣供需矛盾，同時也為了加快國內天然氣產業的快速發展。國內主要供氣企業（中石油、中石化）計畫將工業和商業用戶的天然氣價格上調 10-20%，以避免冬季高峰期出現供應緊張。

非居民用氣價格實行基準門站價格管理，有上下浮動空間。根據 2015 年 11 月《國家發展改革委關於降低非居民用天然氣門站價格並進一步推進價格市場化改革的通知》，將非居民用氣由最高門站價格管理改為基準門站價格管理。降低後的最高門站價格水準作為基準門站價格，供需雙方可以基準門站價格為基礎，在上浮 20%、下浮不限的範圍內協商確定具體門站價格。方案實施時門站價格暫不上浮，自 2016 年 11 月 20 日起允許上浮。根據這一政策，我們預計今年 11 月 20 日，國內非居民用氣價格上調的可能性較大，上調幅度在 10-20%左右。

2016 年以來天然氣需求快速恢復。自 2015 年 11 月國內非居民用氣價格下調 0.7 元/立方米後，國內天然氣需求得以快速提升。根據國家發改委資料，今年前 8 個月我國天然氣消費量 1277 億方，同比增長 7.5%；而去年同期增速僅 2.6%。

調價不會影響天然氣需求復蘇趨勢。我們認為此次氣價調整表明國內氣價市場化改革的進一步實施。供氣企業可以根據市場供需情況在政策允許範圍內調整氣價。此次氣價上調是為應對冬季用氣高峰、緩解供應壓力，而從天然氣需求來看，自年初以來一直呈現較快增長。作為清潔能源，天然氣應是鼓勵發展的能源品種，因

而冬季氣價上調不會影響天然氣快速增長的長期趨勢，而且根據 2015 年 11 月的天然氣政策，氣價不僅可以上浮，也可以下調。

氣價上調的投資機會分析。（1）天然氣開採企業直接受益。目前國內天然氣生產商主要是中國石油、中國石化、廣匯能源等。其中中國石油是國內主要天然氣供應商，2015 年天然氣產量 887 億方，約占國內天然氣總產量的 70%；中國石化 2015 年天然氣產量 208 億方約占國內天然氣總產量的 17%。（2）煤頭尿素企業間接受益。目前國內尿素生產主要工藝為煤頭、氣頭，其中氣頭尿素企業雖然產量在萎縮，但仍佔有一定比重。此次氣價上調，將使氣頭尿素企業生產壓力加大，佔有市場主要份額的煤頭尿素將發揮成本優勢，相關公司包括華魯恒升、魯西化工、湖北宜化等。（3）擁有 LNG 接收站的企業。國內氣價上調，使得國內外氣價價差擴大，LNG 接收站企業將獲得不錯的價差收益。目前中天能源、新奧股份、廣匯能源的 LNG 接收站正在建設中，如果國內外價差維持，隨著 LNG 接收站項目建成，將獲得不錯收益。

投資建議。我們建議關注華魯恒升、中天能源、魯西化工等公司。（1）華魯恒升，優質煤化工公司，依託低成本優勢，拓展煤化工產業鏈；（2）魯西化工，綜合性化工生產企業，多產業佈局穩健發展；（3）中天能源，並購加拿大油氣田區塊，國內天然氣分銷終端擴張，業績有望快速增長。

風險提示。天然氣價格波動、需求下降。

### **建築：建議在板塊上主要以國際工程及基建為主**

大建築決定了建築行業指數表現，因為其市值占板塊比重超過 70%，並且有較強的聯動性（即多表現為同漲同跌），也正是因為這個特徵，從行業相對收益角度看，配置大建築的必要性還是比較高的。國際產能合作“十三五”規劃、十八屆六中全會等資訊在一定程度上增強了利好預期（原來預期包括國企改革、“一帶一路”、人民幣貶值、基建刺激、PPP 的競爭優勢等），大建築行情後續需要密切關注是否有新的政策預期、大盤走勢等變化。基金三季報披露完畢，基金在建築板塊的倉位達到 2.83%，創 2013 年三季度以來的最高水準，但低於 3.40%的標配比例，說明在 PPP 和大建築帶動下，市場對建築板塊的關注度出現明顯提升。當前位置，市場對建築板塊的配置分歧較大，我們建議在板塊上主要以國際工程及基建為主，從主題角度主要以人民幣貶值、PPP 和國企改革為主，注重個股選擇。

風險提示：系統性風險等。

### **房地產：9 月房價環比漲幅達高峰，10 月周銷量動力或為房價降溫**

百城住宅價格環比過去 12 個月不斷攀升。從剛剛更新的百城住宅價格環比資料上看，過去 12 個月以來（2015 年 9 月到 2016 年 9 月），百城住宅價格環比指數不斷攀升，從 2015 年 9 月環比增長 0.28%一路攀升至 2016 年 9 月 2.83%，年複合增長率為 16.63%。

2016 年 2 月之後二線城市爆發。一線城市房價環比增長率比二線城市和三線城市都高，2015 年 9 月時環比增長率為 1.06%，2016 年 9 月時環比增長率為 2.65%。二線城市起點較低，2015 年 9 月時環比增長率為 0.17%，2016 年時環比增長率與一線城市一致。二線城市從 2016 年 2 月開始房價漲幅發力，直追一線城市環比增長率。

上漲城市數量增加，下降城市數量減少。從 2015 年 9 月到 2016 年 9 月，百城房價上漲城市數量從 59 個上升為 81 個，而房價下降城市從 41 個下降為 18 個。在過去 12 個月期間，房價上漲的城市數量在不斷增加。

商品房銷量節後恢復動力明顯不足，但仍然位於前五年周成交量高位。由於房價資訊基本上都是月度更新，目前市場上可得資料為 9 月商品房成交價格，所以暫時無法直觀看到國慶期間樓市政策對房價的直接影響。房價下行通常滯後於銷量一直兩個季度，我們可以先觀察周成交量指標。從全國 30 大中城市商品房成交量來看，10 月周成交量大約為 7-8 月銷售淡季時周成交量的 1.2-1.4 倍。但是 2016 年國慶之後 10 月後三周的周成交量基本和 7-8 月周成交量持平。三十大中城市資料中基本包括了所有 2016 年國慶期間出臺樓市政策的 22 個城市。從銷量上看，樓市政策起到了一定作用，國慶後房地產銷量回暖動力明顯不足。但是今年周成交量整體呈高位，7-8 月淡季周以及 10 月後三周成交量達到了 500 萬平方米，2016 年 9 月最後兩周周成交量更是達到了 700 萬平方米。相比之下，2010 年和 2011 在國慶後銷量高峰期周成交量在 200-300 萬平方米左右，2012 年和 2013 年在 300-400 萬平方米左右，2014 年和 2015 年在 400-500 萬平方米左右。和歷史相比，2016 年 10 月後三個月的周成交量仍然處於高位。但是銷量回溫動力不足明顯，房價上漲勢頭或降溫。

風險提示：系統性風險等。

### 食品：進口仍是抑制國內奶價的重要因素

國內原奶價小幅回升，國際價格普遍環比上漲。10 月 26 日主產區生鮮乳價格 3.44 元/kg，10 月生鮮乳均價 3.45 元/kg，環比上升 0.22%。9 月國內主要原料奶產區價格環比下跌 0.01%。華北、西北地方漲幅較大，分別環比上漲 2.56%、0.92%，華中、東北地區分別下跌 2.07%、1.25%。國際上，11 月 1 日，恒天然全脂奶粉拍賣均價 3317 美元/噸，環比增 20.18%；8 月份，美國 A 級脫脂奶粉均價 1864 美元/噸，環比下跌 2.13%。8 月 20 日-9 月 4 日，大洋洲脫脂奶粉均價 2100 美元/噸，環比增 5.0%，全脂奶粉均價 2750 美元/噸，環比增 3.29%；同期，歐盟脫脂奶粉均價 2100 美元/噸，環比增 1.82%，全脂奶粉均價 2725 美元/噸，環比增 1.87%。

國內乳品進口量升價減，國際奶粉出口同比減少。國內原奶供給方面，8 月種牛進口量同比減 27.66%。進口方面，1-8 月工業奶粉共進口 48.04 萬噸，同比增 14.2%；嬰幼兒配方奶粉進口 13.4 萬噸，同比增 32.3%；液態奶共進口 43.64 萬噸，同比增 65%。2016 年 1-7 月，主要乳製品出口國共出口奶粉 227.12 萬噸，同比減少 3.7%。飼料原料價格方面，8 月份國內玉米價格環比下降 1.4%，同期，豆粕價格環比下降 2.5%；8 月份苜蓿草進口量環比上升 11.92%，同期，燕麥乾草進口量環比上漲 29.22%。

乳製品產量快速增長，主要產品價格相對穩定。9 月，國內乳製品產量同比上升 6.12%；3Q16 乳製品 7 家上市公司共實現收入 685.39 億元，同比降 6.50%；歸母淨利潤 47.82 億元，同比增長 23.15%。10 月 28 日，優酪乳零售價 14.00 元/公斤，同比增 1.01%，環比降 0.14%；牛奶 11.24 元/公斤，同比增 1.44%，環比持平。主要奶產品價格相對穩定。

投資建議：上游勿喜，中游勿悲。1H17 之前國內奶價維持低位利好行業毛利率全年維持高水準，產品結構升級對毛利率的拉動作用仍將持續。原奶價格大幅波動、下游需求不足以及行業近兩年競爭激烈推動市場集中度持續提升，有利於後期行業銷售費用率降低。乳製品行業告別高增長後，內部分化逐漸凸顯。擁有全產業鏈競爭優勢和全球資源整合能力的龍頭企業未來增長趨勢更為明確，重點推薦伊利股份：1) 增發 90 億元用於收購中國聖牧 37% 股權及建設高附加值乳品項目，有利於公司建立在有機奶市場的絕對優勢地位並獲得上游優質奶源，同時也有利於公司擴大市占率；2) 四季度國內外宏觀環境複雜，市場風格偏向穩健，低估

值白馬龍頭值得重視。與白酒龍頭相比，公司當前股價對應 16 年 PE 僅 18 倍，從長期成長性角度判斷未來仍有估值修復預期；3) 公司 15 年銷售費用超 130 億元，歸母淨利潤 46 億元，未來如果行業競爭環境改善，公司利潤端彈性大確定性強。

風險提示：系統性風險等。

## 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。