

2016年11月21日

銷售部 - 投資策略

宏觀

需求降溫通脹仍高，貨幣政策短期難松——11月宏觀月報

海外經濟：加息即將到來，美元指數新高。上週四美聯儲主席耶倫在國會聽證會上稱，經濟取得進一步進展，總統大選不改加息進程，加息或相對快的到來；任期結束前不會辭職。資料顯示12月加息概率高達95.4%，而美元指數上周也觸及03年以來的新高101.3。

國內經濟：經濟繼續降溫，通脹預期仍高，貨幣政策難松

經濟短期企穩，需求趨勢不佳。10月經濟短期企穩。從生產看，工業增加值同比增速較9月持平為6.1%，雖然發電量增速因低基數繼續走高，但粗鋼、水泥、有色金屬等工業品產量增速均較9月持平。而從需求看，出口雖因低基數而降幅收窄，但下滑趨勢難阻；內需中消費增速明顯下滑，尤其汽車銷量增速終現回落；投資中製造業小幅回落，基建因財政支出乏力而繼續下滑，僅地產一枝獨秀，但回升持續性存疑。11月以來，地產需求繼續走弱，中旬30城銷量同比創15年以來新低至-33%，前兩周汽車銷量前高後低，終端需求繼續降溫；而上、中旬發電耗煤增速依次降至9.5%和8.2%，指向工業生產明顯減速。綜合來看，11月工業經濟下行壓力仍大。

物價繼續反彈，通脹預期仍高。10月CPI同比反彈至2.1%，其中食品、非食品價格均繼續回升。上周菜價繼續上漲，豬價小幅回落，食品價格漲幅仍大。預測11月CPI食品價格環漲0.4%，CPI同比反彈至2.3%的年內高點。得益於煤炭鋼鐵等黑色產品價格大漲，10月PPI環比大漲0.7%，同比大漲1.2%。上周成品油價格再度下調，而前期暴漲的煤價、鋼價也見頂回落。但11月以來生產資料價格中樞大幅抬升，預測11月PPI同比升至2.4%，但12月PPI環比或現負增長。過去兩個月商品價格漲幅巨大，且去年2月份以前的PPI基數較低，因而PPI同比增速回升將持續到17年初，而考慮到PPI向CPI的傳導，這也意味著通脹在未來三個月內仍有上行壓力。

下游：地產：10月百城房價同比新高，11月中旬地產銷量跌幅擴大。乘用車：11月前兩周廠家銷量略反彈，經銷商信心指數回落。家電：10月家電音像零售增速回落，上週三大白電零售略升。紡織服裝：10月紡織服裝零售同比增速回升，指向內需改善。商貿零售：10月各口徑下零售增速均下滑，分項乏善可陳。文體娛樂：上周電影票房、觀影人次同比、環比增速再轉負。

社融信貸放緩，貨幣短期偏緊。10月新增社融總量8962億，環比減少近半，主因信貸回落、表外融資減少、企業債發行量收縮，但同比多增3370億。10月新增金融機構貸款6513億，環比季節性下降46%，但同比多增1377億。前期地產銷售火熱推動居民中長貸繼續高增，但非居民中長貸受季節性因素和地方債務置換拖累而增速大幅回落。10月M2同比微升至11.6%，儘管信貸回落、財政存款回升，但非銀存款大增，考慮到MPA監管下非銀存款增長趨緩，未來M2仍趨下行。10月M1增速回落至23.9%，仍在高位，反映實體投資

意願偏弱，資金囤積金融市場。美國 12 月加息概率大增，人民幣匯率依然承壓，加之國內通脹趨於回升，短期內貨幣政策難以放鬆，或繼續維持偏緊格局。

國內政策：國企改革加速，支援東北經濟。作為國企改革的重要組成部分，國家正在加快佈局國有資本運營公司試點。誠通、國新、五礦等多家央企正擬定相關方案並有望年前上報，而上海、山東、東北等地也出臺改革細則。國務院發佈新一輪東北振興戰略，要求全面深化國企改革，有序轉讓部分地方國企股權，加大財政支援力度，符合條件企業 IPO 給予優先支持，支持企業和金融機構赴境外融資，支持探索發行企業債新品種，擴大債券融資規模。

策略

調整漸入尾聲，出現積極變化

債市調整源於基本面和貨幣政策變化。10 月下旬以來，利率債收益率曲線大幅上移，10Y 國債和國開分別上行 25BP 和 22BP。貨幣市場方面，R007 震盪中略有下行，同業存單利率大幅上行。債市調整源於經濟短期穩定、通脹預期、人民幣貶值、貨幣政策偏緊和中美利差收窄。

貨幣政策獨立性受制約。人民幣貶值預期愈演愈烈，人民幣兌美元即期匯率已突破 6.9，12 月美聯儲加息概率大幅走高，意味著在不可能三角中，貨幣政策獨立性仍受匯率牽制，貨幣難以放鬆，維持 4 季度 7 天利率中樞在 2.5%-3% 的判斷。

出現積極變化，調整或漸入尾聲。首先，近期大宗商品期貨價格高位回落，通脹擔憂情緒將有所緩和；其次，11 月中上旬地產銷量增速依然負增，汽車銷量和發電耗煤增速均下行，經濟下行風險仍存；此外，短期人民幣貶值主因美元指數飆升，而人民幣兌貨幣籃子指數並未出現顯著下行，美元指數在 100 關口向上突破有壓力，意味著人民幣貶值壓力或有緩解。

長期仍然向好。國內債市短期調整或延續。但也應看到商品價格、經濟、匯率等發生一些積極變化，我們依然看好明年債市。短期維持 10 年國債區間 2.6-3.0%，10 年國開區間 3.0-3.4%，調整中擇機佈局明年。

步步為營

市場整體平穩，匯率貶值不必過慮。全球股市表現平穩，A 股中長期配置優勢明顯。上周美元指數大漲 2.4%，美債大跌，10 年期國債到期收益率上升 10BP，但股市相對平穩。放眼全球、國內大類資產，A 股中長期配置優勢仍明顯。全球橫向比較，A 股證券化率 61%（含海外中資股 87%），全球平均為 92%。比較各市場當前 PE 自 05 年以來百分位水準，A 股主機板為 18%、中小板為 46%、創業板為 32%，A 股估值歷史分位不高。滬港通和深港通擴寬海外資金進入 A 股管道，海外資金加大 A 股配置是必然趨勢。國內大類資產比較，過去 1 年多房價、黃金、債市均已上漲，而股指較 15 年高點仍打六折，性價比更好。過去 2 年險資舉牌潮、銀行理財資金委外已經悄然發生，11 月 17 日安邦舉牌中國建築，再次顯示以保險為代表的大金主已經在加配高分紅股票。無需過慮匯率貶值影響，跟蹤後續政策動態。當前美元兌離岸人民幣匯率已經突破 6.9 關口，人民幣貶值幅度和速度加快，投資者擔憂股市受此影響。前期報告我們多次分析過，匯率與股市之間關係是間接的，當匯率貶值引起資金面惡化推高利率，或引起貶值預期惡化影響風險偏好時，才會影響

股市。10月1日人民幣已經納入SDR成為國際貨幣，度量人民幣匯率不能單純看人民幣對美元，需要看有效匯率。未來關注12月加息的具體幅度，及議息會議聲明對未來加息節奏的展望。

年底行情博弈氛圍濃，結構重政策事件驅動。10月以來，我們一直強調年底行情有博弈因素，尤機構配置少、有政策或事件驅動的板塊容易表現。回顧過去一個半月的行情，此特徵明顯。政策驅動角度，重視國改、券商。自年中以來國改政策不斷加速推進，並加強落實，7月央企試點工作全面鋪開，8月員工持股試點意見公佈，9月28日發改委召開混改試點專題會，首次提出“混改是深化國改的重要突破”，10月國務院發文推進去杠杆與國改結合。各地方國改也在不斷推進，上海作為地方國改排頭兵，運用國資平臺、混改、資產整合等多重手段推進改革。18日深港通推介會在深交所舉行，港交所行政總裁李小加表示，深港通開通只等決策層“槍響”，券商在深港通下開展港股通業務交易的許可權有望增加，相關業務有望增長。

應對策略：戰略樂觀，步步為營。從大類資產投資回報率來看，A股前15只高股息率股的平均股息率已經高達6.2%，股票具備配置優勢，銀行理財、保險資金等做大類資產配置的資金，加配權益資產時，價值股仍是很好的選擇。建議以穩健的價值股作為底倉配置，如高端白酒、地產龍頭、汽車龍頭、建築中國際業務公司等。進攻方面選擇國改、券商、真成長。

風險提示：系統性風險。

大市導航

房地產：調控效果初顯，銷售同環比持續下降

第46週三十大中城市商品房成交面積上周繼續下降。上周30大中城市商品房成交面積367萬平方米，比前一周下降約22.1%，同比下降37.4%。

存銷比持續上漲。上周十大城市存銷比由前一周的34.04升至36.54。其中，一線城市的存銷比由前一周的28.01上升至31.23；二線城市的存銷比由前一周的38.33上升為40.03。上週一二線城市存銷比持續快速上漲趨勢。

上周北京商品住宅成交面積持續下降。上周北京商品房（住宅）成交面積18.72萬平方米，比前一周下降7.3%，同比下降8.6%。其中，期房成交面積為10.54萬平方米，比前一周下降13.9%；現房面積為8.18萬平方米，比前一周上漲2.9%。現房成交面積持續下滑而期房成交面積上周小幅上漲。截至10月31日，成交均價為3.81萬元每平方米，比9月成交均價減少了1.2%，同比上漲44%。

上周上海商品房成交量連續下滑，但住宅和商業子版塊較前一周略有增加。上周上海商品房總成交面積42.62萬平方米，比前一周下降5.6%，同比下降44.3%。其中，住宅成交面積28.07萬平方米，占總成交量66%，比前一周增加15.2%；辦公成交面積5.2萬平方米，占總成交量12%，比前一周減少超過一半；商業成交面積4.01萬平方米，占總成交面積9%，比前一周增加12.1%。二手房存量上周增量為前一周3倍。上週二手房掛牌新增出售面積315萬平方米，較前一周增量增長三倍，二手房存量增加明顯。

上周深圳商品房銷量略上漲。深圳商品房45周成交量僅為2.7萬平方米，上周升回至8.2萬平方米，比前一周增長約204.6%，同比下降89.6%。其中住宅成交面積6.76萬平方米，上周比前一周增加近三分之二；商業

地產成交面積 0.9 萬平方米，比前一周上漲近四倍；辦公面積 0.4 萬平方米。由於前一周基數太低，上周比前一周漲幅偏高，但成交的絕對數值上看，成交面積處於低位。

廣州商品房成交量上周開始下降。上周廣州商品房成交面積 26.6 萬平方米，比前一周交易面積下降 29.7%，同比去年增長 6.8%。住宅成交面積 20.29 萬平方米，比前一周上漲 10.3%；辦公成交面積 3.6 萬平方米，比前一周下降 47%；商業成交面積 1.28 萬平方米，不到前一周一半。

一線城市銷量持續下滑，成交價格在高位震盪。北上廣深自 10 月以來成交量持續下滑，但價格暫時未出現大幅下降的趨勢，各城市房價依舊在高位震盪。例如上周上海商品房成交均價 2.66 萬元每平方米，比前一周下降 9.9%，同比上漲 9.4%，基本和 9-10 月成交均價持平。深圳商品房成交均價 5.12 萬元每平方米，比前一周上漲 2.4%，同比漲幅 6.9%，房價在前一周小幅下降之後回升，依舊維持在高位。北京和廣州房價月度資料截至 10 月 31 日，動態周成交均價不可得。北京 10 月成交均價和 9 月一致。廣州 10 月成交均價較 9 月緩慢增長，增幅不超過 1%。

風險提示。行業受政策調控下行風險。

有色金屬：當需求來敲門—暨 17 年有色策略簡版

更大規模的財政政策和供給端改革深化將刺激價格繼續上行，龍頭板塊為銅，其餘子板塊輪動上行。當前金屬品種處於敏感供需平衡狀態，17 年需求回暖跡象隱隱顯現：國內基建、美國共和黨基建預期和“一帶一路”拉動周邊需求。相較供給，需求端更易推動價格遠離成本，因此對 17 年表現應更樂觀。

風險提示：政策不及預期，系統性風險。

石油化工：油價上漲是加大油氣開採力度的最大推動力

美國共和黨候選人特朗普贏得美國總統大選，使得石油、煤炭等傳統能源的關注度提升。特朗普曾表示要加快發展傳統化石能源。“石油是美國能源獨立的核心，美國政府應停止國都監管，努力加大對自身油氣資源的開採力度”。

美國是全球第二大原油生產國。2015 年，美國原油產量 5.67 億噸，占全球總產量 13%，僅次於沙特。2016 年前三季度美國原油產量 3.22 億噸，同比下降 6.4%；其中七大葉岩油區塊產量 1.78 億噸，占 55%。

我們認為，要調動石油公司生產積極性，加大開採力度，歸根結底還是要靠油價上漲。理由：（1）美國葉岩油產量已占美國原油總產量半壁江山，而且未來增量主要靠葉岩油。（2）美國葉岩油成本結構：成本在 40 美元/桶以下的葉岩油產量占 14%；成本在 40-60 美元/桶的葉岩油產量占 58%；成本在 60 以上的葉岩油產量占 28%。可見，美國大部分葉岩油產量的成本在 50 美元（或以上）。（3）稅費減免對油氣開採刺激有限。目前美國油氣開採的資源稅、開採稅等在 5-8%之間，按照 50 美元的實現價格計算，每桶的稅費 2.5-4 美元。在現有成本（50 美元/桶）和價格（45 美元/桶）下，即使全部免除開採稅等，對有公司的成本下降也有限。

(4) 只有油價上漲才是刺激石油企業增加資本投入、加大油氣開採的最大推動力。油價上漲推動油公司扭虧並實現盈利增長，再配套以減稅政策，才能最大程度的調動油公司的投資積極性。

我們對油價的看法：短期震盪、趨勢向上。我們認為年內原油價格將在 50 美元/桶附近震盪，OPEC 凍產執行情況、美國原油庫存變化、美元匯率等將是主要影響因素。對於 2017 年油價，我們認為有望逐季上漲。在經過了連續兩年（2015-16）的油氣開採資本投入下降後，全球原油產量將在 2017 年下半年開始受影響，繼而出現供給偏緊。根據國際各大投行對 2017 年各季度油價的預測，基本呈逐季抬升趨勢，四個季度原油預測均價分別為 51.5、54.1、57.1、59.5 美元/桶。

我們建議關注：油氣開採（油價從 40 美元/桶向上反彈的過程中，油公司的盈利將逐步體現出現），新潮能源、洲際油氣、中天能源、新奧股份；油氣服務（油價上漲，油公司資本支出增加，油氣服務企業訂單增長），中海油服、石化油服、通源石油；石化公司（油價上漲，下游化工業績彈性大），桐昆股份、恒逸石化、衛星石化、齊翔騰達。

風險提示。原油價格回落。

保險：長期利率上行有利保險公司經營，前期悲觀預期有望修復。

1) 前期週邊市場利率回升，近期國內長期利率亦顯著上行，保險公司投資收益提升，經營環境好轉，利差收窄預期改善；2) 個險新單維持高增長，負債成本有所下調，業務轉型持續。10 月新華個險期交增速提高：中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險前十個月個險期交預計分別增長 60%、35%、50%和 40%，維持高位，下半年個險主要銷售保障型產品（終身壽險+重疾），價值轉型明確。3) 保險股的基金配置歷史最低；基金三季報顯示，重倉股中保險股配置占比僅 0.76%，為歷史最低位，較自由流通市值占比的 2.67%顯著低配。4) 受益於股票市場同比好轉，上市保險公司利潤降幅均收窄，三季度單季利潤實現同比小幅正增長 6%，四季度業績預計持續改善。四公司合計淨盈從年中的 378 億元上升至 3 季末的 494 億元。5) 市場對於利差收窄和業績下滑風險已經充分反應，近期市場利率回暖，且放開滬港通、私募基金等投資範圍，邊際預期好轉。目前四家上市公司股價對應 PEV 僅 1 倍，具有較高安全邊際，推薦新華保險和中國太保。

風險提示：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。