

## 宏觀

### 失望之冬，希望之春——17年經濟和資本市場展望

全球貨幣短期收緊。16年8月份以來，美國年底加息概率逐漸升至90%以上，這意味著12月美聯儲大概率會啟動本輪第二次加息。與此同時，美國10年國債利率上升90bp達2.4%，歐洲和日本長期國債利率也在走高，全球主要發達經濟體的貨幣政策都出現了收緊的拐點。隨著近期美元走強，人民幣匯率貶至新低，資金流出壓力加大。中國央行進行鎖短放長的操作，抬升資金成本，貨幣政策短期呈現收緊的態勢。

從穩增長到防風險。年初制定的16年GDP增速目標區間為6.5%-7%，但是1季度的GDP增速就已降至6.7%，因而在上半年的政策核心目標是穩增長。融資放量推動3月以來工業經濟企穩，而供給收縮導致今年從農產品到工業品領域都出現明顯漲價，經濟呈現短期滯脹。根據美林投資時鐘，商品往往在滯脹期表現出色。3季度中國成功地穩住了增長，但代價是各種價格飛漲，房價飆升且通脹顯著反彈，目前防風險成為首要任務。

地產泡沫不可持續。從人口結構看，2011年勞動力人口數量已經見頂，13年住宅新開工套數見頂。16年火爆地產銷售是徹頭徹尾的金融現象，源于居民拼命加杠杆買房。購房杠杆率超過50%，已經超過美國07年峰值。而全年新增房貸或超過新增GDP，房貸杠杆或已達極限。從歷史資料看，真正與房價高度相關的不是利率，而是廣義貨幣M2。本輪M2增速只有11%，已經不足以支撐全國房價上漲。而去年金融監管放鬆導致北上廣增加的流動性已經耗盡，加上10月出臺史上最嚴的調控政策，房地產或已見頂。

寬鬆重來改革轉型。我們堅信從16年4季度開始，當經濟階段性企穩之後，面對匯率巨大的貶值壓力，中國房地產行業已經完成了歷史使命，未來將逐漸淡出歷史舞臺，而國企改革和經濟轉型有望成為17年的主旋律。而隨著物價的再度回落，資產配置也應由實物資產轉向金融資產。一方面，經過4季度的調整之後，我們對17年的債市繼續看好，同時看好類債券的高股息資產；另一方面，我們看好所有提高效率的資產，包括改革、服務和創新等方向。17年可能是地產以及相關產業的冬天，但有希望是改革和轉型的春天。

## 策略

### 產權保護意見出台，國改再進一步

11月27日，新華社報導中共中央、國務院發佈《關於完善產權保護制度依法保護產權的意見》。意義提出產權制度是社會主義市場經濟的基石，要求深化國企和國資監管體制改革，推動實現國企股權多元化和公司治理現代化。

今年中國改開始加速推進，標誌性事件如 7 月國改試點全面鋪開，9 月發改委召開國企混改試點專題會，11 月完善產權保護制度意見出臺。央企層面，中國聯通混改方案正在討論；地方層面，上海華鑫股份已復牌，三愛富、\*ST 中企等未來復牌將激發市場熱度，遼寧近期集中出讓 7 家國企 20% 股權，全面推進混改。

構建央企與地方“8+12”兩類國改組合。央企如中國聯通、中糧屯河等，地方國改重視上海、廣東等，如隧道股份、海立股份等。

風險提示：國企改革不達預期。

## 大市導航

### 房地產：上海擴大調控：加大需求抑制，難改中期供給短缺

走在需求抑制的老路上。1) 上調首套首付至 35%；2) 認房又認貸，已擁有 1 套住房的、或在本市無住房但有住房貸款記錄的，購買普通自住房，首付比例不低於 50%；3) 購買非普通自住房，首付比例不低於 70%。

難解決中長期供給不足問題。政策短期會對交易量、房價構成衝擊，但我們不認為限購和提高金融門檻能從本質上解決供給不足。實質經濟意義等於平移需求，效果類似糧票。

不排除其他城市繼續加碼調控，我們預計 17 年 1H 新開工負增長，投資 2H 回落。考慮政府調控意圖明顯，未能看到明確效果前難放鬆。真實影響將對 17 年行業投資產生負面衝擊。

定價權改變造成地產股未必走弱。考慮保險和產業資本邏輯在於藍籌集中度提升和持續分紅能力。需求抑制型調控最終結果是強者恒強，藍籌優勢繼續加大。繼續看好雙硬資產——高分紅是“硬道理”，高折價是“硬資產”。

風險提示：政策調控風險。

### 農業：11 月 28 日食糖早盤期價漲停點評

11 月 28 日早盤，食糖 1701、1705、1709 三個品種紛紛觸及 4% 漲停線，其中 1701 合約站上 7200 元。

10 月食糖進口大幅低於預期。10 月中國食糖進口 10.5 萬噸，較去年同期減少 25 萬噸，大幅低於市場預期。2016 年 1-10 月中國累計進口 272.5 萬噸食糖，同比減少 136.9 萬噸，降幅達 33.4%。當前國際原糖價格仍處於高位，受人民幣貶值影響，食糖進口利潤進一步收窄。我們預計 2016 全年食糖進口量為 320 萬噸，考慮到 15/16 榨季 870 萬噸產量，供需缺口明顯。

進口關稅上調預期明確，糖價上行再添動力。商務部於 9 月 22 日啟動食糖行業貿易救濟調查，預計 17 年 3 月 22 日前完成，食糖進口關稅有較大概率上調。以當前原糖 20 美分/磅計算，關稅每上漲 10%，進口精煉完稅成本至少增加 400 元/噸。若配額外關稅由 50% 上調至 75%，進口成本或將突破 7600 元/噸。

重點關注南寧糖業、中糧屯河。南寧糖業是制糖業務最單純的 A 股上市標的，旗下並購基金近期收購英糖在廣西境內的 4 家糖廠，未來這部分資產也存在注入上市公司預期，注入完成後可實現整體食糖產量翻番。中糧屯河近期動作頻頻，對外整合糖業資產，對內推出股權激勵方案。若 2017 年糖價上漲利潤將迎來爆發，未來集團海外糖廠注入和冗餘資產剝離預期強烈，業績釋放更有保證。

風險提示：糖價下跌風險。

## 交通運輸：11 月 28 日港口板塊大漲點評

11 月 28 日港口板塊大漲，深赤灣 A 漲停，另外鹽田港、珠海港和北部港灣等深港通標的漲幅均靠前，帶動港口整個板塊行情。目前港口估值較低，盈利穩健，深港通正式落地後將對板塊有積極的刺激作用。

推薦天津港，目前 PE 僅 13 倍，PB 僅 1.1 倍，估值具有絕對的安全邊際，同時下半年輸送量超預期，將有力提振主營業績，承諾解決同業競爭問題視窗期臨近，建議積極佈局。

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。