

宏觀

理想和現實有多遠？——全球再通脹的邏輯及可行性分析

特朗普當選美國總統後，市場一夜之間變了，通脹預期迅速升溫，國債收益率大幅飆升，大家仿佛相信再通脹只有“一步之遙”。那麼本輪再通脹的邏輯是什麼？全球政策焦點由貨幣轉向財政，真的就能刺激通脹反彈嗎？本專題從美、歐、日三大經濟體出發加以分析。

美國：通脹預期狂熱，執行難上加難。特朗普勝出後，美國長債收益率在短短 10 個交易日內就陡升 48BP，股市、商品走高。如果特朗普的政策都能夠執行，確實會對短期通脹起到提升作用。但特朗普上任後要實施財政刺激，首先要解決債務上限的問題。而且長期來看，貿易保護、移民政策如果執行，可能會導致經濟效率的下降，對通脹反而構成拖累。所以未來實施效果或並不能如當前市場反應的那麼樂觀。

歐元區：不穩定性漸增，財政有心無力。16 年下半年以來，油價回升帶動歐元區通脹邊際改善，但當前依然處於低位。歐盟政治不穩定將拖累經濟復蘇和通脹回升。貨幣寬鬆對歐洲的刺激作用非常有限，而負利率使銀行業經營雪上加霜，歐洲財政刺激受到的限制也非常多。歐元區政府債務率已高達 92%，其中希臘 176%，義大利 135%，葡萄牙、西班牙均在 100% 以上。

日本：持續通縮困境，貨幣財政均乏力。上世紀日本泡沫經濟後，企業和居民資產負債表衰退，銀行業遭受重創，泡沫“後遺症”持續。同時日本 15-64 歲人口占比從高點時的 70% 下降至當前的 60%，也拖累長期經濟增長。13 年推出 QQE 後，日本的基礎貨幣增加了 2 倍，但其中 86% 被商業銀行再度存回了央行帳戶，日本已經長期陷入了流動性陷阱，貨幣刺激是沒有效果的。而日本政府的債務率在主要經濟體中已是最高水準，財政空間已非常有限。

中國：商品價格尋頂，物價短升長降。本輪經濟短期回穩主要體現為庫存週期，目前下游地產、乘用車、家電的庫存均回升，上游的煤炭庫存也出現回補。如果地產銷售、發電增速等繼續下滑，未來或將較快轉為被動補庫存。綜合來看，庫存週期已經接近尾聲，商品供需逐漸逆轉，也意味著商品價格接近頂部。我們認為當前的滯脹是短期現象，通脹上行已經處於中後期，在 17 年 1 季度通脹會見頂，之後通脹會重新回落。

固定收益

調整繼續，空間有限——海通債市一致預期調查第 31 期結果分析

資金利率預期偏悲觀。11 月資金面持續偏緊，貨幣市場利率中樞上行明顯，調查結果顯示，投資者預期資金利率仍將在高位：45% 的受訪者認為 R001 中樞將在 2.4%-2.6% 波動，接近 37% 的受訪者認為會在 2.2%-2.4%；43% 的受訪者認為 R007 會在 2.8%-3.0%；還有 37% 的人認為會在 3.0% 以上。

貨幣政策偏緊原因：貶值與金融去杠杆壓力。對於央行近期維持偏緊貨幣政策的原因，分別有約四分之三的人認為是由於“匯率貶值壓力”和“金融去杠杆”，認為由於“抑制資產泡沫”的人占 58%，而認為是受到“美國加息壓力”與“通脹反彈壓力”制約的人相對較少。

利率債：整體仍較悲觀，預期存在分歧。11 月利率債調整加大，當前投資者對國債利率走勢的看法分歧較大，認為會繼續上行和小幅回落的投資者占比均較高；此外，投資者認為國開債仍有調整風險。1) 十年國債：預期分歧較大。目前 10 年期國債利率在 3% 左右，市場預期其利率在 2.8%-3.0% 波動的受訪者占比 48%；認為會在 3.0%-3.2% 波動的受訪者占到 43%。2) 十年國開：仍有上行風險。認為未來國開債收益率將維持在 3.2%-3.4% 波動的受訪者占比 48%，認為未來會上行至 3.4%-3.6% 的受訪者占比為 40%。

債市調整幅度：十年國債難破 3.2%。對於本輪調整中 10 年期國債的高點，認為能調整到 3.1% 的人占比最高，達到 45%，認為會調整到 3.2% 以上的只占 13%。有 37% 的人較為樂觀，認為調整到 3.0%，即目前已基本調整到位。整體來看，大部分人認為目前債市調整空間已經較為有限。

城投債：收益率抬升，預期偏悲觀。有 47% 的投資者認為未來 5 年 AA+ 城投債收益率會在 3.6%-3.8% 之間震盪；認為收益率會在 3.8% 以上的投資者占比達到 38%，可見投資者對於城投債預期仍較悲觀。

短融：情緒逐漸緩和，預期較為謹慎。AAA 短融利率在 3.34% 左右，較上期大幅上行。經過大幅調整後，投資者的情緒稍有緩和，但預期仍較謹慎。有 40% 的受訪者認為 1 年期 AAA 短融收益率將上行至 3.4%-3.6% 區間；有 40% 的投資者認為會在 3.2%-3.4% 震盪；還有 13% 的受訪者認為會回落至 3.0%-3.2%。

信用利差：警惕低等級利差走擴風險。近期利率債調整帶動信用債利差走擴，投資者認為未來信用債仍存調整壓力，低等級利差走擴是一致性預期，高等級利差走擴擔憂增加。具體來看，有 40% 的投資者認為“高低等級均走擴”，較上期增加了 5%；有 40% 的投資者認為會“高等級壓縮，低等級走擴，評級間利差擴大”。

最優組合久期：市場調整下久期縮短。本期調查時，我們統計的最優組合久期加權均值為 2.29 年，較上期繼續回落。選擇短久期的受訪者占比較上期大幅增加，有 47% 的受訪者選擇 2-3 年為最佳久期，32% 的受訪者選擇 1 年及以下為最佳久期。

未來債市最大風險點：資金面偏緊。近期資金面持續偏緊引發債市大幅調整，目前投資者對資金面的擔憂上升至最為擔心的風險點，對貨幣政策邊際收緊的擔憂位居第二，此外，對監管政策的擔憂仍在高位。而對經濟增長、股市走強等擔憂程度較弱。

大類資產配置：股市繼續看好，債市持續悲觀。投資者對股票等權益資產看好程度持續增加，對債券看好程度持續降低，黃金和大宗遇冷。股票等權益類資產依舊是投資者最看好的資產，看好者占比從上期的 56% 大幅提高到 85%；貨基等現金類資產和外匯資產也仍然看好。而債券看好程度持續下降，從上期的 15% 降到 10%；黃金和大宗商品遇冷，看好程度分別占比 8% 和 12%，較上期大幅降低 22% 和 15%。

債券配置：可轉債受青睞，城投債遇冷。與債市投資者看好股市相一致，可轉債和交換債成為投資最看好的債券品種。利率債和交換債看好者占比並列最高，低等級信用債、分級基金看好程度仍低。而受到財政部近期連續發文重申規範地方政府債務、信用債市場較為悲觀等因素影響，城投債成為投資者相對最不看好的債券品種。

期權

期權：PUT-CALL 比率小幅回升，IVIX 指數維持低位

近期 50ETF 期權成交活躍程度較前期出現了十分明顯的上升。PUT-CALL 比率隨 50ETF 在周內的先升後降而小幅回升。根據歷史經驗，PUT-CALL 比率的回升往往表示著投資者樂觀情緒的減弱，市場可能有一定的下行壓力。從當前的 PUT-CALL 比率來看，雖然該指標依舊處於樂觀區域但是已經接近閾值線。此外，中國波指（IVIX 指數）較前期有所回升，但是依舊歷史低位。若將該指數看作是投資者恐慌性指數，那麼可以認為 50ETF 期權投資者情緒依舊較為穩定。若將 IVIX 指數看作是投資者對於標的資產未來波動的預期，那麼 IVIX 指數近期的走勢表明投資者預期市場短期內依舊會處於窄幅震盪的行情中。

風險提示：市場系統性風險。

大市導航

銀行：看好年底銀行行情，推薦華夏銀行+中信銀行

第一，行業上行的大邏輯沒有變化。經濟資料趨穩，行業基本面底部，負面風險持續出清，行業 17 年估值 PB0.88X 仍有上行空間。我們認為行業基本面趨勢決定方向，市場階段性理解決定節奏。近期經濟資料持續趨穩，債轉股逐步落地，市場會過剩產能去化擔憂減弱。目前行業/大行/股份行/城商 17 年 PB0.88X/0.73X/0.86X/1.21X，股價歷史高位，估值仍是歷史較低水準，而行業趨近底部，經濟預期持續改善，基本面支撐行業持續上行，估值仍有上行空間。

第二，資金面上看，資金風險偏好趨降，部分機構從以往銀行股的短線參與者轉為中線持有者，而新股發行為行業帶來持續資金支撐，近期新股加速更有利於銀行股投資資金面。

第三，上周我們提到隨著部分銀行接近歷史高位，國家隊可能賣出，本周調整確實來自國家隊，本次市場預期較為充分，我們認為影響可能弱於前次，國家隊操作改變節奏不改變方向和空間。

第四，舉牌受阻無礙銀行上行。市場擔憂舉牌叫停，銀行不會受到影響，因為早前上市 16 家銀行市場籌碼已經非常集中，除北京外，其他銀行籌碼集中度已經很高，舉牌可能性較小，新上市銀行中主要農商行較為分散，解禁後有舉牌可能。未來銀行更突顯為基本面價值，而非籌碼價值。

標的：推薦低估值+基本面改善：華夏銀行+中信銀行，長期關注招商銀行、北京銀行、寧波銀行、興業銀行。

風險提示：資產品質惡化和監管政策變動。

電子設備與儀器：迎接電子產業結構升級大時代

從產業歷史看中國大陸電子產業的崛起。2007 年之後的智慧手機時代，大陸經歷了與臺灣相似的發展歷程，尤其是 2010 年後，大陸廠商利用人口紅利、工程師紅利主動擠進國際客戶供應鏈，率先從觸控、結構件、天線、馬達、玻璃、聲學器件等技術壁壘相對低的元件突破，不斷向包括晶片在內的複雜的零元件、模組、系統能力拓展，當前已基本培育出完善的智慧手機製造產業鏈並擁有華為等國際一線品牌，佔據全球智慧手機品牌機的半壁江山。與臺灣在 PC、功能機時代一樣，大陸在智慧機時代初步實現了“突圍”。

消費電子明年重點看 iPhone 的創新與國產手機的崛起。國內企業有望在蘋果產業鏈發揮越來越重要的作用，從零元件、模組到系統，國內切進的企業越來越多、分的蛋糕越來越大。蘋果下一代產品 iPhone8（暫定名）可能將是蘋果創新集大成者，極有可能大賣，有望給國內企業提供更大的機會，我們建議重點關注 iPhone8 供應鏈新進入者及銷量受益廠商。另外，國內手機品牌強勢崛起成為近年消費電子行業的一道靚麗風景，以 Oppo/Vivo、華為、小米為代表的國產手機牢牢佔據全球手機出貨量一線陣營且後續增長勢頭迅猛。我們認為供應鏈基礎與市場優勢是國內手機實現逆襲的基礎，國產手機高端化升級與銷量增長將繼續給國內產業鏈帶來巨大機會。建議重點關注明年手機較為確定的創新方向：指紋識別、無線充電、OLED、雙面玻璃等產業鏈機會。

汽車電子——電子行業下一個皇冠。長期看，汽車智慧化、網路化、電子化程度提升是發展趨勢，且汽車單位價值量遠高於手機，市場前景比手機更為可觀，智慧手機造就了電子行業上一個黃金十年，汽車電子將是電子行業下一個十年的核心驅動力。短期看，科技巨頭都在加緊佈局、搶佔地盤，明年 model 3 量產、互聯網巨頭和傳統車廠不斷推出新車型，都是行業重要的催化劑。汽車電子產業鏈無論長期還是短期均應給予足夠的重視度。

積體電路——晶片國產化趨勢下的投資機會。晶片國產化對於國內積體電路產業發展以及國家資訊安全有重要意義，國家、地方政府有充沛動力去推進晶片國產化進程。我們看好積體電路兩大機遇：（1）國家、地方大規模投資發展積體電路帶來的產業鏈配套機會；（2）行業產業整合機會。

佈局未來：人工智慧與物聯網。隨著 2013 年深度學習演算法取得關鍵突破，AI 時代已逐漸開啟。晶片作為 AI 的基礎，將充分受益 AI 的興起。物聯網是繼電腦、互聯網之後世界資訊產業發展的第三次浪潮，中國物聯網研究發展中心預計到 2020 年國內物聯網產業規模將達到 2 萬億、未來 5 年複合增速為 22%。感測器和 MCU 等作為物聯網的硬體基礎，勢必會受益物聯網大潮的爆發。

上市公司分析。我們給予電子行業“增持”投資評級，消費電子產業鏈建議關注歐菲光、歌爾股份、長盈精密、立訊精密、信維通信、超聲電子等，汽車電子產業鏈建議關注滬電股份、蘇奧傳感、長信科技等，半導體產業鏈建議關注七星電子、上海新陽、大港股份等，人工智慧與物聯網建議關注東軟載波等。

風險提示。智慧手機創新力度不足，汽車智慧化進程低於預期。

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。