

2016年12月7日

銷售部 – 投資策略

宏觀

油價有頂，通脹難飛！——減產協議對油價影響幾何？

時隔八年，又見減產。11月30日OPEC第171次會議最終達成了8年來的首次減產協議。17年1月開始將OPEC產量目標定為3250萬桶/日，減產約120萬桶/日。協議將持續6個月，17年5月視情況決定是否延長。唯有伊朗被允許增產，而奈及利亞和利比亞不在給定產量配額的國家之列，兩國仍有擴產空間。

歷史上的限產：執行力度或打折扣，未必大幅推升油價。

82-85年：失敗的減產保價。82年3月OPEC首次達成減產協定。但由於非OPEC國家趁機增產，OPEC的市場份額和油價雙雙下跌。

86-04年：增產保份額中的激烈博弈。86-93年，歐佩克轉而實施增產保額的“價格戰”策略，內部博弈激烈，限產協議的執行常常大打折扣，油價也低位震盪。93-97年凍產協議期間，由於其它國家供給受限，油價溫和回升。

05年至今：從不再限產到葉岩油衝擊。05-13年，隨著中國高速增長帶來的大量需求，油價飆升，限產保價漸無必要，原油市場維持適度緊張狀態。但13年以來，葉岩油革命帶來了80年代以來第一次大規模的正向供給衝擊，OPEC再次面臨考驗。

限產未必大幅推升油價。從歷史經驗看，OPEC長期來看仍然是價格接受者，不能扭轉外部衝擊驅動的油價長期走勢。限產協議的執行通常前緊後鬆，而當成員國財政貿易狀況不佳時，反而更容易發生“越跌越產”的囚徒困境。

這次不一樣：供給有壓力，需求難支撐。

與以往最大的不同：葉岩油潛在複產，帶來供給壓力。美國原油產量占全世界比重由8%提升至近13%，其中葉岩油占比過半，成為重要的供給端因素。目前葉岩油成本趨於下降，而油價-投資-產出的傳導速度似乎越來越快。因此油價一旦超過葉岩油60美元/桶左右的盈虧平衡點，葉岩油的供給就將對油價上漲形成阻力。

各國財政狀況不佳，嚴格減產動力不足。15年以來油價暴跌，OPEC成員國的石油收入大幅縮減。沙特石油出口貿易收入15年相比14年下滑了46%，各大成員國的赤字率也在惡化，是2000年以來的最差情況。因而各成員國是否會嚴格遵守減產協議、而不偷偷增產，也需謹慎看待。

全球需求尚不強勁，也難支撐油價高漲。未來美國特朗普基建計畫的推行將是一個漸進的過程，而中國17年面臨經濟下行的壓力，油價上漲已不具備05-08年期間大規模需求的基礎支撐。且美國商業原油庫存處於4.8億桶的歷史高位，也將部分削弱減產帶來的供需緊張。

加息週期美元走強，油價上行亦難持續。作為以美元計價的大宗商品，原油價格整體趨勢上與美元是呈現反向關係。當前美國經濟處於復蘇階段，美元也已處在加息通道，美元指數突破 100 並創下近十三年的新高，因而在強勢美元的背景下，油價也難以持續上漲。

油價有頂，通脹難飛！14-15 年葉岩油大幅收縮導致上半年油價回升，但價格上漲又引發葉岩油供給迅速捲土重來。OPEC 減產雖然短期提振油價，但在全球需求增長未得到真正確認之前，油價很難突破

固定收益

債市嚴冬蟄伏，耐心等待春天——寫在國債收益率突破 3%之際

多因素引發債市調整，10 年國債再度回到 3%

11 月末，資金面持續緊張，疊加信用違約再現、銀行大額贖回、通脹反彈等因素，導致債市明顯下跌。截至 12 月 5 日，10 年期國債活躍券上行約 15-20bp、收益率重回 3%以上，10 年期國開活躍券也上行近 20BP 至 3.4%左右。國債期貨主力合約在 11 月 29 日的單日跌幅超 0.7%，創上市來最大日跌幅。

歷史上的 10 年國債回升至 3%時期

1) 05-06 年：經濟大拐點，利率上行。05 年 10 月至 06 年上半年，由於央行多次表達對當時低利率的擔憂，同時 GDP、投資、信貸資料高增，基本面較好+貨幣政策收緊，使得當時的 10 年國債利率從 2.9%左右上升至 3.2%以上。

2) 09 年：4 萬億推動經濟和利率回升。08 年次貸危機發生後，受到海外衝擊影響，我國經濟明顯下滑，政府推出 4 萬億投資專案、以托底經濟。09 年初，雖然 CPI 仍在負區間，但經濟指標開始出現回升跡象，信貸飆升引發基金等機構拋售債券，導致 10 年國債從 2.7%低位上升至 3.4%以上。

3) 16 年 4-6 月：信用事件+基本面+政策，利率調整，10 年國債收益率從 2.85%低位，一度上行至 3%左右。主要源於短期地產投資改善，商品價格回升，同時信用事件頻出，而營改增政策減弱政金債配置價值。進入 6 月後，監管層控杠杆、防風險的意圖顯現，多項因素疊加，導致國債利率回升到 3%。

13 年“錢荒”是否重來？

13 年高利率去杠杆，開啟錢荒。13 年初，我國債務高企引發了監管層的警惕，為了去杠杆，13 年 6 月央行開始收緊流動性，出現“錢荒”，當時貨幣利率一度超過 10%，10 年國債利率也上行至接近 5%。13 年 3 季度央行重啟逆回購、“放短鎖長”，大幅上調了招標利率約 100bp，推動回購利率中樞抬升至 5%以上，導致債券大幅調整，13 年債券熊市由此而來。

短期內利率中樞難以下行，但也不會像 13 年出現長時間的“錢荒”。因為 13 年高利率去杠杆並未成功，當前的房地產和金融市場，也難以承受過高的利率，利率中樞最終仍需要與基本面相匹配，面對 17 年經濟下行壓力，在貶值壓力釋放後，明年寬鬆空間仍可以期待。

短期調整陣痛，但醞釀 17 年機會

短期債市謹慎。當前工業經濟穩定，通脹存反彈風險，貨幣政策始終緊平衡，預計 4 季度 7 天回購利率中樞維持在 2.5%-3.0% 左右，債市下行受到制約，短期保持謹慎。上調 10 年國債利率區間 2.7%-3.1%，10 年國開利率區間 3.1%-3.5%，對於 10 年國債而言，3%-3.1% 使得配置價值逐步顯現。

長債利率應與基本面匹配。通過對 05 年、09 年和 13 年國債利率回到 3% 的分析，可以看出經濟增長和通脹水準最終決定利率高低。05 年我國經濟有人口紅利和城鎮化推升潛在增長，因而債市調整時間較長；但 09 年和 13 年的債市調整，由於經濟下滑壓力逐步增加，反而很快再度進入下行期。

依舊看好明年債市。17 年隨著地產銷售再次下滑，我國地產投資將下行，進而拖累經濟，我們堅信滯脹只是短期現象，貨幣緊縮後明年通脹或重新下行，待人民幣貶值壓力釋放後，利率下行空間將再度打開，我們對明年債市依舊看好，建議把握調整機會，積極佈局明年。

債市拐點或在 17 年 2 月後。資金面可能要等到明年 2 月才真正趨松，一是 12 月美國加息兌現，及明年初個人集中換匯完成後，資金流出/外占下降將改善；二是 17 年 2-3 月後，財政存款或明顯下放；三是明年 1 月春節，還面臨居民企業大量取現需求。因而資金面真正改善，可能要等到春節後的 2 月。隨著資金趨松，基本面回落，債市有望迎來拐點。

策略

險資投資股票那些事兒

核心結論：①險資持有 A 股自由流通市值 6.7%。險資中權益資產占比僅 14%，遠低於美國的 30%。資產和負債利差受窄壓力下，增配權益是趨勢。②2010 年來險資投資股市年化收益 7.1%，更偏愛大市值、低估值、高盈利能力的金融地產等藍籌股。③險資頻頻舉牌有三大原因：保費的快速增長且負債成本很高，權益法核算有益於增加公司業績，“償二代”體系下配置大盤藍籌有利於降低資本佔用、改善償付能力。

險資投資權益資產的空間大、迫切性強。（1）險資是重要的機構投資者，持有自由流通市值 6.7%，雖然險資在 A 股整體中絕對占比並不算高，但已成為機構投資者中重要的力量。（2）保險資金投資分佈中，銀行存款占 18%，債券占 34%，股票和基金占 14%，其他 34%，股票占比並不高，遠低於保監會要求的 30% 權益投資比例上限（藍籌股投資比例上限可進一步提高至 40%）。而美國壽險產品中股票投資比例近十幾年一直穩定在 30% 左右。低利率背景下，由於險資主要配置固收類產品，資產端收益率下行非常迅速，這倒逼了險資加大股票資產的配置比例，尤其是低估值高分紅的大盤藍籌股。

以史為鑒，險資偏愛藍籌股。（1）歷史資料顯示，保險更偏愛金融地產等藍籌股。險資作為中長期的價值投資者，偏好金融地產等藍籌股，根據上市公司三季報資料顯示，其重倉股持有市值排名前三的行業分別為銀行、房地產、非銀金融，占比分別為 52.8%、12.5%、6.9%。（2）持股偏好：大市值、低估值、高盈利能力。首先，險資偏好大市值公司，100 億以上公司占比 52.4%，全部 A 股中 100 億以上公司占 39%，且險資持股市值中值為 105 億，高於全部 A 股的 80 億。此外，險資也偏好低估值公司，持股 PE 在 30 以下的占比 28.6%，而全部 A 股中 30 倍 PE 以下公司占比僅 15.6%，PE 中位數分別為 52、77。另外險資偏好持有高盈利能力的公司，險資持有 ROE10% 以上公司占比 46.6%，高於全部 A 股的 36.8%。

險資為何頻頻舉牌？（1）險資舉牌多為低估值、高分紅、股權分散的股票。（2）險資頻頻舉牌上市公司主要有以下原因：保費的快速增長及高負債成本要求險資加大藍籌配置比例，權益法核算有益於增加保險公司業績，“償二代”體系下配置大盤藍籌有利於降低資本佔用、改善償付能力。

風險提示：監管調控力度超預期。

大市導航

汽車與零配件：強國之路，自主崛起

1、定調 2017 年：高位之後的消費慣性。考慮三年消費週期規律、及汽車普及不足+消費升級的需求核心，我們預計 2017 年大概率“消費強、投資弱”。

2、整車機遇：消費升級+自主崛起。受益消費升級趨勢強勁，市場需求由“SUV”轉向“電子化”，自主崛起貼近市場、差距縮小，有望崛起。

3、零部件崛起：電動化、智能化、本土化。

風險提示：系統性風險；汽車行業景氣度波動；購路稅優惠政策是否延續的不確定性等。

資訊設備：12 月觀點：在平穩中尋找個股收益

一方面，目前大部分機構對電腦板塊的持倉在標配或低配，同時行業整體市盈率（歷史 TTM，整體法）約為 50 倍，而明年的估值水準則在 10 年平均水準之下，在基礎基礎 IT 雲計算、資訊安全、大資料、金融資訊化等細分領域高增長的背景下，板塊整體下行空間有限。

另一方面，電腦大規模解禁在今年 12 月和明年 1 月，12 月解禁並不意味著馬上賣，或許會移到明年初。市場也已經對這幾個月的解禁已經有所預期。所以我們判斷電腦 12 月的表現整體平穩。

從低估值、高轉送角度選股

目前的策略建議逢低佈局，尋找個股收益，國家科技創新帶動經濟增長背景下，一些對應明年估值 30 倍左右，所屬細分行業高景氣高增長，同時有一定卡位優勢的標的，可以逐漸開始配置起來。如果有適當催化，則彈性是不錯的。

比如互聯網金融，我們判斷政策底已現，場外配資出發的落地標誌著短期利空已經出盡，以同花順為代表的互聯網金融龍頭，其之前“禁買”的“解禁”有望帶動板塊行情；又比如我們在週報《電腦行業的險資入股剖析》中指出，隨著中國科技產業的快速成長，科技股也逐漸受到保險資金的關注，其更看重戰略協同以及所處行業的巨大空間。

建議關注的方向：

(1) IT 安全：行業整體增速在 25%以上，而明年政策催化將更為明顯，下游如電信、軍隊等行業安全需求及對 IT 安全投入將持續增長。此外，新 IT 趨勢下，雲安全、及時、智慧化相應服務、以及工控安全等新領域的安全需求也將越來越強。目前整體板塊對應 17 年估值約 30 倍出頭，估值處於歷史低位，看好綠盟科技、啟明星辰等龍頭企業。

(2) 人工智慧：IT 投資浪潮逐漸離開移動互聯網時代，邁入人工智慧時代，且會比之前更具顛覆性。此外，人工智慧的基礎已經充實，資訊基礎雲化使得相應速度更快，累積的大資料成為分析基礎，以及深度學習演算法革新帶來的判斷決策等等。看好 GPU、生物識別以及行業應用，關注遠方光電、景嘉微等。

(3) 金融科技：金融科技是彈性最好的板塊，互聯網金融政策底已經出現，從專項整治到嚴格的資訊披露、負面清單，政策的監管已經最嚴，而明年預計政策有望趨暖。未來行業規範化下的機會一是資產端的創新，如消費貸、中小企業信貸等發展趨勢向好，二是金融產品結合新 IT 技術的業務拓展，如區塊鏈、生物識別技術應用等。建議關注贏時勝、奧馬電器、二三四五、同花順、恒生電子等。

電腦 12 月組合：新開普、贏時勝、奧馬電器、同花順、二三四五、東方通、東軟集團。

風險提示：相關落地低於預期，系統性風險。

食品：國際奶價持續上漲，國內依然低位徘徊

受紐西蘭地震影響恒天然拍賣全部產品價格上漲，脫脂奶粉漲幅最大。11 月 15 日全球乳製品第 176 次拍賣中全脂奶粉價格 3423 美元/噸，較前次拍賣價上漲 3.2%；脫脂奶粉漲幅最大，均價為 2562 美元/噸，上漲 9.8%；無水脂肪均價為 5348 美元/噸，上漲 4.4%；黃油均價 4193 美元/噸，上漲 1.1%；乳酪 3697 美元/噸，上漲 11.0%。

大洋洲奶粉價格同比上升。2016 年 9 月 31 日-10 月 14 日，大洋洲脫脂奶粉平均價格 2400 美元/噸，環比減 2.04%，同比增 10.98%；全脂奶粉平均價格 2800 美元/噸，環比減 3.03%，同比增 1.36%。1) 澳大利亞東南大部分地區春季降雨量充足，灌溉成本降低。維多利亞州北部的降雨可能影響飼料和牛奶的品質。2) 紐西蘭最近打算新建一個嬰兒奶粉配方廠，主要聚焦於出口市場，為紐西蘭的乳製品加工商提供直銷管道。

歐盟奶價同比上漲，美國 A 級脫脂奶粉價格上漲。2016 年 10 月 1 日-10 月 14 日，歐盟脫脂奶粉平均價格 2300 美元/噸，環比持平，同比增 17.95%；全脂奶粉平均價格 2937.5 美元/噸，環比減 0.42%，同比增 22.40%。9 月，美國 A 級脫脂奶粉平均價格 2019 美元/噸，環比上漲 8.35%，同比上漲 1.23%。

奶價預測。國際奶價 7、8 月份開始回升，全球供給雖仍然過剩，但產量增速開始下降，供需預期發生變化。全國原奶產量零增長，但進口量增加，預計 2016 年原奶實際供給增加 5.5%。我們認為全球原奶價格從 2014 年下半年開始持續調整，主要出口國虧損嚴重，目前基本形成減產共識，因此奶價止跌回升。但是考慮到國際原奶產能仍有較大提升潛力，而且歐盟、美國加大出口意願較強，我們認為全球奶價不具備繼續大漲基礎，

難以形成與 2013-2014 年類似的振幅，1H17 前國際奶價預計將繼續小幅上漲後企穩，國內奶價仍將在 3.5 元/kg 左右低位徘徊。紐西蘭地震的後續影響值得關注。

投資建議。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，伊利、蒙牛雙寡頭格局得以鞏固，有利於後期行業銷售費用率的降低。乳製品行業告別高增長之後，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) 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；2) 公司在行業增長放緩背景下，競爭優勢突出，中高端產品保持較快增長，產品結構持續升級；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。

主要不確定因素：市場季節性波動，食品安全問題，消費需求因促銷減少而下降。

保險：保監會進一步規範萬能險，有利於上市險企強化競爭優勢

部分中小保險公司或將面臨現金流壓力和償付能力充足率壓力，舉牌行為或將進一步被抑制。1) 由於中小保險公司的保費主要來源是萬能險等中短存續期業務，保監會持續強化萬能險監管，顯著降低了中小保險公司高負債成本的新增保費。且根據兩大《通知》的規定，2017 年 4 月 1 日前，中小保險公司大部分不滿足規定的產品均需停售。2) 償二代下，中小保險公司償付能力充足率降低，部分公司已逼近 100%的監管線。3) 保險公司可通過增資、業務轉型等方式有效應對以上壓力。

強化萬能險監管有助於行業健康發展，對上市保險公司有正面影響。1) 目前行業整體經營規範，整體流動性風險發生概率極低。2) 保監會未來將引導險資股權投資以財務投資為主，進一步強化償付能力監管，嚴防系統性風險，促進行業健康發展。3) 上市保險公司萬能險占比很小，負債端聚焦於發展高價值率的長期保障和長期儲蓄業務，負債成本較低。資產端以固定收益類資產配置為主，強調資產負債匹配，基本不存在舉牌行為。

萬能險監管趨嚴有利於上市保險公司強化競爭優勢。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 16PEV 僅 1 倍，具有較高安全邊際，推薦新華保險和中國人壽。

風險提示：權益市場下跌導致業績和估值雙重壓力。

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。