

2017年02月03日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

赤字率擴張時期的債市表現

美國赤字率擴張時期的債市表現

背景為經濟衰退，貨幣政策大多寬鬆。1972年以來，美國經歷了5次赤字率擴張：分別為1975~1976福特時期、1982~1983雷根時期、1990~1992老布希時期、2001~2004小布希時期、2008~2009奧巴馬時期，大多為共和黨執政。背景為經濟衰退，貨幣政策大多寬鬆，如福特、老布希和奧巴馬時期美聯儲大多降息，而雷根和小布希時期先降息後加息，但期間利率整體下行。

美國赤字率上升，期限利差走闊。美國赤字率擴張時期，10年國債收益率均下行，但整體而言美國財政赤字率和國債收益率相關性不強。如2000年以來，美國赤字率有漲有跌，但10年期國債利率整體下行。但赤字率和期限利差相關性較大，體現為赤字率上升時期期限利差走闊，赤字率下降時利差收窄。

中國赤字率擴張時期的債市表現

赤字率擴大，債市表現分化。90年代以來，中國實際赤字率經歷了三輪擴張，分別是1998~2000年、2008~2009年和2012年至今。從赤字率擴張的經濟背景來看，我國均面臨經濟通脹雙雙下行的壓力，央行大多採用擴張性的貨幣政策。

寬貨幣+寬財政的組合下，債券牛市，如08年和15年。而大幅寬鬆缺席背景下，積極財政帶動經濟復蘇，帶來債券熊市，如09年。

債市走勢取決於財政和貨幣政策的配合

歷史經驗表明，赤字率擴大往往需要貨幣寬鬆相配合，利好債市。但如果寬財政寬貨幣帶動基本面好轉和通脹抬頭，貨幣政策趨於謹慎甚至收緊，造成債市走熊，如美國的83年、中國的09年；而如果基本面仍未明顯好轉，貨幣政策維持，則債牛持續，如美國09年後。

赤字率或維持，高債務難承受高利率

赤字率或維持，債市短期震盪。考慮到17年地產投資下行壓力下托底經濟的需要，但中央經濟工作會議去掉了提高赤字率的表述，預計17年目標赤字率或維持在3%左右。實際赤字率方面，16年或在3.8%左右、創新高，預計17年實際赤字率擴大空間有限。而對債市的影響仍取決於貨幣政

策和實際基本面走勢。我們認為，短期內基本面平穩，貨幣政策維持中性，而債市不確定性因素包括通脹壓力抬升、美債上行、央行提高 MLF 利率、銀行理財和同業存單監管等。

從債務負擔角度來看，中美利率不具備大幅上行的基礎。目前全球經濟都已步入高債務模式，利率攀升則會大幅增加政府債務負擔。且長期來看，當政府部門負債率越高，對應國債收益率也會越低。美國方面，結合美國國會預算辦公室的預測和特朗普的經濟主張，美國赤字率或上升，但幅度有限，考慮到當前美國政府負債率高達 100%，預計美債很難突破 3%。

中國方面，BIS 口徑的非金融部門負債率高達 255%，按照海外經驗，如果要降低我國全社會的債務率，利率不可能大幅抬升，否則債務增長會逐漸失控。

中長期來看，我國債市仍有基本面和需求支撐。13 年去杠杆經驗表明，去杠杆初期由於貨幣緊縮會衝擊債市，但當經濟通脹再度回落時，利率有望重新下行。我們認為 2 季度後，投資可能趨降，帶動通脹逐步回落。另外需求方面，隨著表外理財監管趨嚴，未來理財擴張的速度將放慢，但資金回表或增加銀行表內債券配額，且地產調控逐漸加強，居民資金有望從地產市場轉向金融市場。

PMI 小幅回落，經濟開局平穩

1. PMI 小幅回落。1 月全國製造業 PMI 微降至 51.3，連續 2 個月回落但仍高於榮枯線，指向製造業景氣保持平穩。主要分項指標中，需求、生產、價格均回落，庫存反彈。分規模看，大型、小型企業 PMI 回落，中型企業 PMI 略反彈。
2. 需求回落，生產再降。新訂單回落至 52.8，新出口訂單略反彈至 50.3，均在榮枯線上，指向需求穩中略降。生產繼續下滑至 53.1，印證發電耗煤增速較上月下滑。春節假期令 1 月內需和生產擴張略有放緩，而外需整體保持穩定。
3. 價格回落，庫存回補。原材料購進價格降至 64.5，連續 6 個月上升後首現回落，印證 1 月國內生資價格漲幅趨緩，預測 1 月 PPI 環比漲幅回落至 0.2%，但同比或因低基數繼續回升至 6.3%。原材料庫存持平為 48.0，產成品庫存上升至 45.0。
4. 開局平穩，促改革防風險。1 月經濟總體平穩，PMI 小幅回落但處擴張區間，終端地產和汽車需求逐步下滑，春節效應令發電耗煤增速高開低走。中央經濟工作會議定調，抑制地產泡沫和防範金融風險將是 17 年首要目標，而從中央、地方政府以及央企工作計畫看，17 年將是全面深化改革之年。經濟開局平穩，為防範風險、深化改革創造了有利條件。

大市導航

傳媒：春節檔票房大盤

今年春節檔，大年初一票房超過 8 億元，再創單日票房新高。其中，《西遊伏妖篇》《大鬧天竺》《功夫瑜伽》三部電影首日票房均成功破億元。

截止 2 月 2 日（大年初六）15：00，春節檔目前票房 31.14 億元已超過去年整個春節檔 30.22 億票房大盤，預計今年春節檔整體票房將在 33-34 億左右收官，同比去年春節檔增速 10% 左右，考慮新統計口徑下 7%-10% 的服務費，預計與去年同比持平或略高於去年 2%-3% 漲幅，由於去年春節檔票房受《美人魚》影響基數較高，今年的春節檔表現依舊高於節前市場的一致預期。

【春節檔單片表現】

截止 2 月 2 日（大年初六）15：00，《西遊伏妖篇》累計 10.93 億票房，位列第一（徐克導演、周星馳編劇，中國電影、萬達影業、華誼兄弟、新文化等參與）；《功夫瑜伽》（成龍主演，華策影視、文投控股）票房 7.90 億排名第二；《大鬧天竺》（光線傳媒）累計票房 5.46 億位列第三；第四位《乘風破浪》（合一影業）累計票房 3.74 億，第五位《熊出沒 ʘ 奇幻空間》（樂視影業）2.85 億，五影片貢獻新年主要票房（占比 95% 以上）。

【從春節檔我們可以看出什麼】

1. 電影市場需求依舊強勁：大年初一單日票房破紀錄，春節檔電影票房大盤超過去年，同時春節檔的強勁表現扭轉了 1 月票房資料的頹勢等種種跡象表明我國電影市場的需求依然十分強勁，未來優質影片內容將至關重要。
2. 從首日票房來看，導演卡司陣容宣發對首日票房作用關鍵；從持續票房來看，影片品質口碑等成為影響持續票房的主導因素（春節檔中的功夫瑜伽憑藉口碑從第二天開始逆襲超過大鬧天竺）。
3. 院線管道效果影響開始體現：受院線、銀幕數擴張（16 年 12 月中國成為銀幕數最多的國家）影響，管道下沉帶來新增觀影人次，預計未來將新增銀幕數影響將持續體現。
4. 春節三片同時過億，再現 15 年暑期檔《捉妖記》《煎餅俠》《大聖歸來》熱映的景象，再次證明影片之間可促進協同發展和共同繁榮，並非單純的擠壓競爭關係。（17 年好萊塢大片的預期擠壓效應不必過分擔憂）。
5. 本次春節檔期間再次迎來大規模票補，但對比去年春節檔同期票補基數較大，同比資料依舊可觀。預計未來影片品質提升，影片內容和品質對票房的影響力加強，票補影響減弱，將促進中國電影市場健康發展。

【核心觀點與投資邏輯】

- 1· 我們預計 17 年電影市場大盤 524 億票房，增速 15%，相對 2016 年全年票房 3.73% 的票房增速有所回暖，行業趨勢向好。我們總體對於中國電影市場持續看好。
 - 2· 17 年 2 月諒解備忘錄到期，分賬配額或放開。但我們認為，數量放開並非關鍵，應對重點關注的，是進口片國內上映時間以及發行是否放開。17 年好萊塢片單亮眼，利好票房大盤的確定性較強。
 3. 我們認為 17 年影視行業投資思路依舊是自上而下與自下而上相結合。管道端 2017 年是院線管道的整合擴張年，在看好的票房大盤回暖的同時更加看好優質院線的在產業鏈上下游整合。內容端建議自下而上選股，建議關注有優質人才、優質 IP 內容儲備的龍頭公司。目前影視板塊估值已處於相對低位，行業景氣度回暖，建議重點關注：上海電影、新文化、光線傳媒、萬達院線、慈文傳媒。
- 風險提示：行業增速不及預期。

開春撻袖子

①16 年 12 月以來的下跌是震盪市回撤而非新一輪熊市下跌，三大利空均是短期因素，如保險監管從嚴、利率上升、IPO 加速。②保險監管政策落地、央行公開市場操作、股市微觀資金供求改善，情緒指標成交量和換手率萎縮至前期高點的四成，利空已逐步消化。積極因素如利率下行、國改推進。③12 月初轉向謹慎，1 月初提出還需等待，現在可以更積極，以價值股為底倉，持有國企改革、油氣鏈及一帶一路。

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。