

2017年02月07日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

金融去杠杆走向何方 ——從信用擴張和貨幣政策看債市

當前債市杠杆高不高？

債市總體杠杆小幅趨降。交易所回購杠杆率一般在 120%-130%，明顯高於銀行間杠杆，後者一般在 105%-110%。16 年 4 季度銀行間杠杆從 108% 下降至 106% 左右，交易所杠杆從 128% 下降到 125% 左右，回購杠杆的確有所趨降。

回購餘額與成交量仍高。16 年 3 季度，由於央行去杠杆政策和債市調整，質押回購日成交量從 3 萬億以上回落至 2-2.2 萬億，待購回債券餘額也從 16 年 3 季度的 4 萬億回落至 3.5-3.6 萬億左右，但兩者仍要高於 15 年水平。

機構間杠杆分化，非銀高於銀行。全國性大行的杠杆率普遍低於 105%，城商行農商行也可能達到 120%-130%；非銀機構的杠杆率普遍高於銀行，券商的銀行間杠杆率一直居高不下，包含理財的廣義基金杠杆率則在 110% 左右。

擴張的信用，積聚的風險

從基礎貨幣看，人民幣貶值壓力下，外匯占款流失對基礎貨幣造成負面影響，依靠央行投放來補充貨幣缺口。

從金融機構層面看，以其他存款性公司總資產與基礎貨幣餘額之比來衡量金融信用擴張，14 年末該比值在 5.8-5.9，15 年迅速突破 6、年末達到 7.2，而 16 年 9 月末該比例達到 7.6。

從實體經濟層面看，以 M2 與基礎貨幣的比值來表示實體層面的貨幣乘數，14 年該比例在 4.2 左右，15 年貨幣乘數上升至 5，16 年 9 月末則達到 5.2。如果後續基礎貨幣出現明顯被動萎縮，實體和金融的系統性風險均在不斷積累。

此外，當前超儲對回購餘額的覆蓋能力也不強。16 年待購回餘額幾乎是超儲的 1.6 倍，雖然 3 季度後央行去杠杆有所見效，但 12 月末待購回餘額仍是超儲餘額的 1.4 倍左右。過度擴張的信用，高企的貨幣乘數，均增加了整個貨幣體系的不穩定性和系統性風險，這也是監管堅定“去杠杆”的重要原因。

金融去杠杆走向何方？

去杠杆方式有以下幾種：1) 控制基礎貨幣，目前來看央行以穩定資金為主；2) 準備金率調節貨幣乘數，加准可能性不大，非銀和銀行同業存款暫不繳准，後續需關注；3) 收窄利差，抬高負債成本。措施包括上調逆回購、SLF、MLF 等流動性工具利率，拉長投放久期等，這是央行自 16 年 3 季度至今一直在做的操作，從負債端倒逼市場去杠杆。4) 風險準備金制度與規範杠杆率，16 年一行三會也出臺了相應政策。5) MPA 直接控制規模擴張，使得表內和表外資產負債擴張可控。

防範同業去杠杆，債市曲折前行

貨幣中性穩健，防範同業去杠杆。過去幾年債牛是由貨幣寬鬆和理財增長共同推動。當前貨幣政策趨緊，在基本面平穩、物價未回落之前，去杠杆、防風險將延續。1 月央行上調流動性工具利率，釋放出明顯的去杠杆警示信號。在經濟出現明顯下行壓力前，金融同業去杠杆將成為 17 年影響債市的重要因素。

中小行去杠杆壓力或較大，新增債市需求趨降。央行已採用 MPA 監管、抬高資金成本、上調 MLF 利率等方式來引導去杠杆，當前銀行同業擴張增速放緩，存量仍未出現明顯萎縮，但 17 年新增債市需求將減少，特別是中小型商業銀行和表外理財。如果去杠杆力度較大，銀行理財存量下滑，對債市影響更大。

短期震盪，債市曲折前行。17 年利率下行機會來自於基本面回落和貨幣政策鬆動，需要密切關注基本面動向。利率走廊上浮後，終將影響房貸利率和實體投資，我們預計 17 年 2 季度地產下行壓力較大，物價有望回落，而美國加息最早需等到 6 月。短期債市謹慎，10 年國債利率區間 3.1%~3.5%，但 2 季度隨著經濟下行，債市有望迎來交易機會。

大市導航

農業：中央一號檔發佈，深入闡述農業供給側改革內涵

2 月 5 日，中共中央、國務院授權新華社發佈了《關於深入推進農業供給側結構性改革加快培育農業農村發展新動能的若干意見》，即 2017 年中央一號文件，在 2016 年一號文件首次提及“農業供給側改革”的基礎上，進一步對農業供給側改革的內涵做出了詳細的闡述。並且明確指出，我國農業的主要矛盾是結構性矛盾，突出表現為階段性供過於求和供給不足並存，矛盾的主要方面在供給側。具體表現為：產品供求結構失衡、要素配路不合理、資源環境壓力大、農民收入持續增長乏力。此外，農產品增產與品質提升、成本攀升和價格低迷、庫存高企與銷售不暢、小生產和大市場、國內外價格倒掛的矛盾也比較突出。

檔指出，推進農業供給側結構性改革，要在確保國家糧食安全的基礎上，緊緊圍繞市場需求變化，以增加農民收入、保障有效供給為主要目標，以提高農業供給品質為主攻方向，以體制改革和機制創新為根本途徑，優化農業產業體系、生產體系、經營體系，提高土地產出率、資源利用率、勞動

生產率，促進農業農村發展由過度依賴資源消耗、主要滿足量的需求，向追求綠色生態可持續、更加注重滿足質的需求轉變。

文件提出 6 個改革方向：1) 優化產品產業結構，著力推進農業提質增效；2) 推行綠色生產方式，增強農業可持續發展能力；3) 壯大新產業新業態，拓展農業產業鏈價值鏈；4) 強化科技創新驅動，引領現代農業加快發展；5) 補齊農業農村短板，夯實農村共用發展基礎；6) 加大農村改革力度，啟動農業農村內生發展動力。

綜合 A 股相關板塊和標的，我們認為有如下三條主線值得投資者關注：1) 玉米去庫存改革。基於臨儲收購政策調整和庫存高企，在未來一段時間內，農民增收和種植面積調減將成為玉米價格上下限的主要影響因素。我們認為 2017 年玉米的價格是上有頂、下有底，整體水準低於 2016 年。在這個大邏輯下，配合相關補貼政策，飼料企業和下游玉米深加工行業將成為受益對象；2) 引導生豬養殖向環境容量大的地區和玉米主產區轉移，東北地區生豬養殖有望迎來快速發展，並帶動飼料需求提升。此外，檔還提出大力培育現代飼草料產業體系，大力發展牛羊等草食畜牧業。3) 關於國際貿易，此次一號檔旗幟鮮明地表達出更加主動的立場，提出將建立公平競爭的農產品進口市場環境，依法對進口農產品開展貿易救濟調查，並積極參與國際貿易規則和國際標準的制定修訂。目前，商務部正在推進食糖行業貿易救濟調查，預計 3 月 22 日前公佈結果。我們認為食糖進口關稅將大概率上調，推升國內糖價，利好制糖板塊。

建議投資者關注標的：海大集團、禾豐牧業、中糧生化、南寧糖業、中糧屯河、西部牧業。

風險提示：政策推進速度不達預期。

汽車與零配件：汽車的年報行情如何展開？

1、近期我們發佈了汽車深度報告，針對 2016 年汽車個股的業績梳理，並總結了歷史汽車板塊的年報行情機遇，現在看來，市場低估了乘用車年報行情。

2、總體而言：①乘用車板塊估值優勢非常明顯，業績平穩，市場對 2017 年汽車需求解讀過度悲觀，並且低估結構性機遇；②新能源汽車板塊估值開始進入歷史低位，等待基本面走強；③零部件分化明顯，個股挖掘為主。

3、我們認為，2017 年汽車需求平穩，主旋律“汽車強國，自主崛起”，長期機遇來自自主品牌份額和盈利的提升，以及自主產業鏈的進口替代壯大。推薦上汽集團、吉利汽車 H、金馬股份。此外我們還看好廣汽集團 H、江淮汽車、滄州明珠等。

風險提示：汽車行業景氣度波動；購稅政策影響消費需求釋放；新能源汽車車型目錄落地速度不確定等。

傳媒：加息預期下看好新興消費

市場加息預期強，新興消費喜憂參半。院線受地產擴張放緩影響，未來自身擴張速度可能放緩，遊戲電競的場地、推廣的成本可望下降。泛娛樂板塊市值大但估值低，應以價值投資篩選個股，推薦 PEG 較小的公司或者有外延預期的小市值公司：藍色游標、龍韻股份、華誼嘉信、慈文傳媒、中文傳媒、吉比特、星輝娛樂。中長期看好教育、體育在消費轉型和升級中的作用，推薦廣弘控股、國旅聯合、開元儀器、勤上光電、立思辰、雷曼股份。關注傳統媒體轉型升級：皖新傳媒、新華文軒、讀者傳媒。

風險提示：系統性風險。

通信設備：2016 年通信行業創業板業績增速領先，短期把握超跌反彈、子行業重點推薦光通信！

1、2016 年通信業創業板個股增速領先：我們基於上市公司業績預告及重點覆蓋公司盈利預測，統計通信業主機板（不含聯通）/主機板、中小板、創業板個股（剔除預告虧損企業）淨利潤增速分別為 38%/（-27%）、7%、68%，2016 年 PE（剔除異常值）分別為 56x、67x、44x，假設 2017 年維持 16 年業績增速假設，通信主機板、中小板、創業板 PE 分別降低到 41x、63x、26x，估值大幅消化背景下，已具有擇優配股空間。

2、短期超跌反彈，重點關注二類：一類是重大資產重組復牌補跌後反彈，推薦高新興，關注天源迪科、東土科技；另一類，基本面增速強勁、估值快速消化的超跌反彈，推薦光迅科技，關注網宿科技、光環新網。其他超跌反彈，關注華星創業、世紀鼎利、武漢凡穀等。

3、2 月份，子行業重點推薦光通信：首推步入長景氣週期的光模組及設備（重點：光迅科技、烽火通信，其次新易盛、博創科技，關注中興通訊、中際裝備）；其次，光纖光纜子行業 A 股龍頭中天科技、亨通光電 2017 年估值均已回落到 11~15xPE 區間，結合定增訴求，可做防禦優選配股。

4、國企改革：一類側重混合所有制改革潛力的，推薦中國聯通，關注高鴻股份、東方通信等；一類集團資產注入預期型，關注中電廣通、烽火電子、長江通信等。

5、2 月 6 日通信行業漲停個股點評：1) 光環新網，超跌反彈；2) 烽火電子，地方政策波動，2 月 5 日陝西國資委牽頭發文、省內試點 10 家國有控股混合所有制企業試點員工持股；3) 通光線纜：小市值超跌反彈及項目中標。

風險提示：市場的系統性估值波動。

有色金屬：Q4 全球銅首次短缺，16 年鋁短缺 130 萬噸

安泰科資料顯示，全球精銅供需狀況在 2016 年第四季度出現了自 2015 年以來首次季度供給短缺，全球精銅產量 570 萬噸，消費量 572 萬噸，供給短缺 2 萬噸。安泰科預計，2017 年全球精銅供需狀況為過剩 25 萬噸，較 2016 年的過剩 30 萬噸減少 5 萬噸，供需總體趨向緊平衡。安泰科資料同時顯示，2016 年中國精銅供需狀況為過剩 68 萬噸，2017 年預計將減少至過剩 15 萬噸，與全球銅供需走勢一致。

根據國際銅研究小組（ICSG）最新公佈的資料，2016 年 1-10 月，全球銅精礦產量為 1666.4 萬噸，同比增加 5.16%。其中 10 月銅精礦產量 171.9 萬噸，產能利用率保持上升態勢。ICSG 資料顯示 2016 年 1-10 月，全球精煉銅產量為 1941.5 萬噸，同比增長 2.84%。1-10 月，全球精煉銅需求為 1947.9 萬噸，同比增加 2.70%，全球精煉銅短缺約 6.4 萬噸。其中 10 月全球過剩約 4.8 萬噸。考慮到中國保稅區庫存變化情況，1-10 月全球精煉銅產量短缺約 2.4 萬噸，其中 10 月過剩約 2.1 萬噸。

鋁供需方面，安泰科預計 2016 年全球原鋁產量約為 5950 萬噸，同比增長 4.2%，消費量約為 6080 萬噸，同比上漲 5.6%，全球原鋁短缺 130 萬噸，缺口進一步擴大。同期中國原鋁產量約為 3250 萬噸，同比增長 5.5%，消費量約為 3270 萬噸，同比增長 7.9%，小幅短缺 17 萬噸，由供給過剩轉入緊平衡。

價格預判：銅價反彈可持續，鋁價底部支撐強。銅具有較強的金融屬性，目前全球經濟復蘇帶來通脹因素，給銅價提供一定支撐。中國經濟 2016 年第四季度增速小幅反彈至 6.8% 超出預期，將繼續成為拉動全球銅消費增長的主要力量，一帶一路政策或帶來發展中國家對銅需求的大幅增長。美國方面經濟復蘇格局不變，特朗普已正式上任，正計畫任命兩名房地產開發商領導執行其一萬億美元基建計畫，包括電力系統、道路橋樑的修復重建等，有助於提升銅需求。同時，考慮到銅供需目前處於緊平衡狀態，預計銅價反彈趨勢可持續。受中國大幅削減電解鋁供應、原材料成本持續攀升影響，2016 年 6 月以來國內外鋁價穩步回升。OPEC 8 年來達成的首份減產協議將從 2017 年 1 月開始正式實施，將從成本上對鋁價形成支撐。預計鋁價在短期內會改變下跌局面，延續 2016 年末的上揚態勢。

風險提示：下游需求復蘇低於預期。

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。