

## 宏觀經濟

## 金融去杠杆，債市等風來——17年與13年貨幣政策收緊的比較與分析

- 1) 13年政策指向M2高企。13年貨幣政策收緊，源於同業投資非標，帶來M2增速飆升，從而引發通脹擔憂。政策手段包括重啟央票、半年末謹慎投放、抬高逆回購招標利率。政策效果包括同業業務擴張得到階段性控制（127號文出臺成果更顯著）、M2和CPI增速均回落。
- 2) 16年政策指向資產價格泡沫。16年下半年，貨幣政策收緊起因金融加杠杆，推升金融以及房地產價格泡沫。政策手段包括拉長央行投放資金久期、季末年末謹慎投放、抬高逆回購招標利率。
- 3) 關注同業監管。參照13年經驗，同業去杠杆難以一步到位，隨著債券利率調整，“同業存單-同業理財”的套利空間又會再度顯現。若去杠杆不達預期，後續可能出臺的同業監管包括將同業存單納入同業負債，抬高流動性工具利率，或對理財資產配額範圍和比例進一步收緊。
- 4) 後續可能影響實體融資的調控方式有：1) 地產、地方平臺和過剩產能融資是否進一步制約；2) MPA考核納入理財，差別化準備金獎懲制度是否實施，或使得銀行在投資非標和同業時更謹慎；3) 去杠杆不達預期時，是否會使用直接加息的方式，抑制融資需求；我們預測未來3個月CPI有望降至1.5%左右，短期不可能加息，但如果下半年CPI回升到3%以上，疊加美國加息，則不能排除國內加息可能。
- 5) 利率債已具配額價值。根據16年四季度一般貸款和住房貸款利率進行銀行表內資產比價，國債為最優資產，其次是同存和國開，一般貸款和住房貸款性價比最低。因此對配額盤，當前3.3%和4.1%的國債和國開已具配額價值。
- 6) 短期交易視窗漸近，趨勢需等風來。目前國債和國開的期限利差處於均值位路，國開與非國開之間利差處於較低位路，也預示國開利率存一定下行空間。對於交易盤，6月以前可能有預期差帶來的交易視窗，但金融去杠杆進度值得跟蹤關注，我們預期短期10年國債利率區間3%-3.4%。

## 大市導航

### 有色金屬：LME 鈷現貨價格大漲 10.49%

LME 鈷現貨價格大漲 10.49%。昨日（英國時間 2 月 20 日交易日），LME 鈷現貨價格報收 47500 美元/噸，漲幅達 10.49%。

從 2016 年 2 月份開始，LME 鈷現貨已持續上漲 1 年時間，從 2016 年 2 月 2 日的 22300 美元/噸上漲至今，累計漲幅達 113%。

同時，國內金屬鈷價格也延續 2016 年下半年的上漲趨勢，電解鈷、四氧化三鈷和鈷粉等主要產品價格累計漲幅也超過了 50%。

2016 年國內外鈷行業處於供應過剩，按照中國鈷業協會預計，2017 年從現有的產量、消費量來看將會出現供給缺口，市場進入庫存實質性消耗階段，目前 LME 全球庫存為 677 噸。由於未來 2 年全球新增鈷產能極少，但消費的剛性增加明顯，預計未來庫存的消耗與供給缺口將刺激鈷價上漲。

細化到公司，自由港 2016 年鈷中間產品產量比 2015 年有所減少，TFM 四季度產量只有 2015 年同期的一半，預計 2017 年自由港產量保持平穩。嘉能可 2016 年鈷金屬產量達 2.8 萬噸，占全球總產量的 26%，因此嘉能可是否增產將成為鈷供給的關鍵因素。

同時，從 2015 年 9 月份到 2016 年上半年，國儲分三批收了 5200 噸金屬鈷，對市場起到了很好的杠杆作用，穩定了市場情緒。需求端上看，儘管 2016 年多次查處騙補，三元材料的需求釋放並不充分，但是需求增長的趨勢不會改變，我們長期看好新能源產業鏈對鈷的需求。

風險提示：下游需求不及預期。

### 軟體：這個時點怎麼看電腦（1）：長期投資者在佈局

全球電腦行業高景氣，國內電腦企業估值不斷消化。2 月是美國公司第四季度財報發佈的高頻月，而電腦公司市值在 2 月紛紛登高，反應出了資本市場對電腦行業高景氣的預期，如微軟雲計算業務傳出捷報，股價已上漲至 65 美元附近。不僅微軟，其他有代表性的 IT 科技公司，如英偉達、穀歌、微博等，其市值都在 2016 年大幅增長，反映出海外資本市場仍對電腦行業保持了極高的熱度。反觀國內，資訊技術創新帶動經濟升級和民生改善真正落地的大方向未變，目前板塊對應 17 年估值已在 37-38 倍，估值進一步消化。

17 年電腦行情判斷：預計二季度比一季度好，下半年比上半年好。年初電腦板塊的下跌，釋放了短期解禁和資金壓力。我們對 17 年電腦行情的判斷，即一季度較為平淡，二季度處於上揚震盪。

而到了三季度，如果電腦板塊仍沒有起色，則是配路的最佳良機，因為四季度再看第二年估值則電腦板塊的估值優勢將非常明顯。整體來說就是，二季度比一季度好，下半年比上半年好。

QFII 持倉比例持續上升，優質白馬龍頭值得持有。儘管從基金 16 年 Q4 電腦持倉資料看，持倉比例 5.69%，接近 13 年上半年的水準，整體處於逐漸降倉位的過程，並預計這個過程仍將維持一段時間，不過有意思的是 15 年以來 QFII 對電腦的配路比例則逐步上升，截止 16 年 Q3 約為 5.9%，已接近基金對電腦板塊的配路比例。而進一步分析其配路的電腦個股可以發現，多為啟明星辰等低估值、子行業高景氣且公司屬於產業龍頭的優質白馬。我們認為這些相對稀缺的優質低估值白馬龍頭值得長期持有。推薦東軟集團、思創醫惠、啟明星辰、廣聯達、同花順等。

IT 安全自主可控、支付金融兩個方向佈局。一季度是南風工程的招標時間，2017 年 2 月初網信辦也提出將會同有關部門成立網路安全審查委員會，並進一步規範網路安全採購行為，自主可控即將放量，看好通鼎互聯、中國軟體、浪潮資訊、中科曙光等；線下支付&消費金融在政策層面和產業層面都在發生變化，建議關注新北洋、新大陸、贏時勝、奧馬電器、二三四五等。

風險提示：短期市場波動風險。

## **建材：玻璃行業跟蹤報告：短期或有補庫行情，中期靜待供給側改革**

供給：短期供給增量有限，期待供給側改革政策。

玻璃行業落後產能有限，大部分企業環保設備齊全，預計近期環保督查主要目的集中在對行業產能情況的調查摸底，短期對行業產能的影響較為有限，但不排除後續國務院收到調查報告後出臺相關去產能政策的可能。

玻璃行業產能擴張與收縮較為市場化，具備複產能力企業基本已於 2016 年複產。2017 年冷修復產產能或與冷修產能對沖，僵屍產能複產概率較小，若僅考慮在建產能中 2017 年有投產意向的產能，預計產能增量約 4%。

需求：地產調控下需求增速或有所回落。玻璃按下游需求分佈來看，主要分為房地產、汽車、出口，占比分別約 80%、15%、5%。短期微觀需求資料尚未明朗，但根據我們宏觀團隊對地產開發投資的判斷，預計 2017 年地產投資增速（玻璃需求先導指標）將較 2016 年有所降低，預計 2017 年玻璃來自地產端的需求增長或有所回落。

庫存：企業及社會庫存均偏低，短期有補庫需求。企業庫存：生產企業庫存處於較低水準；社會庫存：節前生產企業淡季讓利幅度不大，預計春節前後社會庫存（中間商、深加工商）處於低位。在企業庫存、社會庫存均較低的情況下，短期玻璃價格表現有望繼續堅挺。

盈利：預計 2017 年上半年行業盈利有望繼續同比提升。2017 年初至今，我們跟蹤玻璃行業盈利水準較 2016 年同期仍同比提升。由於目前玻璃企業庫存不高，而純鹼企業庫存水準較高，短期玻璃與純鹼價格差縮小的概率不大。

投資策略：推薦旗濱集團，關注金晶科技。

風險提示：地產投資超預期下滑；純鹼、石油焦等原材料價格超預期上漲。

## 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。