

宏觀經濟

各種大類資產剖析：市場規模、投資者結構、牛熊週期

核心結論：①居民儲蓄 63 萬億，銀行理財 26 萬億，保險 13 萬億，中國進入大類資產配路的投資時代。②股市近 60 萬億，散戶占比近一半，經歷五輪牛熊震盪。債市 60 多萬億，銀行占比近六成，經歷四輪牛熊。商品市場中散戶占比近七成，金屬期貨占比高。房市經歷過四次快速上升週期。③當前背景下：股市 > 商品 > 債市 > 地產，股市處在震盪市，展望未來戰略上樂觀。

中國進入大類資產配路的投資時代。目前中國居民資產配路在地產、保險、存款、股票上的比例分別為 65%、4%、28%、3%，地產和存款占比明顯高，而成熟的發達國家和地區更加均衡，比如美國分別為 30%、24%、14%、32%，中國臺灣分別為 23%、42%、17%、18%，德國分別為 56%、17%、17%、10%。截止 16 年底銀行理財產品資金餘額為 26.3 萬億，保險資金運用餘額為 13.4 萬億，16 年末銀行理財資金中貨幣及債券占比 51%、銀行存款 22%、非標 16%、權益 8%，保險資金中債券占比 33%、銀行存款 18%、股票及基金 14%，目前這兩類機構資產也過於集中在債券和貨幣類資產，而近期利率雖有所上升但仍處於過去 15 年的中低位，過多的固收類資產配路讓“大金主”倍感壓力。

各種大類資產簡介及當前狀態。（1）股票市場規模：近 60 萬億，全球第二大市場。投資者結構：散戶占比接近一半，絕對收益者規模超過相對投資者。牛熊週期：經歷過五輪牛熊震盪，目前處於震盪市。（2）債券市場規模：60 多萬億，金融債、國債、地方政府債合計占六成。投資者結構：商業銀行一家獨大，占比近六成。牛熊週期：經歷四輪牛熊，剛剛經歷第五輪快熊。（3）商品市場規模：近 200 萬億的年成交額，金屬期貨占比高。投資者結構：個人投資者為主，占比近七成。牛熊週期：處於 2000 年來第三輪上漲階段。（4）經歷四次快速上升週期。14、15 年房地產市場表現較為低迷，在 16 年初地產政策的刺激下，16 年全年迎來了強勢復蘇，多個指標都較 15 年有大幅改善。從去年 10 月開始的地產調控政策出臺以來，地產銷售已經開始出現下滑，地產價格仍然保持在高位，部分地區呈現縮量整理的局面。

未來大類資產如何演繹？（1）當前的背景：經濟增長平穩，利率結構性上行。今年宏觀經濟大概率會保持穩定或略微下降，全年 GDP 目標在 6.5% 左右。今年相比去年邊際變化比較大的可能是在流動性方面，利率是結構性上行，類似 2013 年。（2）當前背景下大類資產排序：股市 > 商品 > 債市 > 地產。（3）股市目前處在震盪市，展望未來，戰略上樂觀。今年上半年延續去年 1 月底以來中樞抬升的進二退一式震盪格局。展望全年戰略上樂觀，今年企業盈利改善會持續。當前的

市場環境，成長股注重業績與估值的匹配，成長股回歸到“價值成長”，包括消費升級的品牌化、高端化消費品，科技發展驅動的高端製造。另外，週期股的投資邏輯也在發生微妙變化，需求端的邏輯有天花板，需要結合供給端或政策主題，所謂“主題週期”。

風險提示：經濟增速下滑超預期，通脹持續上升引發貨幣政策大幅收緊。

外貿出現逆差，匯率短期承壓——2月外貿資料點評

出口再度負增。17年2月我國以美元計價出口同比下降1.3%。雖然海外PMI連續回升，但全球經濟和貿易仍存不確定性，

2月出口增速遠低於預期，1-2月出口累計同比4.0%。

2月外需回落。從主要國別和地區來看，2月對美國(-4.2%)、日本(-7.8%)、歐盟(-5.8%)等發達經濟體以及對印度(-4.2%)的出口由增轉降，而對韓國(11.2%)出口保持增長，對東盟(22.8%)、香港(11.3%)出口增速由負轉正。

進口繼續高增。2月我國對主要大宗商品進口數量，大豆(22.8%)和鐵礦石(13.4%)保持高增，原油(-0.1%)轉升為降，銅(-19.0%)繼續減少，但大宗商品漲價導致進口金額大增，2月鐵礦石和原油進口金額同比分別高達107.9%和69.4%。

2月工業生產強勁，且去年同期春節基數低，進口同比增速擴大到38.1%。

貿易出現逆差，匯率短期承壓。進口高增、出口回落，2月我國貿易差額-91.5億美元，為14年2月以來首現逆差。2月人民幣匯率穩定，外儲小幅回升69.2億美元，但進入3月美聯儲加息箭在弦上，預計人民幣匯率短期依然承壓。

大市導航

石油化工：油氣改革：打破壟斷、平臺整合

油氣改革方案預計兩會後發佈。據《經濟參考報》報導，國家能源局局長努爾·白克力在兩會期間接受採訪時表示，油氣體制改革方案已獲通過，發佈實施預計就在兩會後。屆時，國家發改委和國家能源局將研究制定勘探開採、管網運營等方面的配套檔，以及綜合改革試點方案和專項改革實施方案，積極穩妥開展試點工作。

石化行業油氣體制改革主要分為行業改革和央企混改兩部分。（1）行業改革：打破壟斷，引入社會資本。（2）央企混改：

石化央企對旗下業務重組、平臺整合。

行業改革：打破壟斷、管制放鬆。我們認為石化行業在油氣區塊、油氣進口權、油氣管網、油氣價格等方面將打破壟斷，引入民營資本，推進市場化改革，從而提升行業整體經營效率，實現資源的有效配給。石化行業壟斷打破將為民企及社會資本提供投資機會。

常規油氣區塊向民企開放。通過引入民營及社會資本進入上游油氣開採領域，合作開發、產品分成，一方面可以緩解上游油氣開採資本開支壓力；另一方面也有助於提升生產效率，促進油氣產量提升。

油氣進口權放開。目前原油進口權對民企的放開力度越來越大，2016年原油非國營貿易進口允許總量達8760萬噸，較2015年的3760萬噸大幅增長133%。同時未來原油期貨推出後，為增加原油期貨參與者，進一步放開油氣進口權將成為有效選擇之一；另外油氣進口權的放開也有助於解決地方煉廠原油供應，提升油品品質。

油氣價格市場化。我們認為目前成品油定價機制將進一步市場化，同時天然氣價格實現市場化定價。通過氣價市場化，可以進一步提升天然氣的經濟性，加快國內天然氣的快速發展，從而有助於實現“十三五”期間國內天然氣年均需求增長14%的目標。

油氣管網改革。管網改革涉及管網分離和協力廠商准入，通過油氣管網改革可以在一定程度上打破目前上中下游一體化壟斷經營的局面。

央企混改：專業重組、平臺整合。隨著民營資本的引入，石化央企自身也會推進改革，提升經營水準。“三桶油”對旗下資產進行專業化重組、平臺化整合將是改革的方向。通過實現單一業務板塊的整合重組上市，實現資產證券化，既減少了同業競爭、提升了效率，也有助於實現企業價值的最大化。“三桶油”旗下資產重組並上市有助於中國石油、中國石化、中國海油進行資產重估。

重點關注上市公司：（1）管制放鬆、打破壟斷。洲際油氣、新潮能源（油氣開採民營企業）、新奧股份、中天能源（天然氣全產業鏈佈局）、勝利股份（以特許經營權和加氣站等終端市場為發展方向）、通源石油（具備複合射孔技術油服企業）、中國石化、中國石油（混改有助於石化央企企業價值的提升）、國新能源、陝天然氣、金鴻能源（天然氣管道市場化改革有望受益）等；（2）專業重組、平臺整合。“三桶油”旗下尚未重組的上市公司中石化旗下泰山石油、四川美豐；中石油旗下大慶華科；中海油旗下山東海化。

風險提示：改革進度低於預期、原油價格回落。

有色金屬：鈷價繼續上行

根據百川資訊資訊，3月8日鈷價繼續上行，其中鈷酸鋰上漲12.33%，四氧化三鈷上漲4%，氯化鈷上漲2.54%，金屬鈷上漲2.41%。與2017年初相比，主要鈷產品漲幅均超過50%。

嘉能可是全球最大的鈷礦生產商，2016年全年共生產鈷原料28300噸，同比增長23%，約占全球鈷礦總產量的23%。嘉能可是否增產將成為鈷供給的關鍵影響因素。根據嘉能可2016年四季度生產報告給出的資料，2017年銅、鎳產出變化幅度不大，由此推測2017年嘉能可鈷產量將保持穩定。

2016年全球鈷消費結構中，電池占比為47%，新能源汽車的快速發展以及3C產品出貨量的穩定增長帶動了鈷需求的快速發展。在高溫合金、硬質合金等下游應用領域鈷需求保持穩定。無論是用於新能源汽車的三元材料還是用於3C產品的鈷酸鋰短期內都難有替代產品廣泛應用，所以我們預計鈷需求在2017年依舊會提高。

風險提示：下游需求不及預期。

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。