

宏觀經濟

市場的另一半：賣空—美股、港股、A股

核心結論：①美股融券餘量 129.2 億股，占自由流通股 5.8%，賣空交易規模較大，融券年化成本僅為 2% 左右，賣空策略多樣。②月融券賣出量 156 億股，占總成交量 5.6%，賣空交易占比較高。③A 股融券餘額 50.2 億元，占自由流通市值 0.02%，平均每日融券賣出額 5.7 億元，占 A 股成交額 0.14%，規模較小，主要用於 T+0 交易。融券年化成本 8.35%-10.60%。

美股：賣空交易規模較大、成本低、策略多樣。美股賣空歷史有 200 餘年，已相當成熟。美股賣空採用分散授信賣空模式，投資者直接向證券公司申請融券。賣空成本較低，融券成本（年化利率）僅為 2% 左右。2017 年 5 月 15 日，紐約交易所（NYSE）共 2535 檔股票，其中 2411 只可以做空，融券餘量 129.2 億股，占自由流通股 5.8%。從行業來看，融券餘量較多的行業有能源（25 億股）、非日常生活消費品（20.5 億股）、資訊技術（14.6 億股），融券餘量自由流通股比值較高的行業有能源（8.9%）、非日常生活消費品（8.4%）、醫療保健（6.7%）。賣空投資策略多樣，常見的有基本面分析、財務分析、技術分析、牛熊市大勢分析投資策略、市場中性投資策略、套利投資策略和統計套利投資策略等。

港股：賣空交易占比較高，金融股賣空交易活躍。港股賣空交易經歷 20 餘年，逐步成熟。港股賣空採用證券借貸集中市場模式，通過結算登記公司建立的交易平臺進行證券借貸。截至 2017 年 5 月 15 日，港交所共 2020 家公司，有 727 檔股票有過賣空交易記錄。2017 年 4 月月融券賣出額 1507 億元，占總成交額 16%，月融券賣出量 156 億股，占總成交量 5.6%，融券交易在港股交易中已占了比較明顯的比例。單日融券賣出額整體呈增加走勢。從行業來看，日融券賣出額較高的行業有金融（2.2 億股）、非日常生活消費品（1.5 億股）、資訊技術（0.9 億）。

A 股：做空規模小成本較高，多用於 T+0 交易。A 股賣空交易剛剛起步，2006 年開始試點。A 股賣空採取集中授信模式，半官方的證券金融公司是交易體系的核心。賣空成本較高，年化利率 8.35%-10.60%。A 股賣空市場規模較小，主要用於做 T+0 交易。截止 2017 年 5 月 15 日，滬深兩市兩融餘額 8823.06 億元，其中融資餘額 8772.9 億元，占自由流通市值（約 20.5 萬億元）4.28%，融券餘額 50.2 億元，占自由流通市值 0.02%。2017 年以來（至 5 月 15 日）平均每日融資買入額 348.7 億元，占 A 股成交額 8.38%，平均每日融券賣出額 5.7 億元，占 A 股成交額 0.14%。從行業角度看，融資餘額較多的行業有非銀行金融、房地產、醫藥。融券餘額較多的行業有銀行、非銀行金融、鋼鐵。

風險提示。各國金融市場大幅波動。

工業投資回落，經濟重新走弱

工業增速大降。4月工業增加值同比增速 6.5%，較3月大幅回落，印證4月發電量增速和PMI生產指標雙雙下滑。需求、價格雙雙回落，而庫存被動回補，令企業生產意願走弱。

投資增速小降。4月固定資產投資增速 8.3%，較3月小幅回落。三大類投資中，製造業投資大跌至 3.3%，是投資增速回落主因；基建投資微幅反彈至 17.4%，仍處高位；房地產投資上升至 9.8%，前期地產銷量高增對地產投資的帶動仍在持續。

地產需求降溫。4月地產銷量同比增速大降至 7.7%，較3月繼續回落。新一輪限購限貸政策疊加房貸利率回升，令地產需求繼續降溫。4月土地購路面積增速反彈，新開工面積增速基本持平，庫存去化順暢令房企拿地意願回升，新開工保持溫和增長。

可選拖累消費。4月社消零售名義、實際、限額以上零售同比增速分別為 10.7%、9.7%和 9.2%，均較3月回落。必需消費品增速漲跌互現，可選消費品漲少跌多，其中石油及製品反彈，汽車、家電、通訊器材回落，地產相關的傢俱和建材漲跌互現。

經濟高位回落。4月經濟資料全面走弱，前期驅動經濟回升的庫存週期已接近尾聲。5月以來地產銷量降幅收窄，但發電耗煤增速繼續下滑，經濟依然呈現緩慢下行態勢。

大市導航

建築：談融資利率上行對建築行業的影響

1) 成本加成的商業模式使建築行業受利率影響程度較小，但融資能力差異可加速競爭格局優化。成本加成是建築行業典型的商業模式，這使建築企業有著較強的成本轉嫁能力，因此從行業整體上看，利率上行對板塊影響並不大，比如 2011 年三季度以後融資成本下行，但建築企業的業績整體也處於下行趨勢中。但值得提出的是，由於信用評級不同，各企業的融資成本出現一定差異，進而影響訂單承接或專案利潤率等，融資利率上行有助於競爭格局優化。

2) 建築企業的“高負債率”被高估。2016 年建築板塊整體負債率為 77.63%，屬於全市場中負債率較高的行業，但值得注意的是，包括應付帳款、應付票據等在內的負債大多是合同期限內並且無需利息支付的債務，因此對建築板塊來說，有息負債（主要是指短期借款+長期借款+應付債券+其他

需要支付成本的流動負債)才是考量建築板塊對利率敏感性的標準，2016年板塊有息負債率約28.85%，遠低於表觀的負債率。當然只要有負債，利率上行對財務費用等還是產生一定壓力，但相對按照“負債率”指標測算，有息負債率要低很多。

3) 融資利率上行在一定程度上反映融資難問題，市場對PPP擔心忽略了業績預期的隱含假設。從某種程度上講，融資利率上行和融資難是同樣一個問題，市場部分投資者擔心PPP邏輯中一個很重要的宏觀背景是“資產荒”，而現在融資利率上行說明出現了“資金荒”。我們認為本次融資利率上行並非是基準利率上行或者準備金上行等政策引發，而是市場可能出現的暫時性流動性緊張，市場資產荒的長期邏輯依然沒變。短期的融資利率上行可能會影響部分存量PPP專案落地進度（主要是指已簽訂合同的專案、利潤率不高的專案等），但我們對PPP板塊的盈利預測已經隱含了“並非所有項目都能落地”以及“並非所有項目同時落地”的預期，否則市場對PPP相關公司的業績預期應該均在數倍式增長了。我們一直強調2017年是PPP訂單與政策共振之年，業績高增長的稀缺性是核心邏輯，目前看融資利率上行並未動搖這個核心邏輯。

風險提示：訂單推遲風險、回款風險、經濟下滑風險。

軟體：不斷超預期的英偉達，推薦英偉達產業鏈

1、人工智慧時代，進擊中的英偉達。5月11日，英偉達公佈2017年第一季度財報，一季度營收19.37億美元，同比增長48.43%；淨利潤達5.07億美元，同比增長158.67%。從業務部門來看，英偉達的四個分部門在第一季度均表現出超過100%的高增長。其中，最值得關注的是，資料中心部門增長近三倍，首破4億美元，相比去年同期1.43億美元增長了286%。英偉達的汽車業務（包括特斯拉使用的DRIVE PX2無人駕駛系統）的第一季度營收達1.4億美元，同比增長123.89%；遊戲業務（包括英偉達GeForce系列）營收為10.3億美元，占英偉達全部營收的53%。推薦英偉達產業鏈。

2、全球電腦行業推薦方向和標的。

(1) 人工智慧：英偉達強勁一季報，刷新股價歷史記錄，建議關注英偉達(NVDA.O)。

(2) 互聯網應用：廣告平臺的升級是陌陌實現用戶變現上的進一步舉措，有望充分挖掘視頻社交平臺的行銷潛力。建議關注陌陌(MOMO.O)、微博(WB.O)。

(3) 企業級軟體：中國軟體國際發佈年報，公司2016年營收67.83億元，同比增長32.3%，其中，服務性收入達65.74億元，同比增長36.1%。淨利潤達4.42億，同比增長57.9%。公司作為中國IT服務業龍頭，在數位化革命下積極升級IT服務模式，雲計算、大資料等新興業務也在加速推進，未來發展前景廣闊。建議關注中國軟體國際(00354.HK)。

風險提示：人工智慧產業發展低於預期的風險，海外市場波動和匯率調整。

建材：行業資料簡評

水泥：根據國家統計局公佈資料，1-4 月水泥累計產量 6.62 億噸，同比增長 0.7%，增速較 1-3 月提升 1pct；4 月單月水泥產量同比增長 2.4%，增速較 3 月單月提升 2.1pct。4 月產量增速提升一方面是 3 月中旬之後錯峰生產基本結束，供給端恢復，另一方面是受基數效應影響。從下游來看，地產投資維持高位，但基建投資增速繼續回落，整體需求不溫不火（我們跟蹤的龍頭企業出貨情況顯示：4 月需求環比 3 月基本持平）。

玻璃：1-4 月玻璃累計產量 2.68 億重箱，同比增長 6.4%，增速較 1-3 月提升 1.3pct；4 月單月玻璃產量同比增長 5.9%，增速較 3 月提升 0.9pct。產量高增長主因 2016 年下半年以來產能複產。因地產需求較旺，產量增長得到下游充分消化，目前廠商及社會庫存均仍處於低位。

地產：投資維持高位，銷售繼續降溫。1-4 月房地產開發投資同比增長 9.3%，增速較 1-3 月提升 0.2pct，再創近 2 年新高；1-4 月商品房銷售面積同比增長 15.7%，增速較 1-3 月繼續回落 3.8pct。

基建：1-4 月基建投資同比增長 18.21%，增速較 1-3 月繼續回落 0.47pct。分細項看，除公共設施管理業增速有所提升外，水利、道路運輸、鐵路運輸業投資增速較 1-3 月分別回落 2.2、0.1、7.3pct。

風險提示：投資超預期下滑，房地產持續低迷。

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。