

宏觀經濟

繁榮過度，物極必反？——金融、地產繁榮背後的隱憂

金融業過於龐大。過去的十年可以說是我國金融業飛速發展的時期，如果從近三年的年化增速來看，私募基金為 130%，基金子公司專戶 123%，基金公司專戶 74%，券商資管 51%，均在 50% 以上；基金公司公募增速 45%，信託 23%，保險 20%，增速也都遠高於 GDP 增速和 M2 增速。從宏觀角度看，我國金融業增加值占 GDP 比重 05 年時不足 5%，但截至 2016 年底，這一比重達到了 8.4%，而美國和日本這一比值的歷史高位分別在 7.7% 和 8.5%。

房地產膨脹更嚴重。2008 年以來，我國房地產增加值占 GDP 比重累計上升了 2 個百分點，相比之下其他國家反而穩中有降。如果考慮到間接效應，房地產對經濟影響要大得多。根據我們的測算，我國 1/3 的經濟與房地產有關。2016 年 6.7% 的 GDP 增長中有 2.4 個百分點是由廣義房地產行業拉動起來的，2016 年地產對 GDP 增長貢獻率高達 36%，而 2015 年貢獻率僅為 25%。

地產和金融盤根錯節。事實上，我國金融業和房地產是綁在一起的，共同主導著經濟走勢。首先，每 1 單位廣義房地產 GDP 可以拉動接近 0.2 單位的金融業 GDP，拉動幅度僅次於採礦業。其次，房地產相關行業貸款占全部貸款比重達到 34%，其發行的信用債存量占非金融信用債總量的近 50%。最後，“影子銀行”體系中，地產相關行業的融資也很多。

繁榮背後有風險。從各國經濟發展經驗來看，金融和地產共同繁榮的背後往往蘊含著危機。以日本為例，上世紀 80 年代“地產熱”疊加金融自由化，大量資金流入房地產市場。日本金融業增加值占 GDP 的比重從 1980 年的 3.3% 快速上升到 1989 年的 5.4%。但最終政策收嚴後，房地產泡沫破滅。美國 80 年代的儲貸危機，也是金融自由化和地產泡沫膨脹的結果。

繁華落盡歸何處？自去年四季度以來，房地產調控政策收緊，地產銷售增速從高點時的 56% 逐步下降至不足 10%。而房地產銷售增速要領先投資端 6 個月左右，所以不管房價調整與否，未來地產投資增速大概率會下降，經濟下行壓力會逐步凸顯。而金融去杠杆帶來的各種利率中樞的抬升，勢必會加速房地產市場調整和經濟下行。短期來看，穩增長壓力較小，去杠杆、防風險的政策預計不會放鬆。但隨著經濟下行壓力逐步體現，未來政策可能遇到兩難選擇。長痛還是短痛，我們拭目以待！

中美漂亮 50 對比

朝花夕拾：美股漂亮 50 行情的誕生、演繹及分化。①美股漂亮 50 誕生的背景是經濟邁入消費升級時代和市場估值中樞下移。此外，“電子熱”和集團並購化浪潮泡沫輪番破滅，投資者開始重視基本面。在泡沫破滅後美國證監會（SEC）也吸取教訓，加強市場監管，要求新股發行者至少獲得一家經美國證監會認證的機構評級，基金從業人員不能從事有關欺詐交易和操縱市場等行為。②漂亮 50 的走俏佐證從長期來看股市是稱重機，好股票用業績說話。短期股價波動受到市場情緒、流動性等因素影響，但長期看業績將是決定股價走勢的重要變數，漂亮 50 公司也不例外。③優質漂亮 50 公司的制勝法寶：

全球化戰略+品牌化經營。1990s 年代以資訊技術革命為中心的高新技術迅猛發展，衝破地理位路的局限，推動全球經濟進一步走向融合，企業進行全球化戰略為大勢所趨。優質的品牌代表著高品質和信任感，在企業進行國際化經營時，優質的品牌往往是加分項。

繼往開來：A 股掀起漂亮 50 行情。①在經濟轉型期，消費升級正在進行中。四大因素驅動本輪消費升級加速：一是人均 GDP 邁過拐點，二是基建的消費效應出現，三是管道下沉和產業轉移，四是人流和消費傾向變化。②在震盪市中，投資者追求更好的估值和業績匹配度。究其根本原因有三：一是散戶占比下降，絕對收益類資金快速增長；二是中小創絕對估值高企，估值中樞下移壓力大；三是中小創淨利增速放緩，主機板淨利增速回升。③監管層加強管理，引導市場向價值投資回歸。自 2016 年新任證監會主席上任後，其所宣導的依法監管、全面監管、從嚴監管的全新監管理念開始根植於市場。

監管層相繼對借殼上市、定增發行進行嚴格規定，還強化退市執行力度，加快 IPO 發行速度。A 股風格也在悄然發生變化，市場對概念股、次新股、殼資源等投機炒作之風得到抑制，業績穩定增長的白馬股更受追捧。

探驪得珠：A 股漂亮 50 在哪裡？尋找中國的漂亮 50 公司，關鍵是要找到國內具有發展潛力的自主品牌。①我國自主品牌正在崛起，酒類、家電、傢俱、院線、社交平臺、電商、金融等領域湧現品牌龍頭。具體如貴州茅臺市值 753 億美元，全球最大酒類公司帝亞吉歐為 825 億美元，兩者非常接近；格力電器、美的集團市值分別為 289、335 億美元，而海外家電龍頭飛利浦、惠而浦分別為 328、136 億美元。②我國其他大部分行業龍頭市值規模與國際龍頭相比差異較大，還處於發展初期階段。在日用家化方面，作為全球最大的日用品公司寶潔的總市值為 2214 億美元，而國內家化龍頭上海家化僅為 28 億美元。此外，我國某些領域還未出現形成具有競爭力的龍頭企業，如美國軟體龍頭微軟、連鎖速食龍頭麥當勞、飲料大王可口可樂，對於這些領域而言，中國自主品牌還有更長的路要走。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑。

大市導航

金融：價值轉型將加速，理財型業務增長受限——保監會最新理財型產品政策點評

1、保監會發佈《關於規範人身保險公司產品開發設計行為的通知》，鼓勵發展終身壽險和健康保險等保障型產品，並對理財型保險產品施加了進一步的限制：

主要限制政策 1：“兩全保險產品、年金保險產品，首次生存保險金給付應在保單生效滿 5 年之後，且每年給付或部分領取比例不得超過已交保險費的 20%”。

主要限制政策 2：“保險公司不得以附加險形式設計萬能型保險產品”。

執行時點：保險公司需在 2017 年 10 月 1 日前完成自查和整改。

對於各類保險產品的定位：1) 定期壽險和終身壽險產品應重點服務於身故風險的保障規劃；2) 長期年金保險產品應重點服務於長期生存金、長期養老金的積累；3) 健康保險產品應重點服務於看病就醫等健康保障規劃，並不斷提高保障的覆蓋面。

2、主要限制政策 1 的具體影響：主力理財型產品均需進行更新換代。當前市場上兩全險和年金險等理財型產品的首次生存保險金給付一般均在保單生效滿 1 年或 3 年之後，因此幾乎所有理財型產品均不滿足“5 年之後”的政策規定。當前的產品必須在 2017 年 10 月 1 日前完成更新換代，新產品由於生存金給付（即保費返還）時間後延，其銷售難度會增加。

3、主要限制政策 2 的具體影響：公司將無法再通過附加萬能險來促進主險的銷售。目前保險公司開門紅期間對於理財型產品的銷售方式一般是“分紅型或傳統型的兩全險或年金險+附加萬能險”，通過附加萬能險較高的結算利率來提升保險組合的吸引力，從而促進主險的銷售。這種銷售方式的叫停同樣會增加理財型產品的銷售難度。

4、綜合影響：降低理財型業務的新單保費增速，進一步提升保障型業務占比和新業務價值率，促進保險公司的價值轉型和死差改善的進程。1) 監管新政會增加理財型業務的銷售難度，從而抑制 2018 年開門紅及全年的新單保費增長。但限制政策對於中小保險公司的影響程度遠大於上市保險公司，可減少行業的競爭程度。2) 理財型業務的新業務價值率相對較低，在健康險等保障型業務快速增長的情況下，對於 NBV 的負面影響有限。中國平安 2016 年年報披露長期保障型業務的新業務價值率高達 82.9%，遠遠高於長交理財型（31.0%）和短交理財型（15.3%）的水準。因此相同規模的長期保障型首年保費帶來的 NBV 分別是長交理財型和短交理財型的 2.7 倍和 5.4 倍。因此保障型業務占比的增加能夠大幅提升新業務價值率，對於 NBV 增長起到長期的支撐作用。

5、監管新政抑制保費增長，但極大地強化了價值轉型進程。上市保險公司利率上行與價值轉型邏輯依然成立且逐步驗證。

目前股價對應中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險 2017 年 PEV 為 1.02、1.02、0.92、1.03 倍，推薦。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

傳媒：看好傳媒反彈機會，推薦遊戲台塊，精選影視個股

1、本周以來傳媒指數整體上漲 2.7%，同期上證指數上漲 0.46%，創業版指上漲 2.5%，昨日傳媒板塊領漲，已經呈現明顯的相對收益。Q1 傳媒板塊機構整體低配，且估值處於底部區間，我們觀察到近半個月以來雖然大盤有所調整但板塊已經呈現較強抗跌性，本周開始出現明顯反彈跡象。我們板塊“低配+底部”帶來“抗跌+成長”，看好傳媒反彈行情，而反轉尚需觀察。

2、板塊方面看好估值消化多、增速好、確定性高的遊戲和影視。推薦年報季報高增長、全年業績確定性強的遊戲龍頭（完美世界、三七互娛、遊族網路、中文傳媒）；影視方面則看好在進口片帶動下 Q2 及下半年的票房反彈，主推（萬達院線、中國電影、慈文傳媒）。自下而上選取前期超跌且具有一定行業壁壘的公司（視覺中國、分眾傳媒）。

風險提示：行業增速下滑風險，單項目表現不及預期，市場競爭趨於激烈。

金屬材料：短期金價反彈，關注估值回落幅度較大標的

金價短期反彈，1) 6 月美聯儲加息利空正逐步消化，利空影響減弱；2) 東亞地緣政治風險持續發酵，避險情緒提升；3) 英國大選臨近，或成為金價下一個支撐要素。我們認為中期而言，金價反彈有限，6 月加息預期強，金價仍在下行通道裡。

我們長期看好貴金屬價格上升。貴金屬板塊估值已經大幅回落，目前建議關注估值已回落的公司。

合規提示：約定購回持有盛達礦業 2.2141%。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

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。