

## 債券

### 縮表之變

#### 美國式縮表：聯儲資產負債表收縮

美聯儲資產負債表擴張源自三輪QE，以購買長期國債和MBS為主。近期討論縮表的理由主要是目前已接近充分就業，失業率接近自然失業率，長期維持低利率會推升通脹和經濟過熱風險。然而，美聯儲資產負債表大幅擴張並沒有帶來金融機構資產規模擴張，美國商業銀行資產擴張較為溫和，2008年金融去杠杆之後，資產規模增速一直維持在個位數增長。

#### 中國央行資產規模維持，而非銀擴張迅猛

中國央行資產負債表變動影響因素眾多，過去幾年受外匯占款影響呈現被動擴張和收縮的局面，從2016年開始央行通過創設流動性工具來對沖外占減少，央行資產負債表規模也基本保持小幅波動，並沒有明顯趨勢。

而金融業資產規模呈現爆發式增長態勢。非銀機構資產擴張：央行向商業銀行投放流動性，商業銀行資產端不斷擴大同業業務，對接其他銀行和非銀機構，直接或間接增加非銀規模。銀行表內擴張：中小銀行通過發行CD來擴充負債端，資產端大量對接同業業務來擴表。銀行表外擴張：發行表外理財產品，委外加杠杆或者是資管部直接投資。

#### 中國式縮表：銀行同業和理財業務規模收縮

對銀行同業業務的監管包括：針對資產端的MPA廣義信貸考核、1104報表要求同業資產底層穿透、46號文對同業空轉套利監管，目前對於同業資產穿透和套利還處於自查階段，後續還有現場檢查，在強有力監管約束下，同業資產大幅擴張難以為繼。對負債端CD的監管，還沒有實質性措施出臺，但5月以來CD供需均弱，後續即便沒有專門對CD的監管出臺，CD也很難回到過去爆發式增長的道路上去，而中小銀行發行CD去對接同業理財放杠杆的鏈條也很難順暢運轉，金融機構擴表將告一段落。

對銀行理財業務的監管包括：46號文中對理財空轉套利監管、2016年頒佈的《商業銀行理財業務監督管理辦法徵求意見稿》、2017年5月《關於進一步規範銀行理財產品穿透登記工作的通知》，意味著有一些底層資產可能無法滿足理財投資要求，此外，按周填寫全部底層資產負債狀況，不得按比例拆分登記。這意味著理財委外將面臨更多限制，後續理財規模增長或繼續放緩。

#### 監管態度有所調整，金融安全是底線

近期金融穩定的言論從最高層逐步往下傳遞：從政治局會議習主席“金融穩經濟穩”的言論到新華社連發七篇文章落實習主席金融安全重要講話精神，再到央行一季度貨幣政策執行報告中強調金融監管協調，有機銜接監管政策出臺的時機和節奏，穩定市場預期。近期銀監會就重點工作與市場溝通中對去杠杆態度較之前略溫和，一行三會在加強監管協調，金融安全是底線。

## 監管拐點晚於基本面拐點

債市拐點來源於監管、貨幣政策和基本面拐點，目前基本面拐點已經出現，但監管和政策拐點短期難現。關注監管政策效果：一、債市狹義杠杆率、質押回購的日成交量和存量餘額；二、理財規模增長速度；三、同業存單發行量變動情況；四、中小銀行資產規模增速變動。

從交易角度看，2017年是監管年，年底之前債市將處於“監管加強—債市調整—監管緩和—債市反彈—監管再度加強”的迴圈當中，很難出現趨勢性機會，對於交易盤而言，波段節奏較難把握，小心駛得萬年船，抄底仍需耐心。

從配置角度看，目前利率債收益率水準不管是從銀行資產比價還是歷史比較角度看，已經具備配置價值。對於配置盤而言，基於對於監管視窗期的判斷，未來幾個月都將是較為舒適的配置時間視窗，建議適當關注長久期券的配置。

## 策略

### 誰是主角：資金？盈利？

核心結論：①回顧歷史，股市的主角動態變化，幾次牛市更明顯，96/1-01/6、14/7-15/6是資金，05/6-07/10、08/10-09/8是盈利。②2014年來市場主角已經切換兩次，14-15年牛熊主要源於資金，16年1月底步入震盪市，主角從資金切回盈利。③今年背景類似2013年，盈利改善消化資金略緊，仍是震盪市，核心是結構。持有一線龍頭股，中期看好金融。

回顧歷史：股市主角動態變化。市場是科學和藝術的結合。從科學的角度看，我們在之前《海內外牛市基因探秘1-3》中曾以DDM模型為框架系統的回顧了二戰後美、英、德、日、香港、臺灣、A股歷史，提出影響市場的三個核心變數分別是流動性、企業盈利、制度和政策（風險偏好）。但從藝術的角度來看，在不同階段三個變數對市場的影響權重不同。如96/1-01/6、14/1-15/6的牛市主要受資金面的影響，而05/6-07/10、08/10-09/8的兩輪牛市主要受基本面影響。在不同的市場階段，資金面、基本面、風險偏好變化的劇烈程度不同，引發市場主角動態變化。

2014年來市場主角已經切換兩次。2014年市場主角從基本面切換到資金面。2014年上半年牛市前期，市場普遍擔憂經濟失速，整體情緒悲觀，忽視了貨幣環境的變化。2016年，市場主角從資金面切換回基本面。從2016年1月至今，十年期國債收益率上漲80BP左右，而上證綜指的中樞則從底部的2638漲至了3000點左右，核心源於基本面改善。

盈利的主場無需過分擔憂資金。2016年以來上證綜指的中樞抬升核心邏輯是基本面改善。盈利改善的趨勢仍在延續，我們預計2017年A股淨利潤同比有望回到兩位數增長。盈利的回升源於兩個力量，改革轉型帶來盈利週期的復蘇以及行業結構的變化。目前的資金面變化類似2013年，主要是金融監管加強導致的資金面階段性緊張，需要繼續跟蹤政策落地情況，無需過分擔憂。近期發生的倒春寒正是源于金融監管對資金面的影響。市場回檔空間有限，但需要時間消化，成交量和換手率等情緒指標也顯示調整需要時間，耐心等待。展望中期，中樞抬升的震盪市未變，核心邏輯是基本面改善。中小創方面，13年的結構性行情源於盈利開始好轉，估值處於歷史底部，而目前中小板和創業板PE（TTM）仍然較高，分別為41倍、52倍，需要通過時間來消化

估值。當前要保持耐心，展望全年則堅定信心。我們認為，A股進入二維投資時代，消費升級+主題週期+價值成長，選業績增長確定的一線龍頭股。放長點看下半年，重視金融股。

風險提示：經濟超預期下行風險、信用危機爆發風險。

## 大市導航

### 石油化工：油氣體制改革：打破壟斷，央企改革

油氣體制改革方案印發。中共中央、國務院印發《關於深化石油天然氣體制改革的若干意見》（以下簡稱《意見》，部署八個方面重點改革任務：（1）完善並有序放開油氣勘查開採體制。（2）完善油氣進出口管理體制。（3）改革油氣管網運營機制。（4）深化下游競爭性環節改革。（5）改革油氣產品定價機制。（6）深化國有油氣企業改革。（7）完善油氣儲備體系。（8）建立健全油氣安全環保體系。

我們認為油氣體制改革主要分為兩部分：（1）管制放鬆、打破壟斷。改革將覆蓋油氣全產業鏈，主要將在油氣區塊勘探開採、油氣進口權、油氣管網及儲備設施等基礎設施建設、油氣價格等方面引入民營及社會資本，推進市場化改革。（2）央企改革。民企進來後，央企要主動改革以應對調整與競爭。因而央企會主動進行混改，改革方向為：專業化重組，平臺化整合。

行業改革：打破壟斷，管制放鬆。石化行業改革將主要在油氣區塊、油氣進口權、油氣管網、油氣價格、油氣儲備等領域引入民營和社會資本，推進行業市場化進程。石化各領域引入民營及社會資本的試點已在前幾年逐步展開，未來在《意見》的指導下，石化行業的改革將進一步深入。

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：我們認為有兩點值得關注。意見中明確提出：（1）推進非居民用氣價格市場化，進一步完善居民用氣定價機制。（2）國有油氣企業專業化重組整合。

天然氣產業鏈改革值得重點關注。《意見》指出，推進非居民用氣價格市場化，進一步完善居民用氣定價機制。加強管道運輸成本和價格監管，按照准許成本加合理收益原則，科學制定管道運輸價格。未來我國天然氣價格改革將遵循“管住中間、放開兩端”的原則，即管輸費實行指導價，上游井口價、下游門站價實現市場化定價。隨著氣價改革的深入天然氣產業將獲得發展良機。

國有油氣企業的重組整合。《意見》指出，支援工程技術、工程建設和裝備製造等業務進行專業化重組，作為獨立的市場主體參與競爭。2015年，中國石化完成對旗下油田服務及油氣設備類資產的專業化重組整合並上市；2016年中國石油完成對旗下工程建設、金融業務的專業化重組整合並上市。在石化行業體制改革方案出臺後，石化央企混改將進一步推進。

關注上市公司：（1）管制放鬆、打破壟斷。新潮能源、洲際油氣（油氣開採民營企業）、新奧股份、中天能源、勝利股份（受益於天然氣改革與發展）、榮盛石化、桐昆股份、恒力石化、恒逸石化（受益於油氣進

口權的放開）、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）、厚普股份、華信國際（受益於油氣儲備體系的發展完善）等；（2）專業重組、平臺整合。中國石化、中國石油（混改有助於石化央企企業價值的提升）、“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：原油價格大幅波動，改革進度不及預期。

## 商業貿易：配置價值成長龍頭，重視傳統改善的彈性

【首推永輝超市】永輝超市年初至今漲40%，超額收益顯著，市場也逐漸認識到公司逆勢超預期成長內因，其供應鏈整合、合夥人機制&管理流程變革，以及業態創新等綜合能力已達新的臨界點，疊加產業加速變革共振，永輝迎來了提升市場份額、增收更增效的價值成長階段。我們預計，短期二季度同店及總收入&利潤再超預期的概率較大。

【轉型領先者和新模式】從產業變革和龍頭價值邏輯出發，A股中我們還看好：①轉型龍頭天虹股份和蘇甯雲商；②新業態新服務：青島金王，中百集團、東百集團、江蘇國泰等；其中重點看好蘇甯雲商和青島金王。

【重視傳統改善機會】當前市場對國資零售商關注度低，但該類公司在低估值和弱復蘇構築的安全邊際之上，國改可望實質推進，帶來充足的改善和轉型彈性，可積極佈局，優選合肥百貨、銀座股份、百聯股份等。

風險提示：消費持續疲軟；國企改革不達預期；轉型創新進度不確定。

## 紡織與服裝：消費、出口雙回暖，強化確定性邏輯

### 1、 服裝社零銷售回暖，品牌服飾二季度繼續保持良好增長勢頭

2017年4月份整體社零資料改善，服裝零售資料向好。服裝品類中，限額以上服裝鞋帽針紡織品類零售4月同比增長10.0%，較上年同期提高2.7個百分點，為2015年8月以來該增速首次達到10%。同時，4月份全國50家重點大型零售企業零售額同比也實現了較高的5.5%增長，增速高於上年同期2.4個百分點。從公司角度看，4Q16終端零售企穩後，2Q17有望延續良好增長勢頭，建議關注：1）歌力思，主品牌延續一季度高增長，專注提升產品設計能力，保持在國內女裝品牌中名列前茅的地位；2）海瀾之家，受益終端零售情況轉好，同時公司控制首單訂貨水準，加大補單比例，通過提高售罄率改善銷售；3）朗姿股份，在高端女裝回暖的背景下，上年低基數帶動2Q17增幅明顯；4）九牧王，終端零售改善，管道庫存逐步清理，加盟商提貨意願提升。

### 2、 出口資料向好，建議關注高出口比例、估值合理、高景氣度棉紡板塊。

2017年1-4月份我國紡織品服裝累計出口764.88億美元，同比增長2.13%。其中，紡織品出口330.82億美元，同比增長1.86%，服裝及其附件出口434.06億美元，同比增長2.35%。

我們認為海外經濟回暖、人民幣貶值是出口改善的兩大主因。

出口型企業通常在3、4月份確立全年意向訂單，有長期合作關係的客戶會在上半年與企業協商，安排全年生產計畫，這個階段也是觀察全年訂單情況的視窗期，由此我們認為2017年全年出口情況或較上年有所改善，

建議關注出口比例較高的企業：健盛集團（出口比例：80%）、嘉欣絲綢（出口比例：69%）、申達股份（出口比例：69%）、孚日股份（出口比例：66%）、魯泰A（出口比例：68%）、聯發股份（出口比例：63%）；另外，以跨境出口B2C為主業的跨境通（出口比例：94%），下游客戶為歐美消費者，也受益於海外經濟復蘇和人民幣貶值。

同時，基於我們2017年以來關注低估值、真成長的推薦邏輯，進一步篩選出有一定出口比例，同時2017E PEG < 1的標的：跨境通（出口比例：94%，17E PEG：0.62）、孚日股份（出口比例：66%，17E PEG：0.98）、百隆東方（出口比例：40%，17E PEG：0.89）、新澳股份（出口比例：36%，17E PEG：0.95）、華孚色紡（出口比例：35%，17E PEG：0.52）。

我們強調看好棉紡板塊的邏輯：1）內外棉價差持續維持窄位，內棉、內紗成本優勢凸顯；2）人民幣貶值帶來出口形勢改善；3）優質製造下游為國際品牌服飾，率先受益於全球經濟回暖。基於以上篩選，我們推薦華孚色紡、新野紡織、百隆東方。

風險提示：終端持續低迷，並購整合低於預期，原材料價格大幅波動。

## 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。