

2017年6月1日

銷售部 - 投資策略

宏觀

PMI 短期走平，經濟緩慢下行——17年5月全國製造業PMI資料解讀

PMI 綜合：5月全國製造業PMI走平為51.2%，雖然仍在榮枯線上，但已回落至16年10月水準，指向製造業景氣仍偏弱。主要分項指標中，需求平、生產降、庫存穩、價格降。二季度以來經濟增長放緩，4月工業企業收入、利潤增速雙雙下滑，而5月製造業PMI短期走平，供、需、價平中有降。從中觀行業看，5月以來下游需求依然低迷，中游生產繼續降溫，均表明經濟正從沖高回落轉為緩慢下行。本輪庫存週期應已接近尾聲，未來隨著需求的回落，經濟仍會繼續減速。

需求：5月新訂單持平為52.3%，新出口訂單微升至50.7%，指向內外需整體平穩，不瘟不火。結合積壓訂單上升、採購量下降，未來需求或穩中趨降。

生產：5月生產繼續回落至53.4%，印證5月發電耗煤增速繼續下滑至11%，指向工業生產擴張繼續放緩。

價格：5月原材料庫存略反彈至48.5%，產成品庫存降至46.4%。需求平穩、生產降溫，令原材料庫存回補乏力、產成品庫存去化。

庫存：5月原材料購進價格跌破榮枯線至49.5%，創16年2月以來新低，印證5月港口生資期貨價格環比下滑，預測5月PPI環比下跌0.2%。

有沒有縮表，啥時候結束？——講述央行商行報表背後的故事

今年2、3月份中國央行資產規模連續收縮，引發市場對央行縮表的猜想，但央行之後進行了澄清。到底該如何理解央行和商業銀行資產負債表的變化？金融去杠杆怎樣影響實體經濟？未來經濟和貨幣政策走勢又將如何？

央行主動控表，銀根變相收緊。15年被動縮表，“雙降”刺激經濟。進入21世紀以來，我國央行資產負債表唯一的一次持續收縮發生在2015年，當年降幅高達2.7萬億。但2015年的縮表主要是外匯占款下降引起，央行其實是被動的。不過面對經濟的下行壓力，央行在2015年連續4次全面降准、5次降息，提高了貨幣乘數，2015年反而是中國貨幣大寬鬆的一年。17年主動控表，不降准等於緊縮。2017年2、3月份央行資產負債表規模下降了近1萬億，而外匯占款的降幅卻很小。正常情況下，如果經濟在增長，那麼需要的貨幣量也會增加，所以央行要麼增加基礎貨幣供給，要麼降准提高貨幣乘數。在當前保持法定存准率不變的情況下，央行年初至今逆回購、MLF、PSL等操作存量基本走平，增速相比去年大幅下降，說明央行在主動控制資產負債表的增長。此外，7天期SHIBOR利率從2.5%飆升到接近2.9%的水準，金融機構超儲率下降至1.3%的歷史低位，也說明貨幣政策在變相緊縮。

商行：壓制的不僅是同業，還有信用！央行去杠杆、緊貨幣對商業銀行產生了哪些影響呢？首先，銀行業資產負債表擴張的速度在放緩。截至17年4月底，銀行業資產同比增速從去年底16%降至13%，南京、寧波、光大、民生等銀行資產同比增速均有下滑，中信銀行總資產相比去年底減少了1800億。從結構上來看，同業業務受到壓制，增速下降。銀行業同業債權同比增速從去年四季度的20%以上降至當前的11%。一季度大型銀行同業資產增幅不足800億，相比去年四季度的7300億明顯放緩，金融業內部加杠杆行為正受到抑制。另一個不容忽視的結構變化是，銀行業對實體經濟提供的信用增長也受到抑制。在各部門中，除了對居民部門的債權增速還處於25%的高位外，對非金融機構債權的增速從去年底的10%以上降至不足6%，對政府債權從80%以上降至不足40%。如果考慮到銀行業通過非銀機構向實體放貸，企業部門從銀行體系獲取的信用被壓制得更多。

經濟將會承壓，去杠杆何時結束？在金融去杠杆、貨幣緊平衡的背景下，社會融資增速受到壓制，而貨幣是決定中國經濟運行的最核心指標，從融資到經濟通常存在1個季度左右的滯後期，這意味著下半年中國經濟存在較大的下行風險。去杠杆何時結束？由於金融部門負債率等於負債/GDP，要降低金融負債率，我們認為有兩個目標：一是降低金融部門債務擴張的速度，使得其與GDP名義增速大致接軌，這意味著去杠杆的短期目標是使得銀行總資產增速降至10%的GDP名義增速附近，截至4月末中國銀行業總資產增速已降至13%左右，按照目前的速度，大約還需要3-6個月時間降至10%左右。第二是債務減記，也就是出現金融機構的破產，將政府信用和金融機構切割。在過去幾年隨著利率市場化的推進，中小銀行、保險全面崛起，但其發展壯大依靠的並不是更有效的投資，而是高息舉債，假借金融機構不能倒閉的國家信用，把金融資源投向高風險的房地產領域，製造了巨大的泡沫。因此，為了實現中國金融資源的有效配置，必須補上利率市場化的最後一個環節，亦即金融機構的破產，將政府信用和金融機構切割開來。美歐經濟復蘇以及日本長期停滯的差別就在於前者放開銀行倒閉，而後者一直兜底銀行，導致金融市場始終無法出清。

策略

上周資金淨流出 1003 億

上周資金淨流出 1003 億。其中資金流入方面，上周銀證轉帳變動淨額減少 895 億，融資餘額減少 128 億，公募基金新發行 31 億，滬股通規模增加 6 億，深股通規模增加 28 億。資金流出方面，IPO 融資規模 14 億，產業資本淨增持 11 億，交易費用為 43 億。前一周資金淨流出 4 億，從 16 年 2 月份以來資金流入流出整體平穩。

市場情緒略有升溫。上周年化換手率約 192%，前一周為 188%。上周成交量均值為 324 億股，前一周為 314 億股。上周融資交易占比 7.7%，與前一周持平。上週末股指期貨前十位多空持倉比 0.94，較前一周上升。根據 WIND 資料測量，截止上週五股票型基金倉位 79.4%，較前一周下降。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

行業點評

傳媒：推薦盈利能力最強的遊戲標的

推薦標的：在減持新政推出下，有些公司短期的利空因素消失，板塊業績表現更為重要，因此我們選股策略上也會更加重視基本面/產業層面的因素。我們上周走訪了美國好萊塢華納兄弟、環球影視、派拉蒙等影視業巨頭以及 technicolor、framestore 等光影技術先鋒的調研，並有幸能與好萊塢頂級製片人 Lorenzo（代表作包括變形金剛系列、駭客帝國、RED 等等）深入探討美國影視行業的運作與發展，在全球標的對標下，我們推薦盈利能力最強的遊戲標的完美世界、推薦現金流比較穩定、估值底部區域的院線標的萬達院線。

萬達電影推薦邏輯：電影行業二季度回暖；院線龍頭 17 年業績預計 18.5 億，當前 34 倍估值，歷史底部，回檔深；更名萬達電影，集團資產注入預期強。

完美世界推薦邏輯：1) 國內最完整的影視+遊戲巨頭，IP、人才等資源優勢顯著，充分享受行業集中度提升的紅利；2) 遊戲占比超 70%，核心手遊產品誅仙流水穩定，預計今年遊戲業務有望維持超 30% 的增速，影視業務增速 25% 左右，維持穩健增長；3) 後續公司有 CS:GO、完美世界、武林外傳等大 IP 產品上線，看好後續產品表現；4) 預計 2017 年實現淨利 15.07 億。

皖新傳媒推薦邏輯：1) 業績保持高增長。預期下半年還將做 Reits，全年業績增速或將超 30%。2) 實體辦學佈局進程提速，今年有望佈局第二所學校，預計未來 3-5 年將佈局 20 所學校，業績體量有望達 5 億，成為 A 股辦學第一股。3) 大股東增持等。

風險提示：傳媒行業公司定增解禁，減持預期，業績對賭不達預期等風險。

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。