

2017年7月13日

銷售部 - 投資策略

宏觀

信貸依然多增，貨幣難言寬鬆

①債券、非標疲弱。

6月新增社融總量1.78萬億，同比多增1283億，環比多增7000多億。其中對實體貸款新增1.45萬億，同比多增1300億；表外融資仍舊偏弱，信託貸款小幅升至2500億，但委託貸款、票據融資依然負增；信用債淨融資繼續負增長。債券、非標融資低迷，表內貸款仍是社融增長主要支撐。

②信貸增速仍高。

6月新增金融機構貸款1.54萬億，同比多增1533億。其中居民中長貸回升至4800億，但低於去年同期水準，我們認為未來或難以持續；6月地方債發行5100億，債務置換對信貸仍有衝擊，但由於對表外融資的替代，非居民中長貸增長5200億。

③M2再創歷史新低。

儘管6月財政存款投放明顯多於往年同期，但債券和表外融資增速均偏弱，M2同比增速繼續降至9.4%，再創歷史新低，顯示貨幣創造活動大幅放緩。6月M1增速繼續回落至15%，主要仍受地產銷售降溫、金融去杠杆影響。

④貨幣難言寬鬆。

6月信貸和社融同比小幅多增，助於經濟短期穩定，我們認為上半年GDP增速有望保持在6.8%高位，遠超6.5%的全年目標。而經濟穩定為釋放金融風險提供了有利的時間視窗，金融去杠杆應未結束。此外信貸超增增加銀行資本壓力，加之7月上旬央行大幅回籠貨幣，中下旬面臨巨額財政繳款壓力，貨幣短期難言寬鬆。

固定收益

美債怎麼了？——從“格林斯潘之謎”再現到“削減恐慌”重燃

近期美債呈V型走勢

上半年格林斯潘之謎再現。04-06年的加息週期中，中長期美債收益率明顯下行，這一現象被稱為“格林斯潘之謎”。17年上半年美聯儲加息2次，但同期10Y期國債收益率下行14BP，並在6月兩度觸及2.14%的低位，創2016年11月以來新低。

半年末“削減恐慌”重燃。6月末歐央行行長德拉吉轉鷹，市場擔憂類似13年的“削減恐慌”重現，主要國家債券收益率大幅上行。6月27日至7月10日，德、英、美、日10Y國債分別上行31、27、24、4BP，其中德國十年期國債創16年1月中旬以來新高，而日本國債上行幅度較小主因日央行態度仍偏鴿派。美股美債從同漲到同跌。上半年美股美債出現同漲的背離局面，當大家在困惑這種局面以美股下跌還是美債下跌結束時，6月末美債收益率大幅走高，同期美股震盪小跌，道指走平、標普和納斯達克指數分別下跌0.5%和1.1%。

上半年美債為何下行？

首先，經濟通脹短期走弱。美國經濟整體復蘇，但一季度GDP增速大幅下降；就業資料整體向好，但參與率仍在低位徘徊，其中3月和5月美國新增非農資料遠低於市場預期；通脹方面，核心PCE同比從1月的1.78%持續滑落至5月的1.39%，仍處於目標值以下；5年期通脹指數國債隱含的通脹預期從2月的1.9%降至6月末的1.6%，美聯儲6月議息會議也下調了通脹預測。

其次，特朗普政策推進不及預期。3月以來，特朗普新政推進阻力重重，共和黨內部仍有分歧，兩黨之間的談判也不確定，市場對其執政能力產生擔心。醫改法案受阻，稅改計畫被認為缺乏細節，通俄門事件使得政策推進擱淺，基建計畫能否通過及配套資金來源均存在較大的不確定性。6月底IMF下調了美國經濟增長預期，主因特朗普財政刺激政策存在不確定性。

最後，海外投資者增持美債。1季度海外投資者增持美國國債近900億美元，結束了16年下半年的減持狀態。供給方面，債務上限約束下，上半年美國2~10年期國債淨發行量為547億美元，僅為16年同期淨融資額的六成。本輪收益率反彈能持續嗎？

歐美英：就業改善，通脹分化。本輪美債下跌始於歐、英央行轉鷹，未來美債德債走勢還是看央行政策，貨幣政策還是要看通脹和就業情況。具體來看，歐元區就業改善，但通脹仍低；英國就業通脹資料均改善；美國6月資料改善，但通脹預期未見抬升。

貨幣政策由分化轉為趨同？上一輪美國加息週期（04-06年）主要國家貨幣政策先分化後趨同，本輪是否會重演上一輪的分化後趨同的表現呢？我們認為，美國加息穩步推進且縮表提上議程，歐、英、加央行偏鷹派，但英央行內部分化，歐元區偏弱的通脹是制約，因此歐元區緊縮還遠未到落實階段。另外，日本貨幣政策依然寬鬆。因此全球主要央行貨幣政策難言趨同，但須警惕鷹派央行邊際收緊的影響。

對我國的影響？

一方面，近期美債利率上行導致中美利差再度縮窄至120BP，略低於2011年以來的利差中位數和均值（138BP和133BP），國內利率下行空間受到制約。另一方面，美元承壓減輕人民幣貶值壓力，國內貨幣政策的調整空間得到一定釋放。但展望後市，美聯儲加息縮表仍在按照預期推進，而特朗普效應也有可能觸底反彈，要警惕美元見底回檔，使人民幣匯率再次承壓。一旦匯率壓力增大，勢必會限制貨幣政策的放鬆空間，債市仍存海外風險。

策略

多頭市場的擴散效應

①我們從4月底開始看好金融，核心邏輯是：第一，低估，銀行和非銀金融PE和PB均處於歷史低位。第二，低配，公募基金對金融的配置比例處於歷史低位。第三，基本面預期會改善。近期金融表現好源於第三個邏輯發酵，6月PMI超預期、週期價格上漲說明經濟基本面較好，券商6月經營資料環比也明顯改善。

②我們認為，資金面和基本面預期引起的情緒波動導致震盪市起落，目前情緒指標僅從低位略回升，多頭格局不變、中間小波折不足慮。

③一九正在向三七擴散，橫向是從白酒家電到金融週期，縱向是從500億以上到以下。持有消費白馬和金融等一線價值，看好二線價值成長和國企改革，如廣東鴻圖、星網銳捷、烽火通信、新大陸、長春高新、蘇文科、榮盛石化、華魯恒升、中國巨石等。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑、改革進程緩慢、匯率貶值。

行業點評

交通運輸：業務量增速回穩，用戶申訴率創六年新低

國家郵政局發佈《2017年二季度中國快遞發展指數報告》。二季度全國快遞業務量約完成98億件，同比增長31.3%，日均快件處理量超過1億件，人均快件使用量為7.1件。二季度全國快遞業務收入預計超過1200億元，同比增長27.6%，是同期國內生產總值增速的4倍。2017上半年完成快遞業務量174億件，同比增長31.4%，實現快遞業務收入約2186億元，同比增長27.5%。

上半年快遞日均單量實現0.96億件，同比增加31.93%。6月單月的日均單量同比增加35.6%。6.18狂歡節的增量貢獻不可忽視，京東最新的官方資料顯示，618期間(1日至18日)，交易額突破1199億元，創下京東歷史新高。配送的及時性、安全性成為重點。本次6.18女性消費者佔據近一半的比例，面向女性用戶的珠寶、服飾、奢侈品、生鮮食品等品類的銷售額大幅增長。男性重點關注3C電子產品。京東商城以及旗下生鮮商超O2O平臺“京東到家”的全部訂單由京東自營配送、協力廠商快遞公司以及同城配送公司完成送達任務。客戶對於下單商品的配送及時性、安全性敏感度較高，對協力廠商快遞公司自身也提出了更高的要求。從公眾滿意度指標來看，二季度快遞業滿意度得分為77.1分，與一季度持平，同比提高了0.1分；從時限準時率指標來看，二季度72小時準時率為67.5%，同比下降7.9個百分點；從用戶申訴率指標來看，二季度用戶對快遞的有效申訴率為3.9件/百萬件快件，同比降低1.8件/百萬件快件，創六年來新低。

行業集中度逐步提升、網點密度廣度繼續穩步增加。快遞與包裹服務品牌集中度逐月上升，1-5月集中度指數CR8為77.7，較1-4月上升了0.3，行業規模經濟屬性凸顯。從同比資料來看，每十萬人增加1.3個快遞網點，每千平方公里增加2.1個快遞網點。二季度，重點快遞企業鄉鎮網點覆蓋率達到82.6%，上半年西部地區快遞業務量收占全國的比重分別上升了0.3和0.2個百分點。

上半年日均單量同比增速擴大，單價同比環比下滑態勢延續。快遞行業由於原先基數小，行業增速的業務量超預期增長屬於行業多重正向因素的疊加。隨著基數的擴張，增速雖有回落，但整體行業的發展仍處於較快

增長階段。從日均單量來看，1-6月日均單量同比增加31.93%，預計隨著三季度旺季的到來，全年日均單量增速仍能保持35%以上增速。但需要緊盯行業增速是否有超預期下滑風險。從單價來看，2017年6月單價同比下滑3.41%，同比下滑速度擴大；環比下滑0.39%，環比下滑速度收窄。我們認為隨著快遞行業集中度提升，合理犧牲單價搶佔市場份額是大概率事件。行業壁壘完全形成後，單價的階段性提升是可以預期的。

我們認為，快遞板塊投資機會今年發生分化。盯住單件盈利能力強，全年業務量有望超行業平均的公司。關注韻達股份、申通快遞。

風險提示。行業增速低於預期，單價下滑幅度超預期。

石油化工：PTA-滌綸：景氣向上，關注龍頭

- (1) 行業整體處於去產能週期。4700萬噸PTA總產能中1400萬噸處於關停狀態，供需情況逐漸改善；
- (2) 議價能力提升。2016年我國PX對外依存度接近60%，隨著未來幾年PX產能加速投放（預計2020年前新增2000萬噸），我們預計下游PTA、滌綸議價能力有望提升，盈利性得以增強；
- (3) PTA漲價。裝置檢修推動PTA漲價，7月11日PTA期貨漲5%；6月以來PTA價差增加13%；
- (4) 滌綸庫存下降。二季度滌綸行業庫存下降（由20天降至目前7天左右），我們預計2Q17滌綸銷量大幅提升，價格有上升空間；
- (5) 行業龍頭紛紛延伸產業鏈，抗風險能力將得以增強；
- (6) 重點關注產業鏈龍頭公司榮盛石化、桐昆股份、恒逸石化、恒力股份。

風險提示：PTA、滌綸價格下降，油價下跌等。

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，亦不就此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。