

宏觀點評

移民帶來了什麼？— 人口角度看歐洲經濟反彈空間有限

人口：增長的動力。今年上半年歐洲經濟復蘇勢頭強勁。一季度歐元區 GDP 增速好於美、日，失業率降至 09 年以來的最低水準。固然持續的貨幣寬鬆刺激了歐洲復蘇，但歐盟 0-14 歲人口數量回升說明人口因素也有積極變化。人口對經濟增長的作用體現在諸多方面。在供給端意味著勞動力增加，並且教育水準和技能的提高有助於提高勞動生產率，有利於增加社會總產出；而在需求端又影響著消費和投資。雖然人口因素主要決定於自然增長率，但移民也能一定程度上帶來改變。美國便是經濟受益於移民流入的典型一例。

歐洲：老齡化與移民。當前，老齡化是擺在許多國家面前的問題，歐洲尤其嚴重。歐美主要國家老齡人口占比均超過 20%，德國、法國、瑞典、芬蘭等甚至超過 25%。未來 20-30 年歐洲的老齡人口將降急劇增加，勞動力供給面臨緊張局面。歐洲對移民的態度較為寬鬆，近年歐元區的國際移民存量已超過 4000 萬人，在總人口中占比也超過 12%，一定程度上有助於緩解部分國家的勞動力短缺，歐盟內部勞動力的自由流動更是被視為歐洲一體化的重要目標之一。

移民：帶來什麼改變？移民擴充了歐洲人口，增加了消費需求與勞動力供給。歐盟 15 年新增移民達 465 萬人，已超過 07 年時的規模。人口數量的增加不僅意味著這部分移民將帶來額外的消費需求，更意味著勞動力供給的提高。而勞動力供給的增加不但可以提高總產出，更有利於專業化分工的擴大，充分發揮該國的比較優勢。移民群體的一大特徵是年輕，能夠改善歐盟整體的人口年齡結構，一定程度上延緩歐洲老齡化的快速加深。15 年末歐盟籍人口的年齡中位數為 42.6 歲，而 15 年歐盟的新增移民年齡中位數僅 27.5 歲。

影響：經濟貢獻幾何？德國的移民規模在世界高居第二，移民已是其人口的重要組成。金融危機以後，尤其是 2011 年德國向歐盟的中東歐成員國放開勞動力市場後，德國人口撫養比的上升顯著放緩，15 年僅比 11 年高了不到 0.5%。與其他歐洲主要國家比較，德國人口撫養水準維持在較低位路，經濟也更為強勁。英國也是歐洲的移民大國，移民是其最近二十年勞動力增量的主要來源。對比 1995 年和 2016 年，英國出生的勞動年齡人口僅增加 20 萬，而勞動年齡移民從 300 萬增加到 740 萬，貢獻了絕大部分的勞動人口增量。歐盟移民對英國經濟帶來了積極貢獻。有研究發現，來自歐盟的移民通過納稅給英國財政的貢獻，超過了其福利的淨索取。此外歐盟移民的教育背景更好，有利於提高勞動生產率。脫歐之後歐盟勞動力的自由流動將受影響，這也正是市場的擔憂的來源之一。16 年下半年以來英國 PMI 回升偏弱，17 年 6 月回落到 54.3%，不僅與德國差距擴大，更小幅不及法、意。當然，移民的增加也帶來一些擔憂。一方面，勞動力供給增加意味著可能導致競爭增加或者工資降低，不過這種影響一直存在著爭論，但從根本上講，當地的經濟情況和勞動力需求對勞動力市場的決定性作用更大。另一方面，全球恐怖主義活動頻發增加了問題的複雜性，處理不好容易激化矛盾，促使民粹主義滋生壯大，反過來又不利於歐盟整體性的維護、阻礙勞動力自由流動。

風險提示：經濟超預期下滑。

策略點評

漫步多頭路

三 A 股集體上漲，滬深 300、上證綜指創本輪上漲新高。週一市場大跌時我們點評指出，週一下跌源於創業板大跌影響市場情緒，震盪市的向上波段不變。

全國金融工作會議顯示監管政策求穩，6 月 4 日《再次開啟多頭思維》看多邏輯被強化，且三大情緒指標僅位於震盪市 中低位，多頭格局不變，中間出現小波折很正常，類似 16 年 6 月底-11 月底。

風格取決於盈利趨勢和投資者結構，上證 50 與創業板指盈利增速裂口拉大，與 2013 年正好相反。價值風格不變。均衡持有消費白馬、金融、週期龍頭，即滬深 300 最簡單、最幸福。

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。

行業與主題熱點

有色金屬：美元創新低，金價反彈延續，關注貴金屬投資機會

美元上行週期近尾聲、貨幣收縮利好遞減、其他國家最差時期已過。

1) 美元一般 5 年一個上升週期，10 年一個下降週期，本輪牛市始於 2012 年，預計可能將持續至 2017 年。2) 預計美國經濟難維持高速增長。第一，美國房地產持續向好空間小，恐難支撐經濟高增長。第二，預計美國經濟增長的發動機 IT 產業增速將放緩。第三，特朗普大興基建政策執行力存疑，短期內推升經濟無望。3) 美聯儲緊縮貨幣政策接近尾聲，且利好美元上升的邊際效應遞減。4) 歐洲經濟企穩復蘇，“黑天鵝”事件影響邊際效應遞減，歐元中長期平穩上升打壓美元。預計短期內美加息預期減弱持續推升金價。疊加週期股市場關注度高，大盤波動大，凸顯貴金屬板塊投資機會。

A 股相關標的推薦彈性品種金貴銀業、盛達礦業（業績大增）；龍頭山東黃金（貴金屬龍頭）。其他推薦中金黃金，銀泰資源，興業礦業。

合規提示：根據公司 2017 年一季報披露，海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【000603 盛達礦業】超過總股本 1%。

風險提示：美聯儲加息。

煤炭：看好焦煤

明確推薦焦煤股，參見上周報告《關注焦煤股投資機會》，看好的理由：1、焦煤和鋼材庫存低；2、即將進入焦煤 9-10 月旺季；3、地產新開工超預期；4、4 季度部分公司可能有融資需求。

風險提示：內蒙安檢結束，產能會有增長，政策實施時間和力度不確定，去產能慢於預期。

電子設備與儀器：中報是相對業績底，今年類似 11 年，明年類似 12 年

電腦的並購高峰是在 15 年 Q1 和 Q2，由於並表效應，使得 1 年後的 16 年 Q1 和 Q2 是業績高點，同時後續由於政策原因，電腦並購沒有持續下去，所以 16 年 Q3 和 Q4 的並表效應減弱。所以，可以推斷出，今年 Q1 和 Q2 業績由於去年的高基數，因而增速要慢於今年 Q3 和 Q4。今年中報是相對業績底。考慮到整體增速和估值，今年更像電腦的 11 年，明年像 12 年。

首推智慧安防，支付產業流水清晰，可跟蹤安防產業。無論是業績增長的確定性，還是產業發展大邏輯，都值得重點關注。海量視頻資料、以及傳統錄影摘要分析的低效，已經不能適應如今安防管理的需求，需求升級換代、以及具有特徵性的場景資料集的獲得催生了基於 AI 的智慧安防產品。此外，國家對平安城市的重視、以及整體解決方案能力需求，都使得安 防產業市場集中度提升，利好龍頭廠商。

支付行業政策不斷，從備付金集中交存、聚合支付清理整治、支付機構反洗錢分類評級、到網聯的正式上線，預計未來整個國內支付領域相關企業都將會通過資本的推動在擁抱監管的規範、健康道路上加速跑馬圈地。而從投資確定性角度，支付流水更易跟蹤，方便及時做投資決策。

目前 A 股和港股的投資策略：A 股首推智慧安防，兩個龍頭公司：海康威視和大華股份。支付方面，關注新大陸等。港股 推薦金蝶國際，短期關注美圖公司。

風險提示：短期市場波動風險，部分公司中報業績低於預期。

券商：交易量連續破 5000 億，券商估值仍在底部，推薦

- 1) 上周以來股基交易額連續多日突破 5000 億元，昨日超過 5500 億元，對於券商股可以更樂觀些！
- 2) 券商股估值底部，佈局左側，推薦！目前券商股估值仍在歷史超低水準。行業平均 2017E PB 在 1.75x，部分大型券商估值低至 1.3x 2017E PB。安全邊際非常高，建議佈局左側！
- 3) 業績略好於預期，基本面有一定支撐。6 月業績環比顯著好轉，券商上半年業績略好於預期，業績分化，強者恒強。儘管上半年券商業績小幅下滑，但部分大型券商及特色小券商業績預計同比增長，基本面改善明顯，強者恒強。
- 4) 金融工作會議強調服務實體經濟，強調發展直接融資。我們認為券商作為直接融資平臺將直接受益，預計 IPO 發行節奏保持穩定，並購重組作為有效提高企業運作效率、處置僵屍企業的手段將獲得支援，券商投融資功能有望進一步完善。看好券商業務轉型，單一通道服務商向資本仲介、財富管理轉型等方面值得期待。
- 5) 重點推薦：華泰證券、廣發證券、招商證券、興業證券。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

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。