

宏觀

專題：社融沒那麼高，M2沒那麼低！——揭示二者背離背後的秘密

社融和貨幣增速背離。從理論上來說，貨幣和融資指標相當於一枚硬幣的正反面，本來應該同步變化。但是從15年以來，二者出現了非常明顯的背離。首先是15、16年M2增速明顯上升，但社融增速的上升幅度並不大，這背後反映的是部分融資途徑雖然能夠創造貨幣，但並沒有納入到社融的統計範圍內。而17年以來，社融增速穩中有升，從去年底的12.8%上升至13.2%，但M2增速卻從11.3%大幅回落至8.9%。

融資沒那麼高：非標和政府融資下滑。從融資指標來看，本外幣貸款同比增速從去年底的12.6%提升至今年8月的13.2%，是社融高增的主要原因。但股票、債券直接融資增速從去年底的23.7%降至當前的9.2%，其中信用債融資萎縮是主要拖累。雖然信託、委託貸款、未貼現銀行承兌匯票等非標融資總量增速回升，但如果考慮更廣義的非標融資，非標或在大幅萎縮。例如銀行股權及其它投資同比增速從去年底的64%降至8月的不到10%，理財資金總量同比增速從24%降至8%。此外，政府融資同比增速從去年底的46%降至當前的28%，政府創造貨幣的速度也在下降。非標和政府融資的下降並沒有完全在社融資料裡體現，卻拖累了M2的增長。

M2沒那麼低：非存款貨幣上升。正是因為非標和政府創造貨幣的速度在下降，導致M2同比增速從去年底的11.3%降到了今年8月份的8.9%，為歷史最低點。但除了信用創造的放緩，M2低增長還有存款“搬家”的原因。M2主要統計流通中的現金和銀行存款，但事實上最近幾年居民和企業儲存貨幣的途徑在不斷增加，而且這些新途徑的迅速增長已經使它們成為不容忽視的因素。例如居民和企業購買的理財產品、貨幣基金、互聯網金融存款、各類資管計畫等，貨幣屬性都比較強，卻沒有全部納入到M2的統計中。我們將居民和企業購買的理財資金加回到M2中，構造了M2+指標，發現15年以來M2+的增速遠高於M2的增速，雖然M2+同比增速今年以來也在大幅下滑，但絕對水準仍比M2增速要高。且考慮到今年貨幣基金規模的高增長，更廣義的貨幣增速並沒有那麼低。

未來如何走：社融或趨降。在金融去杠杆的大背景下，非標融資受限；銀行表內融資短期雖然高增，但受制於融資需求回落、銀行創造信用能力接近極限，增速也將趨於下降。所以未來社融增速大概率會回落，向M2增速收斂，而M2增速在低位徘徊格局不變。

賺錢與花錢——居民收入對消費的影響

收入增長的來源。決定居民收入的主要是兩方面，一是經濟增長，經濟增速越快，各部門可獲得的收入也越多；二是居民在收入分配中得到的比例，一般與經濟制度和分配方式有關。經濟決定居民收入水準。經濟景氣、企業盈利改善，往往帶動居民工資性收入和經營性收入提升；企業經營向好、公司股價上漲，會增加居民財產收入，而經濟繁榮伴隨利率上行，又會提高存款的利息；此外，政府收入增加，轉移支付的空間也更大。而政策則是調節收入的分配。常見的政策包括公務員和事業單位調薪、最低工資標準、轉移支付和個人所得稅等。最近兩次居民收入增速的大幅提高，也與政策相關。

增收帶動消費提升。過去居民收入每次快速增長，都促進了消費增速的提升。07年經濟高速增長、通脹抬頭，政府出臺公務員和事業單位加薪政策，居民可支配收入增幅跳升到17.2%，社消零售同比也上升到16.8%，08年依然高達21.6%，居民的實際消費繼續擴大。10年通脹導致消費名義同比大增18.4%，也催生了居民增收政策的出臺，居民可支配收入增速達14.1%，支撐11年消費同比維持在17.1%的高位。從消費結構來看，收入提高對消費的影響更集中地體現在必需品以及金銀珠寶上。07年和11年兩個時期，金銀珠寶類消費增速均超過平均水準22個百分點，必需品如日用品、食品煙酒和服裝鞋帽的消費增速也高於平均水準8到10個百分點。而儘管傢俱、家電和建材消費同樣快速增長，但與房地產銷售高增的關係更直接。

收入與財富，誰是主導？當前，居民人均收入的漲幅隨經濟增速一同趨緩。16年居民轉移淨收入增速保持在10%以上，而財產性收入同比增長8.6%，工資性收入增速8.0%，經營淨收入增速僅6.6%。同時隨著非公有經濟的發展，薪酬調整政策促進居民增收的效果也在減弱。07年公務員加薪大幅帶動了整體平均工資的顯著上升，而15年公務員加薪幅度同樣很大，但居民平均工資的整體增速變化卻不明顯。形成對比的是，這兩年一二線到三四線房價飆升。這一方面，增加了居民的財產性收入，另一方面，居民持有的房產明顯升值，帶來財富效應。從歷史看，房價上漲和財富升值，有助於部分可選消費和高端消費的增加。00年以來房價四次快速上漲，都導致了家電、金銀珠寶和體育娛樂用品等可選消費的快速增加，16年家電消費增速接近15%，體育娛樂用品增速超過20%。居民財富增值對高端和奢侈品消費需求的貢獻同樣顯著，二手房房價與澳門博彩收入同步性極強，同時也是富豪消費價格指數的領先指標。但房價上漲對居民整體消費的帶動並不明顯。地產相關的傢俱、建材、和家電類合計僅占社消零售的10%。12年和16年地產銷售和房價大幅上漲，社會消費品零售總額增速反而震盪走弱。居民消費中的必需品主要由可支配收入決定。由於可居民支配收入增長平穩，今年以來服裝鞋帽紡織類的零售額增速保持低位，日用品銷售額同比降至7%，而糧食食品飲料煙酒的消費短暫反彈後最近3個月也接連回落到8%以下。

因此，財富升值對消費的貢獻有限，最終決定消費需求的還是居民的收入。房價上漲帶來的財富效應僅刺激了可選消費和高端消費，而地產相關消費雖然被拉動，在社會消費總體中比重卻不高，對整體消費貢獻有限，甚至在居民償債壓力加大的情況下，還會反過來侵蝕居民的消費能力、擠壓其他消費。所以，依靠房價上漲帶來的財富升值來拉動居民消費並不現實，未來只有發展有利於提高經濟效率的產業，根本上增加居民收入，抑制短期投機和過度舉債，才能支撐居民消費的長期提升！

固定收益

曲線扁平常態化，解鈴還須系鈴人——美債曲線扁平化的經驗與啟示

5月份以來，中國國債期限利差維持低位元，收益率曲線呈現扁平化，且這輪曲線扁平化的時間遠超以往，目前也看不到陡峭的跡象。美國國債收益率曲線也曾出現過極度扁平的狀態，本文對美債曲線扁平化的原因、演變和影響進行分析，以期能對理解中國當下利率曲線扁平化有所啟發。

美債的四輪曲線扁平化。過去30年美債的期限利差呈現較強的週期性，其中收益率曲線極度扁平的時間段共有四個：1988年12月至1990年1月、1998年5月至1999年2月、2000年2月至2001年1月、2005年11月至2007年8月，分別歷時13個月、9個月、11個月、21個月。扁平過後均會走向陡峭，可見曲線扁平並非穩態，但可能會持續較長時間，如2005年底開始近兩年時間，美債收益率曲線都處於極度扁平狀態。美債收益率曲線每一輪扁平化都出現了倒掛的情況，在2005年11月至2007年8月，倒掛甚至持續了319個交易日。

曲線扁平，原因何在？1) 曲線形態與貨幣政策密切相關。利率曲線的形態取決於長短端利率的相對變化，短端利率由貨幣政策決定，而長端利率本質上由經濟基本面決定。在基準利率變動期，期限利差由短端利率主導，與基準利率和短端利率走勢相反。而基準利率穩定期，短端利率變化不大，期限利差往往由長端利率主導，與長端利率同向。2) 扁平多在加息周期末，熊平開始，牛陡結束。在美債收益率曲線四次扁平化過程中，僅有98-99年呈現出牛平-熊陡，其餘三次均為熊平-牛陡。究其原因，加息週期，長短端利率均跟隨基準利率上行，但短端上行幅度大於長端，期限利差往往不斷縮窄，而到了加息週期末，經濟衰退預期升溫，市場開始憧憬新一輪降息，長端利率上行乏力甚至可能下行，便可能出現曲線極度扁平或倒掛的情況。3) 暴風驟雨式加息後的陰天（貨幣政策不明朗）時間越長，曲線扁平的時間也越長，直到雨過天晴（迎來新一輪降息）。

扁平曲線對經濟的影響。美債扁平的收益率曲線對經濟的影響分兩種情形：一是由加息引起的扁平化，經濟衰退往往緊隨其後，時滯約在三到四個季度。一般曲線扁平出現在加息週期的末期，短端利率和長端利率均較高，即使經濟增長預期惡化、貨幣寬鬆預期升溫，但因為受短端制約，長端利率也難以大幅下行。高企的利率對投資和消費不利，經濟衰退便接踵而至。二是貨幣政策平穩時期的曲線扁平化，此時利率曲線形態對經濟的影響不明朗，需要具體情況具體分析，如98年5月開始的曲線扁平並未帶來經濟增速的劇烈變化。

中國：曲線扁平常態化，解鈴還須系鈴人。1) 美國經驗來看，貨幣不松，曲線難陡。2000年5月16日以後，美聯儲不再加息，收益率曲線延續極度扁平的狀態，直到2001年1月3日重啟降息，期限利差才逐漸回到20BP以上。2005年開始的曲線極度扁平狀態，由於基準利率在06年6月29日最後一次加息至07年9月18日重啟降息之間保持不變，曲線扁平的狀態也延續了21個月之久。2) 貨幣政策難松，降准等寬鬆政策或難看到。第一，金融工作會議首提“控總量”，穩健中性貨幣政策仍將持續，降准降息或給市場傳遞錯誤信號；第二，央行從16年4季度開始在貨政執行報告中一直強調“適應貨幣供應方式變化”，其更傾向於採用公開市場操作而非降准的方式投放流動性；第三，人民幣大幅升值，外占有望補充流動性，降准的必要性下降。3) 扁平甚至倒掛將延續。解鈴還須系鈴人，若貨幣政策不放鬆，短端利率仍將維持高位，制約長端下行空間，但另一方面，隨著地產銷量轉負拖累地產投資、債務置換額度下降和地方政府融資規範制約基建投資、去產能制約製造業投資、人民幣升值抑制出口，經濟總需求將在4季度以後承壓，從基本面的角度利於長債利率下行。短端難下，長端難上難下，收益率曲線將維持扁平甚至再次出現倒掛。

行業點評

建材：《通用矽酸鹽水泥》標準修改單：低標水泥淘汰再邁一步，有望緩解產能過剩

2017年9月25日，國家工信部發佈《通用矽酸鹽水泥》標準修改單及編制說明，本次修訂內容是以第3號修改單的形式取消32.5R強度等級的複合矽酸鹽水泥（PC32.5R），暫不取消礦渣、粉煤灰、火山灰32.5等級水泥。低標水泥淘汰再邁一步，預計32.5標號完全取消後有望緩解水泥（尤其是粉磨）產能過剩。

我國原有32.5、32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R等六個矽酸鹽水泥強度等級，依次強度排序由低到高，普通建築、農村需求等領域低標號水泥用量較大，基建、高層建築等領域高標號水泥應用為主。水泥標號之間的主要區別在於熟料比重的差異，如PC32.5R水泥中的熟料比重約50%（1噸熟料可生產2噸左右水泥，其餘為混合材），42.5標號水泥中的熟料摻加比重約60~70%（1噸熟料可生產1.43~1.67噸水泥）。

取消低標號水泥的政策導向一直存在。提高水泥混合材摻量是小粉磨站盈利的重要來源，因此32.5標號水泥存在比較突出的混合材種類和摻量超出標準範圍的問題，一直是處於政策促進淘汰的框架內。GB175-2007

《通用矽酸鹽水泥》標準第2號修改單（從2015年12月實施）取消了PC32.5水泥，暫時保留了PC32.5R水泥，以引導水泥行業產品結構有序過渡。從實際執行來看，因原來生產PC32.5水泥的小型粉磨企業可轉而生產32.5R標號水泥，PC32.5與PC32.5R在熟料摻量比重上無根本差異，因而對緩解行業產能過剩實際收效甚微。本次取消32.5R水泥的標準得到執行後，水泥產能（尤其是粉磨產能）的過剩有望得到緩解；同樣的熟料生產更少的水泥，同時小粉磨站生存空間縮窄。

低標水泥完全取消有望改善熟料產能利用率，需下游混凝土和建築標準相應修改配合。

理論上來說，水泥終端需求不變的情況下，取消低標號水泥、改用高標號水泥，對熟料的消耗量會增加，有助於改善行業熟料產能利用率。按照行業高、低標號產量占比各50%，32.5水泥熟料摻量50%、42.5水泥熟料摻量60~70%測算，則在需求相同的情況下，全國熟料消耗量增幅約9%~17%【 $60\%/(50\%*50\%+50\%*60\%)-1$ 、 $70\%/(50\%*50\%+50\%*70\%)-1$ 】。

若僅修改水泥標準，而不相應修改混凝土和建築標準，在部分對強度要求不高的建築應用領域可能會存在混凝土環節多摻混合材的情況，從而減少對高標水泥的需求、部分抵消熟料消耗量的增幅。部分建築對混凝土強度要求不高（在C25及以下即可），原材料全部換成高標水泥並不必要；同時混凝土在產業鏈上較為弱勢，水泥改成高標之後成本增長，預計其多摻混合材動力較強。

投資策略：若本次取消低標水泥PC32.5R標準出臺後能充分執行，對水泥過剩產能緩解、熟料產能利用率提升均有正面效應；疊加環保高壓驅動的盈利景氣持續修復，建議繼續配置水泥板塊（近期銅陵因PM 2.5不達標，出臺超常規措施、或將在10月1日至12月31日間對水泥限產30%，從目前安徽各地級市空氣品質及政策目標來看，後續超常規限產措施的出臺有望延續至安徽其他地級市。安徽作為長三角乃至泛長江流域最重要的熟料輸出地，在旺季期間被限產，將對四季度乃至明年開年泛長江流域水泥價格形成較大推力）。

風險提示。政策執行不達預期。

有色金屬：鋰電價格攀升

據中國汽車工業協會統計，1-8月新能源汽車產銷同比快速增長。1-8月，新能源汽車產銷34.6萬輛和32萬輛，同比增長33.5%和30.2%。其中純電動汽車產銷28.4萬輛和26萬輛，同比增長45.4%和43.5%；插電式混合動力汽車產銷6.2萬輛和5.9萬輛，同比下降2.6%和7.5%。新能源車下半年的產銷回升，拉動電池材料產量，8月份汽車裝載動力電池量約2.9GWH，環比增長達到20.8%。金九銀十又值電池旺季，當前節點看好新能源汽車繼續拉動鋰下游需求，看好鋰電價格。

據安泰科分析，鋰電價格開啟上升通道，電池級碳酸鋰、工業級碳酸鋰、電池級氫氧化鋰、鈷酸鋰及三元材料價格呈現不同的漲幅主要是由於：1、新能源汽車市場回暖，下游市場需求強勁。受補貼政策調整、推薦目錄重審等多重因素影響，上半年新能源汽車市場發展不及預期。但進入第三季度，新能源汽車市場全面回暖，動力電池出貨量大幅上升，拉動上游原材料產銷兩旺，碳酸鋰需求旺盛，供需失衡導致價格快速上漲。2、上游鋰精礦原料漲價。受益於下游市場需求持續拉動，上游鋰精礦原料供應偏緊，價格開始上漲，支撐碳酸鋰漲價。3、新增產能釋放週期長。目前國內真正能夠穩定供應碳酸鋰的企業較少，國內鋰鹽廠商有效產能的釋放面臨不同瓶頸，導致市場供應較為緊張。4、環保稽查整頓導致產能縮減。受近期全國範圍內開展的環保稽查整頓行動影響，目前已有碳酸鋰生產企業開始停產減產進行整頓，導致產能縮減和新增產能釋放受阻，加劇碳酸鋰價格上漲。

風險提示：鋰鹽價格波動，新能源汽車產業不及預期。

建築工程：匍匐前行，尋機起立

建築行業上周表現不及預期，原因一是市場對8月份經濟資料是單月波動還是趨勢性變化分歧較大，從而影響政策預期邊際改善空間，二是現階段是否轉讓防禦或防禦方向選擇依然有分歧。從基本面對來看，建築板塊新簽合同額自2015H2增速持續向上，且隨著國企改革力度加大，大建築央企主導的建築行業基本面趨勢向上確定性強。近期多地出臺地產調控政策進一步改善建築業的邊際政策預期，我們依然看好四季度建築板塊有望出現的“逆襲”行情。

風險提示：訂單推遲風險、回款風險、經濟下滑風險。

傳媒：堅定看多傳媒板塊，國慶檔來臨持續催化影視板塊投資

17暑期檔整體票房同比增速23%，影片《戰狼2》53億高票房。行業回暖，投資情緒向好及前期較深回檔，催化影視板塊投資回暖。9月優質影片疊加國慶，預計三季度票房整體50%高增速，市場有望持續向好。

9月合計38部影片上映，除優質進口片諾蘭導演《敦克爾克》（9.01上映）、《蜘蛛俠：英雄歸來》（9.08上映）、《猩球崛起2》（9.15上映），《英倫對決》和《極致追擊》（均9.30上映）預熱國慶檔，重點假期國產片來襲：9.29日上映《縫紉機樂隊》（光線傳媒參投）和軍事題材電影《空天獵》（捷成股份、中國電影參投）；9.30上映開心麻花新作《羞羞的鐵拳》（貓眼影業參投）。

看好優質內容製作和管道龍頭：光線傳媒、捷成股份、華誼兄弟；唐德影視、華策影視、慈文傳媒。

風險提示：大盤系統性風險，票房市場不大預期。

交通運輸：民航局發文提升航班正點率各機場影響不同

上周民航局發佈《把控運行總量調整航班結構提升航班正點率若干政策措施的通知》，提出調控航班總量、優化航班結構等多條措施，旨在進一步提升民航航班正點率。

我們認為對上市機場有如下影響：

首先，對浦東機場和首都機場未來兩個航季可能有負面影響，本次發文要求，調減機場容量的標準：第一，機場航班放行正常率在最近一年內、有9個月低於70%；二是因機場不停航施工、機場淨空環境受到破壞等原因，導致機場保障能力明顯下降。預計包括2017年冬航季和2018年夏航季，北京首都機場、上海浦東機場按照機場容量標準75%的目標，調減始發航班時刻數量等五條平衡正常性與機場容量、計畫航班量等方面相關措施（具體調減數量要根據容量評估值來定）。

其次，對於廣州和深圳機場影響偏正面，本次發文要求，調增機場容量標準具備以下兩個基本條件：一是最近一年內未發生機場、空管等原因導致的嚴重不安全事件；二是最近一年內、機場航班放行正常率至少有9個月不低於80%。廣州和深圳機場有望調增航班。

對於航空公司的影響，我們認為偏中性。對於首都機場和上海機場的基地航空公司而言，一方面，調減兩大機場的航班，航空公司可以用換寬體機、增加原有航班執飛率等方式應對；另一方面，調減後的存量航線價格有望上浮，但由於航空公司票價目前基本還是以政府指導價為主，因此票價上浮空間不大，為航空公司帶來的邊際貢獻較為有限。最後，航空公司由於一線機場調減的運力只能投放在二三線市場，會對二三線城市的供給產生較大的壓力，進而影響二三線城市的票價。因此，整體來看，目前對航空公司的影響偏中性。

最後，我們認為通過調減航班提升機場准點率是一個治標不治本的方法，機場准點率差的根本原因還是空域問題，預計未來2年一線機場基礎設施集中投放有望倒逼空域改革，希望投資者重點關注。我們目前航空機場領域最推薦的公司依然是白雲機場和春秋航空。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

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。