

## 宏觀

### 被誤讀的降准，絕非大水漫灌——評央行定向降准政策

本次定向降准是替代性政策。從2014年起，央行就開始對小微企業和“三農”領域實施定向降准政策，此次定向降准只是將現有政策拓展和優化到了普惠金融領域，屬於替代之前的政策，而非新增政策。定向降准有助於激勵金融機構向普惠金融領域提供支援，增強央行對貨幣流向的管理。

釋放流動性規模有限、絕非大水漫灌。事實上在現存的定向降准政策下，大部分的銀行已經享受到了優惠，上市銀行中有15家的存款準備金率低於基準水準。所以要估算此次定向降准釋放的流動性，需要測算這些銀行能否達到新的標準，實現進一步的降准。我們認為，本輪央行定向降准在18年初會新增釋放3000億左右流動性，僅相當於一次MLF投放資金的數量，規模遠小於目前市場主流的7000-10000億預測。

貨幣政策仍是中性。當前國內地產泡沫嚴重，大水漫灌的結果是資金流向地產，16年的各家銀行住房貸款規模普遍激增、而小微和個人經營貸款規模下降，比如最早做小微貸款的民生銀行小微貸款規模連續多年縮水。因此，難以想像央行會在此時大規模灌水，於實體經濟沒有任何說明。美國經濟復蘇穩健，10月即將縮表，年底再次加息概率接近90%，美元再次走強，在這樣的背景下，中國大水漫灌之路也走不通，因為水會往外流，匯率貶值壓力會凸顯。所以，我們認為市場誤讀了定向降准，因為定向降准一直都在，只不過改變了標準，但是標準並沒有大幅下降，所以這一次絕非大水漫灌。

債市情緒仍有改善，交易視窗延續。近期收益率曲線維持扁平化態勢，源於短端利率難下，此次定向降准有利於改善流動性預期，修復曲線形態。我們9月18日週報明確提出債市處於短期交易視窗，理由是經濟下滑趨勢明顯，商品價格明顯回落緩解通脹壓力，央行投放下資金緊張有望緩解，並給予10年期國債利率上限10BP。預計債市在基本面利好、監管平穩和資金面可控的預期下，交易行情或延續，給予10年期國債利率區間3.2%-3.6%。

## 策略

### 穩中向好

①長假期間，道指繼續上漲源於經濟資料好和稅改推進，恒指大漲源於節前央行定向降准，海外機構紛紛上調中國經濟增速預測值。②央行定向降准，政策面和資金面整體向好，PMI資料回升、三季報預告較好，基本面平穩。③中樞抬升震盪市的格局未變，6月初提出的震盪市向上波段未結束，市場穩中向好，振幅有望向上拓寬。重視業績和估值的匹配，看好金融、消費白馬、建築。

風險提示：業績不及預期、經濟增速下滑。

## 期貨策略：國慶期間期貨市場運行狀況

國慶期間宏觀資料偏暖。國慶期間，宏觀經濟方面，國內9月PMI出現背離。中國9月官方製造業PMI為52.4，連續兩個月上升，創2012年5月以來新高，且為連續14個月在榮枯線上方，高於預期。而9月財新中國製造業PMI為51.0，為2017年6月來低點，低於8月0.6個百分點，預期為51.5。反映了大中型企業與東部沿海中小企業運行的差距。美國資料喜憂參半，9月非農意外負增長，失業率驟降，薪資增速超市場預期。

海外期貨市場工強農弱。國慶期間海外期貨市場工業品表現較好，原油表現不佳，農業品表現較弱。

螺紋鋼偏強，鐵礦石焦煤壓力較大。從供需資料來看，節前國內鋼材社會庫存環比大幅降低，表明下游整體需求旺盛，特別是鋼價回落後有較強的補庫意願。對於鋼材而言，冬季限產仍然是最大的供需面影響因素，在十九大前維穩和需求未現斷崖式下行的情形下，鋼價繼續深跌的可能性較小，鋼價有望修復之前的下跌空間，重回震盪上行走勢。鐵礦石新加坡掉期市場小幅上漲。由於供給充裕而限產對其需求不利，鐵礦石整體上行壓力仍然較大。煤焦：國慶國內煤焦現貨市場平穩運行。目前鋼廠焦炭庫存整體偏高，加之冬季高爐限產即將實施，鋼廠開始考慮限制原料庫存，從而對煤焦形成壓制。

有色金屬較強。LME鋅：週四再創十年新高，一周大漲2.64%，連續三周上漲。主要在於中國關停落後鋅冶煉產能導致供應偏緊，疊加了對中國需求的預期樂觀。但市場預期四季度鋅上游供應充足，可能會抑制鋅價漲幅。LME鋁：LME3月鋁上漲1.92%。LME全球鋁庫存124.7萬噸。國內採暖季電解鋁限產是影響鋁價的關鍵因素。中短期內鋁價有成本支撐和採暖季限產措施提振，回落空間有限；四季度隨著產能的收縮和消費的啟動，一直以來壓制鋁價的高庫存或將出現拐點，鋁價仍有上漲空間。

農產品偏弱。白糖：國際糖市震盪偏弱，國慶最終收跌1.06%。棉花：雙節期間美棉表現平平，周小幅上漲0.22%。美棉出口資料疲軟以及大幅增產預期下，上方壓力較大。但短期要看美農業部即將公佈的10月全球棉花供需預測報告或對9月上旬連續颶風對棉區影響進行評估，持續低位盤整後的美棉或將有所反彈。

國內股指期貨節後向上概率較大。恆生指數創10年來新高，雖然美國9月非農就業資料不樂觀，但歐美股市在國慶長假期間普漲，美股三大指數再創新高。當前，期指滬深300與上證50月度合約升水，中證500依然貼水，IF300淨空單上升反映了節前市場整體謹慎樂觀。結合歷史上A股10月份上漲概率較高、節後重大會議召開等因素，預計股指期貨節後開盤向上概率較大。

風險提示：警惕因採暖季停工引發的市場震盪以及中國製造業PMI資料的波動。

## 行業點評

### 有色金屬：國慶動態總覽

國慶假期（10月2日-10月6日）外盤金屬價格漲跌幅。貴金屬先跌後漲：倫敦金-0.27%，銀1.08%，價格反彈和朝核避險情緒有關。基本金屬先漲後跌：LME銅2.35%，鋅2.64%，鎳0.52%，鋁1.92%，錫0.65%，美元0.79%，漲跌主因基本上圍繞著美國經濟資料。

有色金屬板塊兩大主線延續：新能源汽車和供給側改革。

長期來看，天齊鋰業、贛鋒鋰業、華友鈷業、洛陽鋁業和寒銳鈷業是礦業龍頭，值得堅守。同時，下游需求將帶動所有資源品價格上行，如鹽湖（圍繞察爾汗鹽湖的藏格控股和科達潔能）。

供給側方面，電解鋁和稀土板塊是兩個明確子板塊。11月取暖季即將來臨，利多整個電解鋁產業鏈。而稀土受到打黑、收儲的影響，是長牛行情。電解鋁：神火股份、雲鋁股份、中孚實業、南山鋁業、索通發展，建議關注。稀土及磁材方面，建議關注：北方稀土、盛和資源、廣晟有色和磁材板塊（寧波韻升）。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期，A股系統性風險。

### 輕工製造：廢紙價格有所回落，本周走勢成關鍵

事件：十一長假前（9月25日—30日）廢紙價格終止之前上漲態勢，下調幅度100元-200元/噸，10月1日-5日廢紙價格繼續下跌，下跌幅度100元-200元/噸，10月6-7日廢紙價格有所企穩，前期跌幅較多的地區廢紙報價上調30-100元/噸。

對於廢紙後市的看法：

- 1) 如果不考慮進口指標發放對於廢紙的影響，我們估計四季度廢紙走勢可能出現兩種形式，本周的廢紙價格走勢比較關鍵；情形一、如果本周廢紙價格繼續下跌，可能會導致廢紙價格之後階段性回落，但考慮到傳統旺季以及目前廢紙庫存情況，目前時點，十月份廢紙價格不存在暴跌基礎。情形二、如果本周廢紙價格能夠企穩，我們預計，未來廢紙價格還將繼續上行，但漲幅可能會收窄。
- 2) 關注後續廢紙進口額度進展情況，但預計2018年廢紙進口額度規模縮小是大概率事件。

對於造紙板塊的看法—四季度仍然看好白卡/銅板漲價視窗：2017年下半年至今木漿漲幅已達31.8%，上游原材料上漲必將帶動紙價在四季度的上漲，考慮到行業集中度較高以及目前社會庫存仍處於合理水準，我們預計，白卡和銅板有望上漲到7500-8000元/噸區間，單噸淨利有望進一步提升，對應標的：太陽紙業、晨鳴紙業、博匯紙業。

風險提示：原材料價格波動風險；行業競爭加劇風險。

### 傳媒：國慶檔票房超45%，高增速依舊

- 1) 17年9月票房同比增速37%，三季度票房同比增速43%；
- 2) 不考慮服務費，9月同比增速28%，三季度同比增速34%；
- 3) 三季度，重點院線票房收入同比增速近30%；

截止10.8上午10時：1) 不考慮服務費17年國慶檔合計票房23億，同比增速超45%；2) 17年整體國慶檔比2016年多一天，同口徑10.1-10.7，日均票房3.2億，較2016年假期2.3億日均票房，同比增速43%高增長；3) 假期票房前三《羞羞的鐵拳》12.3億（光線傳媒，超14年《心花路放》國慶檔內6.49億單片票房紀錄）、《英倫對決》3.5億（華誼兄弟，10.13北美首映）和《追龍》3.3億，前三合計票房83%。

10月中下旬新片主要以進口片為主，重點關注泰國電影《天才槍手》（10.13上映，華夏電影發行），整體票房預計高增速依舊。建議關注院線和優質內容公司：院線個股中國電影、上海電影；光線傳媒、華誼兄弟、捷成股份；唐德影視、慈文傳媒、華策影視。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

### **旅遊服務業：9月澳門博彩及黃金周資料點評：VIP支撐淡季，黃金周旅遊數據差強人意**

受風災帶來的後續影響，澳門9月實現博彩毛收入213億澳門元，同比僅增長16%，但好於市場預期，主要因中下旬VIP客戶重返澳門。但黃金周旅遊資料表現差強人意。雖然澳門旅遊局公佈資料顯示黃金周訪澳人次實現12%的增長，但若按照2016年資料計算，則為減少27%，這與我們國慶期間的實地走訪情況相一致。我們認為這表明8月底的風災仍在對澳門的大眾旅遊市場產生影響，但對VIP市場的影響有限。因此，我們仍建議關注在VIP業務上有優勢的銀河娛樂及永利澳門。

風險提示：內地宏觀經濟下行風險；政策風險。

### **家用電器與器具：龍頭表現優於行業，集中度繼續提升**

產業線上發佈8月冰洗資料。8月洗衣機市場進入旺季，內銷出貨量創年內新高。行業產品結構升級，滾筒替代波輪仍在持續。企業方面，洗衣機市場集中度繼續提升，美的及海爾8月內銷出貨分別為125萬台及130萬台，取得了13.6%及14.0%的同比增速，表現大幅優於行業。

8月冰箱內銷出貨與2016年持平，外銷增速放緩。行業整體下行壓力下，產品結構持續向多開門、大容量、風冷變頻等方向升級，對沖成本上漲壓力，尋求新增長點。企業方面，原材料價格壓力下冰箱企業強者恒強格局更甚。原材料價格走高導致部分中小企業採購困難，訂單向大企業流轉致使市場集中度進一步提高。

風險提示：原材料價格上漲，企業提價不及預期。

## **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。