

宏觀

經濟首降，通脹分化，貨幣中性

經濟首次回落。3季度GDP增速回落至6.8%，為本輪回升週期的首次回落。從生產看，主要緣於3季度工業增速回落。9月工業增速雖小幅回升至6.6%，但從工業產品增速看，除了發電和煤炭增速略有回升，粗鋼、水泥、有色金屬產量增速全面回落。從需求看，主要緣於3季度出口和投資增速下滑。其中，9月投資增速仍在5.7%低位，三大類投資中，製造業投資增速大降，表明設備投資週期仍未啟動，地產和基建投資增速反彈，但9月地產銷量出現兩年來首次負增，意味著地產投資回升不可持續。9月零售增速反彈至10.3%，其中非耐用品增速回升，而家電、通訊器材等耐用品增速下降，汽車增速持平。隨著地產銷量重回下行通道、上游漲價壓縮中游利潤，以及環保限產來襲，4季度經濟增速或繼續回落，預計4季度GDP增速降至6.7%。

通脹依舊分化。9月CPI增速回落至1.6%，其中食品價格降幅擴大，非食品價格回升。10月以來食品價格仍弱，預測10月CPI食品環降-0.4%，CPI同比穩定在1.7%低位。9月PPI同比大幅反彈至6.9%，PPI環比大漲1%、創下年內最大漲幅。PPI大漲主因煤炭、鋼鐵、原油、有色和造紙等行業價格明顯上漲。10月以來生產資料價格保持穩定，預測10月PPI環漲0.1%，PPI同比回落至6.2%。從全球來看，中美歐的通脹均呈現PPI高企、CPI低迷的格局，其中PPI高企源於中國去產能疊加全球需求回升，商品價格大漲。而CPI低迷源於人口老齡化、貧富差距擴大、終端需求偏弱，預計短期內PPI高企CPI低迷的格局仍將持續。

貨幣依舊中性。9月新增社融1.82萬億，同比多增1084億，在經歷了7、8月高增後，9月社融依然不低，其中對實體貸款新增1.2萬億，仍是社融增長的主要支撐，而非標融資則普遍回升。9月新增金融機構貸款1.27萬億，同比多增566億，其中居民中長貸增加4700億，新增居民短貸升至近2500億，反映居民舉債仍偏快。9月信貸高增、非標融資回暖、財政存款季節性投放，令M2增速略反彈至9.2%。但在貨幣緊平衡、金融監管持續的背景下，銀行超儲率處於歷史低位，貨幣乘數飆升至歷史高位，銀行創造貨幣能力受限，預計未來M2仍將在10%以下低位運行。十九大提出我國經濟已由高速增長階段轉向高品質發展階段，上層對經濟下行容忍度提高，而未來主要任務仍在供給側改革，去杠桿將進入攻堅階段，貨幣總閥門受控、難以大幅放鬆。短期來看，會議期間央行加強了維穩力度，DR007仍在2.8%-2.9%附近，貨幣政策依然是中性態度。

策略

新時代的股市：經濟平盈利上

核心結論：①中國特色社會進入新時代，增長模式從加大要素投入轉變為依靠創新驅動，基本面特徵表現為經濟平而盈利上，主要源於產業結構優化、行業集中度提升、企業國際化。②在新時代，新產業方向為先進製造、品牌消費、現代服務，以滿足美好生活需要。③6月初提出的震盪市向上波段未結束，市場穩中向好，重視業績和估值的匹配，看好金融、消費白馬、建築，績優價值型成長股。

新時代的基本面特徵：經濟平盈利上。①中國特色社會主義進入了新時代，這是我國發展新的歷史方位。10月18日習總書記作出的十九大報告內容豐富，報告提出“經過長期努力，中國特色社會主義進入了新時代”。我們認為，“新時代”的定位非常重要，這預示著中國經濟發展的環境已經發生變化，過去是經濟體量由小變大，重視量的增長，新時代經濟將從大走向強，核心是質的提升。②新時代的基本面特徵：經濟平盈利上。過去要素投入驅動的粗放增長模式下，企業盈利的波動與宏觀經濟高度相關，以上市公司淨利潤同比和GDP同比指標為例，二者相關性很強。隨著經濟社會步入新時代，經濟增長步入創新驅動的創新增長模式下，企業盈利已經與宏觀經濟出現分化。經濟平、盈利上的特徵是新時代的特徵，這是經濟結構調整、產業轉型過程中出現的特徵。

新時代的新產業方向：滿足美好生活需要。①從歷史變遷看新時代的新產業：先進製造、品牌消費、現代服務。90年代我國步入生活消費時代，以百貨家電為主的輕工業迅速崛起。進入2000年後，加入WTO和城鎮化中的商品房改革推動內外需同時爆發，我國重工業迅速發展。2010年以後，我國經濟已經開始步入結構調整和轉型期，尤其是2012年以來人口結構變化、新興技術進步、宏觀政策調控幾個力量綜合作用下，產業結構已經在發生逐漸變化。②新時代，企業盈利向上源於產業結構優化、行業集中度提升、企業國際化。新時代，宏觀經濟增長平穩，微觀企業盈利向上源於產業結構的優化，我國消費和科技行業產值占比逐漸更高，盈利能力更強。從行業集中度看，自2010年以來消費類和週期性行業集中度正在提升，在企業做大做強後，部分企業開始走出國門。A股涉及海外業務的上市公司2017Q2營收累計同比為19.9%，其中海外業務營收累計同比為30.6%，而國內業務僅為18.0%。

投資策略：保持積極。中期觀點維持中樞抬升的震盪市格局，6月4日《再次開啟多頭思維》我們將短期觀點由謹慎轉向樂觀，提出震盪市向上波段開始，核心邏輯是資金面穩中趨好、基本面資料不差、改革推進，目前這三個邏輯並未破壞。基本面沒有明顯惡化的情景下，市場振幅更可能向上拓寬，後續則需關注國內金融監管動向及美聯儲縮表加息進展。重視業績和估值的匹配，看好金融、消費白馬、建築，及績優價值型成長股。多個行業輪漲一遍後，金融、消費白馬的估值業績匹配度更優，而且定向降准更利好金融，銀行受益於信貸規模增長，券商受益於市場情緒提升。消費中家電、白酒業績較為靚麗，估值和業績匹配度較好。從博弈角度出發，仍可關注建築板塊，此外結合三季報關注績優價值成長股。

風險提示：業績不及預期，貨幣政策收緊，美聯儲加息超預期。

金融工程

上行趨勢未改，關注主機板藍籌

上周市場震盪下行。板塊上看，上證50指數上漲0.89%，滬深300指數上漲0.15%，中證500指數下跌2.06%，創業板指下跌2.38%。我們節前一周建議逢低加倉，持股過節，節後一周判斷市場將大概率上行，上一周認為市場仍處於上漲趨勢，但日曆效應顯示上證綜指和滬深300表現更為突出，再次踏准市場節奏。目前趨勢模型顯示市場上漲趨勢仍未結束，故我們給予中線看多觀點，風格上建議配置主機板藍籌。

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為5.61%，相對前一周（5.89%）有所下降，高於3%的閾值，市場處於上漲市，且指數處於20日均線之上。在上一輪上漲市（2016.07.06-2016.12.21）中，Wind全A指數先抑後揚，回檔3.32%後開始震盪上行，最高漲幅達到8.93%。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（7.00）大幅回落，一周均值为4.30，意味著當前市場的流動性高於過去一年平均水準4.3倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先降後升，

週五為0.72，低於前一周（0.59），顯示出投資者對上證50ETF短期走勢的樂觀情緒有所下降。漲停板封板率全周均值為56%，賺錢效應相對前一周（63%）下降明顯。

日曆效應上，2005—2016這12年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在十月的上漲概率分別為67%、67%、50%和83%，漲幅中位數分別為3.90%、2.46%、0.42%和0.46%，上證綜指和滬深300表現更為突出。

事件驅動上，證監會10月20日核發9家IPO批文，籌資總金額不超過40億元，相對前一周的9家49億元小幅下降。成交量上，上週五兩市僅成交3628億元，創下7月初以來新低。我們曾在前期的週報中指出階段性縮量（至3000億左右）後市場反彈概率較大。自2016年1月以來，2016年3月11日、2016年9月30日、2017年1月19日、2017年6月6日出現四次階段性縮量，wind全A指數在四次信號出現後10個交易日累計漲幅分別為10.40%、3.01%、3.97%和3.05%。

技術分析上，上證綜指日線級別上處於向下的一筆中。30分鐘級別上出現背馳後回檔進入中樞，目前處於反彈的一筆中。從形態上看，中證500和創業板指形成雙頂，且短均線方向掉頭向下，而上證50和滬深300維持了良好的向上趨勢，建議短期關注主機板藍籌的配置機會。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險。

行業點評

鋼鐵：市場在限產預期與需求下降中膠著

限產效果漸顯。十月上旬安陽、邯鄲開始了限產，如果嚴格執行，這兩地限產效果相當於每天6萬噸的量，10月上旬重點鋼企日均粗鋼產量和全國日均粗鋼產量均下降了約3萬噸，考慮到停產有先有後，可以認為限產對供給收縮有一定效果。隨著限產範圍擴大，中旬產量有望收縮更多。

上周庫存繼續下降，資源供需矛盾並不突出。上周庫存下降近40萬噸，下降較為明顯，其中螺紋下降30萬噸，線材持平，中板下降8萬噸，熱板下降8萬噸，冷板下降2萬噸，顯示出與前述限產同步的效果。限產仍是未來行情演繹的決定性因素。在需求大概率下行的情況下，有疊加季節性因素，鋼價有一定壓力，但前期“2+26”城市限產方案比較嚴厲，如果嚴格執行，對市場仍有支撐。

我們預期盈利在中高位震盪。在限產預期下，料各大鋼材品種盈利將在中高位震盪。建議關注板材類產品和公司。

風險提示。行業波動性仍存；政策風險。

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。