

## 宏觀點評

### 基建拉動經濟，是良藥還是陷阱？——基於美國和日本的經驗研究

對於我國來說，基建投資一直是經濟增長的主要動力之一。2012年以來，我國基建投資同比增速一直維持在20%左右，占固定資產投資的比重也在2016年達到25%。

歷史上美國也曾經歷過基建投資高速增長的時期。上世紀30年代，依靠基建投資，美國經濟成功地從大蕭條的泥沼中重新復蘇。但70年代以來，美國基建投資規模持續下降，基建投資逐步與經濟增速呈現負相關性。基建下滑沒有影響美國經濟增長，主要是因為美國成功轉型擺脫了對基建投資的依賴。從需求端來看，美國經濟其實早已轉變為依靠私人消費和投資拉動的增長模式。從供給端來看，同一時期美國的經濟結構也在逐步優化。

與美國相同的是，日本歷史上也曾經歷過基建投資高速增長的時期。與美國不同的是，日本政府將基建投資作為推動經濟發展的重要手段之一，特別是在90年代房地產泡沫破滅以後，日本政府採取持續大規模的財政刺激政策。但90年代危機以後，日本經濟就難有起色，其主要原因是經濟缺乏內在動力。

綜合來看，基建投資作用的好壞取決於經濟的發展階段。我國的基礎設施發展非常不均衡。隨著城市化率的進一步提升，我國基礎設施建設仍然還有很大的空間。但是日本的經驗告訴我們，依靠基建投資拉動的經濟缺乏自身動能，同時也會加重政府負擔。未來，我們需要學習美國轉型的經驗，大力發展現代服務業，加大對科技研發的投入，提高居民可支配收入占GDP的比重，形成以私人消費和投資拉動經濟增長的健康模式！

## 債券點評

### 利率債：債市堅定配路

利率債：債市堅定配路。10月債市大幅調整，主因對基本面的擔憂、對監管的擔憂和海外債市調整的影響。10月末，1年期和10年期國債較9月末上行10BP和28BP。1年期和10年期國開債較9月末上行12BP和31BP。通常決定利率頂部區域的力量來自配路盤，今年1-9月銀行信貸投放大幅高於往年同期，而地方債發行也消耗了相當額度，配路利率債力量相對偏弱。交易盤決定了利率波動幅度，從經濟基本面、資金面和近期監管角度看，近期債市並未出現大的突發衝擊，而利率債卻經歷了大幅調整，與交易盤止損有關，目前利率已處於明顯超調狀態，後續有望在交易推動下均值回歸。我們堅定認為，10年期國債利率超過3.6%以後具有長期配路價值。

轉債：機構觀望，供給加快，短期仍謹慎。10月轉債指數下跌1.48%，日均成交量環比下降9.57%，呈現縮量下跌趨勢，個券跌多漲少，表現弱於正股。原因在於股市震盪調整，同時轉債供給節奏加快，估值持續壓縮。近期審批和發行速度加快，上周就有4只轉債披露發行公告。在股市震盪分化和轉債供給加快的背景下，機構或以觀望為主，從上交所資料來看，公募基金和保險在10月繼續減持上交所可轉債，但QFII明顯增持。10月以來債市大跌，無風險利率大幅上行，考慮到臨近年末機構保收益或更優先，權益市場年末或存壓力，轉債分化加劇，建議穩健為先、多看新券。

風險提示：基本面變化、股市波動、貨幣政策不達預期、價格和溢價率調整風險。

## 策略點評

## 最新一周資金入市淨流入 47 億元

預計最新一周資金入市合計約淨流入 47 億元。最新一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流入 47 億元，而前一周資金淨流入 30 億元。其中銀證轉帳 6 月第 3 周流出淨額 677 億元，後續未再公佈該資料；融資餘額增加 30.72 億元；公募基金新發行 85.73 億元；滬股通規模減少 3.86 億元；深股通規模增加 29.62 億元。

市場情緒有所上升。上周年化換手率為 202%，前一周 179%，07 年高點 1658%；上周成交量均值為 356.2 億股，前一周為 315.2 億股；融資交易占比 9.5%，前一周 10.2%，歷史高點為 19.5%，市場情緒有所上升。

融資融券市場看多情緒上升。截止上週五，股票融資餘額為 9953 億元，股票融券餘額為 47 億元。融資融券餘額全市場流通市值占比為 2.98%，融資融券交易在融資融券標的中的交易占比達到 18.67%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為 75.49%，較前一周下降，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為 0.32%，較前一周上升。一周融資買入 2418 億元，較前一周上升，融券賣出 42 億元，較前一周上升。股票融資融券市場總淨買入額（淨融資買入額-淨融券賣出額）為 28 億元，較前一周下降。

產業資本二級市場淨減持 2.76 億元。根據 WIND 統計，截止 11 月 3 日一周產業資本在二級市場淨減持 2.76 億元。其中，主機板淨增持 2.44 億元，中小板淨減持 4.91 億元，創業板淨減持 0.28 億元。從行業來看，建材增持力度最強，為 1.22 億元；電腦減持力度最強，為 3.17 億元。從個股來看，恆星科技增持力度最強，約 1.57 億元，合力泰減持力度最強，約 2.31 億元。

並購重組跟蹤。上周證監會並購重組委員會審議通過 3 家，為蘇州海陸重工股份有限公司、北部灣港股份有限公司和山東魯億通智能電氣股份有限公司。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

## 行業與主題熱點點評

### 傳媒：堅守高增長與行業龍頭

近期傳媒板塊回檔較多，這主要與創業板回檔有關，我們也發現跌得較多的個股主要還是以高估值或者三季報業績欠佳的公司為主，而我們前期推薦的 PEG 較低，或者細分行業龍頭的公司相對收益十分明顯，未來我們仍然堅持這個策略。個股選擇龍頭股的估值切換，明年估值較低的公司以及今年業績可望超預期的公司。四季度三季報後，傳媒板塊進入分化。到年底，文化傳媒板塊很多公司的商譽減值風險將呈現，而那些業績高增長或者超預期的公司將受到市場的關注。另一方面，行業經過了高速發展，行業集中度慢慢提升，龍頭公司的整合力和先發優勢越發明顯也獲得市場的更多關注，所以關注明年估值切換或者明年優質項目較多的龍頭公司。

進入十一月份，我們推薦業績高增長的公司與細分行業的龍頭。重點推薦：帝龍文化、完美世界、百洋股份、光線傳媒、三七互娛、寶通科技。

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。

### 機械工業：10 月銷量符合預期，全年有望突破 13 萬台

根據工程機械協會，10 月挖機銷量 10541 台，同比增長 81%，環比微增。其中出口 871 台，同比增長 85%。1-10 月行業主要挖機企業總體銷售 112476 台，同比 16 年增長 98%，僅次於歷史大頂 2010-2011 年。由於經銷商提前備貨的原因，11-12 月銷量一般高於 10 月，因此我們預計行業 17 年挖機銷量有可能超過 13 萬台，同比增速或超 85%。我們認為在基建、住宅、採掘總需求穩健的支撐下，挖機行業依然會維持較穩健的增速。同時，由於進口替代的原因，

預計國產挖機鏈 條龍頭企業市占率有望進一步提升。建議關注恒立液壓、三一重工。同時建議關注建築機械板塊的徐工機械、建設機械。

風險提示：固定資產投資放緩、信貸政策收緊、潛在的貿易保護主義。

## 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。