

2017年11月30日

銷售部 - 投資策略

債券

中美利差走向何方

今年以來中美利差再度走擴。今年以來中美利差至160BP左右，接近歷史高點。一方面是由於我國開啟金融去杠杆，10年國債利率不斷上升。另一方面源於美國經濟和通脹復蘇略不及預期，美債利率前期有所下行。但3季度美國經濟穩中有升，中美利差呈現高位震盪的走勢。

2010年是中美利差的分水嶺。回顧中美利率的歷史走勢發現，2010年是中美利率和利差的分水嶺。2010年之前，中美利率走勢的相關性較差，但中美利差較小；2010年之後，中美利率走勢的相關性大增，但中美利差整體走擴。

為何2010年後中美利率相關性上升？08年之前，中美貨幣政策的目標以通脹為主，因此利率主要跟隨通脹波動，而這一階段中美通脹之間的波動趨勢不同，利率之間的相關性自然較差。08年之後，中美貨幣政策不再僅僅盯住通脹，利率與通脹之間的聯動變弱。加之2010年後，我國銀行間債券市場的對外開放進程加速，中美國債利率之間的相關性也明顯上升。

為何2010年後中美利差走擴？中美利差的走擴與中美貨幣政策之間的差異有關。美國08年開始實行量化寬鬆政策，直到13年底逐步退出，貨幣政策長期保持寬鬆，國債利率大幅下降。而我國09年開始降准降息，但2010年後貨幣政策便轉向，之後13年和16年兩次金融去杠杆，加上13年開始中國利率市場化明顯加速，導致國債利率雖大幅波動，但中樞沒有明顯下降。中美利差大幅上升。

美債長端利率將逐漸上行。美國目前已步入加息週期，貨幣政策回歸正常化。而3季度以來美國經濟再度回暖，10月美聯儲縮表開啟，未來美債長端利率將有望入上行週期。我們認為，按照17年年底加息一次，18年加息兩至三次的節奏，明年年底10年期美債利率有望上行至3%左右。

我國長債利率將築頂回落。我們從名義GDP、調整幅度、表內資產比價、期限利差、實體經濟融資等多個角度來分析債市，均發現當前我國長期國債利率位於頂部區域且明顯超調。在經濟通脹均弱的背景下，我國長期國債利率不具備大幅上行的基礎，未來將逐漸築頂回落。

目前中美CPI的中樞相近，GDP之差則大幅縮窄，經濟和通脹都難以支撐中美利差維持高位。我們認為，未來美債長端利率將進入上行週期，而我國長債利率將築頂回落。中美利差未來將趨於下降，逐漸從“非正常水準”回歸到“正常水準”，而中美利差未來的收窄也不會成為我國債市利率下行的制約因素。

固定收益

中國版REITs：為時尚早還是大有可為？

1. REITs為何物？房地產投資信託（REITs），是以能夠產生穩定租金收益的不動產為基礎資產，以標的不動產的租金收入為主要收入來源的信託基金。海外市場REITs通常在投資標的和收入來源上有嚴格限制，比如日本市場要求至少70%的總資產投資於房地產、房地產租賃等房地產直接相關資產。根據投資物件不同分為權益型、抵押型和混合型REITs，權益型REITs通過直接控制房地產或入股地產公司成為股東的方式獲得房地產產權，從對地產的經營中獲得收益；抵押型房地產信託是將募集資金用於發放房地產抵押貸款或購買抵押證券。REITs滿足了中小投資者投資地產市場的需求，並通過多元化投資分散投資風險；對於地產商而言，REITs也可以是一種融資管道。
2. 他山之石：美國REITs市場。1) 規模大：美國是REITs的發源地，也是目前REITs最大的市場。截至2016年末，美國REITs的總市值10187億美元，占到美國股市市值的3.7%，在資本市場中佔有重要地位。2) 權益型為主：早期美國市場上權益型、抵押型和混合型REITs平分秋色，之後權益型REITs得到大發展，到2016年，權益型REITs的資產規模占比超過94%，抵押型REITs為5.75%，混合型REITs基本淡出市場。3) 零售與住宅資產居多：美國REITs協會披露，在房地產投資信託的資金投向中，零售類、住宅類和基礎設施類是發行規模最多的三類，合計占到總規模的40%。4) 回報率高：根據NAREIT統計，16年美國市場REITs年複合回報率平均9.28%，過去5年為12%，作為投資工具，其回報水準與標準普爾500指數、羅素2000指數、道瓊斯指數等比起來並不遜色。而且REITs的收益要比股市更穩定。
3. 國內REITs發展狀況

試點與立法平行推進。中國發展REITs的努力最早可以追溯到本世紀初，目前我國有關REITs的政策法規還沒有正式出臺，但已經出現了多個類REITs產品，包括早期的中信起航、鵬華前海萬科、興業皖新閱嘉等專項資產管理計畫。不完全統計，截至10月底國內類REITs和類CMBS產品合計發行了37單，總規模在1353億。本文選取了中信啟航專項資產管理計畫、海印股份信託受益權專項資產管理計畫和鵬華前海萬科REITs作為代表性產品進行的分析，詳細內容見正文。

租賃資產證券化產品試水。近年來國家鼓勵培育和發展住房租賃市場建設，由於租賃住房回款期限長，發行REITs產品可以提高資產的流動性，幫助企業實現提前回款。今年魔方公寓和自如的ABS產品已經成功發行，10月新派公寓和保利租賃住房自持公寓類REITs產品獲交易所批准發行，將有效帶動房企進行長租公寓證券化的積極性。

4. REITs面臨的機遇與束縛

機遇：1) 盤活存量資產。國內房地產行業正在從“拿地賣房”轉向“出售、持有、運營”並舉的模式，住宅地產中存量房交易占新房成交的比例逐漸提升，商業地產增多且仍受“庫存”問題困擾。此外，16年以來國家出臺多項政策發展培育租賃市場，當前中國房屋租賃市場的規模1.1萬億元，未來還會成倍增長。地產行業向存量模式轉換之際，REITs是盤活企業資產、提高不動產流動性的工具。2) 資產新規下，提供新融資管道。地產調控以來房企融資受到極大的限制，今年地產債融資大幅縮減，而非標融資快速增長，部分填補了房企的資金需求。但近日資管新規落地，未來非標將受到更加嚴厲的管控，地產企業有探索融資管道的需求。資產證券化業務不在新規範圍內，國內以資產證券化形式存在的REITs可能會增多，這是REITs發展的另一個契機。

束縛：1) 無稅收優惠。境外市場一般不對REITs徵收企業所得稅，而我國還沒有相關政策，降低了本就較低的不動產運營回報率。比如在中信起航專項資產管理計畫中，物業收入需要扣除增值稅及城建稅、房產稅、企業所得稅，投資者還需要對分紅繳納所得稅，整體稅收占了租金的近一半。2) 債權性質明顯。目前國內發行的類REITs產品多數偏“債權”性質，比如海印信託受益權專項資產管理計畫就是以信託貸款的形式投資到專案。“債權”設計下收益不構成徵稅物件，從而避免雙重徵稅的問題，而且不涉及專案所有權變更，操作上更為簡便。3) 存政策性風險。有關REITs的政策法規還沒有正式出臺，國內出現的類REITs產品多以專項資產管理計畫形式存在，存在政策性風險。此外相關產品還存在租金回報率低、未來退出不確定性高等風險，這些都是需要隨著市場發展逐漸完善的地方。

行業點評

傳媒：文化傳媒：行銷媒介集中度提升，推薦資源及創新內容個股

結論：1) 國內廣告市場傳統媒介投放維穩，電梯樓宇、電影映前投放優勢突出；2) 中國網路廣告增長來自移動端，重點電商類（規模第一）、社交類和視頻類（高增速）管道；3) 國內外廣告市場頭部媒介集中度顯著，視頻等自建內容新管道成趨勢。

2017年行銷板塊收購標的業績對賭到期高峰期，提示關注商譽減值問題。重點推薦資源及創新內容個股：分眾傳媒、思美傳媒。

風險提示：標的業績不達預期，商譽減值風險。

機械工業：18年看好天然氣儲運裝備及儀錶行業的投資機會

根據天然氣“十三五”規劃，2020年我國天然氣占一次能源消費比例將由2015年的4.4%提高到10%（2016年為6.4%）。“十二五”期間的天然氣表觀消費量CAGR為12.4%，在基礎設施更加完備的情況下，考慮“煤改氣”、LNG重卡滲透率提升等因素，我們預計未來三年的天然氣需求增速超過15%。需求的好轉催生供給的擴大，由於2016年之後美國LNG價格具備競爭力，因此我們認為未來3年中國將迎來LNG進口高峰。由此我們看好天然氣產業鏈中的中游裝備製造商、LNG船製造商、以及民用儀錶領域出現產品更替的企業。建議關注：中集安瑞科（3899.HK，中集集團子公司）、金卡智能、大元泵業、富瑞特裝、厚普股份。

風險提示：油價下跌、進口貿易壁壘。

石油天然氣：LNG價格上漲，天然氣產業鏈持續快速發展

冬季需求推動LNG價格快速上漲。今年11月以來，隨著冬季採暖季到來，天然氣需求推動LNG價格快速上漲。目前LNG市場價為6032元/噸，相比11月初上漲1499元/噸，漲幅達33.07%；相比9月初上漲2520元/噸，漲幅達71.75%。

天然氣行業改革：管住中間、放開兩端。我們認為天然氣行業改革將會圍繞價格展開，其中中間環節的管輸費、配氣費將以指導價為主，而上游井口價格和終端銷售價格將逐步實現市場化定價。

改革推動天然氣全產業鏈持續快速發展。隨著改革的推進，天然氣行業將持續快速增長。根據《天然氣發展十三五規劃》，2020年我國天然氣需求將達到3100億方以上，年均增速10%以上。此外，2020年我國天然氣產量達到2070億方（年增速8.9%）；天然氣主幹管道10.4萬公里（年增速10%以上）。

工業燃料等領域推動天然氣需求增長。2016年我國天然氣消費量達到2058億立方米，近15年複合增長15%，天然氣在一次能源消費比例由2005年2.4%上升到2016年6.2%，人均年用氣量140立方米。根據《中國天然氣發展報告(2017)》，我國天然氣消費需求主要來自城市燃氣、工業燃料和燃氣發電，分別占比35.4%、34.6%和17.8%，其餘需求來自化工用氣，占比12.2%。

煤改氣：初見成效，前景廣闊。2013年9月，為進一步改善空氣品質，國務院印發《大氣污染防治行動計畫》（又稱“大氣十條”），提出推進“煤改氣”工程建設。根據我們的測算，“以氣代煤”有望拉動2020年全國農村居民用氣量達到337.20億立方米；燃煤鍋爐淘汰將新增天然氣需求321億立方米。

重點上市公司分析：受煤改氣、冬季天然氣需求旺盛的影響，近期LNG價格大幅上漲，未來幾年我們預計天然氣需求在氣價改革、煤改氣政策的推動下有望維持10%左右增速，從而推動天然氣全產業鏈的持續發展，建議關注新奧股份、新奧能源（港股）等。

風險提示。天然氣需求不及預期，LNG價格下降等。

建材：供給收縮推動價格不斷上漲，推薦水泥玻璃

受採暖季限產影響，近期水泥行業供給面劇烈收縮，部分市場呈現明顯供不應求態勢，水泥價格大幅攀升，上周全國水泥市場價格漲勢依舊，環比漲幅為2.4%。價格上漲地區主要集中在河北、山西、上海、江蘇、安徽、河南、山東、重慶和甘肅等，幅度20-70元/噸。11月下旬，國內水泥和熟料供應緊張趨勢加劇，價格繼續大幅向上攀升，大多數地區水泥價格站上400元/噸，個別地區如河南、山東和江蘇北部成交價格突破500元/噸。停產區域因企業供應量有限，所以主要保供前期客戶訂單為主，部分市場已出現有價無貨狀態；而未停產地地區大都處於供需兩旺態勢。以水泥煤炭價格差指標看，水泥盈利持續新高，已明顯超出此前市場對四季度水泥景氣的預期；玻璃方面，受環保政策影響，沙河地區產能集中限產15%，此外有9條生產線因排汙許可證問題導致停產，廠商及貿易商庫存均環比下降，價格亦呈現超預期走勢，上周全國浮法玻璃均價為1604元/噸，環比上漲9元/噸。全國浮法玻璃庫存3103萬重量箱（155萬噸），環比下降1.4%。中期來看，基於上市公司財報統計，企業仍未大幅增加資本開支，加之環保限產常態化，我們預計中期行業供給壓力無憂，盈利有望在中期穩定於高位，過去低PE賣出水泥的慣性思維需要修正。

目前時點建議關注週期建材：華新水泥、海螺水泥、旗濱集團、祁連山、西藏天路、塔牌集團、金圓股份、萬年青、寧夏建材等。

風險提示：地產投資大幅下滑等。

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。