

宏觀

各央行躍躍欲試，中國何去何從？——全球貨幣政策大盤點

韓國央行近期選擇加息攪動了市場的敏感神經，美國、加拿大、英國相繼加息，新興經濟體中絕大多數按兵不動，但印度、巴西、俄羅斯、智利和南非今年卻在降息。全球貨幣政策分化背後的原因何在？未來在美聯儲貨幣繼續收緊的背景下，中國央行何去何從，是否會跟著加息？

發達經濟：經濟漸進復蘇，貨幣整體轉向。美國：經濟穩通脹低，加息維持漸進。美國貨幣政策已處於回歸正常化的階段，而伴隨經濟穩健復蘇，漸進加息和縮表也穩步推進。但目前美聯儲的關注點在於，雖然經濟復蘇顯出韌性，但通脹回升力度偏低，核心通脹仍是拖累，因而加息仍將維持漸進。加英：增長和通脹，總有一個在路上。加拿大和英國是發達經濟體中目前已經開啟加息的國家。但從原因來看，加拿大加息是因經濟增速回升，但英國加息的背後則是匯率貶值後的通脹壓力。歐日：權衡QE規模，謹慎判斷轉向。儘管歐、日經濟同樣在持續復蘇，但當前通脹水準離各自央行的目標仍有不小距離。在通脹回升尚不穩固的情形下，歐、日央行對待貨幣政策轉向更加謹慎，相比加息，更需關注的是其量化寬鬆購債計畫的變動。

新興經濟：經濟狀況差異，貨幣政策分化。新興市場國家的貨幣政策出現了明顯的分化。匯率風波過後，降息穩定經濟。巴西和俄羅斯前期為了應對本幣大幅貶值和通脹攀升，均大幅提升過基準利率，匯率和通脹壓力過後，當前處於降息階段。隨著經濟的下滑，智利和南非在之前跟隨美國加息後，今年又選擇了降息。通脹匯率驅動，韓墨開啟加息。韓國和墨西哥均有加息，墨西哥加息主要是為了應對比索貶值和通脹飆升。墨西哥CPI最高達到6.6%，9月以來有所回落，GDP增速卻在下行，經濟環境不支持進一步加息。韓國近期的加息舉措一方面是因為出口好轉，經濟持續回暖，通脹攀升過快，另一方面也是為了抑制資產泡沫。考慮到高位的資產價格，未來韓國的加息空間不大。亞洲貨幣政策趨同，美國加息衝擊。亞洲其它經濟體大部分維持基準利率不變，只有印度為了應對經濟下行的壓力在8月降息25bp。但隨著經濟回暖、通脹回升，這些國家實際上也已經處於貨幣政策轉向的臨界點。次貸危機後美聯儲持續寬鬆的貨幣政策導致資本不斷流入新興市場，目前各國的資產價格普遍較高，預計未來美聯儲緊縮帶來的衝擊也將較大。

中國會跟隨加息嗎？匯率牽制減小，貨幣政策更加獨立。站在當前時點，我們認為匯率對我國貨幣政策的牽制力相比之前已減小：人民幣對美元貶值壓力大幅減小；央行對人民幣匯率波動容忍度提高；當前中美利差處於歷史高位，對人民幣匯率保護足夠。從內部來看，我們認為中國加息的必要性其實並不大。逆回購利率失效，上調必要性下降。首先要明確一點，由於我國央行和金融機構之間的交易操作並非完全自由的，真正主導金融市場利率走勢的是基礎貨幣供給的數量，而不是基礎貨幣供給的價格，所以逆回購利率對市場利率的影響有限。今年年初央行兩次上調逆回購操作利率，一個主要原因是抑制金融體系內部的杠桿，而當前效果已比較明顯，進一步提高逆回購利率對金融去杠桿的作用不大，反而會加劇金融市場、尤其是債市的動盪，弊大於利。基準利率滯後，貸款利率已走高。今年以來雖然存貸款基準利率未動，但市場貸款利率卻走高。這是因為央行控制基礎貨幣的供給，利率走高從金融市場向實體利率傳導，說明利率市場化以後存貸款基準利率重要性下降。在市場利率已經上行、緊縮效果體現的背景下，上調存貸款基準利率已顯得滯後，也可能會增加一定的經濟下行壓力。

(1) 11月外儲增加。外管局公佈11月外匯儲備餘額為31192.8億美元，較上月增加100.6億美元。

(2) 主因估值效應。11月主要國家國債收益率變化不大，美、日10年國債收益率分別上升4BP和下降3BP，歐、英整體穩定。11月美元指數下跌1.6%，歐元、英鎊、日元對美元分別升值2.2%、1.8%和1.0%，非美元貨幣儲備資產價格普遍回升，主導估值效應影響轉為正向，也是11月外儲回升的主因。

(3) 美聯儲加息在即。三季度美國復蘇仍強，稅改通過也支撐短期美元走勢，美聯儲下周召開議息會議將大概率再度加息。11月人民幣對美元小升0.2%，匯率區間波動，短期保持穩定。

(4) 貨幣穩健中性。11月以來隨著資管新規、流動性辦法的發佈，金融監管的加強逐漸進入細化和落地階段，未來去杠杆、防風險仍是方向，央行將繼續在雙支柱調控框架下，保持貨幣政策的穩健中性。

債券

信用風險回顧與展望

今年信用違約情況稍有好轉。今年以來有24只公募債券實質性違約，涉及發行主體13家。新增違約主體只有4家，相較于2016年大有好轉。除了債券違約事件，幾起信用風險事件也引起市場廣泛關注。中國宏橋被做空引發債券大跌；山東民企債務火燒連營，齊星集團資金鏈斷裂並引發西王集團代償風險，天信集團破產重整，山東金茂捲入擔保風波；大連萬達受負面消息衝擊，股債雙跌等等。涉及主體集中在民營企業，在融資偏緊、盈利國進民退的背景下推升了市場對民企債的擔憂。

關注民企特殊風險。民營企業受負面消息衝擊，常見的有兩類，一是經營問題上出現負面消息，二是實際控制人出現負面資訊。前一類比如今年3月份中國宏橋被沽空機構質疑，受此影響股債雙跌。後一類的案例也有很多，比如佳兆業、華通路橋、雨潤食品均有出現實際控制人風險，民營企業發展壯大過程中，創始人/實際控制人的外部資源（包括政企關係、融資管道）和內部凝聚力對企業至關重要，一旦出現重大突發事件，企業運營和再融資都會受到衝擊，很可能成為企業陷入債務危機的“導火索”。

代償風險不容小覷。民營企業互保、聯保貸款很普遍。這是由於我國民營企業普遍有資金約束，不少民企沒有政府增信、缺乏抵押物，不符合銀行信貸要求，必須借助擔保以獲得銀行信貸；或者單獨貸款利息很高，抱團互保可以降低信貸成本。今年西王集團就因為其29億的擔保額引發市場對其代償風險的擔憂。企業研究時應關注區域內部信用風險負面情緒的傳導作用，企業互保情況可能引發代償風險。

信用風險回升，但仍不是主要矛盾。我們在2017年度策略提出，2017年信用風險將較2016年緩和，超預期違約減少，這一觀點得到市場驗證，2017年以來新增違約主體主要為中小民企，市場衝擊不大。展望2018年，宏觀經濟下行壓力上升、流動性偏緊格局不改、企業盈利好轉持續性堪憂，信用風險將重返上升通道，市場化融資的萎縮將進一步推升民企信用風險。但國企千方百計降杠杆下信用資質確定性增強，地產再融資政策可能邊際上鬆動，前期積累的現金流仍有支撐，信用風險仍不是主導信用債走勢的主要矛盾。

行業點評

家用電器與器具：保持樂觀

我們認為18年行業需求無須悲觀。空調受益於更新需求推動新一輪行業補庫存，預計行業整體仍可維持大個位數增長，板塊收入增速有望保持10%以上。洗衣機繼續受益於滾筒需求的快速增長，預計集中度和價格提升帶動板塊龍頭收入利潤兩端增長。冰箱更新需求占比提升助推內銷需求回暖，預計產品結構升級及份額提升帶動龍頭收入端增長。

預計企業盈利水準回升。17年板塊整體利潤率承壓源於人民幣升值、原材料漲價等利空因素，通過上調出廠價及產品結構升級，匯率及原材料壓力減小，預計明年企業盈利水準回升，18年行業整體業績增速將高於收入增速。

龍頭估值合理，估值業績匹配度凸顯配置價值。目前板塊調整後價值屬性凸顯。板塊龍頭對標行業及國際均處於估值折價，估值業績匹配度較高。

風險提示：原材料大幅波動，房地產景氣度不達預期。

紡織與服裝：紡織服裝板塊估值是否見底？

板塊在年初至今大跌近24個百分點後，近日迎來一定幅度的反彈。我們對板塊是否見底，是否迎來板塊性投資機會進行了研究。

- 1) 依據不同的剔除方法，紡織服裝板塊目前估值水平均已明顯低於歷史平均水準，但高於歷史最低水準。
- 2) 剔除新股與不剔除新股的估值水準差異不大，表明目前新股估值也進入相對合理水準。
- 3) 目前板塊整體淨利潤增速低於歷史估值相當時的淨利潤增速水準，然而，紡織板塊略好於歷史估值同期。
- 4) 我們認為目前板塊估值與增速不匹配，仍舊缺乏板塊性機會，但優質個股已具備投資價值。

風險提示：終端零售復蘇不及預期，外延並購不及預期，匯率風險，電商增速下滑等。

金融：11月業績同比減少21%，較上半年單月平均業績水平有明顯提升——證券行業11月月報

11月母公司口徑淨利潤同比環比-21%。28家上市券商公佈11月業績，合計實現營業收入138.35億元，同比-19%，環比-10%；實現淨利潤49.13億元，同比-21%，環比-21%。11月業績下滑主要是由於市場表現稍弱，自營表現遜於去年同期及上月，仍符合預期。11月券商業績較上半年單月平均業績水準有明顯提升。券商業績仍分化明顯，大券商業績仍較好。

11月經營環境明顯好轉：日均交易額環比+10%，兩融餘額環比+3%，IPO募資規模環比+42%。11月市場交易量環比回升，同比下滑，日均股基交易額5464億元，環比+10%，同比-18%，1-11月累計日均交易額4968億元，同比-11%。11月完成IPO 36家，較上月增加，募集資金222億元，環比+42%，同比下滑27%；增發募資896億

元，環比-42%，同比+43%。債券承銷方面，企業債承銷325億元，環比+12%，同比-34%；公司債承銷823億元，環比-32%，同比下滑54%；企業債及公司債合計承銷1148億元，環比-23%，同比-54%。截至11月末，兩融餘額10288億元，環比+3%，同比+5%。

投資策略：

1) 2017年傭金率下滑速度放緩，無需過度悲觀。2) 預計隨著市場逐步回暖，四季度券商業績有望改善。預計2018年業績同比增長3%。3) 機構業務、財富管理轉型、主動管理資管業務將是2018年重點。4) 從中長期來看，仍看好行業轉型，尤其是看好大型券商及特色券商。5) 券商股估值觸底，估值低+業績持續改善+市場環境回暖，投資價值明顯！

風險提示：資本市場大幅下跌帶來業績和估值的雙重壓力。

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。