

宏觀

慣性的復蘇！——2018年海外宏觀報告

全球經濟：整體延續復蘇，結構略有差異。未來美、歐、日的貨幣政策將在復蘇的背景下逐步邊際收緊。新興市場的貨幣政策將呈現出分化的格局。2018年海外市場資產配額優先順序是權益>商品>債券。但也需注意可能的風險點。一是全球貨幣趨緊。另一個是，中國經濟回落或對2018年全球增長構成一定負面衝擊。

我們認為2018年發達經濟的回升有望延續，發達經濟體整體的貨幣政策仍然處於相對寬鬆的狀態，並且基準利率的提升對經濟的影響往往滯後3年；發達經濟體的居民和企業在危機之後去杠杆效果顯著，也是經濟持續良性迴圈的基礎。此外，稅改將對美國經濟有所刺激。新興經濟復蘇主要來源於全球貿易回暖，但是各自的內在驅動力有所不同。巴西、俄羅斯等資源型經濟體的出口回升與油價和金屬商品需求的回暖相關，而東南亞經濟主要依賴低端製成品出口，韓國和中國臺灣地區則依賴電子產品出口。因此2018年各經濟表現也會存在差異，相比資源出口依賴型經濟體，受益於發達經濟回暖，製造業出口型經濟體的經濟企穩更加確定。

發達貨幣收緊，新興是否跟隨？展望18年，當前美國消費者信心指數並不低，隨著美國經濟的復蘇、金融監管的放鬆，就業結構和薪資的制約可能會逐步減小，但貧富差距較難在短期緩解，因而預計18年的美國通脹仍將維持溫和上行的趨勢。未來美、歐、日的貨幣政策將在復蘇的背景下逐步邊際收緊。不同于發達經濟體的貨幣政策步調趨同，新興市場的貨幣政策將呈現出分化的格局。巴西、俄羅斯、南非和智利，在之前幾年由於匯率貶值以及通脹等原因一度提升了基準利率，但前期的加息導致經濟明顯滑落，預計未來降息週期會持續，短期再度轉向緊縮的可能性不大。其它經濟體中，經濟好轉、通脹回升，推動韓國11月率先加息。從通脹來看，越南、馬來西亞、菲律賓等國17年CPI的同比也已回升到近年較高位置，不排除這些經濟體將跟進加息也作為潛在選項。

機遇存在的背後，風險也不容忽視！2018年預計全球經濟仍是溫和擴張，而通脹穩中上升，貨幣政策逐漸趨於收緊，整體仍是漸進復蘇的態勢。所以2018年海外市場資產配置優先順序是權益>商品>債券。但也需注意可能的風險點，除了中東、朝鮮等問題帶來的政治風險外，經濟方面也有兩點值得關注。一是全球貨幣趨緊，尤其是美聯儲加息縮表，可能會對前期估值增長過快的資產造成一定的壓力，但由於貨幣緊縮進程較慢，整體風險依然可控。另一個是，中國對全球本輪經濟的復蘇也功不可沒，2016年全球經濟3.1%的增長中有1.15個百分點是中國貢獻的，中國經濟回落或對2018年全球增長構成一定負面衝擊。但由於美國減稅、歐洲寬鬆刺激經濟，全球經濟復蘇有一定慣性，所以究竟來自中國的影響有多大，仍有不確定性。

固定收益

同業存單監管趨嚴，影響幾何？

據證券時報報導，央行修改2018年同業存單發行額度備案要求，意味著同業存單正式納入同業負債監管口徑。央行曾在2017年二季度貨幣政策執行報告中，明確將於2018年1季度起在MPA考核中將同業存單納入同業負債，

但僅針對總資產5000億以上的銀行。備案額度的調整則將這一約束擴大至所有銀行，也統一了銀監會和央行的監管口徑。

若全面納入同業負債，影響如何？

同業存單存量概覽。從發行量來看，13年開始同業存單發行量屢創新高，2017年發行量突破20萬億。而淨融資額則在前幾年大幅增長後，2017年下降到1.74萬億，僅為2016年的53%左右。截至2017年底，同業存單餘額為7.99萬億。其中城商行和股份行是同業存單的主要發行主體。而從期限來看，3個月、6個月和1年的同業存單餘額較高，1個月和9個月餘額較低。

若同業存單納入同業負債，達標情況如何？我們選取披露了同業負債相關資料的101家銀行進行粗略測算（與監管口徑有差異，僅供參考），若將同業存單納入同業負債，101家銀行中不達標的有24家，超標總額約為1.23萬億左右。24家銀行中有7家是資產在5000億以上，包括一些大型股份制銀行，超標總額1.03萬億左右。而資產低於5000億的有15家，基本是城商和農商行，超標總額在2000億左右。

2018年同業存單淨融資會有多少？利用同業存單備案資料和使用比例資料，我們嘗試大致估算2018年同業存單淨融資情況。根據已披露的2018年備案額度來看，在不超標的情況下，相比2017年平均增加約10%-20%，假定各家銀行2018年同業存單備案額度的使用比例與2017年相同，預測101家銀行2018年底存單餘額為4.36-4.6萬億左右，據此推算2018年同業存單的總餘額或在6.3萬億-6.6萬億左右，這意味著2018年同業存單淨融資將首次為負，餘額將較2017縮減1.4-1.7萬億。

同業存單未來展望：供需兩頭受限，利率短穩長降

同業存單的四年“芳華”。同業存單具有發行便利、流動性好、同時可以改善LCR指標等優點，同時受到的監管也較寬鬆。而中小行由於吸收存款的能力較弱，依賴同業存單吸收負債就成了中小銀行擴張資產負債表、進行同業套利的途徑。13年以來同業存單餘額逐年攀升，從13年底的340億飆升至17年底的7.9萬億。

監管遲到卻不手軟，供需兩頭出擊。16年底金融去杠杆開始，同業存單的相關監管政策不斷收緊。發行端來看，無論是MPA考核、同存備案新規，還是銀監會6號文、46號文以及流動性新規等，都將會約束同業存單發行規模的進一步擴張。投資端來看，證監會對貨基投資同存作出限制，資管新規制約理財規模擴張，而這些都會對同業存單的需求造成衝擊。同時風險偏好的下降，會導致低等級存單的需求下降更多，中小行將“受傷”更深。

同存利率短期難降，靜待主動去杠杆。銀行同業負債去杠杆將經歷被動去杠杆和主動去杠杆兩個階段，在被動去杠杆階段，由於資產端到期較慢、套利空間仍存，銀行仍有較強動力通過同存擴張同業負債，但監管壓力下發行難度加大，呈現量縮價漲；而隨著資產端配置的非標等資產逐步到期，銀行擴張同業負債的動力下降，將進入到主動去杠杆階段，屆時將呈現量價齊跌。17年四季度同存淨增量首次轉負，標誌著進入被動去杠杆階段，若同業存單納入同業負債，這一階段將延續，意味著同業存單利率短期難降，但隨著資產端壓力減輕和套利空間的縮窄，終將迎來主動去杠杆，我們預期這將在年內看到。

對市場影響：短期衝擊難免，長期希望仍存

債市短期有衝擊，信用債影響更甚。同業存單套利鏈條中資金流向是大行到小行（大行投資小行發行的存單）、銀行到非銀（銀行委外或投資貨基）、表內到表外（自營資金購買同業理財），每一層都要求一定的利差，也就伴隨著風險偏好的上升，對應加杠杆和信用資質下沉的投資行為。同業負債去杠杆意味著這一過

程的回流，市場加杠杆能力下降，被動去杠杆的過程中還可能會有委外贖回和債券拋售，不利債券整體需求。對信用債影響更大，一是同業套利模式下主要配置信用債和非標，二是被動去杠杆過程中同存利率難降，將制約短端信用債收益率下行。

長期信用創造能力弱化，社融增速趨降。長期來看，同業去杠杆或致銀行體系信用創造能力下降：一方面，同業負債不需要繳納法定存款準備金，理論上來說貨幣乘數高於一般存款；另一方面，中小銀行通過同業存單擴張負債端，資產端則通過非標、債券等配置了很多融資受限領域（房地產、融資平臺、過剩產能等）的資產，同業負債收縮疊加對非標的監管（銀信合作新規、委託貸款新規、資管新規等），表外融資趨降。而居民和政府部門融資需求亦趨於下降，18年的社會融資增速有望逐漸回落，這將在基本上對債市形成強勁支撐。

行業研究

通信設備：工信部<光電子器件技術路線圖>指引高端器件突破進口替代

【1月2日工信部《中國光電子器件技術發展路線圖（2018-2022年）》檔具有戰略性的指導意義】目前我國光電子器件產業正迎來重大發展機遇、市場空間快速擴大，包括5G需求、雲計算資料中心以及智慧機3D傳感為代表的通信設備用雷射器走向消費電子場景，此外先機製造對鐳射加工設備的持續帶動對工業大功率雷射器的需求等。但我國整體核心高端光電子器件水準相對滯後，核心晶片、高速光器件依賴進口，《路線圖》提出確保2022年中低檔光電子晶片的國產化率超過60%、高端光電子晶片國產化率突破20%。

關注圍繞工信部該檔，後續的政策及國家大基金二期投資方向對光電子器件產業的支持；基於2018年國內運營商市場光模組需求回暖及北美、國內數通市場高速光模組的快速增長，以及2019年5G需求的啟動，繼續重點推薦光模組的雙龍頭光迅科技、中際旭創，關注新易盛、天孚通信等。我們認為國內光模組行業投資機會受兩大驅動因素影響、呈現階段性，2015-2021年基於行業需求驅動（2015-2016年上半年中國移動固網寬頻大建設帶動PON的超預期放量、2016-2018年北美數通市場高速光模組的持續高速放量、2019-2021年5G需求的爆發性放量），2018年下半年開始疊加又一驅動因素、以高速雷射器為代表的國內高速光模組核心器件的逐步國產化，這也是5G時代移動互聯網流量、雲計算中心流量爆發性增長對國內光模組產業鏈成本控制的需要。

風險提示：政策推進不及預期、5G建設不及預期

石油天然氣：規範成品油消費稅徵收管理

國家稅務總局發佈《關於成品油消費稅徵收管理有關問題的公告》，明確規定：所有成品油發票均須通過增值稅發票管理新系統中成品油發票開具模組開具。外購石腦油、燃料油用於生產乙烯、芳烴類化工產品的，應憑取得的成品油專用發票所載明的石腦油、燃料油的數量，按規定計算退還消費稅，其他發票或憑證不得作為計算退還消費稅的憑證。本公告自2018年3月1日起施行。

地煉對石化央企的衝擊。隨著民營煉廠獲得越來越多的原油進口權，其在成品油市場上對央企的衝擊逐漸增大。根據我們的統計，2010年中國石化成品油產量占全國總產量的49.21%，2016年這一比例已下降至42.82%；與此同時成品油銷售市場的石化央企的份額也出現逐年下降趨勢。地煉的衝擊除了一部分是由於區位優勢，不公平的稅收秩序也是地煉取得成本優勢、獲得市場份額的重要原因。

《公告》的實施有助於加強成品油消費稅徵收管理、維護公平的稅收秩序、營造公平的市場環境，從而調動市場各參與方的積極性，降成本、增效益。

我們認為在一個市場化的成品油生產與銷售市場上，具有規模優勢的石化央企有望具備一定的競爭優勢，從而也有助於石化央企煉油業務的穩定盈利。建議關注中國石化、中國石油、上海石化。

風險提示。原油價格回落、稅收政策執行力度。

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。