

## 宏觀

## 提防泡沫破滅，重視避險資產-評全球股市下跌

①海外股市集體重挫。繼上週五下跌2.5%之後，周一道指跌幅4.6%，週二日股跌幅4.7%，歐洲股市也繼續下跌，美歐日等發達市場今年以來股市漲幅全部轉負。

②源於寬鬆正式終結。在美國次貸危機以後，美國股市走出了長達八年的大牛市，除了經濟的恢復以外，另一重要支撐在於史無前例的寬鬆貨幣政策。雖然15年末美聯儲開始加息，然而在零利率上的初始加息依然是相對寬鬆。但從17年末美聯儲開始縮表，美國10年期國債利率突破了金融危機以後2.5%的長期均值，意味著寬鬆正式終結。

③充分就業減稅無效。上週五公佈的美國失業率已降至4.1%的歷史低位，顯示美國已處於充分就業的狀態，這其實意味著其國內生產已經飽和，即便再減稅也不可能讓美國經濟有更多增長。如果特朗普又不願意增加進口，就只會形成通脹，上週五的私人部門時薪增速創下2.9%的9年新高，通脹預期推高美國長期國債利率。而美國不僅是赤字政府，當前100%的政府負債率也是歷史之最，而其減稅全靠政府舉債，而在國債利率飆升之後其舉債能力存疑。

④經濟擴張週期尾聲。自09年經濟復蘇之後，本輪美國經濟復蘇時間已達106個月，離歷史最長的120個月僅一步之遙。過去兩次美國失業率達到4%左右分別是2000和2007年，隨後一年都發生了經濟衰退。而從美國信貸增速觀察，自09年由負轉正，到16年最高達到8%的高點，但目前已經降至3.5%。從GDP增速來看，過去兩年平均僅為2%，遠低於15年的3%，這些都意味著本輪經濟擴張處於尾聲階段。

⑤提防資產泡沫破滅。美國股市、日本債市、中國房市號稱是全球最堅挺的三大泡沫，而這三者都與各自過去多年寬鬆的貨幣政策有關。本輪美股的下跌貌似突然，但根本原因還是在於美聯儲15年以後持續收緊了貨幣政策，國債利率創出了新高。美股下跌貌似和我們沒有直接關聯，但其影響機理值得重視。我們不僅在過去兩年持續收緊了貨幣，還大力推進了金融去杠杆，中國國債利率早就超過歷史均值，在利率持續高位的背景下，房地產泡沫還能維持多久？

⑥重視避險資產價值。歷史上逢8的年份都充滿了動盪，而美國股市的突然下跌是一個警示，其根本原因在於全球貧富差距擴大、人口老齡化等問題沒有得到根本解決，金融危機以後其實是靠史無前例的寬鬆換來了短期繁榮，但寬鬆貨幣對資產價格最有利，這其實是靠一個新泡沫取代了舊泡沫。但如今通脹預期回升，央行寬鬆不再，就使得泡沫遊戲難以為繼。反過來說，今年要重視避險資產的價值。本周黃金反彈至1340美元/盎司，美國10年期國債利率在創2.85%新高後回落至2.7%。而國內由於金融去杠杆，債市跌幅遠超美國，而高債務的中國經濟長期絕對無法承受高利率，因而我們堅信今年國內債市具備投資價值。

油價、豬價、寒冬，CPI 會飆嗎？——通脹“結構”研究系列之二

因為雨雪天氣、原油漲價等因素，市場對於通脹的預期再度升溫，本篇將對2017年CPI走勢進行回顧，並對今年進行展望。

17年CPI：持續低迷，通脹難升。去年CPI一直在2%以下的低位徘徊。2017年2月份CPI同比大幅下滑到0.8%，隨後儘管CPI有所回升，但同比增速一直沒有突破2%。CPI指數主要分為食品CPI和非食品CPI兩個部分，而非食品CPI又可以分解為非食品消費類CPI和服務類CPI。食品CPI各分項均具有明顯的季節性特徵，同時受到極端惡性天氣影響。非食品消費類CPI與PPI指數密切相關，主要受到大宗商品價格傳導。而服務類CPI則主要受到人力成本的影響，近兩年醫療改革導致的醫療服務費用上升對其影響也不容忽視。

食品CPI：去年偏弱，今年回升。去年食品CPI受到豬價拖累，全年偏弱。具體來說，去年中旬豬肉價格出現超季節性下降，主要是因為同期豬肉產量較為穩定，沒有出現供需失衡。而16年的高基數影響導致去年蔬菜價格增長乏力。預計今年食品CPI在低基數下，溫和回升。展望今年，我們認為豬肉價格仍將延續弱勢行情，而蔬菜水果價格或在年初出現小幅跳升，隨後震盪回落。具體來說，養殖集中化導致今年豬肉供需關係穩定，豬價難有大幅上漲空間。2月鮮菜CPI同比或將沖高至5%以上，而鮮果和水產品價格也會有所回升，但全年波動不會太大，同比增速仍在合理區間。預計今年食品CPI同比將在2月反彈到2.4%，並在年中達到3%。

非食品CPI：去年上漲，今年回調。去年受到PPI和醫療改革共同推動，非食品CPI同比增速上行。去年非食品CPI同比增幅遠高於歷史同期水平。其中PPI同比全年均值達到6.33%，支撐非食品消費品CPI同比維持在2%以上，而服務CPI增長主要受到醫療改革導致的醫療服務價格上漲影響。預計今年油價影響有限，非食品CPI或將小幅回調。展望今年，我們預計工業品價格同比增速大概率將出現回調，而服務CPI也將會回歸正常增速。具體來看，原油價格或將溫和提升，但是需求回落會導致PPI同比下降，將帶動非食品消費品CPI小幅回調。醫療價格調整逐步到位，或將帶動醫療服務CPI同比回落。但是隨著人力成本的逐年抬升，服務價格的上漲趨勢不變，對非食品CPI仍能起到支撐作用。預計今年非食品CPI同比將在2月達到2.3%左右的高點，然後持續小幅下滑。

18年CPI：重返2%，但通脹無憂。去年CPI持續走低主要是受到食品CPI的拖累，非食品CPI成為CPI的主要支撐力量。除了結構性特徵以外，貨幣供給的減少也是去年CPI低迷的外因之一。而今年在嚴控金融風險的背景下，貨幣難以出現大幅寬鬆跡象，偏緊的貨幣政策使得今年不具備高通脹的貨幣環境。因此，我們預計2018年CPI將呈現前高後低的格局。去年春節錯位的影響在2月份將導致CPI同比跳升回2%以上。但是在貨幣整體偏緊的情況下，我們認為今年CPI後續的上漲動力不足，這將導致全年CPI難以突破2.5%。

## 行業研究

### 煤炭：國企改革和集中度提升預期仍然長期可看

長期：1、基本面數據仍然不錯，雖然有焦煤焦炭庫存相對較高的風險，但整體漲速不快，節後複產需求有增長，難言趨勢惡化。2、美股調整基於經濟好轉的通脹預期，歷史上的加息週期，週期大盤股都以上漲為主。3、煤炭股相對便宜，國企改革和集中度提升預期仍然長期可看。

短期：春節前後：市場對3月開工預期較高，在節前或有擔憂預期調整可能。建議關注：山西焦化，雷鳴科化，潞安環能，陝西煤業，露天煤業。

風險提示：煤價超預期下調。

## 房地產：基本面未改變，堅定看好地產藍籌

情緒波動不改基本面趨勢。我們認為藍籌地產不論在市場影響能力、資金安全性和風險把控能力上已大幅提升，行業集中度提升大邏輯未有改變。

我們認為優質企業有望實現未來3年30%左右業績增速，當前估值水平具備吸引力，等待2Q低基數帶來二線邊際改善邏輯兌現。

風險提示：地產開工超預期下滑。

## 有色金屬：黃金資產避險需求提升

我們看好1季度金價走勢：1) 全球市場大幅波動，疊加地緣政治風險持續發酵，避險需求提升；2) 美國一季經濟回落概率大，疊加二月份美聯儲換屆，連續加息預期較低；3) 全球經濟走強，石油價格上升，一季全球通脹大概率上行。建議關注業績高彈性公司金貴銀業、恒邦股份、興業礦業，龍頭山東黃金、中金黃金、紫金礦業、盛達礦業等。建議關注鉑系金屬的唯一標的貴研鉑業。

合規提示：根據公司2017年三季報披露，海通證券約定購回式證券交易專用證券賬戶持有盛達礦業股票總股本2.21%，特此提示。

風險提示：美國經濟持續復蘇；美聯儲連續加息。

## 固定收益

### 金融去杠杆見效，同業理財掉一半——17年理財市場年報分析

17年理財年報公佈，從規模來看，截至17年底理財規模為29.54萬億，較16年底小幅增長4900億，較17年6月增長1.16萬億，但同比增速大降至1.69%，再創歷史新低。而從結構來看，有以下幾個特點：1) 同業理財大幅收縮，規模相比年初降幅超過50%，顯示出目前金融去杠杆成效顯著；2) 股份行理財規模縮減，而大行有零售渠道等優勢，理財規模小幅上升；3) 非保本理財規模和佔比雙降，表外業務在嚴監管之下整體出現收縮；4) 理財減配債券、非標和存款，增持權益及其他類資產，一方面是非標收縮，理財增加收益的需求轉向權益類等資產；另一方面理財轉向淨值化之後將面臨公募基金等競爭，投資也需要更加多元化。總體來說，我們認為理財已告別高速擴張時代，未來規模將趨於穩定。信用債缺少了理財的增量資金，短期仍需謹慎，而資金回表會帶來利率債配置力量增強。此外，非保本和同業理財規模的收縮表明目前金融去杠杆已見成效，18年的政策重點將轉向經濟去杠杆，融資回落之下，利率也將打開長期下行空間。

## 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。