

2018年2月8日

銷售部 - 投資策略

宏觀

流動性觀察：1月外儲增加，貨幣更加中性

1月外儲增加。央行公佈1月外匯儲備餘額為31614.6億美元，繼續保持回升，較17年12月增加215.1億美元。

估值效應偏負。1月歐元、英鎊和日元相對美元分別大幅上漲3.4%、5.1%和3.2%，有利於非美元貨幣資產價格，但同時1月美、歐、英、日國債普跌，10年國債收益率分別上升32、19、27和4BP，拖累資產價格，整體來看估值效應造成負面影響。

人民幣匯率穩定。1月人民幣相對美元升值3.5%，主因在於美元指數下跌3.4%，人民幣被動升值，1月人民幣CFETS匯率指數上升1.0%。而美國1月非農數據顯示薪資同比增幅創近9年新高，支撐通脹預期，有利美元短期穩定。

貨幣更加中性。17年底以來人民幣兌美元匯率較強，12月銀行代客淨結匯已轉正，近期銀行體系流動性總量也處於較高水平，資金利率有所回落。近日18年央行工作會議提到，將保持貨幣政策穩健中性，保持銀行體系流動性合理穩定，促進貨幣信貸和社會融資規模合理增長。

擠出舊水分，釋放新活力——17年地方經濟全景觀察

17年地方經濟：下滑竟成主流，省際格局未變。全國經濟平穩收官，地方經濟過半下滑。17年全國GDP增速在經歷了連續6年下滑後首度出現反彈。但與16年相比，各省GDP增速7升5平19降，六成省份經濟增速出現下滑。分省經濟格局未變，西南繼續領跑，而東北華北依然墊底。經濟增速前5省份中，西南省份佔據4席，而東北省份排名依然靠後，遼吉黑三省增速均在全國倒數六名之內，華北省份同樣表現不佳。

總結17年各省經濟變化，我們歸納出以下四條主線，分別是：數據擠水分、環保限產、投資驅動，以及服務創新驅動。

擠出數據水分，天津內蒙失速。17年天津和內蒙古經濟增速大幅下滑，跌幅位列前三，主要緣於17年末兩省下修經濟數據擠水分。此時擠水分原因有二：一是地方官員考核不再“唯GDP論”，各省18年經濟增速目標大幅下調可資佐證。二是統計管理體制改革，令數據“摻水分”的空間不斷縮小。遼寧經驗表明擠水分後的經濟修復過程較為緩慢。

環保限產來襲，資源大省分化。17年鋼鐵大省河北經濟增速略有下行，而山西和陝西增速反彈回升。為何同為資源大省，經濟增速走勢不一？這主要是受環保限產政策的影響。雖然去產能和環保限產令鋼價在17年逐步走高，但河北省鋼鐵生產下滑嚴重，拖累經濟增速。去產能同樣推高煤價，但與河北不同，一方面，陝西省並不在採暖季錯峰限產之列；另一方面，煤炭行業在環保限產中的受影響程度要明顯小於鋼鐵，因此山西和陝西原煤產量有所上升，煤炭工業回暖帶動兩省經濟增速回升。

投資回報遞減，西南高位下滑。17年分省GDP增速由西南省份領跑，特別是貴州和雲南兩省，分別排名第一和第三位。但雲貴兩省高增長仍主要靠高投資來拉動，而兩省經濟體量有限，地方政府自身財力難以支撐投資的高速增長，不得不靠舉債維持。16年地方政府負有償還責任債務中，貴州省債務佔GDP比重高達74%，居於全國首位，雲南省債務佔GDP比重也高達43%，位居全國第三。但投資拉動經濟存在邊際回報遞減效應，目前雲貴兩省財政收入增速已降至低位，利息支出剛性使得財政壓力增大，靠舉債投資拉動經濟增長的持續性存疑。

服務創新主導，東部穩中有進。沿海發達省份穩中有進，在增速保持平穩的同時，增長更重質量：首先，服務業在沿海發達省份產業結構中已佔據主要地位，17年上海市服務業增加值佔GDP比重接近70%；其次，沿海發達省份更加注重創新增長。16年各省市研發經費支出佔GDP比重中，上海以3.7%排名第二，廣東排在第五，浙江排在第六。最後，沿海發達省份創業氛圍良好，對企業家精神的弘揚釋放了經濟活力。在17年私募和創投投資案例中，廣東、上海和浙江的投資案例數均在全國中位數水平的6倍以上。

地方經濟未來：下行壓力再現，動能繼續切換。地方政府制定的經濟目標反映其對未來經濟的預期，一定程度上領先於經濟實際走勢。18年各省經濟增速目標中下調省份數明顯上升，指向18年經濟仍有下行壓力。而從各省經濟模式及其表現看，“舊經濟”回暖帶來的影響已經過去，而“新經濟”仍將保持茁壯成長，地區經濟之間的分化仍將延續。

金融產品

2017年公募基金回顧系列之（一）專業管理王者歸來——年度總結篇

2017市場回顧——亮眼的權益，悲情的固收。2017年，A股市場整體呈現探底回升的走勢，市場風格方面，價值顯著強於成長，行業方面，食品飲料一枝獨秀，文化傳播差強人意；在防範金融風險、金融去杠桿的大背景下，2017年債券市場迎來近5年最大的一輪熊市，且貫穿全年，信用債相對跌幅更深；海外市場方面，縱觀全球市場，2017年整體呈現“復蘇”態勢，各大主要指數全年收紅；

不平凡的2017——監管規定密集發佈。2017年監管機構出臺了一系列相關規定及指導意見，對整個資本市場未來的發展方向起著深遠的影響。其中《公開募集開放式證券投資基金流動性風險管理規定》、《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見（徵求意見稿）》涉及了所有公募品種，此外，針對貨幣基金、避險策略基金、定增基金以及養老基金也均有相關細項規定推出；公募基金業績分析——專業管理王者歸來。由於17年A股市場二八分化行情鮮明，主動管理的公募產品超額收益顯著，專業管理的市場認可度明顯提升，其中權益類基金平均業績相比個股平均業績明顯具備優勢，而固收基金細類分化較大，偏債基金表現最佳；

公募基金規模變動——多因素交織下變化各異。A股市場結構性行情帶動了股票型基金全年規模的增長，而混合型基金規模主要由於打新基金規模大幅縮減的影響，全年小幅縮水。債券基金在市場收益率上行以及委外贖回等因素的影響之下，規模增長受限，但貨幣基金受限後短期理財債基表現良好，並帶動債券基金整體規模基本持平。2017年4季度FOF的推出是市場的一大亮點，然而其短期業績表現平平，後續發展仍待觀察。

風險提示。本報告基於基金歷史數據進行的客觀分析點評，不構成任何投資建議

行業研究

機械工業：挖機銷量1月超預期，看好年後旺季行情

根據工程機械協會，1月挖機銷量10697台，+135%，其中出口1137台，+90%。大挖（30t以上）/中挖（20-30t）/小挖（20t以下）1月分別銷售1745台/2371台/5431台，+216%/+209%/+107%；

中大挖銷量增速較快，2月5日塔吊服務龍頭龐源租賃披露其1月新單指數繼續上移，這將利好中後端的塔吊和混凝土機械；

風險提示：固定資產投資下滑、地產投資負增長、應收賬款減值風險。

有色金屬：2月組合延續“鈷銅色”風格

長期發展前景的新能源汽車：關注鈷、鋰，需求大趨勢，板塊估值低

基本金屬關注銅、鋅、鋁、錫。我們認為，加息初期，全球經濟需求比想像的韌性強（貨幣政策逆經濟性）。

風險提示：新能源汽車推廣速度低於預期。

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。