

## 宏觀

### 放縱與克制——過度舉債與去槓桿！

2008年之前，中國實體部門總債務和GDP的比值是穩定的，一直保持在130%左右。但到了2009年之後，我們就進入到過度舉債發展的模式。即便是2017年，實體部門債務增長的速度依然高達12.9%，超過了11.1%的GDP名義增速，導致我們的宏觀債務杠杆率還在上升，只是債務率擴張的速度慢了下來。

展望2018年，我們認為我國將正式進入去杠杆，也就是實體經濟部門債務擴張的速度或將首次低於GDP的名義增速，對應的社會融資餘額增速將從17年的12%降至10%以內，債務擴張速度的大幅放緩有如下幾個原因：一是商業銀行擴張失速。從08年到17年，中國商業銀行總資產年均增速高達16.3%，得以支撐每年19%左右的實體部門債務擴張。即便在過去的2017年，商業銀行資產的月均增速也高達11.4%。但是截止18年1月，商業銀行的資產同比增速已經降至7.4%，相比16年末的15.7%已經腰斬了一半，這背後的主要原因就是轟轟烈烈的金融去杠杆。因此，目前商業銀行個位數的資產擴張已經無法支撐兩位數的實體經濟債務擴張。

二是社融增速大幅下降。過去兩年，中國社會融資餘額平均增速保持在13%左右，為GDP名義增速回到10%以上做出了重要貢獻。但在18年1月份，雖然新增貸款2.9萬億創下單月新高，但考慮到表外融資的萎縮，新增社融總量3.06萬億比2017年同期減少6400億，這也導致社融餘額增速創下11.3%的歷史新低，按照這一下降趨勢，到年末大概率也會降至10%以內。

三是企業融資大幅放緩。18年1月，雖然企業新增貸款1.78萬億，貌似高於17年同期的1.56萬億，但新增信託、委託貸款、未貼現銀行承兌匯票同比多減少1.1萬億，因此綜合所有表內表外的企業新增總融資僅為2萬億，遠低於16/17年1月的2.7萬億，企業部門總融資增速也降至8.3%的歷史新低，遠低於2017年平均9.5%的增速。而企業部門融資增速的大幅下降始於17年4季度，央行公佈的數據顯示4季度企業部門貸款利率不升反降，其實也意味著企業部門的融資需求出現了萎縮。

四是居民融資高處不勝寒。18年1月，居民部門新增貸款9016億，超過去其8676億的新增存款。而在過去的2年，居民部門已經成為了淨赤字部門，16年居民部門新增貸款6.34萬億，首度超過其5.17萬億的新增存款。到17年居民部門新增貸款7.14萬億，大幅超過其4.6萬億的新增存款。從居民部門貸款增速觀察，截止18年1月依然高達21.4%，遠超10%左右的GDP名義增速和居民收入增速，其實意味著中國居民部門的行為已經被欲望所主導，過去兩年大幅在房地產上加杠杆，在獲得短期滿足的同時，犧牲的是長期的財務健康。

達裡奧的《原則》告訴我們，只有懂得克制，才能夠實現個人的進化。如果縱情舉債，可以獲得短期的經濟增長和資產泡沫，但是只有壯士斷腕，抑制住舉債的衝動，才能獲得長期的經濟健康。我們相信政府去杠杆的決心，因此也提醒大家注意防範部分資產泡沫領域的破裂風險。我們同樣相信克制的回報，相信去杠杆以後的中國經濟長期會更加美好，泡沫釋放以後的中國將是巨大的投資機會。

## 策略

### 春播時節

短期衝擊逐漸退去。①美股止跌，全球股市趨於穩定。農曆春節期間海外股市普漲，我們認為美股急跌對全球市場的短期衝擊已逐漸褪去，2018年美股公司大額股票回購計劃將助於美股止跌企穩。②對比歷史，A股調整空間較充分。隨著美股和海外股市止跌，A股也有望企穩。參考波浪理論，16年1月底2638點以來上證綜指最高漲到3587點，上漲949點，這次下跌最大回撤為625點，已達到最大漲幅的0.59（略超0.5），上證50從1891點最高漲到3202點，上漲1311點，目前最大回撤478點，已達到最大漲幅的0.365（接近0.382）。對比16年1月底以來上證綜指16年4-6月、16年12月-17年1月、17年4-5月、17年11-12月4次調整，目前市場回撤空間較充分，時間還不夠，近期增持放量也驗證市場處於階段性低位。

中期趨勢慢慢形成。①企業盈利決定A股中期趨勢向上。2016年1月底至今10年期國債收益率上升103個BP，而上證綜指從2638點最高漲至3587點，核心源於基本面改善，全部A股淨利潤累計同比從2016Q1的-2.0%提升至2017Q3的18.3%。新時代的基本面特徵是“經濟平、盈利上”，二者的分化源於：產業結構優化、行業集中度提高、企業收入國際化。我們推算2017/2018年全部A股淨利同比為17.5%/13.5%，ROE（TTM）分別為10.3%/11%。②宏觀流動性緊平衡，大類資產配置利於股市。2018年宏觀流動性更可能是緊平衡狀態，防範與化解金融風險的核心為降低杠杆比例，目前看，中國更可能採用“中醫調理”的方法，通過加大股權融資的方式降低杠杆比例，增強金融服務實體經濟能力，提高直接融資比重。大類資產橫向比較，“房子是用來住的不是用來炒的”，資管新規會限制銀行理財規模擴張，機構資金仍會流入股市。

應對策略：開始春播。①保持耐心，堅定信心。美股急跌對A股的衝擊已在慢慢消化，無論參考波浪理論還是16年1月底以來四次調整，空間已夠。只是“病來如山倒，病去如抽絲”，市場的恢復還需要一些時間，中期保持樂觀，進入3月基本面和政策面將更明朗時，年報和季報數據公佈有望確認經濟平盈利上的趨勢，兩會前後金融監管政策落地，將確認金融服務實體需要發揮資本市場資源配置的作用。著眼中期，市場逐步進入春播的時節。②業績為王，春播良種。展望18年預計價值龍頭攜手成長龍頭。經過這輪調整，價值和成長板塊估值都消化了一些。價值類股中金融尤其是銀行性價比最高，盈利趨勢向上、估值低、基金配置低。而成長是永恆的方向，只不過鐵打的營盤流水的兵，每個階段成長的內涵和代表公司不同罷了。滿足人民美好生活需要的行業必然成為新時代的主導產業，如先進製造、新興消費。滬深300價值龍頭與成長龍頭兼備，內部結構也出現了一些變化，兩類個股更優：一類偏價值屬性的個股，另一類是偏成長屬性的個股。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 行業點評

### 石油化工：油價短期調整，不改均價上行趨勢

春節前受美國葉岩油產量增長、原油庫存增加等因素影響，國際油價持續回調。前期由於伊朗暴動等引發油價上漲的地緣政治因素影響逐步減弱。春節期間油價有所回升。

美國原油鑽機數持續增長，產量突破1000萬桶/天。2017年11月下旬以來，在油價持續上漲的推動下，美國原油鑽機數回升，累計增加27台，目前鑽機數765台。美國原油產量持續增長，突破1000萬桶/天，較年初增加76

萬桶/天。同時，EIA上調美國產量預期，將2018年產量預期從1027萬桶/日升至1059萬桶/日，並將2019年產量預期從1085萬桶/日上調至1118萬桶/天，引發市場對未來原油供給的擔憂。

美國煉廠開工率下降，原油庫存有所回升。1月以來，美國煉廠開工率有所下降（由年初96.7%下降至92.5%），原油需求減弱，庫存在連續十周下降後開始有所回升，近兩周累計增加庫存867萬桶。同時汽油庫存持續增長，年初以來累計增加庫存1229萬桶。

油價短期調整，未來仍有望上行。一季度為消費淡季，以2017年為例，當年一季度美國煉廠開工率基本維持在90%以下（最低84.3%），進入二季度以後逐步回升（至95%）；原油庫存在一季度持續走高，進入二季度以後開始下降。我們認為隨著未來走出消費淡季，煉廠開工率將逐步回升，原油庫存有望繼續下降，從而支撐油價上行。

油價展望：預計2018年布倫特均衡價格有望達到65美元/桶（2017年均價54美元/桶）。

2018年油價主要影響因素：（1）OPEC減產執行情況。根據2017年11月30日達成的協議，OPEC原油減產協議將執行到2018年底，該協議的嚴格執行有望控制供給。（2）常規原油產量的變化。2015-16年連續兩年資本支出大幅下降（年降幅20%左右），可能會對原油產量產生一定影響。（3）沙特阿美上市預期。作為沙特國內最大的石油公司，油價高低對其IPO融資有影響。（4）原油去庫存。2014年9月油價下跌前，美國原油商業庫存3.5-4.0億桶，油價下跌後其庫存最高達5.5億桶，目前4.2億桶。原油去庫存結束有望為油價提供支撐。（5）葉岩油產量持續增長需要油價支撐。目前葉岩油產量已創新高，未來要實現產量繼續增長，需要開發新的區塊，其對油價的要求也會逐步上移。（6）地緣政治因素。

投資建議：建議關注油價階段性反彈的五類投資機會：油氣開採、業績彈性、油服、煤化工、綜合油氣，重點關注：中國石化、新奧股份、衛星石化以及民營大煉化龍頭桐昆股份、恒逸石化、恒力股份、榮盛石化。風險提示：原油價格大幅波動；OPEC減產執行不及預期；美國葉岩油產量增長高於預期；原油去庫存進程不及預期。

## 商業貿易：春節消費增10.2%，必需品平穩，品質消費活躍

- 1、春節期間（2.15-2.21）全國零售和餐飲企業實現銷售額9260億元增10.2%，維持雙位數增長。分地區，西藏/河南/雲南/河北和安徽重點監測企業銷售額各增15%/14%/13.7%/12.2%和11.9%，青海/四川/廣西/湖南和陝西各增11.7%/11.6%/11%/10.8%和10.7%。
- 2、生活必需品市場運行平穩：大米/麵粉價格與節前一周持平；豆油/調和油持平，花生油漲0.1%；豬/牛/羊肉價格漲0.3%/0.7%/0.4%；雞蛋價格漲0.5%；30種蔬菜平均批發價格漲3.7%。
- 3、品質消費活躍：①綠色食品：保定和青島重點監測企業綠色有機食品銷量增40%和18.7%；②珠寶首飾：陝西/貴州/吉林重點監測企業金銀首飾銷售額各增43%/30.6%/17.8%；③智能家電：江西/青海/遼寧重點監測企業家電銷售額增18.4%/15.2%/11.2%；④數碼產品：貴州/雲南/重慶通訊器材銷售額增29.2%/27.8%/22.6%。
- 4、行業觀點：新零售下龍頭爭相搶佔線下流量入口及場景價值，引領產業加速整合，且龍頭進取心和整合力也將更強，推薦①龍頭永輝超市、蘇甯易購；②超市首選家家悅，持續推薦步步高；③百貨首選天虹

股份、王府井，關注百聯股份、合肥百貨、銀座股份等；④中高端消費復蘇萊紳通靈，關注周大生。  
【精選】家家悅、天虹股份、永輝超市、蘇甯易購、萊紳通靈。

風險提示：改革與轉型進程及效果的不確定性，消費持續疲軟。

## 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。