

宏觀

人民幣跳升，經濟和資產影響幾何？

2017年以來，人民幣對美元匯率開始出現逆轉，步入大幅升值的軌道，進入2018年更是出現跳升。

從更長週期來看，05年匯改後，人民幣就開啟了升值之路，持續升值到2013年。而升值背後的推動力是中國經濟向好和國際競爭力的提升，是壓制多年的單邊升值壓力的逐步釋放。和05年以後的升值不同，基本面並不是影響本輪升值最主要的因素，人民幣匯率的定價機制才是關鍵。本輪人民幣對美元匯率的走強更多是因為美元指數的走弱。

從歷史數據來看，我國的出口同比增速與人民幣有效匯率負相關，並且有效匯率變化領先出口3個月。05-07年，人民幣升值並沒有顯著影響我國出口強勁增長，一方面是因為我國的貿易競爭力較強，另一方面是當時美歐等國經濟向好，外需強勁。08年後外需大幅下滑，我國出口增速出現下降，但我國占全球貿易的份額仍在持續上升。但是去年出口的邊際好轉是GDP回升的主要動力，而出口好轉一方面是因為海外發達經濟的同步復蘇，另一方面也是因為人民幣對主要貿易夥伴貨幣的貶值。因此，本輪人民幣升值對出口的影響要大於2013年之前。從細分領域來看，人民幣升值對電子通訊設備以及傳統的勞動密集型行業將產生較大衝擊。

相比較匯率的歷史走勢，市場對未來匯率的預期是影響資產價格會否重估的更重要的因素。05年匯改後，人民幣升值幅度相對經濟本身的提升其實是偏小的，因而升值預期一直存在。較強的升值預期最終導致資本持續流入，對國內資產價格是有推動作用的。但17年以來的本輪升值與上一輪升值最核心的差異是，本輪人民幣升值主因在於美元走弱，更多屬被動升值。因此本輪升值以來，資金並未明顯大幅流入國內，也就難以形成對資產價格的重估。而如果匯率過度升值，其反過來會使得效率和技術的提升被匯率的大幅升值所抵消，反倒對資產價格不利。

固定收益

經濟去杠杆，債牛正回歸！——兼談債市雙輪驅動是否失效

債市驅動因素生變？

12年之前債市雙輪驅動。12年之前，我國債市基本是“GDP+CPI”的“雙輪驅動”模式。此前的三輪熊市：03-05年、06-08、09-11年均有明顯的雙輪驅動特徵。其中03-05年的利率上行源於通脹上升，06-08年的利率上行源於通脹和經濟雙升，09-11年的利率上行也源於經濟和通脹先後回升。

12年後金融週期影響增強。12年之後，債市雙輪驅動特徵有所減弱。尤其是13年和16年的兩輪債熊，均與經濟基本面關係不大，原因在於13年和16年均有金融監管的影響，雙輪驅動看似失效的背後，是金融週期對債市的影響有所增強，金融去杠杆導致了利率短期大幅上升。

13年：非標融資與政府加杠杆

非標興起，政府加杠杆迅猛。13年非標融資逐漸興起，背後主要對接基建和地產融資，體現的是政府通過加杠杆的方式托底經濟。而銀行資金則通過投資非標資產，大量流入基建和地產領域，實體經濟由此進入了加杠杆的過程。

去杠杆開啟，利率先升後降。政府通過非標加杠杆雖然穩住了短期經濟，但是帶來了對於政府債務問題的擔憂，隨後引發了金融嚴監管，央行大幅上調回購利率，金融機構負債成本的上升導致利率大幅上升。而融資條件收緊後實體經濟去杠杆，融資需求的回落推動利率最終重回下降，開啟了長達三年的大牛市。

雙輪驅動只是暫時失效！13年經驗表明，金融去杠杆短期將導致債市大跌，但長期來看，隨著經濟去杠杆的開啟，融資需求回落帶來利率長期下行，債市重回基本面驅動的邏輯。債市的“雙輪驅動”並非完全失效，只是受到了金融週期的擾動，短期金融監管等因素導致債市調整，但長期依然回歸基本面驅動的模式中。

16年：同業業務與居民加杠杆

同業業務興起，居民加杠杆迅猛。15年開始，以同業存單為代表的同業業務興起，商業銀行的資產增速不斷上升。而銀行資產端大幅擴張後，將大量資金投放給居民部門加杠杆買房，導致地產泡沫不斷膨脹，居民杠杆率飆升。

金融去杠杆開啟，債市再度下跌。16年10月開始，央行貨幣政策逐漸收緊，金融去杠杆開啟，債市大幅下跌。而本次金融加杠杆過程中出現了嚴重的同業套利和資金空轉現象，導致金融去杠杆的時間更長，債熊的持續時間也更久。

展望未來：經濟去杠杆，債牛正回歸！

本輪債市調整何時出現轉機？關鍵取決於去杠杆的進程。從13年經驗來看，去杠杆可分為兩步：第一步是去金融市場的杠杆，金融監管趨嚴，貨幣政策邊際收緊，資金利率上行導致債市短期下跌；第二步是去實體經濟的杠杆，融資需求的回落將導致利率長期下行，債市將重新走牛。

經濟去杠杆接棒金融去杠杆。17年去杠杆主要發生在金融市場，體現為貨幣增速M2大幅下降，但經濟還在加杠杆，社融增速還有12%。但如果金融市場持續收縮，銀行的總資產增速下降，那麼融資增速也必然會下降，最終會傳導到經濟去杠杆。在18年1月，銀行總資產增速降至7.4%，相比去年同期幾乎腰斬，而社融增速也創下11.3%的新低，意味著中國經濟已經正式步入實體去杠杆階段。

居民和政府部門融資需求回落。居民房貸利率在17年4季度已經升至5.26%，相比17年初相當於3次加息，18年大概率進一步上行，若上行至5.5%以上，則相當於經歷4次加息；17年地產銷量增速的主要貢獻來自於三四線城市，但18年三四線地產增速趨降。在抑制居民部門加杠杆的大背景下，居民部門舉債隨時會有大幅萎縮的風險。PPP管控，地方債務置換收尾，政府融資需求也將趨降。

社融向下接軌，債市已至拐點。若用社融代表資金需求，M2代表資金供給，社融餘額與M2增速差與十年國債走勢正相關，且領先約三個季度。本輪債市調整中，社融與M2增速差已在17年三季度見頂，由最高4.19%下行至18年1月份的2.7%，下行趨勢已經確認，隨著社融增速進一步下滑，增速差有望進一步下降。按照滯後三個季度的規律，利率拐點在18年一季度，這意味著債市已經進入拐點期！

把握債市配置價值！總結來看，目前中國經濟主體的各種融資中，企業融資已經大幅萎縮，政府融資明顯受控，而狂飆猛進的居民融資也是強弩之末，這也就意味著18年的實體融資需求將大幅下降，與之相應利率也將步入下行拐點期，當前的債市具有極大的配置價值！

全面梳理轉債發行到投資各類規定——可轉債投資手冊之四

發行

可轉債發行門檻較高。可轉換公司債券屬□上市公司再融資途徑之一，既要滿足關於公開發行股票的條件，又要滿足公司債發行要求，並報證監會發審委核准。根據證監會《上市公司證券發行管理辦法》，主要發行要求包括：（1）近3個會計年度加權平均ROE不低於6%，且按照扣非前後孰低原則；（2）發行後累計公司債券餘額不能超過淨資產的40%；（3）淨資產低於15億元的公司需提供擔保；（4）近24個月內曾公開發行證券的，不存在發行當年營業利潤比上年下降50%以上的情況；（5）近3年累計分配利潤不少於近3年實現的年均可分配利潤的30%。

財政部和國資委也分別對國有金融企業發行可轉債、國有股東發行可交債等事宜做了相關規定。另外需注意，上市公司應在核准日起6個月內發行，並且利潤分配方案實施後才能發行轉債。

上市、交易與轉股相關規定

上市方面，轉債發行到上市的時間間隔並無明確規定，17年以來發行公告日到上市日平均間隔20個交易日；但上市公告書應提前五個交易日內披露，17年以來上市公告日到上市日一般間隔2-3個交易日。

交易方面，不設漲跌幅限制，實行T+0全價交易。上市首日集合競價階段，深交所可轉債最高有效申報價格為130元，上交所為150元；更為重要的是，上交所的轉債交易設置了盤中臨時停牌機制，但深交所並無此規則。大股東減持轉債發行量的10%需要公告，且上交所規定減持後2日不能繼續減持。

轉股方面，T日買入轉債，當天可轉股，T+1日可賣出，累積轉股達到股本的10%需要公告。

贖回、回售、下修相關規定

上交所和深交所關於贖回、回售的公告要求有所不同，其中滿足贖回條件的，上交所要求滿足條件下一交易日必須公告是否行使贖回權，而深交所要求行使贖回權時才要公告；滿足回售條件的，上交所要求滿足條件下一交易日發佈公告，而深交所要求滿足條件的五個交易日內至少發佈3次。另外，下修要開股東大會並有2/3出席股東同意，持有轉債的股東無投票權。

投資規定

保險資金：據《保險資金投資債券暫行辦法（保監發〔2012〕58號）》，保險資金可投資銀行轉債、保險轉債、非金融企業轉債，但是否可投資券商轉債尚無界定。

基金：除了貨幣基金外，其他類基金基本都可以投資可轉債。

銀行：根據《中國銀監會關於上市商業銀行在證券交易所參與債券交易試點有關事宜的通知》，銀行不能投資可轉債。

質押融資規定：可轉債可以進行質押式回購融資，但債項評級AA+及以下的新發債無法質押。

風險提示：基本面變化、股市波動、價格和溢價率調整風險。

行業研究

旅遊服務業：ADR 成主推動力，酒店成長更確定

報告目的與核心結論。市場擔心：“酒店高度週期屬性，RevPAR的復蘇隨時可能終止甚至掉頭；同時，巨頭瘋狂開店的持續性如何？”本篇報告以這兩個問題為出發點，主要基於國內三大酒店集團以及國際酒店集團的經營數據、門店拓展以及利潤解構，酒店連鎖化率（集中度）跨國對比分析等，得出結論：國內酒店增長具備長期確定性，且正進入第二階段：ADR成為主要推動力，從而增長更具確定性，時間延續更長。

成長來源1：ADR取代Occ成為RevPAR的主要推動力，更具確定性且可帶動更大利潤彈性。我們進一步探討了ADR提升的路徑與空間。（1）表現。通過解構酒店集團季度同店數據發現：3Q17開始，ADR取代Occ成為RevPAR的主要推動力；（2）驅動力。宏觀上，供給結束10年高增長，需求端人均可支配收入提升使得中高水平的酒店需求成為“有效需求”，並具備消費的棘輪效應；微觀上，Occ增長對ADR有天然推動力。Occ伴隨能耗增長且降低客人體驗，並反映過熱需求，而ADR提升對應充分的利潤增厚，因此ADR提升既有被動傳導力，又有內在動力；（3）路徑：調結構提高中高端酒店占比；同一定位的酒店（尤其經濟型酒店）通過自身優化仍有較大提升空間；（4）空間：通過購買力平價和同檔次酒店跨國價差對比，認為ADR存在約1倍提升空間。

成長來源2：連鎖化率持續提升。這一邏輯很長時間內均將成立，但我們報告通過酒店集團核心社會價值與人口密度論證，認為中國酒店業態大概率會向美英70%連鎖化率空間靠攏而不是日本20%連鎖化率的業態，同時當下酒店集團已經具備通過加盟快速擴張的基礎：強品牌和強會員體系以及管理經驗、技術及人才，同時我們認為現在是完美的時間點：目前酒店集團已經建立了，具備加盟快速開店的基礎，而單體酒店經營成本高企亟待翻牌，連鎖化率已進入快速提升的時間窗口。

景氣週期與連鎖化率提升的時間跨度。①ADR角度：剔除9/11和08金融危機兩次衝擊，美國酒店業經歷長達30年景氣向上週期。以中國酒店ADR約1倍提升空間，在同店數據在7%樂觀假設下，約10年能達到近乎翻倍；②連鎖化率角度：40%增量連鎖化率對應4.8萬家酒店仍待納入連鎖品牌體系，以國內外酒店集團合計每年新增3000家計算，對應16年的時間跨度。

推薦：首旅酒店、錦江股份。行業景氣度向上期間，龍頭都會享受到溢價，但每家公司有各自不同的優勢。首旅酒店30%的直營店占比高於同行，利潤彈性更高，2Q17和3Q17如家分部的利潤總額增速均超60%；錦江股份2015-2016年進行3次大型收購，規模效應顯著。未來有望在開店效率、銷售和管理效率各方面逐步體現，行業復蘇大背景下潛力大。

風險提示。宏觀經濟下滑風險；酒店復蘇帶來新的競爭者，供給速度再次提高；公司層面開店速度不達預期；開店過快帶來管理難度，同時核心地段競爭過度。

航空航天與國防：把握板塊左側投資機會

我們認為：

- (1) 結合當前市場風險偏好有所提升，對於軍工板塊可作為進攻品種關注；
- (2) 軍工板塊經歷了兩年多的調整，估值中樞處於歷史低位，高估值風險有所消化；
- (3) 軍工利好較多，我們預計，軍改影響逐漸消除，訂單有望恢復；近期社交媒體曝光直-20照片提升預期、C919取得適航證、長期自上而下的軍民融合推動、未來科研院所第二批改制預期和國防軍費開支預算公佈等。

建議自下而上選股，重點推薦航空產業鏈及有業績的成長股：中航沈飛、內蒙一機、中航機電、中航光電、航天電器、中國動力。

風險提示：(1) 軍改、混改進度不及預期；(2) 軍品訂單波動。

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。