

宏觀

金融監管改革的經驗和實踐

金融監管演變的背景。金融監管的演變根本上是源于金融體系的變化。08年金融危機，暴露出金融監管未能及時調整的危險。金融體系的創新和發展容易導致監管薄弱環節的出現，金融監管只有跟上金融體系的發展，才能起到維護金融系統安全穩定的作用，這也是金融危機以後不少國家改革金融監管機制的重要原因。

金融監管改革的國際經驗。危機中，加拿大“獨善其身”。08年危機波及了大多數西方國家，但加拿大強有力的金融監管體系，使得加拿大最終沒有出現央行救助金融機構的現象。加拿大實行兩級平行監管，減少了監管空白，且不同機構承擔不同功能的監管。在審慎的監管態度下，銀行經營更為穩健，監管評價以風險為核心，注重協調機制和及時完善立法。危機後，美國的監管強化。08年後美國反思監管的不足，出臺《多德·弗蘭克法案》調整金融監管制度，在“雙重多頭”監管的基礎上進行完善，“機構監管”與“功能監管”結合，主要舉措有設立了金融穩定監管委員會，負責分析、識別金融系統風險和加強監管協調，同時擴大美聯儲監管範圍和權力，對系統重要性金融機構提高審慎監管標準。危機後，英國的“雙峰”監管。08年危機也促使英國再度調整金融監管框架，採取了“雙峰”監管模式。以央行（內設金融政策委員會、審慎監管局）和金融行為監管局構成“雙峰”，分別服務於宏觀審慎、微觀審慎和消費者保護這三大監管目標，央行承擔審慎監管的核心角色，而金融政策委員會在三個機構中，起到指導、建議和協調的作用。

我國金融業的風險與監管。在金融自由化的背景下，我國金融行業快速擴張，出現了綜合經營的趨勢，但原有的分業監管難以跟上金融創新的腳步，導致監管套利日趨頻繁，給金融體系埋下風險隱患。16年以來針對金融機構行為的監管政策頻出，包括將表外理財業務納入“廣義信貸”、修改商業銀行流動性風險管理指標、打破銀行理財產品剛兌、禁止資管產品多層嵌套、加強銀行業同業交易監管等等，都是對金融行業無序擴張後出現問題的修補。

監管體系改革治本。監管政策打補丁只是治標，金融亂象發生的根本原因在於原有監管模式與金融業現狀不相匹配，金融監管體系改進才是治本。2013年部際聯席會議設立，初衷是加強金融監管協調，但實際上僅發揮了信息溝通的作用。2017年全國金融工作會議決定成立金穩委，拉開了金融監管體系改革的序幕。2018年3月13日全國人大會議公佈了國務院機構改革方案，將銀監會和保監會整合組建中國銀行保險監督管理委員會，是金融監管改革的又一步重要推進。金融集團混業經營下，銀行和保險業交易往來頻繁，部分產品的功能和屬性相似，有合併監管的基礎，能夠事半功倍。而合併之後銀行、保險業的發展規劃、法律法規制定職能劃撥給央行，則體現了法規制定和執行職能相分離的理念，央行也能夠更好地發揮宏觀審慎的管理職能。

08年金融危機警示我們，金融業的發展需要圍繞服務實體經濟，而金融創新、發展過程中，監管機制需要及時調整，才能補齊監管短板、避免監管空白，準確判斷風險隱患，有效維護金融安全。首先，從改革方向上看，中央提出了金融監管的“三個統籌”是重要的指引。“金穩委”是定位於統籌協調金融穩定和改革發展重大問題的議事協調機構，意味著協調機制的形成，有助於減少監管空白，杜絕監管套利。其次，從央行角色上看，未來將承擔更重要的監管職責。這也符合危機後各國金融監管改革的經驗。金穩委辦公室設在央行，以及此次機構改革，將銀行、保險業發展規劃、法律法規制定的職能劃撥給央行，正體現了這樣的趨勢。最後，銀監會、保監會的合併意味著我國未來的金融監管將更多地結合功能和行為監管，分業監管將成過去式。

策略

市場在等待更明確信號

核心結論：①投資者關心入春後基本面到底如何、兩會後監管政策怎樣落地？市場在等待更明確信號，中期我們維持樂觀。②歐美經濟向好、國內經濟韌性強，預計A股17年、18Q1淨利同比為17.5%、13%-15%，歷史上美國加息不影響新興市場。③中醫調理式降杠杆需要發展直接融資，發行制度改革正是進一步激活股市投融資功能。④業績為王，真正的主線是龍頭，價值龍頭攜手成長龍頭，如金融、通信設備、電子製造等。

基本面進入驗證期，企業盈利望保持高增長。①歐美經濟向好，美國加息不影響新興市場。目前市場對基本面的擔憂可概括為：對外擔心特朗普貿易戰拖累出口，對內擔心經濟增速下行。首先看海外，市場普遍擔憂新一輪“貿易戰”，中美互為第一大貿易夥伴國，我們認為特朗普是迫於中期選舉的壓力，全面貿易戰爆發的可能性不大。全球主要經濟體仍處在復蘇期，目前市場對美聯儲3月20-21日加息已有充分預期，從長週期觀察，1990年至今美聯儲歷史上4次加息週期中，MSCI新興市場指數上漲概率更大。②國內經濟韌性強，經濟平盈利上趨勢不變。我們認為3-4月各項宏微觀數據公佈，將確認宏觀經濟增長平穩，而微觀企業盈利增速更高，預計2017/2018年A股淨利同比將達到17.5%/13.5%，對應ROE（TTM）分別為10.3%/11%，預計2018Q1淨利同比將達13%-15%。

政策面進入落地期，發展直接融資需要進一步激活股市。①防範與化解金融風險的核心為降低杠杆比例，相比於美歐債務危機的“西醫手術”，中國更可能採取“中醫調理”，即分子負債維持穩定，分母GDP緩慢增長，資金利率最終要與經濟增長和通脹水平相匹配。從資產配置角度看，“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。②2016年1月底上證綜指2638點至今市場表現，A股表現不及海外指數，原因在於嚴苛的財務標準導致了A股結構扭曲，中國A股並沒有全面代表中國實體經濟，尤其是新經濟的代表性不強。隨著新獨角獸通過“綠色通道”上市，海外科技龍頭回歸政策的逐漸完善，盈利估值匹配度更好的優秀標的逐漸在A股誕生，未來指數將優化，為邁向新的高點打下堅實的基礎，吸引長期增量資金入場。

應對策略：保持積極，緊抓龍頭。①目前投資者觀望心態比較濃，部分投資者擔心過去兩年4-6月份市場下跌的情況會重演，其實市場不會簡單重複，過去兩年4-6月下跌的背景是前期春季躁動啟動較晚。3-4月宏觀數據逐步披露，有望確認經濟平穩盈利的趨勢，兩會後金融監管政策逐步落地，發展股權融資推動資產配置偏向股市，6月A股將正式納入MSCI指數，預計帶來大約1200億人民幣被動配置資金流入，中期保持積極。②均衡配置，價值龍頭攜手成長龍頭。我們一直提出，盈利才是決定風格的核心變量，盈利趨勢的變化、盈利與估值的對比關係最重要。我們認為價值和成長風格的背後，龍頭才是真正主線，價值龍頭如金融尤其銀行、家電。成長聚焦符合時代背景、有產業政策支持行業，如先進製造、新興消費，子行業如通信設備、電子製造、創新藥等。

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。

行業主題

家用電器：如何看待目前的高位空調庫存

產業在線發佈2月家用空調數據。1季度行業增長無須擔心，出貨端數據強力驗證。1-2月累計內銷同比+25%，外銷+1%，同比高基數下出貨仍向好。當前時點1季度的渠道持續補庫存已毋庸置疑，然而行業整體庫存高水位引發較多擔憂，據產業在線統計，目前行業整體庫存可達4000萬台，扣除廠商自身庫存後，實際渠道庫存接近3000萬台。那麼當前渠道庫存水平是否值得擔憂？

供給端來看，本身1季度為行業整體庫存高點，高庫存為正常狀態。空調渠道庫存存在的意義本為平衡企業生產的連續性與終端需求的波動性，高供給與弱需求差異產生大量庫存。1-3月為空調行業整體銷售淡季，企業及經銷商這一時期又需增加備貨以迎戰4-8月的傳統旺季，因而這一季節成為行業全年庫存高點。另則與14/15年相比庫存水位雖相似，但水池容量已擴大許多。結合17年空調旺季800萬-1000萬台的銷量來看，目前渠道庫存水平相當於3-4個月旺季銷量，從旺季備貨角度來講足夠合理。

需求端來看，天氣影響非行業增長主因，當前行業所處大背景仍向好。17年1季度的高庫存在隨後高景氣的終端銷售推動下順利化解，因而目前市場擔心的另一問題是，如果18年類似14-15年的“涼夏”，那麼如同14-15年一樣渠道庫存大量累積難以出清的情況是否會發生？我們認為需求端與14-15年狀況有所不同。14-15年行業需求端面臨的大背景是地產景氣週期的結束，地產推動的新置需求大量減少，在此基礎上疊加“涼夏”的邊際影響，渠道庫存大量累積難以消化。而當前時點來看，一則17年地產增速雖邊際回落但行業整體景氣度仍相對好於14年負增長時期，且三四線棚改貨幣化安置帶來的消費刺激效應仍在；二則以空調8-10年更新需求計算，家電下鄉時期大量需求的更新換代已逐步體現，我們測算17年-19年整體行業更新需求佔比近60%，更新需求佔比的提升亦已逐步弱化地產後週期效應。整體來看天氣影響邊際上催化需求，但絕非行業增長主因，我們判斷18年上半年行業增長確定性仍強，後續天氣狀況無法預知但亦無需過慮，行業增長主要推動力仍向好。

風險提示。地產增速下滑，終端需求不及預期。

石油化工：供需改善，己內醯胺景氣向上

己內醯胺價格上漲，價差擴大。自今年2月份以來，己內醯胺華東平均價從16000元/噸上漲至16900元/噸，漲幅為5.6%；己內醯胺-純苯價差從8846元/噸擴大至10365元/噸，增幅為17.2%，價差擴大的原因是己內醯胺價格上漲，原料純苯價格下跌。

需求：下游開工率走高。己內醯胺下游主要用於錦綸切片（消費佔比達93%），目前下游PA6開工率整體較為平穩，3月中旬為78%，同比增長20個百分點，自2017年來處於高位。此外，目前錦綸庫存處於低位，2月份國內PA66社會庫存為1天（去年同期為9天）；PA6庫存約為6天（去年同期約為15天）。下游錦綸開工率處於高位，社會庫存低位，推動己內醯胺價格穩中有升。

供給：產能擴張有限、庫存低位。2017年我國己內醯胺產能為363萬噸，同比增長38%；產量為242萬噸，表觀消費量為266萬噸，表觀消費需求增速為29%（2016年為9.6%），對外依存度為9%。2018年我國己內醯胺產能穩步增長，據卓創資訊統計，2018年我國新增產能為40萬噸，佔總產能的比例為11%。此外，目前國內己內醯胺社會庫存天數為3天，處於低位，能夠支撐價格向上。

受油價回調影響，近期純苯價格下跌。2月份以來國際油價跌幅為7.3%，導致純苯價格下跌8.7%。2017年我國純苯產能為1212萬噸，同比增長6.8%；產量為898萬噸，表觀消費量為1144萬噸，表觀消費需求增速為16%（2016年為9.6%），對外依存度為22%。目前純苯港口庫存處於高位，據卓創資訊統計，截至2月底國內港口庫存為17.1萬噸，環比增長18%，同比增長288%，庫存高企對純苯價格具備一定壓力。另外，2018年底將陸續有煉化產能投放，純苯供應量大增，將進一步抑制純苯價格上漲。

供需改善，有助於己內醯胺景氣向上。下游錦綸開工率的提升，拉動了己內醯胺的需求；我們預計2018年己內醯胺產能擴張增長11%（小於2016-17年平均20%的需求增速）。目前己內醯胺庫存低位有助於產品價格維持升勢。我們建議關注恒逸石化（己內醯胺權益產能15萬噸）、魯西化工（20萬噸己內醯胺產能）、中國石化（40萬噸己內醯胺產能）。

風險提示：己內醯胺價格大幅下跌；產品價格大幅波動；項目進度不及預期。

鋼鐵：鋼鐵庫存開始下降，下游需求逐步恢復

上周鋼鐵庫存微降。鋼鐵庫存經過前期大幅增加之後，上周庫存終於微降。我的鋼鐵網原26城市5中主要鋼材品種總庫存下降9萬噸，降幅0.5%，輕微下降，前期我們認為上周有可能再次小幅上升，基本符合判斷。

下游需求逐步恢復。從我的鋼鐵網統計的採購量看，需求在逐步恢復，成交量放大，我們判斷今年需求下降，但不影響短期可能因工期兩頭擠壓、開工集中而造成一個很短期的集中採購和施工。

政策利好在加碼。政策不斷加碼對鋼價有支撐。除了唐山非採暖季限產、部分地方延長採暖季限產到3月31日、因北方霧霾而加大減產都延續去年的風格，我們預計今年仍會不斷出臺。我們預計去年大大小小十多次非採暖季的短暫停限產給市場帶來了約500萬噸的產量減少。

鋼價與盈利預計仍然處在波動之中。目前鋼價和盈利幾乎都在依賴政策維持，靜態看，如果沒有限產，採暖季與非採暖季所限的足有3200萬噸的粗鋼產量將會使鋼價和盈利再下臺階。總體來看我們預計未來鋼價與盈利將會繼續波動。

風險提示。行業波動性仍存；限產不確定性風險。

食品：白酒行業17年利潤增長36%，啤酒行業迎來漲價潮

板塊表現：上周大盤指數漲跌幅為-1.05%，申萬食品飲料指數漲跌幅0.23%，漲幅在申萬28個子行業中排名第5。白酒板塊指數漲跌幅為0.72%，啤酒板塊指數漲跌幅為1.43%，乳業板塊指數漲跌幅為-0.49%。個股漲幅前三為海欣食品（14.81%），鹽津鋪子（10.15%），雙塔食品（4.42%）。上周板塊整體表現強於大盤，目前市場風格較分化，財務季開啟建議關注後續業績。

行業觀察：17年白酒行業產量增長6.86%，收入增長14.42%；國內啤酒產量降0.66%，收入增2.30%。

（1）國家統計局發佈17年全國酒類行業生產經營數據。17年全國規模以上白酒企業完成釀酒總產量1198.06萬千升，同比增6.86%；銷售收入5654.42億元，同比增14.42%；實現利潤總額1028.48億元，同比增35.79%。啤酒總產量4401.49萬千升，同比降0.66%；銷售收入1766.45億元，同比增2.30%；進口啤酒總量71.62萬千升，同比增10.80%。葡萄酒總產量100.11萬千升，同比降5.25%；銷售收入421.37億元，同比降9.00%。葡萄酒進口總量約73.27萬千升，同比增17.13%。（雲酒頭條）；（2）近日青島啤酒股份有限公司與阿裡巴巴零售通達成戰略合作協議。

個股要點：【伊力特】2017年歸屬於母公司所有者的淨利潤為3.53億元，較上年同期增27.65%；營業收入為19.19億元，較上年同期增13.34%；【珠江控股】公司證券簡稱自3月13日起變更為“京糧控股”、“京糧B”，公司證券代碼不變。【安井食品】公司收到證監會出具的《關於核准福建安井食品股份有限公司公開發行可轉換公司債券的批復》，核准公司向社會公開發行面值總額5億元可轉換公司債券，期限6年。

行業最新數據：2018年2月全國小麥當月產量為130.19百萬噸，過去半年無變化；3月16日小麥平均價為2543.33元/噸，過去半年價格先上升後趨於穩定；生鮮乳價格自去年12月開始有所回落，2月28日價格為3.46元/升。2018年3月15日全國36個城市雞肉日平均價為11.19元/500克，環比前一天下降0.09%；3月15日全國牛肉平均價35.62元/500克，環比前一天下跌0.11%，近一個月略有下跌。

本周觀點及推薦組合：17年全國白酒行業整體收入盈利雙增，啤酒行業量降價增。國家統計局發佈17年全國酒類行業生產經營數據。我們堅定認為中國啤酒行業正在經歷歷史性大拐點，龍頭公司過去兩年經歷了集體升級產品、集體去產能、集體提價三大重要變化，預計未來均價上升、費率下降、折舊減少將持續大幅推升行業盈利。重點推薦高端白酒和啤酒兩個子行業，個股包括貴州茅臺、五

糧液、瀘州老窖、重慶啤酒、青島啤酒、燕京啤酒，可關注華潤啤酒，其他板塊建議關注山西汾酒、伊力特、伊利股份、雙匯發展、絕味食品、安琪酵母、金禾實業、珠江控股。

風險提示：經濟增速大幅下滑；食品安全問題。

航空貨運與物流：執行率擾動航空供給增速，民航票價新政更值得期待

1) 17/18冬春航季實際航班量增速遠高於季初計劃航班量增速。17/18冬春航季已完整經歷了4個月（17.11-18.2），日均航班量為14538班，截止目前，相比於16.11-17.2日均航班量13139班，實際增速為10.7%。而在17/18冬春航季季初，民航局公佈的日均航班量指引為14460班，同比增速5.7%。

我們認為，17/18冬春航季實際航班量增速遠高於民航局季初制定的指引，主要原因在於1) 本航季加班、包機等航班量較多；2) 航空公司實際航班量/計劃航班量在民航局115號文件發佈之後大幅提升。

2) 18夏秋計劃航班量15278班，核心影響因素預計仍為執行率。前期市場對2018年夏秋航季的時刻增速的預期為5%左右。我們認為，每航季實際航班量增速=季初計劃航班量增速+執行率提升幅度+季中加班等航班增速的提升幅度，因此，應客觀看待計劃航班量增速。2017夏秋航季中的旺季7-8月，由於當時部分機場准點率較差，導致旺季取消了部分航班，導致7-8月日均航班量增速同比處於低位。因此，我們判斷，17夏秋整體執行率較低。這就使得18夏秋的實際航班量增速可能由於執行率提升而增速較快。

對於航空供給側改革的進程，我們認為實際效果會由於執行率的提升而比較緩慢，但我們看好由於民航票價新政帶來的票價提升對整個行業的實質性影響。

風險提示：執行率計算數據與實際偏差過大的風險、18夏秋航季執行率並未提升、航空油價大幅上升、人民幣匯率大幅貶值風險。匯率、油價波動，需求增速不達預期。

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。