

宏觀

去杠杆由虛入實，經濟何去何從？——理順社融、經濟與盈利

從金融去杠杆到實體去杠杆。同樣是去杠杆，為什麼17年經濟小幅反彈，但18年卻面臨下行壓力？核心原因在於去杠杆的落腳點不同。17年金融去杠杆，貨幣增速下滑，對經濟影響有限。為防範化解系統性金融風險，政府在16年4季度收緊調控政策，不僅貨幣政策維持緊平衡，金融監管政策也頻繁出臺。這使得17年銀行業加杠杆、委外等行為受到明顯壓制，理財規模幾乎零增長。但17年主要是金融同業去杠杆，體現為廣義貨幣M2增速明顯下滑，但貨幣代表的是各種存款，存款並不直接影響經濟，而影響經濟的社會融資增速17年基本保持穩定。18年實體去杠杆，社融增速下滑，將對經濟產生實質影響。一方面，金融市場利率走高推動實體融資成本上升，將導致融資需求回落。另一方面，18年要打贏三大攻堅戰，推動結構性去杠杆，居民企業和政府的舉債行為都受到抑制，而經濟各主體舉債加總就是社會融資總量，這意味著融資增速將趨於下滑，而社融總量同比增速在五個月時間內就從13%降到了11.2%，這是18年經濟面臨的最大挑戰。

從社融回落到名義GDP下行。社融增速下滑將如何影響經濟？社會融資增速的下行或導致GDP名義增速同等幅度的下行。17年社融增速接近13%，創造了11.2%的GDP名義增速，社會融資增速和GDP名義增速大致是1:1的比例。實體去杠杆背景下，18年社融增速或降至10%以下，意味著GDP名義增速或降至8%左右，經濟也將從17年的量價齊升轉為18年的量價齊跌。具體而言：需求見頂回落預示GDP增速或將持續下滑。17年需求端的改善緣於居民大幅加杠杆帶來的房地產市場繁榮。但17年末居民舉債出現回落跡象，意味由居民加杠杆驅動的本輪經濟回升已進入尾聲。而前兩個月企業總貸款增速回落，意味著依靠銀行融資的工業經濟也將大概率下滑。而供給收縮力度減弱預示價格漲幅將趨勢性下行。過去兩年PPI回升主要緣於需求端相對平穩、供給端大幅收縮，但隨著去產能步入中後期，供給收縮力度將明顯減弱，PPI同比將趨於回落。而在貨幣、融資低增的背景下，18年通脹將無太大壓力。

從名義GDP下行到利潤承壓。GDP名義增速下行意味著什麼？實體經濟的增長是資產回報的基礎，從長期看，中、美、日股市回報率都和GDP名義增速相匹配，因而GDP名義增速下行將導致投資回報率的下行。而從短期看，GDP名義增速與工業企業利潤增速走勢一致，如果18年GDP名義增速回落至8%左右，對應工業企業利潤將重回零增長。從微觀層面看，17年工業利潤增速回升，主要歸功於價格上漲，這使得中上游行業ROE明顯改善，但下游行業卻有所惡化。杜邦分解同樣表明，ROE的回升主要緣於工業供需格局改善帶來的銷售利潤率提升。而18年需求回落將重回主導，令工業利潤承壓。歷史數據表明，工業品價格對工業利潤影響有限，購進價格會同步於甚至超過出廠價格的漲幅，這使得利潤率難以維持高位，而真正主導工業企業收入和利潤增長的是代表需求的地產投資。如果18年地產銷售和投資大幅下滑，PPI漲幅也明顯回落，那麼工業企業利潤增長也將再度承壓。

策略

周度資金入市回顧

預計最新一周資金入市合計約淨流入15億元。最新一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流入15億元，而前一周資金淨流入107億元。其中銀證轉帳2017年6月第3周流出淨額677億元，後續未再公佈該數據；融資餘額減少30億元；公募基金新發行59億元；滬股通規模增加32億元；深股通規模增加11億元。

市場情緒下降。上周年化換手率為205%，前一周215%，07年高點1658%；上周成交量均值為371.95億股，前一周為377.43億股；融資交易佔比7.78%，前一周8.60%，歷史高點為19.5%，市場情緒下降。

融資融券市場看多情緒下降。截止上週五，個股口徑加總的股票融資餘額為8890億元，股票融券餘額為28億元。融資融券餘額全市場流通市值佔比為2.73%，融資融券交易在融資融券標的中的交易佔比達到17.09%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為120.91%，較前一周上升，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.38%，較前一周上升。一周融資買入1237億元，較前一周下降，融券賣出19億元，較前一周下降。股票融資融券市場總淨買入額（淨融資買入額-淨融券賣出額）為-34億元，前一周總淨買入額57億元。

產業資本二級市場淨減持4.08億元。根據WIND統計，截止4月6日當周產業資本在二級市場淨減持4.08億元。其中，主板淨減持3.33億元，中小板淨增持0.01億元，創業板淨減持0.75億元。從行業來看，房地產增持力度最強，為1.00億元；計算機減持力度最強，為4.50億元。從個股來看，萬通地產增持力度最強，約0.59億元，蘇州科達減持力度最強，約1.69億元。

風險提示：經濟增速下滑或改革推進力度低於預期。

固定收益

融資渠道收緊，城投風險趨升

從資金供給端重申剝離地方政府信用。3月30日財政部發佈《關於規範金融企業對地方政府和國有企業投融資行為有關問題的通知》（下稱“23號文”）。內容上仍是原有規定的重申，旨在剝離地方政府信用，但側重點落在規範資金端，監管思路從單一規範項目端融資轉為資金端、項目端兩手抓，政策有望形成合力。

事前計劃：切中兩大痛點。23號文整體可以分為三部分，包括融資前審查評估、融資途徑的規範以及激勵處罰機制。金融機構在融資前需要做到：1）穿透審查項目資本金。地方項目建設中，地方政府通過兜底、承諾回購等“明股實債”的方式吸引社會資金充當資本金的行為屢禁不止，千方百計撬動杠桿，造成資本金的空心化。針對此，23號文要求國有金融機構“不得提供債務性資金作為地方建設項目、政府投資基金或PPP項目資本金”，“按照‘穿透原則’進行資本金來源審查”。2）融資主體還款能力評估。“國有金融企業參與地方建設融資，應確保其自由經營性現金流能夠覆蓋

應還債務本息；項目現金流涉及財政資金安排的，應核實地方政府履行相關程序的合規性和完備性”。目前多數城投公司缺乏經營性現金流，還款來源大都來自借新還舊，如嚴格按照商業化原則融資，大量城投融資難以進行；對收入合規性和完備性的審核，也增加了金融機構開展相關業務的難度。

事中控制：劍指四大灰色地帶。23號文劍指金融機構涉嫌向地方政府違規融資的四大灰色地帶，包括投資基金、PPP、資管業務以及金融中介業務。1) 避免投資基金和PPP異化。近年來地方政府融資類基金和PPP項目發展火爆，但也有不少地方打著產業基金和PPP的幌子通過承諾回購、保本保收益、兜底等手段變相融資。23號文再次從金融企業角度加以規範，此類手段未來將會受到更全面的監管。2) 資管資金“穿透”管理。23號文採用資管新規中的穿透原則，要求穿透到底層基礎資產；加強期限匹配，如果嚴格執行相關產品需求將大幅減少。3) 規範金融中介業務。融資時城投要與政府信用嚴格隔離，23號文進一步提出在債券募集說明書等文件中，不得披露所在地區財政收支、政府債務數據等明示或暗示存在政府信用支持的信息，嚴禁與政府信用掛鉤的誤導性宣傳，要求更加明確化和明細化，有助於推動城投評級體系以及市場認知重塑。

事後監管：嚴厲問責機制。23號文還有一個核心是激勵-處罰機制，包括財務約束、績效評價、監督檢查等多個方面。對於違法違規提供融資的，下調金融企業績效評價等級，並有後續的督查檢查和處置。相比於16年之前的不問責、無處罰，本輪地方融資的監管更加側重建立事後監督機制，17年以來已經有多個地區違規舉債行為被問責，落實到相關責任人，政策執行力度加大。

城投再融資風險升溫。城投平臺違規貸款難以新增。監管要求金融機構不得違規新增地方政府融資平臺公司貸款，即便可以通過向名單外的平臺公司發放貸款加以變通，但政府已經不再擔保兜底。非標融資與委託貸款規模縮減。18年金融監管熱度持續，對非標和委貸的規範逐步落實，而這批資金有相當大的部分是投向了基建領域，相關產品的整頓與清理將導致城投融資渠道的受阻。債券融資銳減。17年城投債總發行量1.96萬億，淨融資額5248億，同比減少接近9500億。從發債結構看，主要用於項目融資的城投企業債17年的發行總量僅有3500多億；債務融資工具沒有受到很大影響，但資金用途絕大多數都是借新還舊。

城投債剛兌難保，擇優配置。結構性去杠杆高壓下，破除剛兌或為政策選項。地方政府隱形債務之所以在監管高壓下仍不斷膨脹，主要因為政府性債務的剛性兌付預期一直存在，與政府相關的融資被市場視為低風險高收益。為了達到隱性債務降杠杆，必須破除剛兌，政府可能會容忍甚至引導部分地區暴露風險。融資平臺重要性下降，政府救助有心無力。地方一般債、項目收益專項債、PPP等成為基建融資的主角，融資平臺則被剝離融資功能，面臨市場化轉型，對於地方政府的重要性下降。即使有較強的救助意願，不排除有些地區受限於財政實力和財政支出的規範化而“力不從心”。城投債面臨三大風險，擇優配置。一是再融資壓力增大導致的信用風險，二是市場仍是依照地方政府隱性擔保邏輯對其進行估值，隨著融資平臺逐步剝離政府信用，隱性擔保也將逐漸弱化，城投債或因定價邏輯變化而面臨估值調整風險，三是置換結束後老債不確定性增大的風險。

行業研究

有色金屬：二季度金價或偏震盪向上

利好一：美元仍處在下跌週期，支撐金價走勢。1) 觀察美元歷史，無論以精準時間點為劃分還是以“驢象之爭”角度分析，美元都在2017年開啟下跌週期。2) 美國經濟走勢凸顯波動性，復蘇勢頭有所放緩。3) 全球經濟持續復蘇，增長強勁。美元下跌支撐金價走勢，我們判斷，黃金已完成築底，向下空間有限。

利好二：美加息利空影響邊際效應遞減，壓制效果減弱。美聯儲加息對於金價的利空作用在不斷減弱。尤其是2016年12月和2017年12月，兩次加息後，金價最大反彈高度超15%和10%。我們判斷，雖然美加息仍是黃金最大利空，但利空影響邊際效應遞減，壓制效果較弱。

利好三：全球通脹上行，助力金價反彈。目前來看，我們判斷二季度全球通脹仍有望繼續上行，或至少保持相對較高的位置。持續走高的通脹環境，將有利於金價反彈。1) 全球經濟復蘇勢頭向好，支撐通脹高企。2) 油價自去年下半年起持續走高，助力通脹上行。

利空一：美國經濟二季度習慣性環比走強。縱觀歷史上美國經濟表現，一季度經濟基數較低，再疊加二季度氣候轉好，開工提升製造業回暖，美國二季度經濟環比走強概率較大。我們判斷，二季度美國經濟環比走強概率較大，強勁的經濟表現也會對美元形成支撐，並為持續加息提供良好基礎，利空黃金。

利空二：美國仍處於加息週期，6月加息預期強。目前，美聯儲6月連續加息市場預期較高。市場對美聯儲今年的加息次數預期大多保持在三次與四次。加息仍是目前金價最大利空。

利空三：突發性事件影響偏短期，反彈後回調概率大。回顧以往發生的全球性突發性事件，短期市場避險情緒高漲，推升金價。但之後市場偏好回升，再疊加中長期利空因素影響，事件因素驅動的金價上漲在中長期缺乏有力的支撐和動力。此次貿易戰影響逐步減弱，市場偏好上升後利空金價走勢。

2季度金價或震盪上行。向上看：金價短期阻力位位於1360美元/盎司點位附近。我們判斷金價大概率將在1300美元/盎司至1360美元/盎司點位保持箱體震盪，結合事件性因素催化或者6月加息利空出盡，挑戰1400美元/盎司整數關口。向下看：1300美元/盎司整數關口是前期較強阻力位，突破後已成為關鍵支撐位。若跌破千三整數關口，下一個支撐點位是1240美元/盎司。

風險提示：美國經濟持續復蘇；美聯儲連續加息。

農業：對美大豆加征關稅，靴子落地後的農產品價格怎麼走？

對美大豆加征關稅，中美貿易摩擦升級。自2009年以來，我國穩居美國農產品出口目的地國家的前2位，對美農產品貿易長期存在逆差，其中大豆是美國對華出口的主要農產品。2017年，美國對華出口大豆3286萬噸，金額達140億美元，超過美國大豆出口總額的一半，位居美國對華出口所有商品中第2位。我國大豆對外依存度極高，85%以上的市場需求依賴於國際市場供給。2017年，巴西對華出口大豆5093萬噸，超過其大豆出口總量的70%；第三、第四大來源國阿根廷、烏拉圭每年可供出口的大豆總量分別不足1000萬噸、300萬噸，且對華出口量已經佔其出口總量的80%以上，可挖掘的增量

相對有限。因此如果我國完全不從美國進口大豆，那麼即使巴西大豆全部出口我國，可能也無法完全彌補美豆的供應缺口。

大豆變局對國內相關產業影響分析。我國大豆採買存在明顯的季節特徵，每年的4月~9月主要從南美國家進口，10月~次年3月主要從美國進口。我們認為對美豆進行反制在短期內並不會導致國內大豆供應產生大的缺口。但一旦大豆供應關係趨緊的預期形成，由於下游龐大的剛性需求，短期的囤貨行為可能將推動豆粕價格出現較大幅度的上漲；但由於25%的加征關稅最後能否成行尚存不確定性，我們判斷豆粕價格上漲不會一步到位，漲幅或在10~15%，即300~400元/噸。根據海通證券宏觀經濟團隊測算，大豆價格若上漲10~15%，或將提升CPI 0.3個百分點，全年通脹水平仍低於3%，我們預計對CPI影響有限。飼料企業的行業集中度有望因此加快提升，豆油價格可能隨著大豆供應收緊而走高。我們如何應對？國家糧食局將於4月12日啟動國家臨儲玉米競價銷售，今年臨儲玉米拍賣較以往提前1個月左右，首次拍賣量大且價低，我們認為或是意在短期內加大玉米市場供應，應對豆粕及豆油上漲的衝擊，我們預計短期玉米價格將下行。大豆供應的不確定性將推動飼料企業優化產品配方，豆粕作為蛋白原料，仍有較多可替代的選擇，已經比較成熟的低蛋白日糧或將得到更廣泛的應用，豆粕用量可能隨之下降。豆油的部分消費也可由菜籽油、棕櫚油等其他油種替代。

中長期看，種植結構進一步調整，轉基因有望加快放開。我們預計未來我國糧食種植結構將繼續調整：從國家糧食安全的角度，國內大豆的種植面積可能穩中趨升；大豆價格的上漲有望刺激國內種植戶種植大豆的積極性，進一步提升國內大豆的自產供應比例。玉米庫存水平仍然較高，但經過近幾年種植面積的調減，最近的種植季已經基本達到供需平衡。我們認為玉米的種植面積或將保持穩定。長遠來看，轉基因技術的深度應用是美國、巴西等國在大豆、玉米等農產品種植上較我國具備較大比較優勢的重要原因，我們認為中美貿易摩擦的一再升級，可能將推動轉基因技術在我國國內的加快放開。

上市農業公司迎主題性投資機會。我們認為農業板塊整體或將迎來一波主題性投資機會。具體分板塊來看，我們認為北大荒等在大豆產業鏈上有業務佈局的企業有望迎來主題性投資機會。大北農轉基因技術儲備豐富，有望受益於轉基因技術加快放開的預期升溫。飼料企業有望繼續受益下游養殖企業基於原料漲價預期下的囤貨行為，未來一到兩個月內飼料企業的產品銷量可能將維持較高的同比增速；中長期來看，成本端的上漲壓力將進一步凸顯大企業在採購端的競爭優勢，小的飼料企業可能將加快退出市場，行業整合有望加快，龍頭企業有望加快提升市場份額。

風險提示。中美貿易摩擦進一步升級。

紡織與服裝：2018Q1 業績前瞻，零售品牌全面復蘇

零售顯著轉好，高端全面復蘇，家紡、休閒逐步跟進。我們認為，這一輪復蘇遵循的邏輯是從單價最高的商品品類向單價低的產品過渡復蘇，消費者的購買力從高端人群開始率先恢復，現已進入全面復蘇態勢。我們認為2018年將迎來板塊業績全面向上的一年。在此基礎上我們判斷，17Q4公司業績繼續恢復增長，其中基數較高的公司增速或小幅放緩，前期增速緩慢的公司四季度業績將呈現顯著增長。

中高端女裝：延續2017年復蘇趨勢。2017年伴隨著百貨、購物中心等主要渠道的復蘇，中高端女裝增長勢頭繼續擴大，我們預計2018Q1女裝板塊將延續在渠道中的優勢，繼續保持增長：歌力思：已預告2017年淨利潤達到3.03億元，同比增長53%，受益於大女裝業務的恢復，我們預計18Q1整體收入增速將繼續保持高增長，我們判斷淨利潤增速約為30%。安正時尚：2017年全品牌降低產品倍率、提升性價比後銷售增長明顯，2017年淨利潤2.73億元，同比增長16%，我們預計18Q1公司收入仍將保持20%+增長，且在費用降低的情況下，我們預計18Q1淨利潤增速範圍為25%~30%。朗姿股份：朗姿主品牌增速恢復明顯，收入端恢復增長，費用率顯著下降，2017年朗姿股份淨利潤為1.88億元，同比增長14%，2018年起高一生納入並表，我們預計18Q1淨利潤增速50%+。維格娜絲：維格娜絲主品牌保持高增，TW恢復增長的情況下，2017年實現淨利潤1.90億元，同增90%；2018年主品牌將延續提檔策略，保持高檔定位，TW在女裝恢復增長的基礎上，繼續開拓男裝、童裝業務，綜上我們預計18Q1淨利潤增速範圍100%~120%。

家紡：集中度維持強勢優勢。我們預計，受益於消費升級，2018年家紡行業仍將延續復蘇。羅萊生活：電商業務加速增長，線下維持穩定增長，2017年淨利潤4.29億元，同增35%，我們認為隨著家居業務的發展，費用或將繼續減少，預計18Q1淨利潤約30%增長。富安娜：電商增速明顯，在天貓、京東、唯品會、雲集等平臺均實現良好銷售，2017年淨利潤4.98億元，同增14%，我們預計18Q1淨利潤增速約為20%。水星家紡：電商業務適應線上消費者定價需求，份額不斷擴大，同時線下產品實現結構性提價，我們預計18Q1淨利潤增速約為30%。

大眾休閒：復蘇邏輯中的新星。大眾休閒品牌在2017年上半年仍處於去庫存階段，隨著庫存清理，零售轉好，2017年下半年開始進入正向循環，我們預計18Q1將在業績端體現。海瀾之家：2017淨利潤33億元，同增6.6%，我們預計18Q1淨利潤增速將加速，仍將保持高個位數增長。太平鳥：已公佈業績預告，2017全年淨利潤同比增長約11%，實現4.73億元淨利潤，略超業績承諾的4.5億元，按已公佈業績推測17Q4存貨計提大幅減少，預計趨勢將延續至18Q1。由於存貨減值減少，利潤彈性增加，我們預計18Q1淨利潤增速約為100%。

風險提示：終端需求下滑、行業競爭加劇、原材料價格波動等。

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，僱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、董事及僱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。