

## 宏觀

### 去杠杆由虛入實，經濟何去何從？

從當前時點看，未來降低債務的兩大方向，一是去杠杆，二是補短板。實體去杠杆引發社融增速下滑，這將如何影響經濟？本篇報告中，我們將作詳細分析。

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年要打赢三大攻堅戰，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1.2:1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年需求端的改善緣于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，對應工業企業利潤或將重回零增長。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。從短期來看，17 年工業企業利潤增速的改善會帶來 18 年製造業投資的觸底反彈，但隨著工業企業利潤增長再度承壓、融資需求持續放緩，製造業投資的回升恐怕難以持續。通過發展新興製造、培育經濟新動能或是唯一出路。

## 金融工程

### 行業間動量和趨勢因子的應用分析

基於風險調整後收益的動量因子。本文考察了 Jensen 指數、Sharpe 比率、Treynor 比率、Calmar 比率四個風險調整後收益的指標，在不同時間跨度下的動量反轉效應。其中，6 個月的 Jensen 指數（Jensen6）、1 個月的 Sharpe 比率（Sharpe1）、1 個月的 Treynor 比率（Treynor1）、3 個月的 Calmar 比率（Calmar3）的單因子檢驗最顯著，Jensen6 為反轉因子，其他均為動量因子。

基於多期限均線的趨勢因子。通過橫截面回歸的方法，本文基於不同期限的移動均線信號，構建了短期、中期、長期的趨勢因子。其中，只有短期趨勢因子（Trend短）具有很強的顯著性，中期和長期的趨勢因子對於行業收益幾乎沒有什麼預測能力。Trend短的 IC 和 Rank IC 的均值分別達到了 0.096 和 0.084，單因子多空年化收益達到 16.99%。

複合因子。通過檢驗因子 IC 的相關性，本文篩選出 Jensen6、Calmar3、Trend短 3 個因子，並構建了 3 個複合因子。其中，3 因子疊加的複合因子 3 的 IC 和 Rank IC 的均值分別達到了 0.120 和 0.111，多空年化收益為 24.3%，相對基準超額收益達到了 14%。雖然複合因子 3 的 IC 表現最好，但是複合因子 1（Jensen6+Trend短）的 IC 勝率為 0.705，高於複合因子 3 的 0.664，穩定性更高。

風險提示。流動性風險、模型失效風險、因子失效風險。

## 行業研究

### 石油化工：關注油價反彈及民營大煉化投資機會

從不同時間維度看 2018 年石化行業投資機會。（1）短期：油價階段性反彈的五類機會，油氣開採、業績彈性、油服設備、煤化工、綜合油氣，關注中國石化。（2）中期：預計大煉化項目 2018 年下半年陸續建成，關注桐昆股份、恒逸石化、恒力股份、榮盛石化、衛星石化；（3）長期：天然氣產業鏈持續快速發展，關注新奧股份、中天能源、新奧能源（港股）；

油價：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4.3億桶。原油去庫存結束有望為油價提供支撐。（5）葉岩油產量溫和增長。我們認為2017年上半年是葉岩油產量快速復產期，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。

民營大煉化：主業高景氣，煉化項目打開市值空間。目前PTA價差高位，滌綸價差企穩回升。PTA-滌綸二季度綜合價差為近兩年最高水平，同比+23%，環比+8%。PTA-滌綸的四家龍頭公司分別建設了大煉化項目，我們預計這些項目將在2018年底陸續建成投產，我們認為項目的達產將彌補PX原料短板，並為公司帶來豐厚的利潤，從而打開這些PTA-滌綸龍頭公司的市值空間。

風險提示：原油價格回落，煉化行業景氣度下降，煉化項目進度低於預期。

### 煤炭：基本面開始好轉，反彈或可繼續期待

本周貿易商和鋼廠庫存同比增速都有加速下降趨勢。對市場構成利好衝擊，我們認為，在開工恢復預期可能恢復的情況下，市場可能推動一波反彈行情（不是反轉）。wind數據顯示，近期低硫主焦煤國內價格一直堅挺，進口焦煤上周（4.2-4.6）保持201美金/噸水平，但部分澳洲進口焦煤已經漲價。焦煤期貨價格延續上漲趨勢，上周環比上漲1.5%；焦炭期貨價格回升，上周環比上漲4%。上周高爐開工率及產能利用率均有上漲，鋼材社會庫存上周環比大幅下降6.5%，我們預計高爐復產會繼續增多，本周國內焦炭或漲價，未來仍需觀察開工恢復情況。

動力煤短期下跌或將趨緩，日耗雖有回升，但天氣影響因素大。動力煤格局仍然不樂觀，復工影響似有體現。Wind數據顯示，上周動力煤價格環比下跌2%-3%，5500KC動力煤環比跌至594元/噸，累計跌幅已經達到160元/噸；電廠庫存整體繼續小幅回落，環比下降1%至1443萬噸，秦港、曹妃甸、京唐港三港口庫存則環比增加5%至1232萬噸。動力煤合約期貨環比下跌3%至563.6元/噸，市場對動力煤仍保持悲觀情緒。六大電廠上周日耗部分受天氣影響，開始高於去年同期，環比增速回升至7%，需求受復工好轉程度仍需觀察。

供需尚未完全反轉，大秦線檢修和進口煤限制有短期減緩下跌趨勢的可能。1）煤炭資源網：大秦線檢修在即，企業並不急於拉煤，而是依靠高位庫存和不斷進港的進口煤。豐礦煤炭物流認為：“年度長協562元/噸還是有支撐的，因為2月下旬開始，進港資源大部分來自大中型企業，貿易商較少，下游主要也只採購長協煤”，如果進口煤收緊或將改善動力煤現狀。但煤炭江湖新聞表示大秦檢修期間蒙冀線或將發力，日增8萬噸，能起補充作用。我們認為可以期待短期反彈，指望煤價一蹴而就的下跌本來也不現實，畢竟經濟需求和供給不會在一夜之間徹底轉向。（2）鐵道部計劃加大大秦，唐呼（原集包，張集，唐張線合併）、瓦日等煤運通道，計劃2018年貨運發送提高2億噸，2018年1-2月發運5億噸，同比增加8%（易煤網）。

投資建議：本周開始可能會略有不同，短期鋼鐵的好轉被證實的可能在加強，雖然長期看，鋼鐵增速已經很難回到去年水平，但剛開始恢復，市場往往先修復悲觀預期，再疊加一季度焦煤股盈利仍然不錯，我們認為，本周焦煤焦炭股有好轉反彈跑贏指數的可能，但持續性仍需觀察基本面的變化。個股建議關注：山西焦化，潞安環能，開灤股份，華能國際，華電國際，申能股份，皖能電力。風險提示：節後開工需求改善並不明顯。

## 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。