

宏觀

全球復蘇動能正在減弱！——對歐美日經濟的跟蹤觀察

在過去的兩年裡，全球經濟緩慢復蘇，貿易回暖，尤其是歐洲、日本經濟在去年更是有超預期的表現。但近期公佈的高頻數據顯示，全球經濟增長的動能正在減弱。接下來我們跟蹤考察幾個發達經濟體的經濟情況。

美國：一季度增長放緩。儘管當前美國一季度數據還未公佈，但從高頻數據來看，美國一季度經濟或回落。首先，美國前兩月個人消費支出環比折年增速從去年4季度的4.0%大降至0.6%，消費對GDP的帶動作用將明顯減弱；今年前兩月美國工業總體產出指數增速明顯下降，名義貿易逆差相比去年四季度擴大了近600億美元（年化），預示著一季度投資和淨出口對GDP難有大的貢獻。而從生產端來看，當前美國採掘業、製造業的產能利用率均已回升至金融危機之前的水平，進一步恢復的空間已非常有限。且去年以來作為全球商品主要需求端的中國地產經濟開始走弱，意味著本輪採掘業的回升或已接近尾聲。儘管美國推出了減稅政策，但對生產的刺激作用或相對有限，當前美國失業率已經連續半年維持在4.1%的歷史低位，說明勞動力市場已經達到充分就業。再疊加貿易摩擦的影響，今年美國通脹水平或趨於回升，美聯儲漸進加息縮表仍會繼續，給經濟帶來的緊縮效應會逐步顯現，美國本輪經濟的復蘇或在接近尾聲。

歐元區：復蘇動能亦有轉弱。從需求來看，17年歐元區經濟超預期復蘇，主要歸功於淨出口拉動，尤其是3、4季度拉動經濟增速達0.8和1.3個百分點。但進入18年，美國經濟擴張進入尾聲，中國需求面臨下滑，再加上歐元升值影響的體現，預計外需對歐元區經濟的拉動會弱於17年。內需方面，歐元區的消費目前保持穩定，但由於居民薪資收入提升並不明顯，缺乏進一步回升的動力，17年居民消費支出同比甚至較16年小幅下滑到1.2%。而投資對歐元區經濟的拉動在17年下半年有所減弱，非金融企業的信貸餘額也一直在0增速附近徘徊，企業的設備投資衝動並不強。從生產來看，17年4季度，歐元區製造業的提升幅度放緩，批零、餐飲業增加值同比增幅不及3季度，並且區內主要國家的製造業PMI進入18年後都已持續回落到17年中的水平。而且歐元區的工業生產復蘇，其實也已持續了較長時間，產能利用率持續回升了5年，當前也已經回到危機前的水平，未來空間也已非常有限。

日本：製造業小幅放緩。17年日本經濟同比繼續回升，環比也連續8個季度沒有衰退，是近年來最好的表現。從需求來看，日本經濟在17年上半年主要是靠消費和淨出口貢獻，合計拉動GDP增速1.5個百分點，而下半年私人投資增速大幅提高，拉動GDP增速接近1個百分點。當前來看，日本的消費保持平穩，而外需主要取決於中國和美國（對兩國的出口各佔日本出口的20%左右），隨著中美經濟走弱，18年的外需改善程度可能也會不及17年。17年下半年與日本私人投資拉動經濟對應的是日本製造業持續向好，製造業生產指數創下08年危機以來的最高水平。但到了18年1月，日本製造業生產出現大幅下滑、2月又重新反彈，目前尚不能確認是短暫的波動還是趨勢的變化。日本製造業PMI今年

從54.8%回落到53.1%，不過仍高於去年下半年平均值。但是全球製造業和貿易基本是聯動的，歐美國工業經濟的走弱，或許意味著日本製造業增速也會趨於回落。

港幣貶值不足慮，地產泡沫才是關鍵！——解密港幣的走勢和影響

2017年以來港幣貶值背後的深層次原因是什麼？為何香港金管局加息失效？未來港幣匯率會如何走？又會對經濟和市場帶來哪些影響？我們在去年7月份發佈專題報告《跟隨美國加息，港幣為啥還貶值？》，已經對相關問題進行了詳細分析，時隔將近一年，我們再來更新和強調下自己的觀點。

跟隨美國加息，港幣卻還貶值！大家都知道，中國香港採取的是聯繫匯率制度，聯繫匯率制度可以保證港幣匯率的穩定，但也導致香港的貨幣政策完全失去了獨立性。在過去的20多年中，美聯儲每次加息或降息後，香港金管局幾乎都會跟隨行動。不過2015年以來，美聯儲每次加息後，香港金管局也跟隨加息相同幅度，基本利率從0.5%的歷史低位被不斷上調至當前的2.0%。但是17年以來港幣對美元卻在持續貶值，近期甚至不斷接近7.85的弱方保證線，原因究竟何在呢？

加的是“假”息，貨幣並未收緊！港幣對美元貶值的直接原因在於美、港市場利差的擴大！從歷史數據來看，港幣對美元的匯率走勢與美、港之間的利差高度相關，但2017年初以來，1個月期限的Libor美元利率和Hibor港幣利率之間的差距從不足5 BP，不斷擴大至當前的超過100BP，是港幣對美元貶值的主要原因。美國、香港利差之所以擴大，是因為美聯儲加息後，美元市場利率立即上行；但是香港加息後，港幣市場利率並沒有隨之走高。根本原因在於香港金管局加的是“假”息，貼現窗利率遠遠高於市場利率，所以難以影響市場利率。這背後深層次的原因是香港的貨幣政策並不是通過調節政策利率來影響市場利率，而是通過穩定匯率來影響市場利率，本輪港幣利率沒有上去，是因為金管局遲遲未出手投放美元、回籠港幣，香港貨幣政策並沒有真正收緊。

所慮不在匯率，而在地產泡沫！那麼香港金管局為何沒有投放美元、收緊港幣的流動性呢？是沒有足夠的能力干預匯率嗎？顯然不是的。香港有聯繫匯率制的天然設計和強大的外匯儲備保障，當前香港外匯儲備（換算成港幣）是流通中港幣的6.86倍，佔廣義貨幣M3的25%，金管局是有能力維持港幣對美元穩定的，匯率並不是主要擔心的因素。而從基本面來看，香港經濟仍在溫和復蘇，也支持貨幣政策跟隨美國漸進收緊。香港金管局為何沒有這樣做呢？深層次的原因或許在於房地產泡沫。08年全球金融危機後，香港跟著美國實施寬鬆的貨幣政策，房價大幅飆升，當前港島A類住宅售價與危機前的高點相比還漲了1.6倍，售租比已經突破了31倍的歷史高位。如果金管局出手干預匯率就意味著收緊貨幣，市場利率抬升，香港樓市能否扛得住貨幣緊縮的壓力，是存在風險的。

緊縮已在路上，警惕高估資產！但是當前港幣對美元已經觸及7.85的弱保證線，金管局不得不出手收緊港幣，港幣利率將趨於上升，而也只有利率上升了才能從根源上保證港幣對美元匯率的穩定，香港貨幣政策緊縮已經在路上。短期來看，香港經濟表現依然不錯，風險還相對可控。但中長期看，在貨幣緊縮的背景下，香港市場存在兩方面主要風險。一是前面提到的房地產泡沫問題，高估值的房地產市場存在調整的壓力。另一個是經濟也存在下行的風險，香港和內陸經濟聯繫緊密，今年內陸經濟的下行壓力會向香港傳導，香港本身又貨幣緊縮，若地產市場也調整，或出現經濟、資產、匯率的連鎖反應。

固定收益

同業存單量升價跌的背後

一季度存單量升價跌

存單發行增加，淨融資季節性回升，主要靠大行貢獻。截至3月30日，18年一季度存單發行量5.23萬億，與17年四季度環比持平，相比17年一季度同比增加2550億。而存單淨融資額出現季節性回升，一季度淨融資額6600億左右，環比大增近1萬億、但同比大降8850億。從發行結構來看，一季度國有大行存單發行量和淨融資額均大幅增加，而股份行和城商、農商行同業存單的淨融資額則出現同比下降。

存單發行利率下降。截至4月13日，3個月和6個月同業存單發行利率4.18%、4.50%，18年以來分別下降了93BP和64BP。目前已經處於近1年來的低位。

供需兩端均有改善

供給端：銀行負債壓力仍存，大行備案額度上升。存單量升價跌，表明一季度存單供需兩端均出現一定改善。供給方面，此前的資管新規徵求意見稿中限制了保本理財的發行、302號文也約束機構加杠杆，導致銀行負債端壓力上升，銀行也有發行存單、結構性存款等方式補充負債的需求。另外，大行備案額度較去年有所上升，而股份制銀行、城商行、農商行的備案額度下降，這也部分解釋了為何一季度大行發行量大增。

需求端：債市回暖，貨基大幅增持。1) 18年以來流動性改善，短端利率大降，存單發行利率同樣下降。2) 存單配置主力貨幣基金規模大增，18年前兩月規模就增加了1.07萬億，帶動廣義基金大幅增持存單。另外銀行同樣大幅增持。3) 債市回暖，不僅是同業存單，債券市場近期整體呈現出供需兩旺的局面，利率債招投標倍數（尤其是短期利率債）普遍向好。

存單未來如何演變？

發行結構改善，存單回歸本源。1季度大行存單的發行量上升，中小行發行下降。體現出兩點：1) 在一般存款增速下滑的大背景下，加上保本理財發行受限，即使是大行的負債端也存在一定的壓力。2) 銀行發行存單既可以用於補充負債缺口，也可以用來進行同業套利。而在金融去杠杆的大背景下，同業業務收縮，銀行“主動發行”同業存單進行同業套利的部分逐漸縮減，因此中小行同業存單的淨融資額出現同比下降。這也表明目前的同業存單已經基本回歸了負債管理工具的本質作用，金融去杠杆的成效顯著。存單未來或將量價齊跌。我們認為同業去杠杆將經歷被動去杠杆（量縮價漲）到主動去杠杆（量價齊縮）兩個階段。18年以來，存單的發行利率已經明顯下降，淨融資雖然環比回升，但主要還是季節性因素的影響，同比口徑下淨融資額是下降的。不僅如此，存單的發行結構也出現明顯變化。此前依賴同業存單擴張負債、進行套利的主要是中小行，而一季度以來中小行存單的淨融資出現了同比減少，表明目前銀行主動擴張負債的動力下降，已經在逐漸進入主動去杠杆階段，未來同業存單的發行或將出現量價齊跌。

同業收縮將帶動融資下滑。我們認為同業規模的收縮或導致銀行體系信用創造能力下降：1) 同業負債不需要繳納法定存款準備金，理論上來說貨幣乘數高於一般存款；2) 目前銀行一般存款的規模增長緩慢，如果同業負債也被迫收縮，則負債端整體增速將面臨回落，從而約束資產規模的擴張。而18年以來非標監管收緊，表外融資趨降，居民和政府部門融資需求亦趨於下降。18年的社會融資增速有望逐漸回落，這將在基本上對債市形成強勁支撐。

金融工程

行業輪動系列研究 1-6（匯總篇）

本篇報告針對前期發佈的6篇行業輪動報告進行匯總，方便投資者查閱。我們以多因子模型為框架，分析不同類型的因子在行業輪動策略中的作用，並對因子進行整合處理給出行業輪動建議。目前已有的報告分別為：《行業預期數據的應用分析》、《行業歷史基本面和價格數據的應用分析》、《龍頭股效應在行業輪動上的應用》、《系統風險集中度在行業輪動策略中的應用》、《行業輪動在指數增強上的應用（滬深300）》、《行業輪動在指數增強上的應用（中證500）》。報告覆蓋了預期基本面、歷史基本面、量價以及情緒面的部分因子。

從預期基本面數據來看，投資者有兩種類型的因子可以選擇。分別是全行業的預期數據，以及龍頭股構建的預期數據。從全行業預期數據來看，最推薦投資者關注預期PE/G、預期淨利潤同比增速、預期ROE三個因子。全行業預期因子可以貢獻年化約10%的多空收益。

龍頭股預期EPS以及ROE的變動，領先於全行業預期盈利數據的變動，故而對行業走勢具有更好的預測作用。預期ROE的變動年化多空收益可以提升至17%，多頭和空頭超額收益相對全行業預期因子的表現都有顯著提升。

歷史基本面因子如歷史ROE(TTM)單因子行業多空約7%，因子的空頭效應顯著，且多空趨勢穩定，是非常好的防禦性因子。且歷史財務因子和預期財務因子的疊加，能夠有效增厚超額收益，建議投資者使用。

動量因子與行業收益率的相關性較弱，表現具有顯著階段性特徵。但因子在特定市場環境（如主題熱點明確的追漲行情）下超額收益貢獻突出，且可以提供基本面因子之外的額外信息，可以考慮作為快變量因子的備選使用。

吸收比率因子在行業輪動策略中對極值組合較為敏感，選擇10%的行業構建多空組合，可以獲取9%的多空收益，但該收益隨著多、空頭行業數量的增加快速下滑。因子能夠提供量價層面的額外信息，但是穩定性弱於基本面因子，且單調性較差。

將行業配置觀點融入到多因子模型中，在指數增強策略中進行實證，能夠對原有策略收益和信息比有明顯提升。在滬深300指數中，年化超額收益可以從10.16%提升至13.00%，信息比從2.9提升至3.26。在中證500指數中，年化超額收益從21.44%提升至22.96%，信息比從3.82提升至3.99。

風險提示：流動性風險、模型失效風險、因子失效風險。

策略

市場的再平衡——今年以來行情波動加大的思考

(1) 回顧：今年來市場波動加大、風格分化加劇。今年來市場波動加大，目前指數波幅達到17年全年。2018年年初以來上證50和創業板指漲幅之差為-9%，中證100和中證1000漲幅之差為0.4%，乍看18年風格差距似乎不大。但是，18年年初至2月9日，上證50累計漲幅減創業板指累計漲幅的最大差值為18%，中證100減中證1000為19%，2月9日至今上證50減創業板指為-24%，中證100減中證1000為-16%，風格分化程度已經超過2016年並且接近2017年。

(2) 展望：指數波幅向常態回歸。我們以波幅為20-25%來做18年指數的區間預測。若指數波幅為20%，上證綜指高點應為3675點，若波幅為25%，高點應為3828點。因此從波動區間看，目前處於偏低位置。從中期來看，市場走勢還是看基本面。我們預計全部A股18年淨利同比為13.5%，全年通脹溫和，貨幣環境平穩，指數今年上漲概率較大。

(3) 展望：風格走向均衡。三大因素造成今年風格大幅搖擺：①價值成長風格前期漲幅差距較大。②兩類風格指數估值盈利匹配度接近。③政策面利好創業板。預計18年風格將走向均衡。我們預測上證50 17/18年淨利潤同比增速分別為12.0%、11.0%，對應PEG為0.9、1.0，創業板50 17/18年淨利潤同比增速分別為17%、35%、對應17、18年PEG為2.6、1.2，18年上證50與創業板50性價比接近。從基金持倉來看，公募基金重倉股中上證50成分股佔比與創業板指成分股佔比均接近歷史均值附近。創業板1季報預告數據靚麗源於大市值公司業績優異，創業板指並未因此大漲說明投資者預期和配置進入理性階段。創業板1季報預告顯示，創業板全體2018年1季度/2017年淨利同比分別為27.9%/-6.0%，創業板指為33.7%/3.0%，創業板50指數為56.2%/16.6%。剔除利潤額增長最多的20家公司，創業板2018年1季度淨利同比為1.7%，而2017年為-10.4%，創業板盈利仍處於回升趨勢中，但盈利增長幅度大大降低。我們定性判斷，2018年創業板盈利增長速度會改善，但幅度遠不如2013年，風格上出現2013年一邊倒的情景可能性不大，決定風格的核心因素是基本面，4月業績公告會讓風格更加均衡，業績為王，價值、成長中有業績支持的公司都有機會。

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。

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。