

2018年4月18日

銷售部 - 投資策略

宏觀

經濟開局平穩，從價跌到量縮

(1) 經濟開局平穩。

1季度GDP同比增速6.8%，較去年4季度持平。其中第二、第三產業增加值增速分別為6.3%和7.5%，較去年4季度一升一降，經濟開局平穩主要歸功於第三產業增勢強勁。1季度工業增速6.8%，其中3月增速僅6%，較前兩月大幅回落，印證發電量及各主要工業品產量增速普遍下滑。

(2) 地產支撐投資。

1季度固定資產投資增速7.5%，較去年4季度略反彈，主要歸功於房地產帶動投資回升，而3月投資增速已回落至7.2%。從三大分項看，1季度製造業投資增速3.8%、基建投資增速8.3%，均較前兩月繼續回落，房地產投資增速10.4%，繼續回升，是投資的主要支撐。

(3) 地產需求低迷。

1季度地產銷量同比增速降至3.6%，其中3月單月增速僅3.2%。限購限貸未見放鬆、房貸利率持續攀升、去年同期基數較高，三方面原因共同導致18年地產銷售開局低迷。1季度土地購置面積增速0.5%，仍較低迷，但受益於待售面積降幅擴大及前期土地購置高增，新開工增速回升至9.7%。

(4) 消費小幅反彈。

1季度社消零售增速9.8%、限額以上零售增速8.5%，其中3月增速分別為10.1%、9.0%，較1-2月回升，限額以上零售實際增速也回升至8.6%。1季度網上零售增速仍高達34.4%。分品類看，3月份必需消費增速有平有升，可選消費增速漲跌平互現，其中汽車（3.5%）、通訊器材（1.6%）大幅下滑，石油及製品（9.1%）持平，地產相關商品回升。

(5) 名義GDP下行，從價跌到量縮。

18年去杠杆從金融轉向實體，3月社融增速創新低至10.5%，若社融增速降至10%以下，則GDP名義增速將降至8%左右。而1季度GDP名義增速10.2%，已較去年4季度明顯回落，仍主要歸功於PPI下行。去年4季度以來，地產銷售持續低迷，加之今年1季度基建投資持續放緩、全球復蘇動能減弱，2季度經濟增速或明顯放緩，未來GDP名義增速的下行將會表現為量價齊跌。

固定收益

寬鬆格局持續，擁抱債市慢牛

(1) 央行下調部分金融機構存准率。中國人民銀行昨日決定，從2018年4月25日起，下調大型商業銀行、股份制商業銀行、城市商業銀行、非縣域農村商業銀行、外資銀行人民幣存款準備金率1個百分點；同日，上述銀行將各自按照“先借先還”的順序，使用降准釋放的資金償還其所借央行的中期借貸便利（MLF）。

(2) 改變操作結構，維護資金穩定。2015年以來，央行通過外匯佔款投放基礎貨幣的方式面臨挑戰，本應連續降准加以對沖，但降准操作會加大匯率貶值壓力，且信號意義較強。於是央行從16年3月後未再普遍降准，而是更多採用逆回購、MLF等工具補充基礎貨幣，但這些工具需要央行頻繁續作，總會存在供需錯配情況，再加上財政存款的波動，近兩年資金面波動明顯加劇。當前人民幣匯率趨於穩定，採用降准投放長期資金、減少短期工具操作，有助於未來資金面的穩定。

(3) 寬鬆格局持續。根據央行的測算，4月25日操作當日償還MLF約9000億元，同時釋放增量資金約4000億元。考慮到繳稅因素、以及後續央行公開市場操作可能減少，預計本次降准對資金面整體影響略偏中性。但金融嚴監管、存款利率上浮背景下，今年表外轉表內的需求增多，消耗銀行資本金，央行此次出手降准，仍傳遞出未來將繼續呵護資金面的信號，寬鬆格局有望延續，貨幣寬鬆、廣義信用收緊將是今年主旋律。

(4) 擁抱債市慢牛。今年以來，去杠杆背景下社融增速大幅下滑，再加上經濟下行壓力逐步體現，資金需求減少；而存款準備金率下調增加資金供給，意味著資金供需繼續改善。建議擁抱債市慢牛，增加利率債和高等級信用債倉位。

同业存单量升价跌的背后

一季度存單量升價跌。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。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。此外，一季度存單發行利率下降，18年以來分別下行了93BP和64BP。目前已經處於近1年來的低位。

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。需求方面，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。存單配置主力貨幣基金規模大增，帶動廣義基金大幅增持存單。而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？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) 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，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。

存單未來或將量價齊跌。18年以來，存單的發行利率已經明顯下降，同比口徑下淨融資額是下降的。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。

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。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。

行業報告

信息服務：大數據產業發展或迎來高峰，應用領域將成主體

六大層級構成大數據產業鏈完整閉環。大數據產業鏈包括一切與大數據產生與聚集（數據源）、組織與管理（儲存）、分析與發現（技術）、交易、應用與衍生產業相關的所有活動。按照數據價值實現流程，貴陽大數據交易所將大數據產業鏈分為六大層級：數據源、大數據硬件支撐層、大數據技術層、大數據交易層、大數據應用層與大數據衍生層，其中每一層都包含相應的IT硬件設施、軟件技術與信息服務等，構成了大數據產業鏈的完整閉環。

政策支撐大數據產業發展，2020年規模或超1.3萬億。2006年之後，國家開始正式發佈一系列相關政策，不斷扶持和引導大數據及相關產業的發展，特別是在2014年“大數據”概念首次正式寫入《政府工作報告》，大數據成為國家重點發展的未來方向之一，目前，大數據也已經成為我國戰略方向之一。根據貴陽大數據統計的數據，中國大數據產業市場規模維持高增長，2014-2020年複合增長率為53.6%，預計到2020年，中國大數據產業市場規模將達到13626億元。從產業結構上看，目前硬件支撐層、應用層與技術層為大數據主要組成，2017年市場規模分別為1389億元、809億元與633億元，佔大數據總市場規模比例分別為39.5%、23.0%與18.0%。

中美差距縮小將是我國大數據產業催化劑。行業內普遍認為我國大數據行業與美國存在三到五年的差距，未來幾年美國作為大數據優勢國家仍將領跑世界，並且對外輸出先進的理念與技術，美國大數據發展仍然代表大數據發展方向。我們認為，我國大數據行業想要快速發展並佔領全球制高點必然需要縮小與美國的距離。因此消除與美國大數據行業之間的差異將是我國大數據行業的重要催化劑，主要有三點：1、數據文化的確立；2、技術工具的革新；3、數據交易共享的開放。

以應用為代表的下游產業將成為大數據主體。根據《2016年中國大數據交易產業白皮書》的數據，未來幾年我國大數據應用市場規模將以87.6%的複合增長率增長，我們根據《白皮書》數據計算，到2020年大數據應用市場規模份額將達到40%，成為大數據中規模最大的產業，與此同時，衍生層市場

和交易層市場也快速增長，2014-2020年複合增長率分別為88.0%和72.4%，2020年市場份額分別為18.5%和4.0%，以應用為代表的下游產業將成為大數據主體。

政府和金融大數據應用落地最快，工業領域應用前景可期。從規模數據上看，政府與金融大數據應用市場規模遠遠大於其他行業，同時政府金融兩行業市場規模的年複合增長率也穩居前二，政府金融大數據已經率先落地，政府大數據已經廣泛的應用到交通、公安、法檢等各個專業領域，金融大數據也已經應用到銀行、金融等領域，並延伸了金融邊界。根據我們的排序，工業領域大數據落地速度超過應用，加之大數據是工業互聯網核心價值，未來大數據在工業領域應用前景可期。

投資建議。我們認為，在政策加持、技術推動和需求提升的共同作用下，大數據產業將會迎來新的發展高峰。建議關注：應用層：天源迪科、美亞柏科、東方國信、拓爾思；基礎設施層：中科曙光、浪潮信息。

風險提示。大數據政策力度不及預期，相關技術進步不及預期。

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，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。