

2018年5月2日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀

## 美元強勢歸來，全球影響多大？

美債收益率、美元走高，而美國經濟卻有走弱。今年以來，美債收益率和美元指數走高。10年期美債收益率相比去年底已提高了56BP，美元指數在兩個多月的時間裡，從88.6的低位反彈至當前接近92的位置，漲幅達到3.3%。但是從近期美國的經濟數據來看，並不支持美債收益率和美元指數的大幅走高。美國1季度GDP環比折年增速從去年四季度的2.9%降至2.3%，其中儘管存在季節性因素，但利率抬升、油價上漲對經濟的壓力也有明顯體現。

美元走高的背後推動力是什麼？美債收益率走高會提高美元資產的吸引力，加速美元回流，是美元指數走強的重要支撐，所以二者是密切聯繫的。既然經濟基本面不是美債收益率和美元指數走高的主要原因，那是什麼呢？通脹預期上升，保障加息繼續。國際油價超預期的上漲、美國勞動力市場保持收緊，增加通脹上行壓力；此外，美國實施的減稅、貿易保護政策也都存在推高通脹的可能。美聯儲加息繼續，而歐、英、日等央行選擇按兵不動，提振美元指數。供需格局變化，利率走高美元回流。美國財政刺激帶來赤字擴大，今年一季度美國國債月均發行規模在8000億美元以上，而17年月均發行僅6700億美元。而從需求端來看，美聯儲漸進縮表、外國投資者持有債券規模保持平穩。供給規模上升、需求穩中有降的結構變化，也導致了美債收益率的上行，增加美元回流的動力，推動美元指數的走高。預期再度扭轉，美元開始反彈。匯率走勢還會受到市場對經濟和貨幣政策預期的影響。2014年開始，市場對美國經濟和通脹樂觀，對歐、日經濟悲觀，美元指數強勢上升。而17年開始，隨著歐、日經濟超預期回升，市場預期扭轉，美元指數大幅回落。但2018年以來，全球經濟增速又有回落的跡象，歐洲寬鬆退出之路並沒有此前預期的那麼順利，這種預期再度修正也會推升美元。

美元繼續上行，但幅度相對有限。在美聯儲加息、美元利率抬升、歐美預期差修正的背景下，今年美元指數或將走高，但幅度會相對有限。一方面，美國已經處在經濟復蘇的後期，過去的一年其信貸增速已從最高的8%降至3%，再加上目前利率還在不斷上升，未來信貸增速大概率繼續下滑，已經處於金融週期的尾聲階段。另一方面，儘管通脹上行支持美聯儲加息，但從過去60年的走勢來看，美債期限利差和聯邦基金利率具有明顯的負相關關係，也就是說美聯儲加息時，美債利差往往是大幅度縮窄的。我們預計未來隨著加息的推進，美債期限利差會進一步收窄，不排除收益率曲線扁平化、甚至倒掛的情況出現。所以3%左右的十年期美債收益率已經基本達到本輪加息週期的頂部區間，利率對美元的支撐也會逐步減弱。

但美元走高影響不容忽視，資產泡沫受衝擊！首先，其它經濟體將面臨貨幣貶值、資本流出的壓力。對於匯率有彈性的經濟體，帶來的影響是匯率的貶值，但不至於影響其內部的流動性。但值得警惕的是匯率缺乏彈性的經濟體，將面臨匯率貶值和資金流出的壓力，尤其是那些存在資產泡沫的經濟體。其次，在特朗普挑起貿易保護的背景下，其他經濟體從貨幣貶值中受益也會非常有限。對中國

來說，今年2月美元兌人民幣一度達到6.26，是“811匯改”以來的最低值，人民幣相對17年初升值幅度超過10%。而2月以來，人民幣對美元又貶值了1.1%，反映人民幣匯率的彈性較以往增強，因而在美元重新升值的情形下，國內貨幣政策可以更加關注內部經濟，存在和美國利率脫鉤的條件，而不必亦步亦趨。但是國內資產泡沫也會受美國加息的衝擊，而未來只有堅定不移去杠杆、補短板，靠創新發展才能長期立於不敗之地。

## 金融工程

### 2018 年6 月滬深300 指數樣本股調整預測

隨著機構投資者隊伍的不斷壯大，指數基金在近幾年得到了飛速發展，資產規模更是節節攀升。截至2018年一季報，跟蹤滬深300的指數基金規模已升至1075.13億元。而滬深300指數會在每年的6月和12月會進行定期調整，由於樣本股調整是被動的操作，因此若調入調出樣本股的調整規模較大，則可能帶來交易性的投資機會。

我們根據中證指數有限公司的指數編制細則，對於6月份的樣本股調整，採用截止本年度的4月30日的交易數據和財務數據對指數樣本股調整進行預測。滬深300指數選擇經營狀況良好、無違法違規事件、財務報告無重大問題、股票價格無明顯異常波動或市場操縱的公司為樣本股。根據股票在最近一年的日均成交金額和日均總市值進行排序、通過緩衝設置、隨著機構投資者隊伍的不斷壯大，指數基金在近幾年得到了飛速發展，資產規模更是節節攀升。截至2018年一季報，跟蹤滬深300的指數基金規模已升至1075.13億元。而滬深300指數會在每年的6月和12月會進行定期調整，由於樣本股調整是被動的操作，因此若調入調出樣本股的調整規模較大，則可能帶來交易性的投資機會。

我們根據中證指數有限公司的指數編制細則，對於6月份的樣本股調整，採用截止本年度的4月30日的交易數據和財務數據對指數樣本股調整進行預測。滬深300指數選擇經營狀況良好、無違法違規事件、財務報告無重大問題、股票價格無明顯異常波動或市場操縱的公司為樣本股。根據股票在最近一年的日均成交金額和日均總市值進行排序、通過緩衝設置、

## 行業研究

### 金融：資管新規點評：靴子落地，短期影響有限，長期影響深遠

【事件】央行發佈《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》，在徵求意見稿的基礎上略有修改。旨在通過統一同類資管產品的監管標準，促進資管業務健康發展，有效防控金融風險，更好地服務實體經濟。

核心要點：1) 打破剛性兌付，金融機構開展資管業務時不得承諾保本保收益，實行淨值化管理；2) 消除多層嵌套和通道業務，不得為其他金融機構的資管產品提供規避投資範圍、杠杆約束等監管要求的通道服務；3) 進一步明確清除資金池，不得期限錯配；4) 信託、私募結構化產品設定杠杆上限；5) 公募及開放式私募不得進行份額分級；6) 提高合格投資者標準；7) 強化資本和準備金計提要求；8) 自發佈之日實施，過渡期至2020年底。

與徵求意見稿相比，整體變化不大，略有放鬆：1) 給予更長的過渡期，過渡期由2019年6月30日延長至2020年底；2) 淨值化管理，堅持公允價值計量原則，鼓勵使用市值計量，對於符合一定條件的可以攤余成本計量（給予一部分豁免）；3) 分級產品規定中，刪除了對單一投資私募產品及投資標準化產品超過50%的私募產品的要求。

券商：總體變化不大，影響有限。此次正式稿與去年徵求意見稿及與16年初提出的禁止通道業務一致，券商已按照新規實施，通道業務已暫停新增，因此新規對券商影響非常有限。儘管通道業務規模占總資管規模的7成，但由於通道費率僅萬分之五，我們預計存量業務對券商總收入的影響也僅為2%。在監管層當前去通道、控杠杆、防嵌套的明確立場下，券商資管的轉型壓力不容小覷。提高主動管理規模逐漸成為證券行業內共識。但目前業內各券商的資管業務結構差異較大，對於通道業務占比很高的券商資管而言，短期陣痛不可避免，中長期將倒逼通道業務向主動管理轉型，資管業務實質性轉型迫在眉睫。

信託：打破剛性兌付、禁止多層嵌套及通道業務，信託行業長期影響深遠。新規最主要的2點在於打破剛性兌付及禁止通道業務。剛性兌付一直以來都是信託不成文的約定，由於信託資產負債表較小，剛性兌付實際是信託公司的核心問題所在，打破剛性兌付後，信託將更為強調盡職免責，對投資者的風險識別能力要求更高，反而有利於信託業發展。而此次提出消除通道業務、多層嵌套等問題，並未將信託排除在外，或對信託通道業務產生較大影響。17年四季度末信託規模26萬億，其中單一資金信託占46%，儘管這個比例一直在下降，但仍較高。如果全面禁止，預計信託收入影響約117億，約占目前信託總收入的10%。目前行業將進一步壓縮通道業務占比，提升主動管理能力。

綜合來看，新規對銀行理財提出嚴格的要求，可能會對整個同業市場造成較大的影響，但由於此次新規相較徵求意見稿略有放鬆，市場此前對徵求意見稿已基本消化完畢。此外新規給予更長的過渡期，我們認為對市場短期影響有限，長期影響深遠。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

### **鋼鐵：上市鋼企2017年盈利751億元，18Q1盈利213億元**

2017年33家主要上市鋼企歸母淨利潤合計751億元，同比增417%，其中Q1-Q4分別盈利110、107、248、286億元。18Q1上市鋼企盈利213億元，同比升93%，環比降26%。2017年上市鋼企鋼材銷量合計2.77億噸，噸鋼毛利648元/噸，噸鋼淨利290元/噸，噸鋼歸母淨利潤271元/噸。2017年上市鋼企ROA和ROE分別為4.73%和14.22%。

上市鋼企2017年負債率下降4.89個百分點，18Q1降至60.30%。2017年上市鋼企財務費用合計222億元，同比降10%。上市鋼企降杠杆成效顯著，我們預計到2018年中期負債率可降至59%左右，率先完成中鋼協在2017年初提出的3-5年鋼鐵負債率降到60%以下的目標。根據中鋼協，2017年末全國重點鋼企負債率67.23%，同比降2.36個百分點，由於重點鋼企採用集團報表，含有大量非鋼業務，去杠杆進展相對較慢。

板塊估值適中，建議關注18Q1年化估值較低的板材企業。3月下旬以來旺季需求啟動，鋼材社會庫存快速下降，鋼價企穩回升。雖然我們判斷2018年鋼材需求下降，但受環保影響下游因工期兩頭擠壓、開工集中可能造成短期的集中採購和施工，對短期鋼材需求有一定支撐。供需兩端政策利好逐漸累積，唐山、邯鄲出臺了非採暖季限產政策，徐州因環保原因停限產，均在一定程度上影響了供給；降准以及中央政治局會議提出擴大內需等政策表態使宏觀悲觀預期有一定修復。我們預計二季度鋼企盈利反彈，但旺季過後可能會有所回落，因為我們判斷需求將呈現前高後低，供給端隨著高爐逐步恢復生產，產量將逐漸爬升。鋼鐵股經過前期調整後已反映部分悲觀預期，風險已部分釋放，板塊估值適中，建議關注18Q1年化估值較低的板材企業，如南鋼股份、華菱鋼鐵等。

風險提示：政策風險及外貿風險。

### 傳媒：17年及18Q1經營總結

- 1) Q1持倉占比提升，投資情緒回暖明顯：2018年（截至4.27）申萬一級傳媒指數下跌8.98%，漲跌位居全行業中游；整體Q1傳媒持倉占比4.17%，為近五個季度最高，TMT中僅次於電子位居第二。
- 2) 18Q1影視表現突出，遊戲持續穩健：18Q1歸母淨利同比增速前五排序，影視（剔除樂視網）、營銷、遊戲、數字閱讀和出版分別為164%、18%、16%、8%和1%，教育、有線和體育板塊歸母淨利同比分別下滑0.7%、17%和34%。
- 3) 17年數字閱讀高增長：17年歸母淨利同比增速前六排序，數字閱讀、體育、遊戲、教育、影視（剔除樂視網）和營銷分別為86%、25.3%、25%、4%和3%，出版和有線板塊歸母淨利同比分別下滑0.2%和18.3%。
- 4) 17年海外板塊重點28家公司整體歸母淨利同比增速66%，實現高增長：騰訊、阿裡、百度、網易四家公司淨利超百億人民幣，12家公司淨利過10億元人民幣。

風險提示：應收賬款壞賬風險、項目開展不達預期。

### 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，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。