

宏觀

該不該投資中國，機會在哪裡？——美國路演的體會

開放吸引全球關注。

首先，我們感受到美國機構正在加大投資中國的力度，背景是中國資本市場開放力度的加大。一方面，由於MSCI今年把A股加入全球新興市場指數，因此許多以前投資中概股和港股的機構，目前正在進入A股市場。另一方面，由於中國金融行業的開放加快，不少外資的資產管理公司已經在中國設立了獨資的子公司，例如Blackrock上海公司的人數已經超過了其美國總部中國業務的人數。

關心問題五花八門。

而美國投資者所關心的話題，其實也是五花八門。當然，中國當前的供給側改革、資管新規、地產泡沫、債務杠杆、經濟走勢、新經濟也是重點關心的話題，而所有人都關心的還有中美貿易戰的問題。

工業化靠舉債發展。

如何理解中國經濟的未來，首先要理解中國經濟的過去。

過去中國處於工業化時代，我們擁有人口紅利和城市化兩大支柱，其中人口紅利下平均每年新增1000萬年輕人參加工作，城市化下每年2000萬農民進城，每年新增3000萬人的有效需求，大家要買更多的房子、車子，這意味著中國企業的任務就是借更多的錢，生產更多的產品，舉債發展是工業化時代中國經濟發展的最佳模式。

但是現在中國的人口紅利已經結束了，年輕人口平均每年減少500萬，城市化的紅利雖然還在，但是城市化率已經達到60%，離70%的成熟期已經很接近了，未來如果還靠舉債來發展，長期來看只會是更多的債務、更大的泡沫，這說明舉債發展模式已經走不通了。

消費升級靠股權融資。

未來雖然中國的年輕人數量變少了，但是大家的收入還在增加，因此未來中國居民不需要更多的消費品，需要的是更好的消費品，消費升級是中國經濟以後發展的主旋律。

而消費升級體現在兩個方面：一是從數量消費向質量消費轉變，二是從物質消費向服務消費轉變。而品質消費靠的是企業創新，依靠的是科學家、工程師等，服務消費靠的是醫生、老師等，所有這些都是人力資本，而人力資本屬輕資產，無法從銀行獲得足夠貸款，只能靠股權融資。

因此，中國經濟轉型最核心的是改變融資結構，要壓縮債務融資，增加股權融資，這其實也是降低中國經濟的債務杠杆的關鍵手段。

收縮貨幣抑制舉債。

首先，要收縮貨幣、抑制債務融資。十年以前，中國的廣義貨幣M2總量僅為40萬億，而到了17年末已經超過160萬億，M2在10年內翻了4倍，而且M2的統計還不包括銀行理財，這部分的規模在17年末接近30萬億，這意味著包括影子銀行以後的中國貨幣總量已經接近200萬億。

而在18年，我們開始實施資管新規，不允許銀行理財保本保收益、打破剛性兌付，這意味著未來影子銀行規模將趨於收縮。

策略

信用違約事件對股市影響多大？

本輪信用違約和之前有何異同？與前兩輪債市信用風險不同，本輪信用違約主因是融資渠道收緊。此之前有兩輪債市信用風險可供對比，分別是2011年的城投危機以及2015年四季度-16年上半年的信用違約集中爆發。2011年城投危機發生背景是部分城投平臺因現金流周轉不佳，資產負債率超出合理範圍，在銀行系統流動性陷入緊張、信貸投放遭遇強緊縮政策壓制以及地方土地轉讓收入受到抑制的背景，出現部分信用事件。2015年四季度-16年上半年信用違約集中爆發的背景則是2015年下半年開始經濟增速下行，部分企業盈利惡化。本輪信用違約背景是經濟增速平穩中，由去杠杆導致外部融資整體收緊，公司融資渠道收緊形成的流動性危機。信用違約主體向民企、上市公司傾斜。

信用違約對股市影響多大？①信用違約率很低，出現系統性風險概率不大。梳理去年以來中央重要會議內容，宏觀政策導向仍是維持經濟平穩、金融穩定，所謂“穩中求進”、“發展中解決問題”，我們判斷信用風險系統性爆發的可能性不大，目前上交所上市信用債違約率約為2.2%；銀行間市場信用債違約率約為7.6%，即使有新的違約事件發生，預計交易所信用債違約率仍不會超過同類債券、債務融資工具，整體違約形勢可控。②信用違約事件影響股市情緒，週期類公司受影響更大。信用違約對股市的衝擊第一層面是對市場情緒的壓制，第二層面是信用違約推升無風險利率，由此造成股市風險溢價上升。歷史數據顯示債市信用利差和股市風險溢價相關但也存在背離。目前信用利差2.2%，處於2008年以來自下而上61.25%分位，市場風險溢價1.9%，處於2008年以來55.43%分位，均處於中間水平。從市場結構看，由於週期行業杠杆率普遍偏高，信用違約集中爆發期，週期股普遍表現低迷。

應對策略：穩紮穩打。①短期事件因素擾動市場，中期市場盈利和估值匹配度仍較好。本輪信用違約主因是企業再融資渠道收緊導致個別企業的風險暴露，目前未出現系統性風險，後續需要跟蹤事

件進展。只要2016年以來宏觀經濟增長L型的一橫這個大背景不變，估值底就有效，市場中期趨勢仍取決於基本面，預計18年全部A股淨利同比13.5%，歷史上盈利兩位數增長的年份，只要貨幣不全面收緊股市表現都不差。②配置偏向內需和確定性，如消費和科技類。近期包括中美貿易戰、信用違約事件在內的海內外干擾因素偏多，與宏觀週期相關性較強的週期行業普遍表現低迷，而與宏觀週期相關性較弱的、偏內需行業如大眾消費、醫藥表現更優。消費行業中大眾消費共識已經比較高，我們認為消費白馬估值盈利匹配也不錯。對於成長，拉長時間成長優勢會更明顯，當前仍堅持業績為王，成長性行業裡看好先進製造業中能先釋放業績的基礎創新，包括通信（5G）、電子（半導體）、醫藥（醫療服務、創新藥）等。

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。

行業研究

有色金屬：印尼鎳礦真的那麼多嗎？

印尼、菲律賓的鎳礦開採過度。根據USGS數據顯示，菲律賓和印尼合計產量佔據全球產量的30%，這與兩者僅10%的儲量占比很不相符，也反映兩地的過度開採。其餘鎳儲量占比高的國家分別為澳洲（近25%）、巴西（13%）、俄羅斯（10%）和南非（5%）。

印尼鎳礦分佈集中。蘇拉威西島是印尼中部的一個大型島嶼，佔據整個印尼鎳資源的70-80%，陸地總面積約17萬平方公里。多高山深谷，少平原，是印尼山地面積比重最大的島嶼。其森林覆蓋率53%，島中部是險峻的山區；因此主要公路均沿海而建，這也和島上的礦區、冶煉基地分佈類似。海岸線總長5478千米，海灣深邃，沿海滿布珊瑚礁，因此冶煉基地的碼頭建設是一個重要資本支出。

印尼出口出現瓶頸。在2014年印尼禁止紅土鎳礦出口之前，印尼大量出口紅土鎳礦。至2013年，達到頂峰6000多萬噸出口量。而在2014-16年幾乎沒有出口量。2017年放開出口，但是有出口配額和品位限制：品位必須在1.6%以下，目前出口配額達到3500萬噸。2017年的整體出口量也不到500萬噸。

出口配額的起因：冶煉資產投資並不順暢。2014年印尼的禁礦出口政策催生了鎳鐵項目的大規模發展，在2014年之前，整個印尼出口鎳鐵量不到10萬噸，而在2017年，該數值突破100萬噸。按照10%計算，大約是10萬噸的金屬量。顯然，開發的鎳資源與2013年相去甚遠。而在採礦業反對後，政府也做出了一些讓步，即出口配額出現。從本質而言，引入出口配額實則是政府給予礦業企業發展冶煉環節一個緩衝期（當然，如果礦企遲遲不建冶煉資產，那配額也會被剝奪）。而出口配額明確只能低於1.6%品位的礦產可以出口，初衷也是為了保護印尼本土資源。

菲律賓的鎳出口也出現瓶頸。2014-16年印尼“禁礦”期，菲律賓顯然並未停止開礦的腳步，尤其在2013-14年，很快取代印尼成為東南亞第一紅土鎳礦出口國，年出口量超過4000萬噸。但是從最近三年的出口量看，有明顯下降的趨勢，主要原因是礦產品位下降以及菲律賓政府對於環保問題日趨嚴苛。

“禁礦”直接導致兩個後果：庫存下降及中國鎳鐵產能轉移。從中國進口的角度看，約70%的印尼出口鎳礦流向中國。2013年，中國最高港口庫存堆積到2600萬噸，對應超過50萬噸金屬量；而當前港口庫存已經下降至700萬噸水平，而按照平均品位1.6%來計算，就是10萬噸。第二個影響在於全球鎳鐵產能快速地轉移。當前國內月均鎳鐵含鎳產量為3.5萬噸，相較2014年高峰的7萬噸下降一半。而對比2013年最高產能利用率達到70%，當前40%的開工率，我們也認為大部分國內鎳鐵廠無法獲得充裕鎳礦原材料。

全球鎳產量呈現明顯下降的趨勢。除了印尼外，比對淡水河谷（巴西）、俄鎳（俄羅斯）和菲律賓在2013年與2017年的鎳產量，過去5年下降約23%。當然，最直接的理由就是鎳價長達10年底部，導致礦業企業盈利受限。

新觀點：得冶煉者得利潤。從紅土鎳礦到鎳鐵和不銹鋼整條產業鏈中，原料+能源+攤銷折舊是最大的成本支出。而由於印尼禁止礦產出口，導致印尼和中國的紅土鎳礦市場成為兩個割裂市場，印尼的紅土鎳礦供給相對富裕，而國內的礦產資源稀缺。從wind最新報價看，兩地市場的價差接近一倍。低廉的原材料價格利好在印尼的鎳鐵和不銹鋼企業，根據我們的測算模型，如果在印尼有全產業鏈佈局，在當前鎳價下，綜合毛利率可以超過50%，這樣的盈利水平是當地礦業企業無法匹及的。因此，當地的中游冶煉企業在整條產業鏈中處於相對的藍海市場。目前印尼的中資企業大概有56條生產線，其中一半在青山不銹鋼（現有20條線，未來將擴展到26條線）。

風險提示。印尼出口配額政策放寬，下游新能源汽車放量進展緩慢。

石油天然氣：居民用氣價格調整，氣價改革再進一步

國家宣佈調整居民用氣價格。5月25日，國家發改委下發《國家發展改革委關於理順居民用氣門站價格的通知》，宣佈對居民用氣價格進行調整，調整方案自6月10日開始實施。居民用氣由最高門站價格管理改為基準門站價格管理，實現與非居民用氣價格機制銜接。此次最大調整幅度原則上不超過每千立方米350元，剩餘價差一年後適時理順。

理順居民用氣價格，是“放開兩頭”的又一體現。我國氣價改革的整體思想是“管住中間，放開兩頭”，即對管（輸）配（氣）環節實行管控，管配企業在一定管道負荷率下獲得准許收益率，而對於供給端和銷售端實行市場化定價策略。目前，非居民用氣價格基本理順，海上氣、煤層氣等進入交易中心公開交易的天然氣價格已完全由市場形成，上述氣量合計已占國內消費總量的80%以上。此次調整居民用氣，是“放開兩頭”的又一體現，至此供給端已基本實現市場化定價。

居民用氣價格機制調整，促進行業健康發展。長期以來，我國氣價改革的中心是非居民用氣，而居民用氣價格自2010年後一直未作調整。目前居民用氣平均門站價格為1.4元/立方米左右，不僅低於進口氣供應成本，也低於國產氣供應成本，出現了氣價倒掛現象，不利於保障居民用氣供應。最高門站價的限制，使得價格缺乏彈性，不能反映供求變化。此外，居民用氣與非居民用氣價格的價差，使得上游供氣企業與下游燃氣公司爭議不斷，影響市場運行效率，也不利於政府監管。

居民用氣價格與非居民並軌，利好上游供氣企業。此次門站價格理順後，門站環節不再區分居民和非居民用氣價格，平均基準門站價格為1.7元/立方米，意味著居民用氣門站價環節平均上漲了0.3元/立方米左右。2017年我國天然氣消費量2373億方，以20%估算居民用氣量為475億立方米，以0.3元/立方米估算，將為上游供氣企業增加140億左右的收入。

下一步將調整居民用氣終端價格，預計對城燃企業盈利影響有限。當前我國居民用氣終端價格執行階梯定價，主要分為三檔價格，由地方價格主管部門確定。此次居民門站價上浮調整後，地方將綜合考慮居民承受能力、燃氣企業經營狀況等因素，自主決策具體調整幅度、調整時間。預計居民用氣終端價格會根據居民用氣門站價實際漲幅進行調整，對城市燃氣企業盈利能力影響有限。

價格調整不會影響煤改氣進程，也有利於保障冬季居民用氣。此次居民用氣價格上漲最終傳導至居民端，以每戶每月20立方米燃氣消費量、用氣價格上漲0.3元/立方米估算，每戶每月僅增加6元支出，而北方地區農村“煤改氣”家庭，給予補貼後負擔基本不增加，因此居民用氣價格的上漲，不會影響到煤改氣進程。此外，居民用氣與非居民用氣的並軌，也使得供氣企業在需求高峰時更有動力保障民生用氣，確保冬季居民基礎生活用氣需求。

投資建議：我們認為此次居民用氣價格機制調整，有利於上游供氣企業提高盈利能力，在居民用氣終端價格調整後，對城燃企業的盈利能力影響有限，建議關注中國石油、中國石化等上游供給企業，以及擁有海外氣源和進口能力的新奧股份、中天能源等。

風險提示：天然氣供給不及預期，天然氣需求不及預期等。

交通運輸：航運巨頭一致提價應對高油價 運價得到有力支撐

2018年以來世界油價快速水平上漲，為集運公司帶來較大的燃油成本壓力，近期馬士基、地中海航運、達飛等航運巨頭已紛紛宣佈提升運費價格，或徵收燃油附加費來覆蓋快速上漲的原油成本。我們認為此輪油價上漲一定程度上利好集運業，主要原因有以下：1. 處於高水平的油價將抑制船東的提升航速，在經濟航速之上，船舶耗油量和航速增量呈非線性關係，高位油價將有效抑制船東提速衝動，從而保證了市場供給的穩定性；2. 油價上漲有利於航運龍頭企業。大型航企大船比例較高，在油價上升時單箱成本優勢更為凸顯；3. 未來兩年需求增速持續大於供給增速的格局有利於船公司將燃油成本轉嫁給貨主。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

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，閣下于作出投資前，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于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、董事及僱員將不時于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。