

宏觀

資產價格和經濟數據，到底該信誰？

(1) 海外市場，資產價格反映經濟變化。理論上，經濟向好時股市上漲、債市下跌，反之則相反。今年以來美國股漲債跌，美國經濟也是繼續向好，不僅PMI指數位於歷史高位，其新增就業也創出3年新高、失業率降至歷史低位。而歐洲和日本股市下跌、債市上漲，源於經濟下滑，日本一季度經濟出現負增長，歐洲一季度經濟減速，歐日PMI都降至年內低點。

(2) 中國：股跌債漲，經濟平穩。從資本市場表現來看，今年以來A股表現不佳。但從經濟數據表現來看，1季度中國GDP同比增長6.8%，與去年4季度持平。而4月份工業增加值增速從1季度的6.8%升至7%，5月份中國官方製造業PMI為51.9，創下8個月新高，都顯示2季度經濟依然穩中向好。海外中國資產：港股、中概股上漲。而同樣是中國資產，今年以來港股整體上漲，恒生指數和恒生國企指數分別上漲2.7%和4.7%。另外在美國市場上，霍特中概股指數今年以來的漲幅超過7%。

(3) 短期經濟確實不差，長期增長存在隱憂。中國短期經濟數據並不差，2季度以來確實有所回升。4月份工業企業利潤增速為21.9%，遠高於3月份的3.1%和1季度的11.6%，4月份工業企業收入累計增速也從9.7%升至10.6%，這些都說明4月份以來的企業收入和利潤增速有所改善。但是目前中國經濟最大的隱憂是沒錢了、是社會融資增速的持續下滑！社融增速是中國經濟最重要的領先指標，目前經濟的短期企穩仍有過去一年社融高增的貢獻，但是隨著當前社融增速的持續大幅下滑，下半年中國經濟的下行風險依然不可忽視。

(4) 估值水平存在差異。我們認為，導致國內和海外投資者觀點差異的原因或在於各自市場的估值水平不一樣，導致一個更關注短期經濟改善，而另一個更關注長期經濟下滑。新舊經濟分化巨大。而另一個解釋國內和海外投資者觀點差異的原因或在於市場的結構不一樣，一個是以中國新經濟為主，另一個是以中國舊經濟為主。

策略

為何內外資對A股分歧加大？

①外資用望遠鏡看全球，在做選擇題，發現A股估值和業績性價比較高，內資用放大鏡看中國股市，在答是非題，看到一些不利的因素。②A股的PE、PB均已回到上證綜指2638點時水平，預計18年淨利潤同比13.5%、ROE為11%，短期市場受制於中美貿易摩擦反復和國內信用違約事件不斷。③過去兩年

大震盪格局不變，估值已回到區間底部，盈利增長支撐中期趨勢，短期需要消化利空因素，業績為王，如消費、醫藥、科技。

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。

固定收益

債市有近憂、無遠慮！

(1) 債市有近憂。從短期來看，我們認為對債市不利的因素在增加，體現在三個方面：一是經濟基本面改善。進入4月份以來，經濟和工業品價格出現了明顯的改善，5月份的發電、粗鋼產量增速繼續回升，這些其實都對債市不利。二是避險情緒有望改善。在美國拋出對中國500億美元出口商品加稅之後，中國沒有釋放刺激貿易戰升級的信號，繼續降低汽車和消費品的進口關稅；而在信用違約方面，央行及時宣佈把AA級公司債納入MLF擔保品範圍，有望改善中低等級公司債的流動性和發行量，降低市場對出現系統性風險的擔憂。三是美國加息在即，貨幣利率見底。美聯儲即將在6月12-13號舉行新一輪議息會議，目前市場預期美聯儲此次加息的概率接近100%，年內還有1到2次加息。而按照過去的經驗，中國央行通常會跟隨美聯儲加息上調5bp的公開市場操作利率。

(2) 債市無遠慮。展望18年下半年，我們認為債市長期依舊看好，主要也有三大理由：一是經濟領先指標下行。社會融資增速、房地產銷量增速分別是金融和經濟層面中國經濟最重要的兩大領先指標，目前社融增速已經出現大幅回落、而且還在回落趨勢當中，而地產銷量增速也已轉負，這都意味著當前的地產投資、工業高增不可持續。二是信用利差趨升。央行將AA級公司債納入MLF擔保品，這一次央行操作不同于歐美的QE，因為歐美是央行直接購買企業債或MBS，所以可以壓縮信用利差，而中國央行並沒有購買企業債，只是給銀行購買企業債提供了流動性支持，而銀行在規模收縮資本受限的背景下，未必有意願增加低等級公司債的投資。三是中美利率脫鉤。從長期來看，中美都是大國經濟，中美的利率必然走向脫鉤。比如歐洲和日本今年以來的利率就是下行的，與美國加息無關。所以我們判斷美國加息對中國債市有短期影響，但不會影響中國利率的長期走勢。

風險提示：基本面變化、貨幣政策不達預期、資金面大幅波動。

金融工程

寬幅震盪行情下，做多性價比再次突顯

上周（5月28日至6月1日）市場回顧。上周市場繼續回調。我們在四月底判斷市場處於底部，將進入反彈窗口。各大指數迎來周線三連陽，臨近3月23日的向下缺口和4月12日的前期高點。我們在五月下旬判斷市場臨近壓力位，短期或有波動，而信用違約事件頻發也將對股市造成衝擊，大盤如期回調，並在5月30日創下年內新低。目前趨勢模型顯示市場由下跌市進入震盪市，指數處於20日均線之下。根據海通宏觀動量模型，六月信號為中性，市場大概率在3000-3300之間寬幅震盪，目前靠近區間下軌，做多性價比較高。事件驅動方面，中美第三輪貿易磋商開展，兩市成交額再次下降，與5月

4日、5月17日情形相仿，下週一談判結束後的放量反彈值得期待。此外，5月PMI超預期、央行擴大MLF擔保品範圍等利好事件也將提振投資者信心。

寬幅震盪行情下，做多性價比再次凸顯。從趨勢模型上看，市場處於震盪市，指數處於20日均線之下。從量化指標上看，當前市場的流動性低於過去一年平均水平0.90倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先升後降，週五為0.83，高於前一周（0.74），體現出投資者對上證50ETF短期走勢相對謹慎。漲停板封板率全周均值為57%，賺錢效應低於前一周（62%）。日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在六月的上漲概率分別為54%、46%、46%和43%，漲幅均值分別為-3.24%、-2.95%、-4.71%和-1.91%，漲幅中位數分別為0.45%、-0.49%、-0.67%和-0.05%。宏觀動量上，根據五月底的最新數據，六月信號為中性，其中經濟增長和國際貿易指標發出做多信號，而通貨膨脹和風險情緒指標發出做空信號。事件驅動上，1. 美國商務部長羅斯於6月2日至4日率團訪華。從過去兩次談判前後市場的表現來看，談判之前市場以震盪調整為主，伴隨著成交量的下降，而談判臨近結束市場迎來放量上漲。上周兩市成交額由週三的4373億下降至週五的3752億，接近5月4日的3603億和5月17日的3569億。隨著談判的結束，不確定性將逐步降低，下周周初有望迎來加倉良機。2. 5月31日，國家統計局公佈5月PMI數據，製造業PMI為51.9，高於前值與預期51.4，顯示出經濟發展穩中有升。3. 中國人民銀行6月1日宣佈，決定適當擴大中期借貸便利（MLF）擔保品範圍。新納入中期借貸便利擔保品範圍的有：不低於AA級的小微企業、綠色和“三農”金融債券，AA+、AA級公司信用類債券（優先接受涉及小微企業、綠色經濟的債券），優質的小微企業貸款和綠色貸款。此舉有助於緩解近期信用債市場的壓力，穩定投資者信心，釋放出積極信號。4. 美股上周先抑後揚，三大指數周漲跌幅分別為-0.48%、0.49%和1.62%。5. 證監會6月1日核發2家IPO批文，籌資總金額不超過20億元，低於前一周的2家27億元。6. 上周流動性相對寬鬆，上交所七天回購利率下行61BP。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

行業研究

交通運輸：國內燃油附加費徵收機制及影響探討

國內線燃油附加費起征點為航空煤油綜合採購成本5000元/噸，2018年6月1日公佈的航空煤油出廠價已達5394元/噸，已達徵收標準。根據我們的測算，800公里以上的航線和800公里以下的航線均應收10元/人燃油附加費。則按照5394元/噸燃油成本計算，中國國航、春秋航空、吉祥航空分別能覆蓋5000元/噸以上的新增燃油成本的53%、73.6%、65.7%。投資組合推薦。中遠海控、白雲機場、中國國航、上海機場、外運發展、韻達股份。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

家用電器與器具：如何看第三方數據與企業真實收入差異？以白電為例

產業在線和中怡康數據監測口徑不一致。目前第三方數據主要有產業在線及中怡康數據，產業在線統計的是企業出貨端數據，而中怡康更多統計的是一二線城市的KA終端銷售數據。第三方數據和企

業真實收入差異如何。通過對兩種數據和公司實際財報收入的分析，我們得出以下結論：1) 相比于中怡康數據，產業在線內銷增速數據與企業財報收入增速更具有相關性，但是產業在線的增速和公司財報收入增速並不完全一致。2) 具體分品類來講，空調和第三方數據相關性較大，而冰洗和產業在線數據的相關性弱於空調，冰洗和中怡康數據幾乎沒有相關性。研究啟示：客觀看待第三方數據，不可不用，不可全用。1) 看累計數據：單月的數據並不能代表整體行業的情況，而累計數據才能反映公司更真實的情況。2) 看整體趨勢：對於空調品類，如果第三方數據連續多個月份出現異常，則需要警惕行業景氣度變化。對於冰洗品類，即便中怡康終端需求發生小幅下滑也無需過度擔憂，可同時參考產業在線數據推測行業變化情況。3) 可能增速和份額都不夠準確，但是均價相對真實，包括同品牌均價變化，及不同品牌價差變化。

風險提示。終端銷售不達預期，原材料價格波動。

銀行：引導市場預期，非貨幣放鬆——MLF 押品擴容點評

6月1日，央行擴大MLF合格押品範圍，新納入了不低於AA的小微/綠色/三農債，AA+/AA級信用債，優質的小微/綠色貸款。我們認為不具有貨幣寬鬆意義。雖然理論上，部分中小銀行可能會存在質押券不足的潛在問題。不過二季度降准後銀行已償還9000億元MLF，同時也應有同等規模質押券解質押。可合理推測：質押券問題並非迫在眉睫，不是央行投放貨幣的主要約束。因而我們認為這一政策沒有貨幣寬鬆的含義。引導市場理性看待信用債。受債券市場低等級債券違約影響，信用債流動性風險向中等級擴散。央行調整押品範圍有利於市場理性看待AA+以下信用債，避免誤傷其中較為優質的企業。銀行配信用債動力仍弱。自2012年信用利差持續收窄以來，銀行表內購信用債占所有信用債比例從11年末47.84%，下降到18年3月末18.65%，即使AA信用債與利率債享受同樣的質押條件，銀行配債動力也不強。

風險提示：企業償債能力下降，資產質量大幅惡化；金融監管政策出現重大變化。

銀行：約束過度融資，從銀行端去企業杠杆——聯合授信管理辦法點評

6月1日，為抑制多頭融資、過度融資行為，有效防控重大信用風險，中國銀行保險監督管理委員會印發《銀行業金融機構聯合授信管理辦法（試行）》（以下簡稱《辦法》），並部署開展試點工作。辦法的核心精神是落實中央降企業杠杆的要求。銀行信貸投放具有順週期特性，並且由於更青睞資質優秀的企業而過度授信。過度授信可能會導致企業非理性擴張，易發生資金流斷裂，從而引發信用風險。辦法從總量角度約束了銀行對單一企業的授信，讓企業回歸合理負債水平。並且成立聯合授信委員會也可以消除各家銀行對企業的信息不對稱，讓銀行基於企業真實情況提供融資。

不僅企業的融資受到約束，辦法同樣也約束了聯合授信的銀行。聯合授信機制的主要運作管理框架有成員銀行協議、銀企協議、聯席會議決議。企業進入風險預警狀態後成員銀行需召開聯席會議研究應對方案。不僅聯席會議對銀行有約束力，對於違反辦法的銀行監管部門也會採取監管措施。增加聯合授信的銀行間的溝通讓各家銀行對企業的融資態度步調一致，不會因為單家銀行獨自行動而加大其他銀行信用風險。因此有助於減少信用風險的進一步擴散。

試點覆蓋各地區重點企業。辦法規定：對於在3家以上銀行業金融機構有融資餘額，且合計50億元以上的企業，銀行必須建立聯合授信機制；對於融資餘額合計20-50億元企業，銀行自願建立聯合授信機制。前期試點則是各銀監局遵循差異化原則，原則上選擇不低於10家企業，性質、行業、規模具有較強代表性，在6月末前上報。對於當前存量超過聯合授信額度的企業，辦法給予不超過3年的達標過渡期。

風險提示：企業償債能力下降，資產質量大幅惡化；金融監管政策出現重大變化。

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。