

宏觀

近憂與遠慮——意大利能走出困境嗎？

動盪政局暫告落定。3月意大利大選中右翼勢力勝出，但由於沒有任何一黨獲得足夠多的票數，意大利出現“懸浮議會”。經過2個月的僵持，極右翼的五星運動和北方聯盟決定聯合組閣。然而組閣過程一波三折，兩黨提名“反歐元”的Savona任財長遭總統否決，被提名總理的Conte放棄組閣，意大利一度面臨重新大選。直到5月31日Conte再度接受任命為總理，兩黨重新遞交組閣名單，此番風波才算平息。伴隨著政局的動盪，金融市場也受到了劇烈的擾動，意德10年國債利差半個月內飆升了140BP。

經濟問題根深蒂固。市場劇烈波動的背後其實隱含著對意大利經濟乃至整個歐元區的擔憂。一是規模龐大的主權債問題。17年末意大利主權債務率高達132%，遠高於歐元區的總體水平，在PIIGS五國中僅次於希臘。而意大利經濟體量在歐元區內排名第三，潛在風險遠高於希臘。二是意大利銀行業的不良貸款問題。意大利銀行業的不良貸款規模約占整個歐元區不良貸款的1/3以上，雖然近兩年隨著經濟改善，不良貸款率略有回落，但依然高達17%，同樣僅次於希臘。得益於14年起意大利經濟復蘇，其主權債務和銀行業的危機近兩年有所緩解，但與其他國家相比意大利復蘇較為緩慢。17年意大利GDP實際同比僅1.5%，遠低於歐元區的整體增速2.3%。今年以來歐元區經濟增長動能減弱，意大利的增長前景也更具不確定性，這也意味著債務和銀行業的考驗仍將繼續。

政治更迭民粹上臺。內在矛盾，引發疑歐情緒。首先，加入歐元區後意大利沒有獨立的貨幣政策，因而經濟狀況惡化時無法通過主動調整貨幣政策刺激經濟。其次，歐盟以財政緊縮框架解決歐債問題，又壓縮了意大利的財政刺激空間，並影響居民福利，引起民意反彈。此外，歐央行對銀行業的救助措施與意大利國內情況衝突，導致救助方案兩難。最後，12年以來意大利湧入大量難民，境內難民數量占歐元區的10%以上，社會治安惡化，也進一步增加了與歐盟的矛盾。改革未竟，民粹勢力崛起。意大利前總理曾嘗試推行結構性改革，但改革觸及到削減福利、提高立法效率等問題，阻力重重，終以失利收場。而同時反建制的民粹主義卻高歌猛進。今年3月大選後，極右翼的五星運動和北方聯盟在意大利議會的席位占比已超過50%。

長期擔憂難言消除。對於意大利，雖然組閣完成、反歐元的財長任命也沒有通過，緩解了市場的擔憂，但從五星運動和北方聯盟的主張看，未來依然蘊含著不確定性。兩黨聯合內閣執政計劃的內容包括保證最低收入、政府支出提振增長、取消退休金改革等，均指向意大利的財政負擔進一步上升。未來樂觀的情形是經濟回升帶動政府收支改善，緩解債務壓力，而如果經濟復蘇有限，那麼意大利的債務問題將惡化。而對於歐元區，意大利的政局變化也帶來了考驗。一是經濟的復蘇和貨幣政策的變化。意大利政局一方面給今年復蘇動能已經回落的歐元區更加增添了不確定性，另一方面也會使得歐央行在貨幣政策正常化的過程中更加謹慎，過早收緊對於意大利等歐元區內經濟偏弱、債務

負擔又較重的國家是不利的。二是民粹主義勢力抬頭。意大利的大選可以視作是民粹主義的一次勝利。五星運動和北方聯盟的黨首將分別擔任意大利經濟發展部長兼副總理、以及內政部長兼副總理，未來在處理財政赤字、政府債務以及移民等問題上，意大利與歐盟的討價還價可能越來越多。未來歐元區或許需要在政策上做出一些調整和變革，與意大利政府形成良性對話，否則“退歐”議題被重新拾起，將衝擊歐元區的完整性。

那些年，美元升值“戳中”的危機！

在過去兩個多月的時間裡，美元指數從88.6的低位回升至當前94。從歷史情況來看，美元升值往往都會給其它經濟體貨幣帶來較大的貶值壓力，對匯率缺乏彈性的新興經濟體的流動性和貨幣政策構成衝擊。

80年代初：拉美債務危機。1979年保羅沃爾克就任美聯儲主席，將聯邦基金利率從10%以下提升到20%以上。美元指數持續上漲，流入其他國家的資金迅速回流美國。再加上拉美國家國際收支惡化，脆弱的基本面使得他們面臨的問題更為嚴重。隨著投資者對拉美國家經濟基本面擔憂加劇，資金加快湧出，拉美債務危機爆發。80年代末：日本房地產“泡沫”。美國貨幣政策在1986年後逐步收緊，導致美元指數持續走強。為了防止出現資本外逃和貨幣貶值壓力，同時出於遏制房價和股市過快上漲的考慮，日本也在1989年開始加息。貨幣政策的突然轉向最終導致日本房地產和股市價格快速崩盤，陷入了債務通縮陷阱。90年代：亞洲金融危機。1994年美國貨幣政策突然轉向，在一年之內目標利率從3%增加到6%，資金大量回流美國推動美元走高。國際收支不斷惡化導致亞洲各國的固定匯率制度飽受質疑，泰國、菲律賓、印尼、馬來西亞等國貨幣相繼成為國際炒家攻擊的重點，在外匯儲備大量消耗以後，各國最終只能放棄固定匯率。再加上外債過高，最終爆發了大範圍的金融、債務危機。

我們判斷，今年美元指數整體或將走高，但由於美國經濟也處於復蘇的後期，美元走高的幅度或相對有限。但是歷史經驗已經一次次證明，美元升值帶來的影響、尤其是給新興經濟體造成的衝擊，還是不容忽視的。

策略

5 月減持額和6 月解禁額均上升

18年5月產業資本二級市場淨減持69.2億，16年以來月均淨減持31.0億。截止2018年5月31日，從絕對規模看，18年5月產業資本在二級市場淨減持69.2億元，而18年4月淨減持30.2億元，2016年以來產業資本月均淨減持31.0億元。從相對規模看，18年4月產業資本淨增持額/解禁市值為-2.20%，2016年以來均值為-1.69%，淨增持額/成交金額為-0.04%，2016年以來均值為-0.08%，淨增持額/自由流通市值為-0.03%，2016年以來均值為-0.02%。從板塊看，產業資本在主板淨增持6.9億元，中小板淨減持25.2億元，創業板淨減持50.9億元，淨增持額/解禁市值分別為0.33%、-5.24%、-8.57%，可見創業板減持力度最大。

18年6月A股解禁市值約為4103億元，較18年5月增加。按照2018/5/31的股價估算，18年5月A股解禁市值約為3148億元，高於18年5月的3148億元，18年月均解禁3111億元，17年月均2169億元。18年6月解禁市值/自由流通A股市值為1.90%，2016年以來該比值均值為1.10%，18年6月解禁市值/成交金額為4.61%，2016年以來該比值均值為2.33%，18年6月解禁相對規模高於2016年以來平均水平。從板塊看，18年6月主板、中小板、創業板解禁金額分別為2711.00、860.89、530.76億元，解禁金額/自由流通A股市值分別為1.78%、2.12%、2.33%，解禁金額/成交金額分別為5.44%、4.02%、3.00%。18年6月電力及公用事業、非銀行金融、醫藥等行業解禁壓力大。按照2018/5/31的股價估算，18年6月電力及公用事業、非銀行金融、醫藥行業解禁壓力最大，解禁額分別為732、569、456億元，解禁市值/自由流通市值分別為8.54%、3.36%、2.42%，從個股來看，6月中國核電、國泰君安解禁規模最大，解禁金額分別為687、464億元，解禁市值/流通市值分別為72.8%、31.9%。

6月並購重組熱點。國際醫學：國際醫學出售開元商業100%股權。華鼎股份：華鼎股份定增收購通拓科技100%股權。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

行業收益

食品：乳品行業5月月報：國內奶價季節性回落，國際奶粉價格繼續上漲

國內原奶價格回落，國際奶粉價格繼續上漲。近期國內原奶均價延續回落趨勢，5月16日主產區生鮮乳報價為3.41元/kg，環比下降0.6%。5月生鮮乳均價為3.42元/kg，環比降0.8%。國際奶粉價格普遍延續上漲勢頭，荷斯坦、IFCN、GDT等數據來源顯示，最新一期價格分別為：5月，美國脫脂奶粉平均價格為1806美元/噸，環比上漲11.6%。5月11日-5月25日，大洋洲脫脂奶粉平均價2087.5美元/噸，環比上漲2.5%，全脂奶粉平均價格3275美元/噸，環比上漲0.4%；同期，歐盟脫脂奶粉平均價1762.5美元/噸，環比上漲1.4%，全脂奶粉平均價3325美元/噸，環比上漲0.4%。5月15日，恒天然全脂奶粉拍賣均價3226美元/噸，同比下降2.6%，環比下降0.2%。

國內原奶產量同比增加，乳品進口保持較快增長。國內原奶產量方面，據農業部數據，1-4月，生鮮乳產量指數同比增長0.4%。進口方面，1-3月我國工業奶粉共進口29.8萬噸，同比增長10.2%；嬰幼兒配方奶粉進口6.2萬噸，同比增16.5%；液態奶進口16.5萬噸，同比增長29.3%。1-2月全球主要乳製品出口國共出口奶粉72.7萬噸，同比增長7.1%。飼料原料價格方面，4月國內玉米價格環比上漲0.6%，同期，豆粕價格環比上漲2.1%；1-3月苜蓿草進口量同比增長4%，同期，燕麥乾草進口量同比下降5.8%。

乳品產銷量同比較快增長，產品價格環比略有回落。1-4月國內乳製品累計產量為841.6萬噸，同比增長8.2%。5月18日酸奶最新零售價14.34元/kg，同比增1.2%，環比下降0.2%；牛奶11.51元/kg，同比增0.6%，環比降0.2%。1Q18行業內8家上市公司共實現收入278.3億元/+15.4%；歸母淨利潤23億元/+16.4%。

投資建議：短期原奶價格預計仍將季節性下降，賽事營銷使費用前置，並非競爭加劇。我們判斷2018年乳品行業仍有望保持較為景氣的市場需求；中長期看，未來集中度提升、產品結構升級以及產品創新成為行業內品牌龍頭企業收入持續增長的主要驅動力。據歐睿數據，乳製品行業兩大龍頭（伊利、蒙牛）市占率從2012年的34.9%提升至2017年的43.8%，未來有望進一步提升至50%以上。短期來看，由於國內進入原奶生產旺季，我們預計奶價在三季度前將繼續呈現季節性下降；但以全年視角來看，結合國內外供需、國內環保因素等綜合分析，我們仍判斷2018年奶價有望溫和回升，幅度預計在5%以內。國內原奶供需基本平衡、奶價進入上升週期以及行業復蘇收入加速增長的背景下，我們判斷行業競爭大趨勢有望逐步放緩，但短期由於雙寡頭因賽事營銷使費用前置，導致短期費用率下降趨勢受阻。我們認為需求向好環境下，共享增量比拼搶存量更合邏輯，行業競爭趨勢有待持續跟蹤。關注伊利股份、蒙牛乳業、光明乳業。

風險提示。行業競爭未能如期放緩，食品安全問題，原奶價格大幅波動。

傳媒：六月關注中報行情及世界盃主題

之前文化傳媒板塊內教育、體育板塊走勢較好，源於1、消費升級背景下的板塊性效應；2、海外教育股大漲；3、近期大型賽事集中上演的主題性機會。我們認為體育的主題性機會仍將持續。另一方面，進入半年末，雖然近期流動性緊張是困擾創業板的一大因素，但此時也恰好是尋找低估值高增長個股的好時機。所以我們兩維度推薦公司，建議關注低估值高增長：捷成股份、完美世界、光線傳媒、分眾傳媒；教育、體育建議關注：百洋股份、立思辰、當代明誠、三夫戶外、威創股份。

風險提示。減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

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。

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、董事及雇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。