

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。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。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。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，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。

策略

海外擾動下港股短期震盪

核心結論：①4月以來中美貿易摩擦升級，港股美股相對歐洲日本股市走弱。5月意大利政局動盪海外股市整體較弱，港股整體震盪。②5月意大利聯合組閣失敗總理辭職，政局動盪，6月美國大概率加息，海外因素仍在影響港股，港股短期可能繼續震盪格局。③港股17年年報淨利潤同比29.8%，18年一季報23.1%，PE（TTM）12.5倍，港股中期向上格局不變，科技、地產盈利估值匹配度較好。4月以來美股港股與歐洲日本股市走勢分化，5月受意大利政局動盪影響海外股市整體較弱。4月以來歐洲日本股市整體較強，與美股港股走勢分化，走勢分化的重要誘因是中美貿易摩擦。5月份美股整體上漲，截至5月31日納斯達克指數全球領漲5.32%、標普500上漲2.16%、道瓊斯工業指數上漲1.05%，其他主要市場中，富時100上漲2.25%，上證綜指上漲0.43%，德國DAX下跌0.06%，恆生指數下跌1.10%，日經225下跌1.18%，法國CAC40下跌2.21%，韓國綜合指數下跌3.67%。港股方面5月恆生指數整體下跌1.10%，從行業層面來看，消費品製造業和軟件服務業月漲幅較大，分別為7.05和6.37%，其他上漲的行業還有工業、能源業、公共事業和資訊科技業，漲幅分別為4.08%、3.51%、3.11%、2.94%，此外有5類行業下跌，其中電訊業月跌幅為行業內最大，達到6.38%，地產建築業、原材料業、綜合業和金融業月跌幅為1.44%、1.57%、2.82%和3.20%。

5月美聯儲會議紀要偏鴿派加速加息預期降溫，加息對港股影響有限。本次美聯儲會議紀要偏鴿派，其暗示適度超出2%的通脹水平在美聯儲接受範圍內。加息預期均有所降溫，Fedwatch數據顯示加息預期整體下降，年內加息4次概率不大。回顧1982年以來的五輪加息週期以及正在進行的新一輪加息，期間恆生指數上漲4次，下跌2次。從歷史經驗上看，只要加息週期內新興市場不爆發大規模金融危機，同時沒有出現快節奏的加息，則美聯儲加息對新興市場並不一定產生負面衝擊。回顧歷史，目前港股震盪行情和2005.01-2005.07牛市震盪期相似，兩次均為市場走牛2年左右的首次震盪調整，同時處於美聯儲加息週期，估值水平接近，美元指數、10年期美國國債利率上行，期間港股業績表現靚麗。對比看，此次震盪階段持續近80個交易日，與05年相比仍然較短，調整期後續港股較大可能將繼續上漲。但仍須警惕意大利政局形勢搖擺提升國際風險，以及中美貿易摩擦升級的進一步影響。

科技類歸母淨年報利潤同比增長71.30%，表現優異。科技、地產行業的整體增速較高，淨利潤同比增長71.30%、56.97%，對應PE（TTM）35.07倍、7.49倍，盈利和估值匹配度較好。2017年年報資訊科技業、地產建築業ROE/當年PB（LF）分別為11.73%/6.27倍、12.25%/0.92倍。綜合資金偏好、盈利估值匹配度，科技、地產行業盈利估值匹配度較好。

風險提示：警惕美聯儲加息節奏加快和中國經濟增速疲軟導致港股增速回落。

行業收益

食品：關注一線龍頭估值修復機會

近期二三線食品飲料龍頭補漲明顯，目前PE多數接近或創歷史高位，反觀一線龍頭我們認為增速確定、估值低位、流動性好，強烈推薦！高端白酒18年動態PE僅20-28倍，19年15-22倍；伊利、雙匯18年PE19-25倍，19年17-20倍；啤酒行業正在經歷歷史性大拐點，我們認為未來三年利潤彈性食品飲料中最大，可積極關注。推薦貴州茅臺、五糧液、瀘州老窖、洋河股份；伊利股份、雙匯發展；青島啤酒。關注燕京啤酒。

風險提示：經濟增速放緩，原材料成本上升，食品安全問題。

鋼鐵：鋼鐵下游真實需求仍需進一步觀察

市場行情：上周鋼鐵指數下跌1.92%。上周鋼鐵指數相對上證、深成、滬深300指數的收益分別為0.19、0.75、-0.71個百分點。上周主要上市鋼企中華菱鋼鐵、柳鋼股份、韶鋼松山上漲，周漲幅分別為7.28%、6.84%、5.51%。

鋼材價格：上周Myspic鋼價指數上漲1.60%。其中Myspic長材和板材指數漲跌幅為1.93%、1.21%。

成本價格：上周鐵礦石價格與冶金焦價格均上漲。MyIpic礦價指數上漲0.14%，其中進口礦和國產礦價指數周漲跌幅分別為0.00%和0.00%。普氏62%鐵礦石指數為64.70美元/噸，周漲跌幅1.49%。鐵礦石期貨主力收盤460.0元/噸，周漲跌幅1.21%。唐山二級冶金焦價格上漲，焦煤、焦炭期貨主力周漲跌幅分別為6.59%、5.15%。唐山廢鋼價格跌2.27%。海運費指數BDI下跌6.20%。

盈利水平：上周螺紋毛利上漲，鋼企盈利面環比持平。6月1日，螺紋鋼、熱卷、冷卷、中板用澳礦模擬的噸鋼毛利分別為945、1106、587、1193元/噸，周同比分別變化10、2、-7、-16元/噸。上周全國163家樣本鋼廠盈利鋼廠占比84.66%，周環比持平，月同比持平。

供給情況：上周全國高爐開工率環比小幅下降。上周全國163家樣本鋼廠高爐開工率為71.82%，周環比降0.14pct.，月同比升2.90pct.。5月中旬全國重點鋼企粗鋼日均產量200.26萬噸/天，環比變化3.05%，月同比變化4.78%。

庫存水平：全國主要城市鋼材社會庫存降5.11%。5月中旬重點鋼企鋼材庫存1392萬噸，環比變化2.29%，月同比變化-4.62%。上周全國主要城市五種主要鋼材社會庫存合計1075萬噸，周環比變化-5.11%，月同比變化-14.43%。其中長材和板材社會庫存分別為686萬噸和389萬噸，周環比分別變化-7.12%和-1.34%。上周港口鐵礦石庫存1.60億噸，周環比0.95%，月同比變化0.15%。

投資建議：鋼鐵下游真實需求仍需進一步觀察。庫存仍在快速下降，鋼材盈利波動不大。過去10天，螺紋期貨價格反彈約200元/噸，螺紋現貨價格基本持平，螺紋現貨毛利則有輕微下降，我們認為這主要是由於焦炭價格上漲侵蝕鋼鐵盈利。2018年由於過年晚等因素影響，下游行業開工工期延期，導致下游需求旺季可能延後。我們提示當淡季來臨之後，才是看清下游真實需求的時刻。目前鋼價仍在高位，我們認為仍有向下空間。

風險提示：行業波動性仍存；對外貿易不確定性風險。

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。