

固定收益

貨基監管趨嚴，哪裡會是替代？

貨幣基金：監管漸嚴格，告別高增長。

近一年貨基監管增強：17年8月，流動性風險新規對攤余成本法貨基的監管直接限制貨基規模擴張，而資產配置流動性要求的提高影響貨基收益率，間接影響貨基的吸引力；17年末18年初，監管不鼓勵貨基沖規模、停止貨基排名；18年4月，大額風險暴露管理辦法使銀行投資貨基規模受制於一級淨資本；資管新規規定成本法僅限於封閉式產品，開放式類貨幣基金理財或將不能採用攤余成本法；18年6月，貨基“T+0”新規設置提現金額上限，嚴格規範墊支模式。國內規模最大的貨幣基金“餘額寶”在近一年來也進行了多次調整，如限量申購、限額提款、引入多隻貨幣基金等。

受嚴監管政策影響，貨基增速趨緩，發行趨於停滯。18年以來貨基規模同比增速逐月下滑，而其中個人持有份額持續穩定增長，17年底占比57%，規模為3.89萬億份。17年12月以來再無新成立的貨幣基金，貨基發行暫停。

淨值化轉型是未來趨勢。監管限制攤余成本法貨基規模，鼓勵淨值法計量，意味著未來貨基可能轉向市值法計量。目前已有易方達等9只市值法貨基上報，但市值法貨基份額淨值的不穩定性會導致收益波動增加，這能否被國內市場接受尚待檢驗。

替代品有哪些？居民財富流向何方？

短期理財基金，15年至今規模穩步增加，且近一年增速加快，截至18年6月，總規模約7112億元，較年初增加88%，從持有者結構來看，17年末機構投資者占比高達89%，個人投資者占比僅11%，或同樣面臨監管加嚴趨勢，可能規模只減不增，不符合要求的需改為淨值型產品。結構性存款，18年以來快速增加，截至18年5月，全國性銀行結構性存款共9.26萬億元，同比大幅增加54%。其中個人結構性存款3.93萬億元，占比42%，同比大幅增加79%；單位結構性存款5.33萬億元，占比58%，同比大幅增加39%。目前國內尚缺乏專門針對結構性存款的監管政策，未來相關監管政策或將逐步出臺。銀行現金類理財，一般起投金額不低於5萬元，且未受到貨幣基金“T+0”新規約束，具有更高的流動性，是理財金額較大的個人投資者會考慮的貨基替代品。

對於居民而言，結構性存款與銀行現金類理財或是主要分流產品。對於機構而言，貨幣基金的優勢在於免稅、收益穩定、流動性好；對於居民而言，優勢在於風險小、收益遠高於存款、可T+0贖回與良好的用戶體驗。目前各類監管約束下，貨幣基金收益率趨降，規模增速趨降。而從替代品來看，短期理財基金體量相對較小且主要是機構持有。因此，對於居民而言，結構性存款與銀行現金類理

財或是貨基的主要分流產品，但在資管新規淨值化與打破剛兌的指導思想下，未來不排除同樣面臨監管約束。

貨基規模放緩，是否帶動存款回表？我們認為還有待觀察。雖然結構性存款在今年以來快速增長，帶動部分存款通過結構性存款回表，但是一般的低成本存款增長乏力。18年5月全國性銀行結構性存款同比增長54%，但扣除結構性存款的個人和單位存款增速已經降至5.2%。根本原因還是在於我國利率的雙軌制問題，貨幣市場利率遠高於存款基準利率，存款搬家趨勢延續。但18年二季度，易綱行長和央行貨幣政策執行報告均討論了未來要推動利率“兩軌”逐步合“一軌”。因此長期來看，隨著利率市場化的推進，只有銀行存款利率與市場化利率的利差收窄，才能促進存款回表，緩解銀行吸存壓力。

宏觀

6月外儲微增，貨幣中性偏松

①6月外儲微增。央行公佈6月外匯儲備餘額為31121.3億美元，較5月微增15.1億美元。

②估值效應較弱。6月歐元、英鎊和日元相對美元分別貶值0.1%、0.6%和1.7%，非美元貨幣儲備資產價值小幅下降。6月主要國家國債收益率變化不大，美、英、歐10年期國債收益率分別上行2BP、6BP和下行2BP，日本10年期國債收益率穩定。估值效應對外儲餘額影響較弱。

③匯率貶值預期減緩。6月美元指數小幅上升0.6%，但經濟增速下行擔憂和貿易戰升溫觸發6月人民幣匯率急跌，人民幣對美元貶值3.4%。4-5月美元指數上行，人民幣匯率穩定且一度偏強，而6月以來人民幣的急跌釋放了一定貶值壓力。近期美元指數在94-95左右震盪，人民幣貶值預期也有所緩解。

④貨幣中性偏松。受內外因素影響，匯率短期波動加大。2季度以來，社融增速下降對經濟產生較大的下行壓力，央行定向降准反映貨幣政策轉向中性偏松，銀行間流動性保持充裕格局。

策略

成長股盈利進入回升期

當前數據：成長股盈利增速開始回升。①中小創盈利出現2005年以來第四輪回升趨勢。2005年以來中小創經歷了四輪盈利回升期，分別為2005Q4-2007Q2、2009Q1-2010Q1、2013Q1-2015Q2、2016Q2至今，持續時間分別為7、5、10、8個季度。②TMT、醫藥、新能源汽車盈利處在新一輪回升趨勢。自2005年以來TMT行業（電子元器件、通信、傳媒、計算機）經歷了三輪盈利回升期，為05Q4-08Q4、12Q4-14Q2、17Q4至今，分別持續13、7、2個季度。自2005年以來醫藥行業經歷了三輪盈利回升期，

為05Q4-08Q2、09Q1-09Q4、17Q1至今，分別持續了11、4、5個季度。自2010年以來新能源汽車經歷了兩輪盈利回升期，為12Q4-15Q3、17Q4至今，分別持續了12、2個季度。

回顧參考：2013-15年成長股為何盈利回升？①國內產業政策支持我國融入全球移動互聯網浪潮。蘋果、谷歌兩大巨頭帶領美國開啟新一輪的創新週期，全球新一輪產業週期開啟。2009年1月7日，工信部為中國移動、中國電信和中國聯通發放3G牌照，中國正式進入3G時代。雖然美國技術的原創性領先於中國，但中國新技術的運用推廣效率更高，從而中國互聯網公司業績比美國更好。②監管層鼓勵並購重組助推成長類公司實現從小變大。資本市場方面，監管層也出臺政策鼓勵企業進行並購重組，實現產業整合優化，助推成長類公司實現從小變大。③產業結構優化+內生外延共增長驅動成長股盈利邁入向上週期。在政策推動下，我國產業結構逐步發生變化，第三產業和消費占GDP比重提高，反映到企業層面，企業加大研發投入促創新。此外，2013-15年期間大量的並購重組也為成長股帶來不菲的外延式增長。

展望未來：這輪成長股盈利回升的根基。①供給側改革重心轉向“一補”，助力高新技術產業發展。2015年底中央提出供給側結構性改革，2016-17年政策著力點在“三去”方面，政策向傳統行業傾斜，如PPP、棚改等等，目的是實現穩中求進的“穩”。②金融制度改革有助優化資源配置，促使新經濟做大做強。中國當前金融制度與美國1980年代較類似，均鼓勵發展多層次資本市場，提高直接融資占比，支持創新型新經濟發展。在股權資金供給端上，我國借鑒美國引導長線資金入市。③新時代基本面表現為經濟平盈利上，成長股盈利進入回升期。本輪A股盈利回升始於2016年中，展望2018年，我們認為盈利向好趨勢不變，初步測算18年全部A股淨利同比為13.5%。預計2018年創業板歸母淨利同比為15-20%，中小板為23%，電子元器件為30%，通信為5-10%，醫藥為15%，計算機為15%，傳媒為10%，新能源汽車為19%。

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。

最新一周資金入市合計約淨流出116 億元

預計最新一周資金入市合計約淨流出116億元。最新一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流出116億元，而前一周資金淨流出113億元。其中銀證轉帳2017年6月第3周流出淨額677億元，後續未再公佈該數據；融資餘額減少141億元；公募基金新發行增加13億；滬股通規模增加56億元；深股通規模減少1億元。

市場情緒上升。上周年化換手率為165%，前一周152%，07年高點1658%；上周成交量均值為312.64億股，前一周為285.46億股；融資交易占比7.16%，前一周7.58%，歷史高點為19.5%，市場情緒上升。

融資融券市場看多情緒下降。截止上週五，個股口徑加總的股票融資餘額為7950億元，股票融券餘額為29億元。融資融券餘額全市場流通市值占比為2.75%，融資融券交易在融資融券標的中的交易占比達到14.70%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為96.12%，較前一周下降，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.36%，較前一周下降。一周融資買入1179億元，較前一周上升，

融券賣出36億元，較前一周上升。股票融資融券市場總淨買入額（淨融資買入額-淨融券賣出額）為-110億元，前一周總淨買入額-37億元。

產業資本二級市場淨減持0.63億元。根據WIND統計，截止7月6日當周產業資本在二級市場淨減持0.63億元。其中，主板淨增持8.63億元，中小板淨減持8.39億元，創業板淨減持0.86億元。從行業來看，基礎化工增持市值最大，為3.00億元；計算機減持市值最大，為7.72億元。從個股來看，*ST愛富增持市值最大，約2.07億元，廣聯達減持市值最大，約7.10億元。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

行業研究

旅遊服務：從2個角度看錦江5月數據並非週期見頂

上周酒店跌幅居前；除補跌外市場或許也擔憂錦江5月RevPAR同比增速放緩，我們認為這種結果主要來自於：①開店和改造因素；②房價上漲有較強邏輯支撐，因而RevPAR增長具有較高確定性，並非市場擔憂的“週期見頂”。推薦：錦江股份、首旅酒店，眾信旅遊；建議關注：華住、攜程網、海昌海洋公園。

開店和改造影響：（1）開店因素分析：①2018年5月，錦江淨增店數量55家，而去年同期淨增店僅31家，開店相對節奏加快41%；②2017年10月，當時淨開店節奏也有所加快（為116%），拖累經濟型入住率同比下滑4%。（2）改造因素影響分析：以2015年開始對漢庭改造的華住為例。①橫向對比：如家在2015-2016年間已經顯現出明顯的復蘇跡象，而華住由於同時啟動了改造計劃，仍然處於弱勢下跌趨勢中。但隨後反彈後的幅度高過如家。②縱向對比：開始改造至3Q16之間的6個季度和3Q16至4Q17之間6個季度同比增速分別為：-6.1%/-4.8%/-4.4%/-4.6%/-1.9%/-3.0%和-0.8%/1%/5%/7.7%/9.4%/6.9%。

ADR上漲具有強邏輯支撐：①中國人力和租金成本上漲壓力較大，而前三酒店集團形成的第一梯隊十分穩定；②2004年至2015年間供給野蠻擴張，酒店集團渠道下沉，而當下供給平緩的增長、行業競爭格局改善為提價帶來可能性。③一般經濟型酒店的升級有20-50%的提價幅度，而改造為中端酒店則對應2倍以上的提價空間。

風險提示：宏觀經濟下行風險、中端物業獲取不達預期。

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。