

## 宏觀

### 下行拐點出現，經濟去舊迎新

經濟小幅回落。2季度GDP同比增速6.7%，較1季度小幅回落，仍在合理區間。其中第二產業增速回落至6%，第三產業增速反彈至7.8%，經濟結構轉型仍在延續。6月工業增加值同比增速6%，較5月大幅回落，雖然受到去年同期基數較高影響，但發電量增速回落、各主要工業品產量增速普遍下滑，表明工業生產明顯轉弱，開工偏晚的影響正在淡去。新產業快速增長，上半年戰略新興產業增速6.8%。

投資小幅下滑。1-6月固定資產投資增速回落至6%，其中2季度增速較1季度回落，6月單月增速小幅反彈但仍偏低。其中製造業投資增速小幅回升，我們認為去年工業利潤改善對製造業投資的帶動正在顯現；基建投資增速繼續走弱，仍是主要拖累；房地產投資增速小幅下滑，但主要緣于土地購置費高增長，剔除土地購置費後地產投資負增長。

消費小幅反彈。6月社消零售增速9%，限額以上零售增速6.5%，均較5月反彈回升，但2季度消費增速仍較1季度回落。分品類看，必需消費迎來反彈，食品和服裝增速雙雙回升；可選消費漲多跌少，中美貿易摩擦及關稅調整令乘用車市場觀望情緒濃厚、汽車跌幅擴大，而石油及製品、通訊器材繼續走高，地產相關的家電、家具、建材也是普遍回升。新消費蓬勃發展，上半年網上零售增速仍高達30%。

地產需求仍弱。上半年地產銷量增速仍僅3.3%，較去年明顯下滑。而受樓市調控只緊不松、房貸利率再創新高影響，6月地產銷量增速回落至4.5%。上半年土地購置面積增速較去年明顯回落，新開工增速僅小幅回升，而我們認為考慮到去年4季度以來地產銷售持續低迷，未來土地購置和新開工增長或仍受制約。

經濟拐點出現。2季度經濟小幅下行，加之價格漲幅回落，GDP名義增速從1季度的10.2%回落至9.8%，受社融增速回落影響，經濟下行壓力持續增大。工業經濟也從2季度初的“需求冷生產熱”轉為“需求生產均弱”，我們認為經濟下行的拐點已經出現。地產對舊經濟的支撐力度正在轉弱，而支撐來自於新產業、新產品、新消費等新經濟部門，結構轉型才是經濟希望所在。

## 策略

### 市場資金面的困境和改善路徑

核心結論：①2月以來市場下跌與基本面關係不大，根源是股市微觀資金供求惡化。去杠杆背景下，銀行表內信貸收縮，表外業務受制于資管新規，今年以來基金、基金子專戶規模減少7100億元，信託、私募投向股市資金減少1100、738億元。②全社會杠杆率256%，與美歐接近，非金融類企業160%，明顯高於海外。去杠杆的高峰可能是小的城投違約，城商行、農商行被兼併收購，屆時資金面迎來拐點。③股市中期處於圓弧底過程中，類似12/1-14/6，右側等去杠杆高峰後資金面好轉。短期政策微調，反彈已經在路上。

出問題的是資金面而不是基本面。①基本面數據未出現明顯惡化，這一輪市場調整主要源於去杠杆背景下資管新規的推出影響了股市微觀資金供求，疊加外部中美貿易戰影響了市場情緒。②資管新規下銀行相關業務收縮，股市微觀資金供求惡化。資管新規發佈後，銀行表外資金轉表內，加之理財細則未落地，出於謹慎性原則一些產品到期後沒能續上，體現為銀行理財權益相關資金撤出。專戶規模在萎縮，基金公司專戶業務資產管理規模從2017年11月高點5.04萬億元持續降至2018年4月4.91萬億元，基金子公司從7.63萬億元降至6.65萬億元。私募在縮減，私募證券投資基金管理規模從18年初高點2.61萬億持續降至6月2.53萬億。信託也在撤出，1季度信託資金投向證券市場規模為2.9萬億元，較2017年4季度末下降3.54%。

這是去杠杆的陣痛。①去杠杆大背景下，金融與實體資金面雙趨緊。資管新規對微觀股市資金供求影響是去杠杆在金融領域的影響表現，這背後是今年以來實體信用環境的收窄。宏觀總量上社融收緊，結構看表外融資下降，債券市場融資減少，一級市場發行結構整體呈現短期化、高等級化特徵，信用違約事件頻發。②去誰的杠杆，去到什麼程度？2012年開始的金融改革和創新，導致了資金脫實向虛，銀行理財、信託以及非標等資產規模迅速擴張。BIS數據顯示2017年我國整體杠杆率（非金融部門杠杆率）255.7%，低於日本、英國、歐元區，與美國接近。總量看我國杠杆率不算高，但結構性問題顯著，非金融企業部門杠杆率明顯偏高，我國160.3%。從企業屬性看國企杠杆率尤其高。目前收緊社融總量是去杠杆的第一步，部分前期激進擴張的民企最先出現債務違約，未來去杠杆的高峰很可能是看到一些地方城投平臺違約，以及過去幾年集中為這些城投平臺提供融資的城商行、農商行被兼併重組，這意味著結構性去杠杆取得實質成效，資金面或迎來轉折點。

股市短期的反彈和中期熬底。①中期視角：2638點以來箱體震盪熬底，理清資產定價，長期利好股市。市場處於上證綜指16年1月底2638點以來箱體震盪中，基本面已經見底，資金面仍緊張，去杠杆需要以時間換空間。中長期看去杠杆是在做對的事情，打破剛兌是進步，監管加強推動資金脫虛向實，無風險利率重新回歸10年期國債。大資管時代來臨後，配置型的資金進入股市將是趨勢。中美大類資產的長跑賽，股市更強。從政策導向看，公司和投資者結構的變化將改變A股生態，幫助A股從交易型走向配置型市場。②短期視角：政策邊際微調，市場反彈進行時。針對去杠杆背景下的資金緊張，以及總量收縮後民企面臨的融資困境，監管層近期已在釋放政策微調信號。目前市場跌幅、估值水平、股票相比其他大類資產性價比均呈現短期觸底跡象，而在前四次市場底部都出現政策微調，進而催化後續市場反彈。

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

## 傳媒：出海開啟國內遊戲公司成長新空間

核心邏輯：隨著人口紅利消退，質量競爭加劇，遊戲出海大勢所趨。近年來遊戲出海市場呈現以下三個新趨勢：1) 國內巨頭騰訊、網易向上天花板明顯，加速佈局海外增量市場。2) 區域上看，國內遊戲廠商的出海版圖逐漸擴張，從東南亞開始走向歐美。3) 品類也不再僅僅局限於RPG、SLG等較為成熟的傳統品類，在二次元、MOBA等細分領域呈現出百花齊放的狀態。我們認為，遊戲出海對國內遊戲公司具有估值和業績的雙重提升。

建議關注國內兩大遊戲龍頭騰訊和網易。推薦國內海外發行的遊戲廠商：寶通科技、中文傳媒，以及逐步走向全球化的遊戲二線龍頭：三七互娛、遊族網絡，關注世紀華通（Funplus）。港股關注IGG。

風險提示。海外遊戲市場增速放緩；海外遊戲政策監管風險。

## 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。