

2018年8月1日

財富管理-投資策略

宏觀

加大改革開放，才能轉危為機——從歐日、歐美協議看貿易戰

歐日、歐美的自貿協議和聲明。7月17日，歐盟和日本正式簽署自由貿易協定，主要涉及取消關稅、破除非關稅壁壘、擴大服務貿易等多個方面。歐日自貿協定的談判開始於13年，直到17年才基本談妥。近兩年美國主張貿易保護，一定程度上也加快了協議的達成。7月25日，歐盟和美國也發佈了一項關於自由貿易的聯合聲明，主要涉及四點內容：貿易公平互惠、加強能源合作、就標準加強對話、改革世貿組織。雙方還將增加對服務、化工、醫藥產品、大豆以及天然氣等領域貿易量，有助減輕中美貿易戰對美國的影響。

自貿協議下的貿易關係。日本是歐盟的第六大出口國，歐盟是日本的第三大出口對象。從貿易產品看，歐日貿易具有一定互補性。歐盟向日本出口的產品和日本向歐盟出口的產品中機械和運輸設備均排第一，但機械和運輸設備占日本出口歐盟的比重高達68%，此外歐盟向日本出口的化學製品和食品占比分別達24%和8%。歐美雙方互為第一大貿易夥伴，美國還是歐盟重要的順差來源。歐美貿易結構相似，雙方在商品貿易層面可以協商的空間不大，美國的大豆和能源以及歐盟的工業製成品方面可能是未來談判的突破口。

對中國影響有多大？首先，實施尚需時間。歐日協議預計在明年年初正式生效實施，而歐美的聲明目前只是初步共識，距離完全達成和實施則更遠。因此今年並不會對我國出口帶來實質的影響。其次，即使明年歐日開始互免關稅，短期的直接影響也可能比較有限。一方面，歐、日加權平均關稅稅率分別僅3%和2.1%，中國為4.4%，絕對差別不大。另一方面，中國對日、歐出口最多的是機電、音像類，大多不是歐日之間貿易的主要產品，而紡織服裝鞋帽和雜項類是勞動密集型產品，日歐之間貿易進行替代的可能性也比較小。最後，我們從總量的角度估算，較悲觀的假設下，歐日互免關稅對我國出口規模和GDP實際增速的拖累也僅0.28%和0.05個百分點，影響遠小於美國加征關稅。但汽車等個別原本關稅較高的產品，會受到同質產品替代。但是，自貿協議反映出的長期問題，應當引起重視。我國對美歐日的出口占我國總出口的40%以上，並且歐美是我國貿易順差的主要來源。這三大發達經濟體的貿易部長在產業補貼、技術轉讓、市場導向等問題上均達成了共識，未來如果美、歐、日真的重新構建一個排除中國在外的貿易組織進行自由貿易，那麼我國的順差將大幅萎縮，進而給匯率帶來更大壓力，甚至深遠地影響到我國在全球產業鏈中的參與程度，阻礙產業發展和技術進步。

短期未必恐慌，長期應更緊迫。今年以來社會融資增速大降、信用違約上升，經濟承壓，貿易戰出現進一步加大了經濟下行壓力，因而貨幣政策轉向中性偏松、流動性保持充裕，財政也更加積極、擴大基建投資。但當前階段與之前幾輪寬鬆時期又存在不同之處。當前外部流動性邊際收緊，貨幣外緊內松將導致匯率貶值，但今年1季度我國經常賬戶首次逆差，如果貿易戰升級，國際收支轉差

可能持續，外儲的來源將不得不面臨更大壓力。短期寬鬆刺激托得了一時之底，但卻難有長久之功，著眼於長期的結構性改革的緊迫性和必要性不應下降，而應該是上升。當前我國人口紅利逐漸褪去，資本投入過剩又引發債務問題，通過改革和開放釋放活力、提高全要素生產率的重要性就更加凸顯。

PMI 小幅回落，製造業景氣轉弱

7月全國製造業PMI為51.2%，較6月繼續回落0.3個百分點，低於去年同期，也低於上半年均值，指向製造業景氣有所轉弱。主要分項指標中，需求、生產繼續下滑，價格回落，庫存繼續回補。分規模看，大、小型企業PMI均回落，兩者差距仍大，中型企業PMI線下持平。上半年社融增速降至9.8%，預示下半年GDP名義增速將繼續回落，而PMI分項指標也指向經濟量縮價跌格局延續。

需求：7月新訂單指數繼續回落至52.3%，新出口訂單指數持平在49.8%，指向內需有所轉弱，而在貿易摩擦影響下，外需依舊偏弱。

生產：7月生產指數繼續下滑至53%，印證7月發電耗煤增速回落至7.1%，以及各行業開工率普遍回落，指向工業生產繼續減速。

庫存：7月原材料庫存指數略反彈至48.9%，產成品庫存繼續回升至47.1%，供需轉弱令庫存狀況短期轉差，呈現出經濟下行期被動補庫特徵。

價格：7月原材料購進價格指數回落至54.3%，創下3個月新低，印證7月鋼價震盪、煤價油價見頂回落。預測7月PPI環跌0.1%，同比增速見頂回落至4.4%。

固定收益

短期步入牛陡（貨幣基金二季報點評）

專題：貨幣基金二季報點評

基金二季報公佈，貨基債基規模上升，純債基金業績最好。截至2018Q2，公募基金淨值規模12.68萬億，環比增加3300億左右。其中貨基8.4萬億，環比上升4500億；債券型基金1.7萬億，環比上升460億，混合型和股票型基金規模則有所下降。其中，債基方面主要是純債基金規模上升，業績表現也好於混合債基。18Q2各類債基中表現最好的是短期純債型和中長期純債型基金，平均年化收益分別為4.8%和4.6%；其次是混合一級債基，平均年化收益2.5%，而混合二級債基年化收益僅有-1.72%。但各類債基的收益相比一季度均有小幅回落。

貨基杠杆久期均上升，收益小幅回落。截至2018Q2，貨基杠杆率106%，環比上升1個百分點；平均年化收益3.9%，環比回落0.3個百分點，收益低於純債型基金，但高於混合債基。貨基投資組合平均剩餘期限70.8天，環比增加5.9天；而資產配置中主要是債券資產裡的同業存單規模大幅增加4900億。總的來說，市場利率下行導致貨基的收益也有所下降，因此二季度貨基通過加杠杆、拉久期、增配同業存單等方式來提升收益，業績表現依然不錯。

新規利好理財，貨基增長受限。此前出臺的流動性風險新規和大額風險暴露管理辦法等都對貨基的增長有所限制，而近期資管新規細則落地，規定類貨基的現金類理財可以用攤余成本法計價，這會對貨基的需求形成一定的替代。銀行理財本身有銷售渠道的優勢，流動性也更高（可以“T+0”）；現金類理財的監管相對寬鬆，收益或比貨基更為可觀，對居民的資產配置有較強的吸引力。

本周債市策略：短期步入牛陡

財政更加積極，長端利率受制。上周，國常會定調積極的財政政策要更加積極，主要落腳點是減稅降費和基建投資。而積極財政政策會在三方面制約債市長端利率下行，一是積極財政意味著更大的債券發行規模或者更快的債券發行節奏，從供給上對長債不利；二是商業銀行或配置更多的信貸資產，擠壓債市的配置資金；三是經濟回落預期改善，也會制約長債利率繼續下行。

短端利率趨降，債市繼續牛陡。我們認為，未來利率債的機會將向短端切換。積極的財政需要實際寬鬆的貨幣政策配合，上周央行又投放了5020億MLF，我們估算3次降准後6月末的銀行超儲率已經升至2%的兩年高位，這意味著當前貨幣市場的資金極大充裕，短端利率仍有下行空間。另外資管新規補充文件利好短債（現金類理財計量方式放寬、銀行理財門檻降低、允許老產品投資新資產同時要求禁止期限錯配），短端利率低位依然對長端利率有利。未來債市或延續牛陡行情，短端利率下行為行情主線。

行業研究

機械：政策面改善，工程機械板塊估值怎麼看

政策面改善，工程機械上周出現相對收益。7月23日，國務院常務會議釋放了支持擴大內需、調整經濟結構、促進實體經濟發展的政策信號。其中會議要求積極財政政策要更加積極，穩健的貨幣政策要鬆緊適度，同時要推動在建基礎設施項目早見成效。我們認為工程機械板塊與基建高度相關，受益於政策面的改善，板塊上周出現相對收益。根據Wind，7月23日-27日，工程機械板塊上漲5.6%，同期上證指數上漲1.6%；

行業銷量依舊強勁。根據工程機械協會，1H18主要工程機械產品延續17年的旺銷行情，挖機/裝載機/汽車起重機分別銷售12.1萬台/5.9萬台/1.7萬台，同比增速分別為60%/30%/77%。我們認為上半年工程機械的旺銷主要是受益於16年重啟的PPP項目，以及更早一點的降准降息政策。從工程機械直接的需求來源看，儘管都處於下降區間，但是1H18地產投資增速相對平緩，基建投資增速下降明顯。考慮到7月23日的政策面信號，我們認為基建投資2H18有望改善，進而延長工程機械的景氣週期；

板塊復蘇具有持續性，估值中樞或維持在15倍。除了投資方面的原因，我們認為此輪工程機械旺銷還受益於上游企業盈利改善帶來的設備更換需求，板塊復蘇具有持續性。從盈利增長和估值匹配的角度，我們回顧了工程機械板塊上一輪盈利高峰09-11年，2009年板塊PE（TTM）估值中樞為20-40倍，2010年為15-20倍，2011年為10-20倍。類比09-11年，從板塊盈利增長的角度，我們認為18年板塊PE估值區間為15-20倍，19年為10-20倍，優質企業19年的PE估值中樞可能為15倍上下；

堅定關注國產龍頭。在政策面改善的情況下，我們認為國產主機及零部件龍頭有望加速國產替代。同時，由於二手機、應收款等存量風險逐漸消化，我們認為工程機械板塊18年中報有望迎來盈利釋放。建議關注：三一重工、恒立液壓、柳工、徐工機械、建設機械、中聯重科。
風險提示。投資增速繼續下行、財政及貨幣政策收緊、國產替代進展受阻。

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。