

2018年8月14日

財富管理-投資策略

## 宏觀

### 哪裡在漲價，壓力有多大？——通脹“結構”研究系列之四

7月通脹略升，哪些品種漲價？7月通脹同比回升到2%以上，其中7月食品價格同比微升至0.5%，而非食品價格同比上升至2.4%。通脹上行主要來自豬價、燃料漲價和旅遊消費。此外，雖然PPI同比整體回落，但生活資料持續回升。這再度引發了物價上漲的擔憂。

通脹上行的擔憂。第一個擔憂是貿易摩擦影響大豆價格。關稅加征一定程度上的確會抬高大豆價格，但由於貿易商提前備貨，目前國內大豆和豆粕庫存分別升至660萬噸和120萬噸的歷史高位，因此，國內大豆價格暫時還未大幅上漲。我們測算大豆價格如果漲5%，對應豆油和豆粕價格上漲2.4%和4.1%，對通脹相關分項的拉動則更有限。第二個擔憂在豬價。7月豬價反彈與年內的小週期趨勢吻合，反映了季節性，而當前生豬存欄處於低位，出欄量也有回落趨勢。綜合來看，豬肉價格更多還是受到豬週期的影響，豬瘟和貿易摩擦對豬價的刺激有限。短期內豬價仍可能有一定程度的回升，對通脹的拖累逐步減輕。第三個擔憂是夏糧減產和國際糧價上升。夏糧減產主因在於收儲制度的調整和天氣因素，國際糧價則是受極端天氣影響，產量預期下降，近期價格反彈。但這兩點對國內糧食價格的影響都不大：夏糧占我國全年糧食產量的比重僅23%，並且糧食庫存較高。而國內粗糧產量占消費量比重接近90%，國際糧價的傳導比較微弱。第四個擔憂是生產資料價格上漲。油價的壓力主要來自國際油價的上漲，今年二季度以來國際油價上漲較快，二季度油價同比高達50-60%，但隨著去年油價基數逐漸抬升，如果仍要保持同比50%的增幅，年內國際油價需要達到85-90美元/桶，但近期國際油價略有回落，油價上升的壓力將有所緩解。但人民幣近期明顯貶值，一定程度上提高了原油等國際市場定價商品的國內價格。鋼鐵的壓力來自限產措施帶來的供給收縮。唐山在7月20日至8月31日開展污染減排攻堅行動，隨著限產實施，唐山的高爐開工率從限產前的74%左右下降到當前的53%，全國高爐開工率從71%降至66%，供給收縮將繼續支撐鋼價。

總需求乏力，漲價空間有限。價格根本上是取決於供需兩方面。從總體角度來看，6月社融增速已從去年底的12%降至9.8%，融資大幅下滑預示著經濟增速的放緩。6月工業增加值同比增速6%，較5月的6.8%明顯下降，經濟下行拐點正在出現。從微觀角度來看，通脹的回升需要有消費需求的支持。但過去兩年居民快速加杠杆，透支未來消費能力，尤其是17年以來房價增速放緩，而居民還貸壓力沉重，“財富效應”逐漸讓位於“擠出效應”。今年以來居民收入增速放緩，進一步侵蝕了消費能力。對上游來說，需求不強會限制價格上漲的空間。今年以來發電量整體平穩而發電耗煤增速較17年所下降，6月以來經濟下行壓力凸顯，煤價再次回落。對中游來說，漲價能否傳導到下游取決於下游的需求。7月PPI中的生活資料分項同比回升，主要是來自衣著分項和耐用消費品，反映了上游生產資料價格的帶動。但生活資料的漲幅遠低於生產資料，整體需求偏弱，價格傳導不暢。對終端消費來說，出現一輪大的通脹通常與貨幣大幅放鬆有關。歷史上幾次CPI同比高於3%出現之前，M2的增速都達到了15%以上。食品價格與M2也存在這樣的關係。今年M2增速企穩，但6月依然只有8%，

因此糧價、豬價出現暴漲的可能性不大。服務消費價格受需求影響更大，當前地產調控嚴格，二手房價增速較17年同期放緩，服務消費價格的上漲也將受制于財富效應的減退。

總結而言，上游供給約束、疊加匯率貶值，以及近期豬價反彈，會導致部分商品價格有一定的上升，但是價格上行空間相對有限。年內通脹水平較去年的低位會有提升，但總體通脹壓力不大！

## 策略

### 最近一周資金淨流入33 億元

預計最新一周資金入市合計約淨流入33億元。最新一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流入33億元，而前一周資金淨流出33億元。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102億元；公募基金新發行增加35億；滬股通規模增加75億元；深股通規模增加55億元。

產業資本在二級市場淨增持4.1億元。根據WIND統計，截至8月10日當周產業資本在二級市場淨增持4.1億元。其中，主板淨增持4.93億元，中小板淨減持1億元，創業板淨增持0.18億元。從行業來看，醫藥增持市值最大，為4.2億元；傳媒減持市值最大，為1.48億元。從個股來看，東北製藥增持市值最大，約1.93億元，\*ST華菱減持市值最大，約1.32億元。

市場情緒下降。上周年化換手率為164%，前一周為166%，07年高點1658%；上周市場成交均值為312.06億股，前一周為316.55億股；融資交易占比7.2%，前一周7.22%，歷史高點為19.5%，市場情緒下降。

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7679億元，股票融券餘額為30億元。融資融券餘額全市場流通市值占比為2.58%，融資融券交易在融資融券標的中的交易占比達到14.22%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為95.23%，較前一周下降，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.37%，較前一周上升。一周融資買入1115億元，較前一周下降，融券賣出31億元，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-89億元，前一周總淨買入額-74億元。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

### 期貨策略：股指反彈持續幾何？

政策利好助推股指反彈，但下行壓力仍然較大。上證綜指上周最低下探至2692點，隨著監管層再次釋放一系列維穩權益市場的積極信號，上證綜指止跌反彈，但板塊熱點輪動過快，股指上升期間成交量不濟。股指期貨方面，上周IF、IH、IC淨空單重新攀至高位，空頭壓力再創新高。我們預計，上證綜指後市仍有一定下行壓力，或將繼續考驗前期低點。

監管層表態提振市場信心。8月8日上午，五部委公佈了去杠杆的要點，提出積極發展股權融資，下午證監會發文《堅持改革開放促進資本市場平穩健康發展》。8月6日，上交所對《上海證券交易所交易規則》進行了修訂，調整收盤交易機制，實施三分鐘收盤集合競價。近期，監管層維穩舉措層層加碼，正從市場制度完善到長線資金引入的兩方面，致力於改善股票市場生態環境和促進股市的中長期健康發展。

基建加力，國內大宗商品震盪上行。鋼：屢創新高，漲速放緩。從各品種市場結構來看，期價上行動力猶在。銅：強勢美元，銅價承壓。近期美元指數保持強勢，銅價表現較弱。鋁：短期震盪。消費淡季加上強勢美元，鋁價短期仍以震盪為主。原油：供給寬鬆。受較為寬鬆的供應及強勢美元影響，油價壓力較大。總體來看，未來黑色板塊受環保限產、基建加力影響，有色板塊受美國經濟向好影響，能化板塊受原油消費增加影響，農產品受貿易戰影響，我們預計，Wind商品指數有望突破前期高點。

股指短線企穩反彈，下行風險猶存。上證綜指一度下探至2692點，隨後受政策面影響，震盪上行至2795點。股指期貨淨空單方面，上周IF淨空單創新高後回落，但依然處於近3年以來的高位；IH淨空單震盪上行；IC淨空單重回空頭區域。總體來看，淨空單數據表明8月以來市場看空情緒濃厚。我們預計，目前國內股指的上漲主要源於超跌反彈，且養老金基金入市獲批、人民幣匯率企穩、監管層再次釋放一系列維穩信號，均對股市有一定提振作用。但市場仍處於中期磨底之中，市場向下空間受制於估值底和政策底，向上空間受制於外部約束及市場信心。股指上漲時成交量不足、不斷攀升淨空單均表明當前市場信心仍待恢復，後市市場風險有進一步釋放的可能。

風險提示：政策面消息，貿易戰升級影響，土耳其匯率大幅跳水對全球股市的負面影響。

## 行業研究

### 通信設備：海通通信一周談：兩部委政策加碼5G&信息消費，中國鐵塔H股上市、網繆5G

工信部和國家發改委發佈《擴大和升級信息消費三年行動計劃（2018-2020年）》，加碼5G&信息消費政策支持。計劃提出到2020年，信息消費規模達到6萬億元，年複合增速達11%以上；信息技術在消費領域的帶動作用顯著增強，拉動相關領域產出達到15萬億元。主要行動包括：（1）提升新型信息產品供給體系質量。加快新型顯示產品發展，推動面板企業與終端企業拓展互聯網、物聯網、人工智能等不同領域應用，在中高端消費領域培育新增長點，進一步擴大在線健康醫療、安防監控、智能家居等領域的應用範圍。深化智能網聯汽車發展，計劃到2020年，建立可靠、安全、實時性強的智能網聯汽車計算平臺，形成平臺相關標準，支撐高度自動駕駛（HA級）。（2）提升信息技術服務能力。組織開展“企業上雲”行動；培育行業信息消費支撐服務，支持企業發展網絡支付、現代物流、供應鏈管理等面向信息消費全過程的支撐服務。到2020年，實現重點行業骨幹企業電子商務普及率達到60%。（3）為信息消費者賦能。推動信息基礎設施提速降費，在工業、農業、交通、能源、市政、環保等領域開展試點示範到2020年實現城鎮地區光網覆蓋，提供1000Mbps以上接入服務能力；98%的行政村實現光纖通達和4G網絡覆蓋，有條件地區提供100Mbps以上接入服務能力；確

保啟動5G商用。為信息消費者開展技能培訓、消費體驗等活動。(4)從行業監管、市場競爭秩序、信息安全等方面入手，不斷優化信息消費環境。

工信部印發《推動企業上雲實施指南(2018-2020年)》，促進企業依託雲計算轉型。2017年工信部出臺的《雲計算發展三年行動計劃(2017-2019年)》曾提出到2019年，我國雲計算產業規模應達到4300億元的目標，並將積極發展工業雲服務、協同推進政務雲應用作為重點任務。日前，工信部印發了《推動企業上雲實施指南(2018-2020年)》，以指導和促進企業運用雲計算加快數字化、網絡化、智能化轉型升級。指南提出，到2020年全國應新增上雲企業100萬家，形成典型標杆應用案例100個以上，形成一批有影響力、帶動力的雲平臺和企業上雲體驗中心。在雲部署模式方面，大型企業可建立私有雲，中小企業和創業型企業可依託公有雲平臺。鼓勵雲平臺服務商建設企業上雲體驗中心。

科技領導小組成立，三季度5G投資佈局仍當時，首推行業龍頭。8月8日國務院決定成立“國家科技領導小組”，並由李克強總理擔任組長，劉鶴副總理擔任副組長。工信部、發改委印發擴大和升級信息消費三年行動計劃(2018-2020年)，信息產業再次成為對沖經濟下行壓力的重要方向，加碼5G進度、確保2020年啟動商用；5G+三大運營商不限流量套餐推廣，電信產業投資下半年開始拐點向上，短期Q3季度市場反彈重點關注5G方向，首選烽火通信，小市值、高彈性建議關注基站射頻端的滬電股份、飛榮達、海特高新！

風險提示：5G進程和運營商投資力度不及預期；貿易戰等市場系統性風險。

### **農業：全球大豆供應寬鬆，小麥供需偏緊格局加劇**

近日美國農業部公佈了8月全球農產品供需平衡報告，與7月預測相比，預期產量調增疊加消費量調減，全球大豆庫存消費比繼續大幅調增；全球玉米總供給量明顯上調，帶動玉米庫存消費比(剔除中國)調增；全球棉花預期總需求量調增帶動庫存消費比繼續下降；小麥預期產量調減帶動庫存消費比(剔除中國)再降，供需偏緊格局進一步加劇。

玉米：本月美國2018/19年度玉米預期單產水平大幅提升4.4蒲式耳/英畝至178.4蒲式耳/英畝，帶動預期產量調增3.56億蒲式耳；消費方面，預期飼用消費量和出口量分別調增1/1.25億蒲式耳，帶動預期總需求量調增2.25億蒲式耳。受預期產量明顯調增影響，預期期末庫存調增1.32億蒲式耳至16.84億蒲式耳。USDA預測美國玉米季度價格為3.1-4.1美元/蒲式耳，與上月預測相比中樞價格下降0.2美元/蒲式耳。全球方面，全球預期期初庫存調增160萬噸至1.93億噸，預期產量大幅調增675萬噸至10.61億噸，預期國內消費量調增481萬噸至10.99億噸。由於預期全球總供應量上修幅度較大，18/19年度全球玉米預期期末庫存上升353萬噸至1.55億噸，帶動庫存消費比上升0.26個百分點(剔除中國為0.35個百分點)。

大豆：本月美國2018/19年度大豆預期單產水平提升3.1蒲式耳/英畝至51.6蒲式耳/英畝，帶動預期產量大幅調增2.76億蒲式耳至45.86億蒲式耳。由於預期期末庫存和總消費量調整幅度不大，預期期末庫存調增2.05億蒲式耳至7.85億蒲式耳。2018/19年度美國大豆季度價格預測為7.65-10.15美元/蒲式耳，較上月預測相比中樞價格下降0.35美元/蒲式耳。全球方面，8月預測全球大豆預期產



量調增761萬噸至3.67億噸，帶動18/19年度全球大豆預期期末庫存大幅調增767萬噸至1.06億噸，預期庫存消費比相應大幅上升2.22個百分點至29.96%。

棉花：本月美國棉花預期單產大增帶動預期產量調增74萬包，預期出口量調增50萬包，預期期末庫存調增6萬包。USDA預計18/19市場年度美國生產者棉花均價仍為75美分/包。全球方面，主要受棉花預期總消費量調增影響，預期期末庫存調減74萬包至7710萬包，帶動預期庫存消費比下降0.9個百分點至60.41%。

我們認為：1) 國際玉米庫存消費比回升，但仍處於近年低位，我們維持價格走勢中性偏多的判斷；國內方面，2-3季度臨儲拍賣對玉米價格形成壓制，未來預計震盪上行；2) 大豆庫存消費比繼續大幅調增，我們預計價格走勢中性偏空；3) 全球棉花庫存消費比繼續調減，位於歷年低位，我們預計價格走勢中性偏多；4) 國際小麥供需偏緊格局加劇，我們預計未來走勢中性偏多。

風險提示：因自然災害等原因導致後續USDA預測發生較大變化。

### **傳媒：持續看好暑期票房**

短期仍關注影視院線板塊，因為可以預見暑期檔票房的同比增長仍處於高位，同時影視院線類個股的估值已經較低。另一方面限制片酬等事件也標誌著影視板塊的利空落地，這些政策有利於行業的整合與去產能，同時利好平臺型公司。推薦光線傳媒、金逸影視、華策影視、捷成股份等。中期推薦估值較低的遊戲股，受金融去杠杆的影響遊戲股的估值較低，我們認為在市場消化這個利空後，很多遊戲股都能夠估值修復，推薦完美世界、帝龍文化等。長期關注平臺類公司，歡聚時代、分眾傳媒、愛奇藝。

風險提示：政策監管趨嚴，個股商譽減值風險。

### **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，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。過去的表现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、董事及僱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。