

2018年8月15日

財富管理-投資策略

宏觀

生產需求雙降，尋底之路漫漫

①工業低位持平。7月工業增加值同比增速低位持平在6%，不及市場預期的6.3%。發電量增速繼續下滑，各主要行業增加值增速、各主要工業品產量增速均是漲跌互現，也印證了工業生產的低迷，其中汽車生產大幅放緩，拖累較大。僅有的亮點是新產業增加值、新產品產量均保持較高增長，指向新經濟仍保持旺盛勢頭。

②基建拖累投資。1-7月固定資產投資增速回落至5.5%，其中7月當月增速降至3.0%，創17年以來新低。其中，製造業投資繼續小幅回升，1-7月增速升至7.3%；基建投資仍在下滑，1-7月交運郵政、水利環保增速分別降至4.6%、4.8%，是主要拖累；房地產投資仍在高位，1-7月增速10.2%，當月增速13%，創17年以來新高，但獨木難支。

③消費仍較低迷。7月社消零售增速8.8%，限額以上零售增速5.7%，均較6月再度回落，而社消零售實際增速降至6.5%的歷史新低。其中，必需消費全面回落，食品、服裝、日用品增速均下滑；可選消費漲少跌多，汽車降幅收窄，石油及製品繼續走高，地產相關的家電、家具、建材均下滑。亮點依舊是高達30%的網上零售增速，反映新業態蓬勃發展。

④地產銷售回升。受低基數效應影響，7月地產銷量同比增速繼續回升至9.9%。受到位資金增速回升帶動，7月土地購置、新開工面積增速雙雙回升，其中新開工增速回升也與低基數有關。考慮到7月房貸利率再創新高至5.67%、棚改貨幣化政策或逐漸退出，未來地產需求回升持續性仍待觀察。

⑤尋底之路漫漫。7月經濟繼續走弱，生產端工業增速低位持平，需求端出口維持平穩，但投資、消費繼續下滑，經濟下行拐點進一步確認。投資全靠地產托底，但製造業復蘇偏弱背景下，終究難抵基建下滑拖累，然而依靠土地購置高增支撐的地產投資終將面臨下滑，消費則受制于前期居民加杠杆透支購買力，仍在尋底，加之7月社融增速繼續回落，下半年經濟尋底之路仍漫漫。

風險提示：經濟增長不及預期。

固定收益

寬鬆週期輪回，這次有何不同？

新一輪貨幣寬鬆開啟

7月以來貨幣持續寬鬆。截至8月10日，R001、R007分別為1.86%、2.27%，均降至16年初的水平。3個月和1年期國債利率1.96%、2.72%，也均回到了16年初的水平。但長端利率依舊保持震盪，債市進入牛陡階段，目前10年國債與1年國債利差83BP，是15年10月以來的新高。

資金為何寬鬆？一是央行7月降准，增加了貨幣投放。根據我們測算，7月資金淨投放達到7200億左右。加上7月份以來財政支出進度或有所加快，也對資金面的寬鬆有一定的支撐。二是信用擴張受阻，降准資金大部分滯留在銀行間市場，導致資金面出現寬鬆。6月份超儲率已經上升至1.7%左右，根據我們測算，7月降准後超儲率或已經在2%以上。超儲率的大幅上升，表明資金主要還滯留在貨幣市場，沒有流入實體經濟，也導致了目前的資金面出現寬鬆。

以史為鑒，本輪寬鬆有何不同？

歷史上的三輪寬鬆：寬貨幣到寬信用。此前08-09年、11-12年和14-16年三輪寬鬆週期，主要有以下幾個特點：1) 外部風險和內部經濟下滑是貨幣寬鬆開啟的主要原因，政策往往以降息降准為主；2) 貨幣寬鬆之後會帶來信用擴張，然後經濟通脹企穩回升，貨幣寬鬆終結，成為一個週期；3) 寬鬆對經濟的刺激效果越來越弱，時滯也越來越長。相對應的寬鬆週期就越來越長，上一輪寬鬆週期持續時間超過了2年。

本輪寬鬆有何不同？1) 此前三輪貨幣寬鬆均是“降息+降准”。但本次只有降准，沒有降息，寬鬆程度不如前幾輪。2) 前三輪寬鬆的共同點是投資拉動經濟，除基建外，地產投資發揮了更大的作用。而目前地產的調控依然沒有放鬆，僅靠基建對投資和經濟的拉動作用較弱。3) 前三輪寬鬆，信貸和M2增速均在2-3個月內回升，信用擴張比較順暢。但今年信貸和M2增速均維持低位，新口徑下社融增速降至10.3%左右，資管新規對影子銀行和非標的監管，約束了信用擴張，因此寬鬆對經濟的刺激作用可能會有更長的時滯。

衰退型寬鬆，資金利率低位，債牛依然很長

利率走廊或將修復，衰退型寬鬆，資金利率低位。目前貨幣市場利率與政策利率倒掛、中美短期債券利率倒掛的背景下，央行進一步大幅放水受到制約，在沒有公開市場利率下調或再次降准實施的前提下，隨著8月中旬稅期來臨、地方債發行持續加速，資金利率易上難下，利率走廊或將修復（類似於15年2季度）。但在寬信用難以很快出現的情況下，未來社會融資總量增速仍將繼續回落，只是回落的幅度相比過去半年收窄，只要去杠杆的趨勢不變，那麼衰退型寬鬆的格局就很難改變，即使貨幣利率小幅回升，也仍處於相對低位。

本輪債牛依然很長。目前利率債仍處於牛陡的進程當中，目前貨幣利率已經降至15年末、16年初水平，而當時的1年期國債利率僅為2.3%，遠低於現在的2.7%，我們認為未來債市短端利率仍有下行空間，從而加劇利率曲線的陡峭化。從期限利差來看，目前10年-1年國債利差已經從年初最低的10bp升至83bp，這其實給長端國債提供了保護，意味著長債將更加安全。而信用債目前仍處於分化的進程當中，由於寬信用難以出現，無論是城投債還是產業債，都應該以中高等級為核心配置，而高收益債的風險並未過去。

行業研究

建築工程：基建系列報告一：詳解資金來源及研究框架探討

基建是政府把控性最強的投資領域，也是“穩增長”之利器，同時又是影響建築板塊業績和估值的重要因素之一，我們本篇報告通過詳細拆解基建資金來源，來探討基建投資增速波動的內在邏輯，並以此為基礎來探討基建研究框架。

基建增速快速下行，並非項目需求短缺，而是資金到位放緩所致。2018H1固投增速創近年來新低，其中基建投資同增7.3%，環比回落2.1個pp，是投資下行的主要因素。然而這並非項目需求短缺造成，與國外發達國家相比20%以上城鎮化率的差距、區域發展不平衡、城市更新改造等依然存在著大量的基建需求，基建項目的資金到位放緩是主要原因。基建資金來源於預算內資金、國內貸款、自籌資金、其他資金及利用外資，其中2016年自籌資金（占60%）、預算內資金（占16%）和國內貸款（占16%）合計占比達92%，是基建資金的主要來源。2018H1國內貸款、地方政府專項債、非標中的信託貸款和委託貸款分別同比下降5.30%、67.05%、62.52%和233.73%，是資金放緩的主要原因。資金來源拆解分析，預計下半年基建投資回暖。從國家預算內資金看，主要指一般公共預算支出中用於基建的部分以及財政預算內的政府一般債券，上半年中央財政支出提速，但地方下降；從國內貸款看，受資管新規和信用緊縮影響，下滑明顯；從自籌資金角度看，包括政府基金性支出（主要是國有土地使用權轉讓支出剔除相關拆遷補償後的支出）、財政外債券（專項債、鐵道債、城投債）、非標融資、PPP融資和其他，其中非標融資和專項債下滑明顯；利用外資和其他資金占比不高，範圍較廣。隨著財政政策更為積極、信貸環境改善，PPP項目清庫取得階段性成果，我們預計下半年基建投資有望回暖，全年增速預計達到9%。

上下游數據與基建關係：看似“背離”，實則“並不矛盾”。2018年上半年基建投資增速下滑，但全社會用電增速保持較高水平，水泥產量降幅也在收窄，挖掘機銷量繼續大增，造成這種差異的原因在於：1) 口徑差異，基建投資不含農戶，而水泥、挖掘機等是全社會口徑，包含農村投資，隨著扶貧工作的持續推進，農村投資預計增長較快；2) 工業需求、房地產投資仍不錯，疊加挖掘機等設備更新需求，這也會造成上下游數據差異。

央企訂單與基建增速雙雙放緩：內在邏輯不同。2018H1大部分央企新簽訂單增速下滑，中國建築、中國電建、中國交建、中國中鐵新簽訂單增速分別為1.60%、-4.99%、1.68%、13%，相比2018Q1增速下滑明顯，與基建投資增速幾乎同步，但前者主要原因是受到PPP規範和央企去杠杆影響，而後者主要是在施工項目的資金到位放緩所致。

基建政策預期持續改善，基建有望再扛穩增長重任。從央行窗口指導信用債投資，到7月23日國務院常務會議，再到7月31日中央政治局工作會議，階段性的政策寬鬆趨勢明顯。中美貿易摩擦不斷，國內消費略顯疲態，我們認為刺激基建穩定經濟增長大概率成為階段性的政策方向，基建有望再度成為“穩增長”的主要工具。但我們認為政策並非“全面寬鬆”，未來大概率是重點區域和重點領域的政策發力。從政策受益順序上看，在建重大項目資金需求、已經納入計劃中但仍未落地的項目資金需求有望率先得到改善的，有利於重大項目工程的主要承接者—建築央企；其次非標監管尺度放寬，信貸環境改善，融資平臺資金狀況也有望率先受益；從區域上看，中央財政撥款占比相對較

高的中西部基建有望率先受益，基於上述邏輯，我們建議關注鐵路建設龍頭中國鐵建、中國中鐵；基建施工龍頭中國交建和設計龍頭蘇交科；以及西部基建四川路橋。

風險提示：政策預期波動風險、政策落地不及預期風險等。

石油化工：人民幣貶值對石化產品及企業盈利性影響分析

人民幣貶值。截止到8月7日，美元兌人民幣即期匯率為1美元=6.83元人民幣，較6月中旬提高6.9%，較2018H1平均匯率提高3.2%。由於國際貿易主要以美元作為結算貨幣，因此美元兌人民幣匯率的變動，也會引起國內對外依存度較高的產品價格變動，進而影響產品的盈利性。

匯率變動對產品價格的影響。我們認為人民幣匯率變動對產品價格的影響主要有以下幾個方面：1) 由於人民幣貶值，進口產品成本提高，對國內產品的價格有提振作用。2) 進口產品成本提高，導致產品進口量出現下滑，港口庫存維持低位，國內產品供給偏緊，帶動國內產品漲價。3) 產品進口量減少，國內裝置開工率提高，帶動上游原料產品需求，加劇原料產品供給不足的形勢，引起原料價格上漲。4) 進口產品成本提高，產品價格上漲，並傳導到下游產品，帶動下游產品漲價。

受人民幣貶值影響，石化產品價格近期漲勢明顯。(1) 原油。8月以來，我國原油期貨漲幅明顯，至8月7日累計上漲5.9%，遠超過同期布倫特(+1.6%)、WTI(+0.3%)漲幅。(2) 天然氣。目前國內LNG價格4400元/噸左右，較6月上漲20%。(3) 石化產品。受進口價格上漲的拉動，甲醇、純苯、PX、PTA、聚酯等主要石化產品價格近期漲幅明顯。

人民幣貶值對石化產品盈利的影響。(1) 煉油業務盈利或受影響。在以美元計算的原油進口均價保持平穩下，我國以人民幣計算的原油進口成本接近人民幣貶值幅度(6.9%)，國內汽柴油價格同期漲幅均為2.0%左右。(2) LNG漲價，使得擁有氣源的LNG生產企業將獲益。(3) PTA-滌綸產業鏈。我們認為本輪PTA、滌綸漲價更多是緣於原料PX漲價，PTA、滌綸價差並沒有明顯增加。

投資建議。我們建議關注盈利繼續保持高位的PTA-滌綸產業鏈的恒逸石化、恒力股份、桐昆股份、榮盛石化，煤制甲醇和天然氣的新奧股份、廣匯能源，以及純苯、PX的中國石化等。

風險提示：原油價格大幅下跌；人民幣匯率大幅波動等。

銀行：風險偏好還需修復，社融增速繼續下降——7月金融數據點評

7月社會融資規模增量為1.04萬億元，比上年同期少1242億元。7月人民幣貸款增加1.45萬億元，同比多增6278億元。分部門看，住戶部門貸款增加6344億元，非金融企業及機關團體貸款增加6501億元。M2同比增長8.5%，增速比上月末高0.5個百分點，比上年同期低0.4個百分點；M1同比增長5.1%，增速分別比上月末和上年同期低1.5個和10.2個百分點。央行自2018年7月起，完善社會融資規模統計方法，將“存款類金融機構資產支持證券”和“貸款核銷”納入社會融資規模統計，在“其他融資”項下反映。

貸款放量，銀行風險偏好較低。7月新增貸款高於往年同期：7月新增貸款1.45萬億元，同比多增6245億元，過去4年均值為7885億元。企業貸款中，中長期貸款新增4875億元，環比多增874億元。根據銀保監數據，7月基建類貸款環比多增469億元。居民貸款方面，按揭自6月開始新增量提高，7月新增按揭4576億元，高於二季度均值4033億元。我們認為基建、按揭數據反映銀行在貸款衡量時相對偏好風險較低的資產。其中非銀、票據貸款分別新增2388、1582億元，增量與6月接近，我們認為這側面反映銀行在信貸額度充裕時還需票據、非銀填補額度。

存款結構變化呈季節性特徵。7月M2同比增長8.5%，增速環比提高0.5個百分點。7月新增存款1.03萬億元，同比提高2140億元。存款結構與上年同期相近：企業存款下降6188億元，財政存款大增9345億元，體現7月繳稅企業存款向財政存款的流動；居民存款下降2932億元、非銀存款大增8609億元，為季末過後居民存款向資管產品流動轉化為非銀存款。同比來看，居民存款同比增速8.60%，增速環比提高0.82個百分點；企業存款同比增長5.06%，增速環比下降0.45個百分點。

未貼現銀票及非標融資收縮，社融增速繼續下降。7月社融新增1.04萬億元，可比口徑下同比少增1242億元；社融存量增長10.3%，增速環比下降0.2個百分點。社融增速繼續下降仍是受非標融資收縮的影響，7月末貼現銀票及非標融資淨減少4886億元，淨減少量僅次於6月。理財新規雖然對非標要求放寬，明確老產品可以投資新資產，但信託融資渠道沒有迅速恢復。並且委貸規定未放鬆、未貼現票據到期高峰同樣影響這一數據。

投資建議。短期來看貸款放量有助於緩釋信用風險，中長期還需觀察社融增速持續放緩下企業自身盈利能力的改善程度。在行業息差改善，信用風險分化的背景下，我們建議積極關注受益於同業負債成本下降的部分股份制銀行，以及風控較為穩健的大行。給予行業“優於大市”評級，首推光大銀行，建議關注建設銀行、興業銀行。

風險提示：企業償債能力下降，資產質量大幅惡化；金融監管政策出現重大變化。

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。