

2018年8月17日

財富管理-投資策略

宏觀

哪裡在漲價，壓力有多大？

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。

近期市場擔憂通脹上行。第一個擔憂是貿易摩擦影響大豆價格，我們測算大豆價格如果漲5%，對通脹相關分項的拉動則更有限。第二個擔憂在豬價，但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，但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，但近期國際油價略有回落，油價上升的壓力將有所緩解。鋼鐵的壓力來自限產措施帶來的供給收縮，將繼續支撐鋼價。

價格根本上是取決於供需兩方面。從總體角度來看，融資大幅下滑預示著經濟增速的放緩。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。對上游來說，需求不強會限制價格上漲的空間，對中游來說，漲價能否傳導到下游取決於下游的需求，但整體需求偏弱，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，今年M2增速企穩，但6月依然只有8%，因此出現價格全面上漲的可能性不大。

總體來說，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

固定收益

寬鬆週期輪回，這次有何不同？

7月以來貨幣持續寬鬆，R001一度跌破2%，短端國債利率和存單利率也大幅下行，債市進入牛陡。近期資金利率小幅回調，但整體依然充裕。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。

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。

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，資金利率低位震盪。但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。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。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。

金融工程

選股因子系列研究（三十六）——哪些宏觀經濟指標存在選股效應？

本文是在報告《選股因子系列研究（三十四）——宏觀經濟數據可以用來選股嗎？》的基礎上所展開的進一步分析。

宏觀敏感性因子的選股邏輯。上一篇報告中已提及：宏觀敏感性因子只是刻畫了股票與宏觀經濟指標之間的關係，包括方向與程度。使用宏觀敏感性因子選股的正確邏輯是，當預測宏觀經濟指標上升時，選擇正敏感或高敏感的股票。反之，選擇負敏感或低敏感的股票。

如何定義對宏觀經濟指標高敏感與低敏感的股票？由於大多數股票對宏觀因子的暴露並不顯著，如果分別選取全市場股票中對目標宏觀因子暴露係數最高與最低的10%的股票作為多頭與空頭，多數被選中的股票其實對目標宏觀因子的變化並不敏感。因此，我們改用基於宏觀敏感度係數T值的選股邏輯，針對每一個宏觀經濟指標，均選擇宏觀敏感度係數T值大於或小於預設閾值的股票。

不同宏觀經濟指標選股效果測試。與價格相關的指標，包括物價類指標中的cpi同比、ppi同比以及大宗商品中的黃金價格漲跌幅以及原油價格漲跌幅，均對股票市場存在一定的選股作用，且同時存在正向效應與負向效應。間接影響價格指數的指標——利率類，經過實證發現也存在正向與負向的選股效應。同時我們還發現，股市對更新頻率較高的指標（日頻）相較更新頻率較低的指標（月頻），反應更為靈敏，因而更容易存在正向或者負向的選股效果。這些指標包括：利率水平、期限利差、信用利差、股市波動率、大宗商品等。國民經濟指標以及貨幣供給指標不僅披露頻率低，且與股票之間關聯並不緊密。從數據檢驗來看，選股效果微乎其微。

宏觀敏感性因子的應用價值。結合海外經驗，宏觀敏感性因子在選股的收益預測模型中應用價值並不高，而是往往被應用於選股的風控模型中，基於宏觀暴露敏感度對股票的權重予以約束，以避免宏觀經濟變化對部分關聯性較強的個股所產生的負面影響。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險、有效因子變動風險。

行業研究

交通運輸：守得雲開—供需格局反轉在即，底部孕育希望

行業供給加速出清，拆船量創新高，新船訂單處低位。2018年行業供給出清節奏加快，截至到8月，VLCC拆船量為860萬載重噸，占船隊總運力的4%，全年拆船量預期將達1130萬載重噸，運力占比達5%，為近4年以來最高水平；VLCC在手訂單僅占總運力15%，低於過去十年平均水平；我們估算2019-2021年VLCC拆船量分別為910/600/580萬載重噸，運力增速維持2.0%/1.9%/2.0%的較低水平。未來三年需求增速高於供給增速，商業原油補庫存週期或助力需求強力反彈。全球商業原油補庫存週期與油運行業上行週期強正相關。經過2016-2018年上半年的去庫存，全球商業原油庫存已低於五年平均值；此外，18年以來油價走勢高企，OPEC增產不及預期、美國制裁伊朗等因素或進一步抬升油價中樞，刺激新一輪的補庫存週期提前開啟，將帶動油運行業需求迅速反彈。若不考慮補庫存週期，2019-2021年世界油運需求同比增長2.2%/2.6%/2.4%；若考慮補庫存週期，2019-2021年需求增速將達到3.2%/3.6%/3.4%，遠高於預期供給增速。

美重啟對伊朗制裁，或成觸發行業反彈的催化劑。5月9日美國總統特朗普宣佈美國將退出伊核協議，並在一定的寬限期後重啟對伊朗的制裁。我們認為此次制裁將對油運行業產生以下影響：（1）伊朗原油出口量減少；（2）伊朗國家航運公司的船隊退出市場。我們認為，伊朗原油出口減少會影響油運需求，但其他產油國可能會增加產出彌補缺口；伊朗控制全球5.3%的VLCC油輪運力，若因禁令退出市場，全球油運市場將在短時間內出現明顯的供給短缺，迅速推高油運運價。

2020年IMO低硫油新規實行，或出現“減速航行+加速拆解”的新局面。2020年IMO低硫油新規將實行，要求全球船隊使用含硫量低於0.5%的低硫燃油或安裝脫硫裝置。據國際船舶網預測，到2020年全球只有約5%的船舶安裝洗滌器，這意味絕大部分的船舶將使用低硫油。使用低硫油的成本高昂，一方面會加速高耗能老舊船舶的拆解，減少運力；另一方面會促使船東降低航速節省油耗，有效降低行業供給。

行業低估值構建安全邊際，上行週期盈利彈性巨大。2018年全球油運行業PB為0.8倍，達自1990年以來的最低值，構築明顯安全邊際；此外，油運行業盈利與運價水平呈強正相關，一旦行業上行週期開啟，有望迎來盈利*估值的戴維斯雙擊。我們認為，目前油運板塊具備看漲期權屬性，建議關注估值水平較低、規模較大的行業龍頭。

風險提示。中東地緣政治風險，全球商業原油補庫存週期不及預期，新船訂單大幅增加等。

建築工程：海外專題之一：海外需求總量和頂尖公司經驗及啟示

本文目的：投資增速持續下行，然而投資增速底在哪裡？而國內建築企業長期又該如何應對？我們嘗試研究總結海外經驗，包括海外需求總量經驗以及海外優秀建築公司應對策略，以探討國內建築行業以及建築企業的長期發展方向問題。

海外需求經驗：投資並非持續萎縮，而是小幅增長且呈現週期波動。從美國、日本、德國、西班牙的發展經驗來看，人口結構拐點出現後投資增速將進入平臺期，增速降為0，甚至為負增長，之後最高增速不超過10%，並且跟隨政策影響以及產能週期呈現週期性波動。我國2010年左右撫養比開始上升，疊加“四萬億元”刺激影響，投資增速進入下行通道，但長期需求總量不用過度悲觀，其需求動力主要來自於：1) 我國城鎮化仍有不小的提升空間，與發達國家有20%左右差距；2) 區域發展不均衡，中西部基礎設施、農村基礎設施水平有待提高；3) 更新改造、改擴建需求為投資總量提供支撐。

海外公司經驗：投資需求萎縮，收入端易受影響，但利潤端大多實現提升。從全球頂尖建築公司來看，在投資下行時，收入規模直接受影響，增速大概率下降，大部分都是通過海外拓展走出困境。但是利潤率不一定將隨著投資下行，更多取決於企業的業務結構。其中西班牙ACS拓展海外對沖國內經濟下行，多元化、特許經營提高利潤率；法國萬喜通過特許經營業務力爭做“世界上最賺錢的建築工程承包商”；德國豪赫蒂夫通過積極海外佈局，成為全球化極高的建築承包商，國際業務占比達96%；而日本國內前五大建築集團，以守為攻，提高本國市場佔有率鞏固龍頭地位，不同公司策略不同，但大多在國內需求低迷的情況下，實現了營業利潤的繼續提升。

海外經驗對我國建築企業的啟示。1) 較高的儲蓄率以及依然有不小空間的城鎮化率，長期來看國內投資需求進入平臺期後，更多有望呈現週期需求波動，對長期需求預期不能過於悲觀。並且當前經濟轉型期，國內投資需求不太可能出現斷崖式下滑的現象，目前我國建築企業業績情況也應該不會出現硬著陸。隨著政策寬鬆落地，短期需求預期向好，更為建築企業轉型升級提供充足時間。因此就3年期長度看，營業收入依然有望保持相對較快增長的確定性較高。2) 業務多元化佈局、海外拓展是應對國內需求的主要方向。我國建築企業正在圍繞主業展開相關多元業務，建築央企最為典型，就工程承包業務來說，大多從相對專業的公司走向綜合類工程承包商；PPP和BOT業務模式推動下，各公司的運營業務占比也在提升。國際化角度看，目前我國大建築央企的海外收入整體占比不高，占比最高的中國化學2017年海外收入占總收入的比例也沒到30%，隨著“一帶一路”戰略的不斷深入推進，我國建築企業的海外業務占比仍有較高提升空間。3) 拓展高附加值的運營業務，隨著PPP/BOT項目占比增加，我國建築企業利潤率提升值得期待。與國外企業不同，我國大建築公司為國有企業，更有實力和能力去從事具有高利潤率的投資運營項目，盈利能力的提升空間要遠比國外企業的內部改革來得大；營業利潤率的不斷上行將是大概率事件。因此長期看通過多元化和國際化對沖國內需求影響，通過業務結構優化提升利潤率水平、改善現金流情況，優勢建築企業的基本面和估值都沒必要長期悲觀。

風險提示。經驗可參照性不佳、政策波動風險。

公用事業：煤炭增量有空間，火電反轉正當時

7月全國原煤產量同比-2%，或因庫存堆放和環保限產，未來供給增量仍有空間。wind數據顯示，7月全國原煤產量28150萬噸，同比下降2%，增速今年來首次轉負，環比6月下降約1650萬噸。我們認為，產量下降的主要原因：1、庫存高，堆放原因導致產量下降；2、內蒙環保限產：7月內蒙伊旗原煤產量1337萬噸，同比-16%。由於產量下降並非供給無法釋放，因此，我們認為，未來煤炭供給增量仍有空間，我們依舊看供需反轉，煤價趨勢性下跌，2019年有望跌破500元/噸，火電行業仍是反轉的投資機會。

7月發電量同比+5.7%，火電增速回落，水電加速出力。國家統計局公佈7月數據，7月全國發電6400億千瓦時，同比+5.7%，環比增速下降1pct，日均發電206.5億千瓦時，創歷史新高。其中，火電同比增長4.3%，增速較6月回落2pct，由於降水量較去年同期多18.9%，多地來水增加，水電加速出力，同比+6%，增速較6月加快2.3pct。新能源發電漲跌各異：風電增速加快，同比+24.7%，環比6月加快13.3pct，核電受機組檢修影響，同比+14.2%，環比6月回落5.1pct，太陽能發電同比+10.9%，環比6月回落10.2pct。

三大因素拉動上半年用電增長，可持續性如何？國網能源研究院剖析上半年用電快速增長原因：經濟因素拉動用電增長約4.4個百分點，電能替代因素拉動用電增長約2.8個百分點，氣候氣溫因素拉動用電增長約2.2個百分點。其中，經濟因素存不確定性、電能替代穩步推進、氣候氣溫難判斷。我們認為，在第二產業增速、氣候氣溫存不確定性的情況下，未來經濟因素和氣溫氣候因素對用電增長的拉動也存在不確定性，同時，電能替代的推進又可能減少煤炭消費占比，因此，需求端增速存在回落的可能，疊加煤炭供給未來潛在的增量，我們堅定看好煤炭供需反轉，煤價趨勢性下跌，火電受益成本下降，仍是反轉投資機會。

投資建議：7月原煤產量同比-2%，但我們認為，主因或是庫存高和環保限產，而非產能問題，未來供給增量仍有空間。7月火電增速回落，水電加快出力，國能研究院剖析上半年拉動用電增長的三大因素，我們認為，經濟和氣候氣溫兩大因素存在不確定性，電能替代雖穩定推進，但也不利於煤炭需求，因此，未來需求端增速存在回落可能，我們堅定看好煤炭供需反轉，維持煤價趨勢性下跌和2019年跌破500元/噸的判斷，火電行業仍是反轉投資機會，持續調整後，火電更加值得看好。個股建議關注：華電國際，華能國際，皖能電力，福能股份。

風險提示：國企改革方向和力度對火電的影響具有不確定性。

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。