

2018年8月23日

財富管理-投資策略

宏觀

三四線城市消費怎麼看？——經濟結構系列之三

下行中的分化：三四線消費仍旺。從分省情況來看，三四線城市居多的中西部省份消費增速保持高增長，各省在人均消費性支出上的變化趨勢也與此相同。從城市層面來看，三四線城市的總消費增速遠高於一線城市，甚至在近兩年超過二線。

消費高增背後：去庫存與城鎮化。我們從人口和收入兩個角度來尋找線索。人口回流三四線？趨勢並不明顯。三四線消費高增是否緣於人口回流？我們發現，一二線城市常住人口規模增速仍遠高於三四線城市，並且一二線城市年輕指數也遠高於三四線城市，說明年輕人依然更青睞一二線城市。因此，從人口規模和人口結構角度看，都沒有觀察到有利於三四線消費增長的變化。城鎮化進程推進，收入帶動消費。過去幾年，三四線城市城鎮人口占比逐年提升，大部分三四線城市農村人口縮減幅度均大於全國平均水平。城鎮化的推進帶來了大量新增城鎮居民。農村居民入城之後，隨著收入改善、生活方式和消費觀念改變，消費規模也會隨之擴大。三四線地產繁榮，帶來“拉動效應”。值得注意的是，雖然三四線城市並無人口回流，但是近年來其房地產銷售卻較為火爆，這主要得益於以棚改貨幣化安置為主的地產去庫存政策。而地產繁榮對消費存在明顯拉動作用：一是量的方面，地產銷售會帶來引致需求，即拉動地產後週期類消費品的需求，這類消費品本質上是房地產的“互補品”，包括家電、家具和建材等。二是價的方面，房價上漲會帶來“財富效應”，即居民財產性收入增加，使得其購買力提升，從而促進消費，尤其是非必需品、奢侈品的消費。一言以蔽之，棚改貨幣化推進帶來的三四線房地產繁榮，是拉動三四線城市消費高速增长的重要原因。

高增速能否維持？前景難言樂觀。一二線人口集中趨勢難改。從國際發展經驗看，人口向大中城市群集中才是普遍規律，目前我國一線城市人口增速依然保持高位，受政策調控因素放棄遷入一線城市的居民將轉而湧向二線城市，長期來看，三四線城市並不能夠依靠人口回流來維持消費的高速增長。城鎮化尚有空間，但進程放緩。隨著城鎮化的推進，三四線城市的消費提升還有一定空間。但城鎮化的進程已經開始放緩。因此，由城鎮化帶來的消費效應預計將有所減弱，而消費升級帶來的結構變化將比總量增長更值得關注。棚改貨幣安置退潮，房價擠出效應強化。三四線城市房價上漲主要來自棚改貨幣化安置的帶動，政策推出的本意是為化解三四線城市過高的商品房庫存，而目前去庫存已基本完成，棚改貨幣化安置已完成其歷史使命，而其副作用仍在持續發酵，包括助推三四線房價上漲、推升地方政府隱性債務等。7月底政治局會議定調“堅決遏制房價上漲”，我們預計棚改貨幣化未來將會逐漸退出，而7月PSL貸款的縮量也印證棚改貨幣化安置的退潮。這就意味著房地產對三四線城市消費的拉動效應將有所減弱。而地產繁榮對消費不僅有“拉動效應”，也有“擠出效應”。居民舉債購房增加債務負擔，將透支購買力，擠出消費，這也正是今年以來消費低迷的核心原因。目前部分三四線城市房價收入比已經超過一二線城市，房價上漲對三四線消費的負面影響將逐漸顯現。

固定收益

萬億地方債提速，配路力量如何？

地方債發行提速，利率債供給高峰在8-9月。

8月14日，財政部發文要求加快專項債券發行進度，截至9月底累計完成新增專項債券發行比例不得低於80%。根據我們的測算，假設置換債在8月發行完畢，8-9月平均每月地方債發行量或在9000億左右，遠高於去年同期4100億的發行量，8、9月淨發行量同比大幅增加5600億和2700億。但10-12月地方債發行壓力明顯減小。我們預計8-12月記帳式國債、地方債、政金債平均每月總發行量在1.1萬億左右，淨發行量7200億左右，分別比去年同期增加2200億和800億。從發行節奏來看，8-9月利率債發行壓力較大，平均每月發行量近1.5萬億，淨發行量近1.1萬億，主因地方債放量。誰在買地方債？吸引力如何？

全國性銀行和城商行是增持主力。今年前7月全國性銀行、城商行、廣義基金為前三大增持機構，增持量占債券增量的比重為73%、12%和7%。從存量來看，全國性銀行是地方債和鐵道債的最大持有機構、7月末占比75%。

地方債與國債利差增大，表內比價收益率提升。財政部同時要求地方財政不得以財政存款等對承銷機構施加影響人為壓價。事實上，地方債與國債發行利差逐年走高，發行“壓價”行為有所改善。以發行量最大的5年期地方債為例，16年/17年/18年前八月地方債發行利率與同期限國債發行利率平均利差分別為24BP/39BP/56BP。而今年以來扣除資本佔用後的地方債收益率不弱於同期限國債收益率，8月中上旬5年期國債和AAA地方債平均收益率為3.26%和3.78%，扣除資本佔用後，地方債比國債收益率高出15BP。

一二級價差、流動性問題仍存。今年以來5年期AAA一般地方政府債一二級利差均值為22BP、專項債為12BP。地方債一二級利差問題對於持有到期賬戶的影響較小，但對於基金等交易類賬戶的影響較大。此外，地方債流動性欠佳也是影響交易類賬戶配置的一大原因。

地方債放量如何影響機構配債行為？

風險權重或調整提升吸引力。銀行配置地方債的一大優勢在於可以派生地方存款，而當前扣除資本佔用後的地方債收益率高於國債。另外，中證報頭版報道，地方債風險權重有望近期從原來的20%調降至零。若未來地方債與國債一樣享有0%的風險權重，則勢必提升地方債對銀行的吸引力。地方債或擠佔銀行表內其他債券額度。過去兩輪地方債供給放量發生在16年3-6月和17年7月，對商業銀行的信用債、政金債配置產生擠出效應，但廣義基金的快速發展一定程度承接了這兩類債券供給。今年以來，廣義基金債券持倉增量同比明顯下滑，分券種來看，境外機構超越銀行成為國債第一大增持機構，政策性銀行債主要靠銀行和券商增持，信用債主要增持機構為廣義基金和券商。從銀行資金運用端來看，近兩月貸款增速回升，但配債增速下滑，後續地方債發行加速或將擠佔銀行表內其他債券的額度，如政金債和信用債。

債牛短期受阻，長期依舊看好。大規模政府債券的發行一方面收緊了貨幣市場流動性，另一方面幫助商業銀行重新擴表，抬升通脹預期，債券牛市短期受阻。未來要密切關注政府債券發行的規模和影響，如果出現政府加社會融資增速的持續回升，那麼債市或會繼續承壓。但是靠基建投資會擠出居民消費和企業投資，難以帶來真正的經濟增長，這意味著經濟長期衰退的風險並沒有消除。借鑒日本的經驗，大規模基建投資帶來的是短期滯脹和長期蕭條，因此債券長期牛市的趨勢並沒有結束，短期調整反而是配置的機會。

策略

最新一周資金入市合計約淨流出81 億元

(1) 最新一周資金入市合計約淨流出81 億元。最新一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流出81億元，而前一周資金淨流入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21億元；公募基金新發行增加7億；滬股通規模增加0.66億元；深股通規模減少9.72億元。

(2) 市場情緒下降。上周年化換手率為143%，前一周為164%，07年高點1658%；上周市場成交均值為274.02億股，前一周為312.06億股；融資交易占比7.36%，前一周7.2%，歷史高點為19.5%，市場情緒下降。

(3) 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7650億元，股票融券餘額為29億元。融資融券餘額全市場流通市值占比為2.69%，融資融券交易在融資融券標的中的交易占比達到14.78%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為109.28%，較前一周上升，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.42%，較前一周上升。一周融資買入1008億元，較前一周下降，融券賣出27億元，較前一周下降。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-29億元，前一周總淨買入額-89億元。

(4) 產業資本在二級市場淨減持6.26億元。根據WIND統計，截至8月17日當周產業資本在二級市場淨減持6.26億元。其中，主板淨減持4.31億元，中小板淨減持0.36億元，創業板淨減持1.59億元。從行業來看，建築增持市值最大，為0.64億元；農林牧漁減持市值最大，為2.53億元。從個股來看，卓郎智能增持市值最大，約0.73億元，羅牛山減持市值最大，約2.63億元。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

行業研究

建築工程：海外需求總量和頂尖公司經驗及啟示

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。我們認為，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。因此我們認為就3年期長度看，營業收入依然有望保持相對較快增長。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%，我們認為隨著“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，我們認為，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，我國大型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，我們認為，通過多元化和國際化對沖國內需求波動；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。我們看好整個建築行業的未來發展前景。風險提示：經驗可參照性不佳、政策波動風險。

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、董事及雇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。