

2018年8月28日

財富管理-投資策略

## 宏觀

### 如何看待升溫的通脹預期？

近期豬價、菜價紛紛回升，並在豬瘟、水災等事件的驅動下漲幅進一步擴大，通脹上行的預期也快速升溫，怎樣看待當前的通脹預期？未來CPI走勢又將如何？本文將進行分析。

疫情推升豬價預期。近期豬價持續回升，而8月開始我國多地又出現非洲豬瘟疫情，進一步推升了未來的豬價預期。非洲豬瘟傳染性強、死亡率100%，需對疫區生豬全面撲殺，目前已合計撲殺2.5萬頭，不過這與我國生豬存欄量32340萬頭相比，影響仍較有限。歷史上，大規模疫情導致生豬存欄量下降、後期豬肉供給減少，往往引發豬價大幅上漲。今年非洲豬瘟疫情的發生正好處於豬價觸底反彈的階段，雖然相比06年和10年的大規模疫情，現階段撲殺數量並不算大，但擔憂並未消除。此次國內非洲豬瘟的發病原因和原始傳染源還未確定，不能下結論疫情已被控制還是會繼續擴散，因此，後續的豬價走勢仍要關注疫情演變：我們測算，如果豬瘟情況止步於目前狀態，那麼豬價9月前將保持季節性反彈，年內豬肉CPI同比最高回升至-7%左右，推升CPI的同比約0.07個百分點；而如果豬瘟進一步擴散、加速豬週期提前見底，使豬價拐點提前到來，那麼大約半年後豬肉CPI同比將回升至10%，推動CPI同比上升約0.6個百分點，帶來通脹擔憂。

產區水災菜價上漲。7月至8月中旬，菜價整體保持季節性回升，但8月下旬以來菜價加速上漲，也引發了蔬菜大幅漲價的預期。原因主要是壽光遭遇水災，蔬菜大幅漲價。而壽光是我國重要的蔬菜產區和全國最大的蔬菜集散中心之一，壽光菜價往往被當作蔬菜價格的重要觀察指標，8月20日農業部重點監測蔬菜平均批發價較前一日跳升了接近5%。壽光水災最終將對價格產生怎樣的影響？一方面，要看對蔬菜供給造成多大損失，壽光16年蔬菜播種面積是全國的0.2%，當年蔬菜產量是全國的約0.6%，壽光蔬菜生產效率全國領先，但絕對產量相對全國的比重其實有限，短期蔬菜短缺主要影響山東當地及北京等華北地區，更偏向局部性。另一方面，歷史上水災對菜價的衝擊往往不具備持續性，菜價轉向全面暴漲的可能性不會很高，當前全國菜價的回升或仍主要是季節性。

通脹短期升溫，長期難獲支撐。短期通脹或有回升。豬價和菜價的擔憂短期難以完全消除，菜價對未來2-3個月的通脹可能形成擾動，而豬價走勢則要密切跟蹤疫情的擴散情況，可能影響半年後的豬價。除此之外，其他價格也存在一定支撐：一是居民消費走弱，減少高端和奢侈品消費，但更多地集中到食品、服裝、日用品等必需品，對CPI統計的必需品價格形成支撐；二是供給約束疊加政策表態加快基建投資，短期也支撐了上游相關商品的價格；三是7月PTA等部分上游商品已經開始影響衣著生活資料價格，需要關注是否會進一步傳導到消費品價格。因此，綜合來看，下半年CPI走勢可能有所回升，在菜價和豬價擔憂不能排除之前，短期3-6個月內存在滯脹的預期和風險。但長期來看，通脹仍會趨於回落：第一，從成因來看，近期通脹預期的升溫最主要是來自供給的擾動，而如果需求不支持，那麼供給受限的確會帶來短期價格上升，但很難形成趨勢。第二，當前經濟最

主要的特徵仍是缺乏需求，當前生產和需求走弱，PPI價格大概率持續下滑，非食品價格上升的壓力將會減輕，而食品供給的擾動逐漸減弱後，需求將再度主導物價走勢。第三，歷史上出現高通脹通常也與貨幣大幅放鬆有關。幾次CPI同比高於3%的情形發生之前，M2同比增速都達到了15%以上。去年我國M2增速大降，今年M2增速企穩，但也只有8.5%。近期貨幣政策的確明顯放鬆，但與以往幾輪大的寬鬆相比，當前的貨幣增速還不足以刺激物價全面上行。

## 經濟觀察：工業利潤增速再降

工業利潤增速再降。1-7月規模以上工業企業利潤總額增速17.1%，其中7月當月增速16.2%，較6月繼續回落。成本持續下降、工業企業利潤率持續高位，令今年以來工業利潤增速保持在相對高位，但受工業品出廠價格漲幅收窄、購進價格漲幅擴大影響，近期工業利潤增速加速下行。

貢獻主要來自上游。1-7月新增利潤較多的行業主要是石油、鋼鐵、建材、化工等四大上游行業，對工業利潤增長的貢獻率為66.6%。分行業看利潤增速變化，下游行業漲少跌多，汽車、醫藥拖累較大；中游行業漲跌互現，電力熱力大幅下滑；

儘管上游行業普遍下滑，但仍是利潤的主要貢獻者。

工業收入增速暫穩。1-7月規模以上工業企業主營收入增速9.9%，其中7月當月增速9.9%，因低基數小幅反彈。7月工業品出廠價格漲幅收窄、工業增加值增速低位持平，指向工業產銷均較低迷。工業庫存繼續回補。7月工業產成品存貨增速9.5%，連續3個月回升。庫存收入比50.5%，處歷年同期偏高水平。需求放緩快於生產，令庫存被動回補，而價格漲幅也相應收窄。

後續依舊承壓。今年以來工業利潤仍保持較高增長，從中觀看，貢獻主要來自於上游行業，從微觀看，貢獻主要來自於成本費用下降。但上游行業產能擴張受限，投資擴張無力，中下游行業利潤改善幅度有限，未來成本費用下降空間也較有限，後續隨著經濟下行，工業利潤增長依舊承壓。

## 固定收益

### 債牛短期受阻，調整就是機會

專題：銀行表內資產負債變化

資產增速止跌企穩。17年以來，受去杠杆、嚴監管影響，銀行總資產增速持續下滑。16年初至18年3月，小型銀行總資產增速下降19個百分點，下滑幅度最大。但18年6-7月，因貸款增速回升，銀行規模同比增速略有回升，但仍在低位。截至18年7月，銀行總資產同比增速為7.4%。

資產端：貸款占比提升，債券增速下降，表外擴張受限。17年以來，銀行貸款增速穩定在13%左右，占比提升；債券投資增速下降至12%；股權及其他投資18年以來為負增長，反映了銀行通過非銀創造信用貨幣的渠道被封堵。其中，大行貸款占比略有提升，債券投資穩定，股權及其它投資萎縮；中小行貸款增速緩降而占比提升，債券投資增速略降，股權及其他投資占比下滑。

企業貸款：久期縮短，風險降低。2018年前7個月企業新增中長期貸款占比72%、比去年同期下降25個百分點，短期貸款（含票據融資）占比提升至24%。從貸款風險偏好來看，近一年來小微企業貸款增速下滑幅度最大。

負債端：同業負債增速開始企穩回升，存款增速止跌企穩。2016年以來，受同業監管和居民存款搬家的影響，銀行同業負債、同業存單、一般存款增速依次下滑，銀行負債端壓力較大。但到了2018年，隨著貨幣政策的調整，銀行負債壓力有所緩解。18年以來，同業負債增速由負轉正，而後穩步回升，18年7月增速為6.6%、創18個月新高；債券發行增速開始個位數低增長；企業和個人存款增速微幅下滑，主因企業存款增速持續下滑，個人存款增速穩定。

本周債市策略：債牛短期受阻，調整就是機會

央行穩定資金面。央行上周減少逆回購投放，在無到期的情況下投放1年期MLF，並宣佈將於27日進行3個月期1000億國庫定存招標。央行鎖短放長一方面維護資金面穩定，同時防止短端利率過低；另一方面投放長錢，緩解銀行債券繳款對資金面帶來的擾動，促進銀行進行債券和信貸配置。

債牛短期受阻。近期通脹預期抬升，食品價格方面，豬瘟疫情若繼續蔓延將推升豬價上漲，壽光水災加劇蔬菜批發價格指數上漲；商品價格方面，基建投資加碼抬升部分商品價格，人民幣貶值或引發部分進口商品價格上漲。我們認為短期債牛受阻，源於財政積極加碼、政府發債衝擊流動性，而食品價格上漲抬升短期通脹預期。此外，9月美國加息在即，也對國內流動性有短期制約。

調整就是機會。但從長期來看，靠基建投資換不來長期經濟增長，而上半年融資回落的效果將體現為後續的經濟下行，通脹長期回落的趨勢不變，而在影子銀行監管之下債務違約風險難消，因此未來以利率債和高等級企業債為標誌的債券牛市仍未結束，3季度的短期調整將提供投資機會。

## 行業主題

### 銀行：中小行中報息差同比擴大，盈利能力改善

近期行業觀點：目前披露中報業績的11家銀行來看，大多數銀行二季度營收增速加快，主要受益於息差擴大、非息收入提速。其中，息差的提升主要來源於資產端結構調整及到期重新定價提升：上半年的新增貸款投放向定價較高的消費貸、信用卡；並且負債端的成本壓力也逐漸傳導到資產端，到期續作的貸款進而提價。非息收入來自于手續費增速的回暖或債券投資收益及估值的提高。二季末有5家銀行總資產增速已環比回升，主要源於信貸投放放量。我們預計在信貸政策指導下，下半年貸款投放加速將帶動資產增速全面回升。並且由於同業負債成本已明顯改善，負債擴張的約束邊際緩和，負債結構調整基本到位。

資產質量方面，多數銀行不良率環比下降或持平，而不良生成率較一季度略有回升。我們認為這一方面源自去杠杆環境下企業再融資缺口的影響；二是部分銀行提高了不良認定準確度。

我們維持下半年行業“息差改善+資產質量分化”的判斷。當前銀行板塊2018Q1的PB估值為0.90倍，價值相對低估，給予行業“優於大市”評級。公司推薦光大銀行（股份制銀行中撥備前利率增速最高、PB估值偏低），建議關注興業銀行（受益同業負債成本下降）、建設銀行（大行中資產質量最優、淨利息收入增速最高）。

7月信貸收支表：1）各項墊款增加，顯示信用風險仍存。2）股權及其他投資降幅趨緩，顯示7月以來資管新規、非標監管政策的微調效果。3）大行貸款投放增長好於中小銀行，源自政策引導與基建拉動。4）中小銀行結構性存款環比重回增長，存款定期化，同業負債占比略有反彈，但息差並不悲觀。

近期表現回顧：8/20-8/24期間，銀行板塊漲幅4.22%，與滬深300相比有相對收益1.25個百分點。其中，國有銀行漲幅3.66%，股份制銀行漲幅4.70%，城商行漲幅3.37%，農商行漲幅4.39%。個股方面，漲跌幅前三為平安銀行漲幅13.85%，吳江銀行漲幅5.62%，常熟銀行漲幅5.58%。漲跌幅後三位為杭州銀行漲幅2.08%，北京銀行漲幅2.29%，中國銀行漲幅2.32%。

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。