

2018年10月16日

財富管理-投資策略

## 策略

### 如果滯脹，該配什麼？

核心結論：①經濟學定義的滯脹指經濟停滯、嚴重通脹、大量失業，中國沒有出現過，股市投資時鐘討論的滯脹指經濟增速下滑、通脹增速上行，中國出現過兩次：07/10-08/4、10/4-11/9。②回顧美國及中國投資時鐘，滯脹期大類資產表現：現金>債券>商品>股票。③從股市行業表現看，滯脹期消費類行業業績韌性更強，有相對收益，如農業、醫藥、食品飲料等。④目前GDP同比下降、CPI同比上升，但未達通脹水平，是類滯脹特徵，龍頭策略、業績為王。

滯脹魅影再現。①2007/10-2008/4、2010/4-2011/9中國出現過股市定義的滯脹。經濟學定義的滯脹是指經濟停滯、嚴重通脹和大量失業並存的現象。股票市場通常提到的滯脹是類滯脹概念，即經濟增速（GDP）下滑，通脹（CPI）上行的狀態，本文所討論的均是股市範圍定義的滯脹。嚴格的滯脹情形很少出現，最典型的是1970年代，美、歐、日等主要發達經濟體陷入長達10年的滯脹期。過去三十年中國基本沒有出現過經濟學定義下的滯脹，但存在“類滯脹”狀態，一般是經濟過熱之後經濟增速開始下行，通脹還在高位，即經濟增長週期領先於通脹週期。兩個典型區間是：2007年10月-2008年4月、2010年4月-2011年9月。②目前開始出現類滯脹特徵。最近一段時間宏觀經濟再次出現類滯脹跡象，18Q2我國GDP當季同比增速為6.7%，萬得一一致預期下18Q3、18Q4 GDP同比增速分別為6.6%、6.5%，經濟增速小幅下行。CPI同比增速7、8月連續兩個月上升到2%以上，8月為2.3%，近期豬價、油價上漲，預計9、10月份仍將維持在2%以上。

滯脹時大類資產與行業表現。①股市定義的滯脹環境下，大類資產：現金>債券>商品>股票。按照“美林時鐘”理論，滯脹階段資產配置順序依次為現金>商品>債券>股票。我們在中國審視滯脹時期的大類資產表現，和美林時鐘略有不同，中國兩次類滯脹期大類資產表現：現金>債券>商品>股票。②股市定義的滯脹環境下，股市行業：必需消費品超額收益明顯。從股市行業表現看，滯脹期經濟增速下行，強週期的週期、金融、地產行業盈利受損嚴重，股價表現較差，而消費行業尤其是必需消費品憑藉剛性銷量，疊加漲價利好，盈利向好，弱市中防禦性顯現，股價表現較強。美國股市滯脹期間超額收益居前的行業是石油天然氣、醫藥、公共事業、必需消費品。就國內看兩次滯脹期間農業、食品飲料、家電、醫藥等消費行業超額收益明顯。

業績為王，必需消費業績韌性更強。①盈利二次探底，龍頭為首，業績為王，必需消費品韌性更強。這輪A股盈利回升週期始於2016年中，至2017年底持續1年半，進入2018年後增速開始回落，進入右側探底區，我們認為這輪盈利二次探底不會像2008年、2011年那樣斷崖式下跌，盈利波動更類似於W型。中報數據還未反映盈利數據的回落，10月底三季報公佈，預計企業盈利增速將回落，這有可能加劇市場的擔憂。而在滯脹預期下，必需消費品行業的業績韌性相對明顯，並且近期穩增長相關

措施的頻頻推出。②從細分行業看，豬價景氣度提升，基本面望觸底企穩。醫藥板塊創新藥景氣有望持續，靜待四季度估值切換。食品飲料估值調整後消費升級趨勢延續，高端白酒、啤酒業績最為確定。家電整體盈利承壓，白電估值盈利匹配度最佳。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 宏觀

### 復蘇後的下一步——美國經濟的現狀與變化

今年1-2季度，在減稅政策的刺激下，美國經濟表現強勁，核心通脹也達到目標區間。美國經濟的這種趨勢會持續多久？未來需要注意哪些變化？

當前經濟：稅改助力強勁復蘇。今年以來，美國經濟整體保持強勁的復蘇。而7-9月的消費、生產、就業等數據顯示，3季度美國經濟仍有望維持不錯的表現。今年美國經濟強勁的主要貢獻，在於經濟復蘇時期減稅帶來的刺激。據美國稅務政策中心（TPC）測算，本輪減稅實施，會提升美國2018財年名義GDP達0.8個百分點。實際數據也印證了減稅的效果。企業方面，2季度美國企業利潤增速7.3%、私人固定投資實際同比5.8%，均處於歷史較高位置，減稅對提升企業利潤，進而促進投資起到了作用。居民方面，年初以來美國個人所得稅增速從4%以上大幅降到1%以下，同時期美國個人可支配收入和個人消費增速分別上升到5.2%和5.3%的高位，減稅對居民消費的刺激也十分顯著。減稅的助力下，美國今年以來經濟表現的確搶眼，但我們認為未來更需要關注流動性、政策擾動和外部環境等方面的變化。

變化一：加息後期，貨幣收緊抑制投資。首先，通脹穩步回升達到目標區間，而薪資持續改善，美國進入了加息後期。根據美聯儲9月FOMC會議的預測，2019年可能還有三次加息，基準利率達到3.1%，2020年可能還有一次加息，利率將達3.4%，這都高於3.0%的長期中性利率水平。過去每次美國加息中後期，流動性收緊都對企業盈利產生擠壓，進而又促使其減少投資，帶來私人固定投資增速回落。而隨著利率上升，美國30年期房貸利率從16年底的3.4%左右上行至當前的接近5%，住房貸款餘額增速今年開始放緩，美國新建住房銷售套數也出現了回落，這也將最終使私人住宅投資降溫。

變化二：政策擾動，增速明年或放緩。其次，今年美國的一些新的政策一定程度上也會改變經濟增長的節奏。一是減稅政策對經濟增速帶來的變化。減稅的刺激效果在之後幾年會遞減，並且本次減稅還不同於以往幾輪經濟下行時的減稅，是發生在經濟復蘇時期，因而效果傳導也可能更快；二是今年特朗普發起貿易摩擦可能透支美國未來的增長，短期內，美國企業傾向於搶先進口，擴大庫存投資。但未來如果短期擴大進口帶來的主動補庫存減弱，那麼存貨投資在經歷前期透支後，很可能回落。2季度美國製造業存貨同比增速已從1季度的5%左右降至3%。而長期看，貿易摩擦也會提升經濟運行的成本，不利於美國經濟效率提升和增長。這兩方面因素疊加，又拉高了今年的基數，也會壓制明年經濟的增速。

變化三：新興市場減速，美國難逃拖累。最後，今年新興市場經濟普遍減速，歐洲、日本經濟復蘇步伐也有所放緩，也必然會拖累美國經濟。一方面，美國很多大企業都是跨國經營，17年境外利潤大約占到美國企業全部利潤的21%，外國經濟增長放緩，將影響利潤匯回及企業投資擴張；另一方面，新興市場減速疊加加息週期美元升值，外需對美國經濟的拉動也會進一步減弱。8月美國對墨西哥、中國等主要新興市場的出口增速已降至2.7%的近兩年最低水平，美國總出口增速也連續第三個月放緩。

總結來說，減稅對消費和投資的貢獻可能仍會在未來1-2個季度內持續。但往後看，隨著加息後期流動性收緊，明年減稅效應減弱，疊加貿易摩擦和新興市場經濟減速的影響逐漸顯現，美國經濟正逐步接近復蘇的尾聲。

## 行業主題

### 傳媒：國務院連發兩文推進證照分離，擴展文娛產業內容

兩文件對文化傳媒行業從行政審批和扶持方向上均有明確指引。年初至今在監管和政策趨嚴的背景下，傳媒行業指數（申萬）整體回調超40%，行業出現了遊戲版號審批暫停、遊戲產品總量控制、規範影視行業稅收等事件。行業亂象的曝光也在監管趨嚴的背景下得到集中的規範和整治，中長期有利於行業在符合規範的前提下健康發展。我們認為此次國務院連續發出的兩文件針對文化傳媒行業的流程審批和重點扶持對象——電影、遊戲、文學等方面給予了積極預期，有助於消除對審批流程暫停和行業發展前景的悲觀預期。根據國家統計局的數據，2017年全國文化及相關產業增加值為34722億元（YOY+12.8%），占GDP比重為4.2%，比上年提高0.06PCT；當前文化傳媒行業的發展態勢良好，對國民經濟的重要性也不容忽視。

投資建議：政策提出的積極措施有望堅定市場信心，在行業集中度提升的背景下，重點關注細分行業龍頭。當前仍重點推薦政策扶持力度大且行業景氣度較高的“知識產權保護與正版化”方向，建議關注視覺中國（圖片）、平治信息（文學）；細分行業方面：1）遊戲台塊我們認為版號審批的放開在未來是大概率事件，版號放開後相應廠商產品上線有望正常化，關注產品儲備較為豐富的行業龍頭完美世界、三七互娛、遊族網絡；2）營銷板塊仍然看好線下樓宇廣告領域具備絕對渠道和流量優勢的分眾傳媒，3）影視板塊當前處於稅收規範進程中，龍頭公司抵禦風險能力更強，建議關注光線傳媒（電影）和華策影視（電視劇）。

風險提示：政策監管趨嚴；商譽減值；項目盈利波動較大；產品上線時間延期。

### 房地產：詳解預售制——政策分析及國際經驗借鑒

定性和定量分析預售制度變化與對行業影響。我們認為，預售許可證影響了市場的供給。預售合同登記備案影響了銀行放款。預售款專用有利於促進原有項目的開工建設。我們認為，預售制度如果愈發嚴格，預售時間的推遲會對房企造成以下影響：1）銷售淨利潤率、IRR下行；2）現金流壓力

變大，現金流回正時間拉長。一旦預售制度發生變化，房企可能的應對措施如下：1) 加快施工節奏；2) 提高銷售單價；3) 拿地更加審慎，減低土地出價。此外，制度變化對行業的影響：1) 供應結構改變，預售制度調整對接下來兩年的新增供應產生負面影響，如果拉長時間看對未來長期供應影響不大；2) 房企整體資金面受影響，體現為回款速度變慢或者資金成本上升；3) 投資、新開工意願下滑。同時我們採取案例分析方式對以上問題進行定量分析。

商品房預售制未來演變的分析。如果預售制度需要變動，我們認為應該因城施策去匹配城市的取證庫存及未來兩年土地供應計劃，且不宜一步到位，應逐步趨嚴。對於短期庫存較少的城市來說，更適宜採取的是提前加大供地，再採取新老劃斷的模式。對於短期庫存較多的城市來說，更適宜採取的是加大去庫存的力度，同時配合供地計劃。此外土地出讓時，逐步在土地出讓條件中明確規定是否可以進行預售也是可選擇的過渡方式。

風險提示：行業面臨加息和政策調控兩大風險。

## 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。