

关注信用风险 把握结构方向

——2018年6月股票市场投资策略

市场回顾

2018年5月，上证综指、深证成指、中小板指、创业板指涨跌幅情况分别为0.4%、-0.3%、1.4%、-3.4%。5月中下旬，债市违约事件出现加速迹象，信用收缩担忧情绪明显提升，因而现金流相对稳健的行业更加受到股票市场投资者的青睐，也是食品饮料、休闲服务、医药生物等行业5月明显跑赢市场的原因所在；地缘政治局势有所缓和叠加基本面处于低点、国防军工持续回吐一季度涨幅、5月跌幅最为居前，而钢铁等周期板块则受制于信用收缩担忧同样跌幅居前。

图：2018年5月行业涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，招商基金

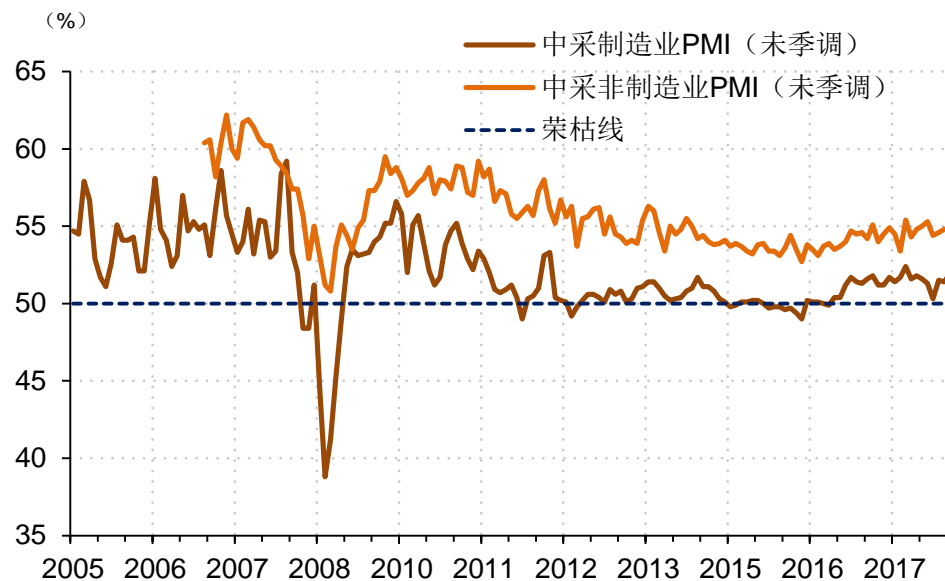
A 股市场关键变量分析

量价推升二季度经济走强 后续仍存不确定性

略超市场预期的 5 月 PMI 数据和高炉开工率、日均耗煤量增速等高频中观数据显示，二季度经济持续走强、尤其是生产端。二季度经济走强的驱动力量包括量和价的因素：量方面，春节滞后及两会拉长等原因导致开工延迟，贸易摩擦预期上升带动出口提前，因而部分一季度的生产和需求滞后至二季度，同时，二季度的需求可能透支了部分后续的出口量；价方面，基数原因导致二季度 PPI 同比抬升。

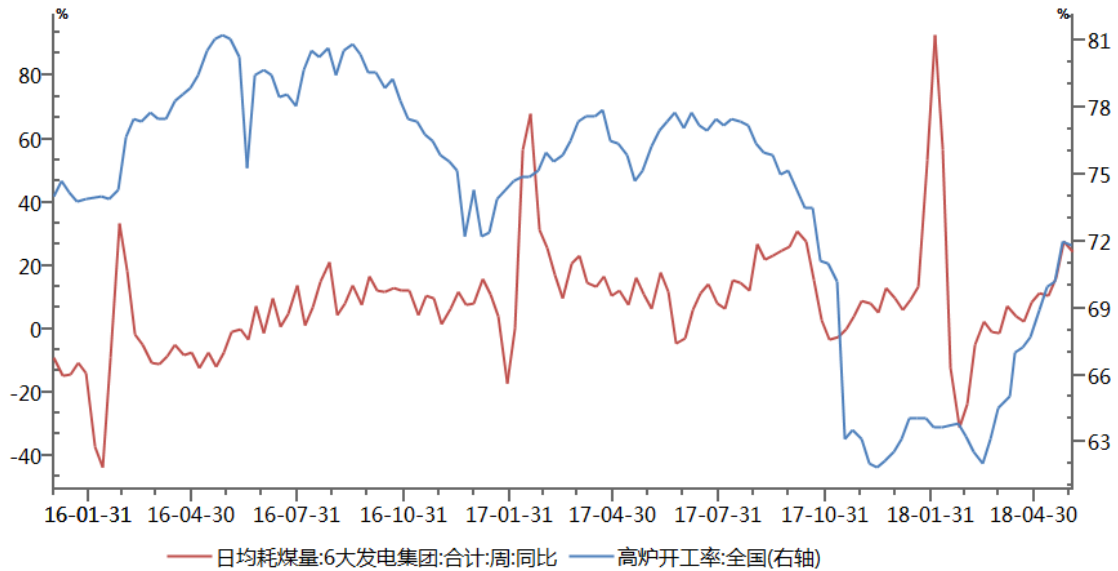
往前看，预计前期被抑制生产需求释放、后续出口提前透支、PPI 同比上行的情况在 6 月仍将继续（但变化幅度或小于 5 月），但考虑到较为领先的社会融资总量等指标今年持续低迷，同时下半年 PPI 同比或将由于基数原因重回收窄通道，当前较好的生产情况或将被未来下行的需求所拖累；事实上，今年以来的基建投资、建安投资等需求面数据持续走差。

图：5 月 PMI 数据继续走强



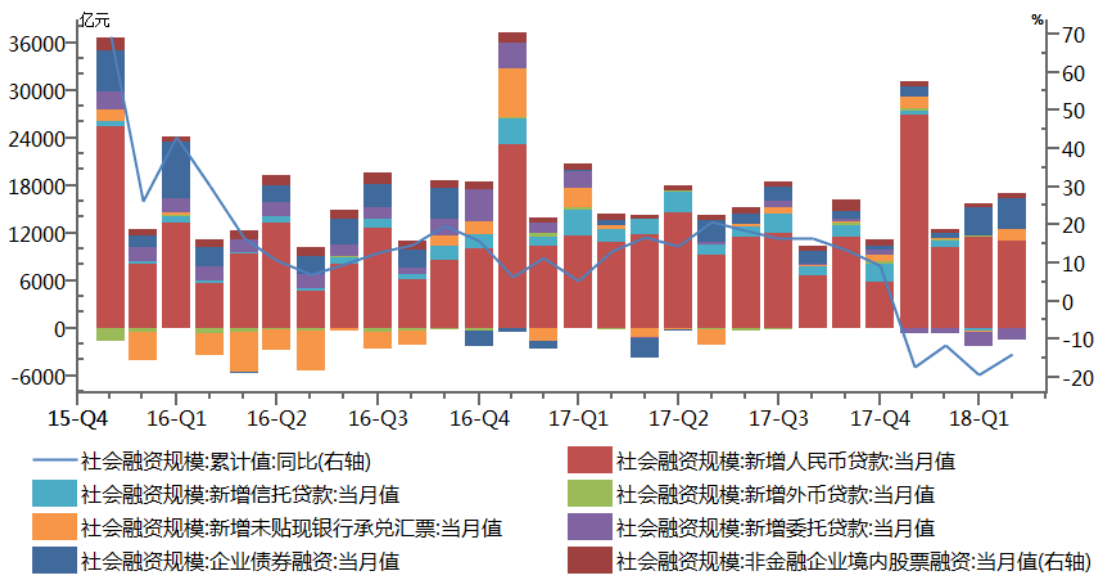
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：中观高频数据显示二季度经济走强



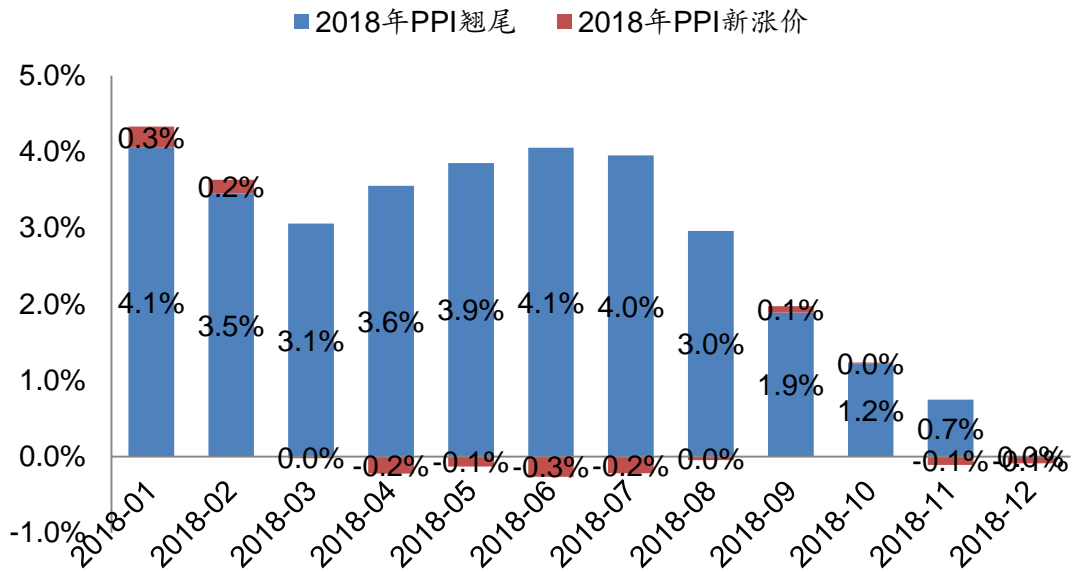
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：社会融资存量今年以来持续负增长，表外融资渠道严重萎缩



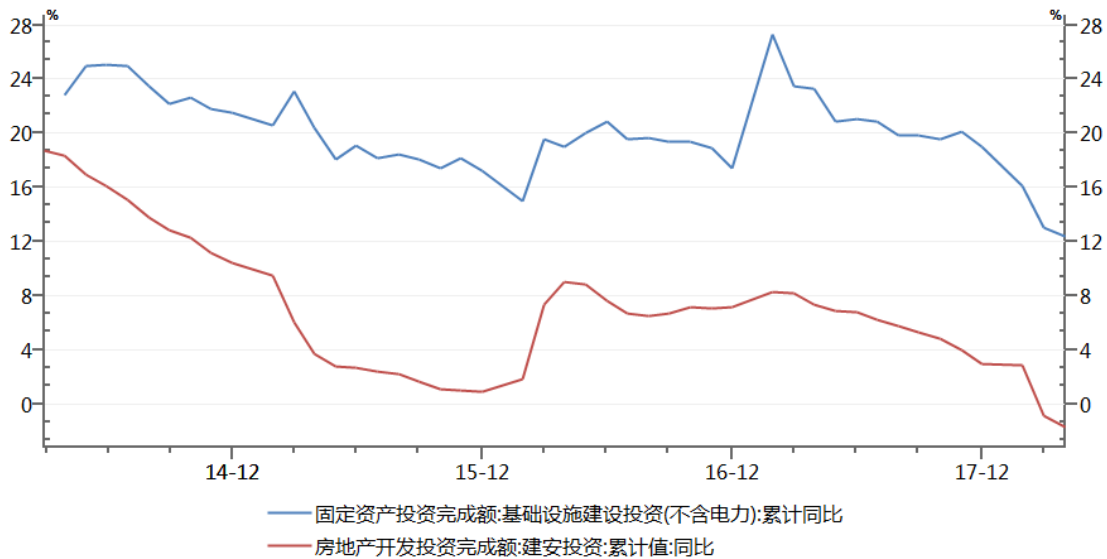
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：二季度 PPI 同比走高，下半年或重回收窄通道



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：今年以来基建投资、建安投资持续走弱



数据来源：Wind 资讯，招商基金

债务违约风险担忧发酵 央行政策稳定预期

截至 5 月底，2018 年新增违约发行人数量已达 8 家，其中有 5 家均是在 4 月下旬以来暴露违约；新增违约主体数量已经高于去年全年数量，呈加速迹象；此外，今年的违约主体出现了上市公司的身影。具体来看，2018 年新增违约发行人主要包括三类：产能过剩行业

低资质发行人，企业内控和信息披露存在问题的民营发行人，而更多则是由于内部现金流不佳、财务杠杆高企、严重依赖表外融资渠道、在金融严监管政策背景下导致再融资急剧收紧导致违约的发行人，且这种情况多发生在贷款融资难度较大的民企身上。债务违约担忧风险上行，也导致信用利差持续扩大。

另一方面，央行有意缓解货币供给压力，并积极引导纠正市场过度悲观的预期。继4月底降准释放4000亿流动性之后，央行再度在6月1日决定扩大MLF担保品范围——新纳入了不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款；此举有助于缓解过度担忧情绪带来的融资恶性循环，促进信用债市场健康发展。

图：新旧MLF担保品范围对比



资料来源：Wind 资讯，光大证券固收组，招商基金

图：今年前5月债券违约情况



数据来源：Wind 资讯，中金公司固收组，招商基金

图：利率下行，但信用利差扩大

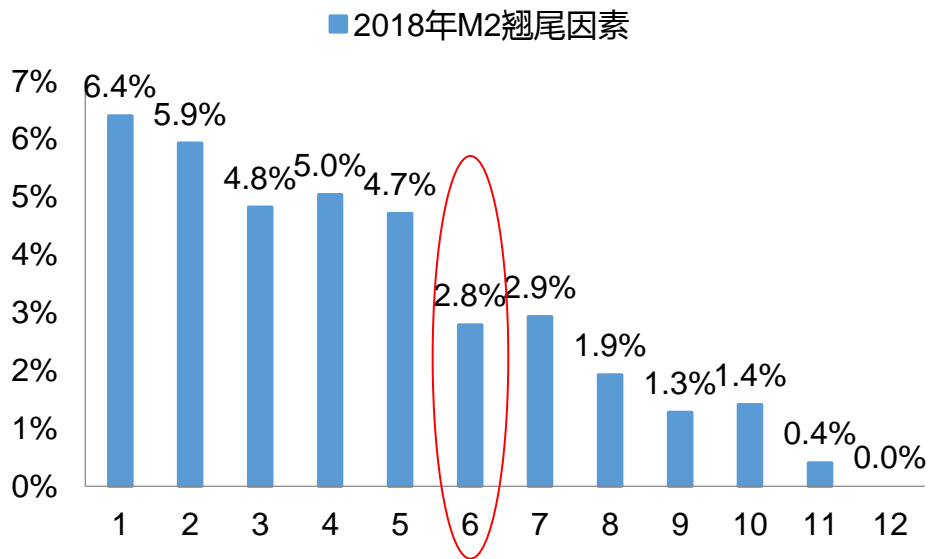


数据来源：Wind 资讯，招商基金

降准的必要性仍然存在

我们预计年内仍然可能再进行 1-2 次降准，原因包括基础货币缺口仍在，当下基础货币的主要来源发生变化（外占贡献明显下降）、过高的存准率存在必要性下降，过高的准备金率会弱化政策利率向债券利率、贷款利率等市场利率的传导，降准有助于疏通利率传导机制，有必要降低存款准备金率；此外，央行亦可以通过降准对特定领域进行定向融资支持。

图：6 月起 M2 翘尾因素骤降



数据来源：Wind 资讯，招商基金

A 股市场配置策略

对于 A 股市场，我们持谨慎乐观态度。从经济基本面角度看，我们认为 6 月的经济韧性尚可；从估值来看，当前 A 股的 PE、PB 等估值均已基本回到上证综指 2638 点时水平，大幅下行空间有限；增量资金方面，6 月 1 日起，A 股已经正式纳入到 MSCI，外资对 A 股标的兴趣提升，助于海外资金涌入 A 股市场。但另一方面，前期市场担忧的违约风险后续或仍有反复，因 6 月是信用债和信托产品到期小高峰，现金流偏紧行业的股票标的估值仍然存在一定压制风险。在寻找结构性机会的过程中，我们当下将把握住经济结构转型的方向、同时也关注现金流稳健的行业，包括医药、消费等行业。

具体而言：

医药：首先，从投资者追求确定性的角度而言，信用风险担忧情绪加剧导致大家更加原因寻找确定性成长的机会，医药作为一个以内需为主、终端需求平稳增长、增量供给释放周期长的行业，其成长的稳定性也是最强的；其次，从估值业绩匹配性角度而言，至 2018 年一季度，医药板块归属上市公司股东的净利润同比增长 35.16%（扣除原料药板块后依然达到 26.40%），是近年来的最高峰；后续的二、三季度虽然流感和原料药的弹性减弱，但仍有肿瘤药降税等利好因素，业绩增长不会失速。

食品饮料：白酒方面，景气仍在延续，高端和次高端主动限制增速泡沫，区域龙头增长加速刚开始，一线白酒稳健增长，上涨仍具潜力；次高端白酒延续高增势头，消费升级和行业扩容红利将继续助推次高端白酒业绩高增；部分区域强势品牌白酒业绩全面加速，短期迎来估值业绩双升。大众品方面，行业格局是未来估值定价的核心因素，消费者对低端消费品价格敏感性的降低，互联网信息的快速渗透，加上零售餐饮连锁化业态的大发展，助推了品牌公司产品的货架扩张，传统大众品类里具有代名词性质的品牌迎来最好时代，龙头公司获取市场份额的能力更强，未来现金流更为持续稳定，从 DCF 估值的角度考虑可以给予更高估值。

地址：深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 28 层
邮编：518040
总机：0755-83196666 传真：0755-83196467
公司网址：www.cmfcchina.com
电子邮箱：cmf@cmfcchina.com
客户服务热线：400-887-9555（免长途费）

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意删改。