

2015 年 5 月 12 日

宏觀經濟

宏觀：完成最後一躍，擁抱金融時代——論利率市場化接近尾聲

①實現利率市場化的最後一躍。當前貸款利率管制已完全放開，而存款利率浮動上限也分別在去年 11 月、今年 3 月和 5 月先後擴展至基準利率的 1.2、1.3 和 1.5 倍。我們推斷接下來存款利率調整有可能完全打開浮動區間。

從銀行負債端看，未來理財收益率將逐漸下降，所以存款利率放開後，即便向貨幣基金和理財收益率靠近，上浮壓力也明顯下降。而從資產端來看，銀行仍以貸款和利率債作為主要配路資產，意味著未來銀行資產端收益率必然下降，減少存款利率的上浮空間。特別是未來回購利率預計持續低位，央行可能通過進一步降息降准等措施繼續壓低利率中樞，那麼上限放開後，存款利率甚至可能會維持在原有水準。

②利率市場化的國際經驗。1) 美國經驗：利率上限從跟隨到廢除。美國利率市場化從長期到短期，首先將利率的上限隨相應期限的國債利率波動，最終實現存款利率上限的廢除，並不斷降低帳戶最低金額的限制。儘管利率市場化後期銀行業競爭加劇，但得益於 1934 年建立的存款保險制度，實力不濟的銀行的退出過程卻是有條不紊，對金融體系的衝擊也較為有限。2) 日本經驗：經濟下滑倒逼利率放開。日本利率市場化的過程可以概括為：先國債，後其他品種；先銀行同業，後銀行與客戶；先長期利率後短期利率；先大額交易後小額交易。利率市場化完成後，日本直接融資比例出現顯著上升，印證在存款利率下行後，資金重又回流至資本市場，有助於直接融資的拓展。

③貨幣政策傳導機制重塑。在利率市場化前，降息使存貸款利率明顯下降，銀行增加放貸、債券利率下行。但是隨著貸款利率市場化、存款利率上浮倍數逐步打開，存款利率作為基準利率的作用在逐漸消失，降息傳導效果不佳。

未來隨著我國利率市場化的進一步推進，存款利率將淡出，而回購利率有望成為如同美國聯邦基金利率、歐洲同業拆借利率一樣的基準利率。央行通過對調節回購利率引導短端利率，進而傳導至長端，以達到降息效果。

④高收益受追捧，金融資產時代延續。存款利率放開對資本市場的影響大致可分為兩個階段：1) 存款利率上浮階段和 2) 存款利率下行階段。存款利率限制放開後，銀行會因競爭壓力而進入存款利率上浮階段，為了保持利差，銀行必然追求高收益資產。而當資產端的高收益資產被“掃完”，

資產端收益率逐步下降，倒逼存款利率進入下行階段。利率市場化的本質是使銀行存貸款利率回歸市場化定價，最終存款利率仍會回歸與經濟基本面相匹配的水準。

當前我國正處於經濟增速換檔階段，人口紅利消失、地產迎來拐點，高存款利率和地產繁榮時代已一去不復返。未來利率市場化完成後，銀行存款利率必然會下行，居民財富配銘因逐利而繼續轉向金融資產，股票和債券的投資價值愈加體現。

我們認為，高收益資產受追捧，金融資產時代延續！

大市導航

電子行業：繼續看多汽車電子，買入智慧汽車個股

佈局汽車電子板塊如火如荼：我們堅定看好的汽車電子個股昨天全面開花，保千里、金固股份、亞太股份等個股漲停，得潤電子、長信科技等大漲 6%。我們繼續看好汽車智慧化的趨勢，汽車電子產業大有可為！（1）汽車將是下一個被移動互聯網革命的物件，包括蘋果、穀歌等全球科技巨頭，阿裡、百度、騰訊、樂視等國內互聯網巨擘也已爭相進入汽車領域。（2）智慧化是主要的變革方向，當前發展階段，我們看好汽車移動互聯以及高級駕駛輔助系統（ADAS）的投資機會。（3）ADAS 是當前提升汽車智慧化和安全性的突破口，攝像頭、雷達、鐳射、感測器是構成 ADAS 的基礎，都是未來互聯網智慧汽車的大風口。（4）汽車可以看成是一個“大號智慧手機”，車載終端將成兵家力爭的下一個移動互聯網入口。我們建議關注保千里、長信科技、金固股份、得潤電子、亞太股份、晶方科技等在智慧化汽車領域的佈局。

風險提示：智慧駕駛業務短期難貢獻利潤；創業板回檔風險。

中央商場（600280）：大股東轉讓 9.28%股權，引入戰投，預示轉型在即，今日復牌

公司公告二股東地華實業（實際控制人祝義財旗下公司）5月11日共轉讓 5330 萬股對應 9.28%股權與中信證券（3.48%）、新餘星辰（3.48%）、安徽鐵路基金（1.74%）、上海和熙投資（0.58%）等，轉讓後祝義財合計持股比例由 71%降至 61.72%維持控股；未來 12 個月不排除繼續減持可能。我們認為，公司本次股權轉讓將通過引入外部戰投實現治理結構優化和資源助力，預示公司轉型啟動在即並將加速推進，預計包括：（1）由重資產向輕資產運營發展：公司目前擁有 31 萬平方米自有商業物業，並有近 300 萬平方米在建綜合體，已投入 82 億元，綜合重估價值約 200 億元，若資產優化或證券化，將回籠現金、增厚利潤；（2）將積極並購整合優質資源，契合商業本質，向內容和服務運營商轉型升級，前景值得期待。

預計公司 2015-2017 年 EPS 分別為 0.8 元、0.93 元和 1.1 元，分別同比增長 13.3%、15.6%和 18.5%；公司停牌前（4 月 24 日）18.87 元股價，對應 2015-2017 年 PE 各為 23.5 倍、20.3 倍和 17.1 倍。其中 2015-2016 年商業主業 EPS 分別為 0.58 元和 0.67 元；另測算地產專案 2015-2016 年各貢獻 EPS 約 0.19 元、0.25 元。

風險提示：公司費用率下降和業績釋放進程具有不確定性；地產業務收益確認期間及額度可能帶來業績波動；財務結構風險；轉型不確定性風險。

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。