

2015 年 8 月 11 日

宏觀經濟

通脹起經濟平，震盪提供買點——未來四季度通脹展望及其對債市影響

豬週期來了，推升通脹反彈。近期豬價持續暴漲，並表現出明顯的反季節性特徵。供給方面，長短期供給均偏緊：第一，生豬存欄量持續下滑，短期供給壓力高企；第二，能繁母豬存欄量不斷探底，表明下半年豬價上漲動力仍足。需求方面，需求偏弱且未來消費反彈存疑：本輪豬週期消費端豬肉價格漲幅遠小於生產端豬仔價格的漲幅，或表明需求偏弱。一方面，消費逐月回升，八項規定對餐飲消費的負面影響已逐步緩解。一方面，潛在增速下行，股市大跌導致財富縮水拖累消費，未來消費反彈持續性存疑。

服務價格值得關注，未來走勢溫和：近 3 年 CPI 服務品價格同比增速已超過消費品，且今年以來上漲明顯。第一，未來教育醫療等服務價格仍有上升空間。人口紅利減少，勞動力價值提升，導致工資相對剛性；受制於壟斷和管制，我國教育、醫療等服務資源供給不足，目前娛樂教育價格處於相對高位。第二，CPI 居住價格恐難持續上漲。受上半年樓市利好政策、股市大跌的財富效應影響，預計下半年一二線城市房地產價格將繼續分化；長期來看，我國人口紅利面臨拐點，房價大幅上漲可能性不大。第三，居住中的水電燃料價格和交通通訊價格或受原油下跌拖累。

工業通縮加劇，原油走勢震盪；社會政府融資回升，財政發力拉動通脹。PPI 已連續 41 個月負增長並創新低，大宗商品價格低迷，製造業景氣偏弱，產能過剩下工業品價格通縮加劇。原油受供應持續過剩、全球需求低迷、美聯儲加息等因素影響，下半年走勢震盪。二季度 M2 增速逐月回升，且地方債發行規模擴張、加上專項建設債券的發行，意味著社會加政府融資出現顯著回升，財政開始發力，帶動物價低位企穩。

通脹反彈溫和，不必過分擔憂“滯脹”。經測算，下半年 CPI 將持續上漲，且今年年底有可能突破 2%；到了明年上半年，豬週期或漸行漸遠，且工業通縮壓力仍存，CPI 可能在 2% 左右徘徊。總體而言，CPI 漲幅溫和，加上財政加碼托底經濟，工業通縮持續，因此不必過分擔憂“滯脹”。

通脹起經濟平，貨幣政策轉攻為守。長週期內，利率取決於人力、資本、技術等因素；但短週期內，央行貨幣政策對利率起決定性作用。我們預計下半年 R007 波動區間在 2.5% 左右，受通脹反彈和當前 2% 的定存利率制約，下半年貨幣寬鬆受限，貨幣政策轉攻為守。回顧近幾次中美韓 CPI 與 GDP 走勢背離時債市的表現，我們發現貨幣政策是影響債市走勢的重要因素。其中，我國近三次“類滯

脹”都伴隨著緊縮的貨幣政策，債市震盪走熊；而美國 07、08 年滯脹時期，貨幣政策寬鬆積極，長短期利率雙雙下行。

短期內債市仍將面對需求和供給的博弈，債市或繼續震盪。第一，股市大跌降低市場風險偏好，資金持續回流對債市需求提升。第二，大量地方政府債和專項建設債券的發行，對低票息的利率債將造成衝擊。第三，通脹反彈，經濟在基建帶動下可能企穩，貨幣攻轉守，債市或繼續震盪。

震盪提供買點，備戰明年債牛。我們預測通脹將在明年上半年見頂回落，地產銷量增長和基建刺激均不可持續，疊加高基數，明年經濟下行風險更大，屆時新一輪寬鬆週期的啟動仍有希望。因此我們對下半年債市相對謹慎，建議靜觀其變、安全至上，但對明年債市較為樂觀，震盪中醞釀長期機會。類似于 13 年錢荒時債市震盪調整為 14 年債券大牛市提供了很好的買點，15 年下半年債市震盪走勢或為債券建倉的好時機。

大市導航

房地產：繼續強推“業績+強主題（通州、國改、體育）”超額收益選股思路

近期我們推薦的“業績+強主題”選股思路，超額收益明顯！震盪市，進可攻，退可守。

- 1) 業績為王。看好萬科 A、保利地產（股價接近定增價，超跌明顯）、濱江集團（1H 預計銷售 140 億，等同去年全年。多元化+代建有序提升估值）、世聯行（1H 代銷持續超預期）。
- 2) 大通州，核心標的中國武夷（通州區項目貨值占市值比最高企業）、華夏幸福、首開股份。政府搬遷箭在弦上。9 月市政劃撥用地供應完畢後，搬遷安排將逐步落實、清晰，“大通州”概念具備持續刺激，有望連續走強！
- 3) 國改，核心標的嘉寶集團、張江高科、合肥城建。業務整合，價值提升陸續體現。
- 4) 體育，核心標的萊茵銘業（A 股體育產業龍頭，資金最豐厚體育上市公司）、北辰實業（冬奧各項工作推進中，公司輕資產模式值得關注）。

風險提示：房價上漲過快風險。

建材：大象起舞—掘金中材集團國企改革機會

高層密集發聲，國企改革加速信號再現。預計第一批央企改革試點公司改革方案出臺時點漸進；中海集運等四家航運公司停牌，引發中國遠洋運輸（集團）總公司、中國海運（集團）總公司整合預期；後續央企改革或迎密集催化。

建材第 2 大央企中材集團有望受益：隸屬“競爭性”及“產能過剩”行業（國企改革的重點領域），未來可能的改革方向一是自身資源的整合，二是與建材第 1 大央企中建材集團的整合預期。

隨著首批央企改革試點公司方案的落地執行、改革覆蓋面有望擴大，中材集團有望受益，後續集團在內部資源整合、同業競爭問題解決等方面的探索可期。

近期中國遠洋運輸（集團）、中國海運（集團）整合預期發酵，央企兼併整合或迎熱潮。集團大部分業務與中建材集團重疊，與中建材集團合併有望提升行業集中度、化解過度競爭及產能過剩，經濟效益、想像空間較大。

集團經營承壓，玻纖板塊表現較好；受益“一帶一路”。

2011 年以來集團整體盈利承壓，目前非 A 股上市業務多非盈利；水泥、裝備與工程服務是集團核心業務，受區域產能過剩、國內新增產能縮量影響，2010 年以來盈利下滑明顯；玻纖板塊受益於行業景氣復蘇、風電需求強勁，表現較好。

展望未來，集團水泥板塊主佈局“絲綢之路經濟帶”，中長期區域仍有投資潛力、短期或有“一帶一路”規劃落地催化，景氣向下空間有限、靜待拐點來臨；裝備與工程服務迎“一帶一路”海外機遇，並積極轉型環保；玻纖板塊將繼續受益於行業供需緊平衡。

同業務多平臺並行，整合增效空間大。

內部資源整合展望一：以中材科技為核心整合玻纖業務。中材科技已經公告籌畫重大資產重組停牌（大概率整合控股股東全資子公司泰山玻纖），集團以其為核心的玻纖業務整合或已開啟；集團玻纖及複合材料技術儲備充足，涉足膜材料、汽車複合材料等產業，高端複合材料技術商業化價值的挖掘值得期待。

內部資源整合展望二：2015 年 9 月 6 日為解決水泥同業競爭之期限。目前集團旗下共有 4 個水泥業務平臺（天山股份、寧夏建材、祁連山、中材水泥），同業競爭問題的解決已經納入集團國企改革工作組討論內容；集團承諾方案為“4 合 1”，該方案的成功執行或需強勢的行政力量介入。

嫡系公司有望率先啟動，非嫡系公司亦值得關注。預計嫡系中材科技、中材國際、中材節能等上市公司有望率先啟動改革；天山股份、祁連山、寧夏建材及國統股份等非嫡系公司在緊密關注集團改革進展的同時，亦在尋求自身突破。

風險提示：國企改革力度低於預期。

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。過去的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。