

2015 年 9 月 10 日

宏觀經濟

不再悲觀——15 年 4 季度經濟和資本市場展望

去杠杆與股災

回歸金融定價原理，錨定股票定價因素。國債價格由息票收入、債券面值、貼現利率和息票支付期數決定，股票價格由分紅、無風險利率和風險溢價決定。本輪股市背景是增長盈利疲弱，股價上漲主因是利率下降和風險偏好上升。

14 年無風險利率降，15 年風險偏好起伏。10 年期國開債利率由 14 年初的接近 6% 降至 14 年底的 4% 左右，是 14 年牛市驅動的核心因素。而風險偏好則是 15 年行情的主要因素，杠杆加、減催生瘋牛行情和股市暴跌。

大跌後估值漸合理。當前市場平均估值回到 18 倍，其實已回到合理區域。

貨幣寬鬆重啟

寬鬆主導資本市場。證金公司將部分股票轉讓給中央匯金、一般情況下不入市干預，地方政府債務限額管理依法啟動，都標誌著政府信用全面背書正在退出，而 10 年期國債利率也已重新開始下降，預示利率下降希望再現。

匯改降息重啟寬鬆。央行在扔掉匯率、剛兌的包袱後，8 月逆回購利率再次下調，也預示寬鬆重啟。

通脹並非寬鬆阻礙。積極財政、貶值刺激出口、融資增速反彈或令 4 季度經濟通脹短期反彈。豬價推升 CPI，但不存在持續上行壓力，無礙央行寬貨幣。

資產輪動開始

從存款地產到金融時代，從銀行貸款到資本市場。財富創造的主體將逐漸從地產、銀行轉向資本市場。而未來的道路將是曲折前行。

大類資產輪動，債牛王者歸來，股市不再悲觀。美國經驗表明，大類資產輪動遵循從貨幣牛市、再到債券牛市、然後到股票牛市的規律。而中國 13 年貨幣牛市，14 年債券牛市，14 年下半年、15 年上半年為股票牛市。股災之後現金為王，重回貨幣牛市。如果無風險利率下降若能形成新一輪趨

勢，則意味著貨幣牛市向債券牛市的轉化已經開始，新一輪股票牛市也就有希望了。而從風險偏好的三大驅動因素看，杠杆短期難以恢復，但創新仍然值得期待，改革也仍在穩步推進，包括這次央行對利率匯率機制的改革都是有力證明，而我們也不再悲觀！

大市導航

商業貿易：市場反彈，四條主線把握批零股機會

聚焦推薦小商品城、永輝超市、蘇甯雲商、步步高等！

9月金秋，市場底部反彈，展望後市，建議四條主線把握批零板塊機會，精選個股：

堅定加倉轉型龍頭。推薦小商品城、永輝超市、蘇甯雲商、步步高；其中小商品城調整充分，改革等有望超預期兌現，已至最佳買點！

超配國企改革組合。上海、廣東引領+潛力區域，推薦上海商業股（疊加迪士尼效應）、農產品、王府井、合肥百貨等；回歸價值，精選基本面成長和低估值。除永輝超市外，推薦鄂武商 A&歐亞集團，資產優質+15%淨利增長+低於 15 倍 PE；

重視並購重組機會和殼資源價值。傳統經營式微+轉型壓力&動力+低市值+資產價值高，產業資本青睞且有政策支持，關注漢商集團、武漢中商、蘭州民百、北京城鄉、中興商業、津勸業、南寧百貨等。

風險提示：大盤波動的系統性風險。

石油天然氣：8月成品油出口量創新高

- （1）成品油出口量創新高。8月份人民幣貶值對成品油出口具有一定促進作用。
- （2）氣價下調迫在眉睫，下游應用企業受益。
- （3）油價中長期看漲，石化行業受益於油價上漲。
- （4）石化行業將受益於油氣全產業鏈的放寬准入。
- （5）重點關注油價與改革。

風險提示：改革不達預期

強生控股（600662）：國企改革箭在弦上

互聯網+模式在傳統計程車業務上有望進一步推廣。上海已於 6 月推出計程車資訊服務平臺，協力廠商打車軟體和計程車集團合作，實現資訊共用，優化資源配路。預計未來在租賃、出租等方向有進一步深化的趨勢。大股東久事集團國資改革的方案已獲得市領導肯定，而強生作為久事集團唯一的上市子公司，集團將體育資產或公交資產注入上市公司的概率較高；此外，前期標的申通地鐵、中海發展、外運發展繼續關注。

風險提示：互聯網+模式推進不達預期。

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。