

2015 年 9 月 21 日

宏觀經濟

物價再度回落，貨幣寬鬆無憂

1. 基建獨木難支，物價再度回落。9 月以來主要城市地產銷量增速穩中有降，6 大集團發電耗煤增速由正轉負、且中旬降幅擴大，預示 9 月經濟或再度回落。展望未來，地產銷量增速再度下滑意味著地產投資或仍難指望，基建投資仍是未來經濟主要支撐，但或獨木難支。當前豬價再度回落，前期推動物價上行的食品因素正在淡出，意味著短期物價再趨回落，而通縮仍是當前主要風險。
2. 資金流出放緩，貨幣寬鬆無憂。上周央行公佈央行口徑外匯占款僅減少 3184 億，9 月以來外匯匯率保持穩定，貶值預期逐漸消退，而近期外匯市場日成交額顯著萎縮，預示 9 月外匯流出量將明顯減少。9 月以來雖然央行公開市場持續淨回籠貨幣，但由於 9 月準備金率下調，且考慮美聯儲加息延後、匯率穩定後資金流出減少，意味著超儲率仍有望繼續回升，國內流動性寬鬆無憂。
3. 投資步入快車道，混改試點待展開。發改委取消企業發行外債的額度審批，優先用於支持“一帶一路”等重大領域建設。9 月以來發改委批准投資近 3200 億元，多為“一帶一路”相關項目，年內投資正式進入快車道。發改委副主任劉鶴稱，下一步要按照黨中央、國務院的總體部署，結合電力、石油、天然氣、鐵路、民航、通信、軍工等領域改革，開展不同領域混合所有制改革的試點示範。
4. 美聯儲加息延後。上周美聯儲 9 月 FOMC 會議以 9-1 的票數通過，聲明維持利率不變，會議紀要指出要密切關注海外局勢的演變，而對於近期全球經濟和金融局勢可能在一定程度上限制經濟活動，或給短期通脹率造成進一步的下行壓力。9 月會議紀要，下調 2015 年年底聯邦基金利率預期至 0.375%（此前為 0.625%），這意味著美聯儲今年可能最多有一次 25 個基點的加息。

保持積極心態

核心結論。①美聯儲不加息，人民幣外匯市場成交額萎縮至貶值前水準，場外配資清理逐步推進，兩大烏雲將逐步褪去。

②市場風險偏好望提升，國企改革、十三五規劃修復改革創新預期，對沖三季報擔憂。7月來產業資本舉牌 32 家上市公司，利率下行背景下的股市吸引力凸現。③維持多頭思維，入場時機取決於資金性質，偏好成長類及大上海，互聯網企業家首次隨習訪美，十三五望聚焦製造升級、資訊經濟、現代服務。

1、市場低量等待兩大烏雲褪去。(1) 9月18日兩市成交量再創新低達 304.9 億股，相比 5月28日最高峰 1300 億股萎縮 76.5%。回顧歷史，牛市中期回檔，如 96 年 12 月、06 年 5-8 月、07 年 530，回檔探底過程成交量萎縮至高點的 70-80%，當前成交量萎縮的空間已與歷史水準相當，時間上已有 10 個交易日。(2) 兩大烏雲逐步褪去。清理場外配資對市場衝擊逐漸衰減，A 股當前場內外杠杆資金比流通市值約 3.4%，已經逐步接近成熟市場水準，A 股去杠杆已經接近尾聲。FOMC 會議不加息，人民幣貶值壓力減弱，匯率擔憂逐漸消除。

2、風險偏好有望逐步修復。(1) 市場風險偏好有望修復。《開啟多頭思維》中我們總結歷史，行情展開分三步：第一步，無風險利率下降；第二步，風險偏好上升；第三步，盈利（預期）改善。當前市場的核心是第二步的風險偏好能否提升。

展望未來，積極財政對沖增長下行，國企改革、“十三五”規劃等改革措施的推進有望修復悲觀預期；(2) 當前市場的核心是第二步的風險偏好能否提升。展望未來，改革、創新不斷推進有望修復市場預期。我們計算上證綜指 3 個高點（2001 年 2245 點、2007 年 6124 點、2009 年 3478 點）等買入相同金額的所有個股持有至今，收益率分別為 167%、95%、97%，遠高於同期持有固定收益類產品。本輪暴跌之後，場內投資者仍然謹慎，但大類資產比價角度，A 股吸引力上升。7 月份以來保險、創投、私募基金頻頻掀起“舉牌潮”，產業資金徐徐而入，到目前為止已有 32 家家上市公司被舉牌。

3、應對策略：保持多頭思維。(1) 過去兩周，市場成交量大幅萎縮，觀望氛圍濃厚，宏觀面匯率擔憂和微觀面清理配資衝擊的兩大烏雲將逐步褪去，市場望步入第二步的風險偏好提升。維持多頭思維，入場時機取決於資金性質，偏好成長類及大上海。(2) 關注習訪美，聚焦新興產業。9月22日習主席將對美國進行國事訪問，作為當今世界上最大的兩個經濟體，此次出訪備受全球關注。結合之前習總講話、各部委相關課題判斷，“十三五”或聚焦製造升級（中國製造 2025、新能源汽車、清潔能源）、資訊經濟（大資料、互聯網+）、現代服務（醫療養老、傳媒娛樂）。這些領域仍是新興的成長股，考察各個行業中的一線成長股，構建漂亮 30 組合，動態 PE 已經降至 27 倍左右。(3) 關注國企改革，聚焦大上海。9月18日發改委發文《推動國企發展混合制經濟》，預計混合所有制的改革細則將會加速出臺國企改革推進，關注三重催化共振的上海。關注個股如春秋航空、張江高科、錦江股份、陸家嘴、龍頭股份、上海機電、申達股份、隧道股份，及本地商業零售股。

風險提示。海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

大市導航

有色金屬：關注黃金與低估值個股

由於全球風險偏好下降，上周基本金屬價格下降，未來基本金屬價格將處於震盪，第一，中國寬鬆政策以及各個金屬的邊際成本支撐金屬價格，同時低庫存也支持價格；9月美國加息落空推升金價，同時全球經濟增速下行預期強推升金價避險功能，短期金價將持續反彈，但是今年美國加息仍是大概率事件，在美國加息前金價難以大幅上升，而美加息後金價可望利空出盡而大幅反彈。金價下跌空間有限，所以A股可以低位埋伏黃金股，推薦山東黃金（國企改革、彈性最高）、西部黃金（股性最強）、剛泰控股（全黃金產業鏈）；第二，中國財政政策寬鬆已經經歷一段時間，終端需求可望逐步改善；在另一方面油價下跌將打壓大宗商品的價值。關注中金嶺南、雲鋁股份、馳宏鋅鍺。中長期仍推薦加工股楚江新材（新材料）、銀邦股份（3D列印）。推薦估值較低、市值較小的羅普斯金。

小金屬中長期看好新能源、新材料。短期油價大幅下跌將打壓新能源汽車產業鏈的估值，但是新能源汽車的需求（特別是中國需求）增長仍然強勁，碳酸鋰價格未來幾年仍將上升，行業龍頭天齊鋰業值得中長期配股。新材料關注3D列印短期事件性的驅動以及中長期高端裝備製造的需求，推薦金運鐳射、銀邦股份。同時推薦紅宇新材以及金剛石產業鏈的豫金剛石（停牌）。關注低估值的寧波韻升。

風險提示：大盤的系統性風險，A股的整體估值下移。

石油化工：關注石化行業改革

國家發展改革委黨組副書記、副主任劉鶴同志召開改革專題會議，提出要開展石油、天然氣等領域混改試點。

期待石化行業體制改革儘快推出。石化行業將受益于油氣全產業鏈的放寬准入，改革將主要體現在以下幾個方面：（1）常規油氣區塊向民企開放，關注廣匯能源、洲際油氣；（2）油氣進口權放開，關注風範股份、長百集團；（3）油氣價格市場化，我們預計氣價近期有望下調，關注勝利股份、長百集團。（4）在壟斷放鬆的同時，石化央企自身也會進行改革：包括專業化分工整合，以及資產或業務的互補性重組等，關注泰山石油、大慶華科等。

重點上市公司。中國石化、上海石化、金正大、中化國際。

風險提示：原油價格持續低迷，改革進度低於預期，政策風險。

航空航天與國防：軍工列入國企改革示範領域，建議重點關注

中共中央、國務院印發的《關於深化國有企業改革的指導意見》公佈後，國家發展改革委黨組副書記、副主任劉鶴近日召開改革專題會議，要求下一步要按照黨中央、國務院的總體部署，結合電力、石油、天然氣、鐵路、民航、通信、軍工等領域改革，開展不同領域混合所有制改革的試點示範。

軍工行業的主要參與者是十大軍工集團，皆為央企。此次將軍工做為國企混合所有制改革的重要領域之一，我們認為是對行業的重要利好。混合所有制改革的核心是提高企業的管理效率，具體方案目前尚不明確，我們將持續跟蹤。

風險提示：改革的不確定性。

中國建築（601668）：前 8 月建築業務平淡，貨幣寬鬆下地產銷售持續向好

1-8 月建築新開工同比下降 31.9%，新簽同比下降 3.5%，其中單月新簽同比下降 8%，海外新簽同比上升 53.8%，國內新簽同比下降 6.5%；前 8 月地產銷售額同比上升 19.4%，合約累計銷售面積同比上升 27%，估計 8 月中海和中建地產合約銷售額為 752 億和 146 億，貨幣寬鬆下地產銷售持續向好。國內建築業務較為平淡，積極推進一帶一路和 PPP 專案，此外公司上半年基建業務收入占比 14% 左右，也符合穩增長主題，預計 15-16 年 EPS 分別為 0.86 和 0.95 元，買入評級。

主要風險：地產銷售低於預期，開工低於預期。

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。