

2015 年 12 月 04 日

## 宏觀經濟

### 歐央行加碼 QE，關注歐元反彈

歐洲央行維持基準利率不變，但下調隔夜存款利率 10bp，同時將延長 QE 到 2017 年 3 月或更長，擴大 QE 資產範圍，納入購買地區、地方政府的債務。如此調整，QE 總額高達約 1.4 萬億歐元，約 9.7 萬億人民幣，約 1.54 萬億美元，額度遠超美國 QE2（6 千億美元），接近 QE3（1.61 萬億美元），略不及美國 QE1（1.73 萬億美元）。

央行會議“背靠背”，貨幣政策再分化。歐央行今年 3 月開始實施 QE，才剛執行了一半就急著加碼，通縮風險加劇是主要推手：11 月 CPI 同比 0.1%，遠低於 2% 的中期目標。而美聯儲主席耶倫週三明確表示，“美國經濟已取得很大進展，推遲加息太久則會存在未來突然緊縮的風險”，12 月加息幾成定局。

歷史上的分化。近二十餘年內，“美聯儲加息，德國馬克（歐元前身）降息”這一組合僅在 90 年，94 年出現過，分化本質上反映出各國在危機後經濟增長、通脹水準及去杠杆週期的不同步。

歐元走勢取決於美聯儲加息態度。重點關注歐元匯率，如果美聯儲年底表態更為鷹派的話，仍然有望推動歐元走弱。而相反，若只是加息，但表態偏鴿派的話，考慮到近期歐元大幅貶值已經 price in，歐元短期則可能大幅反彈，對美元指數構成壓力。

### 展望 2016：有多少錢可以進來

引言：跌宕起伏的 15 年即將過去，展望 2016 年市場，到底有多少資金能流入，是市場關心的焦點問題。回顧過去三年可見，市場漲跌與資金流動相生相長，股市由 13 年存量資金博弈到 14 年增量資金入市，再到 15 年上半年場外資金瘋狂入市，伴隨著股價不同的表現。展望 16 年，在利率不斷下行的背景下，機構投資者資產配額轉向股市不變，資金繼續流入股市，幅度比 15 年溫和，市場有望從激情走向溫情。

1. 不同的資金流，不一樣的股市。（1）股市漲跌與資金流動相生相長。股市漲跌伴隨著資金的流入流出，資金供需分析很重要。（2）2013 年資金供需整體均衡，是存量資金博弈市場。（3）2014 年增量資金入市主要發生在下半年，7 月在改革預期上升和滬港通刺激下，存量資金博弈演變

為增量入市，尤其是 11 月 21 日降息後資金入市加速，全年上證綜指上漲 52.9%、創業板指數上漲 12.8%。（4）2015 年上半年市場上漲和資金入市形成正迴圈，上證綜指和創業板指最高漲幅分

別為 60.1%、174.5%。615 去杠杆引發的股災和 8 月中匯率貶值引起的第二波大跌，一度讓資金不斷流出市場，8 月底央行“雙降”後，市場情緒逐步變化。到目前為止資金淨流入 44016 億，上證綜指上漲 6.9%，創業板指數上漲 80.4%。

2. 展望 2016 年：還是錢多。（1）資金流入：銀行資金配路性需求，預計 1.8 萬億。（2）保險、社保、養老金配路性需求，預計 5600 億。（3）居民儲蓄搬家，潛在資金 2.7 萬億。（4）海外資金流入，潛在資金 1700 億。（5）16 年資金流出預計 2 萬億。證監會明確表示 16 年會進一步擴大股權融資規模，並儘早實行註冊制。預計 16 年 IPO 和再融資能分別達到 3000 億、10000 億，合計 13000 億。印花稅和交易傭金為交易金額的千分之一和萬分之六，預計 2016 年交易金額 200 萬億，交易費用可能達到 3200 億。產業資本淨減持 14 年為 1299 億，15 年為 2646 億，7 月初政策救市要求大股東半年內不能減持，積壓了很多減持籌碼，預計 16 年產業資本淨減持將超過 4000 億。

3. 股權投資大時代，資金繼續流入。（1）對比國外融資結構，中國直接融資比例太低，只有 18%，而美國為 80%，未來發展空間巨大。利率下行使得各種固收類產品的收益率都出現趨勢性下降，而金錢無眠，大量資金尤其是機構投資者有資產配路需求，增量資金入市的趨勢強化。（2）根據我們以上分析，預計 16 年新增入市資金約 4 萬億，資金需求 2 萬億，資金供給大於需求，牛市格局不變；但相比 15 年 4.4 萬億的資金淨流入，16 年資金流入將會更加緩和，股市有望從激情的瘋牛走向溫情的慢牛。

風險提示：經濟下行超預期或改革力度不達預期。

## 大市導航

### 通信設備：2016 年通信行業策略：數位浪潮下的轉型與新興

我們近期一方面強調 TMT 面臨 9 月份以來漲幅累計較大、估值較高的壓力，另一方面基於經濟轉型發展的方向、市場的投資結構和熱度預期未來投資機會仍聚焦新興成長領域。上週五開始的急跌也反映政策面上對慢牛格局的調控預期，等待合適的估值水準，重點仍是積極佈局新興成長。

2016 年行業的投資主線，我們預計繼續圍繞互聯網資料流程量高增長和資訊消費，實現業務轉型的通信公司和受益數位浪潮的新興業務形態、技術應用，尤其大資料、雲計算等仍將是最有前景的行業投資領域。同時，結合十三五規劃對於通信相關的指導綱要，超前佈局下一代互聯網、建設農村寬頻市場支撐農村電商的發展以及各類資本介入資料中心領域投資，將推動光通信有望持續數年的景氣週期。

大數據：國家政策、產業趨勢雙重推動。《關於促進大資料發展的行動綱要》、十三五規劃中“實施國家大資料戰略”，政策推動力度大；運營商將大資料作為未來轉型的核心引擎以擺脫管道化困境，已實現歷史卡位的傳統核心業務相關軟體供應商有望佔據大資料應用領域先發優勢。運營商大資料重點推薦億陽信通、關注低估值天源迪科，東方國信仍長期看好。

雲計算及雲服務：資料流程量高增長驅動更高性價比的資料存儲服務需求和產業鏈的成熟，推動 ICT 軟體企業圍繞雲計算重構競爭圖譜、雲服務市場高速增長。雲計算推薦龍頭紫光股份；雲服務領域，建議關注網宿科技、藍鼎控股（停牌），其次關注光環新網以及寶信軟體、科華恒盛等佈局一線城市 IDC 企業未來向雲服務的轉型。

光通信：行業維持高景氣。受益中國移動彌補寬頻網路短板背景下的超預期持續投入、城鎮寬頻提速升級、國家推動農村寬頻普及和農村電商發展以及 4G 建設仍處高峰，關注相關公司：烽火通信（設備）、光迅科技（器件）、亨通光電/中天科技/特發資訊/永鼎股份等（光纖光纜）。

互聯網流量高速增長、運營商業務結構實現向資料業務為主的結構性變遷，推動協力廠商流量經營市場快速增長。2015 年 10 月國內戶均移動互聯網接入流量突破 360M，手機上網流量連續 10 月翻倍增長，2015 年中期三大運營商收入的非語音（資料）業務收入占比均已超過 50%，為協力廠商企業短信、流量轉售等協力廠商流量經營市場提供快速增長的環境，個股關注榮信股份、吳通控股、高鴻股份（停牌）。

軍工通信：聚焦太空、網路、海洋三個方向，同時民參軍受益十三五相關立法預期支持、拓展空間大，預期北斗、商業衛星發射及衛星通信、資訊安全、海防資訊化等領域將是民參軍熱點。1) 海防資訊化重點推薦海蘭信。2) 北斗板塊，推薦軍用北斗相關核心標的，關注振芯科技、海格通信、華力創通。3) 涉及衛星通信等民參軍新興龍頭型企業，關注信威集團、華訊方舟。

上市公司分析。我們給予通信行業“增持”投資評級；推薦紫光股份（國內雲計算龍頭）、億陽信通（轉型大資料+資訊安全）、海蘭信（海防資訊化+海洋大資料）等，建議關注烽火通信、網宿科技、藍鼎控股、高鴻股份、振芯科技、信威集團、華訊方舟等。

風險提示：各領域推進進度不達預期。

## 資訊服務：資訊安全最具確定性，互聯網金融商業模式最成熟

### 1. 資訊安全最具確定性：

週三中美雙方為打擊網路犯罪進行的首次部長級對話在華盛頓舉行，這是繼 9 月習近平主席與奧巴馬總統會晤後雙方網路安全合作進一步落實。

網路安全是 2016 年電腦確定性最強的板塊，中美網路安全領域加強合作，對行業生態建設起到積極作用，未來政策紅利將不斷釋放。政府、軍隊客戶、以及交通、金融等資料密集行業資訊安全需求旺盛，安全支出占 IT 總支出占比將進一步提升。此外，雲安全、大資料安全態勢感知等新趨勢也逐漸顯現。推薦：綠盟科技、啟明星辰，建議關注美亞柏科。

## 2. 金融改革駛入快車道，互聯網金融看好金融核心 IT 系統及資產證券化

週三召開的國務院常務會議部署了深化金融改革開放的相關工作，李克強總理多地部署金融改革創新試點。隨著資本項目的進一步開放、金融自由化提升，我國金融改革逐漸駛入快車道。

農村金融改革使農信社、農商行對金融機具需求上升

首先是農村金融改革，此次在吉林省開展農村金融綜合改革試驗，如若順利完成有望在全國各地複製。我國農村金融服務市場尚不成熟，農信社、農商行等有較大發展空間，其對 ATM、清分機等金融機具需求將是未來相關市場增長動力所在。推薦擁有較多農商行等中小銀行客戶的禦銀股份，以及廣電運通。

互聯網金融大資料變現商業模式最成熟

其次是銀行業轉型和互聯網金融。互聯網金融目前大資料變現商業模式最為清晰，助力傳統金融機構轉型，推動市場定價機制形成、以及提高資源配效率是金融體制改革重點，資產證券化 ABS 市場有望進入高速增長期。我們看好具備核心金融 IT 系統優勢、積極轉型中小銀行、及資產證券化交易雲平臺的企業，推薦潤和軟體、中科金財，建議關注銀之傑。

風險提示：短期供求因素導致科技股估值下降風險；本周出現連續兩日電腦位居所有板塊末席，為本次反彈以來絕無僅有。

### 小商品城（600415）：攜手醫療器械央企及主管部門，共建醫療器械 O2O 全國大市場，進軍大健康產業

公司公告擬與中國醫學裝備協會（醫療器械行業主管部門）、中國醫藥集團中國科學器材公司（專業銷售醫療器械央企）、及中世貿發投資，共同建設中國醫療器械線上線下融合的全國統一大市場與全球健康產業大平臺專案，簽訂了《戰略合作框架協議書》。

三方將合資設立子公司在義烏市建設大市場及配套設施，兩位合作方負責指導和提供資源，小商品城負責運營。大市場前期將以醫療器械為主，後期將整合生物醫藥等領域，為各類生產企業提供市場、資金和增值配套等服務；目標入駐共 2 萬家各類醫療健康企業，預計市場規模 5 千億元；總建設週期 3-5 年，總投資 50 億元。

公司本次進軍大健康市場，將依託豐富的市場經營經驗及獨特的國家資源優勢，實現銷售品類和體量雙跨越，充分享受健康產業成長紅利，也為未來深入大健康產業打下基礎。近期一區東擴租金市場化落地，凸顯治理機制順暢，未來存量市場租金市場化可期。長期看，公司線上線下、境內境外融合發展空間巨大，產業鏈上下游外延發展潛力充足。買入評級！

風險和不確定性：租金市場化進程的不確定性；外延擴張低於預期的風險；義烏購發展的不確定性；地產專案銷售及確認的不確定性。

## 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。