

宏觀經濟

經濟凜冬，金融泡沫——2015年中國經濟和資本市場回顧

過去的2015年特別值得銘記。中國經濟尋底未果，通縮陰霾驅之不散。上半年降准降息不斷，市場異常歡樂，而史無前例的股災發人深省。下半年貨幣寬鬆走走停停，而美聯儲加息也在年底兌現。國企改革總體方案和十三五規劃的出臺，以及中央經濟工作會議的供給側改革，都令我們充滿期待。

我們相信2016年會是中國經濟破局之年，防風險將成為資本市場的主基調。溫故而知新，我們試圖在有限的篇幅內對15年中國經濟和資本市場走勢進行回顧和梳理，並為16年提供借鑒。

工業投資拖累經濟，通縮升溫物價分化。15年3季度GDP增速破7，受工業去產能影響，第二產業增速持續下滑，股市繁榮帶動金融業走強，前3季度服務業高增長。而三駕馬車中出口負增、投資探底，唯有消費平穩。15年物價也同樣是整體走弱、分化明顯。去產能和美元加息預期令PPI拾級而下，CPI雖受豬價上漲帶動，但需求羸弱令豬價下行，帶動4季度CPI回落。

降准降息貨幣放水，積極財政差強人意。“寬鬆”是15年上半年貨幣政策的主旋律，央行幾乎每月一降，7、8月政策空窗期之後，826、1023兩次雙降標誌著寬鬆重啟，但年底兩月寬鬆再度延後。而受制於財政赤字目標偏低，以及地方債務規範，上半年財政政策捉襟見肘。直到5月第二批地方債務路換出臺，積極財政才大展拳腳，財政部稱其“也是穩增長、防風險的重要舉措”。

國改發佈頂層方案，全面建設小康社會。15年各領域改革相繼推進，但其中最值得關注的仍是國企改革。年中高層頻頻表態，而總體方案和混改意見也在9月相繼出臺，國企改革正在加速起航。緊隨其後的五中全會上，《十三五規劃建議》閃亮登場，從前期備受矚目的十大目標，到創新、協調、綠色、開放、共用五大理念，無一不令人充滿期待。但中國經濟的結構轉型懸而未決，因而“供給側結構性改革”成為年底高層講話中的高頻詞。中央經濟工作會議明確了去產能、去庫存、去杠杆、降成本、補短板等五大任務，可謂一脈相承。其中化解過剩產能居於首位，首次提出破產重組、再就業彰顯決心。

寬鬆催生債市長牛，杠杆起伏股市跌宕。14年以來央行通過SLF給貨幣利率封頂，通過下調回購利率引導銀行間利率下行，並在14年11月正式宣佈降息。15年上半年的“每月一降”是寬鬆週期的延續，因而債牛行情延續。而8月寬鬆週期重啟之後，債牛王者歸來。股市走勢則更為跌宕，持

續的貨幣寬鬆和杠杆累加，催生了瘋牛行情。但年中寬鬆預期生變、持續去杠杆則引發了股市暴跌。8月底雙降預示寬鬆週期重啟，而配資清理也在9月漸入尾聲，股市也逐漸從股災中恢復正常。

年末聯儲加息兌現，大宗暴跌匯率崩盤。希臘債務問題曾一度是海外市場的焦點，但相比美元加息，終是小巫見大巫。回顧15年以來歷次議息會議，美聯儲始終走在通往加息的道路上，並在12月17日凌晨宣佈加息25個基點，宣告為期7年的零利率政策正式終結。美元加息給全球市場帶來較大的風險，一是新興市場國家匯市屢屢崩盤，二是大宗商品價格全線暴跌。

凜冬將至，等待春天！展望2016年，去產能將會帶來短期陣痛，但這是經濟轉型的華山一條路，期間貨幣政策應會保持寬鬆繼續托底，但難以主動加碼刺激。在過剩產能出清之前，企業盈利料難出現長足的改善。而美元加息陰影籠罩，貶值壓力驟升、信用風險頻發，也令16年資本市場危機四伏，防風險勝於尋機遇。所以我們建議大家短期深挖洞、廣積糧，做好禦寒準備，耐心等待中國經濟去產能陣痛之後的燦爛明天。

大市導航

有色金屬：有色板塊至少標配

價格接近08年底，一季反彈亮點：美加息預期減弱，供給端改革預期不斷增強。板塊廢棄多年，屢破新低致心動，預計金屬價格反彈持續，關注雲鋁股份、吉恩鎳業、馳宏鋅鍺、中金嶺南、銅陵有色。黃金方面：地緣政治再度點燃避險情緒，黃金股表現搶眼。金價1季度反彈仍能延續：1) 美國經濟冬季環比回落概率較大；2) 央行購金意願強烈，需求向好；3) 地緣政治再起風波，黃金避險功能盡顯。推薦山東黃金、金一文化、剛泰控股，關注西部黃金。

風險提示：供給側改革和國企改革持續低於預期。

房地產：迪士尼預期再起，利好陸家嘴等公司

近期中國迪士尼演出安排等細節公佈，考慮專案修建進度，開業預期加大有利概念走強。陸家嘴，大股東參股申迪公司，成為迪士尼股東。中路股份，迪士尼周邊700畝廠區轉商業開發帶來價值爆發。陸家嘴大股東-上海陸家嘴（集團）有限公司已經成為迪士尼項目的中方控股集團的第一大股東。張江高科所在的張江園區面積25平方公里，距離上海迪士尼約3公里，同時公司在川沙擁有12萬平土地。

風險提示：狄斯奈樂園開園進度低於預期。

煤炭：供給側改革預期升溫，看好煤炭行業

昨日煤炭股幾乎集體漲停，我們認為主要原因是供給側改革預期升溫，這也是我們前期看好煤炭板塊三大理由之一。往後看我們認為煤炭行情仍將持續，有利於煤炭的市場環境正在進一步發酵：需求改善，供給側改革，國企改革，這 2016 年煤炭行業三大利好，只需兌現一個，煤炭股就有繼續上漲的可能，建議買入煤炭股。先看相對收益，再看絕對收益。

風險提示：經濟繼續下行，供給側改革和國企改革持續低於預期。

建材：關注供給側改革政策催生的水泥板塊反彈機會

2015 年水泥行業經歷了有資料記載以來歷史最差的一年，1-11 月水泥產量僅有 21 億噸，同比下滑 5.1%，是行業需求首次年度負增長，全年新建投產了接近 9000 萬噸，約增長了 2.5%，投產產能環比過去幾年已經有明顯下降，但由於存量產能基本沒有退出，總產能依舊淨增長。需求供給兩頭惡化，產能利用率繼續下降，目前不到 70%。水泥價格全年繼續震盪下跌且下跌幅度高於主要成本煤炭價格，行業盈利能力繼續下挫，目前多數企業已經處於盈虧平衡附近，部分成本控制力較差的企業開始虧現金，加之山水水泥債務違約事件導致行業銀行信貸收緊，部分小企業可能面臨融資困難問題，水泥行業真正意義上進入了寒冬，去產能大幕即將開啟。

但由於水泥企業過去幾年基本沒有經歷過苦日子，且行業沒有賒銷的習慣，企業現金流情況較好，加上水泥生產線具有隨關隨停的“暖開機”性質，行業景氣度下滑曲線相對比較平滑，如果單靠市場內生的力量推動產能出清，則速度會比較慢，“供給側改革”有形之手有望推動行業產能加速出清。

目前水泥板塊機構持倉水準偏低，前期嚴重滯漲，目前整體估值水準接近淨資產線，最近兩個交易日相比鋼鐵及煤炭漲幅亦明顯落後，關注板塊“供給側改革”政策主題投資機會，相關標的重點推薦冀東水泥、金隅股份、寧夏建材、祁連山、天山股份等。

風險提示：供給側改革執行力度不達預期。

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。