

2016年02月29日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀經濟

### 通脹回升怎麼辦？有人歡喜有人愁！

美國通脹跳升，加息預期重燃。上周美國公佈的1月核心PCE物價指數達到1.7%，創下近4年以來新高，而由於食品和能源價格的反彈，美國1月的PCE物價總指數也達到1.3%，而在5個月以前還僅為0.2%，意味著美國通脹出現了快速跳升。物價超增使得美國加息預期重燃，16年內加息的概率重新升至50%以上，而4月加息的概率也從不到20%升至接近40%，而加息預期重燃也導致了黃金的短期下跌。

新廣場協議無果。G20 上周在上海召開央行和財長會議，雖然會議提及了全球經濟下行、匯率波動、資本流動、英國脫歐等多重風險，也達成了加大政策支援力度、加大結構性改革、加強基建投資和貿易往來等共識，但對媒體事前渲染的“新廣場協議”，僅僅以“避免競爭性貨幣貶值”作為總結陳詞。

國內生產收縮、通脹持續回升。1-2月發電耗煤累計增速降幅擴大，預示工業生產繼續收縮。與此同時統計局2月食品價格跳漲，我們上調2月CPI預測至2%，若無CPI權重調整則CPI將升至2.4%。目前物價上升的壓力來自兩方面，一則1月貨幣超增、預示未來半年內物價趨升；二則大宗商品反彈、PPI降幅持續縮窄，將推動CPI持續回升。

有人歡喜有人愁。未來需重點加以關注黃金、商品等通脹受益類資產，回避債券等通脹受損類資產，而股權類資產的盈利受益、估值受損。此外重資產企業受益於通脹回升、而輕資產類企業則受損。

寬鬆有心無力。上周媒體報導央行在G20上首度提出穩健略偏寬鬆的貨幣政策，但在央行事後的公報中仍改回穩健的貨幣政策。我們認為目前的貨幣寬鬆有心無力，首先是貨幣超增帶來通脹回升的風險，其次是美國經濟穩定加息預期再起，人民幣兌美元仍面臨貶值壓力，制約國內寬鬆貨幣政策。因此從實際操作看，央行已用公開市場操作取代降息降准，且公開市場持續回籠貨幣，因而上周流動性已經趨緊，貨幣寬鬆再度延後。而央行官員和財政部長均吹風擴大財政赤字率、加碼財政政策。

風險提示：經濟下行超出預期。

## A 股會破位下跌嗎？

核心結論：①25 日大跌打擊市場信心，調研問卷中投資者預期未來 3 個月市場再下臺階，1 月底低點成為新中樞。②全球大類資產價格的變化始於 15 年 12 月美聯儲加息、油價破位下跌，人民幣貶值、去產能擔憂加劇 A 股跌幅，1 月底來均已好轉。③G20 後未來 2 個月國內外政策環境偏暖，目前不悲觀，展望全年變數很多，不樂觀。結構性亮點如兩會中十三五聚焦的新興行業、偏下遊的價格品、資產注入的國改。

故事的起點：15 年 12 月全球大類資產價格生變。15 年 12 月開始全球股市下跌、原油價格加速下行、金屬價格盤整、黃金價格上漲。這種變化產生背景是，美聯儲開始加息，並且市場預期美聯儲 16 年將會持續多次加息。美國收縮流動性改變投資者預期，市場風險偏好下降。2 月來情況已經在改善，美聯儲加息預期下降，原油價格企穩使得投資者情緒緩解，股市和油價企穩反彈，黃金暫停上漲開始盤整。放眼 2016 年全年，仍有很多不確定，美國畢竟開啟加息週期了，3 月大概率不加息，但 6 月仍需觀察，油價能否見底企穩、朝鮮半島的局勢需跟蹤。

現在的位罝：國內外背景比 1 月底 2 月初好轉。從國內外環境看，現在比 1 月底 2 月初要好。25 日的大跌更多是獲利回吐的情緒宣洩，大陰線再次驗證我們之前總結的市場最近 1 年多來的新特徵，投資者結構變化導致的市場容易急跌，即絕對收益投資者占比已經超過相對收益投資者，經歷三次股災後，止贏或止損更堅決。上周開始一線城市房價快速上漲成為市場關注的焦點，一線城市（北上廣深地區）房地產銷售面積只占全國的 5% 左右，銷售額 15% 左右，目前仍很難推演全國銷售和新開工改善，因此，政策短期難變，偏松的格局還要持續。資產配罝角度，地產投資的黃金時代已經過去。部分投資者也同樣擔憂由於部分保險公司近期被處罰，將會影響保險資金進入股市，我們認為目前保險公司被處罰的情況仍然只是個別現象，並不影響整體趨勢。

應對策略：目前不悲觀，全年不樂觀。25 日大跌，市場信心深受打擊，辛辛苦苦兩周累積的獲利一天被吞沒，的確傷人氣，因此出現了調研問卷的結果，即投資者預期未來三個月市場再下臺階，1 月底的低點成為新中樞。其實現在國內外環境相比 1 月底 2 月初已經好轉，投資者的悲觀更多來自大跌產生的情緒波動。我們認為，目前不宜悲觀，市場仍在震盪構築階段性的底部，未來 2 個月仍可以樂觀一些。G20 會議後，3 月美聯儲不加息，中國階段性穩增長，這個政策組合有利於市場。展望全年，不能太樂觀，《2016 年可能反復的三大預期-20160223》中我們提出 2016 年最大的不同是，影響股市的因素，尤其是國內外的政策本身會搖擺，如美國經濟資料持續好轉、核心通脹高企，6 月仍可能加息，屆時人民幣貶值壓力有可能重新再起，中國階段性穩增長後未來政策仍可能變化，政治局會議提出“區間調控、定向調控、相機調控”。

因此，2016 年要更靈活，投資需要折返跑。投資機會建議找結構性亮點，包括“兩會”熱點、價格鏈、國企改革。

風險提示：海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超出預期。

## 大市導航

### 食品：從外企看中國：開源轉節流，規模轉效益

海外巨頭戰略從開源轉向節流，從規模轉向效益。給予行業“增持”評級。在宏觀經濟增速持續放緩的大環境下，我們認為食品飲料行業盈利仍將保持低速增長，不存在大幅波動風險。推薦洋河股份、貴州茅臺、伊利股份。轉型建議關注保齡寶、雙塔食品、金禾實業。主題投資建議重點關注國企改革，推薦珠江啤酒、\*ST 酒鬼、燕京啤酒。

風險提示。經濟增速繼續下滑，行業競爭依然激烈，人力成本居高不下甚至逆勢上漲。

### 煤炭：國企改革超出預期，重點推薦兗州煤業

國企改革在 2016-2-24 日提出後，我們積極跟蹤推薦。我們在這裡強調一下國企改革之核心價值，國企改革後，企業領導才有動力去做降低成本的事，才能和股東的利益綁定一致，否則很多事情並不能做到徹底。國企改革就是供給側改革的根本前提，沒有國企改革，供給側改革雖有行政要求，卻難是坦途。所以，在國家真正把國企改革提上日程以後，供給側改革才真正看到了曙光。重點推薦兗州煤業。

風險提示：供給側改革推進低於預期。

### 房地產：警惕泡沫，還是享受泡沫？

新政效果明顯，環比資料發力。2 月第四周重點十大和重點三十大城市成交面積同比 2015 年大幅增速；環比增速為 138%和 113%；累計同比增速為 19%和 7%。

我們在股災中提出房價後階段將加速上漲的觀點（詳見報告《A 股災後評估報告——對房地產行業後期走勢影響分析》）。

我們認為漲多了要跌是必然，因此現在去看空未來房價，認為早晚要跌一定是對的。週期行業本身漲跌互現就很正常，否則就不是週期行業。但我們強調，作為二級市場我們的出發邏輯是做股東，不是做房東！

盲區 1，靜止的觀點看待動態的世界，總認為房地產供給是源源不絕的。開發商不是傻子，全中國都在看空房價的時候開發商不會悶頭修房子不看市場變化。15 年銷售創歷史新高，但新開工、土地購路負增長（-14%和-31.7%）本身說明開發商對潛在市場趨勢非常謹慎。事實上本輪一線上漲更大邏輯在於供給收縮比需求收縮更快。

盲區 2，用局部現象認定整體世界。一線城市房價只能代表全國價格趨勢，不能代表全國價格漲跌幅度。2、3 線價格到底有多大恢復，目前還不清楚。1、2 線漲，3 線市場能否跟上目前也不清楚。事實上，一線城市屬於供給緊縮，疊加貨幣現象和人口持續融入。中國房地產問題 2010 年後分化就越來越大，不適合一刀切的觀點。

盲區 3，抓小放大，只看到價格，看不到新開工和經濟觸底的潛在可能。海通地產是市場在 2015 年 4Q 至今唯一堅持看好價格復蘇能帶動新開工增速和經濟觸底的研究團隊。（2015 年底新開工增速是-14%。如果去庫存有效果，新開工總量基本持平。增速從 15 年底-14%回升到 0%，A 股會不會有反應？）。

推薦土地集中一線的二線藍籌（濱江集團、泰禾集團、華髮股份、嘉寶集團、福星股份、華聯控股）+仲介行（世聯行）。

風險提示：房地產調整政策和經濟下行風險。

## 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。