

宏觀經濟

藥不能停——評準備金率再次下調

1. 貨幣刺激力度加大。央行決定自3月1日起普降存款準備金率50bp，為16年以來的首次降准。此前央行多在週末降息降准、市場預期降准繼續延後，因而週一的準備金率普降超出市場預期。此次降准前，1月對實體經濟發放的人民幣貸款創下2.54萬億的天量，且1月M2增速達到14%，遠超去年12%的目標增速。我們估算本次降准釋放基礎貨幣約7000億，有助於對沖資金外流、提升貨幣乘數，也意味著貨幣刺激力度加大，貨幣信貸有望持續超增。
2. 助推地產泡沫。歷史經驗表明，貨幣超增是導致房價上漲的核心因素，廣義貨幣M2增速與全國房價漲幅高度相關，在當前降低首付、貨幣寬鬆等各項刺激下，或繼續助推地產泡沫。
3. 加大貶值壓力。貨幣的價值與供需有關，例如單純就貨幣而言，黃金和日元都是長期上漲，原因在於多年來兩者的供給幾乎沒有大幅增加。而歷史上，所有的貨幣崩盤都與貨幣超發有關。降准意味著人民幣供給增加、價值下降，而央行也曾在4季度貨幣政策報告中表達了貨幣政策面臨著匯率“硬約束”以及資產價格國際間“強對比”地約束，如果本國貨幣政策過於寬鬆，容易導致本幣貶值壓力，資產會從高房價、物價國家流向低房價、物價國家，明確指出15年的雙降加劇了資金流出和匯率貶值壓力。而在本次降准之後離岸人民幣立刻貶值100bp以上，在岸人民幣兌美元跌破6.55關口。
4. 提防滯脹風險，黃金商品搭檔。當前貨幣刺激力度加大，但是實體經濟依然低迷，而金融市場已難吸納多餘貨幣，意味著資金或流入商品市場，加劇通脹上行壓力，需提防滯脹風險。歷史上黃金和商品在滯脹期上漲，我們仍建議以通脹為主線配資資產，首選黃金和商品。

降准點評：一針強心劑

1. 從1月底《A股見底了嗎？》到最新報告《A股會破位下跌嗎？》，我們分析15年12月來全球大類資產價格變化的邏輯是一貫的，A股下跌起源於美國加息、加速於人民幣貶值、恐慌於擔憂去產能引發增長破位。1月底後反彈正源於上述變數改善，最近1周再次下跌源於擔憂改革等中期問題。
2. 央行4個月後再次降准，超出市場預期，這個信號意義等同於8月底雙降，均是匯率波動平穩後、美國議息會議前，標誌著未來一段時間貨幣政策基調偏松。這是改變階段性市場環境的一

針強心劑，15年8月底-11月市場走好的背景正是美國加息延後、中國雙降。短期投資者對此仍會懷疑，等3月美國確定不加息，會進一步消除疑慮。屆時市場情緒改善，自然對減少對中期問題的擔憂，15年9月也曾擔憂金融反腐。

3. 當前市場情緒極度悲觀，物極必反、否極泰來，國內外政策偏暖會改變情緒，未來一段時間是難得的投資好時機。放眼全年，經濟和政策環境不穩定、會反復，操作要更靈活、折返跑，2季度後半段美國加息、匯率、房價等仍可能出現變數。結構上建議更均衡，如十三五聚焦的新興行業，受益於價格上漲的禽、豬、維生素、印染等。

風險提示：系統性風險。

大市導航

有色金屬：天邊那朵“金雲”

短期面臨兩會利好兌現的壓力和滯脹因素，首推黃金；同時工業金屬和小金屬受益於供給側改革配額意義大，建議關注山東黃金、雲鋁股份、馳宏鋅鋇、中金嶺南、天齊鋰業和剛泰控股。

不確定性因素分析：大盤殺估值。

煤炭：關注兗州煤業，煤炭的邏輯到底是什麼

我們之前建議大家加大煤炭配額，重點關注兗州煤業。

邏輯：我們認為市場目前不少投資人仍然不認可煤炭成本下降的邏輯，更不認可利潤反轉的邏輯，對國企改革也理解比較淺，這輪煤炭上漲的邏輯仍有望繼續兌現。

我們再次提示大家：我們看反轉，看國企改革，看供給側改革，煤炭全年大概率會有相對收益，建議超配。我們建議關注兗州煤業。

風險提示：系統性風險，供給側改革不達預期。

有色金屬：寬鬆加碼+市場波動大，金價仍具反彈動力

中國央行決定再次降准，全球寬鬆仍在加碼，疊加市場行情波動幅度仍較大，避險情緒猶存，金價短期內仍具上漲動力。

1) 美國經濟 1 季度環比回落，美聯儲推遲加息預期較強；2) 市場巨震，黃金再顯避險英雄本色；3) 全球貨幣環境持續寬鬆；4) 地緣政治風險再起波瀾。金價已然站穩 1200 美元/盎司點位，處於底部位銘，仍具反彈動力，黃金股受益較大。

推薦山東黃金（彈性大，國企改革）、金一文化（可穿戴、涉及金融、互聯網珠寶）、剛泰控股（互聯網+珠寶、互聯網+金融），關注金葉珠寶（佈局融資租賃，黃金租賃市場廣闊）。

風險提示：系統性風險。

農業：降准加劇通脹上行壓力，建議提高農業配銘比例

1) 央行決定自 3 月 1 日起下調存款準備金率 0.5 個百分點，為 16 年以來首次降准，時點上超出市場預期。根據海通宏觀估算，本次降准釋放基礎貨幣 7000 億，通脹上行壓力加大。

2) 在通脹預期下，我們建議投資者全面提高農業股的配銘比例，配銘的主線依然是商品價格，選擇基本面良好、價格上漲預期強烈、並且能找到相應投資標的的品種配銘。分別是禽、糖和豬。

3) 禽：15 年美國和法國禽流感導致我國祖代雞引種斷檔，行業被動完成供給測改革，引種量大幅下降將導致禽鏈出現供給缺口，16-17 年將是週期向上階段，企業盈利將大幅改善，整個產業鏈（益生股份、民和股份、聖農發展、仙壇股份）都存在投資機會，我們按照上輪景氣高點 2011 年的單位盈利測算，現在的聖農發展更便宜。

4) 糖：2 月 23 日 ISO 上調 15/16 榨季國際糖供給缺口，從 353 萬噸調至 502 萬噸，國際糖價應聲大漲。國內新榨季預計缺口也達 600 萬噸，行業基本面改善明確，糖所對應的投資標的股價尚在低位，建議配銘，核心標的南寧糖業。

5) 豬：豬價在 2016 年高位震盪，養豬上市公司的定期報告都非常好看，牧原股份在發佈了 2015 年報後表現也不錯。按照價格邏輯，養豬板塊也是可配銘板塊，核心是牧原股份和溫氏股份。

風險提示：系統性風險，自然災害。

鋼鐵：降准利於刺激鋼鐵需求

降准放水，有利於刺激鋼鐵需求，但整體上今年基本面仍非常偏弱。我們預期今年粗鋼產量下降 6% 以上，去年下降 2.3%，因此巨虧繼續。產能淘汰有利於平衡鋼鐵供需，但未來幾年看，可能是邊淘汰邊過剩，即使能夠順利完成 5 年 1.0-1.5 億噸產能淘汰的目標，也是一個邊淘汰邊過剩甚至加重過剩的過程，主要是淘汰的量跟不上產量下降的幅度。目前鋼鐵板塊真實 PB 是這波行情啟動前也就是 2014 年 6 月之前的兩倍，股價彈性變小。鋼價反彈後可能隨時掉頭，這波鋼價上漲的

邏輯是，去年 11 月鋼價跌幅巨大有反彈要求，其次鋼企虧損程度前所未有，雖然 12 月及今年能 1 月鋼價反彈，但並不足以扭虧為盈，鋼企復工信心不足，加之春節臨近，延長了停產時間，使得春節後庫存不高，給市場以做多的信心，但根源仍是去年停產較多，但目前這個鋼價，鋼企逐漸復工，這個反彈的根本原因不復存在。因此，從去年以來對鋼鐵板塊給予謹慎的觀點。

風險提示。鋼價隨時掉頭。

石油化工：期待原油供給端的積極變化

油價底部區域，期待反彈。我們認為短期油價仍將在 30 美元/震盪左右，但隨著原油供給側的積極變化，油價有望進入上行通道。原油的供給側變化主要關注北美葉岩油產量及 OPEC 產量變化。自 2015 年 4 月北美葉岩油產量達到高點以後，逐月下降。隨著債務壓力加劇、產量自然衰減、套保合約到期等因素影響，我們期待葉岩油產量快速下降。此前沙特、俄羅斯等四國已達成不增產協議，表明產油國之間的合作是有可能的，如果未來產油國之間達成減產協議，油價反彈的基礎將更牢靠。

供給側改革推進，助推石化產品走出低谷。目前油價低迷，石化產品盈利空間不大，而對於技術相對落後、產能規模小的化工企業而言，經營壓力更大。自 2014 年油價暴跌以來，化工產品的落後產能淘汰已在推進中。PTA、維生素、印染等子行業的剩餘產能淘汰相對較快，產品價格已有企穩回升跡象。流動性的放鬆將有助於化工品價格的反彈。

重點關注。齊翔騰達（丁二烯價格反彈，盈利提升；油價反彈業績彈性大；油品升級受益）；泰山石油（中石化旗下加油站上市公司、期待同業競爭的解決）；恒逸石化（油價反彈業績彈性大、供給側改革進展快）、新潮實業（轉型油氣開採、油氣收購成本低）。

風險提示：原油價格大幅回落、改革進度低於預期。

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。