

宏觀經濟

通脹回來了，風水輪流轉！

1. 美國非農超增，通脹預期回升。上周美國公佈2月新增非農就業24.2萬人，失業率持平於4.9%，而美國國會辦公室公佈美國的自然失業率為4.9%，意味著美國已經處於充分就業狀態。而按照經典的菲力浦斯曲線，未來美國失業率的下降就必然意味著物價的上升。而美國通脹預期的回升體現在兩方面，一是此前公佈的1月通脹資料超預期上行，二是債市市場隱含的通脹預期大幅上行。
2. 貨幣財政積極，需求側托底。政府工作報告確定16年GDP目標增速為6.5%-7%，雖然比15年的7%小幅下調，但十三五增長目標要求GDP增速不低於6.5%。而財政貨幣政策明顯更加積極，不僅將財政赤字率從2.3%大幅上調至3%，而且將貨幣M2增速目標也從12%上調至13%，而從以往經驗看在實際執行上往往更加積極。
3. 供給側攻堅。16年將著力加強供給側結構性改革，尤其抓好去產能、去庫存、去杠杆、降成本、補短板五大任務。保持人民幣匯率在合理均衡水準上基本穩定，堅決守住不發生系統性區域性風險的底線。
4. 通脹風險升溫。一方面，政府加大了16年貨幣財政刺激力度，另一方面則下調了GDP增長速度，其結果必然體現為通脹的上升。而在中國刺激加碼、美國經濟改善的共同作用下，全球大宗商品價格出現大幅反彈，油價已經逼近40美元。

貨幣顯著超增、大宗商品上漲、以及基數偏低三方面因素將共同推動通脹回升，我們預測16年的CPI或從15年的1.5%大幅回升至2.4%，而且不排除接近或超過3%目標的可能性。

5. 圍繞通脹配股，黃金商品搭檔。過去幾年，通縮是資產配股的主線，股債都是大牛市，而商品則持續下跌，重資產企業損失慘重，而輕資產企業倍受青睞。但如果通脹重來，則黃金商品將是配股首選，而債券則必然受損，而股市則禍福難料，因為價格上漲對盈利有利、但利率提高對估值不利，同時股市的投資邏輯也會發生巨大的轉變，輕資產的成長類企業受損，而重資產的週期類企業則受益。

過好眼前的苟且

政策暖風期，反彈已在路上。（1）政策變化影響大類資產價格走勢。大類資產價格變化的起點是 15 年 12 月美國開始加息，過去幾年全球貨幣寬鬆、資金脫實入虛推升的股票牛市邏輯遭到衝擊，大類資產再平衡，資金流入避險的美債和黃金。

1 月底 2700 點左右的《A 股見底了嗎？》到 2 月底再次回到 2700 點左右的《A 股會破位下跌嗎？》中我們提示國內外政策可能階段性變化，降准點評明確提出未來一段時間美國暫不加息、中國政策積極，上半年最好的做多視窗打開。（2）國內外政策偏暖期，市場反彈走在路上。我們一直將 1 月底-2 月底的市場與 15 年 8 月底-9 月底比較，屬於國內外政策開始變暖、市場有疑慮的階段，3 月各類政策更明確會消除疑慮，國內兩會亮點頻出，國際上美聯儲 3 月大概率不加息，歐、日央行可能推出進一步的寬鬆政策，市場很可能出現類似 15 年 10 月的上漲趨勢。

忌盲目樂觀，邊走邊跟蹤。（1）時間上，關注宏觀政策面未來的考驗。眼下之所以有反彈，源於政策偏暖，未來需跟蹤政策的變化、驗證政策的效果。4 月中國經濟資料公佈，到了驗證 2 月以來偏松政策效果的視窗期。美國 3 月非農資料、核心通脹需繼續跟蹤，4 月下旬的議息會議仍可能會討論 6 月加息，此舉會影響全球股市及人民幣匯率。（2）空間上，跟蹤市場情緒修復的情況。可以跟蹤情緒指標，如成交量、換手率、融資餘額，可參考的行情是 15 年 8 月底-11 月的市場。

應對策略：過好眼前的苟且。（1）暫時看不到詩和遠方，只能過好眼前的苟且。我們之前多次闡述過，16 年行情與 15 年最大的不同就是國內外經濟和政策環境不穩定、會反復，很難有趨勢性大機會，只能有階段性機會。珍惜當下，清醒地投入，放眼未來，不忘靈活操作、折返跑。（2）調倉很痛苦，恐怕還沒完。調結構是個痛苦的過程，現在持有的很多中小創類股票，正是 15 年著眼詩和遠方，買的未來，買的中國夢。但，當下的現實是，牛市氛圍不在，高溢價缺少基礎，政策重心從寬鬆貨幣政策轉向積極財政，傳統股票有了新的催化劑。以基金重倉股為樣本統計，15 年底持倉中主機板占比創新低至 44%，目前看，主機板占比回到 14 年 2-3 季度的 55% 不過分，10 個點左右的調倉，應該還沒結束，上周可能只是開始。（3）博弈的角度思考調倉的選擇。均衡配股中，價格相關行業中偏下遊的維生素、印染、養殖，上周加入地產，這些都可持有。從基金持倉（只能參考 15 年底資料）、今年來股價漲幅、估值水準角度評估，地產、非銀金融仍是不錯選擇。

此外，近期國際油價反彈明顯，可選配與此相關的石化類個股。前幾年的資源品價格下跌中，油價的跌幅超過基本金屬、黃金、鐵礦石，有供給方面的影響，現在供給情況在好轉。

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：順勢而為

商品普漲催化劑是美元走弱、中國經濟增速預期和流動性刺激共振。最看好的品種，黃金+基本金屬：鋅、鋁、銅、鎳（海通有色猴年四寶）。彈性排序，首推黃金：山東黃金、中金黃金、赤峰黃金，關注西部黃金。工業金屬和小金屬：鋅：關注馳宏鋅鍺和中金嶺南；鋁：雲鋁股份、稀土：廣晟有色；鎢：廈門鎢業。

風險提示：兩會維穩和3月美國議息會議的時間視窗逐漸來臨。

石油天然氣：石腦油路線新增烯烴供給少，聚烯烴價格穩定

國際油價自2015年11月起開始新一輪下跌，至2016年1月跌至最低點27美元/桶左右，跌幅超過40%。但在此期間國內聚烯烴價格基本保持穩定。自2015年11月起，國內聚乙烯（LLDPE）現貨出廠價價格由8850元/噸，最低僅下跌至8700元/噸，跌幅1.7%；聚丙烯PP現貨出廠價格由8350元/噸，最低下跌至7250元/噸，跌幅13.2%。均遠小於國際原油價格的跌幅。而期間聚烯烴期貨價格則跌幅較大。

（1）價格表現方面，聚乙烯好於聚丙烯，現貨好於期貨。由於期貨存在較強的金融屬性，現貨價格可能更能反映出聚烯烴實際的價格表現。

（2）美國、歐盟及中國的GDP增速均好於2008年金融危機時期水準，聚烯烴剛性需求依然存在，同時低油價帶來聚烯烴價格下降，同樣會帶來需求的增長。

（3）過去兩年國內烯烴產能的增長，乙烯79%來自煤化工；丙烯51%來自煤化工、49%來自丙烷脫氫。來自原油路線的烯烴新增產能或只有四川石化的80萬噸乙烯裝銜。低油價下煤制烯烴裝銜經濟性下降，投產狀況將不達預期，從而影響近期新增的烯烴供應。

（4）近期較多煤制烯烴及烷烴脫氫制烯烴裝銜處於檢修狀態，總檢修產能超過330萬噸，從而帶來烯烴供應能力的下降。

在以上因素影響下，聚烯烴現貨、尤其是聚乙烯現貨價格始終保持在穩定水準。在原油價格處於較低水準的情況下，穩定的聚烯烴價格將提升化工公司的盈利，關注上海石化（烯烴、聚烯烴產量占比17.4%）、中國石化（烯烴、聚烯烴產量占比11.1%）。

風險提示：原油價格大幅回落、產品價格下跌。

農業：2016 年，把握“進可攻、退可守”的農業板塊

2015 年全年農業板塊完勝大盤。2015 年農業板塊最大漲幅達 121.46%，全年漲幅 60.67%，跑贏大盤 55.04 個百分點。

若以上證綜指為基準，則 2015 年全年農業板塊的超額收益最高達到 67.27%，平均超額收益也達到了 38.16%。

農業股對農產品價格的高彈性造就了其出色的攻守轉換能力，更是農業板塊啟動的內在動力。我們以農業部編制的農產品批發價格指數為基礎，回顧並總結了自 2007 年以來農業股與農產品價格的變化情況。資料顯示，即便是在 A 股的熊市週期，農產品價格的快速上漲也能夠帶來農業股的出色表現，但在農產品價格表現的較為平穩之時，農業股則表現一般，甚至跑輸大盤。

目前農產品價格指數大幅上漲，農業股“退可守”的特點已初露頭角。2016 年 2 月以來農產品價格指數大幅上漲，截止至 3 月 1 日，農業板塊較年初下跌 20.71%，跑贏大盤 2.06 個百分點，儘管相比於以往農產品價格大幅上漲時農業股的行情，目前的表現略顯無力，但這不失為一個板塊反轉的信號。

縱向比較來看，目前農業股並不貴。我們以全部 A 股為參照物，縱向對比了農業股的市盈率（歷史 TTM）。按照歷史表現，在農產品價格上漲較多的年份，農業股不僅估值水準較高，更重要的是這種高估值水準能夠維持較長的時間，農業股投資、投機的機會均兼備。相比於歷史情況，目前農業股並不算貴，安全邊際相對較高，合理的估值水準還未達到。

不排除今年農業股有複製 2008 年行情的可能。原因如下：1) 受大盤重挫的原因，目前農業股相對於上證綜指的超額收益相比於以往歷史情況還處於低位元，我們預計超額收益會逐步擴大；2) 相比於以往，農業股現在不貴；3) 通脹的預期、A 股的悲觀預期、部分農業子板塊的盈利預期，三種預期會持續加大投資者對農業股的關注度，吸引投資者進行調倉；4) 農業股在年初以來的優異表現會讓投資者更加具有信心，並逐步堅定加倉農業板塊的決心。

建議提高農業板塊配額比例，兩條擇股主線。其一，價格主線，重點關注禽養殖、畜養殖以及原糖三個子板塊。禽養殖：我們在 2 月連發 4 篇禽產業鏈相關報告，結論是今明兩年將是禽養殖個股的牛市之路，核心標的聖農發展；畜養殖：產能持續淘汰，景氣週期或超預期，今年將是生豬養殖板塊景氣高企的一年，核心標的牧原股份和溫氏股份；原糖：受厄爾尼諾現象影響，國際原糖產量被 ISO 一度下調，國內供給缺口正在變大，此外，國內制糖行業產業升級，上市糖企面臨良好機遇，核心標的南寧糖業。其二，選擇基本面良好，盈利有增長，估值不貴的個股配額，比如中牧股份、海大集團、登海種業、普萊柯。

不確定因素。宏觀經濟下滑；通貨緊縮；自然災害；大規模疫病爆發。

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。