

## 宏觀經濟

### 滯脹來了買什麼？——兼議如何守住我們的財富

如果滯脹來臨，該如何配銘資產？

70年代大滯脹來襲：增長動力疲弱，油糧推升通脹，寬鬆政策失效。70年代，美、德、日經歷了高通脹與經濟衰退並存的滯脹時代：通脹長期在5%以上徘徊，並一度攀升至10%以上，而經濟增長則出現停滯。滯脹緣於增長動力疲弱、經濟結構轉型，油價、糧價上升抬升通脹。各國政府採取寬鬆財政、貨幣政策，但未能托底經濟下滑，反而幫助推高了通脹。

大滯脹期間大類資產表現：債券價格下行，股市窄幅震盪，商品表現搶眼。“大滯脹”時期，美國國債收益率迭創新高，股市十年漲幅僅16%、窄幅波動；德國10年期國債收益率從5%升至10%，DAX十年下滑17%；日本10年期國債收益率飆至20%以上，股市溫和上漲。而商品表現搶眼，石油、黃金領漲。

90年代類滯脹表現：轉型拖累增長，通脹相對高位，升值引入熱錢。90年代初，韓國、臺灣在經歷了高速增長後迎來轉型，經濟增速中樞下行，工業化步入尾聲。同時期CPI整體上臺階，但其過程並不像發達國家的滯脹那麼猛烈。而受85年廣場協議影響，韓元、台幣大幅升值，適逢金融市場化，導致大量國際熱錢流入境內，推高M2增速，助推CPI上升。

類滯脹期間大類資產表現：債市整體疲軟，股市巨幅震盪，商品溫和上漲。廣場協議之後，熱錢流入，物價上漲，韓國國債收益率上升。而臺灣及時採取貨幣緊縮，CPI和債券收益率都維持在相對較低水準。87-97年間，韓國股指漲幅歸零。

臺灣股指在90年沖高後暴跌，此後一直在低位震盪。韓元、台幣於90年代初開始緩慢貶值。“類滯脹”時期，美元指數持續下滑，但CRB指數溫和回升。

後債務危機時代拉美惡性滯脹：經濟增長停滯，惡性通脹抬頭，匯率政策僵化。拉美則在80、90年代經歷了“惡性滯脹”——經濟增速大幅下滑，惡性通脹橫行。拉美“惡性滯脹”的本質是債務危機後遺症，以外債作為投資的主要來源而片面追求經濟高增長、產業政策上過分重視優先發展資本密集型行業而忽視扶植勞動密集型產業、價格和匯率政策僵化三方面因素共同引發了債務危機。

惡性滯脹期大類資產表現：緊貨幣壓通脹，高利率股債熊，匯率大幅貶值。拉美各國政府普遍採用緊縮性貨幣政策來壓制通脹，導致利率進一步走高。進而導致股債雙熊：債券價格因利率大幅上行

而走低；股市一方面因高利率而估值大幅下挫，另一方面因實體經濟孱弱而盈利微薄，盈利、估值雙殺。“惡性滯脹”期間，巴西雷亞爾和墨西哥比索均經歷了兩次大幅貶值，美元指數和 CRB 指數表現平穩，持有美元或以美元標價的商品仍然是最優選擇。

滯脹時期該買啥？黃金商品和美元！我們總結發現：其一，滯脹的原因都與“經濟轉型+貨幣寬鬆”有關，傳統逆週期政策沒法應對轉型期的經濟下行，反而會導致流動性過剩，推高通脹；其二，滯脹期債券市場和股票市場整體表現欠佳，高利率打壓債券價格和股市估值，而轉型期企業盈利整體低迷；其三，當滯脹來臨，“美元升、商品平”和“美元平、商品升”必居其一，因而持有美元或以美元標價的大宗商品成為最優選擇。

### 以史為鑒，推測本輪週期股上漲後的兩種可能結局

歷史一：08 年 11 月-09 年 8 月。起因：四萬億投資強刺激，週期股領漲。08 年美國次貸危機演變為全球金融危機，外需突然消失，為了保持經濟平穩較快增長，國內出臺了刺激政策。08 年 11 月 9 日公佈了 4 萬億元的龐大投資計畫，伴隨而生的是信貸規模達 10 萬億，GDP 在 09 年一季度觸底後快速復蘇。強政策刺激下，A 股出現牛市，週期股領漲，有色、建材、房地產、煤炭行業分別上漲 268%、206%、190%、188%。結局：政策轉向，風格輪向消費、科技股。09 年年中之後宏觀政策開始出現適當的轉向，由重投資重信貸轉向鼓勵消費，週期股逐漸走弱，消費、成長風格開始接力。

歷史二：10 年 7 月-11 月。起因：信貸放量和美國 QE2 刺激，“煤飛色舞”。7 月貨幣政策出現微調，信貸開始放量。10 年 8 月，美聯儲主席伯南克釋放出 QE2 政策信號，11 月 QE2 正式推出，銅、鋁等資源品價格開始大幅上漲，股票市場開始“煤飛色舞”。結局：通脹引發政策收縮，步入大小齊跌的熊市。10 年開始通脹已經開始逐漸抬頭，10 月 CPI 同比高達 4.4%，10 月 20 日起央行開始加息，並多次上調存款準備金率，並收緊房地產政策。隨著政策不斷收緊，最終股市拐頭向下。

歷史三：12 年 1 月-3 月。起因：政策放鬆，預期復蘇。11 年底為了穩定經濟增長，貨幣政策開始逐漸寬鬆。此外，房地產政策執行層面放鬆，銀行支持房貸，首套住房貸款利率普遍 9 折。貨幣政策的放鬆、房地產市場的回暖，資本市場普遍預期經濟復蘇。早週期的地產、汽車先漲帶動整個週期股，其實這個階段創業板漲幅更大。結局：經濟復蘇被證偽，主機板陰跌、中小創分化。GDP 於三季度降至 7.4%，經濟企穩回升的預期被證偽。週期股短暫的行情也宣告結束。中小創出現分化，一些景氣度很好細分子行業龍頭公司走出獨立行情。

思考：這次週期股行情如何收場？起因：從供給側改革降到需求刺激。此輪週期股上漲主要是兩大邏輯，一是 1 月份主要講供給側改革，二是 2 月以來主要講需求刺激。2 月 2 日央行降低了首套房首付比例，2 月 19 日財政部發文降低個人購買家庭住房契稅，以及 2 月份公佈的 1 月 2.5 萬億的天量新增信貸資料，2 月 29 日央行突然降准，這些都表明了政府利用需求刺激來穩增長的決心。2 月

來有色、煤炭、鋼鐵股領漲。結局猜想：需求回升被證偽？通脹高企倒逼政策收緊？這次週期股行情的情景，有兩種可能：第一，類似 12 年，需求回升被證偽。從宏觀經濟、政策背景及股市形態看，目前似乎與 2012 年有些相似。經濟增長有下行壓力，貨幣政策偏松、房地產政策放鬆，政府投資手段也在用，不過整體的力度都溫和。如此的話，週期股在政策預期階段表現後，證偽階段還會跌回去，而中小創分化，市場只有少數的結構性機會。

第二，政策發力，增長回升拉高通脹，最後政策收緊。如果兩會後就開始推進新基建投資，如地下管廊、地鐵、高鐵等，週期股就真會出現需求改善，行情空間會更大。不過，如此的話，下半年通脹可能就會起來，最終政策收緊，類似 11 年式的下跌。

風險提示。經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期。

## 大市導航

### 汽車與零配件：AlphaGo 加速，無人駕駛上路

9 日，由“穀歌深度學習”開發的人工智慧“AlphaGo”，與韓國頭號種子職業九段棋手李世石對戰，取得首輪勝利。

AlphaGo 由卷積神經系統+深度強化學習模型組成。卷積神經系統是由多個資料中心作為節點相連、單節點內有多台超級電腦的神經網路系統，類似人腦；深度強化學習模型是通過效用函數判斷，策略函數決策未來行為的演算法模型。該演算法具普適性，能用於無人駕駛、人臉等多種智慧識別場景。

無人駕駛通過感測器採集資訊，深度學習模型判斷並做出行車決策，以替代司機。AlphaGo 首勝指示了演算法進化速度超預期。2011 到 2014 年間，人工智慧的圖像識別錯誤率從 25% 快速下降至不足 5%，抓取資料準確率也穩步升至近 1%。去年 10 月 AlphaGo 棋力評估仍顯著低於李世石，但次年 3 月卻獲首勝，亦部分歸功於深度學習加速成熟。

我們預計，受深度學習演算法加速成熟的驅動，無人駕駛在“判斷、決策”環節的痛點將有望被破除，配合巨頭加入生態佈局、預期 17-18 年或將產業化，產業鏈將迎景氣度上漲，行情圍繞【電子器件放量智慧系統開拓智慧交通生態】陸續展開。

關注龍頭【亞太股份、歐菲光、金固股份、中原內配、四維圖新、千方科技、數字政通、保千里】等。

風險提示：無人駕駛進展不及預期，系統性風險。

## 建築工程：地產帶動裝飾預期改善，建議關注裝飾板塊，推薦基本面驅動個股

繼 2 月 3 日央行聯合銀監會下調不實施限購城市首套房和二套房首付款比例和 19 日財政部、國稅總局、住建部聯合發文調低個人購買住房的契稅稅率，3 月 1 日央行意外下調存款準備金率 0.5 個百分點，房地產利好政策組合拳顯示政府去庫存的決心。從產業聯動角度，地產銷售回暖有望帶動裝飾改善預期，建議關注。根據已披露業績快報，園林、裝飾和化學工程三個行業業績下滑明顯，次新股（包括借殼）、轉型個股等仍有潛力可挖。相對而言，我們看好國際工程和工程設計板塊，推薦基本面驅動個股：中工國際（4 季度業績拐點，估值安全）、蘇交科（持續增長能力強，並購戰略持續）以及中鋼國際（基本面向上，國際工程業務爆發）。

風險提示：地產銷售下跌，系統性風險。

## 傳媒：行業穩增長，整合創新成關鍵

以客戶為核心，數位化和全業務化行銷趨勢明顯；參與內容製作，VR/AR 技術應用，管道整合規劃。重點推薦：1) 優質客戶資源：省廣股份、思美傳媒；2) 領先數字行銷公司：利歐股份。

個股利歐股份：成立利歐數位，看好未來數位行銷整體發展：1) 擁有 adidas、百事、puma、伊利等優質客戶，大客戶資源優勢明顯；2) 專業人才加入，團隊優質執行突出。3) 加快內容和娛樂行銷佈局，創新打造利歐互娛。買入評級。

風險提示：數字行銷整合不達預期。

## 造紙輕工：國內化妝品公司崛起的時代

化妝品是中國最早向外資公司開放的市場之一，外資憑藉政策、資本、品牌優勢佔據市場主導地位（2014 年我國化妝品消費歐美品牌占比 46%，日韓 16%，內資 37%），但 2011 年開始國產品牌進入前十大品牌的比重在明顯上升，國內化妝品公司進入做大做強時代。

1) 彩妝市場有望繼續加速，男士嬰幼兒占比提升；2) 彩妝 APP 推升行業增長，獲風投資金青睞；3) 國內化妝品管道中，超市、百貨賣場比例逐年下降，而專業連鎖店、電商管道增長迅速。有正品背書的 B2C 模式前景看好，未來預計 B2C 管道將超過以淘寶為代表的 C2C 管道；4) 國內化妝品公司主要發展路徑：①快速收購擴張，打造產業生態圈，關注代表企業青島金王、潮宏基、朗姿股份等；②重視產品研發，打造自有品牌，關注代表企業上海家化、雲南白藥、隆力奇、珀萊雅等。

風險提示：系統性風險。

## 三一重工（600031）：公告擬實施員工持股計畫，軍工、建築工業化是未來最大看點

第一期於 2016 年實施，第二期視情況擇機實施，兩期資金總額上限均為 4 億元，共計 8 億元。第一期等額認購資產管理計畫中的次級份額，主要通過二級市場買入三一重工股票。出資參加第一期員工持股計畫的公司董事、監事、高級管理人員、中層管理人員、公司核心業務（技術）人員共計不超過 2800 人。

全國 29 家主要挖掘機生產企業 2016 年 2 月挖掘機銷售 3220 台，比 2015 年同期的 2425 台，同比增長達 32.8%。2016 年 1-2 月份共銷售挖掘機 5705 台，比 2015 年同期的 5869 台，同比僅下降 2.8%。16 年開年，挖掘機銷售市場有明顯回暖跡象。2 月份，國產品牌挖掘機銷售迷你挖掘機 413 台，6 噸以上液壓挖掘機銷售 900 台，共銷售 1313 台，同比增加 12%。其中，三一重工迷你挖掘機銷售 172 台，市場佔有率 41.6%；6 噸以上液壓挖掘機銷售 438 台，市場佔有率 48.7%；以 610 台的銷售總額成為本月國產挖掘機銷售冠軍。

2016 年 2 月 18 日，公司公告其全資子公司三一汽車製造有限公司獲得武器裝備科研生產許可證，公司具備了從事許可範圍內武器裝備科研生產活動的資格；同日，公司公告與昆山經濟技術開發區管理委員會簽署《三一重工昆山建築工業化專案投資協定》，規劃分五年投資 60 億元，至 2020 年，形成可承擔建築工業化方式建築面積 1000 萬平方米以上的年產能。

公司未來轉型的最大看點是軍工與建築工業化兩大方向，建議持續關注。

風險提示：宏觀經濟下行風險。

## 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。