

宏觀經濟

又見地產瘋狂，通脹捲土重來！

1. 經濟開局不佳。週六公佈了前兩月中國經濟資料，其中工業增速降至 5.4%，再度創下 09 年以來新低，印證此前製造業 PMI 的大幅下滑，產能過剩行業的鋼鐵、煤炭、水泥、有色金屬等幾乎全部陷入萎縮之中。從需求來看，內需中的消費增速也穩中有降，而外需的大幅下滑也對經濟形成拖累。
2. 地產一枝獨秀。在所有經濟資料中，唯有地產資料最為耀眼。前兩月的地產銷售面積增速達到 28.2%，遠超 2015 年全年的 6.5%，而且 3 月以來我們監測主要城市的地產銷售增速仍在加快，而且銷售的火爆呈現從一線向二線擴散的趨勢。

與此相應，地產新開工面積增速 3 年以來首次由負轉正至 13.7%，而地產投資增速也反彈至 3%，帶動總投資增速小幅反彈。

3. 貨幣大起大落。2 月貨幣信貸出現大幅跳水，標誌性的新增信貸從 1 月的 2.5 萬億回落到 7266 億。一方面信貸的控制值得肯定，打消了新一輪 4 萬億強刺激的擔心。但是綜合前兩月資料看，無論信貸還是社融總量依舊同比大幅多增，尤其與地產和基建相關的中長期貸款在 2 月並未明顯下降。加之前兩月經濟資料不佳，穩增長下貨幣超發動力仍存，未來信貸仍具備回升潛力。
4. 通脹捲土重來。2 月通脹出現明顯回升，其中 CPI 創下 2.3% 的新高，而 PPI 亦繼續回升至 -4.9%。雖然 CPI 的反彈有春節和天氣因素的影響，但決不可忽視貨幣超發的影響。一方面，供給側改革下工業生產萎縮，另一方面貨幣信貸超增帶動投資需求反彈，這意味著價格具備上行動力。此外房價上漲也會從租金、財富效應等影響 CPI 中的居住和食品價格，推動 CPI 上行。
5. 靜待聯儲議息。美聯儲將召開 3 月議息會議，雖然近期美國就業、CPI 資料均穩定改善，但是市場出奇地一致，期貨市場預測 3 月美聯儲加息概率為 0，但 4、6 月加息概率顯著上升，其中 6 月加息概率接近 50%。而上周歐央行再度祭出負利率大招之後，德拉吉暗示繼續降息空間有限。

市場縮量等什麼？

等待一：穩增長政策及效果如何？週末關於穩增長方面資訊，綜合評判中性。第一，週五晚公佈 2 月新增人民幣貸款 7266 億，低於市場預期的 1.2 萬億，單這樣對比看，這個資料偏負面。不過需注意的是，周小川在週六答記者問時，對“穩健的貨幣政策要靈活適度”的解釋是“現在比較注重強調經濟有下行的壓力，面臨的困難和挑戰比較多，所以在穩健的貨幣政策中，國務院的檔正式說法強調靈活適度”，由此可見，目前階段穩增長仍是主要政策目標。第二，週末公佈的資料中最亮眼的就是房地產資料，1-2 月房地產銷售面積大幅增長 28.2%，房地產新開工面積同比增長 13.7%，開發投資同比增長 3%，均出現明顯回升。第三，關於房地產政策問題，全國性總量政策預計不會調整，區域性的定向調控有可能。

等待二：金融市場政策會否更積極？週末三會主席答記者問，整體評價偏積極。第一，證監會主席劉士余表示“註冊制是必須搞的。但是，至於怎麼搞，要好好研究”，其實這就表明了國家對註冊制推進的速度是比較審慎的，不用太擔心這個改革對市場的衝擊。第二，劉主席表示“沒有考慮中證金的退出，未來較長時間內，談中證金的退出為時尚早”，表明了證監會穩定市場的意圖。第三，關於保險公司舉牌的問題，保監會主席項俊波表示“其實舉牌是二級市場普通的股票投資行為”、“在國外的資本市場上 75%都是機構投資者，75%的機構投資者裡面有 70%是保險機構”。引導境內外機構投資者不斷入市的政策導向比較明確，這是發揮直接融資功能的根本。

等待三：美聯儲加息節奏和前景如何？美聯儲加息時間以及節奏仍需跟蹤。3 月 11 日芝加哥利率期貨市場隱含的美聯儲 6 月 15 日加息的概率上升至 49.6%，表明市場對於未來美聯儲加息的擔憂正在上升。此外，外資投行普遍預期美聯儲會在 6 月份加息。這一點的確還存在不確定性，我們需要密切跟蹤 16 日美聯儲議息會議。

應對策略：運動戰術，均衡配額。整體上，我們認為目前仍處於政策偏暖期，是難得的階段性做多期。放眼全年，宏觀調控 2016 年注重“區間調控、定性調控、相機調控”本身就預示著未來政策仍有變數，因此，珍惜當下，清醒地投入，運動戰術、折返跑，4 月中開始美國加息、中國經濟資料、匯率等考驗仍是變數。從風險收益比角度看，我們建議，傳統行業中選擇與下游相關的漲價品種，如化工的維生素、印染，農業的養殖，以及食品飲料，簡單概括為選 CPI 而非 PPI。另外，2016 年是十三五規劃的第一年，中期方向仍是轉型，新興消費、資訊技術仍是產業結構調整的方向，尤其是文教體衛類新興消費需求旺盛，且屬於供給側改革“補短板”範疇。

風險提示：美聯儲加息，系統性風險。

大市導航

房地產：銷售投資兩端復蘇，經濟軟弱著陸預期將利好早週期地產

1-2 月份，商品房銷售面積 11235 萬平方米，同比增長 28.2%，增速比 2015 年全年提高 21.7 個百分點；銷售額 8577 億元，增長 43.6%，提高 29.2 個百分點。投資方面，1-2 月份全國房地產開發投資 9052 億元，同比增長 3.0%，增速比 2015 年全年提高 2 個百分點。房屋新開工面積 15620 萬平方米，增長 13.7%，2015 年全年為下降 14.0%。其中，住宅新開工面積 10811 萬平方米，增長 9.7%。

基本面方面，考慮 1-2 月資料恢復力度較大（投資資料時隔兩年首次回升），後期不排除還會有所震盪，但從趨勢看復蘇屬大方向。我們強調去庫存包括去新房庫存和去土地庫存，在價格恢復、銷售穩定前提下，開發商會繼續去土地庫存。以上原因疊加基數下降等因素會造成 2016 年地產新開工明顯復蘇。

政策面方面，近期關於一線城市調控預期逐步升溫。我們認為考慮 1-2 月商品房待售面積還在增加，雖然不排除一線城市出臺部分政策，但全國層面引導剛需合理釋放、積極促進房地產行業去庫存依舊是大基調。我們預計開發商近階段將大力加大推盤力度，搶種搶收。當前即便出現一線城市政策收緊，也不會改變政府刺激房地產、確保新開工恢復的大方向。短期如果出臺調控是介入地產股優秀機會。

板塊投資方面，新開工恢復有望到來經濟軟著陸和復蘇預期，整個房地產產業鏈受益。我們認為經濟利好預期將帶來板塊整體估值提升。推薦二線高彈性藍籌+大藍籌、仲介行。

風險提示：系統性風險。

傳媒：近期推薦低估值，長期推薦平臺型公司

教育板塊。上周教育板塊下跌 6.89%。目前教育板塊整體估值仍較高，仍需警惕板塊估值整體下移風險，關注安全邊際較高個股。安全邊際較高個股關注，推薦立思辰、保齡寶、威創股份、拓維資訊，關注新南洋、銀潤投資。

廣告行銷板塊。上周行銷服務指數上漲 0.18%，中長期來看，我們建議投資者關注以下兩類上市廣告行銷公司：（1）擁有優質客戶資源的行銷公司：省廣股份；（2）領先的數字行銷公司：利歐股份、明家科技、天龍集團。

內容板塊。上周內容板塊跑贏大盤，影視動漫指數上漲 2.22%。2016 年我們認為中國文娛內容包括電影在內產出將進一步推進工業化發展。優質 IP 運營公司成為選股主要邏輯：1）優質團隊+資本支援，靈活多樣經營；2）打造工業化流程，內容產品“質+量”齊升；3）IP 資源豐富且運營能力突出。

遊戲和動漫板塊。上周動漫、遊戲台塊小幅震盪，呈分化行情。中長期前景向好，仍需尋找業績表現出色，產業佈局完整且未來前景廣闊的公司：（1）動漫板塊：推薦奧飛動漫，關注美盛文化。（2）遊戲台塊：關注萬家文化、浙報傳媒、華誼兄弟。（3）多款重磅 VR 遊戲有望在 2016 年推出，建議長期關注 VR 概念股：順網科技、愷英網路。

體育板塊。體育板塊上周下跌 4.83%，2016 年為體育大賽年，疊加體育產業資本化提速，看好體育核心產業爆發式增長。

中長期堅定看好體育板塊，反彈主抓兩大邏輯：守正出奇。守正推薦道博股份（雙刃劍，稀缺性強體育龍頭標的），出奇推薦雙象股份（設立體育基金，外延發展預期強）。關注奧拓電子（體育產業鏈全拓展）、華錄百納（深入佈局體育 IP、體育傳媒）。

風險提示：傳媒板塊系統性風險；中國 A 股回檔風險導致估值下降。

石油天然氣：油價——期待供給側的積極變化

油價自 1 月低點以來，累計反彈 45% 以上。我們對油價的觀點：短期震盪，年內仍有望達到 45-50 美元。

油價反彈關注的投資主線：油氣開採企業、業績彈性大的公司、油服公司、煤化工公司、綜合油氣公司。

關注：上海石化（純煉化，業績彈性大）、恒逸石化（油價反彈業績彈性最大、供給側改革進展快、行業集中度高）、齊翔騰達（丁二烯價格上漲、受益油品升級），此外還可關注神霧環保、榮盛石化、桐昆股份等。

風險提示：系統性風險。

煤炭：2 月地產及固定資產投資資料向好，地產行業需求兌現

趨勢符合供需反轉邏輯。我們認為，將來政策可能出現搖擺，但無論何種情況都將利好煤炭行業：若政策繼續寬鬆，行業將受益於需求轉暖及煤價回升；若政策收緊，行業仍將受益於供給側改革三去一降一減帶來的盈利改善。最後，依然建議大家關注我們提出的 2016 年煤炭投資三大邏輯：供需缺口改善、供給側改革和國企改革，從 2015 年 12 月到現在，三個邏輯一直在被不斷強調和兌現。選股方面建議大家從區域角度，結合企業管理方式選股，最優標的仍推薦兗州煤業。

風險提示：系統性風險。

鋼鐵：鋼鐵可以樂觀一些

前期我們對鋼鐵的觀點偏空。除了當時鋼鐵估值仍然偏貴，主要是我們對供給側改革很不樂觀，此外如果基本面沒有改觀，鋼鐵盈利短暫改善以後仍會下來。

現在我們認為鋼鐵可以樂觀一些，主要是看到一些基本面資料的改善。第一，雖然 2 月份信貸較弱，但 2016 年整體寬鬆的環境基調一定，政府赤字提升也意味著政府投資會加大。第二，房地產前期銷售火爆，2 月累計銷售面積同比增長 28%，銷售額增速更高。良好的銷售會部分傳導到房地產投資，2 月份房地產新開工同比增長 14% 已經驗證，累計施工面積增長 6%，新開工面積與房地產投資比較相關，我們認為後續房地產投資會繼續上升，從而帶動鋼材消費上升。第三，我們認為鋼鐵盈利能力改善可以持續一段時間，按照目前的預測，我們認為 2016 年鋼材消費可能持平甚至略正，但由於前兩個月日均鋼材表觀消費量下降 9.8%，因此後續粗鋼產量將保持一定增長，加上部分鋼企難以復工，利用率階段性改善，將使鋼企盈利改善能夠持續一段時間。可比的情況是 2013 年初，雖然房屋新開工面積增長緩慢，但鋼鐵仍走出了一波中幅行情，我們認為這次可能更勝一籌。

風險提示。系統性風險。

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。