

宏觀經濟

物價漲聲一片，滯脹風險顯現 —— 論近期通脹預期上升

中美物價均回升。近期中美兩國經濟同時出現了滯脹的跡象。從美聯儲最重視的居民消費支出 PCE 物價指數來看，1 月核心 PCE 已經達到 1.7%，接近 2% 的政策目標。近期 5 年期 TIPS 收益率更出現負值，隱含通脹預期也創 15 年 7 月以來新高，表明市場已經對美國產生了通脹預期。但美國經濟並沒有出現明顯改善的跡象，反而是穩中趨緩。

中國前兩月的物價也出現明顯的回升趨勢。不僅 PPI 降幅縮窄，2 月 PPI 同比降幅縮窄至 -4.9%，而且 2 月 CPI 創下 2.3% 的 19 個月新高，其中食品價格明顯上漲，而非食品價格中樞也在緩慢抬升。

原油農產品價格反彈。16 年 1 月下旬以來，原油價格開始反彈。截至 3 月 17 日，英國布倫特原油現貨價突破 40 美元/桶，較開年以來最低點反彈超過 50%。回溯歷史，長期看國際農產品價格與原油價格保持較強同步性。3 月以來 CRB 現貨綜合指數持續上行，食品、油脂、家畜分項均上漲，國內南華期貨農產品指數也出現反彈。

豬價菜價反季節上漲。16 年以來豬價上漲速度加快，能繁母豬存欄繼續下行，行業去產能持續，近期豬病爆發疊加能繁母豬產能不足，加劇生豬供應的緊張局面，對豬價形成有力支撐，即使豬肉需求下降，豬價回落空間也將十分有限，預計全年豬價高位震盪。

16 年前兩個月菜價上漲尤其明顯。15 年下半年以來，鮮菜價格即呈現出攀升趨勢，非單純季節性因素可以解釋。春節過後菜價應有所回落，但 3 月份以來，蔬菜價格反而呈現反季節性上漲的特徵。

房價上漲帶動租金漲。歷史資料表明，中國 M2 增速與房價走勢高度相關，房價又與 CPI 走勢高度相關。我國 CPI 的居住類統計主要體現房租價格。3 月以來主要城市的地產銷售增速仍在加快，房價正在大幅上漲，帶動房租攀升，並向 CPI 傳導。

經濟轉軌期警惕滯脹

人口結構改變，成本衝擊來襲。回顧歷史，滯脹大多源於經濟低迷疊加成本衝擊。而近年來我國物價表現出較為明顯的成本衝擊型特徵，其中一個重要的驅動因素即為勞動力成本上升。CPI 漲幅保持低位元正增長，反映人工成本、服務業價格等具有一定剛性。

通脹對投資的敏感度上升。當前我國勞動力供給趨緊，而通脹預期缺乏穩定，物價對總需求尤其是投資的變化更加敏感。

我們發現 08 年之後我國通脹對產出的反應更加靈敏且更加顯著，意味著與過去相比，現在同等程度的產出擴張會帶來更大的通脹壓力，意味著政策刺激對物價的影響不容忽視。

貨幣缺口增大，警惕滯脹風險。從貨幣角度看，物價上漲現象的本質是貨幣現象。各國央行也以此為依據，以控制貨幣數量作為政策工具的目標之一。但貨幣數量難以精準控制。在經濟轉軌期，由於實體經濟缺乏增長點，擴張性的財政、貨幣政策容易失靈，很可能非但沒有起到刺激經濟增長的作用，反而推高了通脹。

中國貨幣增速缺口進一步擴大，在經濟潛在增速下降的背景下，若繼續加大貨幣財政刺激，經濟或許有短期反彈，但長期滯脹風險會顯著升溫。

大市導航

傳媒：影遊進入大 IP 時代，互動延展產業鏈價值

IP 為源，影遊互動具有明顯的雙向屬性：影遊互動包括影視作品改編為遊戲產品，也包括了遊戲產品拍攝成為影視作品進行播出。影遊互動借助影視作品的熱播增強遊戲產品的認知度，同時遊戲產品的推廣也可以反向提升影視作品的收視率。

IP 是影視互動所爭奪的核心資源，形式多樣，內涵極廣。利用 IP 進行影游互動形成的產業鏈一個轉換：觀眾變成玩家，玩家變成觀眾，遊戲與影視作品相互帶動。

IP 市場蓬勃發展，產業鏈結構不斷完善；IP 產業現已經形成一套完整的產業鏈：利用上游 IP 儲備和 IP 創造，形成版權交易市場；利用中游影視劇的創作和運營，形成影視劇製作和傳播市場；利用下游 IP 衍生品，形成以遊戲和實景娛樂設施等衍生產品市場。上游市場規模 100 億元左右，中游市場規模 1000 億元左右，下游市場更是超過 2000 億元，IP 產業鏈規模不斷拓展，未來大有作為。

影視、遊戲 IP 價值凸顯，互動成為產業鏈延展方式：影視 IP 的價值在不斷暴漲，盈利方式主要有版權交易、影視內容開發出售等，可以通過電商合作、網台互助等方式獲利。熱門的遊戲類 IP 遊戲在玩家人群中擁有較高辨識度、情懷感召力和用戶積澱，針對不同平臺進行調整之後更是可以獲得較大客戶黏性，獲得高額收益。

超級 IP 更受青睞，泛娛樂戰略成為趨勢：未來 IP 的開發將朝著超級 IP、精品化的製作方向展開，各大傳媒影視公司紛紛佈局 SIP 計畫。另外，影遊互動的泛娛樂全產業鏈將在未來爆發，各大公司紛紛瞄準了全產業鏈的市場。以第九城市為例，將旗下遊戲開發商 Red5 30.6%的實體股份轉讓給利亞國際（8195），這些轉讓股將與利亞國際新發行股有同等價值。在眾多業內大玩家的推動下，red 旗下的《火瀑》有望成為繼魔獸之後，成為下一個“現象級”的超級 IP。

行業投資觀點：IP 價值和影遊互動將成為發展的主流，打通產業鏈的公司會擁有大量優質 IP。影游互動方面推薦華策影視（電視劇市場領頭，推行大內容發展戰略）、華誼兄弟（繼續深耕影視娛樂、品牌授權和實景娛樂版塊）、完美環球（以電視劇投資製作為核心，深化內容製作，向完美世界注入 120 億）；

風險提示：宏觀經濟下行風險；影游互動效果不達預期；IP 品質良莠不齊。

醫藥與健康護理：疫苗行業事件點評——冷鏈設備企業以及規範的疫苗流通公司、區域性商業公司有望受益

事件：3 月 11 日，山東濟南有關部門查獲的疫苗未經嚴格冷鏈存儲運輸銷往全國 18 個省市，實際涉及到 24 個省份，3 月 22 日 CFDA 做了通報，9 家藥品批發企業涉嫌銷售疫苗流入非法管道。這次查出問題的疫苗全部屬於二類疫苗，也就是國家非強制接種的疫苗，包括兒童用腦膜炎、水痘、脊髓灰質炎等疫苗和成人用流感、狂犬病、甲肝等疫苗，查出來的問題主要是在運輸，存儲上出了問題，影響是疫苗失效，不能發揮本應該發揮的免疫預防作用。

點評：這個問題主要出在生產企業到接種單位之間的環節：部分經營者沒有資質，運輸不規範，保存不正規。二類疫苗是自費的，部分不良經銷商為了追求利益，通過不正常手段取得了疫苗貨源並非法流通。我們認為主要影響是二類苗，一類苗沒有影響，主要影響的是流通企業，生產企業不受影響。未來冷鏈運輸要更加規範，監管會更加嚴格，所以我們判斷冷鏈設備企業以及規範的疫苗流通公司、區域性商業公司有望受益。

風險提示：系統性風險。

資訊服務：無人駕駛推薦邏輯

我們認為，無人駕駛在電腦行業的投資邏輯包括幾個方面。

1、從環境感知角度來看，我們認為需要兩個基本核心元件。一個是高精度地圖，一個是對環境進行感知的設備。

（1）高精度地圖。無人駕駛的實現需要汽車對車道、道路標識、路況資訊都達到準確、即時、高精度的標準。我們認為，這其中包括兩個核心的點。一個是地圖資料的量和精度，一個是資料的即時聯網和即時更新。

(2) 環境感知設備。從目前發展來看，有兩條技術路徑，一種是從機器視覺角度出發，另一種是，利用毫米波雷達來獲取周圍道路資料。我們認為，未來可能會是一個攝像頭與雷達等多重技術相疊加的環境感知產品。

2、從道路規劃設計來講，我們認為，這其中包括兩方面的能力，一個是對資料的計算能力-涉及到海量資料的處理和挖掘，一個是深度學習能力。

3、從無人駕駛的後市場來看，涉及到智慧停車、互聯網車險（UBI）等，我們認為，這些領域也都是非常大的市場。

4、從推薦的標的來看，第一，高精度地圖領域，我們推薦四維圖新，第二，環境感知領域，我們推薦東軟集團，第三，無人駕駛後市場，關注：千方科技、啟明資訊、數位政通、捷順科技等。

風險提示：無人駕駛推進進程低於預期的風險，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。