

## 宏觀經濟

### 策略專題——借鑒資金進出史：重回存量博弈市

回顧歷史：股市漲跌伴隨資金進出。股市漲跌與資金流動相生相長。13年初至14年中存量資金博弈市，資金淨流入小且沒有持續性。14年下半年開始增量資金入市，市場走牛。14年下半年能夠走出增量資金牛市有兩個條件，一是外部有利宏觀條件的催化，14年開始利率不斷下行，此外在14年下半年改革預期上升和滬港通刺激下風險偏好不斷提升；二是股市內部微觀結構的改善，A股經歷多年的震盪下跌後估值處於歷史底部。15年6月股災後資金大量流出，10月隨著行情反彈資金有短暫的流入，11月和12月資金小幅流出，16年初的再次暴跌使得1月資金流出額升至2719億，二三月份資金流入流出開始趨穩，市場演變成存量資金博弈行情。

歷史參考歷史，資金入市有三個階段。第一階段，超級大戶率先入場。我們一般稱資產規模1億以上的個人投資者為超級大戶，他們通常是專業、職業投資者，相比機構投資者，他們和產業資本聯繫更緊密，能很快調動資金，所以入市一般較快。第二階段，機構投資者入場。當市場從底部開始有一定漲幅，出現“賺錢效應”後，申購基金的資金不斷增加，保險資金也開始加倉，機構投資者入場。第三階段，牛市中後期散戶入場。當“賺錢效應”不斷發酵，任何人進場都能賺錢時說明牛市行情已經到了中後期，此時大量的散戶進入股票市場。目前資金入市處於哪個階段？目前資金入市三個階段中的第一個階段超級大戶入市目前還沒有看到，市場依處於存量資金博弈階段，增量資金持續入市的行情暫時難以發生。

16年資金供需緊平衡。根據測算，16年未來三個季度資金供給：銀證轉帳4500億，公募基金3000億，保險、社保和養老金4100億，海外資金1700億。未來三個季度資金需求：IPO540億，再融資9000億，產業資本淨減持3200億，交易費用2000億。16年未來三個季度資金供給預計13300億，資金需求14700億，資金供需整體緊平衡，未來大概率震盪市，要做好打運動戰的準備。

風險提示。經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期，海外市場大幅波動。

## 大市導航

### 鋼鐵：矛盾仍在，剛性爆發

螺紋庫存下降速度比往年明顯要快，顯示需求比預期明顯要好。3月份供給雖然逐步起來，但3月份鋼材資源投放量仍同比減少約2%，使得前3個月鋼材資源投放減少約7.5%。開工率即使繼續提

升，供需缺口仍需兩個月彌補。生產商（重點鋼企）鋼材庫存同比降低 22%，流通商（貿易商）社會鋼材庫存同比降低 31%（螺紋庫存加速下跌），而下游使用者庫存更低，基本用多少採購多少，整個產業鏈庫存處於逼空狀態。無論從經濟趨勢還是季節性因素看，四五月份需求不會掉頭，因此鋼材供需矛盾仍在，而庫存低位不能發揮調劑作用，於是矛盾繼續剛性爆發，從螺紋價格連續爆漲可見一斑，同時北方螺紋價格高於全國顯示供給基地出了問題。目前企業盈利很好，我們預期即使供需一定程度緩解盈利仍能高位持續數月。

股價從中期看，仍處於低位，因此看漲鋼鐵指數 30%。

風險提示：鋼價短期可能回檔。

### 有色金屬：鎢價一直漲

鎢精礦報價漲幅超過 2%，年初至今漲幅大約 15%。類似於稀土行業，稀貴金屬鎢所處的行業盈利進入冰點，章源鎢業 2015 年業績虧損，廈門鎢業 2015 年三季報虧損，其中廈門鎢業三季度虧損尤其顯眼，可以說是從上市以來的首次虧損，其擁有稀土和鎢業務，可見這兩個品種價格低迷已經導致國內頂級礦產商經營乏力。

國儲局第三次收儲招標即將開始，預計本次鎢精礦國儲計畫收儲總量約為 1 萬噸，4 月贛州鎢協預測鎢精礦均價為 7.5 萬元/噸。我們預計在價格底部（一流礦產商虧損）以及政策維穩的預期下，鎢價將進一步上漲。板塊個股關注章源鎢業、廈門鎢業和洛陽鉬業。

風險提示：大盤系統性風險。

### 軟體：智慧化時代，“人工智慧+”的盛宴

深度學習、知識圖譜、大資料及相關底層支撐技術的進步極大地推動推動人工智慧發展，如果把人工智慧比作一個大腦，那麼深度學習是“大腦”的運轉方式，知識圖譜是“大腦”的知識庫，而大資料和 GPU 平行計算、高性能計算等支撐技術是大腦“思維運轉”的支撐。此外，政策支持和科技巨頭的佈局也帶來示範效應，我國“十三五”規劃把腦科學和類腦研究列入國家重大科技專案。

產業成熟度方面，15 年行業投資金額增長 76%，投資機構數量增長 71%，電腦視覺和自然語言處理占比居前。產業鏈格局已現，上游技術成型、下游需求倒逼，諸如人機互動多元化倒逼自然語義處理、人口老齡化倒逼智慧服務機器人、大資料精準行銷倒逼推薦引擎及協同過濾等。電腦視覺應用技術的發展可能是最先發力。

應用場景方面，“人工智慧+”將代替之前的“互聯網+”，在各行業深化應用。2B 應用首先爆發，“人工智慧+金融、安防”應用發展迅速，推薦標的：東方網力、佳都科技、川大智勝，建議關注遠方光電。

2C 端應用開始擴展，“人工智慧+無人駕駛、教育”成為風口，“人工智慧+體育、醫療”等應用不斷拓展。推薦標的：四維圖新、千方科技、東軟集團、科大訊飛、長高集團、新開普。

風險提示：人工智慧技術應用拓展不達預期。

### 中文傳媒（600373）：同騰訊簽訂合作運營策略遊戲協議點評——震盪行情堅守低估值優質品種

- 1) 中文傳媒子公司智明星通授權騰訊基於 COK 的 SLG 遊戲引擎再開發製作一款新遊戲，該遊戲可以在全球發行運營；
- 2) 公司同騰訊合作，有利於共同開發 SLG 遊戲市場，並有機會將遊戲衍生產品在微信等重要平臺佈局推廣；
- 3) 公司品牌在國內推廣佈局優勢明顯，看好公司“傳統+新業態”雙輪驅動戰略，買入評級。

主要不確定因素。行業競爭加劇，政策因素導致鹽改進度不達預期。

### 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。