

宏觀經濟

中國經濟放緩，美國就業不佳

1. 經濟疲態再現。4月以來經濟疲態再現，不僅製造業PMI再度回落，而且行業層面需求和生產指標均有下滑，包括地產、汽車銷量增速下降，發電耗煤增速降幅擴大等。
2. 物價短期穩定。4月以來菜價持續下跌，但豬價疊創新高，食品價格整體小幅回落。而4月油價上調將在短期推升PPI和非食品價格上漲，這也意味著物價短期有望保持穩定，我們預測4月CPI小升至2.4%。央行稱大宗商品價格回升、房價的較快上漲等都會強化通脹預期。
3. 貨幣趨於穩健。上周回購利率明顯下降，流動性有所改善，源於央行鎖短放長，一方面宣佈通過PSL提供長期資金，但同時公開市場連續兩周淨回籠。而央行1季度貨幣政策報告顯示貨幣信貸增長較快，通脹預期回升，同時也使得利率下行趨勢受阻，人民幣一籃子貨幣小幅貶值，央行更加關注金融風險，貨幣政策態度趨於穩健。
4. 積極促進就業。李克強考察人社部時表示，當前經濟下行壓力仍很大，要堅持實施積極的就業政策，以穩定增長守住就業基本盤，以調整結構拓展就業新空間。
5. 美國就業不佳。美國4月新增非農16萬人低預期，加上16年一季度經濟增速放緩，美聯儲6月加息概率降至9%，最早加息時間延後到12月。
6. 圍繞通脹配路。當前中美經濟同時放緩，美國加息預期延後，中國央行也啟動PSL提供長期資金，意味著貨幣寬鬆時間延長。但超額貨幣對經濟增長無效，而對通脹有效，未來應圍繞通脹配路資產。如果物價下跌，意味著利率下行，最佳選擇是金融資產。如果物價上漲，意味著利率上行，對債券直接形成打擊，也對股市的估值不利，能漲價的實物類資產是最佳選擇。

提著燈籠走路

宏觀背景穩定，千點美夢和惡夢都難。(1) 股市趨勢性上漲或下跌，都有很強的宏觀背景。回到最基本的DDM模型，影響股價的變數有三個：企業盈利、無風險利率（流動性）、風險溢價（風險偏好），此前我們回顧了海內外股市的歷史，牛市必須具備流動性不斷寬鬆或盈利不斷改善中的一個，最好是兩個條件。其實這二者對應的就是宏觀背景要麼貨幣政策寬鬆，要麼經濟增長加速。(2) 當下宏觀背景穩定，拋棄千點夢，美夢和惡夢都沒有。目前看擔憂已經減輕了很多，但也看

不到明顯向好的趨勢，我們判斷宏觀背景趨於穩定。貨幣流動性將保持穩定，隨著穩增長政策推進，地產投資和工業增加值增速趨穩，這種宏觀背景下，資金不會系統性流入或流出股市，股市大幅上漲或下跌的可能性都不大，拋棄千點夢，市場進入存量博弈的震盪市階段。

震盪市的波動源於風險偏好變化。（1）震盪市的波動源於政策、事件影響風險偏好。回顧 12-14 年中震盪市的歷史，股市上下波動更多體現為風險偏好變化，主要有四次明顯的波動，分別是 12 年 1-4 月，12 年 12 月-13 年 2 月、13 年 5-6 月、14 年 2-5 月，此間均有明顯的事件帶動風險偏好發生變化。（2）短期各事件對市場影響偏中性，未來再跟蹤。近期影響市場情緒的事件主要是信用債違約事件、中概股回歸和借殼受阻傳言，目前看，信用違約事件短期無需太擔憂，關於暫停中概股回歸和打擊炒殼，證監會的回復比較含糊，不過，股市環境的淨化、制度建設中期有助於市場健康發展。未來，A 股納入 MSCI 指數，三會監管協同，引入中長期的資金等均為利好事件。週邊情況仍需跟蹤，6 月美國是否加息、英國脫歐公投會否通過，這些事件對市場的情緒影響均大。

應對策略：提著燈籠走路。（1）不宜大膽冒進，也無需誠惶誠恐，提著燈籠走路。1 月底-2 月底我們堅守 2600-2700 點是底部區域，提出 3 月-4 月中是上半年最好的做多窗口期。《什麼時候賣？》中指出，反彈已過大半，當下應考慮什麼時候賣。《養精蓄銳》《重回業績為王時代》中均指出目前是震盪市，操作上養精蓄銳，業績為王。目前維持震盪市的判斷，宏觀流動性和經濟增長趨於穩定，資金不會系統性流入或流出股市，股市大幅上漲或下跌的可能性都不大，拋棄千點夢，美夢和惡夢都沒有，未來趨勢性機會需要等待盈利的改善。（2）業績為王，如新能源汽車鏈、食品飲料、飼料養殖。我們統計了 15 年 6 月股災以來股價創新高的個股共 118 只，剔除掉次新股以及中間由於重大事項停牌的個股後剩餘 41 只，這些公司主要集中在下游消費品（如食品飲料、家電、汽車等）、新能源汽車產業鏈等方向，且大多數公司淨利同比存在復蘇趨勢或者持續保持正的增長。業績為王的時代，我們結合最新財報和未來行業景氣趨勢判斷，看好新能源汽車、食品飲料、飼料養殖等。

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

互聯網軟體與服務：周觀點 18 期：電腦行業本身的產業趨勢和基本面向上。

行業 2015 和 2016Q1 業績總結關鍵字：持續高景氣。16Q1 行業營收增速 23.9%，淨利增速 18.4%，相比去年同期營收增速上升、淨利增速下降。我們更偏好收入高增長，謹防利潤增速大於收入增速。此外，硬體向軟體轉變的產業格局依舊，帶動行業整體毛利率同比提升了 1.3 個百分點。目前行業市盈率（ttm）52 倍，接近歷史平均 47.4 倍和中位數 44.1 倍。

不過我們並沒有看到導致電腦板塊大幅上漲的因素出現，因而建議對扎實基本面個股的配路，不追風。5月組合：中科曙光、千方科技、光一科技、綠盟科技、贏時勝、北信源、廣電運通、東軟集團、長高集團、中科創達。

風險提示：短期市場波動風險。

煤炭：276 執行被投機，保留部分倉位元等待更嚴新政策

上周瞭解到其他省市 276 天政策並不一定要週末停產，而部分山西整合礦或開始複產。短期市場有執行焦慮，這也是我們 5 月 4 日一早提示大家小心風險的原因，本周若無新的政策變數或者執行變數刺激，煤炭股短期或仍難跑贏指數。但長期看：276 天一定會執行，這次和以前不一樣，國務院統籌八部委的執行力度絕對不可和過去簡單類比，持有時間長的投資人不用過於糾結以上情況，煤炭國企虧不起了，煤炭價格一旦挺不住，自有新去產能政策和問責 276 天執行的政策出來，到時又會成為股價上漲的利好。建議保留部分倉位元，短期也不宜太過樂觀。重點關注：冀中能源、盤江股份、兗州煤業。

風險提示：276 天執行力度較差；山西整合礦複產即開始大幅超產；產能關停政策尚有較大時間的不確定性。

海通農業周觀點：美國再發禽流感，禽鏈投資再添確定性；豬價高企，擇優佈局飼料動保

1、美國再發禽流感，年內複關或無望，禽鏈景氣週期再添確定性。2016 年 5 月 2 日，美國農業部向 OIE 緊急報告，4 月 26 日，密蘇里州（MISSOURI）的 1 家農場發生 H5N1 亞型低致病性禽流感。按照現行的規章制度，外國如果要申請複關一共需要 6 個月左右的時間。由於目前我國對美國實行全面封關，未對非疫區開放進口，此次美國再次發生疫情或將導致其年內複關無望，作為我國最大的祖代白羽雞供應國，美國的持續閉關將為白羽雞的景氣週期再添確定性；

2、豬價破“20”，後週期飼料動保擇優佈局。近期豬價突破 20 元/公斤，各地區儲備肉開始大量投放，壓制豬價上漲趨勢，但總體來說，目前生豬供給仍然緊張，年內豬價維持高位幾無懸念。由於目前補欄積極性高漲，3 月份生豬存欄量回升、母豬存欄量企穩，我們預計 4 月份之後母豬存欄將開始逐步回升，相應的飼料、動保企業將迎來景氣拐點。

1) 飼料企業方面，一季度飼料企業的收入下滑幅度小於 2015 年，而一季度飼料價格同比下降，則我們判斷一季度所有飼料企業的銷量表現大概率優於 2015 年，再結合母豬存欄和生豬存欄環比提升的狀態，我們預計二季度飼料企業的銷量會有較明顯改善，前端料銷量占比較高的企業將更為明

顯。相對於前期因為養豬業務而股價表現更優的飼料企業，現階段我們會更傾向於飼料業務占比更大的企業，重點提示海大集團、大北農；

2) 動保企業方面，由於存欄量下降導致今年春防招標採購量下滑，同時在激烈的競爭下招標價格也同比下降，各企業招標苗業務都有不同程度下滑，導致一季度整個疫苗板塊表現平平。隨著存欄量企穩回升，秋防招標時部分前期確定資格標的省市或將調高招標數量，同時在豬價高企、存欄回升的背景下，各企業市場苗業務增速也有望環比提升。標的選擇上，我們重點提示天邦股份、普萊柯。

風險提示：農產品價格大幅下降。

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。