

宏觀經濟

美聯儲左顧右盼為哪般？——兼論加息的歷史經驗與未來路徑

美聯儲4月議息會議紀要顯示，其對於經濟形勢信心有所增強，態度再次轉向鷹派。我們回顧了歷史上美國和日本貨幣政策正常化的經驗教訓，並對未來的可能路徑作出推斷。

美國30-50年代利率正常化路徑回顧。29-33年大蕭條後美國實施低利率刺激經濟，取得了良好的短期效果。危機結束後美國政府急於收緊貨幣和財政政策，從36年起大幅上調法定準備金率並快速縮減財政赤字，結果欲速則不達，反而造成了新一輪的經濟衰退。直到二戰和嬰兒潮為經濟增長帶來新的動能，推升長期均衡利率，美國才得以在戰後較為穩妥地逐步加息，但並未大幅縮減央行資產負債表。

日本2000年過早加息之痛。日本在90年代陷入經濟衰退和通貨緊縮，日央行在99年初下調無抵押隔夜拆借利率至0附近。2000年復蘇跡象出現，但主要得益於互聯網泡沫破滅前資訊產業的快速增長，復蘇基礎非常脆弱。此時日央行不顧多方反對開始加息，結果通縮和衰退加劇，日央行不得不於01年又推出更為激進的QE政策。反復轉向的貨幣政策對日本經濟造成了持續的傷害。

本輪美聯儲貨幣正常化將以加息為主，縮表為輔。一是因為縮表是直接從市場上抽取流動性，對美國國內市場和脆弱的國際金融市場都將造成較大影響。二是因為加息主要影響短端利率，縮表對長端利率構成直接衝擊，而長端利率對實體經濟的影響更大。

內外環境決定貨幣正常化將是漸進的。目前全球經濟依然低迷拖累美國經濟，美國國內經濟資料喜憂參半，加息與否主要取決於未來數月美國國內通脹和就業情況。從歷史經驗來看，在復蘇基礎尚脆弱的情況下加息有一定風險，因此美聯儲勢必異常謹慎小心，加息週期仍將漫長。

股市，到底掙什麼錢——以美國80年歷史為鑒

(1) 股價長期上漲靠盈利。1929年至今標普500指數、EPS年複合增速分別為5.2%、5.1%，PE仍為19倍。2000年至今上證指數、EPS年複合增速分別為4.4%、11.5%，PE從43跌至16倍。(2) 美股牛市漲幅60%來自盈利，A股牛熊漲跌90%來自估值。震盪市靠盈利支撐，估值下移。(3) 當前為存量博弈的震盪市，業績為王，精選白馬。

風險提示：經濟超預期下行風險。

大市導航

資訊服務：《“互聯網+”人工智慧三年行動實施方案》扶持千億市場

國家發改委、科技部、工信部、中央網信辦聯合制定了《“互聯網+”人工智慧三年行動實施方案》。本次“人工智慧三年行動實施方案”的推出是去年《關於積極推進“互聯網+”行動的指導意見》的進一步落地。“實施方案”明確了具體目標，並提出要在重點領域培育若干骨幹企業，形成千億級市場應用規模。

在重點實施工程方面，除了核心技術研發與產業化、基礎資源公共服務平臺外，主要聚焦在推進重點領域智慧產品創新、以及提升終端產品智慧化水準兩大方向，包括智慧家居、智慧汽車、智慧安防、無人系統、終端應用智慧化、可穿戴和機器人都是重點扶持應用方向。

智慧化時代是中國重要發展契機，人工智慧產業鏈格局已現。未來電腦將從為其他各個行業提供單純效率提升的輔助角色，轉變到管理和決策、部分替代人類工作的智慧化時代，這對中國是一個至關重要的發展契機。政府也正是基於對此的把握，在“十三五”規劃中強調把創新擺在國家發展全域的核心位路。

從人工智慧產業鏈角度看，一方面，深度學習、知識圖譜、GPU 平行計算等大資料支援技術的成熟使得制約發展的底層技術瓶頸不復存在；另一方面，下游行業需求倒逼也是發展的重要動力，諸如人機互動多元化倒逼自然語義處理、大資料精準行銷倒逼推薦引擎及協同過濾等。

“人工智慧+安防”等 2B 應用首先爆發，2C 端應用逐漸拓展，看好“人工智慧+無人駕駛、教育”。“人工智慧+”將延續之前的“互聯網+”，在各行業深化應用，安防、金融、大資料安全、無人駕駛等等。生物識別和大資料分析在安防和金融領域的應用目前產業化進程較快。而人工智慧市場下一個拓展領域是 C 端應用，如虛擬個人助理、無人駕駛、輔助診療等。

人工智慧在無人駕駛領域的應用主要體現在環境感知環節的圖像識別、基於高精度地圖和環境大資料的路徑規劃、複雜環境決策、以及交互下的車聯網。

相關推薦標的：長高集團、四維圖新、東方網力、佳都科技、川大智勝、千方科技、思創醫惠，建議關注遠方光電、同花順。

風險提示。人工智慧應用技術拓展低於預期；量子計算、人腦晶片等新技術發展的不確定性。

東材科技（601208）：收購金張科技，AB 膠放量業績承諾可期

國內領先的絕緣材料生產商。公司主要從事新型絕緣材料和功能高分子材料及精細化工材料的研發、製造和銷售。2015 年受國內發電設備固定資產投資增速減緩的影響，公司營收 14.07 億元，同比下

降 2.11%，歸母淨利潤 6110.56 萬元，同比下降 63.07%。2016Q1 實現營收 3.69 億元，增長 27.93%，歸母淨利潤 1394 萬元，同比下降 41.12%。

收購金張科技 51%股權，完善光學膜產業鏈。2015 年 2 月公司出資 1.3 億元收購太湖金張科技 51% 的股權。從而建立起從光學級聚酯切片、光學級聚酯基膜到光學膜的完整產業鏈。

AB 膠產品逐步成熟放量，實現業績承諾可期。公司開發的 AB 膠是一種結合鋼化玻璃使用的手機外屏保護膜，從 2015 年 3 季度起 AB 膠產品已逐步成熟穩定並顯現出良好的盈利趨勢。2015 年前三季度，金張科技僅實現淨利潤 180.90 萬元，2015 年第四季度，實現淨利潤 1218.71 萬元，2016 年第一季度，已實現淨利潤 1198.99 萬元。未來，金張科技將繼續重點抓好 AB 膠產品的生產、銷售工作，進一步加大藍光膜產品的研發和市場推廣，加快新設備上線時間，解決產能瓶頸和產品生產能力的提升和轉型，未來金張科技實現承諾業績並彌補 2015 年業績未完成部分的可能性較大。

盈利預測及投資建議。我們預計公司 2016-2018 年歸屬母公司淨利潤分別為 1.06/1.32/1.62 億元，同比增長 72.84%/25.44%/22.59%；對應 EPS 分別為 0.17/0.22/0.26 元，參考電子材料公司的估值水準，給與公司 2016 年 47 倍 PE，對應目標價 8.0 元，給予“增持”評級。

風險提示：絕緣材料競爭繼續加劇的風險、AB 膠生產銷售不及預期的風險。

重慶啤酒（600132）：亳州工廠關停：去產能減虧損，棄份額要利潤

公司亳州工廠擁有約 4 萬噸的生產能力。截止到 2015 年年底，實現銷售收入 5271 萬元。預計短期對報表資產計提有影響，但同時預計減虧接近 1000 萬元。

產品結構升級趨勢明顯。2015 年報表口徑，噸酒價上漲至 3359 元/噸，同比增 11.59%，其中重慶和樂堡品牌銷量同比分別增 363%和 65%，2016 年一季度預計樂堡銷量同比增長 25%，占比達到 20%。

2015 年，公司經營性現金流 4.48 億元，同比增加 8.24%。毛利率方面，15 年公司實現啤酒類毛利率 37.17%，同比減少 7.68pct，主要由於會計記帳方式改變，部分管理費用轉至營業成本中攤銷。管理費用率 7%，同比下降 7.52pct。

公司先行一步，對應產能過剩。率先關停效率低下的產能，短期內由於要支付員工安謐費用和計提相關減值準備，對報表或將有一定程度的影響，但中長期來看，將有效提升公司的盈利能力。

風險提示：啤酒行業大幅下降。

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。