

## 宏觀經濟

### 加息衝擊全球，防範風險為上——海通宏觀每週交流與思考第 171 期

股市商品普漲、黃金大幅下跌。上周美歐日股市大幅反彈，韓印等新興市場也普遍上漲，油價創新高，農產品和工業金屬反彈，只有黃金大幅下跌，而中國股市債市均繼續震盪。

耶倫暗示加息、貶值壓力加大。耶倫上週五發表講話表示，未來數月美聯儲緩慢、謹慎地加息很可能是合適的，刺激市場對美聯儲加息的預期繼續上升，6月份加息概率升至 28%，而7月份加息概率升至 56%。加息預期升溫刺激美元指數上周大漲 0.6%，也使得人民幣貶值壓力加大，上周人民幣兌美元再貶 0.3%。

經濟再度放緩，通脹壓力緩解。5月主要30城市地產銷量增速比4月明顯下滑，發電耗煤增速降幅擴大，均意味著5月經濟再度放緩。4、5月以來菜價大幅回落，鋼價大幅下跌，物價上行壓力有所緩解，我們預測5月CPI穩定在 2.3%。但由於豬價和油價仍在繼續上漲，意味著短期物價仍有上行動力，未來通脹風險未消。

貨幣增速趨降，政府可加杠桿。央行稱，由於應對去年年中股市波動使當時M2基數大幅抬高，因此未來幾個月M2同比增速可能還會有比較明顯的下降。財政部有關負責人表示，我國政府債務仍有一定舉債空間，政府可以階段性加杠桿，支援企業逐步去杠桿。

加息衝擊全球，防範風險為上。美元是全球貨幣的霸主，其加息意味著全球流動性的緊縮，歷次加息均曾導致區域或全球性金融危機，而去年12月的首次加息亦導致全球市場普跌。目前美國6、7月加息的概率顯著上升，也意味著金融市場的風險再度加大，亦以防範風險為主，短期安全至上。

### 窄幅震盪的三種結局

歷史上窄幅震盪有三種典型結局。（1）最優情景：直接向上突破。代表性時段為2014年5-7月、2015年9月，典型特徵為中小創先活躍上漲，事件驅動市場整體向上。14年4月28日-7月21日，上證綜指在1991-2087點之間窄幅震盪，期間創業板指表現活躍，之後在改革預期等提升風險偏好，向上突破。15年從9月開始進入了3100點上下的窄幅震盪格局，而創業板從9月15日提前開始反彈，之後受到國內穩增長和美國非農資料爆冷等影響，向上突破。（2）次優情景：先下蹲後起跳。代表性時段為2012年9-11月，典型特徵為中小創引領大盤先蹲後跳。創業板指從9月12日至12月4日跌24%，上證綜指圍繞2070點窄幅震盪2個月後，11月中旬開始小幅殺跌至12月4

日的 1949 點。之後十八大召開，創業板盈利拐點向上，市場向上突破。（3）最糟情景：大幅向下突破。代表性時段為 2011 年 5-7 月，典型特徵是大小齊跌，中小板跌幅更大。11 年 7 月 7 日央行再次加息，流動性收緊疊加穩增長政策收緊、經濟下滑，市場經歷了兩個月震盪後開始向下突破。

當前更接近哪種情景？（1）先下蹲後起跳的次優情景：概率最高。目前股市背景與 2012 年比較類似，宏觀上流動性和經濟增長整體步入穩定期，但隱憂還未消除，市場先下蹲後起跳。（2）直接向上突破的最優情景：概率中等。2014 年 5-7 月、2015 年 9 月窄幅震盪後直接向上的背景是，上證綜指窄幅震盪時中小創上漲，局部熱點活躍，說明市場人氣一直在。

但目前中小創均不活躍，創業板指連續 3 周以 2000 點為中樞上下 100 點窄幅震盪，只有 OLED、稀土等屈指可數的幾個熱點板塊活躍。（3）大幅向下突破的最糟情景：概率最低。2011 年 5-7 月窄幅震盪後市場大幅下跌，主要源於當時通脹高企，貨幣政策、地產政策不斷收緊，經濟增長大幅回落。如今，通脹水準還遠未達到當時水準，貨幣政策大幅收緊的概率不大。不過，也要警惕小概率事件，如國內供給側結構性改革推進力度大，亞太地區地緣政治摩擦不斷。

應對策略：耐心等待，優化結構。（1）中期震盪市格局，短期等待更優時機。中期而言，維持震盪市的判斷，主跌浪也已經過去，宏觀流動性和經濟增長趨於穩定，進入存量資金博弈。目前上證綜指在 2800 點附近窄幅震盪近 3 周，仍需觀察供給側改革推進的情況，跟蹤美聯儲加息預期變化以及英國脫歐公投事件演繹。最近的反彈結束才一個半月，當前操作需慎重，存量博弈市賺錢不易，耐住寂寞，等待更優時機。（2）白馬成長為底倉，高成長做波段。回顧國內外歷史，股價的長期上漲主要靠盈利驅動。11 年來，價值藍籌、白馬成長、高成長、概念成長已經輪流占優，目前應該輪到白馬成長股占優。結構上，存量博弈的震盪市中建議以 20-30 倍 PE 的白馬成長股為底倉持有，30-50 倍 PE 的高成長股波段操作。

推薦白馬成長組合，高 PE 類公司在景氣度較高的領域裡精選，如新能源汽車鏈、體育娛樂等。

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

### 通訊服務：看好光通信，首推光訊科技、烽火通信

我們對光通信產業鏈上下游進行了梳理，看好光通信；首推光訊科技（自研高速光晶片、積極拓展光器件及模組的非傳統新興市場應用、海外外延穩步推進；“買入”評級）、烽火通信（“買入”評級），關注中天科技、亨通光電、新易盛、天孚通信。

行業推薦：光訊科技、烽火通信、海蘭信、科華恒盛、星網銳捷、海能達、信威集團、紫光股份。在 5 月份基礎上，新增海能達（看好寬窄帶融合專網市場爆發帶來的彎道超車機會）、信威集團

（已複牌，估值、股價處於低點，2016 年業績有承諾保障，圍繞專網、衛星通信的通信業務板塊和圍繞航空、艦船動力的高端裝備製造板塊佈局已很清晰）、紫光股份（收購 H3C 完成，估值已回落到合理區間內，雲計算龍頭、長期業績成長有保障）。

烽火通信：一季報同比營收、淨利增速加快，2015 年年報存貨發出商品大增、16Q1 存貨期末環比繼續增 33%，未來業績釋放潛力極大；6、7 月定增解禁（定增價與現價倒掛 50%左右），及計畫新發定增 18 億，未來股價訴求強。

光迅科技：上半年及全年預期業績高增長；國內光器件龍頭，技術升級不斷推高行業壁壘，光迅 100G、矽光技術等相關佈局受益中高端光器件行業快速增長及行業格局集中趨勢；同時非光領域的光電器件市場（如雷射器、光電感測器等物聯網新興市場），是新的成長藍海。

海蘭信：海防資訊化佈局最佳，收購勞雷工業整合順利、圍繞海防／海洋資訊化整合持續推進，跟蹤內生軍用航海電子產品訂單增長勢頭良好。

科華恒盛：高端電源、資料中心 IDC、新能源&能源互聯網三大業務板塊佈局互相協同，業績高速增长。

星網銳捷：圍繞雲計算相關企業級網路設備、雲終端業務市場地位穩固，中報業績超預期，K 米預期 Q3 推出直播板塊值得關注。

海能達：經歷 2011-2014 年為數位終端/系統、海外市場佈局所做的研發、市場高投入後，2015 年下半年費用率迎來逐步下降的拐點，2016 年繼續受益該財務趨勢；同時，2017 年我們預期受益寬窄帶融合專網市場爆發帶來的彎道超車機會，海能達收入端有望開始加速增長。

信威集團：估值、股價處於低點，2016 年業績有承諾保障，圍繞專網、衛星通信的通信業務板塊和圍繞航空、艦船動力的高端裝備製造板塊佈局已很清晰。

紫光股份：收購 H3C 完成，估值已回落到合理區間內，雲計算龍頭（網路設備、伺服器、存儲、雲計算虛擬化作業系統等，整體解決方案實力國內領先水準）、長期業績成長有保障。

風險提示：經濟下滑風險。

### 有色金屬：稀土板塊演繹共振性催化

商儲拖延預期透徹，之後收儲和打黑易超預期，預計板塊或有第二波行情，彈性排序：廣晟有色、廈門鎢業、\*ST 五稀、盛和資源以及磁材股。此外，鈷板塊存在投資機會：下游需求旺盛和供給端的資源稟賦。近期洛陽鉬業複牌收購全球最大鈷礦，有望明顯改變全球供給格局，鈷彈性大。板塊

排序：洛陽鋁業、華友鈷業、格林美。推薦：廣晟有色、廈門鎢業、洛陽鋁業、天齊鋰業、雲鋁股份、剛泰控股。

風險提示：中國 A 股回檔風險導致估值下降。

### 資訊服務：科技創新永不眠

快速的科技創新一直是我們投資科技股的最大動力，選取大的產業趨勢方向一定要正確。比如掀起的 GPU 熱潮，其本質就是資料海量化之後，需要更快速的資料處理能力的大背景，雖然相關個股估值高，但產業大趨勢的邏輯更經得起推敲。

我們在 5 月 22 日發佈了市場首份 25 頁 GPU 深度報告《GPU——下一代高速計算的王者》，同時在 24 日召開瞭解密 GPU 電話會議，引領了 GPU 的投資熱潮。GPU 的發展是長期邏輯。

科技的創新從未停止，從過去幾年圍繞手機，未來圍繞汽車、VR、人工智慧等。“資料化”則是脈絡，智慧駕駛、人工智慧等將使得資料成爆炸式的增長。從產業的大趨勢去把握投資機會，看准大方向。

目前電腦行業向上的產業趨勢毋庸置疑，即 EPS 無需擔心，是 PE 的擾動決定了今年的行情。今年選股思路：1、符合 IT 產業發展大趨勢，即大方向不能錯。2、業績的確定性。3、與業績和產業趨勢相匹配的估值水準。

風險提示：系統性風險。

### 資訊服務：英特爾收購 Itseez，進軍無人駕駛

5 月 26 日，英特爾宣佈，將收購俄羅斯電腦視覺公司 Itseez。這一收購將進一步強化英特爾在機器視覺領域的技術研發能力，增強其在圖像獲取、處理和理解的演算法能力。環境的感知和圖像的處理是無人駕駛感知層的核心技術，英特爾借助此次收購強化其在無人駕駛領域的影像處理能力，由此進入具有廣闊前景的無人駕駛市場。

Itseez 在視覺演算法和人臉識別方面具備領先技術優勢，公司擁有一套“駕駛員高級助理系統”的視覺演算法，可以通過汽車硬體對人和交通標誌進行識別、對可能發生的碰撞警報、對汽車偏離車道進行探測，實現 ADAS 的一些重要功能。

我們認為，無人駕駛汽車作為下一代智慧終端機，有望帶動 IT 領域新一波的投資熱潮。

未來 A 股上市公司有望逐步通過外延方式來加大對該領域的佈局。

我們推薦：（1）核心底層技術（晶片、OS 等）：四維圖新（收購傑發科技，發力汽車電子晶片）、中科創達（車載 OS）；（2）高精度地圖：四維圖新（2018 年其高精度地圖有望商業化）；（3）環境感知：東軟集團（基於圖像識別的 ADAS 產品）、漢邦高科（成立飛識科技，拓展 ADAS 市場）；（4）路徑規劃：千方科技（擁有海量交通資料，具備路徑規劃底層資料）。

風險提示：系統性風險。

## 金融：券商配股價值凸顯，同時關注多元金融個股機會

證券：低估值投資價值出現，且股價彈性高，強烈推薦。1）日均交易額再降，財富管理轉型迫在眉睫。5 月至今市場交易額再次出現萎縮，5 月日均股基交易額 4541 億元，環比再降 25%，同比大幅降低 72%。券商傳統經紀業務壓力較大，財富管理轉型迫在眉睫。2）5 月股票發行規模繼續下滑，IPO 及再融資審批速度均不及預期。考慮到新三板分層方案已經公佈，轉板也已在日程上，因此我們認為今年新三板發展將從量變到質變，看好在新三板做市和承銷方面更具有優勢的券商。此外，經濟下行的環境下，非標準投行業務逆勢爆發，AMC 及地方性融資平臺逆勢增長，看好非標準投行業務具特色的小型券商。3）中長期來看，仍看好行業轉型，尤其是看好大型券商及特色券商。近期證監會頻頻放水錶明瞭對證券行業健康有序發展的支持，去年由於股市異常波動創新大會並沒有舉行，但我們認為隨著負面影響逐步消化，證券行業創新有望恢復。仍看好 2016 年券商業務轉型，單一通道服務商向資本仲介、財富管理轉型、創新業務多元化發展等方面值得期待。4）推薦華泰證券、中信證券、光大證券、寶碩股份。

保險：關注防禦價值。1）保監會公佈 4 月統計資料：壽險保費同比增長 52.06%，而保戶投資款和獨立帳戶本年新增交費同比大增 199%；資金運用餘額 11.97 萬億元，其中銀行存款占比 18.60%，債券 34%，股票和證券投資基金 14.2%；其他投資 33%；行業淨資產 1.59 萬億元，較年初減少 1.01%。2）2016 年投資收益或大幅下滑。16 年以來新增固定收益類資產收益率在 3%-5%，債券、存款、非標收益率均顯著下降，權益投資收益率目前來看並不樂觀，另類投資配股難度加大，全年投資收益率超過 5%的可能性小，利差收窄屬大概率事件。3）準備金折現率的下調對於各公司利潤均產生顯著負面影響，而 2016 年折現率下調的幅度將遠超 2015 年，對業績形成非常大的壓力。4）2016 年行業景氣難以持續提升，但是市場對於利差收窄和業績下滑風險已經充分反應，而低息環境下保險產品吸引力顯著增強，保單銷售持續好轉，個險新單和新業務價值增速仍會較快。目前各公司股價對應 16 年 PEV 僅 1 倍，具有較高安全邊際，建議做防禦配股，推薦中國平安和中國太保。

多元金融與互聯網金融建議關注估值較低的中航資本、晨鳴紙業、同花順等。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

## 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。