

宏觀經濟

“放水”難通脹，錢都去哪了？——通脹研究系列專題二

08年金融危機以後，主要發達經濟體大量增加貨幣供給，然而8年過去了，通脹水準依然偏低，原因何在？各大央行印出那麼多鈔票卻未能推升通脹，錢都去哪了？中國又將面臨一個什麼局面？有何經驗教訓可以吸取？

通脹為何未反彈？原因一：經濟持續低迷，貨幣流速下滑。雖然各國央行基礎貨幣擴張速度飛快，但經濟低迷融資需求弱，基礎貨幣並未大規模進入信用創造過程。原因二：流動性陷阱，現金需求高增。關於流動性陷阱有兩種比較主流的理論，第一種以 Krugman 和 Bernanke 為代表，認為通脹預期偏低導致實際利率依然較高，抑制了投資和消費。例如日本名義利率確實較低，但物價長期通縮。第二種理論由凱恩斯提出，認為當名義利率足夠低時，人們更傾向於持有現金，以避免由利率突然回升導致的資產損失。他認為應該在增加貨幣供給同時，配合財政政策、甚至直接的就業創造計畫，美國可以說是凱恩斯這一思想較為成功的實踐者，QE 效果較好。

錢都去哪兒了？超額準備金大增，銀行業最“受傷”。基礎貨幣激增而貨幣需求有限，令歐美日的銀行業超額準備金大增，再疊加負利率政策，銀行業的經營備受衝擊。政府融資大增，居民企業偏低。在各發達經濟體中，即使是基於基礎貨幣擴張的信用中，政府部門也佔據主導。從金融機構提供的信用結構看，日本政府部門占比從 29% 飆升至 43%，美國從 13% 升至高點時的 22%，歐元區從 09 年時的 26% 飆升至 33%。部分“鈔票”外流，新興市場成焦點。名義利率大降、投資機會有限，發達貨幣大量外流，以尋求其它投資機會。新興市場成為資金的重要流入地。

中國：短期貨幣超發，長期通縮風險。貨幣顯著超發，短期推升通脹。08年金融危機爆發後，中國央行同樣採取了相對寬鬆的貨幣政策，基礎貨幣從 10 萬億人民幣升至近 30 萬億，而 M2 從 40 萬億升至 150 萬億，貨幣顯著超發仍能刺激通脹短期回升。長期通縮風險，貨幣力不從心。但根據美國、歐洲、日本經驗，在人口老齡化到來、地產週期結束後，經濟可能陷入通縮困局，所以長期看中國更應該擔憂的是通縮。但當前中國名義利率離 0 值較遠，通脹預期還較高，如果經濟下行壓力較大的話，貨幣政策仍有操作的空間。但發達國家的經驗也表明，當利率降到足夠低的時候貨幣政策會陷入“力不從心”的境地，為了避免這種局面發生，在貨幣和財政刺激的同時，改革經濟中的結構性問題才是長久之道！

陣雨後天將晴，上海國企先行

1. 27日市場大跌誘因是網傳的“史上最嚴的銀行理財監管方案”，28日銀監會稱《辦法》處於內部研究論證和徵求意見階段，市場擔憂情緒有望緩解。與15年查配资不同，當時是已入市資金必須撤出，新規限制未來部分理財資金入市，市場有機會時從來不缺錢。
2. 市場大跌本質上是6月24日來上漲後的獲利回吐，行情上漲主邏輯沒破壞，即國內外宏觀政策偏暖期、國企改革推進。今年來對政策更敏感的債市一直領先於股市，債市不斷新高說明政策偏暖邏輯未變。短期事件性利空消化後，市場仍處於機會期。
3. 上海國企望成為雨後天晴的第一縷陽光。6月底以來全國國改加速推進，上海是地方國改領頭羊，公司關注如上海臨港、蘭生股份、隧道股份、氯鹼化工、上港集團、強生控股、上工申貝、上汽集團、申達股份、申能股份、上海梅林等。

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，國企改革推進不及預期。

大市導航

食品飲料：啤酒行業深度報告——進口啤酒市占率難以超過5%

進口啤酒快速增長，但遠非市場主流。2008年以來，我國進口啤酒數量和金額的複合增長率分別為52.45%和47.92%。

2014年我國啤酒進口數量與金額增速分別達到頂峰後，2015年開始下滑，而2016年上半年進口數量與金額增速分別為40.00%和33.40%，增速進一步放緩。進口啤酒在華的高速增長使得部分消費者誤認為其已成為中國啤酒市場的流行趨勢，實際上在經過高速增長之後，2015年進口啤酒量也僅占國產啤酒總銷量的1.4%。

品牌眾多、市場散亂導致未來有隱憂。德國啤酒從金額和數量來看都是我國進口啤酒中的龍頭，不過由於品牌極為分散，很難形成如百威、嘉士伯和喜力一般的品牌力，同時難以提升進口啤酒消費者的忠誠度。近年來進口啤酒均價不斷下降，國產啤酒均價穩中有升，反映國內消費者面對進口啤酒的理性程度不斷提高。這一點在進口葡萄酒方面已有先例。

預計未來進口啤酒市占率難以超過5%。進口啤酒雖然在“品種與口味”和“工藝與品質”兩個方面有一定優勢，但國產啤酒在新鮮度、價格、品牌認知度和市場覆蓋率方面更勝一籌。隨著進口啤酒單價不斷下降，經銷商的利潤空間將受到擠壓，銷售熱情可能由熱轉涼。日本進口啤酒量占比不足1%，美國剔除兩大品牌後進口占比不足3%。進口啤酒在這兩個市場僅以豐富產品類別為主，遠沒有成為主流。現今國內快速增長的進口啤酒，絕大多數也是海外不知名品牌。

轉變戰略是國產啤酒阻擊進口的關鍵。內資啤酒品牌與外資品牌之爭始於上個世紀 90 年代，如今中國啤酒市場上前四大品牌有三家被內資品牌佔據，說明其有豐富的與外資品牌競爭的成功經驗。近年來國產啤酒陷入內憂（惡性競爭）外患（需求下滑），主要是由於經營戰略墨守成規。但 2016 年我們觀察到龍頭企業幾乎一致的從低價搶份額轉向升級賺利潤，並從產品定位和品牌塑造兩個薄弱環節開始發力，預計將逐漸對進口啤酒產生阻擊效果。

給予行業“增持”評級。自 2015 年 10 月 13 日百威英博和南非米勒發表並購聲明以來，我們持續跟蹤啤酒行業並發佈了多篇行業與公司深度報告。我們認為啤酒行業的盈利狀況將出現拐點式變化。給予啤酒行業“增持”評級。優先推薦躋身行業龍頭且淨利率提升空間較大的華潤啤酒，主業改善明顯的重慶啤酒以及有國企改革可能的燕京啤酒和珠江啤酒，同時建議關注青島啤酒。

風險提示。個別企業改革進程緩慢、啤酒銷量繼續明顯下降、啤酒行業競爭繼續加劇。

有色金屬：百川鈷價第六次上調

【百川鈷價第六次上調】上調 1.2%，整體漲幅超 7%，價格每天在發酵，我們拭目以待在供給惜售、需求端穩定上漲下的供需邊際改變如何刺激價格。關注板塊標的：盛屯礦業、華友鈷業、洛陽鉬業、格林美、中色股份。

風險提示。鈷價未來漲幅低於預期。

互聯網軟體與服務：海通電腦投資方法論 5——電腦行業未來一年解禁情況

從解禁次數來看，電腦行業未來一年共有 88 次解禁，涉及 60 只個股，2017/1 次數最多，達到 17 次，2016/12 次之，有 16 次解禁，兩月合計 33 次，占未來一年總次數 37.5%。下個月（8 月）共有 5 只個股出現解禁。

從解禁市值規模來看，未來一年電腦行業解禁規模 1588 億元，2016/12 和 2017/1 解禁壓力最大。未來一年電腦行業解禁按照月市值規模來看，2016/12 為 446.3 億，2017/1 為 552.4 億，合計解禁 999 億，占未來一年 62.9%。2016 年 10 月份的解禁壓力最小，4 只個股共計 10.8 億，下個月（8 月）解禁規模為 57.6 億，占未來一年 3.6%，比重較小。

電腦行業 2016/8—2016/11 共 4 個月合計解禁規模為 181.6 億，僅占未來一年總規模 11.4%，未來四個月電腦行業解禁壓力相對較小。

未來一年按照解禁股份數/解禁後流通 A 股數，前三分別是神州資訊（70.88%，2016/12/30 解禁）、安碩信息（64.84%，2017/1/30 解禁）、匯金股份（64.7%，2017/1/23 解禁）。

通鼎互聯發佈中報，利潤 2.6 億，增長 226%，預告 1-9 月增長 300-350%。通鼎是 A 股移動互聯網目前唯一的從用戶數到業績爆發的真實故事，同時公司所並購的標的無一不大幅超業績對賭。明年 25 倍 PE 的業績白馬，非常值得關注。

風險提示：市場系統性風險。

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。