

## 宏觀經濟

## 豬價還能漲多久？——通脹研究系列專題三

2015年以來，豬價大幅飆升，推動總體通脹不斷回升，在高利潤誘惑下，生豬和母豬存欄卻連續40個月下滑，傳統的豬週期貌似失靈了。豬週期失靈背後的原因是什麼？豬價未來走勢如何？對總體通脹影響又如何？由於豬價對我國通脹走勢影響非常大，所以本專題將重點探討這些問題。

豬週期從正常到失靈。豬週期一般包含跨年度的大週期和季節性的小週期，且二者都會受到貨幣環境的影響。在大週期下，豬價上漲刺激養殖戶補欄，供給不斷增加後豬價回落，之後供給收縮又推升價格，再次進入新一輪週期。小週期主要受我國居民消費習慣影響，在一年之內呈季節性波動。10-14年這一波豬價和存欄量的變化就非常符合傳統豬週期的特點。但從15年3月至今，豬肉價格觸底反彈，從23.5元/千克的低點大幅上行至高點時的32.5元/千克，而母豬存欄罕見地從5000多萬頭的高點一路下行至當前的3752萬頭，生豬存欄量也從4.7億頭的高點大幅下降至最低點時的3.67億頭。即在價格大幅上行的情況下養殖戶卻在大規模地去產能，豬週期的調節失靈了。

本輪豬週期何以失靈？主動去產能：連年養殖虧損。由於前期高利潤率和政府加大補貼導致產能增加較多，豬價在2011年開始見頂回落。養豬利潤率也不斷降低，且僅虧損狀態就超過了2年時間，大大降低了養殖戶的生產積極性，有的甚至永久性地退出市場，是生豬和母豬存欄下降的重要原因。被動去產能：環保門檻提高。15年起，相繼開始執行新環保法、“水十條”等政策，為了達到環保標準，各省陸續設定禁養區，不斷關停禁養區內的養殖場和養殖專業戶。根據農業部的資料，2015年僅10個省份的環保禁養政策就影響生豬出欄量2000多萬頭，約占全國出欄總量的2.8%。環保禁養是15年以來存欄大降的重要原因。結構變化：轉型拖累供給。近兩年由於規模化養殖的改革力度加大以及環保政策的收緊，養豬模式從散養向規模化轉變，且散養戶退出速度較快。但由於用地審批、專業要求和進入門檻較高，規模化養豬增長速度較慢，所以在養殖模式轉變的過程中，存欄出現階段性下降。

未來豬價走勢如何？大週期：豬價處於高位，下行可能增大。首先，豬肉的消費需求較為平穩，所以需求端一般並不會成為主導長期豬價走勢的主因。其次，當前養豬利潤處於歷史最高點，養殖積極性大幅度提高，且養殖戶對環保政策有更長的反應時間，能繁母豬存欄數自16年3月開始已經保持基本穩定，預示產能和供給或已處於築底階段。此外，規模化養殖提高了養豬效率，能在更低的存欄水準上保證產能。小週期：季節因素主導，短期可能小升。從歷年情況來看，8-10月期間供需關係趨於緊張，豬價環比會季節性回升，再加上洪災高溫的滯後影響，豬價短期仍有上行的可能。但從大週期

來看，豬價已經處於高位，即使短期有所反彈，預計力度也會非常有限。

豬價推力漸弱，通脹短期無憂。考慮到季節因素的影響，我們假定未來一年豬價按照歷年平均走勢來變化。結果顯示，豬價同比增速將從 5 月份高點時的 33.6% 一路下行，明年二季度有望達到負值，對 CPI 同比的推動也將從 0.77 個百分點下滑至負值區間。儘管四季度由於低基數因素，豬價對通脹的推力會有所增大，但強度或與二季度不可同日而語。而且考慮到長期下行可能較大，豬價對通脹作用減弱的速度可能還會超出預期。總體來看，由於去年同期食品價格環比漲幅較大，我們預計 8 月 CPI 同比漲幅仍有望小幅下降，3 季度 CPI 有望穩定在 1.8% 左右，但 4 季度存在小幅回升的風險。

## 短期步入震盪，長期依然向好 —— 對國債利率走勢的分析

### 近期債市變化：從上漲到震盪

經濟下行+寬鬆預期，帶動前期上漲。7 月經濟投資資料下滑，信貸社融也超預期跳水，銀行貸款全是房貸，企業需求低迷。由於經濟金融資料低於預期，市場寬鬆預期再起，做多情緒升溫，基本面利好下，機構將收益率買下去。

大量配路資金持續入場。對理財和保險而言，今年有不少非標、協定存款陸續到期，存量到期資金轉向債市尋找機會；對銀行而言，表內對企業貸款持續下滑，僅房貸一枝獨秀，農商城商行為代表的資金同樣湧入債市；為了博取收益，不少機構選擇加杠杆、拉久期、博價差策略，使得債市波動加大。

央行穩資金、控杠杆，債市出現調整。本周資金延續偏緊，14 天以上貨幣利率上行，與大行融出減少、超儲低位、公開市場投放趨降、回購需求仍大等有關。據悉 23 日央行重啟 14 天逆回購詢量，此舉雖有助於穩定中短期資金面，防止利率明顯上行，但也將抬高機構資金成本，結合近期公開市場操作的緊平衡操作，央行或旨在控制債市杠杆。債市受此影響，收益率出現明顯調整。

### 當前利率還有下行空間嗎？需要基本面與政策配合

1) 從基本面看，利率長期仍有探底可能。2002 年、2006 年和 2008 年，經濟基本面下滑和通縮壓力是導致我國國債收益率低位的主因。長期來看，國內製造業投資受制於產能過剩，在人口紅利消失後，地產投資下行難以避免，而基建投資只能起到托底作用；而居民收入提升有限，地產對消費有擠出效應。因此，未來我國經濟增速可能低於 2008 年，利率長期有探底可能。

2) 從貸款比價看，當前債券利率與貸款收益匹配。10 年期國債利率與考慮資本佔用和稅收成本後的貸款收益率應相當。

當前貸款利率在 5.25% 左右，對應 10 年國債利率 2.75% 左右，10 年國開債利率 3.1% 左右。後續債券利率向下突破，需要貸款利率進一步下行，而這又取決於貨幣寬鬆政策。

3) 從理財配額看，資產負債互相影響。理財資產端的債券收益需要覆蓋其成本。採用 2 倍杠杆率和 2.2%-2.3% 的貨幣利率，估算能夠覆蓋理財收益率的債券利率範圍。當前理財收益率維持在 3.9%，對應 10 年國開利率為 3.1%，10 年國債利率為 2.73%，後續走勢取決於貨幣利率和理財成本。

4) 從期限利差看，目前處於歷史低位。目前 10 年與 1 年國債期限利差在 60bp 左右，低於過去 10 年的歷史均值，接近歷史四分之一分位，處於低位；同時，也與 15 年以來的平均期限利差接近，相對合理。若要繼續壓縮期限利差，需要明顯的基本面下滑預期和貨幣寬鬆預期配合。

短期步入震盪期，長期仍看好債市

短期存風險點。1) 經濟通脹短期平穩，並未明顯失速，而財政政策和 PPP 也有可能發力、托底 4 季度經濟。2) 4 季度通脹存短期反彈風險，美國 12 月加息預期仍存。3) 央行近期維持資金緊平衡、控杠杆的意圖愈發明顯，14 天逆回購也可能重啟，短期內降息降准難現，去杠杆也對債市不利。

短期步入震盪期。結合期限利差、理財配額和貸款比價，以及基本面和貨幣穩健預期，當前債券收益率基本匹配我們估算的利率中樞區間。後續債市將步入短期震盪期，短期維持 10 年國債區間 2.5%-2.9%，10 年國開區間 2.8%-3.2%。

長期仍看好債市。但從長期基本面看，我國地產需求難言改善，拐點越來越近；財政收支捉襟見肘，基建投資也不樂觀，未來經濟下行壓力仍大，今年的 10 年國債利率已突破 08 年 2.7% 的低點，2017 年則有望突破 02 年 2.3% 的低點。關注利率向下突破需要的條件：回購利率下調/貨幣進一步寬鬆、地產銷量負增，以及通脹見頂回落，這些信號若出現則有望帶動債市繼續上漲。

## 企業大筆囤錢，居民拼命買房——貨幣剪刀差緣何擴大？

貨幣剪刀差創新高。15 年初以來，M1 增速從 2.9% 攀升至 7 月的 25.4%，M2 增速則由窄幅波動轉為下滑，導致 M1 與 M2 增速剪刀差持續擴大，已突破歷史高位。其中，單位活期存款一路走高，是 M1 增速激增的主因；單位定期存款卻持續下滑，是准貨幣和 M2 增速下滑的主因。

企業大筆囤錢。存款升貸款降，企業存款活期化。企業存貸款呈現兩個現象：一是存款升、貸款降，反映企業信貸需求疲弱，但其它來源的資金正源源不斷地流入並淤積在企業帳戶中。二是活期存款增速高於企業總存款增速，活期化趨勢明顯。

企業存款活期化原因：一是定期存款、金融資產收益率下滑，企業持幣成本降低，有更強的意願以活期存款的形式持有資金。二是實體投資利潤低迷，企業投資意願萎靡。15 年以來內外需求持續萎靡，產能過剩背景下利潤率低迷，令投資持續滑落。三是銷量上行投資下行，房產企業囤積資金。

居民拼命買房。15 年以來地產銷售大幅走高的背後，是居民財富配路的“再地產化”。理財產品收益率下降令存款向金融資產搬家進程放緩，存款利率下行令定期存款吸引力下降，而房價猛漲則驅使居民再次進入房地產市場，上半年商品房銷售額同比增速超 40%。居民財富配路“再地產化”導致居民貸款增速大幅走高，而居民部門加杠杆從銀行大筆舉借資金，通過房地產市場流向了企業部門，為推高 M1 埋下了伏筆。貸款創造存款，通過高速增長的杠杆，居民的信貸化為了企業的存款。

企業存款活期化，居民財富地產化。貨幣剪刀差擴大，其核心原因是企業、居民行為模式發生了變化。企業在大筆囤錢，其結果是企業活期存款增速遠高於定期存款增速，從而推高 M1。居民在拼命買房，其貸款高增推高了 M1，而存款低增拉低了 M2。這兩個行為的後果，從表像上看是貨幣剪刀差的擴大，實質則是企業存款活期化、居民財富地產化，而這顯然會導致經濟的空心化，不是長久之計！

## 大市導航

### 電子元器件：Daydream 平臺即將推出，VR 領域持續發酵

事件：8 月 24 日彭博社報導穀歌將在未來幾周中推出 Daydream 虛擬實境平臺，Daydream 將與新款 Android 手機、虛擬實境設備和手柄一同推出。另外，穀歌將與 HuLu（美國第三大視頻網站）合作為 DayDream 推出一個 360 度全景宣傳視頻，DayDream 將成為穀歌綜合型商店和用戶的 VR 資源平臺，屆時配合手機和 VR 頭顯即可使用。

觀點：1、Daydream 是 Google 推出的基於移動終端的綜合型商店和用戶的 VR 資源平臺，有望掀起 VR 屆新一輪革命。

Google 最早在 2016 年 5 月份的 I/O 大會上推出 VR 新設備 Daydream，Daydream 整套包括三個部分：智慧手機+頭戴設備和手柄+App。搭配 Android 智慧手機，Daydream 能夠提供完整的視覺化介面並且支援 App 內購，同時也支持 Youtube 上的 360 度視頻，未來有望跟更多的 CP 方合作導入更多優質內容與應用。我們看好 Daydream 基於移動端的新型生態模式，未來或將憑藉廣泛的參與廠商、創新的平臺模式打造成為 VR 技術的主導介面與粘性平臺。

2、Daydream 的發佈有望加速 VR 技術的滲透，點燃 VR 板塊的行情。Daydream 合作方多且系統開放，生態內容、應用更加豐富，另外，新版 Android 系統有望相容 Daydream 平臺，Daydream 對手機的高性能要求讓手機廠商也能分享到 VR 盛宴，手機廠商、內容與應用提供商都有動力去推動 Daydream 的推廣，VR 技術滲透或將加速！

3、國內 VR 企業也有望分享 VR 加速普及的盛宴，關注國內相關個股：（1）FB Oculus Rift & Sony PS VR 獨家代工企業歌爾股份；（2）暴風科技——“硬體+內容+資本+管道”完整 VR 生態鏈；

(3) 勁勝精密 (300083) ——獨家供貨 HTC Vive 塑膠外殼結構件；(4) 聯創電子 (002036) —— 高端光學鏡頭有望切入 VR 眼鏡及頭盔供應鏈中；(5) 擁有 LCOS(矽基液晶)封裝玻璃技術的水晶光電。

風險提示：技術進展不達預期

### 貴研鉑業 (600459)：公司業績同比上升

上半年內公司營業收入 45.9 億元，同比增長 60.99%；淨利潤 4373.58 萬元。實現歸屬於上市公司股東淨利潤為 4095.61 萬元，同比增長 4.15%。公司業績的變化主要由以下兩點原因：1、營業收入的增長主要是因為貴金屬特種功能材料及貴金屬貿易等業務增長。2、本期管理費用大幅增加 22.15%，主要原因是公司承擔的國家科技計畫項目結轉的項目開發支出進入本期所致。（導致公司本期扣非淨利潤同比減少 30.86%）同時需要注意的是，公司定增專案進展順利，募集資金已全部使用完畢。機動車催化劑產業升級建設目前正進行驗收和試運行，預計公司貴金屬新材料業務收入還將大幅提升。（本期增加 50.35%）

風險提示：項目不達預期

### 建發股份 (600153)：雙主業全面轉型升級，A 股中的滄海遺珠

“供應鏈運營+房地產”雙主業格局，估值優勢明顯。公司控股股東為建發集團，實際控制人為廈門市國資委。目前，公司所從事的主要業務分為兩大板塊，即供應鏈運營業務和房地產開發業務。2015 年，公司兩大主要版塊的經營規模實現了逆勢增長，實現營業收入 1280.9 億元，同比增長 5.9%；實現淨利潤 35.6 億元，同比增長 5.6%；實現歸母淨利潤 26.4 億元，同比增長 5.4%。通過與可比公司相比，我們發現公司 PE 排名墊底，具有估值優勢。

供應鏈運營向海外擴張，發展供應鏈金融服務。在國家政策的大力支持下，公司適時將發展重點調整為海外。2014 年，公司國際貿易收入首次超過國內貿易，2015 年，國際貿易收入占比達到 53.8%。同時，公司積極發展金融服務業務，主要包括融資租賃業務和保險代理業務，成為集貿易結算、協力廠商物流、金融服務、資訊服務和方案策劃為一體的供應鏈運營商。

轉型升級“房地產+”，佈局衣食住行購。房地產行業整體增速放緩，從黃金時代進入白銀時代。公司積極進行戰略轉型，建發房產將企業戰略升級為“城市資源整合供應商”，將利用自身和集團資源優勢，為客戶的衣食住行購，提供全方位的服務及生活便利。聯發集團也正朝著“房地產+”模式的轉型升級大步向前，已經開始深入與房子相關的產業鏈的融合之路。



集團資產豐富，對上市公司業務形成有效協同和支撐。集團積極佈局金融服務業務，或將對公司發展供應鏈金融起到良好的協同作用；公司轉型佈局衣食住行購，集團旅遊酒店資產優質。公司房地產業務積極轉型，依託集團優質資產，打通各板塊聯繫，實現高效流轉。未來，若公司戰略升級順利開展，集團酒店、旅遊等優質資產可以起到有效的支持作用。

盈利預測：公司估值優勢大，大股東增持是強心針。預計公司 2016-2018 年 EPS 為 1.06、1.15 和 1.28 元。通過測算，我們認為公司的合理價值應該為 447 億元，目前公司市值為 346 億元，應該有 31%左右的漲幅，對應目標價為 15.79 元。

與此同時，我們看到公司控股股東今年 4 度增持公司股份，共增持 2607 萬股，占公司總股本的 0.92%，表現出大股東對於公司未來持看好態度。因此，我們給予公司“買入”評級。

風險提示。房地產政策持續收緊，宏觀經濟下行超預期，公司轉型不及預期。

## 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。