

宏觀經濟

量化角度看 A 股和港股的不同

1. 港股通標的包括：恒生綜合大型股指數、綜合中型股指數的成分股、綜合小型股指數中市值 50 億港幣以上的成分股，以及同時在聯交所、上交所或深交所上市的 A+H 股公司的股票。
2. 港股通標的市值分佈較廣，主要集中在 100-600 億港幣之間。截止 2017 年 3 月 17 日，市值最大的為騰訊控股，市值 21,040 億港幣；最小的為德普科技，市值 11.5 億港幣。
3. 相比 A 股的投資標的，港股通標的最大的優勢在於估值便宜。滬深 300、中證 500 和中證 1000 的市淨率中位數分別是 1.5、3.6 和 5.0，而港股通標的僅為 1.4。
4. 港股通的日均成交額小於 A 股。最近 3 個月，所有股票的日均成交額為 1.05 億港幣，中位數為 0.36 億港幣。滬深 300、中證 500 和中證 1000 的日均成交額中位數為 2.5 億、1.1 億和 0.8 億人民幣。兩者差距明顯。

風險提示：系統性風險。

茅台 or 豬價，通脹該看誰？——兼論 PPI 與 CPI 的傳導關係

在 PPI 大幅回升的同時，近幾月茅臺等高端白酒、家電等產品都在漲價，而一直以來主導通脹走勢的豬價卻在下跌，年內通脹到底是“跟著”茅臺走還是跟著豬價走？PPI 與 CPI 之間的傳導又是否通暢？通過本研究我們發現，PPI 對 CPI 有傳導，但作用有限。近期的漲價部分來自成本推升，但季節性主導為主，對通脹影響最大的大眾需求並不够強勁，難以支撐年內通脹大幅上行。

PPI 與 CPI 如何相互影響？食品類價格高度相關。CPI 中統計的部分食品是 PPI 食品類的加工原料，所以對 PPI 會有傳導，食品類 CPI 同比和 PPI 生活資料中的食品類同比走勢高度一致。非食品上下游傳導漸弱。第一，我國生產資料內部採掘、原材料、加工工業之間的價格傳導非常迅速。第二，生產資料和生活資料價格之間雖有傳導，但相對較弱且有 3 個月左右的時滯。第三，PPI 中非食品類生活資料價格會向 CPI 中非食品類消費品價格傳導，但考慮到 PPI 中上遊行業向生活資料的傳導相對較弱，所以預計 CPI 非食品消費品價格漲幅也將有限。第四，PPI 中生產資料價格也會直接向 CPI 傳導，油價是最典型也是最顯著的例子。

如何看待近期的漲價？近半年尤其是 17 年以來，下游手機、家電、服務、高檔白酒等終端消費品和服務價格出現了不同程度的上漲。我們認為原因可以歸結為四點：第一，PPI 上漲導致的成本回升的確有影響。例如油價上漲導致 CPI 交通和居住燃料同比分別大幅上升到 17.6% 和 1.6%。其他大宗商品價格飆漲也導致部分日用工業消費品漲價。第二，1-2 月漲價也有季節性因素的作用。教育和文化娛樂、生活用品及服務中的家庭服務分項價格均具有明顯的季節性規律。此外，租賃房房租同樣呈季節性特徵，疊加房價上漲以及燃料價格上升因素，居住類價格同比增速逐月提高。第三，制度因素亦有貢獻，主要體現在醫療服務。近年國家醫療改革進度加快，中西藥、醫療服務都在漲價。第四，需求增加也會影響價格，但近期漲價的需求因素並不強。16 年地產銷售回升一定程度上帶動了一度負增的空調銷售，但漲價幅度更大的洗衣機的內銷量同比並沒有大幅增加，說明需求不是此番漲價主因。也正因需求不強勁，像電視、服裝這類競爭激烈的行業無法順利漲價。

未來通脹怎麼走？近期漲價影響有限。首先，高端白酒漲價僅是個別現象，總體食品價格 3 月大幅走低，預計環比下跌 2%。其次，家電傢俱漲價難抵家庭服務價格回落，因此生活用品及服務對整體通脹的貢獻也不明顯。最後，前兩月的漲價中，居住類、文化娛樂、交通等都有季節性因素，季節因素推動的漲價並不可怕，因為價格有漲就有會回落，且同比來看影響不大。通脹年內壓力不大。第一，PPI 會向 CPI 傳導，但影響總體有限。PPI 從上游到下游的價格傳導逐漸減弱，從生活資料的批發價傳導至零售價不僅幅度較小，且存在很大不確定性。第二，從歷史情況來看，需求端才是決定通脹走勢最重要的因素，儘管高端白酒消費在回升，但以豬價為代表的大眾消費需求卻依然低迷。第三，從近期走勢來看，PPI 對 CPI 的推升在非食品類消費品價格中確實有所體現，但食品、服務類價格走勢依然遵循正常的季節性規律。

所以，假定受 PPI 傳導的推動，非食品類消費品價格環比在季節性波動的基礎上提升 0.2%，據此測算的 CPI 同比走勢是上半年偏低，下半年會逐步走高，但即使高點也遠低於政府 3% 的目標。而隨著地產調控導致的需求回落，經濟下行壓力增大，PPI 也逐漸回落，通脹在年內或許不是太大的問題。

大市導航

傳媒：關注超跌影視內容股，推薦唐德影視、關注光線傳媒

1. 影視內容板塊一直未得到反彈，已下跌近一年，我們認為在院線股、遊戲股相繼小幅反彈後，優質內容的 CP 公司值得關注。

2. 推薦唐德影視：市值 110 億，對應 17 年 PE 不到 30 倍，市值小估值低；綁定範冰冰、趙薇等明星股東，業內資源豐富；當前正在推進大股東參與的定增，我們認為中線是很好的佈局時機；2017 年業績確定性高，《好聲音》《贏天下》有望成爆款。

3.關注光線傳媒：已下跌一年多，本輪傳媒板塊反彈其也一直在跌，當前 278 億市值，我們認為處於底部。剔除投資收益的市值外，PE 只有 30 多倍；電影的龍頭，民營電影票房連續數年第一，基本面優質，影片成功率 90%以上，打破行業單片項目風險的魔咒；動漫電影佈局市占率第一，儲備資源多，戰略佈局優秀。

風險提示：電影票房低於預期風險。

消費升級：穩穩的幸福

一批消費白馬股正在創新高，63 只接近歷史高點個股中，36 只屬於醫藥、消費電子、食品飲料等偏消費行業。歷史三輪消費行情，05/6-07/10 源於經濟繁榮，09/8-12/7 賺經濟復蘇、高通脹的錢，13/1-15/6 新興消費賺估值的錢。這輪消費行情源於經濟企穩、消費升級推動盈利改善，是穩穩的幸福，截至 16Q3，白酒、家電淨利潤增速從之前負增長回升至 10%、21%。

風險提示：經濟超預期下行風險，貨幣收緊政策超預期。

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。