

2017年6月14日

銷售部 - 投資策略

宏觀

油價瘋狂過後，還剩多少通脹？——對全球通脹走勢的再觀察

今年2月份美國PCE物價、歐元區CPI同比全部突破了2%，各大央行實施寬鬆貨幣政策奮鬥了那麼多年的目標，在幾個月之內突然就實現了，全球再通脹預期高漲。但當時我們指出“全球通脹誰之過，都是油價惹的禍”，認為通脹回升難以持續。幾個月過去了，全球通脹走勢又有哪些新特點？油價對通脹的推動作用還有多大？核心通脹有何變化？

美國：能源價格回落，核心通脹走低。能源價格在美國CPI中的權重僅次於食品，而波動又遠高於其他項，因而美國總體CPI與能源價格走勢高度一致。前期國際油價大幅反彈，是美國通脹走高的主要推手，而3月以來隨著油價環比增長乏力，而基數逐漸走高，油價對CPI的拉動明顯減弱。剔除能源和食品影響後，美國核心PCE同比從2月的1.8%回落至4月的1.5%，為近兩年的最低水準，也在走弱，反映了今年以來美國經濟復蘇偏弱。但由於美國利率水準依然處於歷史低位，緩慢加息對經濟衝擊相對有限，所以美聯儲年內仍可能再加息兩次。考慮到美聯儲在18年即將換屆，年內也有可能啟動縮表，以推進貨幣政策的正常化。

歐元區：油價也是主導，經濟復蘇漸穩。今年前四個月能源對歐元區通脹的拉動維持在0.7-0.9%之間，所以歐元區也同樣面臨油價同比下降帶來的整體通脹回落的風險。但與美國相比，剔除油價因素後，歐元區核心通脹更為穩健，4月同比1.2%，為13年中以來最高水準。這說明在寬鬆貨幣政策的刺激下，一季度歐元區的經濟復蘇相比美國更加穩定。但是經過11年過早加息又再度降息後，此番歐央行對於退出寬鬆的態度明顯更為謹慎。6月歐央行會議維持利率不變，雖然刪除了可能會再次降息的措辭，但考慮到能源價格影響，也下調了通脹預期，QE將繼續維持到通脹的持續回升。

日本：整體水準仍低，核心緩慢改善。4月日本全國CPI同比0.4%，依然處於近半年平均水準的位置，在主要經濟體中屬於偏低水準。但值得注意的是，近期日本的核心通脹由負轉正，在持續改善。這表明今年以來日本的經濟也在緩慢復蘇，一季度私人消費同比溫和回升至0.9%，製造業、服務業PMI也分別上升到53.1和53.0。由於日本通脹水準依然偏低，經濟復蘇緩慢，日本央行的寬鬆貨幣政策仍將持續。

國內：通脹預期回落，結構出現分化。食品持續回落，服務趨於上行。從2月份起，國內CPI同比從0.8%的低位緩慢回升，5月達到了1.5%，但和歷史水準相比，依然處於偏低的區間。總體CPI的低迷主要是受到食品價格的拖累，其中豬肉價格累計下跌了14%，雞蛋價格下跌31%，超出了季節性波動。非食品中，醫療、家庭、衣著加工、房租、教育等服務類價格上漲明顯，反映消費在不斷升級。總的來說，PPI前期的回升對CPI非食品價格推動非常有限，主要還是體現在能源價格方面。PPI趨於回落，但結構現分化。受環比回落、基數攀升影響，PPI同比從高點時的7.8%連續回落至5月份的5.5%。從具體行業來看，煤炭、鋼鐵、能源價格環比均走弱，基數攀升，同比均高位回落；而在橡膠塑膠、化纖、化學原料、造紙、印刷等民營資本占比相對較高的行業中，存在市場化去產能，價格相對穩定。當前我國CPI處於低位，PPI仍在下降，通脹預期大幅回落。從基本面來看，經濟相對穩定，所以政策重心依然是金融去杠杆。這也意味著短期內在金融去杠杆沒有取得階段性成果之前，貨幣政策難以放鬆。

破而後立——2017年下半年經濟和資本市場展望

經濟高點出現，通脹預期逆轉。4月工業增速從3月的7.6%回落到6.5%，發電、鋼鐵、汽車等產量3、4月增速見頂。5月發電耗煤增速下降。受高基數制約，年內經濟同比增速的高點大概率已經出現。本輪去庫存從14年3季度開始，到17年2、3季度，隨著需求回落，工業品庫存逐漸上升，庫存週期已近尾聲。17年以來商品價格築頂回落，油價徘徊在50美元/桶附近，鋼價、銅價大幅下跌。本輪通脹預期源於商品價格大漲，但隨著商品價格見頂，4月PPI環比10個月來首次下降。年初以來食品價格大幅下跌，2月以後CPI降至2%以下。因此無論從食品還是非食品看本輪通脹都已走到拐點。

貨幣持續收緊，金融正去杠杆。今年以來中國央行連續兩次上調逆回購招標利率。過去兩年，雖然美國在加息，但中國維持低利率環境，結果是人民幣匯率持續貶值。而今為了縮小對美貿易順差，人民幣匯率難再貶值，必須跟隨美國提高利率。美國17年的加息節奏明顯加快，央行在3月跟隨美國加息的目標之一就是穩定匯率。過去幾年，中國的銀行體系越來越依賴非存款負債，新增負債中只有一半是傳統的存款，另外一半主要是向央行和同業的借款。貨幣嚴重超發，推動本輪房價上漲。隨著中國銀行業負債結構從存款轉向金融市場借款，房地產泡沫日益膨脹，整個經濟和金融體系出現了巨大的風險，因此金融去杠杆勢在必行。根據國際經驗，金融去杠杆的短期目標是銀行資產增速下降，而終極目標是銀行破產重組。17年金融去杠杆，貨幣收緊的最大風險在於房地產市場，隨著房貸利率的回升，以及對房貸增量的調控，房貸增速將從歷史高位大幅下滑，並導致地產銷量和房價的下跌。

短期現金為王，佈局未來資產。融資增速回落，經濟前高後低。17年3月，全社會包括政府融資總量同比下降6500億，降幅創15年4月以來新高，而4月融資同比仍降，這意味著下半年經濟存在較大下行風險。17年下半年，存貨週期應已結束，地產投資或面臨大幅跳水，而去杠杆將傳導進實體經濟，屆時經濟下行風險將明顯增加。投資時鐘停擺，短期現金為王。17年以來，現金收益率大幅上升，經濟步入滯脹期，源於央行貨幣緊縮，經濟開始減速，現金為王是短期主要策略。現金並不是純粹的持幣，而是配置貨幣類資產，而今年持有現金的機會成本有限，也可以借著市場回檔的機會，佈局中國的優質資產。債市等待機會，股市尋找機會。債券類資產仍具備長期投資價值。與歐美日相比，中國10年期國債仍具有投資價值，且當前國債利率高企，主要源于金融去杠杆導致的被動拋售，因而仍具備長期投資價值。股票市場則尋找結構性機會。一是聚焦有全球競爭力、定價權的中國製造業公司，將受益於海外復蘇，比如家電龍頭；二是尋找技術創新、進口替代空間巨大的行業，比如積體電路、新能源、汽車、飛機等；三是傳統週期性行業，或是民企占比高，實現剩者為王，比如水泥、化工，或是政府主導僵屍行業並購整合，實現瘦身健體；四是金融業大浪淘沙，主動收縮業務、壓縮杠杆的銀行將率先從危機中復蘇；五是消費、服務業相關行業，中國經濟正從工業投資向服務消費轉型，服務和消費類資產是未來希望所在。

宏觀

上周資金淨流出282億

上周資金淨流出282億。其中資金流入方面，上周銀證轉帳變動淨額減少409億，融資餘額增加27億，公募基金新發行50億，滬股通規模淨流入39億，深股通規模增加58億。資金流出方面，IPO融資規模21億，產業資本淨增持16億，交易費用為42億。前一周資金淨流入160億，從16年2月份以來資金流入流出整體平穩。

市場情緒略有升溫。上周年化換手率約181%，前一周為189%。上周成交量均值為307億股，前一周為306億股。上周融資交易占比8.3%，與前一周持平。上週末股指期貨前十位多空持倉比0.98，較前一周上升。根據WIND資料測量，截止上週五股票型基金倉位79.4%，較前一周上升。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

行業點評

資訊科技服務：AI視頻：羞答答的玫瑰，靜悄悄的開

AI視頻：電腦視覺+深度學習的最佳產物。AI視頻指的是利用電腦視覺及深度學習、對視頻內容進行理解，進而完成視頻資料的結構化分析，以實現相關的目標檢測和跟蹤、人物識別、動作識別、情感語義分析等功能。隨著硬體攝像頭的不斷變革，以及通訊技術的持續進步，資訊的傳播方式已逐步從音訊通訊向視頻通訊演變。而當下人工智慧技術的發展歷程，實際上是由資料、技術、產品三者不斷迴圈推進的一個過程。因此，視頻作為現今人類接受外界資訊最重要的媒介，視頻的應用無疑AI發展中重要一環。無論是知識表示、自動推理和搜索方法、自動程式設計、智慧型機器人、機器學習或知識獲取，任何一個人工智慧方向的發展，都不能離開AI視頻在其中的應用；

電腦視覺演算法開源化，資料集成為應用關鍵。與以量的分析為主的機器視覺不同，電腦視覺主要處理的是對質的分析。隨著如穀歌等人工智慧領域的巨頭的演算法紛紛開源，電腦視覺底層演算法模型或將逐步走向統一。在今年3月份的Google Cloud Next' 17公開發佈會上，斯坦福電腦視覺教授李飛飛開放了能進行視頻識別的Video Intelligence API。從對於以資料和演算法驅動的AI視頻來看，在此趨勢下，未來訓練資料集上的差異對電腦視覺解決方案的優劣影響權重增加，具有特徵性的場景資料集的獲得，是AI視頻真正落地應用的關鍵。在各個應用場景中，安防行業是天然的資料來源，具有繁多的資料種類、PB級的資料量等特徵，非常適合進行AI視頻演算法訓練；

攝像頭，人工智慧之眼。AI視頻技術目前在無人駕駛、移動支付、安防監控、智慧醫療領域取得卓有成效的進展。在諸多行業的推廣應用中，安防監控行業成為了國內AI視頻技術率先落地的行業。而海康威視和大華股份等龍頭企業，佔據智慧安防監控入口優勢，針對安防視頻資料的海量增長，公司具有優化深度演算法，為使用者提供優質有效內容的核心競爭力。在底層演算法逐漸開源的背景下，處於上游硬體龍頭企業依靠強大的資金優勢和海量視頻資訊資源，就將著眼佈局上游產業，涉足演算法和晶片環節，從整體產業鏈角度提升公司AI視頻核心競爭力。從海康威視和大華股份的研發投入力度上看，目前這兩家行業龍頭企業在研發端的投入均超過10億，已推出數款如“深眸”、“睿智”等前，後端智慧產品。在此大背景下，海康威視和大華股份將不再是硬體公司，而是資料和軟體公司；

投資建議。安防是國內AI視頻率先落地的應用場景，建議關注行業內佔據攝像頭資料入口，並向上游佈局演算法和軟體的龍頭公司。重點推薦海康威視、大華股份。

風險提示。行業應用低於預期。

汽車與零配件：一線藍籌擴散至二線藍籌

1. 我們堅定汽車強國和優選價值的思路，強調：①上汽集團上漲來源於估值修復+小年基本面強勁，②吉利汽車仍在複製13-14年強勁趨勢，領克一旦成功或將打開市值空間，③廣汽集團估值低、業績確定性強，是自主龍頭崛起的明證，④華域汽車估值及分紅比肩上汽，配置價值開始凸顯。
2. 我們2017年度策略強調“先價值後成長，汽車強國+自主崛起”，市場“喜小厭大”風格被糾偏，特別是汽車市場競爭加劇，利於強勢龍頭擴張並繼續強化。當前時點起，市場風格有望由一線藍籌擴散至二線藍籌，漂亮50到漂亮100甚至200的逐步演化，二線藍籌估值17年10倍PE，關注基本面變動，近期江淮汽車、宇通客車、長城汽車、江鈴汽車的上漲，體現了市場對二線藍籌的補漲需求和邊際挖掘。
3. 3. 零部件行業雖是成長股的代表，競爭加劇帶來不確定性，關注中報和年底業績確認催化劑，預計將成為估值切換機會，建議優選17年PE<25倍、未來兩年增速30%，靜候市場機遇。建議關注精鍛科技、廣東鴻圖、滄州明珠、浙江仙通、中鼎股份，追隨業績確定性。

風險提示：汽車行業景氣度波動。上年透支效應。

農業：農林牧漁行業2017年中期投資策略：週期回落，精選個股

- 1) 行業週期景氣回落，精選個股謹慎應對。17年豬價進入下行通道，雞價持續疲弱不振，農業整體景氣度回落，1-5月農業股累計跌幅達17.30%，跑輸大盤15個百分點。展望下半年，豬價大趨勢仍繼續向下，建議精選個股謹慎應對。
- 2) 飼料：產業變革進入拐點，把握優質龍頭成長機遇。從去年下半年以來，上市龍頭飼料企業的銷量增長普遍提速，高於行業平均水準，我們認為飼料企業的集中度提升開始加速，優質龍頭將獲得更大的發展機會。重點推薦海大集團。公司長期看點有二：1) 生豬養殖承接未來戰略轉型；2) 產業鏈延伸帶來新增長點，股權激勵保障持續發展。
- 3) 禽養殖：種雞淘汰加速，靜待行業回暖。今年前5月父母代雞苗均價由高點時近80元/套跌至不足9元/套，商品代均價僅1.1元/羽，創下11年以來最低記錄，目前全產業鏈都陷入虧損狀態。禽養殖持續低迷和去年四季度大量引種以及行業頻繁的換羽行為有關，但由於雞價持續徘徊于成本線下，種雞淘汰進程已經加快，預計下半年禽鏈景氣反轉是大概率事件，重點關注行業龍頭聖農發展、彈性標的民和股份、益生股份。
- 4) 動物疫苗：板塊盈利穩健，關注成長性及短期催化。由於招采政策變化，今年一季度普萊柯、中牧股份等企業業績承壓，但由於招採收入相對集中於一季度，下半年經營情況將得到好轉，板塊盈利仍穩健。重點配置業績逐步向上的普萊柯、口蹄疫維持高增的生物股份、管理層激勵預期強烈的中牧股份。
- 5) 種子：行業整合加快，品種競爭力仍是關鍵。國內種業兼併收購的浪潮方興未艾，市場集中度進一步提升，龍頭種企的競爭優勢將越發明顯。玉米種子方面，行業政策調整壓縮品種推廣的增長空間，今年業績不容樂觀；水稻種子方面，隆平高科、荃銀高科等種企的主力品種處於快速增長階段，市場份額有望持續提升。我們建議關注基本面向好、近期被大北農舉牌的荃銀高科，以及品種銷量爆發性增長、外延發展預期強烈的隆平高科。

6) 生豬養殖：生豬供給復蘇，豬價承壓。經過兩年的行業高景氣之後，生豬存欄開始恢復，豬價已進入下跌通道，預計景氣下行狀態將持續至2018或2019年，關注規模快速擴張的牧原股份，行業龍頭、高股息率個股溫氏股份。

風險提示。農產品價格大幅下滑；自然災害。

煤炭：旺季低庫存，優選動力煤

昨日煤炭股（中信指數）上漲2%，對此我們認為，水電仍然偏弱，6月氣溫有提前升高的跡象，進入旺季，旺季效應或有利於動力煤，同時，目前庫存均不高，電廠和港口庫存都在下降，煤炭股本身估值低，預計可以反彈。建議關注：兗州煤業，西山煤電，中煤能源，陝西煤業，中國神華。

風險提示：1、煤價跌破綠色區間；2、產能釋放失控。

有色金屬：鈷、稀土、石墨電極繼續上漲

百川資料顯示，6月13日鈷、稀土、石墨電極價格均有不同程度的上漲。其中以稀土金屬漲勢最猛，氧化銻價格較昨日上漲21.74%，氧化鏷價格上漲8.28%。小金屬中氯化鈷、鈷酸鋰價格分別較昨日上漲5.00%和3.95%，這兩項產品價格自2017年以來已分別上漲82.61%與73.25%。另外石墨電極價格依然保持增長態勢，較昨日上漲1.64%，較2017年初上漲98.52%。

6月13日，稀土產品價格上漲主要受商家惜售、詢價增多的影響上漲，從長期來看，經過三輪稀土收儲與多部門聯合整頓稀土行業工作的開展，稀土價格有望持續上漲。鈷價自2016年底開始上漲，4月份後有所回落，進入6月份後，鈷價又開始上漲。在新能源汽車市場不斷擴容、電池儲能需求增加的背景下，鈷金屬供不應求的局面將會繼續保持。石墨電極價格上漲是由於國家取締地條鋼，鋼企轉而使用電弧爐煉鋼，電弧爐需求增加帶動石墨電極需求增加。由於石墨電極生產週期較長，再加上受環保政策影響工廠限產，短期內企業產能難以提升，後續看漲。

風險提示：政策變動風險、下游需求不及預期。

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。