

## 宏觀

### 當PPI“穿越”CPI，通脹如何走？

去年以來，隨著PPI大幅攀升，市場一直在擔心PPI向CPI傳導的問題。究竟PPI和CPI之間如何傳導？當前PPI高位震盪，CPI低位徘徊，未來誰會向誰收斂？通脹又將如何走？其實我們在今年3月和8月都發佈了專題報告做了詳細的分析，這裡再次梳理下邏輯，更新下我們對通脹走勢的判斷。

PPI和CPI，如何相互傳導？食品類價格高度相關。一方面，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。另一方面，CPI和PPI統計的食品是有重疊的，像食用油、奶類、酒類在CPI和PPI裡均有體現，只不過CPI衡量的是零售價，而PPI衡量的是出廠批發價。所以食品類CPI同比和PPI生活資料中的食品類同比走勢高度一致。但不同的是，CPI中的食品價格波動要明顯比PPI食品價格波動更劇烈，這也說明了價格從上游向下游的傳導是打折扣的，主要還是決定於上下游的議價能力。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PPI中上游行業向生活資料的傳導相對較弱，且當前生活資料和CPI中的非食品類消費品價格同比均在回落通道中。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。

一高一低，誰向誰收斂？回顧我國最近20年的CPI與PPI走勢，PPI同比水準超過CPI的情況歷史上出現過四次：99年末-01年初；03年-06年；08年5-10月；10-11年下半年。CPI上行：需求支撐，貨幣刺激。03-06年以及10-11年，PPI高增均帶動了CPI的上行，根本原因在於下游有需求支撐。一方面，從大的環境上來說，本世紀初的頭十年是我國城鎮化加速、享受人口以及全球化紅利的時期，潛在需求空間充足。另一方面，寬鬆的貨幣政策，則進一步刺激了需求的釋放。02年初到03年中，我國M2增速從13%提高到22%，而08年危機後，為刺激經濟，M2增速更是從08年底的15%飆升到09年底的接近30%。需求支撐了PPI向CPI的傳導，導致CPI向PPI收斂。PPI回落：需求不足，通脹乏力。而99-01年和08年，則是PPI冲高後向CPI收斂回落，根本原因在於需求不足。例如01年國內去產能有所反復，亞洲金融危機尚未走遠，而美國互聯網泡沫破滅又再度衝擊，導致需求偏弱。而08年更是面臨需求不足的問題，導致PPI向CPI回落。

本輪漲價：需求已經回落。去年以來PPI觸底反彈，背後既有供給側改革的影響，也有需求改善的推動。在供給方面，去產能疊加環保政策趨嚴都對上游行業的供給能力構成限制。在需求方面，貨幣政策持續寬鬆，居民和政府加杠桿，刺激地產和基建投資回升，增加了經濟總需求。當前供給側改革仍然在推進，但需求端卻在回落。去年四季度以來，金融領域開始推進去杠桿，貨幣政策維持緊平衡狀態，利率中樞大幅抬升，貨幣寬鬆階段已經過去。M2增速迅速降至歷史低位，再加上國內人口老齡化程度在上升，所以整體需求已經在回落。

03-06年和10-11年PPI帶動CPI回升的關鍵是有需求支撐，尤其是10-11年CPI中非食品類消費品價格漲幅甚至超過了PPI中的消費品，很大程度來自貨幣對需求的刺激。而當前的需求回落意味著未來PPI對CPI的帶動力度有限，PPI回落向CPI收斂的概率更大。

## 財政收入回落，支出繼續下滑

①財政收入增速回落。8月財政收入同比增速回落至7.2%，其中中央（6.2%）、地方（8.2%）增速均小幅下滑。價格上漲帶動稅收收入增速回升至16%，但非稅收入增速因去年同月基數較高大跌至-22.5%，是8月財政收入增速回落主因。

②分項收入漲跌互現。8月主要收入專案中，增值稅增速仍高，其中改征增值稅增速略降；消費稅增速創6個月新低；低基數效應令企業所得稅增速大增；居民收入增長令個人所得稅增速回升；進口貨物增值稅、消費稅增速小幅回落；房產銷售遇冷令土地和房產相關稅收明顯下滑。

③財政支出增速新低。8月財政支出同比增速創年內新低至2.9%，其中中央（5.7%）、地方（2.4%）增速均下滑。財政支出增速回落，主因仍是前期支出進度加快，部分支出在前期體現。

④債務付息繼續領跑。1-8月各項分項支出中，債務付息支出增速略降至33.1%、繼續領跑，主因地方政府一般債券付息支出增加較多。社保就業（21.5%）、科學技術（18%）增速較高、緊隨其後，但均較7月有所回落。

⑤基金收入保持高增。1-8月政府性基金收入同比增速31.3%，較前7月基本持平，其中土地出讓收入增速升至37.3%。

⑥財政支持力度減弱。雖然去年同期基數較高（15.1%），但上半年財政支出增速仍高達15.8%，而前8月財政支出占年初代編預算比重高達67.8%。下半年收支壓力逐漸顯現，8月財政支出增速創年內新低。積極財政力度減弱，意味著經濟下行壓力再現。

## 策略

### A股四大簡單致勝法寶

核心結論：①統計2005年至2016年A股高股息、低市淨率、低市盈率、小市值四大簡單策略遠遠跑贏大盤。②高股息策略年化收益率達23.6%（超額收益率9.1個百分點）。低市淨率策略年化收益率達24.5%（超額收益率10個百分點）。③低市盈率策略年化收益率達22.8%（超額收益率8.3個百分點）。小市值策略年化收益率達25.6%（超額收益率11.1個百分點）。

簡單有效招數1：高股息策略。高股息率股票具備長期投資價值，我們每年末將滬深300成分股按股息率分為5組，在考慮股利再投資的情況下計算下一年的收益。統計2005年至2016年，高股息率組合年化收益率達到23.6%，遠高於低股息率組合的12.5%，高於滬深300指數的年化收益率14.5%。高股息策略牛市表現普通，熊市跌的少，震盪市表現好於大盤。

簡單有效招數2：低市淨率策略。低市淨率股票安全邊際較高，收益率較好，我們每年末將滬深300成分股按市淨率分為5組，在考慮股利再投資的情況下計算下一年的收益。統計2005年至2016年，低市淨率組合年化收益率達到24.5%，遠高於高市淨率組合的7.3%，高於滬深300指數的年化收益率14.5%。低市淨率策略牛市表現普通，熊市跌的少，震盪市表現較好。

簡單有效招數3：低市盈率策略。低市盈率股票質地較優良，多集中于藍籌股，我們每年末將滬深300成分股按市盈率分為5組，在考慮股利再投資的情況下計算下一年的收益。統計2005年至2016年，低市盈率組合年化收益率達到22.8%，遠高於高市盈率組合的4.1%，高於滬深300指數的年化收益率14.5%。低市盈率策略牛市表現普通，熊市跌的少，震盪市表現較好。

簡單有效招數4：小市值策略。小市值股票因成交活躍、成長性好，在A股一直備受投資者喜愛，我們每年末將滬深300成分股按市值分為5組，在考慮股利再投資的情況下計算下一年的收益。統計2005年至2016年，小市值組合年化收益率達到25.6%，遠高於大市值組合的12.4%，高於滬深300指數的年化收益率14.5%。小市值策略牛市表現好於大盤，熊市表現不佳，近一輪震盪市表現一般。

風險提示。報告內四種策略結果都為歷史統計，歷史統計結果有效無法代表未來依然有效。

## 行業點評

### 汽車與零配件：汽車中報總結：上半年平和運行，紅九月旺季開啟

2017上半年汽車銷量增長平穩，同期透支效應、補庫存等多方面因素，帶動行業平和度過Q2淡季，盈利能力保持相對穩定。根據國家統計局披露，2017年上半年，國內汽車1~6月累計銷量1335.39萬輛，同比+3.81%；汽車製造業實現營業總收入41283億元人民幣，同比+12.31%；利潤總額3450億元，同比+11.15%；行業淨利率7.98%，三費率合計約7.70%。銷量增速保持穩定，平和度過Q2淡季，盈利能力總體保持穩定。

17H1板塊分化加劇，乘用車平和度過淡季Q2，客車持續低迷，重卡擴張持續，零部件穩健快速增長。乘用車子板塊17H1營收+13%，毛利率、淨利率有所下滑，費用率略有提升，受Q2加大促銷及廣告力度的影響。客車子板塊17H1營收-28%，淨利-46%，新能源客車補貼大幅削減且增加3萬公里運行里程規定，顯著影響訂單和排產。卡車子板塊，受益治超新政、地產週期等景氣格局，17H1營收大幅增長39%。零部件板塊17H1營收+18%，淨利+20%，汽車消費升級帶動零部件進口替代和升級大機遇，維持高增速、成長性優良。新能源汽車17H1銷量+14%，終端需求復蘇，營收+16%、淨利+5%，毛利率受電池擴產影響小幅下滑，但看好下半年終端需求發力，長期看好高端向上、低端向下。經銷商子板塊17H1營收+18%、淨利+49%，受益消費升級、豪華品牌強產品週期。

2017上半年藍籌行情主導，績優個股精選優質龍頭。汽車板塊17H1相對漲幅+5.09%，細分板塊分化明顯，藍籌修復行情貫穿。乘用車藍籌受益業績增長、市場風格等估值持續修復，但仍處歷史中樞；客車受制新能源客車景氣低迷、業績下滑，估值下行並處歷史低位；零部件、卡車估值下調、但仍處歷史相對高位，甄別真成長尤為重要。但橫向比較，汽車板塊估值中等偏低，利於精選優質龍頭個股，獲取業績估值雙升機遇。投資建議。我們認為，當前時點看，建議關注“紅九月”投資機遇與新能源汽車板塊。

- (1) 堅定看多汽車“紅九月”。目前市場過度悲觀于上年高基數可能拖累同比增速，但乘用車消費“金九銀十”即將來臨，低端需求年底集中發力，將有力帶動“紅九月”行情。建議關注上汽集團、眾泰汽車、華域汽車、吉利汽車、廣汽集團、浙江仙通等。
- (2) 新能源汽車銷量環比有序提升，表明消費景氣陸續上漲。我們認為，雙積分制與特斯拉國產化是2017年新能源汽車行情的最大催化劑，將持續推動新能源汽車產業鏈的跑馬圈地，並奠定2018年新能源乘用車超級週期開啟的基礎。我們預計，雙積分政策未來在經歷部委會簽等環節後、落地時間近在咫尺。建議關注鋰鈷磁材細分領域、及廣東鴻圖、精鍛科技、創新股份、先導智慧、得潤電子、中鼎股份等。

風險提示。汽車行業景氣度大幅波動的風險。汽車行業小排量購置稅優惠政策變化的風險；新能源汽車政策變化的風險。

### **有色金屬：電解鋁庫存出現下降**

電解鋁庫存首次出現下降。根據SMM的資料，昨日，國內電解鋁七地庫存共計160.9萬噸（其中上海29.7萬噸，無錫66.2萬噸，杭州9.0萬噸，南海36.9萬噸，鞏義11.7萬噸，天津5.1萬噸，重慶2.3萬噸），比9月8日減少了3.2萬噸，出現了兩個月以來的首次下降。

我們認為，此前庫存高居不下，一直呈現增長態勢有以下兩點原因。第一，在9月15日政府專項抽查來臨之前，由於鋁價一直維持高位，利潤豐厚，各企業均加緊甚至可能超負荷生產，造成供給端的一部分增量；第二，部分企業停產之後，需要將電解槽中的鋁水抽出，做成鋁錠，也造成了社會庫存的增量。

此前，由於電解鋁庫存一直高居不下，使得市場對於供給側改革的效果產生了一定的懷疑。我們相信此次電解鋁庫存的下降，從資料上證明了供給側改革的效果，將重振市場的信心。其實，分析此前電解鋁的月度產能，不難發現自3月份以來，電解鋁月度產量同比增速逐月下降，年化產能也自6月份以來也呈下降趨勢。

根據百川資訊，截至今年9月7日，我國電解鋁累計減產345.9萬噸，從微觀周度數據上可以看出，每週都有電解鋁產能確實的減產。我們預計在9月15日之前，仍會有電解鋁產能的減產出現，對應的月度產量和年化產能也將進一步下降。

另外，今年冬季限產執行時間為1.5個月，按照年化3600萬噸的產能計算，預計將影響年化150萬噸電解鋁產能；其次，電解鋁行業停產後複產成本非常大，據行業專家介紹，每噸電解鋁的複產成本約為1000元，且恢復到正常生產狀態需要一定的時間，因此採暖季關停的產能很可能不會複產，預計這將會進一步加劇供給端的收縮，使得電解鋁迎來更大的漲價空間；最後，國家對於擁有自備電廠企業徵收的政府性基金，也將促使部分企業減產，使得供給端進一步緊縮，利好中長期鋁價。

綜上，我們堅定看好國家進行電解鋁行業供給側改革的決心和力度，供給側減產能+採暖季限產+規範自備電廠，多管齊下將大幅改善電解鋁供需，電解鋁盈利預計將逐步兌現。推薦：神火股份，索通發展，雲鋁股份，南山鋁業，中孚實業。

風險提示：下游需求不及預期。

### **傳媒：關注三季報高增長龍頭公司估值切換**

傳媒板塊質押比例高，股權質押新政下動力與壓力並存。業績及其持續性仍是關鍵。

推薦三季報高增長；明年估值切換優勢明顯；行業或細分龍頭。

影視：國慶檔優秀大片雲集，看好：唐德影視、光線傳媒、捷成股份、華策影視；

遊戲：低估值，預計未來將有估值提升空間，關注：帝龍文化、完美世界、三七互娛；



教育：百洋股份、威創股份；

傳統媒體：皖新傳媒、新經典；

細分龍頭：分眾傳媒、視覺中國。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

## 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。