

2015 年 7 月 09 日

宏觀經濟

懸念將解，任重道遠——資本項目開放與人民幣國際化進展

中國資本專案開放仍在路上。今年人民幣是否被納入特別提款權（SDR）貨幣籃子懸念將解，年內推進資本項目開放改革的舉措頻出。對比其他國家的歷史經驗教訓，在資本專案開放過程中，各國面臨不同的經濟發展水平和多樣化的內外環境，但都會面臨嚴峻的考驗。漸進式的資本項目開放是我們一貫堅持的路線，總結來看，其過程不必拘泥於特定的時間表，但釋放堅決推進改革的信號或是重中之重。

第一、資本項目開放漸進行

2015 年人民幣資本項目改革步伐明顯加快。周小川行長在 IMF 年會上提出“計畫使人民幣可更自由使用”，央行在 6 月的報告中指出“人民幣資本專案可兌換的目標並不遙遠”。政策方面，債券回購交易向部分境外金融機構開放，兩地基金互認啟動，QDII2、深港通呼之欲出。我國資本項目可兌換改革仍有較大空間。在 IMF 資本專案的 40 項分類中，中國有 35 項實現完全或部分可自由兌換，僅 5 項仍屬於完全不可自由兌換。另外，根據 IMF 統計，我國資本管制項目數高於特別提款權籃子貨幣國家和巴西等新興市場國家。

實現人民幣國際化、利率市場化的目標，需要加快推進資本專案開放來配合。人民幣國際化、自由浮動匯率、利率市場化和人民幣資本項目可兌換“四位一體”，是互為充要條件，缺一不可的。未來推進人民幣資本項目可兌換或將從以下幾個方面實施：1. 逐步解除對個人跨境投資，推出合格境內個人投資者（QDII2）境外投資試點。QDII2 的實行和 7 月 1 號起實施的兩地基金互認，可減少我國完全不可自由兌換項目數，推進人民幣資本項目可兌換改革。2. 進一步開放國內資本市場，推出“深港通”，允許非居民在境內發行除衍生品外的金融產品，允許投資者在國內和海外資本市場更自由的投資。3. 修訂外匯管理條例，取消大部分事前審批，建立有效的事後監測和宏觀審慎管理制度。

第二、人民幣國際化任重道遠

人民幣最終是否能在今年入選 SDR 還有待觀察，而加入 SDR 對我國人民幣國際化具有重大戰略意義，有助於提升市場對人民幣的信心、增加人民幣在國際上的需求以及減少我國所需的儲備。

我國大力推進以人民幣國際化為核心的一系列進程。首先，人民幣在跨境結算中的使用規模穩步上升，人民幣國際支付地位不斷提高，從 2012 年 1 月的第 20 位上升至 2015 年 5 月的第 5 位。再者，人民幣國際合作成效顯著。2008 年以來，我國已與 32 個國家和地區簽署了雙邊本幣互換協定，規模已達 3.16 萬億元。另外，人民幣國際債券發行也取得新進展。2014 年中國債券市場共發行人民幣債券 11 萬億元，同比增長 22.3%。

第三、德日資本項目開放的經驗教訓

當前，我國金融市場波動較大，經濟偏弱，通脹處於低位。為了穩定金融市場，央行已啟動“央媽期權”，通過降准降息等政策呵護資本市場。從外部環境看，美聯儲年內大概率加息，且希臘不確定局勢使得避險情緒升溫。我國資本專案開放進程是否會受影響？我們總結了德日資本項目開放的經驗教訓，尋找借鑒與警示。

從開放過程來看，德日兩國都選擇了漸進式的改革，且根據經濟形勢發生反復，採取臨時性措施。從開放順序來看，資本專案可兌換、利率市場化、匯率制度改革往往是協調推進的。日本的資本流入開放在資本流出開放之前，而德國資本流出開放先於資本流入開放。從“三元悖論”選擇來看，從對於大國而言，貨幣政策獨立性舉足輕重。德國明確地堅持貨幣政策的獨立性，選擇資本項目開放和匯率自由浮動制度，在資本淨流入的情況下，仍然保持較低和平穩的通脹水準。

大市導航

建材：週期拐點難現，自下而上精選行業“沙漠之花”

由於人口拐點帶來地產投資長週期下行，行業長期需求彈性不足，而供給端儘管新增產能節奏明顯放緩，但存量產能尚未去化。與鋼鐵、煤炭等行業不同，建材（水泥）行業過去幾年盈利及現金流尚可，尚未經歷長期虧損，因此儘管年初以來水泥價格暴跌至成本線，但除非目前價格水準維持至少半年以上時間，否則存量產能仍難以大規模退出，行業產能利用率將長期維持低位，週期趨勢性拐點難現。而估值方面，受市場整體估值中樞上移帶動，A 股水泥板塊平均 PB 不管是橫向還是縱向比較均偏高。因此年內建材行業難現週期拐點驅動的整體性行情，而僅具有板塊輪動或補漲價值（年初以來水泥板塊累計漲幅在所有板塊中僅高於銀行、非銀及煤炭）。

板塊不具備自上而下的週期邏輯，因此我們仍然繼續自下而上的選股邏輯：中長期持續看好公司所在細分市場仍有潛力、且可憑藉品牌、管道、技術優勢不斷提升市占率，在地產長週期下行背景下的建材行業“沙漠之花”：友邦吊頂、偉星新材、東方雨虹。

不確定性因素：房地產投資大幅下滑，基建投資不達預期等。

汽車：六月銷量超預期，估值消化顯價值

1、在冰冷的二級市場之外，下半年選股注重配股均衡，兼顧估值和產業趨勢，【上汽集團】是上證 50 唯一汽車股，流動性和估值優勢短期發揮重大作用。在快速下跌過程，部分個股價值進入長期配股範圍；

2、從目前時點而言，我們看到新能源汽車產業鏈從去年起步到今年具有真實業績增長，截止 1-6 月份，同比增長超 300%，特別是公交產業鏈增長依然極為確定；業績支撐將較為明顯，細分板塊個股 20-30 倍 PE 參與配股將是理性選擇，這包括松芝股份（15 倍，中報 0-30%）、中通客車（16 倍）、宇通客車（12 倍）、滄州明珠（24 倍，中報 10-30%）；

3、並且下半年新能源汽車自身產業趨勢仍在強化，政策強力推進，我們看到北京的電動車中籤率從原來 100%降低到 88%，以為民眾接受度開始明顯提升；滴滴快的半年內引入 1 萬輛電動汽車，Uber 也在引入電動汽車獨立模組，發揮電動汽車長里程、高頻度的經濟性（一年 15 萬公里油電價差將推動電動汽車成為高盈利生產資料；物流、專用電動汽車（輕客、微面、MPV 等）也將在下半年加快放量，將在降低企業物流成本、提升運輸效率等發揮重要作用。這其中，運營模式的公司未來將具有極大價值，這包括納川股份（34 倍）等；

4、乘用車龍頭目前仍以比亞迪領跑，特別是上市不足一個月的唐，銷量 400 輛，仍在產能爬坡期，未來將有力搶佔中型 SUV 市場，下半年上市的宋也將大放異彩；公司已公告了定增預案（定增價格 57.40 元）及員工持股計畫（55.71 元），目前公司價格 44.68 元，價差大，值得中長期佈局，新能源汽車戰略仍將佔據全面領先優勢。

風險提示：新能源汽車政策支持不力和基建配套不足，將影響新能源汽車產業發展速度。

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。