

2015 年 7 月 31 日

## 宏觀經濟

### 哪裡會有“險阻”，哪裡還有“錢途”——本輪美聯儲加息有何不同系列一

美國利率即將到來的轉向已經讓市場期待很久。時隔 9 年之後美聯儲重回加息通道，又將會帶來哪些險阻？哪些錢途？

近 30 年美國利率週期變化與美元表現：從過去 30 年來看，結合 82、88、94、99、04 年 5 次加息時點，加息週期大概率會催生美元牛市，而降息週期則開啟美元熊市。當前，隨著美國經濟接近充分就業水準、增長回歸潛在增速、通脹溫和回升，我們預計美聯儲將在今年開始走上加息之路，而 9 月份可能會是第一個視窗。

近 30 年美國數次加息週期下，新興市場表現：近 30 年，美元指數和美聯儲基準利率對於泡沫的破裂有很好的解釋能力。總結過去 30 年新興市場的危機演化，主要有三種方式：1) 外債模式，債務期限錯配使得新興市場短期償付壓力過高，進而提升了債務違約的概率，如 80 年拉美債務危機。2) 外匯模式：短期套利資金大量流出時，資本市場泡沫刺破，如 98 年東南亞金融危機。3) 發達國家風險擴散：發達市場危機傳導至新興市場，從某一國危機演變成區域型甚至全球金融危機，如 08 年美國次貸危機。

本輪新興市場調整在所難免，但系統性危機概率不大：1) 外部因素：首先，本次新興市場能否避免危機最關鍵的外部因素是美國自身能否承受更高利率水準。我們認為美國經濟能夠承受住此次漸進式的加息。其次，美聯儲貨幣政策透明性提高既有助於減少市場預期的波動性，同時降低金融市場的系統性風險。再次，美聯儲本輪加息目標值很可能低於上一輪加息水準，並且加息節奏更加謹慎，將是“央行現代史上最寬鬆的收緊”，這為新興市場調整預留時間。最後，歐洲與日本央行將接替美聯儲為市場注入新的流動性。2) 內部因素：當前新興市場抗風險能力提高，匯率機制、外幣債務與外匯儲備較 90 年代明顯改善：多數新興市場實行了浮動匯率制度，總體外部債務占外匯儲備的比例明顯降低，外匯儲備能覆蓋短期債務，這能有效地成為資本流出與幣值波動的緩衝墊。

但也並不是每一個新興市場經濟體都相安無事。新興市場作為一個整體遭遇資本衝擊和爆發危機的概率不大，但這並不意味著每一個新興經濟體都將在美聯儲新一輪加息週期下相安無事。我們從經濟基本面、金融穩定性、外匯流動性、經常帳戶四個維度考察各新興市場，從而區分不同經濟體在未來的可能表現。

我們認為未來美聯儲正式開始加息時：新興市場整體抗風險能力最好的是亞洲新興經濟體，而最差的是拉美新興國家，值得警惕。具體而言，我們認為土耳其、印尼、南非、巴西與阿根廷等國風險較大。

美聯儲加息週期下，哪裡還有“錢途”？：1) 外匯市場當中，除去紐元、美元外，短期內建議關注英鎊。英國央行行長卡尼則在近期表示，年底之前加息時機會清晰，這讓市場對於英國央行接近八年來首次加息的預期愈發濃厚。2) 大宗商品市場當中，建議投資者關注黃金繼續下跌，和農產品上漲的可能性。美國經濟的復蘇和漸強的加息預期對黃金形成利空，7月20日更是出現罕見的暴跌，而且此前希臘危機和A股暴跌等風險因素也未推升黃金上漲，未來黃金持續下跌的可能性不容小覷。而農產品在下半年厄爾尼諾的配合下，極有可能出現新一輪上漲（類似於國內近期瘋漲的豬價，廣受市場關注）。3) 在全球股市中，我們建議加大對日本市場的配額。日本股市企業盈利開始恢復，大規模養老金入市，而且日本央行還可能會加碼寬鬆，這些都將對日本市場形成利好。

美聯儲加息，新興市場動盪，中國影響幾何？全球經濟暗流湧動，中國也難獨善其身。我們認為，新興市場動盪對中國經濟的影響將集中在三個方面：加劇國內流動性環境的波動，新興市場需求下滑拖累中國出口，以及新興市場匯率下跌波動影響中國出口競爭力。

## 大市導航

### 新能源板塊：電動車真成長，鋰電設備需求井噴

1. 電動車真成長：預計 2014~2016 年銷量分別為 8、20、30 萬輛，15、16 年超預期概率大。17~20 年的推動力從政策向性價比轉變，中長期個人更樂觀。
  2. 動力電池嚴重供不應求：預計 2014~2016 年市場規模分別為 100、200、300 億，動力電池嚴重供不應求，明年上半年之前不會緩解。
  3. 設備需求井噴：預計 2014~2016 年設備市場分別為 30、70、120 億，下半年開始進入交貨高峰，景氣度至少持續到明年底。
  4. 重趨勢，重彈性。重點關注動力電池：東源電器、欣旺達，設備企業：贏合科技、先導股份。
- 不確定性分析：大盤系統性風險。

### 有色金屬：碳酸鋰供給穩定，價格上漲，持續關注龍頭

全球供應格局穩定，增量有限：全球三大鹵水廠商中，只有雅保已經擴產了 20000 噸碳酸鋰產能，但是目前沒有開採的權利，而且也需要時間曬鹵，樂觀預計 2016 年下半年出產品，主要還是取決

於市場；Orocobre 擁有碳酸鋰產能 17000 噸，目前產品正在改進，樂觀預計 2016 年下半年有產出。其他新礦山、鹵水廠商進展依舊緩慢。

碳酸鋰價格上漲趨勢明確：2015 年的鋰精礦漲價趨勢延續，鋰精礦價格上漲已經帶動碳酸鋰價格上漲。2015 年我國碳酸鋰價格持續上漲，目前我國工業級碳酸鋰價格達到 47100 元/噸，電池級碳酸鋰價格更高，達到 49100 元/噸。目前，行業產成品庫存量不大，如果鹽湖三季度出產品情況仍和去年相同，那麼鋰鹽供應將趨緊，歷史電池級碳酸鋰價格最高曾達到 80000 元/噸，鋰鹽價格上漲空間巨大。

重點關注龍頭：天齊鋰業，國內電池級碳酸鋰產品最重要的供應商，市場佔有率超過 50%；贛鋒鋰業：鋰業第一梯隊，不斷通過並購打通上下游。此外，關注西藏城投：國內鹽湖龍頭，國企改革預期、西藏概念。

不確定性分析：大盤系統性風險。

### 永輝超市（601933）：上半年收入增 18%扣非淨利增 23%，有業績漲幅少，價值投資佳品

公司發佈 2015 半年報，同時公告自 7 月 31 日起停牌。公司 2015 上半年實現收入 208 億元（+17.7%），主因外延擴張，同店略增 0.4%；上半年新開 23 店，關 2 家，淨增面積 25.05 萬平米。上半年毛利率提升 0.45 個百分點至 19.88%，其中服裝類提升較多，生鮮及食品持平；銷售管理費用率為 16.66%，同比增加 0.61 個百分點，財務費用減少 2826 萬元。

上半年實現歸屬淨利潤 5.27 億元，同比增長 16.3%，扣非淨利潤 4.73 億元，同比增長 22.6%。

公司年初以來僅漲 18%，遠弱于板塊（商貿指數漲 42%）；目前 10.12 元股價和 412 億市值對應 15 年 0.9 倍 PS，有業績漲幅少；公司是零售行業稀缺的兼備成長、電商轉型和經營能力提升潛質標的，近期從支付、後臺、供應鏈、電商等多角度全面行動，以商品經營和供應鏈管理為核心，以物流、資訊及大廚房為支撐，以線上線下融合的銷售管道為形式，戰略格局已現。考慮到公司未來面向全國的更大成長空間，有望實現 20%左右的收入和利潤複合增長，給予“買入”評級。

風險和不確定性。跨區域擴張的風險，包括擴張區域的選擇及擴張速度等；規模快速發展可能帶來的管理風險；激勵機制改善的不確定性。

### 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。