

2015 年 8 月 18 日

宏觀經濟

為啥貶，貶多少，有啥用？——聆聽來自央行的聲音

對本輪貶值幅度的判斷：3%已基本到位，10%是無稽之談。央行明確表態認為本輪貶值前人民幣高估程度約為 3%，13 日及 14 日外匯市場走勢表明央行表態獲得市場認可。而歷史上，人民幣多採用漸進方式進行調整，年度幣值變化幅度均在 7%以內，貶值 10%以刺激出口是無稽之談。

短期貶值的原因：外因聯儲加息，內因救市放水。美聯儲加息預期下，人民幣兌美元貶值有助於緩解人民幣被動兌其他主要貨幣的大幅升值，本輪貶值後，今年以來人民幣兌英鎊、日元、歐元等主要貨幣的被動升值得到顯著的改善，有助於穩定實際有效匯率；同時 7 月證金公司大規模貸款救市的舉措導致貨幣超發，當月非銀行金融機構貸款達 8864 億，推升 M2 增速至 13.3%，大幅高於政策目標，增加貶值壓力。

如何看待外匯儲備的減少：匯兌損益不可怕，民心變化要小心。外匯儲備的減少導致人民幣貶值壓力。外儲下降部分原因與非美元外儲資產縮水有關，由於歐元和日元 2014 年相對美元貶值 12%，外匯儲備資產規模下降約 1000 億美元；而直接投資項下我國持續淨流入狀態，並未產生資本外逃；但居民和企業結匯意願的變化值得關注，熱錢流出往往並非外部勢力所為。結匯意願下降、售匯意願上升導致我國外匯存款 2014 年下半年和今年上半年分別增長 1080 億美元和 700 多億美元，而居民之所以更加願意持有美元存款，原因在於中美貨幣政策分化、利差大幅縮窄。目前中美利差已由年初的 3%以上縮窄至 2%左右，意味著如果人民幣匯率貶值超 3%，則持有美國有息資產更加有利可圖。利差縮窄的實質是兩國資產收益率的逆轉，長期來看，唯有改革創新釋放更大誠意才是康莊大道。

對經濟的影響：對出口提振有限。我國貿易順差持續擴大，今年前 7 個月達到 3063 億美元，不需通過貶值促進出口。同時，我國在全球出口總額中占比已超過 12%，出口份額難以進一步提升，在全球需求疲弱的背景下，本輪貶值對出口的促進作用相對有限。

對後續政策的判斷：穩健貨幣，鬆緊適度。央行貨幣政策表態滴水不漏，從“現在市場流動性是充裕的，市場的利率相對過去是降低的，而且是比較穩定的，貸款增加是比較快的，M27 月份的資料顯示，增長率為 13.3%”的表態來看，央行應該對目前的流動性和利率狀態比較滿意，同時 7 月 M2 增速已經超過 12%的政策目標，個人推測短期寬鬆政策加碼概率不大，不論降息還是降准。

大市導航

有色金屬：有色國企改革概念大漲

國企改革風繼續猛吹，有色國改相關標的表現搶眼。狠抓市場熱點，國企改革投資雙邏輯：市值小。上市公司市值越小，國企改革獲益可能越大；預期強。確定性越大，市場將予以更多的關注。關注株冶集團、山東黃金、五礦稀土、中金嶺南。

不確定性分析：改革後業績釋放進度。

通州（京津冀）推薦 5：進入強催化階段

多項規劃望持續落地，京津冀推進如箭在弦。媒體報導《京津冀協同發展規劃綱要》、交通一體化總規劃等即將頒佈，多項規劃落地將加速戰略推動進程。此前 7 月 24 日張高麗在協同發展工作推動會上已指出，“黨中央、國務院高度重視京津冀協同發展。習近平總書記強調，疏解北京非首都功能、推進京津冀協同發展，是一個巨大的系統工程”。並指出未來將明確路線圖、時間表和具體單位，持續推進交通一體化、生態環境保護、產業升級轉移三個重點領域率先突破。同時，會議提及京津冀“十三五”規劃和其他專項規劃也在編制中。

通州區位優勢明顯，將迎歷史性發展機遇。根據《京津冀協同發展規劃綱要》規劃，疏解北京非首都功能為京津冀規劃核心和首要任務，並明確要求 2017 年北京的功能疏解要有明顯進展，北京必須帶頭，率先邁出這關鍵的一步。7 月 11 日，北京市委書記郭金龍在中共北京市委十一屆七次全會上表示：“要聚焦通州，深化方案論證，加快北京市行政副中心的規劃建設，2017 年取得明顯成效”。7 月 14 日，北京市規劃委主任在接受記者採訪時明確表示，將推動北京市屬行政事業單位向通州有序轉移。通州作為京津冀三省通衢要地，承接疏解北京非首都功能的核心地位毋庸置疑，未來將迎歷史性發展機遇。

關注四類投資機會。第一，通州區域土地儲備充足的相關公司，如中國武夷、華夏幸福、首開股份、常山股份、三友化工；第二，受益需求爆發的基建及能源板塊，如冀東水泥、金隅股份、江河創建、東方能源；第三，區域交通一體化利好中儲股份；第四，受益於環保升級的華西能源、雪迪龍。

風險提示：政策推進不及預期。

航太資訊（600271）：短期業績快速增長，中長期或有新增長點

通過對航太資訊進行分析，我們認為：

1、短期來看：防偽稅控業務 2015 年高速增長基本無懸念。我們預計下半年“營改增”將在剩餘四個行業（房地產、建築業、金融業、生活服務業）實施。目前公司防偽數控業務的用戶量大概為 500-600 萬戶，年底保守估計在 800 萬左右，樂觀估計將達到 1000 萬戶，有望為該業務營收帶來翻倍的增長。

2、中期來看，快速通關系統和徵信服務有望形成新的盈利增長點。快速通關系統包括三個平臺：政府的公共服務平臺、海關交叉稽核平臺、綜合服務平臺。其中航信承建公共服務平臺和綜合服務平臺，其中對公司帶來盈利的是綜合服務平臺的增值服務，包括物流、倉儲、高速通關的辦理，供應鏈金額或者其他金融形式。

3、長期來看，平臺運營商和大資料運營商的角色確立長期競爭優勢。防偽稅控系統平臺和電子發票平臺的運營和服務將為公司提供持續的盈利來源。另外，公司依靠防偽稅控系統積累了千萬級的企業使用者，即時、動態、真實的稅收資料將為公司大資料運營提供稀缺的資料資源。

4、關於國企改革和債轉股。目前中航系下的多家公司已經停牌，科工系下的公司國企改革的預期也逐步升溫，但是我們認為科工系目前的國企改革的動力並不大。公司債轉股目前處於倒掛狀態。公司四季度有望通過二級市場的資本運作來為股價的上升提供更多的催化劑。

風險提示：“營改增”推進低於預期的風險；平臺建設低於預期的風險；板塊系統性下調的風險。

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。