

2015 年 9 月 17 日

## 宏觀經濟

### 匯率更自由，利率更獨立 —— 兼駁不靠譜的“外儲危機論”

8 月 11 日央行宣佈新匯改，當日起人民幣匯率兩日跌幅創 94 年匯改以來新高，隨之從貨幣、股票到商品市場，全球金融市場的劇烈波動讓人瞠目結舌。人民幣貶值預期由此升溫，外匯風暴隨之席捲新興市場並波及全球。唱空中國外儲的悲觀言論甚囂塵上，而其背後的邏輯卻值得商榷。

外儲流失會失控？足以支撐 3 年！外儲變化是人民幣匯率波動的核心，外儲持續縮水，人民幣有貶值壓力。近期有外資機構認為，“以現在的外儲消耗速度，到今年 12 月初，中國央行將不得不停止支持人民幣匯率，任由人民幣貶值”，判斷中國外儲面臨大規模流失。然而我們覺得這種測算純屬無稽之談——外匯成交是雙向流動的，成交與資金流出是截然不同的兩個概念。雖然 8 月份的外匯交易激增至近 7000 億美元，但最新 8 月份外儲下降規模為 939 億美元，僅為外匯成交量的 1/7 左右。而 8 月份央行口徑外匯占款下降 3080 億，金融機構外匯占款下降 7240 億，平均降幅約 5000 億人民幣，也與千億美元外儲下降資料相匹配，按當前的外儲規模足以支撐 3 年以上。

熱錢持續外逃？高息+貶值增加熱錢投機成本。從我國當前外匯儲備結構看，依然保持巨額順差和 FDI，因而導致外儲下降的因素主要是短期投機性熱錢。但從熱錢的機會成本出發，首先中美 1 年期無風險利差依然高達 2.5% 左右，持有美元仍有巨大的利率機會成本，表明熱錢流出主要基於人民幣貶值預期。但如何理解貶值預期，有觀點認為因為貶值所以有更大的貶值，但我們認為存在均衡匯率，因而這次貶值值得肯定，因為離均衡匯率更近了。假如均衡匯率在 6.7，那麼貶值前匯率在 6.2，潛在貶值空間約 7%，可能換美元有很大升值空間，可以不顧利率損失。但在本次貶值之後，潛在貶值空間僅約 4%，與中美利差基本相當，短期投機已幾乎無利可圖。因而在匯率穩定後，9 月以來外匯市場成交量已顯著下降，表明投機熱錢流出在減少。

央行保衛流動性成竹在胸。為了改善貶值預期，央行通過外匯市場買入人民幣，會減少基礎貨幣投放，降低貨幣供應量。

但央行可通過公開市場操作、降准等途徑加以對沖。8 月份央行通過逆回購、SLO 等淨投放貨幣約 6200 億，有效彌補了資金流出。9 月以來外匯成交量大幅萎縮，意味著 9 月外占下降有望明顯改觀，而 8 月雙降中的降准安排在 9 月份，再次釋放了近 7000 億基礎貨幣，因而近兩月的貨幣利率穩定在低位水準，國內流動性寬鬆無憂。

98年匯率保衛戰：一次性降准5%。而從歷史角度觀察，98年時人民幣貶值預期升溫，短期資本外流加劇。時任總理朱鎔基3月19日表示，“必須確保今年中國的經濟發展速度達到8%，通貨膨脹率小於3%，人民幣不能貶值”。緊接著，3月21日央行將存准率由13%調低到8%，一次性降低了5個百分點，維穩了國內流動性。

高存准是巨大安全墊，足以下調三年。目前我國法定存准率高達18%，每月下調0.5%即可釋放約6000億人民幣，對沖1000億美元資金流出，意味著即便保持目前熱錢流出和每月降准一次的頻率，也足以支撐3年以上。而8月屬於非常態，從98年經驗看外儲的下降僅在1年左右，因而我們認為本輪央行足以應對資金流出壓力，國內流動性無憂。

匯率更自由，利率更獨立。從經典的蒙代爾三元不可能理論出發，央行在資本自由流動、固定匯率、以及獨立貨幣政策之

間只能選擇兩個。過去我們對資本流動監管有限，同時匯率基本固定，因而基本放棄了利率政策，利率走勢主要跟隨美國。

而這次匯改後我們匯率更加靈活，變成有管理的浮動，而且也加強了資本管制，再去追求完全獨立的貨幣政策，這在理論上是完全可行的。比較中美兩國10年期國債收益率可以發現，過去走勢幾乎完全一致，但我們認為未來隨著美國步入加息週期，而中國依然堅定降息週期，中美利率走勢有望正式分道揚鑣。

貶值非趨勢，核心在匯改，習慣成自然。總結來看，我們認為由於巨額順差和相對高利率的支撐，人民幣貶值空間相對有限，因而資金大規模流出非常態，而且央行有足夠能力對沖。而真正重要的是匯改，意味著匯率自由化邁出重要一步，好比13年的利率市場化一樣，在啟動之初的“錢荒”引發了市場恐慌，但無論錢荒還是貶值都非常態，因而習慣了就沒什麼大不了。

## 大市導航

**房地產：國務院部署大眾創業萬眾創新支撐平臺，直接利好張江高科、市北高新**

事件：國務院常務會議要求用新模式彙聚發展新動能，發展眾創空間和網路眾創平臺，眾扶促創業、眾籌促融資，在開放中促進創業創新。

點評：

1) 四大層次，尋找創業創新標的。根據利好程度分別為：孵化器、產學研機構、國家實驗室和金融、產權交易所。

- 2) 龍頭張江高科，中國創業創新橋頭堡。張江孵化器已成國內標杆，後期坐享雙自聯動、科創中心等多重利好。管理層變更為企業直接注入活力，有望打造產業地產新三商，改革開放政策新高地。
- 3) 市北高新，坐享兩區合併，打造聚龍灣孵化器。閘北區轉型抓手，有望直接坐享多項改革紅利。創新孵化有序推進，共建上海股權託管交易中心。
- 4) 建議關注相關受益：南京高科（紫金新港科技創業特別社區）、綠地控股（參股貴州金融資產交易所）、魯信創投、同方股份等。
- 5) 風險提示：行業基本面不達預期。

### **農業：種子行業資訊跟蹤：受高溫影響，15/16 季度玉米種子供應量下降**

事件：據農業部近期調度分析，我國主要玉米制種區甘肅、新疆因持續高溫造成種子減產。7 月中下旬至 8 月初，新疆超過 40°C 的高溫天氣持續 10 天以上，中晚熟、晚熟及推遲播期玉米制種正值授粉期，造成結實率下降，種子減產約 1.8 億公斤，平均減幅約近 40%；甘肅 35-38°C 高溫天氣持續一周，種子減產約 0.65 億公斤，平均減幅約 10%。新疆、甘肅玉米制種共減產約 2.45 億公斤。

點評：

- 1) 我們推算，預計新銷售季度玉米種子供應總量減少 21% 左右，考慮到種子市場的庫存較大，預計 15/16 季度不會出現供不應求的狀況，但會導致種子行業的去庫存速度加快，也不排除部分小品種會有提價可能。
- 2) 重點關注登海種業和隆平高科。
- 3) 風險提示：行業基本面不達預期。

### **南京新百（600682）：合資設立基金公司及創新健康投資基金，大健康業務再推進，看好後續整合和成長空間，關注複牌時點**

1) 公司擬與上海創新投資、上海康程醫院管理諮詢公司合夥設立基金管理公司，公司出資 390 萬元占比 39%；合作設立新百創新健康投資基金，總規模 50 億元，一期基金不低於 5 億元，其中公司出資 1 億元，上海創投負責募集其餘資金，上海康程參與基金的投資決策和投後管理。投資範圍包括移動互聯網醫療、醫院投資、養老服務等大健康產業。

- 2) 本次成立產業投資基金，作為未來產業整合和產業擴張的平台，將為公司外延式擴張儲備優質戰略性項目，更好完善醫療健康產業鏈；符合公司中長期大健康產業的發展戰略規劃，拓寬盈利管道。
- 3) 公司 14 年底確立“百貨+醫療服務”雙主業模式，後續轉型、整合和成長空間較大，具體包括：14 年收購 HOF 和國貿中心，升級探索百貨自營模式和跨境電商，經營模式轉型積極推進；擬收購中國臍帶血庫以及本次設立健康投資基金，持續外延拓展醫療行業。
- 4) 目前公司仍籌畫收購 CO 集團事項停牌，積極關注復牌時點。
- 5) 風險提示：並購整合不達預期。

## 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。