

2015 年 11 月 10 日

宏觀經濟

戴上小紅花，不斷前進吧！——論人民幣加入 SDR 的影響

5 年前，許多外國專家預言人民幣國際化不可能實現。5 年後，人民幣已成為全球第二大貿易融資貨幣，及全球第四大支付貨幣，而近期 SDR 懸念也即將解開。人民幣加入 SDR 到底會產生哪些影響？在 SDR 之後，又還有幾步棋要走？

人民幣加入 SDR，金融改革必備項目。我們認為人民幣有相當的可能性在不久之後加入 SDR。表面上看，SDR 僅是各國央行所持有的一種名義上的儲備貨幣，但我國將加入 SDR 視為，其在國際金融體系中的重要性獲得正式認可，是人民幣國際化、推進金融領域改革的必備項目。事實上，中國政府最近幾個月在人民幣衝刺 SDR 方面取得了重大進展，如針對 IMF 8 月評估報告提出的幾項技術性問題出臺相應直接解決措施、進一步推動中國金融改革和資本項目開放，並展開中美、中英政治對話。

1) 對資金流向的影響：雙向流動均可能增加。首先，雙向流動規模都可能增加，但不宜過分誇大。當前全球官方儲備中人民幣僅占 1.1% 左右。加入 SDR 後，國際儲備中人民幣占比若趕上日元水準，全球央行對人民幣資產需求將增加約 2100 億美元，若趕上英鎊水準，將增加約 2900 億美元。其次，最初資本流出的規模可能更大，之後流入流出不會相差太多。

隨著過去兩年中國逐漸放寬資本帳戶管制，國內流動性的波動也有所加劇。但是中長期來看，加入 SDR 還是會增加外匯儲備管理機構和主權財富基金對人民幣的需求。所以整體而言，考慮到決策層意圖保持穩定的匯率，我們預計之後資本流入和流出規模不會相差太多。

2) 對自身匯率的影響：不會長期貶值，但波動將加劇。加入 SDR 後央行仍有維持幣值穩定的動機，以提升國際投資者持有和使用人民幣的意願，短期內保持人民幣匯率平穩，長期看央行會逐步減少對人民幣匯率的干預，波動將加劇。從利率角度看，即使考慮了美國未來可能的加息，中國利率仍然比美國高很多。從 10 年期國債到期收益率看，中國為 3.14%，美國僅為 2.25%。而 8 月匯改以來人民幣已經釋放了一定的貶值壓力，所以只要美聯儲加息節奏緩慢，短期對人民幣匯率的衝擊相對有限。

3) 對美元地位的影響：衝擊微乎其微。美元在外匯交易和國際外匯儲備中占比均處於高位，同時也充當國際商品和服務貿易中最主要的結算貨幣。回顧歷史，歐元崛起對美元霸權地位帶來了衝擊，卻仍無法撼動美元的主導地位。

4) 對股市債市影響：債市吸引力增強，深港通凸顯決心。人民幣納入 SDR 將為債券市場帶來增量資金。如果人民幣加入 SDR 成為儲備貨幣，中國債市將具有更大的市場容量和更好的風險收益特性。人民幣債券國際投資者占比提升，債市容量將加大。此外，投資限制的逐步放開為海外投資者提供更多管道參與內地股票市場，也會為未來 A 股納入 MSCI 指數鋪平道路。

SDR 之後，還有幾步棋要走？

匯率浮動區間，或許進一步擴大至 3% 甚至更大。人民幣匯率必須更加靈活、更有彈性，反映市場供求平衡，才能有效地促進 SDR 合理價值的形成。浮動區間擴大的背後，是央行外匯市場干預的逐步退出，是市場開始相信人民幣匯率已經接近其均衡水準，意味著央行重構其基礎貨幣的發行機制，未來大幅降低存款準備金率以提高貨幣乘數則成為貨幣政策的新常態。

國際資本流動管理，放鬆擴大“Q 系列”。目前在人民幣加入 SDR 的預期下，未來有可能出臺針對國際資本流動管理的措施：1) 正式推出 QDII2；2) 儘快推出“深港通”；3) 允許境外主體在中國市場發行金融產品；4) 進一步擴大 QFII、RQFII 和 QDII 額度，可能最終改審批制為註冊制等。

人民幣高息貨幣，開放國內債券市場。人民幣仍屬於世界主要貨幣中的高息貨幣，對於境外固定利率產品投資者具有較大吸引力。一方面，可以考慮放鬆外國投資者進入中國銀行間市場、特別是債券市場的門檻；另一方面，可以考慮取消外債規模審批。現在美元有加息升值預期，外債負債激增及外債失控風險的可能性都比較小，也正是我們改革外債規模審批的大好時機。

食品：經濟減速環境下行業景氣不樂觀

食品飲料行業整體成長性、現金流同比改善，盈利能力略有下降。我們以業內 72 家上市公司為樣本，前三季度收入同比增 7.5%，增速提升 4.3pct；歸母淨利潤增 4.7%，增速提升 13.8pct。其中飲料行業收入增 2.1%，增速提升 7.3pct，第二、三季度分別增-1.8%和 0.6%，增速提升 1.0 和 4.7pct；食品行業增 12.3%，增速上升 0.2pct，第二、三季度分別增 5.1%和 12.9%，增速下降 8.6 和 1.5pct。全行業毛利率為 43.04%，同比下降 0.06pct；期間費用率為 21.5%，同比增加 0.54pct。

經營活動產生現金流 596.48 億元，同比增 92.7%。

各子行業看可選消費先行回暖，必需消費疲態延續。葡萄酒、調味品歸母淨利潤同比增長較快，增速分別為 13.4%和 12.7%；啤酒、乳製品、肉製品同比負增長，增速分別為-12.6%、-10.5%、-2.0%。必需消費品（如乳製品、肉製品、軟飲料、啤酒）受宏觀經濟形勢影響，景氣度繼續回落；可選消

費品（如白酒、葡萄酒）調整時間早（2012 年底）、幅度大（價格腰斬），需求端呈現企穩回升態勢，供給端劣勢企業退出，市場份額向優質企業集中。

子行業內部分化加劇，呈現強者恒強、弱者轉型態勢。過去三年多數食品飲料子行業相繼出現調整，原因包括需求大幅萎縮（白酒、葡萄酒）、原料價格上漲（乳製品、肉質品）、行業競爭激烈（啤酒）等。對比歷史資料我們發現，經歷調整後各子行業內部分化加劇，優質龍頭企業競爭優勢和市場份額穩步提升，經營穩定性、持續性向好，而劣勢企業往往通過轉型或者並購謀求突破。

市場風險偏好變化快，首推價值龍頭。我們認為市場風險偏好下降是推動食品飲料板塊獲得收益的主要邏輯。目前看雖然近期市場風險偏好有所上升，但是同樣近期市場風格切換速度快，食品飲料行業具有相對穩定的盈利性以及較高的安全邊際，在市場動盪時期，從相對收益角度看具有較高的配股價值。從市盈率、成長性、現金流、股息率四個維度篩選，我們優先推薦以下組合：洋河股份、貴州茅臺、伊利股份、雙匯發展。

主要不確定因素。股市下跌影響可選消費、食品安全問題。

大市導航

有色金屬：碳酸鋰板塊大漲點評

1、在 FMC 提價帶動下，國慶日後電池級碳酸鋰價格 10 月連續兩次大漲，龍頭企業報價更達到 70000 元/噸。

2、新能源汽車銷量持續超預期，需求旺盛加上低庫存，預計碳酸鋰仍有漲價空間。短期看 10 月資料即將發佈，資料或繼續超預期。長期來看《中國製造 2025》路線圖顯示，到 2025 年，中國新能源汽車年銷量將達到汽車市場需求總量的 20%，自主新能源汽車市場份額達到 80% 以上。意味著 2025 年產量將超過 300 萬輛，10 年有十倍的增長。

3、投資策略。推薦龍頭天齊鋰業、贛鋒鋰業，關注西藏城投、西藏礦業。

風險提示：系統性風險。

新能源板塊：10 月新能源汽車資料即將發佈

1、10 月資料即將發佈，資料或繼續超預期。工信部一般在月初公佈上月產量資料，當前時間點已經臨近，9 月資料為 3.3 萬輛，10 月有望突破 4 萬輛，全年或將超出我們 24 萬輛的預期。

2、2025 年新能源汽車產業路線圖發佈，10 年 10 倍。據《中國製造 2025》路線圖顯示，到 2025 年，中國新能源汽車年銷量將達到汽車市場需求總量的 20%，自主新能源汽車市場份額達到 80% 以上。意味著 2025 年產量將超過 300 萬輛，10 年有十倍的增長。

3、整車放量，鋰礦、材料漲價，繼續強烈推薦板塊。產業長期來看都是微笑曲線，享受超額利潤的是最上游和最下游，因此整車和礦是最能看長的，電池、設備甚至材料當前景氣度都很高，依然值得重視。

4、投資策略。整車：多氟多的邏輯已經得到市場認可，三大業務反轉；杉杉股份也涉足整車，近期對控制人鄭永剛以及明天系的華夏人壽、天安人壽增發，具備資金和政府資源的優勢，並且已經獲得整車資質，收編了臺灣八達（特斯拉技術來源）等優秀的團隊，值得重視；動力電池及設備：動力電池供不應求的局面將持續，國軒高科及欣旺達享受高景氣，設備企業贏合科技、先導股份業績有望繼續超預期；材料：六氟磷酸鋰已經開始提價，還有漲價空間，帶動材料漲價，多氟多、杉杉股份、天賜材料、新宙邦受益，建議關注；鋰礦：礦中長期邏輯最完善，最大的優勢是供給瓶頸，天齊鋰業，*ST 融捷最值得關注。

風險提示：行業增速不達預期。

汽車：行情趨向亢奮，持有警惕切換

1、10 月車市回暖。廣義乘用車月銷量同比+11.3%，1-10 月累計同比+6.4%；預計汽車月度總銷量同比+7%，1-10 月累計 0.7%；新能源汽車繼續一枝獨秀，乘用車月銷量同比+310%！

2、市場風格趨向亢奮。首先，新能源車整個中游、下游、充電樁、再擴散到上游；近期上半年的互聯網、並購、轉型再度成為熱點；本次再融資和 IPO 開閘，將推動市場再次關注公司訴求，融資需求是市值管理的核心推動。

3、短炒開啟，警惕切換。車聯網和並購轉型個股較為強勢，漲幅落後個股更具短炒信心；但是展望一個月，藍籌白馬也正在崛起，警惕切換在亢奮中來臨。

4、投資建議：故事會+短炒模式再開啟；新能源車建議持有至 11 月，金固股份公佈定增預案至今已五個月，建議關注；上汽集團作為白馬和行業標杆，轉型和改革成主基調；車聯網板塊是明確的硬體更替浪潮，關注車險分成和停車困境：得潤電子、五洋科技。

風險提示：市場風格逆轉，大盤系統性風險。

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。