

2015 年 11 月 17 日

宏觀經濟

逃不開的美元週期——從歷史上的危機看當前大類資產配銘

何謂美元週期？我們將美國貨幣政策從寬鬆到緊縮定義為一個“美元週期”。美元週期主要通過三條途徑影響其它市場甚至導致危機：匯率、利率和大宗商品。各國貨幣主要盯美元，美元寬鬆時，向全球提供流動性，各國因本幣升值壓力被迫寬鬆，導致泡沫產生；美元緊縮時，從全球回收流動性，各國又因貶值壓力被迫緊縮，若經濟本身有問題，危機很可能爆發。此外，緊縮週期時美元指數走強導致大宗走弱，對新興大宗生產國也無異於雪上加霜。

歷史悲劇總在重演！拉美債務危機、日本房地產泡沫、亞洲金融危機、08 年金融危機，美元週期對歷史上多次危機都起到推波助瀾的作用。美元寬鬆時，滋生泡沫、孕育風險，美元緊縮時，如果某國經濟本身出現問題，危機爆發。

逃離週期？沒那麼容易！逃離美元週期的一大關鍵是貨幣政策獨立，而不再受制於穩定匯率，然而現實中很難做到。全球實行浮動匯率政策的央行僅占 34%，即使是這些央行，也在頻繁地干預外匯市場，貨幣政策獨立性較差。美元霸權地位穩固，沒有其它貨幣能替代。既然逃不出美元週期，短期中國央行仍然會在外儲、利率、匯率間糾結，貨幣政策將受限制，未來宏觀調控可能會以財政為主，貨幣政策做配合。

加息時點漸進，誰能安然無恙？上周法國恐怖襲擊事件為歐洲經濟復蘇增加不確定性，總體上我們認為恐怖事件對歐洲經濟的影響是相對短期的，但借鑒“911”襲擊對美國的影響，歐洲旅遊業仍將受影響。新興市場中，俄羅斯、馬來西亞、阿根廷、智利、印尼、巴西等國外債/外匯儲備比重遠超 100%，債務風險值得警惕。當前全球經濟休戚與共，美國難以獨善其身，美聯儲加息速度勢必緩慢，12 月加息也並非板上釘釘，不必過分悲觀。

新的美元週期下的大類資產配銘。實體經濟：看好發達經濟，其次是中國、印度等“改革組”新興經濟，警惕前期資本流入大、外債高、外儲少的新興經濟體。匯率：美元走弱可能性大，新興貨幣繼續承壓。債市：加息後債市或整體走弱，可關注歐洲、日本債市。股市：美國和新興股市短期承受資金壓力，長期因基本面改善而走強，歐洲、日本股市值得期待。大宗商品：不同於以往，仍未見底。

上漲趨勢未變，短期謹慎前行

我們根據指數微觀結構、整體趨勢、投資者行為等，構造了擇時體系，以刻畫當前市場所處狀態，並對趨勢進行確認。目前，情緒指標顯示短期謹慎，中期樂觀，上漲趨勢未變。

短期來看，分級基金整體折價的情況相比前段時間有所增加，而分級 A 的隱含收益率也由正轉負，反映市場情緒相對較為謹慎。但中長期指標顯示，市場仍維持上漲趨勢：從微觀結構來看，滬深 300 指數成分股當前價相對於 52 周最高價的比值早已超過閾值水準，並距離閾值越來越遠；截止昨日收盤，指標值已達 62.39%，高出閾值 6.8 個百分點。從趨勢來看，指數當前價已超越閾值 124 點；而同時，指數流動性水準也處於不斷上升的過程中，較前期明顯增大。在投資者行為方面，上月 A 股反轉效應已下降至 3.37%，相比前幾個月大幅縮小，投資者信心正逐步恢復。綜合而言，擇時體系的各項指標表明市場仍維持上漲趨勢，轉向可能性較小。

大市導航

通信：TMT 板塊整體估值已較高、優選高景氣子行業與成長白馬

短期，2015 動態 PE 均值通信、電子、傳媒均在 60 倍以上、電腦軟體在 100 倍以上，TMT 估值處於歷史相對較高水準（創業板指數成份股 2015 年動態 PE 均值截止 11 月 13 日也在 78 倍），即使假設創業板或 TMT 行業 2016 年實現樂觀的 30% 盈利成長，2016 年動態 PE 整體仍較高，短期震盪分化預期加劇；預期 TMT 系統性估值壓力提升、建議側重高景氣子行業及個股選擇。

基於通信板塊細分行業景氣度及相關個股業績增速與估值，四季度我們繼續重點優選高景氣子行業（光通信、流量經營、大資料、雲計算、專網通信、北斗/衛星通信等軍工通信）與成長白馬（關注網宿科技、鵬博士等）：

- 1、大資料、雲計算代表數位浪潮產業趨勢：互聯網流量高速增長，圍繞資料浪潮的產業發展遞進層次（CDN->IDC->雲計算->大資料），成長潛力重點看好大資料、雲計算方向；首推紫光股份，運營商大資料繼續看好東方國信、億陽信通，關注低市值天源迪科。
- 2、光網路板塊 2016-2017 年仍可望實現較快的確定性成長：4G 投資仍處高位、寬頻投資持續超預期（中移動發力寬頻、城鎮寬頻升級、農村電商推動農村寬頻投入），繼續推薦光通信板塊，重點關注烽火通信、光迅科技，其次關注亨通光電、特發資訊等光纖光纜+互聯網、光纖光纜+軍工轉型個股。
- 3、運營商流量經營受益移動互聯網高速發展：包括協力廠商企業短信、運營商後向流量經營二個方面，重點關注榮信股份、吳通控股、高鴻股份（停牌）。
- 4、軍工通信民參軍潛力巨大：聚焦太空、網路、海洋三個方向，十三五規劃也提出在太空、網路、海洋三個方向推出系列民參軍示範專案，並就民參軍立法；預期北斗、商業衛星發射及衛星通信、資訊安全、海防資訊等領域將是民參軍熱點。北斗板塊，關注軍用北斗核心標的振芯科技、海格通信；海防資訊化重點推薦海蘭信。民參軍新興龍頭型企業，關注信威集團、華訊方舟。

5、巴黎暴恐事件，有望繼續推動國內在應急通信指揮、視頻大資料分析方面的持續安全投入：關注專網通信相關個股（海能達、東方通信、海格通信以及佳迅飛鴻）；同時視頻大資料分析，關注振芯科技和川大智勝（依託四川大學/成都電子科大等成都高校在圖像研究領域的長期學術積累），在人臉圖像識別、視頻大資料分析方面有望走在行業前列。

風險提示：大盤系統風險。

免責聲明

本文件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。

本文件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，謹請閣下注意本文件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（不包括負責本檔內容的分析員）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。

