

2015 年 11 月 18 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路

世界經濟史上歷次大的危機似乎都和美國的降息加息週期有一定聯繫，僅僅是巧合嗎？美國貨幣政策的改變如何影響其它經濟體？這種影響背後的原因何在？歐洲遭遇 911 以來最大暴恐襲擊，而美國加息時點漸進，新興經濟體中誰又將遭遇“浩劫”？值此多事之秋，大類資產又該如何配路？讀史可以明志，本報告將回顧世界經濟危機歷史，試圖為這些問題找尋答案。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。56%的國家仍然採用相對固定的匯率制度，且主要盯美元，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！美元週期對歷史上多次危機都起到推波助瀾的作用。拉美債務危機：歐美寬鬆和“石油美元”（Petrol Dollar）助漲拉美國家外債膨脹。之後美聯儲採取強硬手段抑制通脹，拉美債務危機爆發。日本房地產“泡沫”：80 年代初美國寬鬆，日本也被迫寬鬆，泡沫滋生。86 年後美國貨幣逐步收緊，日本被迫加息，房地產和股市崩盤。亞洲金融危機：美聯儲連續降息，亞洲吸引國際資本大量流入，94 年美國貨幣政策突然轉向，亞洲爆發金融、債務危機。07-08 年全球金融危機：00 年互聯網泡沫和“911”事件後，美聯儲連續降息且將低利率保持到 04 年中，美國經濟泡沫嚴重。聯儲從 04 年 6 月迅速加息，導致泡沫破滅，全球經濟也陷入衰退。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。從貿易的角度考慮，如果匯率波動過大，不利於貿易發展。所以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。各國外匯儲備中美元占比高達 63%，國際貿易結算貨幣市場中美元占比 50%以上，全球外匯市場交易中美元占比為 44%。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？暴恐來襲，發達經濟“雪上加霜”。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。新興動盪難免，警惕債務風險。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。加息勢必緩慢，不必過分悲觀。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路。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：美元加息前走強，加息後走弱可能性大，新興貨幣繼續承壓。債市：加息後債市或整體走弱，但歐洲、日本債市或受益 QE 加碼。股市：美國和新興股市短期承受資金壓力，美股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，或仍未見底。

風險提示：系統性風險等。

大市導航

農業：厄爾尼諾強勢來襲，把握農產品的主題性投資機會

我們根據歷史厄爾尼諾年份的統計資料，分析了經濟作物、糧食作物以及水產品的量價波動規律，希望能夠窺得先機，挖掘投資機會。

2015/16 年度厄爾尼諾現象極有可能成為歷史上最強的一次。NOAA 的資料顯示，自本年年初以來 NINO3.4 區指數不斷升高，至 10 月份已經達到了 1.85，距歷史最高點僅相差 0.41。按照歷史規律，NINO3.4 區指數在未來兩月內還將繼續上漲，而該指數越高表明厄爾尼諾現象越強。據國家氣候中心監測資料顯示，目前基本確定會發生厄爾尼諾事件，此外世界每日早報 3 請務必閱讀正文之後的資訊披露和法律聲明氣象組織警告稱，本次厄爾尼諾現象極有可能成為歷史上最強的一次。

原糖方面。國際糖業組織 2015 年 9 月最新發佈的報告顯示，預計 2015/16 年度糖市將結束連續 5 年的供應過剩，同時出現供應短缺 230 萬噸。由於厄爾尼諾對甜菜產量和蔗糖產量波動影響都比較劇烈，考慮到厄爾尼諾的嚴重程度極有可能在未來數月內加大，我們認為，2016/17 年度供需短缺量可能達到 800 萬噸甚至更多，原糖現貨價格極有可能再次上演大反彈。對國內 A 股投資者而言，厄爾尼諾帶來的最重要的投資機會可能就是原糖，核心標的南寧糖業。

咖啡方面。由於生咖啡作物的生長對環境變化比較敏感，而生咖啡的的幾大生產國均處於厄爾尼諾影響較為嚴重的地區，因此我們認為，厄爾尼諾現象的惡化會加速咖啡的減產，2016 年全球咖啡產量增速同比或大幅下降。

棕櫚油方面。由於棕櫚油受印度和馬來西亞壟斷，因此其價格對產量波動非常敏感。我們認為，按照歷史量價規律，隨著厄爾尼諾影響的加劇，棕櫚油價格會大概率大幅上漲，其趨勢很可能延續到 2017 年。

小麥方面。小麥產量受氣候干擾分化，國際現貨價波動較大，其價格自本年 8 月 27 日開始上漲，截止至 11 月 11 日漲幅達 11.25%。我們認為，隨著厄爾尼諾現象的加重將會導致全球小麥產量的減少，小麥現貨價格將大概率繼續上漲。

魚粉方面。由於鯉魚是製造魚粉的主要原料，若本年末厄爾尼諾現象符合預期，則魚粉將大量減產。此外中國是全球最大的魚粉進口國，占全球魚粉進口總量的 36%，而秘魯是全球最大的魚粉出口國，占全球魚粉出口總量的 38%，因此我們認為，隨著厄爾尼諾的加強，未來國內魚粉價格將大概率大幅上漲。

對於棉花、穀物（大米、小麥、玉米、小米）和海（淡）水魚的影響不明顯。我們認為厄爾尼諾現象的影響作用有限，對其產量及價格的波動保持較為謹慎的態度。

厄爾尼諾利於大豆增產。由於大豆產地集中在美洲沿岸，並且厄爾尼諾的來襲時間往往是大豆生長最需要水的階段，全球的大豆產量增速通常會與厄爾尼諾強度共振，強度越大增速越高。因此我們認為，儘管目前國際大豆現貨價格處於歷史低位，但不排除因大豆增產的預期而帶來的其價格進一步下跌的可能。

風險提示。系統性風險。

綜合性大券商，受益於 IPO 恢復及註冊制推出預期

綜合性大券商，業務創新遍地開花。綜合實力介於華泰證券與銀河證券之間，2009 年以來主要財務指標均處於行業前列。公司首批獲得場外做市業務資格，掛牌企業數行業前 10，專案儲備家數超過 300 家。資產證券化業務實現規模突破。公司託管業務高速發展是投行業務另一大創新亮點，首批獲得私募基金金融外包業務資格，備案私募證券投資基金產品數量行業第一。

經紀業務：實體網點與互聯網佈局同步推進，經紀份額穩步提升。公司線上下營業部擴張的同時，亦大力推進互聯網金融建設，公司 2015 年 6 月獲批開展微信開戶業務試點。儘管公司互聯網佈局較晚，落後于國金證券、中山證券等中小型券商以及華泰證券等大型券商，但考慮到公司營業網點輻射全國，同時亦開始推進互聯網創新，因此未來經紀業務增長仍可期。公司早在 2011 年便在深圳、北京、上海成立了財富管理中心，為高淨值客戶提供投資諮詢服務。公司財富管理中心依託公司綜合性投資服務平臺，為客戶提供如市值管理、量化投資、融資融券、另類投資等多樣化理財服務。

投行業務：債券承銷發展迅速，股票承銷受益於 IPO 重啟。公司股票承銷一直排名居前，尤其在 IPO 發行方面優勢明顯，2014 年發行專案數量和發行規模均排名第二。公司 IPO 儲備項目行業居前，截止 2015 年 11 月 10 日，公司 IPO 預披露數量為 51 家，行業排名第 4，僅次於廣發、國信和中信。我們認為公司受益於 IPO 重啟以及未來註冊制推出。隨著公司債新政的推出，證券行業公司債承銷規模引來爆發式增長，我們認為招商證券公司債承銷方面進步非常快。據 Wind 統計，公司 2015 年前三季度完成債券主承銷項目 132 個，承銷總額 1228.05 億元，同業排名第 4 位，較 2014 年排名提升 2 位。其中資產支援債券承銷規模 426.41 億元，行業排名第 2 位，僅次於中信。

資本仲介：供給段無憂，靜待市場需求端恢復。儘管 2015 年 6 月股災以來，市場融資融券餘額下滑速度較快，但是我們仍看好資本仲介業務未來發展。考慮到公司具有較好的客戶資源和股東背景，資本仲介業務獲客更為容易。同時公司積極通過債務發行及 H 股融資擴充資本實力，資本仲介供給端無憂。我們認為待市場熱度及投資者信心恢復後，公司資本仲介業務將較快恢復。

盈利預測與投資建議：我們估算公司 2015-2017E 歸母淨利潤 117.47/101.68/109.36 億元，同比+205%/-13%/8%，對應 EPS 1.92/1.46/1.57 元。使用分部股估值法得出公司目標價為 28.33 元，對應 2016E P/E19.5x，P/B2.55x，“買入”。

風險提示：經紀業務量價雙殺、註冊制推行受阻、市場持續低迷。

湘電股份（600416）：軍工業務騰飛在即，民品領域正處拐點

艦船綜合電力系統空間廣闊，公司將持續受益。我們預計未來 30 年，海軍主戰艦船的市場規模近萬億，考慮未來，綜合電力系統在驅逐艦、軍輔船及民船對於機械動力系統的替代，軍船領域對應綜合電力推進系統的需求近千億，公司作為在電機行業深耕多年的老牌軍工企業，將持續受益海軍大發展，電推龍頭將坐享千億市場。風電行業仍將維持景氣，公司訂單飽滿，技術儲備充足，盈利能力有望持續改善。保守預計，風電行業未來有望以 10% 左右的速度增長。公司技術優勢顯著，在 2MW 風力發電系統領域極具競爭優勢，並前瞻性佈局大型永磁直驅、海上風電機組，擁有我國唯一一個海上風電重點實驗室。近年來，市場份額穩步提升。2014 年 11 月—2015 年 2 月，公司簽訂風電機組合同 25.22 億元（占 2014 年風電板塊全年收入的 61%），供貨期限均在 2015 年。我們預計 2015 全年，風電業務將大幅增長。

交直流電機向高效節能化發展，公司作為行業龍頭將長期處於風口。工信部發佈的《電機能效提升計畫（2013-2015 年）》提出，到 2015 年，實現電機產品升級換代，累計推廣高效電機 1.7 億千瓦。因此，高效電機及相關設備需求規模將達千億元。公司高效節能電機推廣量均居全國首位。未來，公司將在該領域持續發力。泵、軌交牽引系統穩健發展。核電重啟，公司作為國內少數具備核泵生產資質的企業有望迎來新一輪的發展；在軌交牽引系統領域，公司先後與日本東洋電機公司、韓國現代集團樂鐵合作生產交流牽引傳動系統，將核心技術向相關產業延伸，未來將在該市場分一杯羹。

管理層換屆激發活力。公司於 2015 年 5 月完成管理層新老班底的交接，公司新董事長柳秀導年富力強，32 歲時便成為湖南軍工企業江麓機電集團總工，後任江麓機電董事長，擁有豐富軍工企業研發及管理經驗。我們認為，國企改革背景下的管理層換屆將激發新活力，有利於提升企業的管理效率。

盈利預測與投資建議。預計 2015-17 年 EPS 分別為 0.30、0.49、0.84 元，我們預計公司有望在 2016 年一季度完成定增，若考慮增發對股本的攤薄，業績的增厚，預計 2015-2017 年 EPS 分別為 0.30、0.54、0.92 元。結合可比公司 2015 年平均 PE 及公司未來軍工業務的估值溢價，給予公司 2015 年 90X，目標價 27.00 元，“買入”評級。

風險提示：（1）軍品訂單的不確定性；（2）風電行業的競爭加劇；（3）國企改革的不確定性。

勝利精密（002426）：工業 4.0+先進原材料雙料翹楚，把握電子行業未來

1、公司佈局工業 4.0+先進原材料基本面已發生顯著變化。主營業務將逐步從增速逐步下滑的消費電子代工過渡為工業 4.0 以及鋰電池隔膜行業（機器人增速 40%，鋰電池隔膜增速 60%-80%）。

2、富強科技為工業 4.0 領先企業，長期利潤規模看 10 億。

3、江蘇捷力為鋰電池隔膜龍頭，成長空間巨大。

4、公司本部穩步發展大部件逐步推進。NB 產業鏈中重要價值量一環；TV 大部件業務將維持穩定；切入智慧手機大部件市場；千億金屬機殼市場強有力競爭者。

5、給予公司目標價 40 元，對應 2017 年 31 倍 PE，買入評級。

風險提示：新能源汽車普及低於預期。