

2015年12月07日

宏觀經濟

展望 2016：有多少錢可以進來

不一樣的資金流，不一樣的股市。股市漲跌伴隨著資金的流入流出，資金供需分析很重要。（1）2013年資金供需整體均衡，是存量資金博弈市場。（2）2014年增量資金入市主要發生在下半年，7月在改革預期上升和滬港通刺激下，存量資金博弈演變為增量入市，尤其是11月21日降息後資金入市加速，全年上證綜指上漲52.9%、創業板指數上漲12.8%。（3）2015年上半年市場上漲和資金入市形成正迴圈，上證綜指和創業板指最高漲幅分別為60.1%、174.5%。615去杠杆引發的股災和8月中匯率貶值引起的第二波大跌，一度資金不斷流出市場，8月底央行“雙降”後，市場情緒逐步變化。到目前為止資金淨流入44016億，上證綜指上漲6.9%，創業板指數上漲80.4%。

展望 2016年：還是錢多。（1）資金流入：銀行資金配路性需求，預計2萬億；保險、社保、養老金配路性需求，預計6300億；居民儲蓄搬家，潛在資金2.7萬億；海外資金流入，潛在資金1700億。（2）16年資金流出預計2.2萬億。預計16年IPO和再融資能分別達到4000億、10000億，合計14000億；印花稅和交易傭金可能達到3200億；產業資本淨減持將超過5000億。

股權投資大時代，資金繼續流入。（1）對比國外融資結構，中國直接融資比例太低，只有18%，而美國為80%，未來發展空間巨大。利率下行使得各種固收類產品的收益率都出現趨勢性下降，股票投資吸引力凸顯。而金錢無眠，大量資金尤其是機構投資者有資產配路需求，增量資金入市的趨勢強化。（2）16年資金淨流入預計約為3.3萬億，目前自由流通市值20萬億，資金供給大於需求，牛市格局不變；但相比15年4.4萬億的資金淨流入，年初自由流通市值14萬億，16年資金流入將會更加緩和，股市有望從激情的瘋牛走向溫情的慢牛。

風險提示。經濟增長超預期下滑，政策效果不達預期。

大市導航

電氣設備：碳交易系列報告 I：巴黎大會有望再添動力，全球萬億碳市場再起航

全球連開氣候大會，磋商如何限制溫室氣體排放。溫室氣體排放是引起全球氣候變暖的主要原因，進而引發海平面上升、冰雪減少、極端事件強度、頻率變化。1979年日內瓦世界氣候大會後，氣候變化逐步成為聯合國重要議題，《京都議定書》、“巴厘島路線圖”、杜哈大會相繼就氣候問題取得重要進展。

2°C不可逾越，缺口仍然較大。2°C指地球表面平均溫度較工業化前的變化，逾越該警戒線可能給地球帶來災難性後果，當前2°C溫控目標已達共識。為實現“2°C”控制目標需將2020年排放量控制在440億噸，目前缺口達150億噸。從技術角度看，2020年前碳減排潛力為140~200億噸二氧化碳當量，如果全球參與的話，“2°C”控制目標有可能實現。但根據世界銀行計算，即使參與《京都議定書》第二承諾期的國家全部執行承諾，僅減排50億噸，仍存100億噸缺口。

碳配額、減排量是碳市場主要交易品種。碳市場主要交易兩種產品：碳配額、CERs等經核證的減排量（國內叫CCER）。其中，碳配額是主要產品，占比達80%-85%；CERs為碳配額的補充產品，成交額占比達15%-20%。碳市場成交額高峰時期曾達萬億人民幣。2005年歐盟開設碳市場，2011年全球碳市場成交額達到1760億美元頂峰；受全球經濟下滑、歐盟碳配額分配過剩等因素影響，2013-2014年全球碳市場成交金額下滑至500億美元左右。

宏觀經濟直接影響碳價走勢。碳價主要受經濟增速、配額供求關係、企業減排成本等各種因素共同影響，其中經濟增速影響最為直接。以歐盟為例，2006年碳價（EUA）高達30歐元/噸；此後，由於經濟下滑、溫室氣體排放量減少，導致配額供給量嚴重過剩，2011年後EUA均價由13歐元/噸下滑至最低5歐元以下。

CDM市場曾達千億，碳價低迷導致CDM市場跌入穀底。CDM交易機制是配額交易的有力補充，CERs可用於抵消碳排放量，為企業提供額外履約方式。2005-2011年，碳市場交易活躍，CDM年市場成交額由數十億美元爆增至200億美元；2012年後，碳市場萎靡，CERs價格暴跌，導致CMD市場喪失活力。

碳資產管理公司應運而生。碳資產管理產業鏈主要包括：碳專案開發、碳專案投資、碳交易、碳盤查、碳諮詢等。其中，碳專案開發和碳專案交易是碳資產管理公司的主要盈利來源。碳資產管理公司包括兩類：一是以Camco國際有限公司、益可環境、瑞典碳資產公司等為代表的，以營利為目的專業碳資產管理公司；二是以法國電力貿易公司等為代表、以集團自身履約為主要目的的戰略佈局子公司。

碳資產管理公司隨碳市場起伏。2005-2011年碳資產管理公司迅速成長，獲資本市場青睞，益可環境、瑞碳相繼被國際投行收購。2012年後，由於碳市場下行，CERs價格大幅走低，碳資產管理公司輝煌不再，或轉型、或被回售公司管理層。巴黎大會意義重大，碳市場有望再獲動力。目前，全球氣候協議仍面臨三大難題：後2020減排協議、資金問題、條約法律約束力，預計巴黎氣候大會有望就三大難題達成突破性協定。源於：1）超150個國家已提交自主提出的2020年後應對氣候變化行動計畫（INDCs），巴黎氣候大會將在INDCs基礎上進行協商談判；2）中美、中法此前發佈元首聯合聲明，大國合作減少談判分歧；3）超130位元國家領導人參與，協定達成概率將大增。

不確定因素。巴黎氣候大會進展不及預期，碳政策制定不達預期。

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。