

2015 年 12 月 08 日

## 宏觀經濟

### 外儲再次大降，降准概率上升

1. 外儲再次大降。11 月中國外儲下降 872 億美元，為 4 個月以內第二次單月降幅超 800 億美元，反映資金流出壓力仍大。
2. 或與遠期購匯交割有關。11 月人民幣匯率持續走高、外匯成交量並未放大，美元兌人民幣即期交易量由 10 月日均 193 億美元降至 160 億美元，意味著資金流出並未加速。但我們注意到 8 月銀行代客遠期淨售匯 679 億美元，而這些遠期合約多由 CNH/CNY 套利形成，期限以 3 個月為主，11 月份開始大量進入結算期，因而企業遠期購匯合約的交割大幅降低了銀行體系當期外匯儲備。
3. 資金流出壓力仍大。美國 12 月加息臨近增加匯率貶值壓力，加之央行為加入 SDR 推延的貶值壓力存在階段性釋放風險，而上周以來人民幣匯率大幅震盪，外匯市場成交量也顯著放大，預示短期資金流出壓力仍大。
4. 再次降准概率上升。自 10 月雙降以來，央行未再下調 7 天逆回購招標利率，主要通過公開市場小幅加量以及設定利率走廊上限來穩定流動性預期。未來美國加息制約國內降息空間，年內再降息概率不大，但隨著資金流出壓力的增加，再次降准概率上升。

### 慢就是快——2016 年經濟和資本市場展望

寬鬆仍將繼續，樂觀尋找機會。寬鬆貨幣政策是當前影響全球資本市場的核心因素，8 月雙降標誌著中國新一輪寬鬆貨幣週期的重啟，意味著 16 年國內資本市場的資金依然充裕，應該樂觀尋找機會。

通縮為主要風險，寬鬆仍有空間。8 月央行降息意味著寬鬆貨幣政策與食品價格脫鉤。糧價下跌增加通縮風險，我們預測 16 年 CPI 降至 1%，從物價看寬鬆仍有空間。

擺脫匯率枷鎖，放開利率獨立。中國出口份額穩定意味著競爭力未降，人民幣沒那麼差，匯率未出現長期貶值壓力。8月雙降表明，央行更在意的是獨立的貨幣政策，先打開匯率枷鎖，再放開利率獨立。

寬鬆主導全球資本市場。金融危機以後貨幣政策是影響資本市場的最重要因素。15年寬鬆貨幣政策一波三折，8月末我們旗幟鮮明提出兩個判斷，“債牛王者歸來，股市不再悲觀”，理由為8月26日的雙降標誌著新一輪寬鬆週期的重啟，其意義不亞於美國開始新一輪QE。

降息空間受限，警惕各種風險。雖然我們認為寬鬆仍是16年貨幣政策主基調，但16年寬鬆空間肯定比不上15年，而且面臨各種風險的衝擊。

降息空間受限，降准作用有限。展望16年，由於1.5%的存款基準利率已離零不遠，我們預測明年頂多有兩次左右降息，遠不如15年的5次。準備金率下調空間依然巨大，預測16年或繼續降准4到5次，但主要對沖資金流出，沒有降息作用大。

人民幣貶值壓力積累，防範美國加息衝擊。預測人民幣綜合匯率有望保持穩定，但從14年開始中美利差縮窄，意味著人民幣兌美元逐漸積累貶值壓力。雖然市場普遍預期這是有史以來最弱的加息週期，但16年美國加息仍是定時炸彈，屆時仍需防範人民幣階段性貶值壓力加大、資金流出的風險。

信用風險高發，警惕信用傳染。由於經濟持續下行，國內信用事件頻發，不良貸款大幅攀升，如果信用風險集中爆發，央行放水也難以降低相關領域企業的融資成本。

從估值到盈利，從快牛到慢牛。未來利率下行空間有限，股災以後杠桿率難以恢復，想賺央行的錢和別人的錢越來越難，但有希望賺企業的錢。一是服務業和新興產業等有收入增長的行業，二是傳統行業收入雖難改善，但各類成本有望大幅節約。因而未來A股格局將從過去幾年估值提升的快牛演變為以企業盈利為主要驅動的慢牛。

利率走勢影響最大。盈利、風險偏好和利率是決定資產定價的三大因素。近兩年盈利低迷、並非股市上漲主因，杠桿加減令風險偏好起伏且難以把握，市場最重要的影響因素是無風險利率走勢，5月長期利率上升令估值見頂，9月利率創新低促股市反彈。

利率有底估值有頂。過去兩年10年期國債利率從5%降至3%，推動估值提升70%，預測16年國債利率有望從3%繼續下行，但或難低於2.5%歷史低點，因而估值有頂。

新興行業看收入、傳統行業看成本。服務業和新興產業收入增速仍可觀；利率下行降低債務成本，供給側改革強調減稅，或從成本端改善傳統行業盈利，但都不容易。

降低回報預期，16年慢就是快。過去兩年大家賺的主要是央行（利率下降）和別人（風險偏好）的錢，但未來利率下行、估值提升空間均有限。這意味著債市必須依靠票息，股市依靠企業盈利，但後兩者都不容易。因而應降低回報預期，賺取穩健回報。

金融時代正在到來，股債優於地產存款。中國居民財富配額先後經歷了存款時代和地產時代，正在步入金融時代。比較來看，股票、債券均比房地產和存款更具配額價值。

股債貨幣三驅輪動，股債牛市內部輪動。在金融資產內部，以往存在著以利率和風險偏好為主線的貨幣牛市、債券牛市和股票牛市三驅輪動。而股災之後，各金融資產內部也存在輪動，債市是在利率債和信用債之間，股市是在藍籌和成長之間。

在一心賺錢的時代，是信用債和成長股的天下，而今各種風險在增加，利率債和藍籌股或受寵。

理財入市助力慢牛，穩定收益將受青睞。股災以後最大的贏家是銀行理財，其追求穩定收益，意味著對債券、藍籌需求持續增加，助於慢牛形成，其中藍籌股或好於債券。

實體經濟金融之基，理性降低回報預期。實體經濟是金融回報的根基，各國股市的長期回報率與GDP名義增速高度一致，經濟增速下臺階意味著金融資產回報率系統性下降，過去兩年金融市場的超高回報註定不可持續。因此降低回報預期，依然可以找到合適的資產。但如果預期太高，依然期待每年50%-100%，最終可能顆粒無收。

## 大市導航

### 電子：半導體投資 2.0，關注產業整合

在半導體行業景氣週期向下的情況下，我們認為行業的投資機會主要來自於國家意志下的產業整合機會。

發展半導體產業的經濟意義在於對國民經濟的拉動價值。半導體產業作為尖端以及具有高附加值產業，對其他相關產業的帶動作用明顯，是在整個國民經濟中具有重大戰略意義的關鍵性骨幹產業，世界各國都極其重視發展半導體產業。半導體積體電路產業的經濟帶動效應非常明顯，國際貨幣基金組織測算，晶片1美元的產值可帶動相關電子資訊產業10美元產值，帶來100美元的GDP。

戰略意義體現在半導體產業是對資訊安全及其重要的產業。雖然國內半導體晶片需求龐大，但國產化比例太小，大部分都需要從歐美日韓等國家進口，國內消耗的80%的晶片都需要進口，尤其是高端晶片幾乎全部進口。“缺芯（晶片）少魂（作業系統）”的局面一方面直接阻礙我國工業發展，另一方面國外晶片製造商有可能通過在晶片中設罅漏洞竊取機密資料以及公共資訊，從而威脅國家安全。

經濟意義和戰略意義，決定了發展半導體產業的國家意志。我們判斷未來幾年產業將進入一個陸續整合期，更多的海外半導體標的將成為中國資本的青睞對象，國內的具有稀缺價值的上市平臺將顯得格外重要。

我們建議關注：一是半導體材料平臺——上海新陽；二是半導體設備平臺——七星電子；三是記憶體產業平臺——同方國芯、兆易創新（IPO 排隊）。

風險提示：行業景氣度波動；整合進度的不確定性。

### **聯明股份（603006）：激勵落地顯信心，長期發展可期**

公告：本次激勵計畫授予限制性股票 200 萬股，其中首次授予 180 萬股，預留 20 萬股，物件是公司董事、高級管理人員、中層管理人員及核心業務人員共 62 人。股權激勵價格 23.18 元/股，不低於公告前 20 個交易日公司股票均價 46.35 元的 50%，鎖定期 12 個月，業績考核目標是 2016、2017、2018 年淨利潤相比 2015 年增長率分別不低於 70%，100%和 130%。

（1）股權激勵落地，彰顯管理層信心，明確未來增長預期。此次計畫覆蓋人員範圍廣層次豐富，有助增強公司凝聚力，同時彰顯管理層對未來發展信心。激勵計畫明確考核目標，護航業績穩步增長。

（2）智慧物流推廣大勢所趨，管理軟體體系是核心。被並購企業晨通物流是國內智慧化汽車零部件供應鏈管理先驅，模式可複製，空間廣闊。晨通物流供應鏈管理水準高，盈利能力位屬行業翹楚，長期看好。

風險提示：提請投資者注意原材料價格波動風險，競爭風險，客戶集中度過高風險，人才流失風險。

### **黃山旅遊（600054）：黃山旅遊與祥源集團戰略合作，外延式拓展啟動**

公司與祥源集團簽訂戰略合作協定。首期合作是對方租賃雲谷山莊用於經營，今後將在景區/索道、資本運作、行銷宣傳等方面開展多層次合作。

祥源集團實際控制人餘發祥，是以“建造旅遊目的地”產業集群為主業的綜合型控股集團，旗下的業務板塊主要有：文化旅遊、茶葉、基礎設施、地產、股權投資。文旅項目主要有：安徽齊雲山（索道、交通、自駕營地、度假酒店）、阜陽祥源文化旅遊城、武當山太極湖生態文化旅遊區、鄖陽島生態文化旅遊區、合肥花世界、合肥赤蘭橋文化街區改造等。此外，祥源集團還參與西藏旅遊的定增（已過會），認購金額 2.1 億元，占定增後總股本 8.43%。

點評

與民企合作是外延拓展的可靠方式。公司此前已明確提出“三個依靠、三個跳出”發展戰略，公司也清醒認識到機制束縛對於外延式擴張的約束，以及隱含的潛在風險。與民企合作，可有效克服機制束縛，又能發揮公司在區域內資源整合能力，是外延式拓展的相對可靠方式。

此次與祥源集團戰略合作，預示著公司外延式拓展正式啟動；以公司在區域內的資源整合能力，會是各大民企在黃山合作物件的首選，因此，發展機會是顯而易見的。

業績增長確定。京福高鐵 6 月底通車，對黃山客流拉動顯著，南京-安慶高鐵也於 12 月 6 日正式通車。

股價驅動因素有望從業績驅動轉向雙輪驅動（業績增長+外延式機會）。

風險提示：突發事件、經濟大幅波動影響旅遊需求、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。