

2015 年 12 月 17 日

宏觀經濟

分道揚鑣還是殊途同歸？——美國加息時期主要國家債市回顧

12 月最受投資者關注的事件莫過於美聯儲議息會議。如果美國啟動首次加息，對我國債市有何影響？前幾輪加息時美債怎麼走？如何影響我國及其他主要國家債市？本輪加息又有什麼不同？本專題將回顧歷史，分析以上問題。

美國歷次加息時期的美債走勢：主要由加息節奏和基本面決定。

總結 5 輪加息時期的美債走勢規律，我們發現：短端利率跟隨聯邦基金目標利率上行，加息節奏和幅度決定其走勢。長端利率總體上行（除了 04-05 年），但首輪加息後的短期內（7-30 天）大概率下行，或因預期兌現出現回檔，長期而言還是要看經濟基本面和國際資本流動的情況。期限利差趨於縮窄，甚至由正轉負（89、00 和 06 年）。

美國加息對主要國家債市的影響？

英美 88 年均加息，兩國債市趨同。為了控制通脹，88 年美國和英國先後間隔三個月啟動加息週期，兩國 10 年期國債收益率均上行。

日本 99 年貨幣寬鬆，日美國債“形同陌路”。99 年日本經濟依舊蕭條，日本央行實行零利率，而同時期美國啟動加息，美國長債上行，日本長債低位震盪。

德國 94 年寬鬆，但德美長債趨同，主因基本面差異。92 年起德國連續下調貼現率，與美國緊縮的貨幣政策分道揚鑣，德國短債跟隨德國貼現率下行，但長債走高或反映經濟復蘇強勁。

加息影響？取決於基本面和貨幣政策。過去 5 輪加息，主要國家貨幣政策有三次分化（83、94 和 99 年），一次同步（88 年），而 04-06 年貨幣政策先分化後趨同。美聯儲加息對各國債市的影響還是要結合各國的具體情況。

04-06 年中美債市“分道揚鑣”。

04 年 6 月美國首輪加息後，美債利率先下行，到了 05 年 2 月開始震盪上行；而我國 10 年期國債先大幅上行，04 年 12 月債券牛市啟動。美債收益率下行與經濟預期、大幅減稅鼓勵海外資金回國

投資、海外央行大量持有長期美債和美國國債供給小幅下滑有關。而通貨膨脹和經濟增長促使央行加息是 04 年中國債市大跌的主要原因，隨後的 05 年債券牛市亦由國內央行寬鬆政策和基本面主導。

本輪加息，我國債市有何不同？

基本面：04 年經濟增速回升，通脹壓力明顯；而當前經濟下臺階，通縮是現實風險。貨幣政策：04 年央行為了防止經濟過熱先後提准加息；15 年央行多次降准降息，貨幣政策寬鬆。匯率：04 年人民幣升值壓力較大，經常項目順差持續擴大且熱錢大量流入；而 15 年人民幣存在貶值壓力，外匯儲備有所減少，中美利差或進一步縮窄，資金外流壓力較大。資本項目開放程度：04 年較封閉，15 年我國債市開放程度加快，且人民幣加入 SDR 後，資本項目開放或提速。國際環境：04 年全球經濟復蘇，石油價格飆升，美元貶值；而當前全球經濟低迷，大宗價格疲軟，美元升值，主要發達國家經濟邊際向好。

總結而言，04 年國內外基本面不利於債市，但外匯儲備持續大增一定程度利好債市。15 年基本面利好債市，但人民幣貶值壓力對資金面有一定衝擊。我們靜候美聯儲加息。

製造自強，智造幫忙——十三五系列（2）

核心結論：①在互聯網與工業的深度融合引發第四次工業革命的背景下，《中國製造 2025》等頂層檔出臺，十三五規劃建議中多次提及智慧製造、高端裝備相關內容，政策助力中國製造轉型升級。②工業 4.0 是製造升級的遠景目標，核心是智慧工廠，具體包括感知層、通信層、系統層和製造層。③目前中國在積極推進工業 3.X，探尋中國特色“智造強國”之路，其中機器人和系統集成環節為實現智慧生產的關鍵，在政策支援下有望加速爆發。

第四次工業革命到來，政策助力中國製造騰飛。隨著資訊技術高速演進，互聯網將實現與工業製造的深度融合。在這種背景下，美國、德國、英國、日本等先進工業國紛紛開始研究和制定各自的工業變革的戰略計畫，嘗試工業與互聯網的融合。

中國在人口紅利消減、環境承載能力飽和、投資和出口增長遇阻的經濟發展“新常態”下，提出了《中國製造 2025》，將以“智造”為關鍵核心，十大方向重點推進，實現中國製造的轉型升級。

製造升級遠景目標——工業 4.0。德國提出的“工業 4.0”概念代表著以智慧製造為主導的第四次工業革命，這也是中國製造升級的遠景目標。工業 4.0 即互聯網+智慧製造，本質是網路化、數位化、自動化、集成化和智慧化，以實現橫向集成、縱向集成與端對端的集成。工業 4.0 的關鍵是 CPS 系統，核心是智慧工廠，它包括由感測器構成的感知系統，工業乙太網等構成的通信網路，工業軟體和大資料、雲計算構成的分析中樞以及機器人等構成的製造體系。

工業 4.0 核心——智慧製造全解析。根據工業 4.0 的定義和構想，智慧製造產業鏈可分為感知層、通信層、系統層和製造層四個層次。感知層是智慧製造的五官，主要包括感測器、射頻識別和機器視覺等，目前我國感知層技術逐步積澱，產業規模快速增長，未來充分受益政策推動。通信層是智慧製造的神經，目前主流的工業通信技術包括現場匯流排、工業乙太網和工業無線，其中現場匯流排與工業乙太網兩分天下，乙太網更符合行業趨勢增速更快，我國工業乙太網增長潛力足，替代空間大。系統層是智慧製造的大腦，包括工業軟體及其他資訊技術如大資料、雲計算在製造業中的應用，我國工業軟體市場空間大，增速遠高於世界，大資料、雲計算在互聯網巨頭的帶動下也有了長足的發展，未來隨著政策引導，本土化廠商即將爆發。製造層是智慧製造的四肢，主要包括機器人、數控機床、3D 列印等自動化製造設備，行業空間大，政策支持力度明顯，機器人、3D 列印或成為智造風口。

打造工業 3.X，探尋中國特色之路。工業 4.0 是製造升級的遠景目標，由於自動化程度存在先天不足，直接進入工業 4.0 並不現實，中國目前能做的更多還是在積極推進工業 3.X 的各個環節。受益方向一：機器人國產化加速，製造廠商尋突破。

我國已經成為工業機器人消費第一大國，市場空間巨大，本土企業已經針對機器人零部件及本體進行研發生產，機器人國產化有望突破。受益方向二：進口替代啟動，系統集成率先受益。在機器人應用的基礎上，系統集成最為受益，國內民營集成商借助本體優勢、成長明顯，進口替代正在進行中、利潤率較好，隨著機器人向下游 3C 和家電行業滲透，系統集成商望實現快速成長。

風險提示：政策推進力度不及預期。

大市導航

鋼鐵：巨虧繼續 倒閉潮臨

明年庫存繼續維持低位。社會鋼材庫存已經很低，但庫銷比仍屬正常，明年不會增加；今年重點鋼企產量下降但庫存增長了 10%，因此明年更可能下降。

明年出口增幅大幅下滑甚至下降。今年出口約 11150 萬噸，受反傾銷及國外經濟影響，明年出口增速將大幅下滑甚至可能下降。

明年粗鋼消費和產量下降約 6%。今年消費下降 6%，考慮到明年經濟狀況，明年粗鋼消費也將下降約 6%；在假設出口和庫存不變的情況下，明年我國粗鋼產量下降約 6%。

重點鋼企中的虧損企業將虧損約 100 億元。明年行業盈利將更差。重點鋼企是我國最優秀的鋼企代表，目前虧損面 60%，料明年這些虧損企業虧損額將達到 1100 億元。

明年將有不少企業倒閉。我國負債率在 90%以上的鋼企產能約 7000 萬噸，明年這些企業可能就資不抵債，有可能最先破產。此外那些有淨資產但現金流出問題的鋼企也可能遇到問題。

給予行業“減持”投資評級。關注特鋼機會、並購機會、階段性機會。

風險提示。注意某些鋼企可能虧損突然擴大。

機械工業：碳纖維產業鏈淺析

碳纖維是應用相對成熟的新興材料。碳纖維是一種由聚丙烯腈經過預氧化、碳化等一系列化學反應形成的含碳元素的新材料。上世紀 50 年代發明於美國的空軍基地，此後被應用於體育器材等領域。隨著碳纖維部件技術的發展，近年碳纖維已經較成熟的應用於部分工業領域，例如波音 787 飛機、寶馬 i 系列汽車等。對比傳統材料如鋼、鐵、鋁，碳纖維的品質更好，而且重量更輕，因此在追求低能耗、高品質的工業應用領域，碳纖維部件具備很好的應用前景，由此將帶動相應製造設備的需求；

上游碳纖維生產，需要破解價格倒掛的謎題。根據中國化學纖維工業協會，2014 年我國碳纖維產能大約 1.5 萬噸，實際產量大約只有 3700 噸，而 2014 年我國進口碳纖維大約 1.2 萬噸。此外，國產碳纖維的生產成本大於海外進口碳纖維的進口價格，出現了嚴重的價格倒掛，其原因可能是我國沒有掌握碳纖維生產的關鍵技術及裝備。目前我國具備千噸級碳纖維生產能力的企業屈指可數，僅有個別企業可以生產出適合軍工和航空領域應用的 t700/t800 碳纖維。除個別在研發的企業之外，還沒有國內企業可以提供生產碳纖維產品的生產線。同時，落後的基礎工業材料也直接抑制了碳纖維下游部件的需求；

下游碳纖維部件應用，需要相關領域的突破。在海外，碳纖維部件已經較為成熟的應用於航空與汽車領域，而在我國，由於受到基礎材料品質的約束，航空領域，如飛機製造，還難以取得突破。不過，在汽車領域，已經有個別企業開始嘗試製造含碳纖維元素的相關部件。寶馬 i 系列碳纖維汽車已經證明，至少在車身領域，碳纖維部件可以批量生產。因此綜合考慮，我們更看好碳纖維在汽車領域的應用。此外，在軍工產品、通信裝備、高鐵配件等相關領域，如果相應技術工藝取得突破，也會釋放大量需求；

產業鏈若被市場接受，設備的彈性最大。碳纖維應用近幾年才興起，從技術產業週期的角度看，在我國還屬於技術導入階段，還需要市場加深對碳纖維及其部件的認識，包括品質與經濟性的認識。高技術附加值的產品具備更高的溢價。因此我們認為，如果市場逐漸接受含碳纖維的部件，與上游碳纖維的生產企業相比，碳纖維生產設備的提供商及下游碳纖維應用部件與設備的提供商具備更大的業績彈性。目前涉及碳纖維產業鏈概念的重點公司相對較少，只有碳纖維下游應用領域的海源機

械、康得新，碳纖維全產業鏈的恆神股份，碳纖維上游生產設備領域的精功科技以及準備生產碳纖維的和邦生物；

風險提示。國內碳纖維產業技術工藝未取得突破、部件市場認可度未提高。

新能源板塊：充電設施“十三五”獎勵政策公示

(1) 財政部等起草的《“十三五”充電設施獎勵及加強新能源車推廣通知》公示，重磅政策再度落地。(2) 明確門檻：《通知》以各地電動車推廣量為獎勵門檻，超過門檻，追加獎勵。我們測算，“十三五”期間，一類地區 10 省市合計補貼下限 53 億元，上限 80 億元；二類地區 6 省市合計補貼下限 21 億元，上限 48 億元。(3) 後續可期：2016 年 3 月底前，各地將實施、運營方案上報備案，中央財政補貼下達地方，緩解地方財政壓力。此外，充電產業引入碳交易機制，亦值得期待。(4) 充電產業規劃、扶持政策密集出臺，關注核心標的：萬馬股份、特銳德、中恆電氣等。

風險因素。市場競爭風險。

有色金屬：石墨烯重大突破

科技部網站顯示，牛津大學已開發出一種快速量產技術，可在 15 分鐘內即能生產出 2—3 毫米大小石墨烯，而使用目前的化學氣相沉積法則需 19 小時。使用該技術使生產更具成本效益和商業前景。建議關注烯碳新材（12 月 17 日復牌）、方大炭素、東旭光電。

風險提示。下游鋼鐵行業持續低迷，市場需求不旺。

中國國旅（601888）：聯手主要出境旅行社，拓展海外零售市場

事件：

中免集團、中國國際旅行社總社、眾信旅遊、竹園國旅、凱撒同盛、鳳凰假期共同出資 4500 萬元港幣，在香港設立中國海外旅遊投資管理公司，分別持股 30%、15%、12.5%、12.5%、15%、15%。合資公司將在中國公民出境旅遊目的地投資和管理海外旅遊零售商店等旅遊產業鏈上游資源，拓展海外旅遊零售市場。

點評：

國內旅遊企業抱團出海，有利於提升中國企業在全球旅遊免稅市場的話語權，更好的服務出境的客戶群體，也拓寬企業的盈利來源。

在合資公司中，中國國旅占股 45%、眾信占 25%、凱撒旅遊占 15%。從絕對量看，中國國旅受益最顯著（股權占比最高、提升公司在採購上的話語權）；從對市值的影響幅度看，眾信最大、中國國旅次之、凱撒旅遊最小。

我們重點推薦中國國旅，給予買入評級。除了該舉措將拓寬公司的發展空間外，以下看點仍值得期待：

（1）首都機場免稅店年底到期，浦東機場免稅店 2016 年到期，免稅店經營權重新招標，將是公司面臨的機遇——目前均由日上免稅經營，我們預計 2015 年銷售額合計約 100 億元，比國旅大。

（2）央企整合。目前旅遊類央企共 4 家（港中旅、華僑城、中國國旅、南光集團），整合可能性較大；前期有《旅遊刊》等媒體報導：港中旅集團與中國國旅集團合併，公司澄清公告並未否認這種可能。港中旅集團有一張免稅牌照（出國歸國人員，180 天內可在室內免稅店購買免稅品），與中國國旅互補性很強。

（3）發改委近日發文：增開免稅店，把國人在海外的消費拉回來。免稅政策仍有優化的空間，包括海南離島免稅政策。

（4）央企改革和激勵，如員工持股計畫政策的明晰等。

（5）華僑城集團擬減持中國國旅 5.4% 股權，南華眾鑫資產管理計畫受讓該股權，51 元/股，斥資約 27 億元。

風險提示：免稅政策或央企整合預期落空、機場免稅店招標時點不確定、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。