

2015 年 12 月 23 日

## 宏觀經濟

### 宏觀專題 20151222：後加息時代的人民幣——從利率分化的國際經驗看匯率走勢

美聯儲 12 月議息會議決定提高聯邦基金利率 25 個基點，自 08 年以來全球央行一致寬鬆的政策體系宣告終結。當前中國經濟下行壓力依然較大，美國則因經濟復蘇將在 2016 年繼續加息，中美貨幣政策勢必要分道揚鑣，利差縮窄。在這一背景下，人民幣未來走勢和波動又將如何？本報告將結合國際經驗就這一問題進行探討。

美國加息來襲，新興貨幣繼續承壓。歷史經驗表明，美國降息後，國際資本主要流向新興經濟體，而美國加息來臨時，美元資產吸引力提升，資本從新興經濟體回流，導致新興貨幣貶值壓力較大。90 年代後美聯儲的三次加息，都帶來新興貨幣的大幅貶值。儘管 2004 年美國首次加息後的一年內，巴西、墨西哥、印度、土耳其等基本面較好的經濟體貨幣分別反彈 32%、7%、6%、11%，但本輪美聯儲加息時發達經濟復蘇較快，新興經濟體因大宗熊市依然未現企穩跡象，預計未來新興貨幣貶值壓力仍大。

國際經驗：利差主導匯率走勢。美日利差決定日元走勢。07-12 年間，美日債券利差從高點時的 3 個百分點下降到不足 1 個百分點，而同時日元一路升值至 75 日元/美元。12 年末到 14 年 8 月，日本 10 年期國債收益率一度降低至 0.504%，而美國 10 年期國債收益率為 2.48%，美日利差擴大，日元又一路貶值。美歐一緊一松，歐元喜憂參半。至今歐元走勢可以分為三個階段，而每個階段的走勢都和美歐利差高度相關。1999 年 1 月至 2000 年 11 月，美歐存在巨幅利差，歐元兌美元匯率持續下跌；2000 年 12 月至 2008 年 7 月，美歐利差由正轉負，歐元兌美元匯率漫長上升，其中 2004 年美國加息後，歐元兌美元短暫貶值，之後隨著利率下降，歐元又進入升值通道；2008 年 8 月開始的後次貸危機時代，美歐利差由負轉正，歐元在震盪中對美元逐漸走低。

中美利差收窄，人民幣貶值壓力仍存。自人民幣匯改以後，中美利差和人民幣對美元匯率走勢幾乎一致。2008-2011 年，中美 10 年期國債收益率逐漸擴大至 2% 以上，人民幣對美元不斷升值。而 2011-2014 年中美利差保持穩定，人民幣對美元匯率也相對穩定。自 2014 年起中美 10 年期國債利差由 1.5% 以上縮窄至如今不到 80bp，人民幣貶值預期不斷，今年內相對美元已貶值 4.3%。若 2016 年美聯儲加息四次，其基準利率可能達到 1.5%，可能會高於中國基準利率，甚至形成中美利差倒掛的局面。未來資本流出、人民幣貶值壓力依然較大。

未來波動加大，釋放寬鬆空間。在目前 1.5%的基準利率下，未來即便是零利率我國最多也只有 6 次降息，毫無疑問降息空間是有約束的。預計 16 年美聯儲至少加息 2 次，進一步縮窄中國降息空間。而當前法定存款準備金率依然高達 17.5%，歷史上最低值僅 6%，意味著降准空間依然巨大。伴隨著美元加息，穩定人民幣匯率成本提高：外儲流失、貨幣寬鬆受限、外貿也承壓。而實際上，人民幣今年相對美元貶值幅度遠低於大多數貨幣，未來應允許人民幣在更大範圍內浮動，以進一步獲得利率獨立性。

## 大市導航

### 電子元器件：緊抓物聯網、新新消費創新週期與國家戰略

物聯網（IOT）無疑將是下一輪科技創新浪潮的核心。從互聯網—移動互聯網—物聯網，體現的是資訊連接—人的連接—萬物連接的必然的趨勢。目前市場上的大部分投資熱點，如智慧穿戴、車聯網、雲計算、移動醫療、工業 4.0 等都是物聯網向入口、資料、服務三個方向的具體延伸。物聯網首先將帶來智慧硬體入口數量和種類的極大增長，與此伴生的是資料量的指數增長，基於大資料的服務將是物聯網時代最大的創新需求來源。隨著 sensor、資料處理成本的線性下降，我們認為物聯網自激勵迴圈已經建立，產業鏈將迎來絕佳投資機會，TMT 後續的長期大方向將是物聯網+。

在中國宏觀經濟轉型背景下，新新人類消費和健康服務領域將迎來大發展。參考馬斯洛需求層次理論，在基本的生活保障實現後，情感歸屬、社交娛樂將是下一階段新增需求的來源。90 後、00 後消費群體的快速成長正深刻影響著科技行業的變革，從之前的手遊到目前的 VR/AR、美容經濟、宅男宅女經濟，無疑都有新新類人的鮮明烙印。同時隨著國民收入邁向中高等收入水準和老年人口的增加，社會對健康服務的需求也將顯著增長。

中國電子行業已接近成熟，未來將逐步從硬體製造向增值服務轉型。伴隨著智慧手機的崛起和全球產業鏈的轉移，中國的電子行業度過了黃金 10 年，目前除積體電路外行業整體已接近成熟。由於全球範圍內電子行業已是週期性行業，同時受摩爾定律限制，硬體製造的邏輯已無法支撐行業的長期增長，行業內企業從硬體製造向增值服務轉型是必然的趨勢。我們建議關注與電子行業相關的新新消費和大健康服務領域：（1）VR/AR：提供沉浸式&現實增強體驗；（2）區域商圈、精準行銷：個性化定制；（3）智能穿戴：戶外體育&醫療健康服務。

傳統電子硬體的投資機會將集中於積體電路產業和汽車電子領域。

積體電路：半導體行業景氣度向下，關注全球產業鏈整合帶來的投資機會。積體電路作為國民經濟發展的重要基礎，當前受到國家大力扶持，但隨著 15、16 年半導體景氣度向下，行業投資機會將主要來自全球產業鏈的整合。我們認為核心電子器件、核心裝備、核心原材料將在國家的支持下獲得快速發展。

汽車電子：打通汽車機械語言與 IT 語言，驅動產業鏈重塑與價值鏈擴張。功能手機向智慧手機的過渡對手機產業鏈帶來巨大變革，而汽車產業比手機產業龐大的多，所能載入的智慧硬體以及應用也多得多，將是電子行業下一個投資大金礦。

自動駕駛、汽車電子、感測器、車聯網與 UBI 是智慧汽車投資需要關注的重點。

上市公司分析。我們給予電子行業“增持”投資評級，建議關注物聯網相關受益標的：勝利精密、中安消、合力泰、漢威電子；新新人類消費概念：歌爾聲學、水晶光電、聯建光電。大健康領域：奮達科技；積體電路領域：同方國芯、上海新陽、全志科技、七星電子；汽車電子：保千里、得潤電子等。

風險提示。全球宏觀經濟復蘇乏力。

### **鋼鐵：11 月份扣除中國後全球粗鋼產量下降 6.4%**

11 月份全球 65 個主要產鋼國和地區粗鋼產量為 1.27 億噸，同比下降 4.1%。11 月份中國大陸粗鋼產量 6332 萬噸，同降 1.6%。扣除中國後 11 月份全球粗鋼產量為 6351 萬噸，同比下降 6.4%，顯示國際鋼鐵行業經營環境比國內更為惡化。前 11 個月我國粗鋼產量下降 2.2%，全球扣除中國後產量下降 3.4%。

由於今年我國鋼材大量出口，使得國內粗鋼產能利用率要高於國際 5 個點左右。我國鋼材出口量占國外鋼材總產量的比例高達 15%，這使得我國鋼材出口壓力越來越大，不排除明年出口減量的可能。

風險提示。實體明年將更差。

### **好當家（600467）：直銷模式轉型正在推進中，或依託海參保健品切入大健康產業**

1、公司現在主要通過傳統管道銷售鮮海參和加工海參產品，未來將增加直銷管道進行海參保健品，以及護膚品、日用品的銷售，轉型直銷型企業。現在直銷核心團隊已經到位，等拿到直銷牌照即可開始銷售。

2、定位在海參加工企業的發展空間已經受限，基於以下原因，公司正在尋求戰略突圍，健康產業或是一個好方向。1) 公司此前多個海參保健品已申報健字型大小，具有保健批號的海參西洋參口服液作為海參保健品的戰略產品，今年已向國家商務部申請直銷牌照；2) 好當家集團擁有“好當家天海灣國際旅遊度假城”專案，包括旅遊地產、36 洞高爾夫球場、養生溫泉、五星級度假酒店、海上垂釣趕海中心、遊艇俱樂部、生態型農業水產示範園等。上市公司的海參銷售和集團公司的旅遊項目完全可以借助健康產業協同發展。

3、由於 13 年下半年起公司投苗基本全部實現自繁，對應的 16 年海參產品（13 年下半年和 14 年上半年投苗）將全部為自繁種苗，成本降幅將達到約 50%，加上海參保健品預計將於 17 年實現收入，我們認為，未來幾年公司業績將會顯著提速。給予“買入”評級。

主要不確定因素。參價持續下跌，自然災害。

### 渤海輪渡（603167）：渤海輪渡跟蹤

1.主營業務盈利能力有望改善。公司是國內客滾運輸企業龍頭，業務主要包括煙連線、蓬旅線、平澤國際線等。中國目前共有 4 個主要的客滾運輸市場，分別是渤海灣客滾運輸市場（煙連區域）、川江客滾運輸市場、瓊州海峽客滾運輸市場、舟山群島客滾運輸市場，其中煙連線目前是中國最大的客滾運輸市場。公司目前擁有渤海金珠輪、渤海銀珠輪等 9 艘大型客滾船舶，在數量、運載能力、安全舒適性、船型設計等方面均具有明顯的競爭優勢。目前滾輪業務受區域經濟下滑影響明顯，收入趨穩，利潤下降明顯。公司營收 2014 年出現同比下降，毛利率由 2010 年 36%下降至 2014 年的 23%。從 2015 年前三季度情況來看，收入同比微升，利潤同比下降幅度有所擴大。未來公司有望依託東北振興計畫、中韓自貿協定的實施，增加煙連線、煙平線的運量水準，提升主營業務盈利能力。

2.公司積極尋求轉型。公司郵輪業務收入占比迅速提升，目前已占總收入超過 10%，除此之外公司還經營旅行社和船舶管理業務。公司收購“中華泰山號”，正式開始進軍郵輪運營業務。未來公司將加大發展國際國內郵輪產業。整個遊輪行業來看，目前我國遊輪旅遊滲透率不到 0.1%，遠低於歐美 1-3%的水準。2013 年國內郵輪市場規模增速達 103%。伴隨著休閒游、出境游持續高增長，預計中國郵輪旅遊進入爆發增長期。

3.高層變動引發國企改革加快預期。公司控股股東的是遼漁集團，現持有公司 37.05%的股份。實際控制人為遼寧省國資委。公司於 12 月 22 日公告，劉建君先生因工作原因，申請辭去公司董事長、董事、戰略委員會主任、提名委員會委員職務。此次董事長離職引發市場對於公司國企改革步伐加快的預期。

風險提示。業務增長不達預期；交通事故。

### 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。