

2015 年 12 月 30 日

## 宏觀經濟

### 宏觀專題 20151229：颱風來襲，水下流急——“風雨飄搖”的國際貨幣體系

有這樣一個比喻，美元加息好比從遠處開來的火車，不管有沒有危險，最好還是跳開鐵軌，等它駛過。然而相對於理想，現實總是更加骨感——美元加息遠不止是火車，而是席捲全球的颱風。近年來加息預期不斷升溫，油價崩塌，大宗熊市，全球市場美元流動性出現拐點，多個國家外儲流失，匯率貶值，貨幣體系遭受衝擊。颱風來襲，水下流急，眼看前方，扶好坐穩！

#### 油價崩塌美國加息，全球流動性現拐點

“美元”、“石油美元”和“商品美元”，構成了一個完整的全球美元體系。隨著過去一年多來油價持續低迷，石油美元日漸枯竭，即便是全球“石油首富”的沙特也受到重創，從 14 年起首次出現了財政赤字，占當年 GDP 的 1.9%。CRB 大宗商品指數今年累計下跌 20%。中國經濟增速趨緩，對大宗商品需求下滑，大宗商品需求前景受抑制。隨著全球經濟再平衡和外需大幅萎縮，新興經濟體貿易盈餘和外匯儲備下降，致使商品美元緊縮。伴隨美元加息，全球美元流動性出現拐點，風險多發。

#### 順差減少外儲下降，匯率制度受挑戰

美元霸權下，貨幣體系岌岌可危。目前各國貨幣主要盯住美元，美元處於霸權地位，大宗熊市疊加美國加息背景下，各國匯率制度岌岌可危。今年以來哈薩克斯坦、阿根廷、阿塞拜疆紛紛放棄固定匯率制度，莫三比克、安哥拉、俄羅斯、白俄羅斯匯率一貶再貶。沙特、阿聯酋、科威特等產油國對美元未出現大幅貶值，但隨著油價下跌影響的持續和擴散，匯率制度面臨挑戰。

干預匯率外儲下降，外債風險凸顯。為維持相對穩定的匯率制度，各國央行紛紛干預匯市，導致外匯儲備不斷減少。此外經常項目中的貿易餘額是外匯儲備的穩定來源，其盈餘的下降更增大了各國匯率貶值的壓力。從外匯儲備的存量看，埃塞俄比亞、阿根廷、哈薩克斯坦、莫三比克、安哥拉的外匯儲備偏少，外債償還風險較高。主要產油國沙特、阿聯酋、科威特等有較高的外匯和石油儲備，外債風險有限，但未來經常專案盈餘下降、外匯儲備減少將是重大風險。

#### 匯率急貶致高通脹，貨幣緊縮經濟惡化

匯率大幅貶值，通脹隨之來襲。如果央行選擇放棄干預匯率，後果是本幣短期內的大幅貶值，迅速推高國內通脹。巴西 CPI 同比由 14 年底的 6.2% 迅速提升至今年 11 月的 11%，創 04 年以來新高，俄羅斯全年 CPI 同比在 15% 左右，創 10 年以來新高。受貶值影響，14 年阿根廷官方 CPI 達到 25%，而哈薩克斯坦 8 月宣佈放棄固定匯率，此後 CPI 在 2 個月內由 4.4% 升至 12.8%。

央行被動大幅加息，抑制投資和消費。巴西央行年內持續加息 4 次，合計加息 200bp，俄羅斯央行在貶值速度最快的 14 年底 15 年初，甚至一度將政策利率升至 17%。

高利率大幅抬升融資成本，嚴重衝擊本國投資。以本幣計算，俄羅斯 2Q15 投資同比下滑達 33%，創 10 年以來新低；而巴西 3Q15 投資增速下滑至 -7.3%，已低於全球金融危機衝擊時的水準。而這一簡化演算法尚未剔除高通脹和貶值因素，已經存在高估。

過於緊縮的貨幣環境也對消費帶來負面影響。短期大幅貶值一方面削弱本國居民購買力，減少進口品消費；另一方面，居民消費信心受挫，資產保值需求增加，惡化資本流出預期。俄羅斯、巴西消費同比增速由 13 年的 10% 以上下降至今年的 5% 左右。

新興經濟體接連震盪，風險仍需警惕

對於近期經歷大幅貶值的哈薩克斯坦、阿根廷、阿塞拜疆等新興經濟體而言，噩夢可能剛剛開始。短期大幅貶值將導致本國物價迅速上漲，央行被迫提升利率，實施貨幣緊縮，造成對本國投資和消費的衝擊。而一些國家先後放棄固定匯率，意味著短期內本幣大幅貶值或僅僅只是開始。隨著美聯儲步入加息週期，越來越多新興經濟體可能受到國際貨幣環境衝擊，未來一年，國際貨幣體系或將風雨飄搖，新興市場貨幣風險可能剛剛掀起冰山一角，值得警惕！

## 減持解禁在即，四季度 10 上市公司披露減持計畫

今年 7 月 8 日，證監會發佈公告，即日起 6 個月內，上市公司控股股東和持股 5% 以上股東及董事、監事、高級管理人員不得通過二級市場減持本公司股份。減持禁令將在 2016 年 1 月 8 日解除。屆時，積壓 6 個月的減持壓力或將集中釋放。

根據上市公司四季度的公告顯示，已有 11 家上市公司股東披露了股票減持計畫。按公告日先後分別是迪瑞醫療（不超過 371 萬股，占總股本 2.42%）、菲利華（不超過 150 萬股，占總股本 1.15%）、印記傳媒（未披露具體減持數量）、飛凱材料（不超過 103 萬股，占總股本 0.99%）、一心堂（不超過 646 萬股，占總股本 2.48%）、國禎環保（764 萬股+1400 萬股，占總股本 2.74%+5.02%）、金貴銀業（不超過 1509 萬股，占總股本 3.00%）、羅頓發展（不超過 2133 萬股，占總股本 4.86%）、牧原股份（不超過 1027 萬股，占總股本 2.12%）、易聯眾（不超過 4200 萬股，占總股本 9.77%）。相信，隨著減持禁令的結束，此類“減持計畫公告”將會繼續增多。

那麼減持計畫對市場影響幾何呢？若以日成交量的 10%作為上市公司股東單日可減持的上限，假設上述 10 家股東（除印記傳媒未披露具體減持數量）均按數量上限進行減持，根據四季度的日均成交量資料，上述股東完成減持的平均時間為 11 個交易日。最高的易聯眾，即使將占總股本 9.77% 的股票全部減持，也只不過需要 21 個交易日。相比 6 個月到 12 個月的減持期限，上市公司股東有充分的時間完成減持。

因此，在流動性逐漸恢復，換手率居高不下的 A 股市場，從流動性衝擊的角度看，已披露的減持計畫對股價不會產生劇烈的影響。市場對減持禁令解除的擔憂，更多還是在心理層面。

## 大市導航

### 皖新傳媒（601801）：簽署合作框架協定，再度發力教育產業

公司與以色列施拉特及天津博大簽署合作框架協定，建設中以數位教育產業基地及中以數位教育產業基金。再度發力教育產業，引入以色列先進數位教育技術。利用產業基地和基金不斷整合產業上下游資源，公司有望成為數字教育行業的領導者。公司勤耕教育領域，公司通過參與滬江網 D 輪融資、聯合新東方成立新科數媒開發創新性科學視覺化數位內容以及啟動數位內容地推模式，成功打造了“數位內容+管道+平臺”。公司此前擬以非公開發行方式募集不超過 20 億元。其中 17.5 億元將用於投向智能學習全媒體平臺，2.5 億元將用於投向智慧書城運營平臺。公司未來持續深入佈局教育領域預期較強。

風險提示：合作終止風險。

### 華夏幸福（600340）：利好不斷！聯合深創投，孵化器建設再邁一步

孵化器建設再進一步。無錫市批復同意無錫金融投資出資 1.2 億元參股設立華夏幸福紅土一帶一路(無錫)創業投資基金（幸福與深創投聯合），基金募集規模 6 億元，首期募集規模不低於 2 億元。聯合深創投，加大孵化實力。本次與深創投強強聯合，共同申請管理無錫政府產業引導基金，是公司繼 11 月與美國創投基金合作設立海外產業基金後，再次與知名創投資本聯手開拓新興產業創業投資機會，表明基於產業新城平臺模式所衍生的創投業務獲得快速發展。

加大創投孵化能力，加大園區業務升級。本次合作有利於快速提升華夏幸福產業投資和產業服務的能力；有利於充分發揮雙方在產業引導落地、企業服務、資本運作、跨境投資金融服務等方面的優勢。目前華夏幸福在全國運營超過 20 座產業新城，近百個產業園，未來均有可能以此種形式與政府及創投基金展開合作，發揮規模效應，進一步開拓公司利潤增長點。

看好，目標股價 50.4 元，買入評級。

風險提示：進展低於預期。

### 小商品城（600415）：對接市征信部門，設立互聯網金融公司，金融生態圈加速完善

公司公告：（1）下屬征信子公司與義烏市信用中心合作，共同推進義烏市信用大資料平臺建設，共用資料、技術等，支援公司線上線下市場貿易各環節；（2）擬與紫荊資本（清華系產業基金）、浙江電融（互聯網金融品牌“元寶鋪”運營主體）共同設立小商品城互聯網金融公司。其中公司出資 550 萬元，持股 55%，紫荊資本和浙江電融各持股 30%和 15%。公司負責平臺運營和市場資源整合，浙江電融負責系統開發設計，紫荊資本負責外部資源對接和資本運作。

本次公司與市征信中心對接，將豐富公司征信資料的廣度和深度，提升風控水準；與紫荊資本等成立互聯網金融公司將豐富資金來源，更好滿足商戶資金需求，打造金融服務平臺。兩項金融業務拓展將完善公司貸前端和資金端佈局，與現有的金融租賃、小貸公司、征信公司等有機結合，加速構建完善金融服務生態體系，強化整合產業鏈關係，培育新的盈利增長點。

公司資源稟賦優越、治理機制順暢，政府支持力度顯著，其存量市場租金市場化可期，線上線下、境內境外融合發展空間巨大，產業鏈上下游外延發展潛力充足。目標市值潛力巨大，買入評級！

風險和不確定性：租金市場化進程的不確定性；外延擴張低於預期的風險；義烏購發展的不確定性；地產專案銷售及確認的不確定性。

### 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。