

宏觀經濟

從岔路回歸正途

(1) 年後市場兩次暴跌均有起因，1月4日大跌擔心大股東解禁減持衝擊，7日下跌源自人民幣快速貶值下的風險偏好回落。(2) 熔斷機制加劇恐慌是市場從下跌演繹成暴跌的重要推手，7日晚證監會發文暫停後市場交易有望回歸常態。(3) 對於市場擔心的解禁減持和匯率波動，前者證監會已正式發文對沖，預計後續對市場影響有限，匯率波動帶來的風險衝擊尚需跟蹤海外新興市場匯率貶值的波動變化。

風險提示：匯率波動風險，系統性風險。

熔斷制度影響市場交易特徵

觀點：熔斷機制下，市場焦點由創業板轉移到滬深300為焦點，原有的小盤股市值增長交易模式受到考驗。從兩次觸發熔斷機制看，股指期貨並沒有充當熊頭。本質上看，股票漲跌停板是限價不限流，而股指期貨是股票風險洩洪口，兩者都是給市場交易留下活口，而熔斷交易初衷是冷靜市場，本質卻阻斷了流動性。

正文：

進入元旦，A股市場就像換了人間，4個交易日2次觸發7%最高閾值，突然彌足珍貴的交易時間停滯了，市場一片茫然。熔斷制度第一天就遭遇黑天鵝事件，股市匯市雙殺，引發全球市場動盪。

熔斷機制的出現對市場交易影響很大。過去25年可以說A股的交易模式經歷了96年之前、96年至2010年、2010至2016三個時代。96年前類似期貨的交易時代，96年12月的漲跌停板與T+1推出後，出現了漲停板敢死隊、2010年4月股指期貨推出，出現了跨市場對沖與程式化交易。熔斷機制的出現，投資將轉變為以流動性為中心的交易模式，市場特徵或隨之改變：

第一，熔斷制度取代漲跌停模式。市場關注的風格指標發生轉移，由關注焦點創業板轉移到滬深300為焦點，原有的小盤股市值增長交易模式受到考驗。滬深300成為影響流動性的指揮棒。由於市場流行性以及散戶主導特徵，大盤是否就此會形成風格轉換還需要時間觀察。

第二，從兩次觸發熔断機制看，股指期貨並沒有充當熊頭。從元月首日交易來看，滬深 300 指數觸及 7%的閾值時，IF1601 期指主力合約跌幅僅在 6.81%。從元月 7 號交易情況看，滬深 300 觸及 7%時，IF1601 跌幅在 6.75%，均未觸及 7%跌停板。中證 500 指數與 IC1601 指數在兩天的熔断中，均提前撞擊 7%漲跌停板，由於市場以滬深 300 指數為標杆，中證 500 期指的影響次之。

第三，熔断制度對流動性影響巨大。本質上看，股票漲跌停板是限價不限流，而股指期貨是股票風險洩洪口，本質是通過風險對沖提供逃生通道，兩者都是給市場交易留下活口，而熔断交易初衷是冷靜市場，本質卻帶來阻斷了流動性，一旦 5%閾值啟動，等於潘朵拉魔盒被打開，市場在恐慌背景下產生磁吸效應，買盤卻而止步，7%閾值輕易到達，結束全市場交易。此時，基金面臨投資者贖回而流動性凍結的風險，贖回發生後可能進一步加大股票買壓。此外，由於市場兩次熔断的市場形成共同點，為此，短期可能促使投機資金，借股指期貨在滬深 300 指數達到 3%以上跌幅時，放空三大股指期貨進行牟利，加大對股票市場的助跌作用。

風險提示：匯率波動風險，系統性風險。

宏觀專題 20160107：沙特還撐得住嗎？——假如油價跌到 20 美元

15 年以來，金融市場“黑天鵝”頻發，尤其來自於海外，美國加息週期啟動，大宗商品跌跌不休，而新興市場匯率暴貶。

如果油價跌到 20 美元，對世界有什麼影響？本文是海外探險系列之二，重點解析產油國龍頭沙特經濟存在的潛在風險。

輝煌的昨天：老牌資源大鱷。沙特 2014 年 GDP 達 7240 億美元，全球第 19 位，人均 GDP 達 2.4 萬美元。沙特經濟結構中，石油相關產業占比超 40%，經濟增長高度依賴外需，05-14 年，沙特經常帳戶順差額穩居全球前 5 位。動盪的 2015：外儲大降，盯住美元能否繼續？14 年下半年以來，低油價衝擊沙特經濟，為維持固定匯率制，沙特拋售大量外儲。15 年 11 月末沙特外儲較 14 年底減少 957 億美元，降幅達 13.3%。但與其他新興經濟體不同，儘管外儲流出速度、規模均較大，沙特仍堅持盯住美元的固定匯率制度。為何沙特外儲大降？原因主要有四點：

原因之一：石油價格持續下跌，出口大幅下滑。原油構成沙特出口總額的近 80%，出口總額對油價非常敏感。15 年以來低油價導致沙特出口較 14 年同期大幅下降 36%以上。而進口結構分散，經常帳戶餘額受油價驅動惡化。

原因之二：政府支出快速擴張，財政赤字巨大。沙特石油產業由政府控制，石油產業增加值 80%成為政府收入，油價下跌令政府收入大幅下滑。同時政府支出大幅擴張，05-14 年支出規模增長 2.2 倍，沙特政府盈餘的惡化是經常帳戶惡化的重要原因。

原因之三：前期利好政策消化，FDI 淨流入減少。沙特政府 04-05 年採取多項吸引外資的舉措，FDI 淨流入大幅增長後自 11 年起快速下降。

原因之四：美元進入加息週期，海外投資增加。“石油美元”及其全球資產配額一直是國際金融市場中重要的流動性來源。

隨著美國經濟復蘇前景向好，美元加息週期的啟動，沙特企業居民配額海外資產的需求有所提升。

油價：沙特擴產降價以擠出葉岩油，全球庫存能力逼近極限，未來幾年料低位徘徊。從原油供給角度來看，沙特、俄羅斯和美國形成三足鼎立的競爭態勢。受益於開採技術升級，美國儲量巨大的葉岩油產量增加；為保住長期市場份額，沙特帶領 OPEC 國家擴產降價以擠出成本高昂的葉岩油；俄羅斯決意奉陪到底，供給過剩愈演愈烈，預計 16 年油價為 30-50 美元/桶，而一旦全球油罐被灌滿，油價可能暴跌至 20 美元。

低油價高赤字，極端情形下，沙特外儲僅可支撐 3 年！沙特 2016 年的主題即是“左右互搏”：一面是打壓油價維持長期市場份額；一面是勒緊腰帶由奢入儉過苦日子。預計 2016 年，正常情況下，即使考慮政府裁減支出因素，財政赤字仍將達到 GDP 的 9.9%-17.7%，外匯儲備流出規模將高達 1100 億-1680 億美元；而一旦油價暴跌的極端情形出現，財政赤字率將達 25%，經常帳戶赤字率超過 20%，外儲流失可能接近 2000 億美元！這意味著極端情形下，外匯儲備規模僅夠維持 3 年！屆時沙特裡亞爾脫鉤美元的“黑天鵝”或將成為現實。

節流融資非長遠之計，必須實施改革。經濟和財政過度依賴石油產業、就業創造能力不足是沙特經濟最大的結構性矛盾。極低的負債率（GDP 的 1.6%）、超 6000 億美元的主權基金為沙特政府贏得時間。計畫採取的融資手段包括重啟政府債券發行、出售海外資產，提升國內燃油價格擴大收入來源，並已經著手啟動國有企業的部分私有化。

但融資能力僅能推遲危機，建立更廣泛、健康的收入來源才是根本，亟需進行改革。有效的改革措施包括鼓勵私營經濟和非石油產業發展、增加就業、升級產業結構、分散財政收入來源等。如果改革未能措施，全球石油需求亦未能顯著反彈，或油價短期持續大跌，那麼沙特將被迫放棄堅持三十年的固定匯率制度。

大市導航

交通運輸：航空股上漲只欠東風

短期制約板塊上漲的唯一因素就是匯率。短期人民幣仍處於加速貶值狀態，兌美元匯率頻創新低，但我們認為即使人民幣步入貶值週期，或將伴隨經濟調結構持續較長時間，但年均幅度仍然可控，

持續過大幅度貶值不僅對本行業，對整個消費端都是不可想像的。聯想上輪本幣持續升值數年但航空股股價自高點一路下跌超過 90%，我們不難發現，影響航空股價的不是匯率一點。股價是預期差的反映。在上輪升值週期中，由於升值週期開啟，市場對本幣升值預期也基本一致，那麼航空股的預期差便來自主營基本面。當時供需結構持續惡化，主營同比連年下跌，股價當然不會因為匯率升值有好的表現。

同理，這一輪貶值週期中，看似短期跌幅較大，進一步下跌的預期差仍在，但從基本面角度我們也看到許多積極變化。

其一，2015 年行業供給增速已到空域上限，無論從自然增速還是各公司自然需要大概率在 2016 年都將明顯下降。其二，中國居民航空出行頻次仍很低，加之假期少，人口遷徙剛性需求強，新興消費群體差異化需求強等特徵正在不斷加大，航空需求整體將維持 15% 左右的較快增長，而節假日脈衝需求、局域旅遊需求更是有可能超預期，其三，估值市值均顯著下降。行業 16 年估值將至 10 倍附近，市值較峰值腰斬。最後，板塊機構持倉很低，但關注度升溫。由於小市場股票累計漲幅巨大，前期在航空上賺錢的機構已經開始重新關注航空板塊，其中運營、訂座以及匯率成為焦點。因此，如果匯率預期差漸漸形成一致，在主營穩定向上，估值股價雙低的情況下，速漲當然有理由發生。

風險提示：供需結構向好不達預期。

農業：農業 4.0：農墾系統將充分受益改革進程

1、以農業現代化為載體，推進一二三產業融合。2015 年十三五規劃通過，規劃強調了農業現代化、農村土地承包關係、耕地保護、農業標準化和資訊化等方面內容，其核心在於農業現代化、資訊化。此後的國務院常務會議，李克強總理又部署了以新型城鎮化和農業現代化為載體，推進農村一二三產業融合發展的任務。作為傳統產業，農業面臨生產方式落後、產業結構不合理、產值低等問題，成為我國推進現代化和小康社會建設的短板，一二三產業融合、農業現代化政策的落實或將為這個落後產業帶來巨變。

2、農墾系統將充分受益改革進程，打造農業現代化示範區。我們認為，由於各方因素，農墾系統將成為農業現代化改革的首要受益標的：1) 農墾系統土地規模龐大，適宜規模化經營和現代化改造；2) 農墾改革發展意見中明確提出新時期農墾將定位於“中國特色新型農業現代化的示範區”；3) 在一二三產業融合的大背景下，未來農墾系統第一產業產值將逐步降低，經濟結構不斷優化；4) 隨著土地確權工作的推進，土地評估作價注入農墾集團，有望進一步提高集團的資產規模，增強集團的融資能力。

3、 “互聯網+”助推三農轉型升級。農業離互聯網最遠，卻也最具想像空間，在推進一二三產業融合，進行農業現代化改革的過程中，互聯網的滲透將越發深入。我們認為，互聯網將會影響農業產業鏈各個環節，包括：1) 應用物聯網技術，控制生產流程，提升生產效率；2) 農村電商促進農資直供，減少中間環節，降低生產成本；3) 農村金融服務，降低農民財務成本；4) 推動終端銷售模式的變化。

4、 建議關注相關上市企業：北大荒、海南橡膠、亞盛集團、農發種業、新希望、大北農。

風險提示：產業政策推進不達預期。

機械工業：農業 4.0：農業無人機為生產插上翅膀，打開農業大資料入口

隨著土地流轉加速、互聯網在農村的普及、工程師紅利回饋到農業生產中，我國的農業即將進入生產力三要素全面變革的黃金時期。

中國作為農業大國，農田耕地達 18 億畝，需要大量的農業植保工作。農業的自動化和資訊化是未來發展的必然方向，而農業植保無人機將成為邁向未來的重要臺階。2014-2015 年多重政策出臺，行業技術不斷成熟的背景下，植保無人機即將爆發。我們估計植保無人機市場空間約 206 億元，年植保服務費約 361-482 億元。隨著相關技術和資料的積累，技術人員、農業無人機、大資料將分別取代傳統的施藥人員、手工具或地面設備、個人經驗和感覺，帶來植保方面的變革。無人機在農業中的其他應用也將出現，不斷推進農業大資料的完善。農業大資料入口的搶奪戰即將打響，獲取入口者不僅可以高效連接匹配生產端和需求端，大大減少土地和產品資源的浪費，更能夠開拓出每畝地數百元生產資料到每畝地數千元產出的增值服務。建議關注：新安股份、芭田股份、隆鑫通用。

風險提示：政策出臺不達預期；無人機產品可靠性不足；配套不完善導致無人機植保難以推行。

資訊服務：農業 4.0：1 號文在即，關注農業資訊化

發達國家在農業資訊化領域投入多年，電腦和網路技術已經應用到農業的各個方面。美國的農業資訊化高度發達，在全球農業資訊化浪潮中處於領先地位，主要應用於：電腦執行資訊系統應用於財務、業務分析、計畫管理、畜牧和作物生產跟蹤記錄以及專家系統；3S 技術應用於精準農業；應用性作物類比模型；農業動態資訊的計畫、預測和宏觀決策等領域。

以精準農業為代表的美國農業資訊化市場趨於成熟。美國 1993 年首次進行精準農業耕種技術試驗。2002 年開始，遙感技術、智慧機械系統、電腦網路系統在美國農業耕作中得到了廣泛的運用。2010 年之後，精準農業技術與物聯網相結合，掀起了美國精準農業技術的新浪潮，2013 年年底，

美國農業部發佈的資料顯示，美國年生產總值 100 萬美元以上的農場精準農業技術的使用率達到了 93%，產值 50-100 萬美元的農場精準農業技術使用率 85% 左右。

我國農業資訊化整體進程較發達國家落後 10-20 年，經過多年的技術發展，已具備農業資訊化的基礎條件。2000 年以來，隨著電腦網路的快速發展，地理資訊系統、遙感測繪、北斗定位系統先後快速發展，農業資訊化水準得到較大提升，但還是處在較低水準。2010 年以後我國廣播電視村村通工程基本實現全覆蓋，農村地區的電腦普及程度越來越高，由 2000 年的每百戶 0.5 台上升到 2013 年的 21.5 台。農村線民數量從 2006 年的 2300 萬增加到近 1.9 億人。涉農電商數量和電商農產品銷售額都在高速增長，農業資訊化的基礎條件已經具備。

土地確權市場：2013 年，中央 1 號檔明確提出“5 年時間基本完成農村土地承包經營權確權登記頒證工作”。現階段，農村土地承包經營權確權登記頒證仍在試點階段，未來市場空間巨大。僅按全國耕地確權 18 億畝來計算，假設每畝確權費用 15 元，潛在的市場規模至少為 270 億元。推薦神州資訊，建議關注魚鱗圖。

農村基礎管理軟體市場：截至 2014 年我國鄉鎮區劃數量為 40381 個，僅按每個鄉鎮農村管理資訊化投入 100 萬元計算，潛在市場規模至少 400 億元。推薦神州資訊。

以拖拉機導航/自動駕駛系統為主的精準農業市場：國內目前裝機政府補貼約為 7 萬元/套，單套系統售價約為 10 萬元。截至 2013 年我國存量大中型拖拉機約為 527 萬台，假設未來 5 年內有 10% 是農耕用大型拖拉機，其中 30% 適用於精準農業，則潛在市場空間約為 158 億元。我國目前除黑龍江農墾通過幾年的發展，裝機率較高外，其他地區裝機率較低，提升空間很大。建議關注合眾思壯。

農產品溯源市場：農產品流通追溯體系建設是保證食品安全的重要手段，已在全國廣泛展開。在物聯網、雲計算等新技術推動下，農產品溯源已成為“智慧城市”建設的重要內容。我們估算市場總容量約為 270 億元，建議關注華宇軟體、資訊發展、新大陸。

風險提示：農業資訊化進程不及市場預期，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。