

## 宏觀經濟

## 貶值時股市可跌可漲——海內外實例分析。

1. 匯率與股市並非簡單正或負相關。(1) 匯率和股市直接的關係不穩定，因為這二者都是因變數，引數是貨幣流動性、經濟增長。貨幣寬鬆、經濟增長穩定時，匯率貶值可稱為主動貶值，經濟受困、基本面惡化時，匯率貶值可稱為被動貶值。(2) 主動貶值時，股市上漲。美國次貸危機爆發後開啟QE，美元下跌15%，標普漲71%。12年底日本實施“安倍經濟學”，日元對美元貶值60%多，日經225漲130%。(3) 被動貶值時，股市下跌。受美國次貸危機影響，韓國基本面顯著惡化，韓元被動貶值43%，韓國綜合指數下跌40%。14年7月開始布倫特原油價格大跌，油價的下跌引發俄羅斯盧布大幅度貶值，股市暴跌了40%多。
  2. 人民幣屬於主動貶值，無需過慮。(1) 14年開啟的人民幣貶值是主動性貶值，貶值的背景是貨幣政策不斷寬鬆，貨幣寬鬆及其他政策對沖了經濟增長下行壓力，所以，整體上，股市是上漲的。(2) 811匯率貶值後股市暴跌，本質上是擔心全球金融風險。811人民幣中間價連續三天大貶時，A股並沒有立即下跌，甚至震盪略漲。A股真正下跌開始於8月18日，那時多個新興市場國家貨幣跟隨貶值，而且幅度更大，人民幣的連續貶值加大了市場對美聯儲加息的預期，全球投資者擔憂危機重現。(3) 此次貶值幅度更小，更為可控。16年初來，新興市場國家匯率貶值幅度並不大，僅有南非和阿根廷大於5%。此外，就人民幣匯率而言，監管層已經開始干預人民幣匯率，最近兩天人民幣在岸和離岸匯率已經回升。
  3. 更值得警惕是，新興市場國家潛在風險。(1) 匯率角度，更值得警惕是，爆發局部危機的風險。歷史上幾次由新興市場國家引起的金融危機，如97年泰國、98年俄羅斯、02年阿根廷，會對全球資本市場造成影響。10年4-7月和11年7-10年兩次希臘債務危機，爆發時全球股指同步下跌，若無歐元區對希臘救助，後果將更為嚴重。(2) 測測外債負擔，警惕烏克蘭、哈薩克斯坦、澳大利亞、加拿大等國風險。外債/外匯儲備、外債/GDP比例是衡量潛在危機大小的重要指標，目前烏克蘭、哈薩克斯坦、澳大利亞和加拿大外債/外匯儲備、外債/GDP均已經較高。資源品相關產業均為烏克蘭、哈薩克斯坦、澳大利亞、加拿大四國的主要產業，未來需警惕美聯儲加息造成石油、金屬等資源品價格下跌，這些國家債務負擔會更重，可能引爆風險。
- 風險提示。海外金融市場波動，經濟增長失速，政策調控市場超預期。

## 人民幣突圍之戰——各國匯率貶值經驗研究

新年伊始，人民幣匯率大幅波動，給瘋狂的金融市場“當頭一棒”。梳理比較各國貨幣貶值的歷史，原因各有不同，結果好壞參半，中間過程充滿艱辛和波折。如果應對得當，贏得時間，匯率仍可突出重圍。

貶值原因各有千秋。歐元區、日本、英國等發達地區貨幣市場化、國際化程度高，主要受貨幣供求影響，因經濟復蘇慢於美國、且仍在“放水”而貶值。新興匯率還受央行干預能力影響，外匯儲備是重要指標，中國、俄羅斯等國的外匯儲備和匯率走勢正相關。經常項目、資本與金融項目、外匯儲備往往相互作用，惡性循環，甚至爆發危機，俄羅斯、巴西等國的遭遇即是典型。

貶值助於國際收支正常化。貶值是匯率向市場均衡回歸的過程，緩解貿易壓力。巴西、印度等貨幣貶值後，貿易壓力均有所緩解，且貶值也可提高出口企業的本幣收入和利潤。但在全球經濟不景氣、各國貨幣都貶值的情況下，貶值對一國出口的改善作用相對有限。從資料上看，各國貨幣貶值後出口增速仍在下滑，且貶值前後各國出口占世界的份額也沒有太大變化。

貶值到位緩解資本流出。俄羅斯盧布貶值以後，金融市場出現大反轉，15年以來盧布貶值幅度僅6%，遠低於其它新興經濟體；14年4季度俄羅斯流出834億美元，而15年1季度降至578億美元，2季度繼續降至118億美元；俄羅斯股市2015年全球表現最佳。

但貶值伴隨物價波動，央行面臨挑戰。新興經濟體貨幣貶值較為劇烈，容易導致物價水準快速上漲。巴西雷亞爾貶值後，CPI同比也自6.3%升至11.3%。俄羅斯盧布急貶40%後，CPI同比由8.3%攀升至16.7%。嚴重的通貨膨脹成為央行被迫加息的一個重要原因，巴西和俄羅斯都一度大幅上調利率。為了維持高利率環境，央行不得不控制貨幣投放速度，難以實施貨幣寬鬆。對於經濟增速下臺階的新興國家來說，貨幣被動緊縮加大經濟壓力。

匯率成功企穩，市場回歸正常。如果匯率在新的均衡水準企穩，則通脹回落，利率相應下降。13年中盧比大幅貶值時期，央行加息應對通脹，印度國債收益率驟升，1年期國債利率接近10%，和10年期國債利率倒掛。14年以來，盧比貶值速度減緩，CPI同比也大幅下滑，政策利率也由8%降至6.75%。匯率和利率的企穩，結束了印度債券市場的動盪。

央行突圍戰：外儲和匯率的選擇。市場匯率走勢受央行態度影響。一方面近期人民幣貶值速度加快，而本週一離岸人民幣大幅升值，顯示央行或再次出手干預匯率。說明央行有意釋放貶值壓力，但又不希望貶值速度過快引發動盪。然而干預消耗外匯儲備。2016年勢必將是央行異常“糾結”的一年，資本專案甚至經常專案管制的加強或是折中之法，為贏得突圍戰贏得時間。

貶值釋放風險，並非世界末日。首先，我們觀察到諸多新興市場貶值引發通脹，導致了央行的被動緊縮。但中國是全產業鏈國家，加之產能過剩，應無需擔心通脹及央行緊縮。其次，雖然貶值會引

發巨大動盪，但在貶值到位以後往往醞釀著轉機，包括俄羅斯這樣嚴重依賴油價、負增長的經濟體。這也意味著未來我們需要睜大眼睛，耐心觀察和等待匯率企穩的信號以及風險釋放以後的機會。

## 大市導航

### 保險：不樂觀，不悲觀——保險行業 2016 年投資策略

可投資資產快速增長激發財富管理需求，保險行業可以同時滿足中高階層人群的保障和理財需求，發展空間巨大。保險公司在銷售商業保險產品的同時，積極參與養老產業和健康產業發展，打通壽險全產業鏈。1) 保險行業參與大健康產業的方式除銷售健康保險外，還包括參與政府主導的醫保經辦和大病保險、收購醫院等醫療機構、推進健康互聯網建設和健康管理大資料應用等。2) 保險公司通過銷售養老保險和投資建設養老社區的形式參與養老產業。保險公司投資養老地產的優勢亦很顯著，將傳統養老保險與現代養老社區結合在一起，為客戶提供涵蓋養老財務規劃和養老生活安排的一攬子解決方案。同時，我們預期養老保險稅收優惠政策在 2016 年推出的可能性較大。

2016 年保險行業維持景氣高位。2015 年為保險行業景氣高點，2016 年預計難以持續提升，將受到代理人增員放緩和資產配額難度加大的雙重壓力，利差收窄的可能性較大。但是市場對於利差收窄和利差損風險已經充分反應，悲觀預期或將改善，而低息環境下，保險產品吸引力顯著增強，保單銷售持續好轉，個險新單保費和新業務價值增速仍會較快。

資產端：調整投資結構，重點配額非標和另類，對抗降息週期。保險公司逐漸將部分債券及存款的投資比例轉移到債權計畫、集合信託等高收益新型固收類資產中，淨投資收益率仍高。同時，未來將增加非上市公司股權、境外資產等投資配額，減弱低息影響，預計未來投資收益率不會出現明顯下滑。此外，我們預計保險公司對於二級市場股票和基金的配額比例顯著提高的可能性不大。

負債端：壽險業正向迴圈已經啟動，新業務價值有望持續高增長：高投資收益→保險產品吸引力提升→銷售難度下降，保費高增長→傭金上漲，增員環境大幅改善→個險新單高增長。

保險行業景氣度仍高，行業估值橫向、縱向比較均較低，利差收窄的負面預期或將改善，向上修復空間巨大，看好保險板塊的投資價值。2016 年仍為行業景氣高點，低息環境下，保險產品吸引力顯著增強，保單銷售持續好轉，個險新單保費和新業務價值增速仍會較快。壽險 2016“開門紅”已經開始，一季度個險新單保費有望大幅增長。行業估值橫向、縱向比較均較低，向上修復空間巨大，看好保險板塊的投資價值。給予“增持”，首推中國平安和新華保險。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

## 鋼鐵：卡拉拉鐵礦項目可能關停對攀鋼釩鈦影響不大

鞍鋼正在聘請協力廠商評估攀鋼釩鈦控股的澳大利亞卡拉拉礦山的可行性及其潛在選項，而上周卡拉拉 CEO 給員工的備忘錄稱，鞍鋼無法繼續向卡拉拉提供資金支援，同時卡拉拉第二大股東金達必則警告如果鞍鋼不繼續注資，該項目可能破產。

鞍鋼目前已經困難重重。整個集團虧損明顯，各主要業務可能均不盈利，且礦石不斷跌價，未來幾年卡拉拉很難看到起色，因此，鞍鋼有選擇不再注資的可能。

卡拉拉破產對鞍鋼集團和攀鋼釩鈦有一定影響。攀鋼釩鈦 100%持有鞍澳和鞍港，鞍澳持有卡拉拉項目 52.16%股權，鞍港持有金達必 35.89%股權，而金達必又卡拉拉 47.84%股權，攀鋼釩鈦合計持有卡拉拉 69.33%股權。2014 年卡拉拉礦因計提減值 6.4 億澳元而巨幅虧損 45.65 億元人民幣，同期攀鋼釩鈦也因此巨虧 38 億元。從目前時點估計，攀鋼釩鈦擁有的卡拉拉權益約 12 億元人民幣，也就是說如果公司破產，公司可能在 12 億元左右，約占攀鋼釩鈦目前淨資產的 10%。

但因不清楚澳洲公司對破產企業股東應承擔的責任以及公司或者子公司為卡拉拉提供的貸款擔保有多少，因此無法確認最終損失。之前金達必股價跌 57%收 0.009 澳元，市值幾乎清零。

風險提示。最終損失不確定。

## 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。