

2016年01月15日

銷售部 - 投資策略

宏觀經濟

人民幣保衛戰——兼析離岸人民幣利率為何飆升

離岸人民幣市場的特點

離岸人民幣以香港市場為主。目前人民幣離岸市場總規模達 1.5 萬億元，其中香港是全球最大人民幣離岸市場，其規模占比超過 60%，而臺灣和新加坡規模占比快速提升，分別約達 10%。

CNH 主要用途之一是參與外匯交易。15 年末香港離岸人民幣存量約 8600 億元，其中投向人民幣貸款和人民幣債券的量為 3000 億元和 3500 億元，而投資外匯等其他資產的量達 2000 億元左右，可見外匯仍是 CNH 主要使用管道。

CNH 資金池受到國內影響，匯差套利等影響流動性。CNH 市場並不具備完善的自我貨幣創造機制，如果 CNH/CNY 出現匯差，套利資金活躍，離岸人民幣流動性就很可能波動。

貶值預期下，失衡的離岸人民幣供需

“空頭”交易與上升的 CNH 需求：離岸做空盤一般選擇在拆借市場借入 CNH 購匯，再通過離岸遠期市場結匯，推升對拆借市場離岸人民幣的即期需求。而人民幣空頭交易也的確導致 Swap 隱含的 CNH 資金價格走高。

套利、央行干預與趨降的 CNH 供給：當 CNH 比 CNY 便宜時，套利交易者買入離岸人民幣、拋售在岸人民幣，減少離岸人民幣存量。另一方面，在大量在岸和離岸市場購匯干預後，人民幣籌碼逐步集中到央行手中，加上央行主動控制境內人民幣向境外流出的途徑，多重因素下，離岸人民幣供給趨於減少。

央行組合拳保衛人民幣：縮小匯差，抬升利率

但是供給減少、需求抬升這兩個因素在去年四季度也一直存在，當時香港人民幣拆借利率也並未大幅飆升，近期離岸人民幣枯竭的背後是央行的再度出招。

穩定 CNY 需先穩定 CNH：1) CNH 貶值程度大於 CNY 時，引發兩地套利資金交易，大量離岸人民幣轉向在岸市場購匯，對 CNY 形成貶值壓力。2) 而 CNY 下跌又會加劇海外投資者的悲觀情緒，CNH 繼續下跌，貶值預期迴圈。

央行本次離岸市場干預措施：1) 央行或在外匯市場大舉買入離岸人民幣，降低 CNH 和 CNY 匯差，減少套利資金對在岸人民幣的貶值壓力。2) 通過中資行回收離岸人民幣後，並未投放到拆借市場上，甚至要求部分境內銀行做好資本項下的淨流出管理，減少短期內人民幣集中跨境流出，徹底收緊離岸流動性。

這使得 CNH 拆借市場供不應求加劇，是造成近期香港、臺灣等離岸人民幣市場拆借利率大幅飆升的根本原因。

離岸利率飆升，CNH 顯著升值，匯率企穩

面對抬升的資金成本（空頭拆借人民幣利率上升，或短端掉期點大幅上升），做空收益大幅下降，空頭被迫結匯平倉，反過來推動 CNH 上升。從匯率表現來看，1 月 12 日 CNH 快速升值 1.5%，1 月 13 日 CNH 和 CNY 均穩定在 6.57，匯差明顯收窄，短期內人民幣匯率成功企穩，央行組合拳效果顯著。

離岸干預是權益之計，穩定匯率預期才是長久之計

我國外匯儲備充裕，干預離岸具有優勢。當前香港離岸人民幣存款大約在 8000 多億元（約 1300 億美元），而我國外匯儲備有 3.33 萬億美元，短期有充足外匯在離岸市場大量買入人民幣打擊空頭。

收緊離岸人民幣流動性是短期權宜之計，過高的 CNH HIBOR 利率也使持有人民幣資產的多頭蒙受損失。穩定匯率預期才是長久之計，只有這樣才能真正打消市場上的做空交易。雖然當前央行有足夠的外匯儲備干預離岸，但每一次干預都會直接消耗外儲，如果後續貶值預期頻繁再起，對外儲的消耗不可忽視。

16 年註定是央行異常糾結的一年，不僅要在匯率和利率之間選擇，也要在外儲和貶值預期引導上做權衡。1 月初不斷下挫的 CNH 如今被央行出手制止，但後續匯率是否再起波瀾仍需要關注，而匯率一旦真正企穩，也將為我們提供風險釋放後的資產上漲機會。

貶值時股市可跌可漲——海內外實例分析

匯率與股市並非簡單正或負相關。（1）匯率和股市都是因變數，主動貶或被動貶，股市表現不同。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促使美聯儲開啟 QE，美元指數下跌 15%，標普大漲 71%。12 年底日本實施“安倍經濟學”，日元對美元貶值 60%多，期間日經 225 指數漲幅 130%。（3）被動貶值時，股市下跌。07 年 11 月至 09 年 3 月，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。

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。人民幣貶值從 14 年初正式開啟，從 14 年初至今貶值幅度為 7.2%。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以及加息後的影響，全球投資者擔憂 97 年東南亞金融危機重現。

（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，2016 年中國人民銀行工作會議提出“保持人民幣匯率在合理均衡水準上的基本穩定”，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。

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，97 年泰國兩個值為 427%、73%，98 年俄羅斯分別為 2415%、148%，02 年阿根廷分別為 1493%、169%，10 年希臘分別為 8773%、185%。目前烏克蘭外債/GDP、外債/外匯儲備分別高達 125%、1045%，哈薩克斯坦分別為 113%、754%，此外兩國 GDP 下滑、出口下降。澳大利亞和加拿大 GDP 同比增速較為穩定，但是外債/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。

大市導航

汽車與零配件：新能源汽車將引領反彈

熔断大跌後，推薦新能源汽車將引領反彈，仍是“夜空中最亮的星”。

推薦核心邏輯：

- 1、開年熔斷下跌，系統性大幅調整，釋放新能源汽車板塊的估值和預期風險。
 - 2、新能源汽車產業鏈在年報、季報的超預期潛力非常顯著，有成長又有估值。
 - 3 相對收益基礎非常扎實，絕對收益取決於大盤不發生崩盤風險，新能源汽車是早週期板塊，“春節行情存在”，新能源汽車“臘八行情”呼之欲來。
 - 4、我們認為，新能源汽車 2016 年銷量將達 50 萬輛，2015 年底衝量將會過渡至 2016 年；全產業鏈規模擴張，成本下降，模式創新，物流電動化發力；行業景氣+規模效益決定全產業鏈盈利擴張，全行業景氣不見得要誰多吃誰的利潤，是大家好才是真的好！
 - 5、2016 年重視產業新變化，物流電動化新增定制化需求，是發揮運營管理和效率的龐大市場。關注未來全產業鏈佈局核心資產的公司，重點推薦年度品種納川股份，同時建議優先配銜估值合理的新能源整車和優質龍頭，關注比亞迪、天齊鋰業、多氟多、滄州明珠等，機構持倉不足且存預期差，機遇明顯。
- 風險提示。宏觀經濟有波動。

新能源板塊：電動車是反彈先鋒，當前已經進入配銜區間

我們近期強烈推薦新能源汽車，昨日收盤數檔股票漲停，鋰電池指數大漲 6.4%。

電動車是反彈先鋒。從 2014 年開始，新能源汽車就成為成長股（創業板、中小板）的反彈先鋒，2015 年下半年更是一枝獨秀。反彈先鋒源于成長的確定性，和資料可跟蹤性。經歷了超跌以後，我們認為如果市場企穩，電動車必將率先反彈。

超跌消化了悲觀預期，2016 年仍有較高增長。我們從 12 月開始，對電動車板塊的股票不再推薦，並反復強調 2016 年一季度的淡季因素。目前板塊已經大幅調整，一季度的淡季因素導致的產銷量環比大幅下滑已經深入人心，股價也大幅調整，悲觀預期已經得以消化。由於 2015 年四季度搶補，我們認為一季度產銷量必然環比大幅下滑，但是由於乘用車的牌照因素，和車企的調控因素，同比仍會有較高增長，在股價已經大幅調整之後，目前板塊已經進入配銜區間。催化劑在於年報、一季報的同比高增長，2016 年 1 月份的銷量同比高增長，地方政府的積極政策（如放開牌照，不限行）。

板塊值得配銜，重點關注多氟多、中通客車、國軒高科、億緯鋰能、欣旺達、杉杉股份。經歷了超跌調整以後，目前板塊的相對收益肯定會較為明顯；如果市場沒有繼續大幅調整，絕對收益也會存在。我們認為前期的板塊龍頭仍會大放異彩，多氟多、天齊鋰業將成為風向標，中通客車、國軒高科、億緯鋰能、欣旺達、杉杉股份值得重點關注。

風險提示。股市系統性風險。

煤炭：煤炭基本面有好轉趨勢

成長股經歷大幅下跌，反彈終於開始，煤炭短期或不領漲市場，但煤炭基本面卻有改善，煤價又有上漲，行業本身已經有轉好的趨勢，建議看好週期的投資者抓住成長股反彈的機會，煤炭行情剛剛開始，不要錯過。

風險提示：經濟繼續下行，供給側改革和國企改革持續低於預期。

中國建築（601668）：12月資料點評——15年建築新簽轉正，PPP涉入新型城鎮化，地產銷售繼續高增

建築新簽訂單增速由負轉正。15年1-12月建築業務新簽合同額15129億元，同比增長6.6%，增速由負轉正，其中12月單月新簽訂單3333億元，同比大幅增加54.59%。從業務分部來看，1-12月份房屋建築累計新簽11903億元，同比上升2.5%；基礎設施累計新簽3138億，同比上升26.6%；勘察設計累計新簽88億元，同比下降9.9%，從地區分部來看，1-12月份海外累計新簽1025億，同比上升37.2%，國內新簽14104億，同比上升4.9%，較前11月-2.1%增速實現反轉。

前12月建築新開工面積同比依然負增長。公司15年1-12月新開工面積為22419萬平方米，同比下降23.5%，其中12月單月新開工面積1844萬平方米，同比增長2.90%，較11單月新開工增速5.81%略有下滑。年初以來建築施工面積增速仍處於相對低位，前12月累計施工面積99709萬平方米，同比增長8.2%。

12月地產銷售繼續享受“暖冬”。公司15年1-12月地產累計銷售額為1546億元，同比增長28.5%，較前11月提高4.3個百分點；合約累計銷售面積為1326萬平方米，同比增長28.0%，較前11月增速微降1.6個百分點。我們估計其中前12月份中海地產和中建地產銷售額分別為1269億和277億。

估值及盈利預測。近期公司PPP業務再下一城，簽約上海市青浦區新型城鎮化綜合開發專案合作協定，是公司拓展新型城鎮化PPP項目的有益嘗試，強大的“施工+技術+資金”優勢將繼續助力公司在PPP模式領域開疆拓土。寬鬆政策+資產配路荒，地產銷售高增長有望持續。我們預計15-16年EPS分別為0.83元和0.90元。

風險提示：經濟下滑風險，開工低於預期。

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。