

## 宏觀經濟

**5000 億外儲都去哪了？——2015 年外儲與國際收支結構分析**

2015 年，我國國際收支跌宕起伏，全年外儲減少-5127 億美元，創歷史最大降幅。經常帳戶順差擴大背景下，為何外儲仍大幅下降？超 5000 億美元外儲都去哪了？本報告結合 2015 年國際收支、外債等最新資料，對外儲流出結構進行分析。

2015 年國際收支綜述：“雙順差”局面扭轉，呈現諸多結構性變化。2015 年中美貨幣政策分化，美國啟動加息，而中國經歷一輪貨幣寬鬆週期；同時匯改後人民幣經歷 20 年來最大幅度貶值，令國際收支形勢逆轉。經常帳戶順差擴大，但金融帳戶逆差高達-4856 億美元，“雙順差”格局未能持續，諸多結構性變化呈現跨境資金流動的全新特徵。

經常帳戶與 FDI：穩定流入仍在持續。2015 年經常帳戶順差高達 3306 億美元，創 7 年新高，大宗價格暴跌壓低進口成本，令一般貿易順差劇增，最新的服務貿易項下旅行支出資料中包含約-1000 億美元的個人購匯流出，剔除此因素後經常帳戶順差超過 4000 億美元。FDI 流入 2499 億美元，仍在合理區間內，顯示中國市場對海外資本仍具有良好的長期吸引力。

資本與金融帳戶：多因素導致流出擴大。1) 外債結構優化：其他投資項下貸款、貨幣與存款、貿易信貸等負債合計減少達-3515 億美元，顯示企業積極償還外債，國際投資頭寸和外債存量資料顯示，貸款、貨幣與存款負債存量僅為 14 年中高點的 60%。2) 企業“走出去”：15 年企業對外直接投資和新增貸款合計流出-2353 億美元，其中 ODI 流出-1878 億美元，增速超 50%。3) “藏匯於民”：居民和銀行選擇更多地持有海外證券資產，以及貨幣和存款等流動性金融資產，合計流出-1733 億美元。

淨誤差與遺漏項：熱錢流出的蹤跡。2015 年淨誤差與遺漏項流出達-1882 億美元，成為主要流出因素之一。淨誤差與遺漏的形成原因主要包括統計時點差異、統計口徑差異和熱錢流動。我們基於該專案和銀行結售匯資料的對比，構造一個熱錢流動的衡量指標，結果顯示淨誤差與遺漏的流出主要與借道貿易項目的熱錢套利活動有關。估計該項目中的熱錢流出約-1300 億美元。

非交易因素導致外儲減少約-1700 億美元。導致非交易性外儲下降的原因包括：1) 非美元貨幣匯率波動；2) 外儲資產價值波動；3) 支持“走出去”等非經常性外儲配額調出。歐元、英鎊等相對美元貶值導致外匯儲備資產減值-1000 億美元，部分被海外債券市場收益率下降帶來的債券價格上漲所抵消。而 2015 年 2 季度起我國採用 SDDS 標準報告外儲資產，意味著注資中投公司、絲路基金，以及外儲委託貸款等均需調整出外儲口徑，導致外儲非經常性減少。

總結：外儲都去哪了？2015年，經常帳戶（剔除個人購匯）和 FDI 流入合計 6805 億美元；國際收支交易流出中，外債結構優化、企業“走出去”和“藏匯於民”等投機性質較弱的流出合計為-7601 億美元；估計的熱錢流出和個人購匯流出合計約-2300 億美元；非交易性外儲資產下降約-1700 億美元。整體來看，外儲下降並不完全意味著資本外逃，投機性較強的資本流出規模相對可控。

2016 年國際收支形勢展望：一系列因素影響下，我們預計 2016 年國際收支有望改善，外匯儲備降幅有望收窄。原油、鐵礦石等大宗商品價格企穩回升，或令一般貿易順差有所回落，導致總體流入小幅下降至約 6000 億美元；流出方面，除企業“走出去”可能有所增長外，由於美聯儲延遲加息，中國貨幣政策回歸穩健，償還外債、增持海外資產規模有望下降，三項因素合計流出降至約-6900 億美元；同時熱錢流出和個人購匯動機有望緩解，流出規模降至-2000 億美元；非交易性外儲資產減少或大幅改善至-500 億美元左右；其他項流出在-500 億美元左右。整體而言，基於當前的判斷和預測，我們認為 2016 年外儲降幅有望較 15 年略有縮窄、但流出壓力仍大，初步預計全年外儲降幅在-4000 億美元左右，而 1 季度已下降-1200 億美元。

## 大市導航

### 傳媒：中超迎來 VR 直播時代，體育+VR 商機何在？

中超開啟 VR 直播時代，VR 與體育能擦出怎樣的火花？華人文化旗下體奧動力聯手微鯨科技力推 VR 體育直播國家隊、中超等國內幾乎所有重要足球聯賽。這就意味著國內體育開啟 VR 直播時代，觀眾可以“足不出戶”就能做到“身臨”中超和國家隊賽場，徹底顛覆體育賽事直播行業，一石激起千層浪。另一方面 VR 直播，不僅能夠給場外觀眾帶來身臨其境的觀賽體驗，也為體育贊助商帶來了新的商機，借助 VR 技術的構建沉浸式虛擬場景，提供非同一般的消費體驗，從而刺激消費。

VR 進入爆發元年，體育成 VR 內容資源爭奪“新戰場”，巨頭跑馬圈地，風生水起。隨著 Facebook、Sony 等公司在 VR 硬體技術上的進步，越來越多的軟體技術公司正利用 VR 的沉浸式體驗為整個商業世界提供巨大的想像空間。隨著資本的大量湧入以及市場消費習慣的逐漸養成，使用者對於 VR 產品的需求將逐漸從硬體轉向內容。在高品質 VR 遊戲難做、VR 視頻拍攝成本高的背景下，體育 VR 直播開始進入人們的視野。也就是說，體育 VR 直播被認為是目前繼線下體驗店之後最容易商業化推廣的領域。全球各大巨頭紛紛看好這場 VR 盛宴。我們認為，體育+VR 亮點何在？顛覆和引爆體育消費模式：體育 VR 直播有望率先突圍。可以預見，隨著 VR 技術的不斷成熟，VR 硬體設備的不斷普及，VR 會在體育領域獲得更廣泛的應用。據測算，2020 年 VR 直播的市場營收規模預計為 7.5 億美元，到了 2025 年則高達 41 億美元。

給予行業增持評級。當前建議關注：雷曼股份（背靠中超資源深耕足球行銷產業鏈，業績開啟增長新引擎）、雙象股份（內生驅動業績高增長，體育產業基金落地外延擴張值得期待）、道博股份（全面出擊，打造最全體育平臺）、國旅聯合（手握賽事資源，外延收購 VR 公司佈局直播領域）。  
風險提示。系統性風險；政策變動風險；收購整合風險；市場競爭風險。

## 電腦：為什麼越來越多的上市公司並購佈局企業級 SaaS

### （1）巨頭佈局+資本傾斜+垂直型工具創新，帶動企業級 SaaS 繁榮

騰訊正式推出企業微信和企點、阿裡釘釘業績超預期，互聯網巨頭佈局企業級 SaaS 為行業指明了方向。此外，參考海外產業發展，美國企業級服務公司在虧損的現狀下仍然獲得高估值，平均市銷率也有 10-20 倍，資本對企業級服務青睞有佳。

OA 協同、CRM、HR、ERP、安全等等，SaaS 模式在物流、醫療、教育、農業等領域應用越來越廣泛。

### （2）市場發展空間較大

中美兩國擁有相近的企業數量，然而美國 SaaS 市場規模達到 1700 億美元，而我國僅有約 35 億元，提升空間巨大。從二級市場企業數量看，美國上市累積約 40 家企業級服務公司；而我國目前 A 股沒有專門上市標的，有大約 6-7 家公司在往該領域轉型。就成長速度而言，我國企業級服務正處於初始高增長期，近 200% 的複合增長率，是美國增長率的 4 倍。

### （3）騰訊推出企點，吹響進軍企業級 SaaS 號角

騰訊企點以 IM 為基礎，全面整合騰訊資源和能力，為企業輕鬆管理多個社交平臺，留存來自不同管道的客戶線索，並進行精細化客戶關係管理。一方面，這是 BAT 佈局 To B 市場的重要事件，聯想到之前阿裡首次披露釘釘經營情況，僅用 1 年時間就成長為中國第一企業級社交品牌，巨頭佈局為行業發展指明了方向；另一方面，騰訊企點的服務優勢在於騰訊的社交平臺基礎+大資料精準行銷，這是騰訊資源的變現，也是其他企業級服務公司難以企及的資源。

### （4）垂直型工具創新加劇行業發展。

隨著大家把越來越多的 SaaS 追加進自己的技術棧裡面，軟體互連、資料移轉、技術棧管理、工作流集成、體驗定制等工作的痛苦也與日俱增。於是新的混合型產品 / 方案開始浮現。具體的創新有：垂直型 SaaS 中樞、解綁定 API、客戶資料層、命令&通知層等創新。隨著技術棧的不斷壯大，會有越來越多新的混合產品和方案的出現。預期未來幾年一切都會不斷演進和變化。

### （5）“專業服務+行銷策略+成本控制”三大決勝點。

快速佔有市場是企業級服務公司的競爭關鍵，行銷策略將直接影響公司的市場佔有率。成本控制得當意味著能夠提供優於競爭對手的價格，成立同盟，標準化模組等是常用手段。我國目前客戶結構仍以中小企業為主導，支付能力和意願差。客戶為大型企業的服務商有先天優勢。

推薦標的：豐東股份、北信源、麥達數位、用友網路；建議關注：齊心集團、榮信股份、\*ST 明膠。

風險提示：短期市場波動風險。

### 石油天然氣：關注三桶油旗下上市公司投資機會

石油濟柴重大事項停牌，市場對三桶油旗下上市公司改革重組充滿期待。

三桶油旗下平臺化整合的投資機會。中石化在前幾年一直在做平臺化整合、專業化重組。目前煉化工程、油服、油田機械已實現平臺化整合並上市。中石油去年底成立中油管道擬對天然氣管道進行平臺化整合，表明其對下屬公司的整合在加速。

此次石油濟柴重大事項停牌，進一步加強了市場對中石油加快改革的預期。

我們建議關注三桶油旗下上市公司的投資機會。中石油旗下大慶華科、石油濟柴、天利高新；中石化旗下泰山石油、上海石化、四川美豐；中海油旗下山東海化。

風險提示。改革進度低於預期，油價大幅回落等。

### 農業：禽鏈板塊是貫穿 2016 年的投資板。

禽鏈板塊是貫穿 2016 年的投資板塊，前期伴隨著禽價調整板塊有休整。禽鏈價格經過上兩周的調整之後，重啟上漲。商品代雞苗價格上漲至 4.5 元/羽，5 月份的父母代雞苗已經上漲至 52 元/套。根據我們的數量模型預測，在產父母代存欄數量會在 16 年的 5 月份之後大幅減少，直至 17 年 4 月，會降到大幅低於理論上需要的在產數量（3363 萬套）。所以，未來我們或能看到比一季度更高的禽鏈價格。整個板塊均有機會，從安全性角度出發，更推薦聖農發展。

風險提示。宏觀經濟下行，政策推進不達預期。

### 化工：2016Q1 輪胎企業業績靚麗。

2016Q1 輪胎企業業績靚麗。最近各輪胎上市公司相繼公佈 2016 年一季度的業績或業績預告，其中青島雙星一季度淨利潤同比增長 177%，賽輪金宇公佈一季度業績在 8300 萬元~9600 萬元，同比增

長 160%~200%，陽谷華泰公佈業績修正公告，2016 年一季度預計盈利 1561 萬~1718 萬元，同比增長 200%~230%。對於輪胎企業的業績增長，各企業公告了業績增長的原因，總結來說就是兩點，一是公司管理效率提升，成本控制得當；二是輪胎訂單及銷量增長。

輪胎銷量的增長是企業業績增長的主要原因。我們認為輪胎銷量的增長主要有以下影響因素：1) 美國“雙反”的影響減弱，行業開工率提升，2015 年輪胎產量基數低。2015 年下半年至今，輪胎企業開始，出口轉內銷、出口到其他國家、在海外建廠，“雙反”對輪胎企業的影響逐漸減弱。因此，美國“雙反”的影響減弱，行業開工率提升，2015 年一季度輪胎產量基數低，是 2016 年一季度輪胎銷量同比大增的原因之一。2) 原材料天膠價格大幅反彈，強化了輪胎經銷商補庫需求。

2015 年輪胎經銷商預期膠價下跌，輪胎價格不會上漲，因此保持較低的庫存，2016 年 2 月份天膠價格短期內大幅反彈，改變市場預期，下游經銷商擔心輪胎出廠價上調，疊加春季銷售旺季，因此開始積極備貨，這是輪胎銷量增長的另一影響因素。3) 下游需求有所好轉。國家統計局發佈的最新資料顯示，2016 年一季度房屋新開工面積 2.8 億平方米，同比增長 19.2%。全國商品房銷售面積 2.4 億平方米，同比增長 33.1%。國內重卡 1-3 月份共銷售各類車輛約 14.37 萬輛，比 2015 年同期的 13.46 萬輛增長 7%。4) 另外，2016 年 2 月 19 日，美國商務部發佈公告，正式對原產於中國的卡車及公共汽車輪胎發起反傾銷反補貼調查，輪胎生產企業不排除有提前大力銷售的傾向。

企業盈利大幅增長能否維持下去？1) 天然橡膠價格上漲，輪胎終端價格普遍未提價，天膠價格反彈後，大多數輪胎企業的輪胎出廠價並沒有上調，如果在下游需求較好的時候沒有提價，後期將很難提價。企業在消耗完低價庫存後，產品的毛利有被壓縮的可能，在這種情形下規模較大的輪胎企業受益，小企業的利潤波動會比較大。2) 對卡車及公共汽車輪胎的“雙反”是全年最大的風險。2015 年我國卡客車輪胎出口到美國的數量接近 60 萬噸，占我國出口卡客車市場的 1/5，在整個卡客車出口中佔有重要的地位，如果 2016 年 6 月份左右美國對中國卡客車實行“雙反”，勢必將對我國全鋼胎市場造成重大的影響，也是 2016 年影響整個輪胎行業盈利情況的最不確定的因素。

企業如何應對才能從困境中走出來？從公司的角度來講，一是實施“中國製造 2025”和“互聯網+”，提高企業自動化和資訊化水準，提升生產效率、降低人工成本，實現升級發展，邁向中高端製造；二是節能降耗、綠色生產，提升產品品質，提供個性化產品；三是海外建廠，在海外設立輪胎工廠，並在當地建立橡膠園和橡膠加工廠，走出去規避“雙反”。

風險提示：經濟下行輪胎需求下滑的風險；美國對中國卡客車實施“雙反”的風險；原材料價格上漲的風險。

## 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。