

## 宏觀經濟

## 未有成功先例，實施慎之又慎——托賓稅的國際經驗與啟示

什麼是“托賓稅”？托賓稅是針對外匯交易徵收的交易稅，旨在著重提升短期外匯交易的成本，以抑制過度的短期資本跨境流動。托賓稅具有3個基本特徵：1) 市場化價格型間接調控手段；2) 非對稱成本提升效應；3) 旨在抑制短期資本流動。

為什麼要徵收“托賓稅”？1) 短期資本流動削弱貨幣政策獨立性：巴西、智利、哥倫比亞等拉美國家為應對高通脹實施貨幣緊縮，高利率導致資本大量流入，央行被動擴大貨幣供給，加重通脹壓力；2) 資本流動期限短，威脅金融穩定性：

採取托賓稅前，流入拉美國家的主要是短期資本，長期資本增長緩慢，短期資本流動增加金融體系流動性風險、資產價格泡沫風險、以及幣種和期限錯配風險，威脅金融穩定性；3) 匯率大幅波動，不利於貿易和投資：短期資本流入導致匯率高估，出口競爭力弱化，形成的長期貶值預期減弱國內市場對長期資本的吸引力；4) 資本流出的情形：馬來西亞曾在資本流出背景下實施資本管制和撤資稅等政策，其目的同樣是維持貨幣政策獨立性，避免被動加息。

國際經驗：“托賓稅”如何實施？1) 無息準備金（URR）：無息準備金是應用較為廣泛的一種托賓稅類政策工具，針對外匯流入徵收，旨在緩解短期外資流入導致的本幣升值壓力，準備金率是主要調控手段，有時針對短期流動採用更為嚴厲的差異化準備金率。智利（91-98）、哥倫比亞（93-00、07-08）、泰國（06-08）曾實施 URR。2) 金融交易稅（IOF）：一種針對外匯交易的顯性稅收，在外匯流入環節徵收，主要針對短期資本流入導致的本幣升值壓力，稅率是主要調整手段，變化較為頻繁，徵稅範圍不僅包括即期市場，也延伸至外匯衍生工具交易。巴西（93-99、09-14）曾兩度實施 IOF。3) 預扣稅、撤資稅等：與 URR 和 IOF 不同，主要在資本流出環節徵收，同樣對短期資本流出更為嚴格。馬來西亞曾在 99 年以撤資稅替代 98 年實施的嚴格外匯管制，韓國和泰國分別曾對外國投資者投資本國國債收益徵收預扣稅。

“托賓稅”是否有效？我們從跨境資本流動總量、結構、貨幣政策獨立性和匯率波動性四個方面衡量托賓稅類政策的實施效果，發現：1) 托賓稅對抑制短期資本流入的效果更為顯著，對抑制資本流出作用不大。2) 在資本流入環境下，托賓稅類政策對保持國內貨幣政策獨立性具有一定作用，而在資本流出環境下，作用不明顯。3) 除上述兩點外，無直接證據顯示托賓稅對跨境資本流動和匯率具有其他直接影響。托賓稅對跨境資本流動規模並無實質影響，撤資稅、預扣稅未能抑制資本流出，對實際匯率也無明顯效果。

中國如何借鑒“托賓稅”？對我國而言，目前是借鑒“托賓稅”較為敏感時期，相關舉措應審慎考量。1) 托賓稅抑制外匯流出未有成功先例。與多數案例不同，我國當前仍面臨一定的資金流出和人民幣貶值壓力。托賓稅在抑制資本流出和貶值方面目前尚未有成功先例。2) 人民幣加入 SDR，外匯管制難再收緊。SDR 貨幣需滿足“可自由使用”標準，國內金融市場開放度有待提升。而最近 30 年內未有 SDR 貨幣涉足托賓稅，相關措施似乎更多與金融脆弱性相聯繫。3) 托賓稅的可能性：外匯衍生品交易。外匯衍生品交易對貶值預期有放大作用，或成為托賓稅類政策首選交易類型。

## 資金入市及情緒跟蹤

上周資金入市合計約-133 億。上周銀證轉帳+基金發行+融資餘額+滬港通合計淨流出 133 億，而前一周資金淨流入 101 億。其中上周銀證轉帳流入淨額-50 億；融資餘額減少 83 億；公募基金新發行 15 億；私募基金新發行 1 億；滬股通規模減少 16 億。

市場情緒有所下降。上周年化換手率約 185%，前一周為 195%。上周成交量均值為 281 億股，前一周為 295 億股。上周融資交易占比 8.4%，前一周為 9.1%。上週末股指期貨多空持倉比為 1.19，較前一周上升 0.01。根據 WIND 資料測量，截止上週五股票型基金倉位 86.16%，較前周 86.68%有所下降。

風險提示：系統性風險。

## 大市導航

**資訊設備：看好光通信，首推光迅科技，產業景氣+技術升級雙驅動！**

看好光通信，首推光迅科技（自研高速光晶片、積極拓展光器件及模組的非傳統新興市場應用、海外外延穩步推進；“買入”評級），其次烽火通信（“買入”評級），關注中天科技、亨通光電、新易盛、天孚通信。

網紅經濟、視頻直播再次加碼流量大爆發：工信部最新發佈的截止到 2016 年 3 月的移動互聯網接入流量達到 172 萬 T(1T=1000Gb)、同比增長 125.3%，對比 2015 年全年的移動互聯網接入流量 418.7 萬 T (+103.0%)，移動互聯網接入流量呈現加速增長態勢，推動光傳輸及上游光器件行業持續成長、穿越運營商投資週期。

國內移動、固定寬頻用戶增長同步發力：截至 2016 年 3 月，我國移動互聯網用戶數 10.1 億、4G 用戶達 5.3 億，均居世界第一。一季度中國移動光寬頻用戶大漲 560 萬（總數已超 6000 萬）！5 月 23 日中國移動啟動 PON 集采、規模預計高達 2000 萬套！

光訊科技：國內龍頭、領跑國內高端光器件市場，前瞻佈局矽光技術、受益產業壁壘和集中度提升；新的藍海市場——非傳統市場光電器件（如雷射器、紅外、智慧電網、車聯網等相關光電器件）領域市場潛力大，公司相關領域業務成長迅速。

烽火通信：1 季報同比營收、淨利增速加快，2015 年年報存貨發出商品大增、16Q1 存貨期末環比繼續增 33%，未來業績釋放潛力極大；6、7 月份定增解禁（當時定增價與現價倒掛 40%+），及計畫新發定增 18 億，強化新興業務佈局。

風險提示：相關板塊估值波動、國家政策及運營商投資落實低於預期。

## 電腦：解密 GPU

GPU 與深度學習相輔相成。深度學習令 NVIDIA 業績加速增長，利用 GPU 的大規模並行處理能力來學習人工智慧演算法再合適不過。GPU 平行計算能力正在滲透一個又一個高精尖行業，推動 GPU 的需求不斷增長。移動端，不論是當前火熱的移動直播，還是移動 VR 設備，基於圖形處理的需求都在急劇爆發。目前移動市場的 GPU 發展還落後於 PC 端，市場被高通、ARM、imagination 等三大巨頭佔據。

CPU+GPU 是高性能計算架構發展方向。CPU 與 GPU 二者的側重點不同，決定了其應用的環境和主要領域不同。在高性能計算這個 GPU 重點應用領域，CPU+GPU 架構是未來高性能計算架構的發展方向。同樣的成本，GPU 的計算效率可能獲得 10-100 倍的增長。

採用 GPU 架構兼具低成本與高性能，應用前景廣闊。採用 GPU 新架構的 HPC，兼具低成本與高性能的特點。在醫療成像、分子動力學、基因比對、金融模擬、動漫渲染、電影編輯、新型材料開發等領域具有廣闊的應用前景，使得這些領域的用戶擁有萬億次的高性能設備成為現實。人工智慧（圖像語音辨識、無人駕駛等）、視頻處理、VR、生命化學、金融證券資料分析等將是 GPU 運用的優先爆發領域。

關注行業相關標的。景嘉微（公司 JM5400 圖形晶片打破國外壟斷，率先實現軍用 GPU 的國產化）、雅捷資訊（基於 GPU 平行計算技術的大資料平臺 DataTurbines、NVIDIA GPU 技術戰略合作夥伴）、中科曙光（與 NVIDIA 合作深度學習平臺）、四維圖新（與 NVIDIA 合作智能駕駛）。

風險提示。GPU 應用低於預期，系統性風險。

## 食品：百威收購米勒催生中國啤酒行業大格局大拐點

全球最大啤酒公司百威收購第二大公司米勒已經獲得歐盟許可，至此該收購已經獲得非洲、亞太等 14 個司法轄區正式批准。百威表示對 2016 年下半年完成協議很有信心，全球市占率將超過 35%，大幅領先第二名喜力（9%）。

中國啤酒市場面臨兩大趨勢：一是內資品牌強強聯合迫在眉睫，不然未來將被百威逐個擊破；二是持續幾十年的搶份額戰略將轉向要利潤，低端銷量下滑外資強勢入侵導致內鬥失去意義。

長期堅持搶份額戰略導致啤酒行業毛利率從 09 年 40% 降至 15 年 27%，上市公司扣非淨利率僅 1-4%，是十幾年來唯一沒有消費升級的子行業，競爭模式拐點將帶動盈利能力拐點，未來兩三年業績增長有望領先全行業。

強烈建議關注啤酒行業潛在變化，重點推薦燕京啤酒（股價近年底部，強強聯合對象），重慶啤酒（業績確定性高，資產注入時間臨近）和華潤啤酒（行業龍頭，噸價提升空間大），關注珠江啤酒和青島啤酒。

風險提示：行業競爭加劇，人力成本上漲。

## 傳媒：虛擬實境+教育，產業聯動，大市場盛宴有待開啟

“VR+教育”孕育大市場。1) 強調學習過程中的參與性，增加教學的實踐性和真實感；2) 實現場景轉換，解決遠端線上教育痛點；3) “VR+”成產業發展趨勢，與教育結合成最佳切入點之一。國家支援教育資訊化政策，VR+教育發展將迎來巨大契機。關注相關教育公司：皖新傳媒、立思辰、全通教育、華媒控股、拓維資訊、威創股份。

風險提示：經濟下行風險。

## 新潮實業（600777）：剝離下屬子公司，油田收購穩步推進

轉讓下屬子公司，盤活資產。自 2014 年起，新潮實業將未來產業發展方向定位於石油及天然氣的勘探、開採及銷售；同時，將公司原有傳統產業逐步予以剝離。公司已先後處置了煙臺新潮酒業有限公司等多家子公司，此次公司將進一步處置子公司股權，交易價格合計為 22440.71 萬元，預計將為公司帶來處置損失 4074.62 萬元，將進一步盤活公司資產。

非公開發行購買資產進入油氣領域。2014 年 12 月 14 日新潮實業與浙江犇寶簽署了收購意向書，協定收購浙江犇寶合計 100% 的股權。截至 2015 年 11 月浙江犇寶股權已全部過戶完畢，浙江犇寶成為公司的全資子公司，公司通過浙江犇寶間接獲得油田資產相關權益。

油氣資產快速擴張。公司擬通過對鼎亮匯通股東發行股份完成對其油田資產的收購並募集配套資金。此次交易是公司在並購浙江犇寶後對海外油田資產的再一次並購，將有利於加快公司業務結構調整，快速提升公司油氣田管理和作業的經驗，有利於公司掌握先進的石油開採技術，擴大公司資源儲量，最終推動公司實現快速轉型。鼎亮匯通 100%財產份額的最終交易價格為 81.66 億元，新潮實業擬以 11.28 元/股的價格發行 7.24 億股作為股份支付部分、全資子公司揚帆投資 107.50 萬元作為現金支付部分購買鼎亮匯通全部財產份額。

第一大股東增持股份，彰顯對公司發展的信心。基於對新潮實業未來持續穩定發展的信心，公司第一大股東金志昌順計畫通過上海證券交易所系統以不高於 18 元/股的價格在二級市場增持公司股份，累計增持金額為 8~10 億元。截至 2016 年 5 月 17 日第一大股東已累計增持金額為 7.90 億元。

受油價反彈業績彈性大。由於在低油價時點收購油田資產，公司的單位儲量收購成本較低，我們估計公司目前擁有的油田資產的完全生產成本約為 35 美元/桶，預計 2016 年原油價格高點有望突破 50 美元/桶。按照 2017 年公司原油權益產量 1000 萬桶、50 美元/桶的原油均價計算，2017 年公司利潤將超過 9 億元。作為純油氣開採公司，在油價反彈時業績彈性大。

盈利預測與投資評級。我們預計公司 2016~2018 年 EPS 分別為 0.02、0.45、0.83 元。目前公司發行股份購買浙江犇寶資產已完成，預計該次發行相應的配套募集資金完成後，公司 BPS 為 5.0 元，按照該 BPS 以及 4 倍 PB，給予公司 20.00 元的目標價，給予“增持”投資評級。

風險提示：原油價格大幅波動、增發及收購進展、新業務拓展風險。

## 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。