

## 宏觀經濟

## 流動性觀察:5月外儲微降，人民幣匯率暫穩

1. 外儲再現負增。今日央行公佈5月外儲餘額為3.19萬億美元，與4月份相比下降279.6億，連續兩個月回升後再現負增長。
2. 主因估值效應。受美聯儲加息預期回升影響，5月美元指數回升3%，由估值效應導致的外儲下降規模大約在270億美元，是外儲下降主因。儘管5月人民幣對美元貶1.5%，但央行並未大規模幹預，消耗外儲有限。
3. 資本流出壓力繼續緩解。剔除估值效應後，外儲變化很小。一方面央行已明確人民幣“收盤匯率+一籃子貨幣匯率變化”定價機制，有助避免市場恐慌，另一方面跨境資本流動監管加強，資本流出緩解。
4. 加息預期降溫，人民幣匯率暫穩。美國5月非農資料大跌眼鏡，6月加息基本成空，國內央行表態為聯儲加息做準備，人民幣有望暫時穩定。但耶倫講話表示不可過度解讀5月就業報告，意味著7月加息可能仍不能排除，匯率波動可能再現。

## 策略：中國式去產能去杠杆時，增長和盈利L形——以1990年代末為例

核心結論：①2016年與1998年有相同的境遇：GDP增速連續幾年回落，企業產能過剩、杠杆高企。②1990年代末，去產能時財政積極，政府和地產投資增長對沖民間投資下降，去杠杆時貨幣偏松，政府加杠杆和債轉股化解企業高杠杆。③此階段經濟增長和企業盈利L形震蕩築底，2001年後隨著出口和地產產業鏈爆發走向U形。

2016=1998：相似的境遇。（1）經濟下行，發展受阻。93年底為打擊投資過熱，政策收緊，疊加97年東南亞金融危機，GDP同比增速從93年高點的15.4%開始下降，至99年最低跌至6.7%。固定資產投資完成額累計同比從93年高點的64.2%一直下跌，在97至99年構造W型底，最低增速為5.5%，工業增加值同樣從前期高點的25%以上下降至98-99年的7%

附近。如今，GDP同比固定資產投資增速，工業增加值均回落至98、99年的水準，目前與1998年擁有相似的境遇。（2）產能過剩，杠杆高企。90年代末期，企業產能過剩如紡織、家電行業，企

業盈利能力下滑，杠杆高企，全部 A 股的 ROE 從 93 年的 18% 逐步下行至 98 年的 9% 左右。如今煤炭、鋼鐵等行業產能過剩，企業盈利能力同樣下滑，杠杆率也較高。

1990 年代末，去產能去杠杆時經濟增長 L 形。（1）我國政府面對經濟下行、產能過剩、杠杆高企等一系列問題，推行了一系列宏觀調控政策，包括政企分家、企業兼併重組、債轉股等，實現了企業去產能、去杠杆，98-01 年我國 GDP 增速走出“L”形。（2）去產能時，政府投資和地產投資增長對沖民間投資下降。在企業去產能、降投資的過程中，政府部門

增加基建投資來拖底經濟，運輸郵電通信業固定資產投資增速在 97-99 年出現了大幅增長。此外，98 年開始我國房地產投資增速逐步增加，從 97 年的-1.2% 增加到 01 年的 27.3%，一定程度上也對沖了民間投資的下降。在政府投資和房地產投資拖底的情況下，固定資產投資增速在 97-99 年構建 W 底，同期 GDP 增速也構建 W 底。如今，政府增加投資再次對沖民間投資的下降。（3）去杠杆時，政府加杠杆和債轉股化解企業高杠杆。99 年開始企業通過債轉股等方式去杠杆，同時政府加杠杆用以支撐經濟的穩定，公共財政支出同比從 97 年下半年開始上漲，到 2000 年初達到頂峰，財政赤字率也從 97 年的 0.7% 攀升到 2000 年的 2.5%，政府部門債務占 GDP 比重也逐年增大，97 年為 25%，01 年已經漲至 35%。

為支援企業去產能、去杠杆，政府加杠杆、加投資，央行始終保持適度寬鬆的貨幣政策。如今，從財政赤字率的上漲以及其他存款公司對政府債權增速的大漲可以看出，政府已經在有意地加杠杆來對沖企業去杠杆的過程，貨幣政策也始終寬鬆。

企業盈利震盪築底，新產業驅動經濟走向 U 形。（1）企業盈利震盪築底。通過此前一系列宏觀調控措施，企業主營業務收入利潤率從 98 年開始築底，至 2000 年回升至 5.18%，工業企業利潤總額同比在 98-00 年大幅增加，全部 A 股的 ROE 在 98-01 年構建 W 底。如今，隨著改革的推進，由於去產能、去杠杆的第二產業占比下降，經濟也將走出“L”形。（2）新需求給經濟帶來全新驅動力。90 年代末期開始，出口和地產作為當時的新興行業成為經濟發展的新驅動力，驅動經濟走成了“U”形。如今，靜待智慧製造等新興產業發展壯大，以推動經濟從“L”形向“U”形轉變。

風險提示：供給側改革過程中經濟增速大幅回落。

## 資產泡沫，通貨膨脹與本幣貶值——各經濟體貨幣超發經驗研究

貨幣超發會有什麼後果？二戰以來，以美國、日本為代表的發達國家，以韓國、中國臺灣為代表的亞洲新興經濟體，以及以巴西、阿根廷為代表的拉美國家，都曾經歷過貨幣超發。本報告中，我們回顧其經驗並進行了總結。

發達經濟體：貨幣高增引發滯脹，推升通脹和資產價格。70 年代初期，主要發達經濟體經濟增速整體下行。為了刺激經濟企穩，各央行大量增加貨幣供給，導致貨幣超發。其後果一是通脹短期大

幅飆升，二是房價長期高增。期間黃金和石油等商品價格表現強勁，而股票、債券市場則表現疲軟。08年金融危機後，為刺激經濟企穩，美日歐紛紛推出量化寬鬆的貨幣政策，貨幣增速持續高於經濟增速，但經濟幾無增長，過剩的流動性滋生了金融市場的大泡沫。15年年中以來，隨著美國加息預期、人民幣匯率動盪等因素刺激，全球股市開始大幅調整，過剩資金又開始流入商品市場。而因為有90年代日本地產泡沫破滅和08年美國次貸危機的前車之鑒，此輪貨幣寬鬆並未引發流動性大批量進入房地產市場。

韓國、中國臺灣：貨幣超發催生泡沫，通脹貶值相繼而來。60-70年代，韓國和中國臺灣地區依靠投資和出口拉動實現了經濟的持續高速增長。由於投資主要依賴於信貸，貨幣供給保持高增速。但80年代末韓、台經濟進入轉型期，增長中樞下行。而貨幣當局仍試圖用積極貨幣政策托底經濟，導致M2增速遠高於GDP增速。其後果首先是引發了巨大的股市和地產泡沫，三年間韓、台股市翻了十倍以上，88年臺灣房價接近翻番。而後貨幣當局收緊貨幣泡沫破滅，過剩流動性“脫虛入實”，造成90年代初的通貨膨脹。長期貨幣超發和通貨膨脹帶來貶值壓力，而外債問題則成為最後一根稻草，最終導致亞洲金融危機期間韓幣、台幣大幅貶值。

拉美國家：印鈔融資貨幣失控，惡性通脹本幣貶值。80年代，拉美國家經濟停滯，財政赤字進一步惡化，發行貨幣成為主要的政府融資手段。政府毫無節制地通過印鈔進行融資，令拉美主要國家在整個80年代均處在貨幣供給失速的狀態中。

而過量貨幣則引發拉美“超級通脹”，巴西和阿根廷分別在1990年和1989年經歷了約3000%的CPI同比增速水準。失控的超級通脹導致資本外流，貨幣持續貶值。為抗擊通脹，拉美國家選擇了高估本幣的政策。但高估匯率令拉美國家本已脆弱的出口競爭力進一步遭受毀滅性打擊，加之遭受國際市場攻擊，最終巴西和阿根廷不得不放棄干預，大幅貶值。而惡性通脹最終導致房地產市場的美元化，使得房價易受外匯政策的衝擊，持續缺乏活力。

總結：貨幣超發代價重重，改善經濟仍靠改革。上述各經濟體普遍是在經濟低迷時期超發貨幣，試圖刺激經濟，但都未能如願。而超發的貨幣使得各類資產價格上漲，引發通貨膨脹、金融資產價格泡沫，以及本幣貶值。其代價則是居民財富縮水、經濟進一步受挫，甚至引發金融危機。80年代美國和英國分別採用減稅和國企改革走出衰退，而韓國也依靠國企改革重振經濟。但拉美卻飲鴆止渴，錯失產業結構升級時機，仍陷衰退泥潭。這意味著，貨幣超發無助於改善經濟，只會推升物價或者資產價格，代價重重。改革必然帶來陣痛，但卻是提升經濟體質的華山一條路。長痛還是短痛？這是一個選擇題。

## 大市導航

### 有色金屬：稀土國儲會議今日召開

據南交所稀土產品交易中心報導，稀土國儲會議今日在北京召開，上午為國儲動員會，下午進行稀土國儲招標，參與此次招標的是中國鋁業、廈門鎢業和贛州稀土三大集團。本次國儲或將收儲約 15500 噸稀土氧化物，總數量為商儲的三倍，收儲產品將與商儲相同，單一產品收儲量和具體分批情況目前未知。

根據今年此前兩次稀土商儲以及第三批商儲相關資訊，今年稀土商儲收儲量約為 5200 噸，分 4 月、5 月、8 月分三批收儲，目前第一批商儲已經完成。從南交所稀土產品交易中心得到的回饋顯示，大家對於此次國儲會議能否確定下最終收儲量及收儲價格普通信心不足。對於稀土價格，收儲是短期影響因數，打黑是長期影響因數。後續我們會繼續緊密跟蹤這兩方面的進度。

風險提示：系統性風險。

### 宋都股份（600077）：加碼健康產業轉型，連續成立產業基金

牽手達仁資管（新三板：831639），5 億投入設立健康產業基金。基金一期已投亦伴資訊（軟體和資訊技術研發，立足遠端親情關愛服務）、貴州威門藥業（中藥的研發、生產和銷售，新三板：430369）。

健康產業連續加碼。除已收購的金溪生物（研發並商業化“第三代化學發光免疫檢測試紙條”）外，企業已牽手若沐知藏投資（法人張鐸，以色列著名英飛尼迪投資集團醫藥項目前負責人），設立 3 億元健康產業基金。

雙主業有序推進。公司已完成員工持股計畫（均價 5.4 元，累計買入 4997 萬股）。近期連續加大新產業投入，有利轉型升級。目標價 6.8 元，給予“買入”評級。

風險提示：行業復蘇不達預期。

## 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。