

宏觀

資本何處流，貶值幾時休？——對近期匯率和資本問題的再思考

今年以來人民幣匯率走勢跌宕起伏，呈現出哪些新特點？資本流出的數量究竟有多大？未來匯率走勢的關鍵是什麼？本報告回顧今年以來的匯率走勢和資本流出形勢，對這些問題加以分析。

貶值出新招，外儲依舊降。年內三波貶值，呈現新特點。今年以來人民幣對美元匯率整體經歷了三波貶值，且呈現出新的特點，即美元指數走強時，人民幣跟著其它貨幣對美元貶值，人民幣指數保持穩定；美元指數走弱時，人民幣跟著美元對其它貨幣貶值，對美元匯率卻相對穩定。央行似乎意在釋放貶值壓力，讓匯率更接近均衡水準。外儲外占大降，資本流出持續。2016年外匯儲備繼續下降，前10月累計下降2097億美元，但幅度小於去年同期。央行口徑外匯占款在前三季度下降了1.94萬億人民幣，但此資料或低估了外占總降幅，資本流出壓力依然較大。

雙順差局面逆轉，國際收支轉差。從國際收支表上可以看出，我國在2014年之前是經常帳戶和金融帳戶“雙順差”，但2014年以後，經常專案順差有所收窄，金融專案從順差轉為大幅逆差。經常帳戶：順差略降，流入減少。今年前三季度，我國經常帳戶順差從去年同期的2387億美元下降至1747億美元，降幅達到27%，而貿易順差收縮是導致這一變化最為重要的因素。其中，受旅行支出快速增長的影響，我國服務貿易逆差迅速擴大。金融帳戶：逆差再升，流出漸增。前三季度我國非儲備性質資本和金融帳戶逆差高達3798億美元，同比增加了19%，全年逆差或再創新高。其中FDI創09年以來的新低，ODI則同比大增45%，導致直接投資逆差不斷擴大；證券投資差額明顯受到資本市場走勢的影響，仍處於逆差狀態；國內從海外貸款負債持續下降，其他投資項成為金融帳戶逆差主要來源。

資本專案趨嚴，難阻非穩定流出。非穩定資本流出，三季度邊際增加。根據我們的測算，2015年我國非穩定資本流出規模達到9000億美元，扣除外債結構調整影響後的流出規模也在6000億美元。今年前三季度非穩定流出規模在3000億美元以內，但從單季來看，三季度流出壓力相比二季度有所增大。資本項目趨嚴，難阻隱性流出。在匯率貶值和資本流出的壓力下，我國對資本項目有所收緊，但資本流出依然有較多途徑。例如去年以來，內地對香港進口飆升，出口下降，或與虛假貿易有關。

匯率貶值無益，抑制房價泡沫。近期的人民幣匯率貶值受到內外因素共同影響。從外部看，美聯儲加息預期推動美元指數大幅上揚，人民幣參考一籃子貨幣有貶值壓力。從內部看，人民幣貶值和金融帳戶下的資本流出高度相關，近兩年我國經濟增速下臺階，而房價大幅飆升，全球比價導致資本從國內市場流出，是滋生匯率貶值壓力的重要原因。但是人民幣貶值對經濟增長好處不大。首先，我國今年匯率大貶但是出口依然負增，源於當前全球貿易總量萎縮，所以貶值對於出口的邊際改善非常有限。其次，根據德國、日本、韓國的經驗，匯率更多是經濟增長的結果，而不是推升經濟增長的原因，各國經濟、出口強時匯率強，經濟弱時匯率也弱，而不是反向關係。最後，美國新任總統Trump已經聲稱要將中國列入匯率操縱國，如果人民幣對美元貶值

太多，勢必會引來更多的經濟和貿易阻力。未來要穩定匯率，必需抑制地產泡沫，嚴守地產調控不放鬆，加快國企改革，提高效率，釋放經濟潛力，這是解決長期匯率貶值問題的根本辦法。

大市導航

保險：長期利率上行有利保險公司經營，前期悲觀預期有望修復

1) 前期週邊市場利率回升，近期國內長期利率亦顯著上行，保險公司投資收益提升，經營環境好轉，利差收窄預期改善；2) 個險新單維持高增長，負債成本有所下調，業務轉型持續。10月新華個險期交增速提高：中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險前十個月個險期交預計分別增長60%、35%、50%和40%，維持高位，下半年個險主要銷售保障型產品（終身壽險+重疾），價值轉型明確。3) 保險股的基金配置歷史最低；基金三季報顯示，重倉股中保險股配置占比僅0.76%，為歷史最低位，較自由流通市值占比的2.67%顯著低配。4) 受益於股票市場同比好轉，上市保險公司利潤降幅均收窄，三季度單季利潤實現同比小幅正增長6%，四季度業績預計持續改善。四公司合計淨盈從年中的378億元上升至3季末的494億元。5) 市場對於利差收窄和業績下滑風險已經充分反應，近期市場利率回暖，且放開滬港通、私募基金等投資範圍，邊際預期好轉。目前四家上市公司股價對應PEV僅1倍，具有較高安全邊際，推薦新華保險和中國太保。

風險提示：權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。

建築工程：安邦舉牌提高大建築安全邊際，PPP 佈局價值逐步凸顯

上周兩個消息可能會對市場預期產生一定影響：1) 安邦舉牌中國建築，為大建築估值提供一定的安全邊際，提高了相對收益角度的配置必要性。截止到11月18日，安邦累計增持中國建築15億股，占5%股權，未來12個月內繼續增持不低於1億股。10月份以來大建築板塊超額收益明顯，“估值”成為市場的主要分歧，粗略估計，安邦舉牌平均成本約7.23元，在繼續增持的市場預期下，為整體大建築的估值提供了一定安全邊際，這進一步增強了從相對收益角度的配置必要性。2) 包括東方園林、龍元建設、鐵漢生態等在內公司公告PPP訂單，有助於修復PPP預期。我們認為PPP大邏輯並未破壞，只是市場從相對收益角度降低了PPP配置，隨著估值風險釋放，其業績高增長的稀缺性逐步凸顯，佈局價值或逐步凸顯。除此之外，我們看好國際工程板塊，人民幣貶值預期、“一帶一路”進入訂單釋放期、業績與估值的匹配性等是主要原因。

風險提示：回款風險、並購整合風險、經濟下滑風險。

通信設備：5G 投資機會仍偏主題性，重點推薦光模組子行業（光迅科技、新易盛、博創科技）

週末市場很關注華為牽頭的POLAR編碼定為5G eMBB場景下的控制通道編碼國際標準的影響，並關注5G主題的投資機會。（5G三大應用場景：eMBB，mMTC和URLLC；eMBB對應的是3D/超高清視頻/VR等

大流量移動寬頻業務，mMTC 對應的是大規模物聯網業務，而 URLLC 對應的是如無人駕駛、工業自動化等需要低時延高可靠連接的業務)

1、關於此次 POLAR 編碼的事情，我們認為競爭本質是中美博弈（Polar 陣營糾集了 50 多個小夥伴，包括工信部的支援）、而非技術誰比誰牛（競爭方 LDPC 編碼陣營是高通+Intel 牽頭，Wimax 路線）。競爭的驅動力是雙方背後一系列專利價值，Polar 編碼是 HW 針對 5G 的三大主打自創技術之一，並且是核心底層通道編碼技術（雖然本次被接納為控制通道、而不是資料通道的編碼技術）。至於 5G 標準進度，我們預計還是 18 年初稿、19 年最終定稿，商用進度全球各區域有差別。

2、至於對中興、大唐及小米等國內終端企業影響，好處在於有利 5G 可能少交專利費、但難以具體量化。

3、5G 主題投資四個方向：1) 光通信，尤其光模組、光網路設備，確定性受益 5G 基站回傳、流量指數級增長帶來的光模組、設備需求大增，重點推薦光迅科技，其次光模組次新股新易盛、博創科技，設備股烽火通信，關注中興通訊；2) 射頻部件，設備側標的重點關注武漢凡穀，終端側重點關注麥捷科技、順絡電子；3) 天線，關注宜通世紀、盛路通信等；4) 小基站。

就短期基本面和未來財報受益確定性而言，仍首推光模組及光網路設備方向，美股光模組公司 FNSR、OCLARO 等公司近期股價繼續創新高，並且 Q3 財季、Q4 業績指引均繼續向好。

風險提示：行業競爭加劇導致毛利率下降；募投專案進度低於預期計畫。

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。