

宏觀

你的貨幣，我的問題——兼論美元升值週期下新興市場表現

80-85年美元升值：沃爾克緊縮驅動，引爆拉美危機。70年代美元貶值，拉美債務飆升：71年尼克森宣佈黃金與美元脫鉤，拉開貶值序幕，70年代中後期主要發達經濟體深陷“滯脹”泥潭，也令美元不斷貶值。同期拉美國家實施“進口替代”，發展工業化，大量熱錢湧入。貨幣緊縮+經濟復蘇，推升美元升值：79年沃爾克任美聯儲主席後採取貨幣緊縮，美元止跌回升，而“雷根經濟學”也令美國經濟自83年起強勢復蘇，也推動美元繼續升值。資本流向逆轉，拉美危機爆發：進入美元升值週期後，全球流動性迅速回流美國，而拉美國家資本則爆發式流出，大宗價格大跌也加速其國際收支狀況轉差，償債能力進一步惡化，最終債務危機爆發，資本恐慌性外逃，匯率一瀉千里。

95-01年美元升值：美元由弱變強，亞洲危機頻發。廣場協定美元貶值，日本泡沫膨大破滅：強勢美元令80年代美國貿易逆差巨大，而日本則是美國貿易逆差主要來源，因而85年美、德、法、英、日五國簽署“廣場協定”，德國馬克、日元紛紛對美元大幅升值。前期持續寬鬆導致美國通脹抬頭，86年後美國貨幣政策逐步收緊，日本89年被動加息，導致地產泡沫破滅，經濟陷入蕭條。美元指數回歸強勢，亞洲經濟危機爆發：90年代中後期，在全球化、放鬆管制、金融自由化、IT技術革命共同推動下，美國經濟強勢增長，美元指數大幅飆升。亞洲新興經濟體曾在90年代初實現了高速增長，高增長、高利率吸引國際資本流入。但日本經濟放緩令其出口轉差，美元強勢則導致資本大量流出，各新興經濟體貨幣紛紛對美元大幅貶值，並最終爆發亞洲金融危機。而美元走強，也令前期“休克療法”效果欠佳、財政赤字和債務問題嚴重的俄羅斯資本大量流出、外匯儲備驟降，並最終爆發債務危機。

11年至今美元升值：泡沫破滅貨幣放水，經濟復蘇加息來襲。泡沫破滅危機來襲，貨幣放水美元走弱：00年互聯網泡沫破滅和01年的“911”令美國經濟急轉直下，01年起美聯儲連續三年降低目標利率，美元指數由升轉降，並由此催生房地產市場繁榮，地產泡沫漸起。為防止資產泡沫進一步吹大和通脹過熱，04-06年美聯儲密集加息，最終引爆次貸危機。量化寬鬆帶動復蘇，加息預期提振美元：四輪QE刺激下，美國經濟逐漸復蘇，11年起美元逐步走強。14年下半年美聯儲退出最後一輪QE，並在15年底開啟加息週期，而16年美國經濟繼續復蘇，12月加息概率已超90%，更刺激美元指數觸及近十四年的新高。美元走強再次對新興經濟體形成衝擊，表現為資本流出、匯率普跌，其償還外債的壓力也明顯加重，部分外債規模過大國家的債務危機風險加大。歷史最弱加息週期，升值力度相對較弱：但本輪美元升值的力度可能將弱於之前兩輪。在無就業復蘇下，美國經濟復蘇能否強勢持續仍待

觀察。而其他發達國家復蘇脆弱，歐元區政治不穩定加劇，復蘇前景難料，日本則再度陷入通縮。新興經濟體經濟增速也普遍下滑。

理想和現實有多遠？——全球再通脹的邏輯及可行性分析

近年來，各發達經濟體央行為了了一個小小 2% 的通脹目標，苦苦奮鬥未果，本月特朗普當選美國總統後，市場一夜之間變了，通脹預期迅速升溫，國債收益率大幅飆升，大家仿佛相信再通脹只有“一步之遙”。那麼本輪再通脹的邏輯是什麼？全球政策焦點由貨幣轉向財政，真的就能刺激通脹反彈嗎？我們不妨從美、歐、日三大經濟體出發，分析本輪再通脹的邏輯和可行性。

美國：通脹預期狂熱，執行難上加難。特朗普意外勝出，通脹預期升溫。特朗普勝出後，美國長債收益率在短短 10 個交易日內就陡升 48BP，股市、商品走高。如果特朗普的政策都能夠執行，確實會對短期通脹起到提升作用。例如基建投資、減稅可以創造經濟需求，貿易保護和移民政策會提升商品和服務的生產成本，對短期通脹均會有提振。執行舉步維艱，長期效率趨降。當前美國財政空間已相對有限，且預算和債務上限均受到國會限制，所以特朗普上任後要實施財政刺激，首先要解決債務上限的問題。而且長期來看，貿易保護、移民政策如果執行，可能會導致經濟效率的下降，對通脹反而構成拖累。所以未來實施效果或並不能如當前市場反應的那麼樂觀。

歐元區：不穩定性漸增，財政有心無力。通脹邊際改善，但不穩定性上升。16 年下半年以來，油價回升帶動歐元區通脹邊際改善，但當前依然處於低位。而歐盟不穩定性未來會增加，繼英國脫歐後，義大利修憲公投也將到來，疑歐派在法國、荷蘭、德國明年大選中也可能占優，政治不穩定將拖累經濟復蘇和通脹回升。寬鬆效果有限，財政有心無力。貨幣寬鬆對歐洲的刺激作用非常有限，而負利率使銀行業經營雪上加霜，那麼歐洲是否也會轉向財政刺激呢？綜合來看歐洲財政刺激受到的限制也非常多。歐元區政府債務率已高達 92%，其中希臘 176%，義大利 135%，葡萄牙、西班牙均在 100% 以上，財政刺激空間有限。此外，歐盟要求成員國財政赤字率不超過 3%，政府債務率不超過 60%，要實施積極的財政政策刺激經濟也非常困難。

日本：持續通縮困境，貨幣財政均乏力。流動陷阱持續，通縮長期困擾。上世紀 90 年代以來，日本通脹幾乎一半時間位於零值以下，通縮長期困擾。日本泡沫經濟後，企業和居民資產負債表衰退，銀行業遭受重創，泡沫“後遺症”持續。同時日本 15-64 歲人口占比從高點時的 70% 下降至當前的 60%，也拖累長期經濟增長。貨幣刺激乏力，財政空間有限。13 年推出 QQE 後，日本的基礎貨幣增加了 2 倍，但其中 86% 被商業銀行再度存回了央行帳戶。而過去五年日本建築業、住宿、批發等行業的信貸是萎縮的，製造業、餐飲業增長不足 3%，日本已經長期陷入了流動性陷阱，貨幣刺激是沒有效果的。而日本政府的債務率在主要經濟體中已是最高水準，每年中央政府開支中有 24.4% 被用於債務清償，財政空間已非常有限。

中國：商品價格尋頂，物價短升長降。庫存趨於回升，商品價格尋頂。本輪經濟短期回穩主要體現為庫存週期，目前下游地產、乘用車、家電的庫存均回升，上游的煤炭庫存也出現回補。如果地產銷售、發電增速等繼續下滑，未來或將較快轉為被動補庫存。綜合來看，庫存週期已經接近尾聲，商品供需逐漸逆轉，也意味著商品價格接近頂部。通脹短升長降，貨幣短緊長松。我們認為當前的滯脹是短期現象，通脹上行已經處於中後期，在 17 年 1 季度通脹會見頂，之後通脹會重新回落。與此相應，當前貨幣只是短期收緊，到 17 年 2 季度以後隨著經濟通脹回落，會存在再寬鬆的機會。

債券

債牛很長，曲折前行——17 年利率債策略報告

16 年 4 季度經濟短期穩定。調控出臺後，地產銷量逐步趨降，但其對投資的顯著影響或需等到 17 年；考慮到 15 年低基數，預計今年 4 季度地產投資穩中趨降。基建投資受制於財政赤字，預計 4 季度基建趨降，但今年第三批基建債已啟動，PPP 也在推進，明年初儲備專案開工和資金到位或使基建回升。此外，企業盈利短期改善+補庫存，4 季度工業生產仍應相對穩定。

但 17 年經濟下行壓力較大。決定我國總需求的關鍵是地產，17 年地產投資大概率繼續下滑，雖有基建對沖，但力度有限。地產投資下滑意味著總需求重新回落，當前短期的企業盈利回升、價格上漲、補庫存均沒有長期持續基礎。預計 17 年 GDP 走勢在 6%-6.5% 拾階而下，工業經濟下行壓力仍大。

短期通脹風險。短期看，我們認為 4 季度蔬菜價格仍高位，豬價小幅趨降，煤炭雖有增產、但幅度有限，因而工業品價格暴漲收窄，但 CPI 非食品仍承壓，預計 4 季度 CPI 同比高點或升至 2.2%-2.3%，但同時通脹也逐漸見頂，17 年以後通縮壓力會重新顯現，主因內需下滑，CPI 或重回 1-2% 區間。

長期通縮局面。長期看，供給引發的通脹，例如煤炭、鋼鐵和國際原油價格的上漲，隨著企業增產，價格難以大幅上漲，供給與價格存在相互制約，因而供給收縮導致的 PPI 上行有天花板。我們預計 17 年投資壓力較大，意味著很難看到需求推動的通脹，長期仍是通縮局面。

穩匯率、控泡沫，貨幣寬鬆受限。1) 十一地產調控政策密集出臺，控制地產泡沫、防範金融風險取代“穩增長”成為當前政策重點，意味著大幅寬鬆難現。2) 美國 12 月加息仍有可能，海外央行寬鬆均暫緩，人民幣貶值壓力不減，穩匯率下，央行寬鬆更謹慎。3) 3 季度以來，煤炭、鋼鐵價格大漲，4 季度通脹仍有反彈風險，也不支持貨幣過度寬鬆。

回購利率中樞或抬升。我們認為，在當前的海內外環境+政策防風險的背景下，央行 4 季度對貨幣政策仍將較為謹慎。外占持續流失下，如果央行不降准、仍用 MLF 對沖，並且拉長流動性工具的投放期限，那麼回購利率上行可能成為“新常態”，預計 4 季度 7 天回購利率中樞維持在 2.5%-3% 左右。

16 年 4 季度，債市短期謹慎。美國大選後，由於川普的積極財政擴張對美國通脹、經濟和貨幣政策的影響預期，10 年美債收益率已上升至 2.3% 左右，中美利差從前期的 90-100bp 收窄至不到 60bp，美債收益率是我國利率的中期“底部”，可能導致 10 年國債利率短期超調，不排除高點至 3%。

而國內來看，經濟短期穩定，4 季度物價存反彈風險，貶值壓力+防風險背景下，貨幣政策緊平衡，短期利率債收益率維持區間波動。4 季度回購利率或上行至 2.5-3%，而 10 年國債波動區間 2.6-3%，10 年國開波動區間 3-3.4%。

債牛曲折前行，擇機佈局 17 年。2014 年 8 月我們首次提出零利率是長期趨勢，15 年初、16 年重申該觀點，而過去兩年 10 年國債收益率下行了 150BP，10 年期國開債收益率下行了 200BP。展望未來，隨著國內人口紅利消失，地產、汽車大拐點到來，通縮將常態化，零利率仍是長期趨勢。

大市導航

石油化工：石化 2017 年度策略：油價漸穩，復蘇可期

油價：短期震盪，中長期趨勢上行。我們認為短期油價將在 50 美元/桶左右震盪，主要影響因素包括 OPEC 凍產協定執行情況、美國原油庫存變化情況；而隨著原油供需改善，2017 年油價有望穩健上行。根據國際各大投行對油價的預測，2017 年四個季度布倫特原油預期均價分別為 51.5、54.1、57.1、59.5 美元/桶。

支撐油價上行的理由。雖然短期油價仍有可能震盪，但我們看好中長期油價上行趨勢。（1）油氣開採資本支出連續下降。2015 年石油公司油氣開採資本支出平均下降 24%，2016 年估計繼續下降，預計降幅 17%。上游資本支出的連續下降，其對原油供應的影響預計將從 2017 年下半年顯現。（2）北美葉岩油產量下降。目前美國七大葉岩油區塊原油產量為 440 萬桶/天，較去年三月高點下降 100 萬桶。經過兩年的低油價後，葉岩油區塊或將進入產量自然衰減期。（3）原油開採成本提升。我們認為全球原油開採的平均成本 35-40 美元/桶。高企的成本對油價也將形成一定支撐。（4）OPEC 剩餘產能由 2015 年以前的 3 億噸以上，降至目前 1.7 億噸，大幅下降 40%。未來 OPEC 供應增量有限。

油價漸穩，復蘇可期。（1）隨著油價企穩回升，油氣開採、油服業務盈利逐步改善；煉化業務繼續高景氣。（2）隨著油價企穩，油氣開採業務有望結束虧損，實現盈利改善，並隨著油價回升，其業績彈性也不斷增強。（3）在經過連續兩年的資本支出下降後，我們預計 2017 年上游資本支出有望提升，從而帶動油服行業盈利改善。（4）煉化業務繼續高盈利，我們預計煉化業務盈利高點將在 2016-18 年出現。

油價反彈下的五類投資機會。我們認為油價反彈，化工受益，關注五類投資機會。（1）油氣開採。油氣開採公司直接受益於油價上漲。相關公司包括洲際油氣、新潮能源、中天能源、新奧股份等。（2）業績彈性。油價反彈帶動石化公司業績提升。相關公司包括桐昆股份、衛星石化、華錦股份、恒逸石化、上海石化等。（3）油服。油價上漲將帶動石油公司資本支出增加，油服公司訂單提升。相關公司通源石油、傑瑞股份、中海油服、中海油服等。（4）煤化工。油價上漲，優質煤化工公司將獲得一定成本優勢。相關公司三聚環保、神霧環保、華魯恒升、丹化科技等。（5）綜合油氣公司。相關公司中國石化、中國石油等。

投資建議。在油價上漲、葉岩氣十三五規劃出臺的帶動下，我們建議重點關注：油氣開採公司：洲際油氣、新潮能源、中天能源、新奧股份；油服設備公司：通源石油、中海油服、石化油服；業績彈性大的石化公司：桐昆股份、恒逸石化、榮盛石化、衛星石化、齊翔騰達。

風險提示：原油價格回落。

鋼鐵：2017 年鋼鐵行業策略——供給側改革推動鋼鐵繼續上漲

預期明年偏弱，但淘汰量可以改變盈利方向：房地產投資可能下降，對鋼需影響明顯，出口持平，庫存繼續低位；預計明年新增高爐產能 1500 萬噸左右，如果不能有效淘汰 2000 萬噸以上，明年利潤將受壓。

今明兩年新投放煉鐵產能各約 1500 萬噸，相比三年前，高爐開工率下降 15%，但產量繼續增長。今年淘汰的主要是這些無效產能，估計明年能進行部分有效淘汰，但淘汰量分佈應該是前低後高。

今年行情可以分三段：供給側改革炒作失敗、基本面行情、重歸供給側行情。目前股價與盈利已經背離三個月，條件仍在，預計繼續背離。盈利分化嚴重，製造業用鋼明顯好於建築用鋼。鋼價過去兩個月漲幅 600 元/噸，但整體盈利波動下行，主因是原料倒逼上漲。

建議關注：

永興特鋼。估值不高，穩定增長，軍工核電概念。

新興鑄管。國改股、河北淘汰收益、剝離不良資產、增發價位附近等。

風險提示：政策風險、鋼價大幅波動風險。

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。