

宏觀經濟

暴漲之後如何走？——寫在人民幣跳升之際

最近兩天人民幣對美元匯率急速升值，離岸、在岸均升至 6.9 以下。人民幣升值背後的原因是什麼？近兩年人民幣匯率形成機制和走勢又出現了哪些新特點？未來走勢又將如何？

人民幣“行走”在指數和美元之間。在剛剛過去的 2016 年裡，人民幣對美元匯率整體走弱，離岸人民幣對美元整體貶值達 5.8%、在岸人民幣貶值 6.6%。總結去年的經驗可以發現，人民幣基本形成了“收盤價+一籃子貨幣匯率變化”的中間價機制，而且在這一機制下，當美元弱時人民幣主要盯美元，美元強時則主要參考一籃子貨幣。這或與央行有意釋放積累已久的貶值壓力有關。從 2016 年全年表現來看，人民幣在主要貨幣中表現不佳，對美元貶值幅度較大。

人民幣突然跳升的原因何在？近兩個交易日人民幣對美元出現了大幅跳升的狀況，我們認為主要包括兩方面因素。原因一：

美元上行乏力，市場預期逆轉。從去年 10 月份以來，美元指數大幅飆升，美股迭創新高，美債收益率迅速上行，都反應市場對美國經濟的預期較高，而一旦披露的資料出現低於預期的情況，或者特朗普未來新政執行困難，市場預期也會在短時間內反轉。當前利多美元的因素已經基本被市場“price in”，而一旦市場出現低於預期的消息，巨幅震盪將不可避免。

近期美國出口資料回歸正常的低迷狀態，而歐洲多國公佈的通脹資料則好於預期，儘管經濟基本面的邊際變化並不大，但對美元卻成為利空，而美元指數的回落則推動人民幣走強。原因二：央行有效管理，空頭踩踏離場。近兩年人民幣貶值壓力不斷發酵，我國外匯儲備從最高點時的接近 4 萬億美元已降至當前的 3 萬億美元，年初居民購匯壓力也增大，央行近期出臺多項政策控制資本流出和匯率貶值壓力。此次人民幣匯率的跳升和央行“抽回”離岸人民幣流動性等干預管理也有關係，美元指數走弱背景下，央行打擊人民幣空頭，而空頭踩踏離場也加劇了人民幣升值。

未來走勢如何？短期有望企穩！從外部來看，美國經濟好轉、加息的預期已經在美元指數中得到體現，美元指數的進一步上行需要更好的資料支撐，而事實上當前美國的經濟狀況不夠強勁，出口回落、投資疲軟可能令 16 年四季度經濟資料弱於預期，特朗普政策也存在不確定性，所以美元指數上行動力不足。從內部來看，國內經濟仍相對穩定，貨幣政策中性偏緊，央行不僅增強了資本專案監管，預計未來對匯率的干預管理也會持續，所以短期內人民幣對美元匯率要突破 7.0 還需要很高的條件。

長期看，穩定匯率靠抑制地產泡沫，加快改革。從經濟增速、順差和利率角度比較，人民幣都要好於美國，但是過去幾年的中國房價漲幅遠超於美國，而且中國房地產的總市值已經超過美國、但經濟總量只有美國的一半左右，這意味著匯率貶值的壓力主要源於房地產泡沫。由於中國對美國有著巨額的貿易順差，因而特朗普放言要給中國徵收 45% 的關稅，以及把中國列入匯率操縱國，這意味著有著巨額順差的中國匯率如果再繼續貶值，也會有越來越大的外部政治壓力。長期來看，要解決人民幣貶值壓力，必須要嚴格控制房價增速、加大供給側改革的力度，為經濟增長找到新的動力。

更近的春季行情

(1) 春季行情更近了。①春季行情比較常見，今年在孕育中了。我們最新的調研問卷結果顯示，48%認為春季行情已開始，40%認為還需等待，12%認為沒有春季行情，對春季行情中上證綜指高點的預測均值為 3330 點，創業板指為 2150 點，均比目前點位高約 200 點，屬於謹慎樂觀。雖然短期市場可能還會有些波折，但春季行情已經在孕育中了：第一，引起 12 月以來市場回檔的利空因素逐步消化；第二，前期市場擔憂的問題未出現。②政策是階段性行情的主要變數。從歷史看，有沒有明顯的春季行情主要源於政策面的差異。17 年的春季行情越來越靠近，未來 2-3 個月基本面資料少，而政策進入密集發佈期，1-2 月各省和直轄市召開地方兩會、各部委召開年度工作會議，3 月初召開全國兩會。風格上，這次春季行情中主機板可能先行。

(2) 中期仍是中樞抬升的震盪市。①中期回顧：身在震盪市，中樞緩慢抬升。2016 年 1 月底 2638 點時我們就提出，5178 點到 2638 點的單邊下跌熊市已結束，市場步入震盪格局，通過時間消化估值，類似 94-96、02-04、12-13 年。半年時間震盪中樞抬升近 200 點，市場走的很穩健、健康，中樞抬升主要源於基本面而非資金面。②中期展望：中樞繼續抬升的震盪市，穩中求進。展望未來，我們判斷上市公司基本面有望繼續改善，疊加改革深化，市場風險偏好提升，震盪中樞有望繼續抬升。此外，既然是震盪格局，未來市場還會出現一些波折，未來關注的潛在風險點，如去杠杆帶來的信用風險暴露、階段性通脹超預期惡化、特朗普上臺後大國關係磨合期的摩擦等。

(3) 應對策略：備戰春季行情。①佈局春季行情，穩中求進。2017 年的春季行情更近了，一是利空因素逐步消化，二是市場擔憂的利空未出現，三是年初政策密集期，市場風險偏好易提升，配股型資金年初望逐步入場。短期佈局春季行情，中期保持穩中求進，跟蹤國內去杠杆、通脹預期、特朗普上臺後國際形勢等因素的變化。②展望 2017 年，銀行理財、保險資金、養老金配股權益資產的趨勢不變，尤其是上半年，這類資金是市場邊際增量資金，價值股仍可以作為底倉配股。

過去 3 個月我們一直推薦國企改革主線，尤其是 11 月中以來不斷強調國改進入混改新階段，近期國改仍在不斷推進，央企層面，鐵總研究鐵路企業債轉股，中石油通過混改指導意見，地方國企層面，雲南白藥混改成為新樣本，北京國企員工持股時點細則出爐、浙江國資委明確開展混改等試點工作。“一帶一路”從規劃期進入實效期，疊加油價上漲，油氣、工程設備類公司受益，如洲際油氣、

通源石油、惠博普、中鋼國際、中國電建、烽火通信、中國鐵建、中國中鐵等。從籌碼變化看，過去幾年大盤藍籌股上漲前多次出現股東戶數大幅下降、籌碼集中的現象，石化板塊漲幅落後、股東數大幅下降，油價上行、國企改革、“一帶一路”等催化劑不斷。

風險提示：經濟下行壓力、通脹超預期、人民幣貶值風險。

大市導航

穩匯率壓房價，通脹短升長降——17年通脹走勢的幾個判斷

展望 2017 年，通脹的走勢至關重要，如果通脹繼續上行，就意味著依然要配路漲價的實物資產，而金融資產依然難有機會。那麼該如何從不同的角度看待 2017 年的通脹走勢？本報告將作分析。

農業改革促增收，糧食價格難大漲。供給側改革，增加農民收入。2016 年 12 月以來，農業供給側改革被密集提及，我們認為農業供給側改革的目標在於增加農民收入、保障有效供給，並不會推動農產品價格大漲。玉米庫存高位，內外價格接軌。首先，本輪農業供給側改革與工業供給側改革的一個本質區別在於庫存水準不一樣。工業品 16 年初的庫存普遍處於歷史低位，而玉米當前庫存處在近 2.7 億噸的歷史高位，4 年前僅有 5000 萬噸。其次，在“市場定價、補價分離”的收儲機制改革下，玉米等農產品價格畸高的情況已經改變，國內糧價在向國際接軌。最後，政府擁有巨額的糧食儲備也成為調節糧價的砝碼，因而糧價難以大漲。

工業需求回落，商品價格築頂。工業品產量，漲價越去越多。漲價的環境下，工業品供給不降反升，與去產能形成矛盾。

工業品大幅漲價帶來的結果是，16 年主要工業品產量越去越多，8 月份以來產量增速轉正並保持回升。需求降庫存升，商品價格築頂。需求方面，社會加政府融資在 16 年 4 月達到高點，考慮到 6 個月的傳導時間，16 年 10 月或是經濟高點，這也與 11 月以來發電耗煤增速下滑共同印證經濟進入下行。庫存方面，供需關係發生逆轉，導致下游地產、乘用車、家電，以及上游煤炭、鋼鐵等部分工業品庫存回升，庫存週期已過大半、接近尾聲。所以 17 年工業品價格大概率穩中有降，16 年的暴漲格局或難再現。

穩匯率壓房價，通脹短升長降。即便農業和工業品價格都保持穩定，如果匯率繼續貶值，房價繼續上漲，依然會帶來通脹壓力。從保房價到保匯率。16 年是匯率貶值和房價上漲的組合，隨之帶來了通脹回升，我們認為 17 年匯率的重要性將越來越大，而房價的位路會越來越低。首先，愈演愈烈的去全球化背景下，人民幣貶值面臨更大的外部政治壓力。其次，歷史上每逢 7/8 的年份容易開啟金融危機模式，而新興經濟體危機爆發都與外匯儲備不足有關。要保外匯，真正需要做的是壓房價。因為貨幣貶值源於貨幣超發，而貨幣超發與房價上漲是孿生兄弟。房價上漲透支了購買力，人民幣被高估。漲價無關需求，銷售拐點或現。過去 10 年我國一線城市的房價漲幅與貨幣增速相關，

遠超 GDP 名義增速，說明已經積累了巨大的泡沫。我國 15-64 歲人口 11 年已經見頂、13 年新開工住宅迎來拐點。而 16 年我國新房銷售預計達 1400 萬套的新高，這已經與人口角度的剛性需求無關，是源于居民拼命貸款買房的金融現象。嚴控投機房貸，通脹短升長降。2014 年我國月均房貸 1800 億，15 年為 2500 億，16 年月均房貸則接近 4000 億，所以 16 年每個月 1 萬億的信貸一半左右是房貸。居民買房的貸款杠杆率 13 年僅為 1/3，而 16 年已經超過 50%，意味著首付比例不到一半，低於美國金融危機前 07 年平均 50% 的首付比例。這也意味著只要執行二套房 7 成首付的政策，那麼房地產的需求必然會萎縮。所以，只要政府堅持地產調控不放鬆，那麼房價必然會下跌，而資產泡沫的消除會緩解匯率貶值壓力。房價上漲是通脹之源，只要抑制了地產需求，那麼通脹必然是短期現象，因此，我們認為通脹有望在 17 年初見頂回落。

從籌碼變化看大盤股的股價表現

核心結論：①2012 年至今，大盤藍籌股上漲前股東戶數大幅下降，籌碼集中的現象多次出現，如 14 年底的建築、金融地產，2016 年的煤炭、鋼鐵、有色。②大盤藍籌股剔除集團母公司持股後實際流通股份比例較低，股東數減少反映籌碼更加集中。③回顧 5 年市場表現，石化板塊漲幅持續落後，股東數大幅下降，且油價上行、國企改革、“一帶一路”等催化劑不斷，值得持續關注。

籌碼集中後大漲案例 1：2014 下半年的建築、金融地產。“一帶一路”引爆建築股前，建築龍頭股籌碼已非常集中。建築板塊已經經歷了長期調整，龍頭股的股東數量已經大幅萎縮，籌碼已經非常集中。例如中國中鐵從 77 萬戶降至 65 萬戶，降幅 16%；中國鐵建的股東戶數從 30 萬戶降至 24 萬戶，降幅也達到 20%。降息引爆金融地產前，龍頭股股東數大幅下降。金融股中，中信證券股東戶總數 2012 年初的從 74.6 萬戶降至 2014 年第三季度的 56 萬戶；中國平安股東戶總數從 32 萬戶降至 24.7 萬戶；工商銀行股東戶數從 100 萬戶降至 87 萬戶，建設銀行從 89 萬戶降至 75 萬戶，其他銀行如農業銀行、交通銀行、光大銀行、中信銀行等股東戶數也有 20%-30% 幅度的下降。

籌碼集中後大漲案例 2：2016 年的煤炭、鋼鐵。2016 年資源品價格回升，週期行業反轉。在週期行業迎來大漲前，這些行業的龍頭股同樣已經出現了股東數下降的現象。2016 年一季度，煤炭行業龍頭中國神華股東數從 2012 年出的 32 萬戶降至 23 萬戶，西山煤電股東數從 29 萬戶降至 17 萬戶；鋼鐵行業龍頭股寶鋼、首鋼股東戶數也從 2012 年初的 60 萬戶、26 萬戶降至 32 萬戶、16 萬戶；江西銅業股東戶數從 20 萬戶降至 16 萬戶。而煤炭、鋼鐵、有色等週期行業龍頭股中存在一種普遍現象，大部分股份由集團母公司持有，市場中實際的流通股份比例相對較少。

從籌碼變化角度，哪些行業值得關注？從 2012 年至今，石油石化板塊龍頭股的股東戶數已經大幅降低。截至 2016 年四季度，中國石油股東戶數從 2012 年初的 110 萬戶降至 59 萬戶，中國石化股東戶數從 77.5 萬戶降至 64 萬戶，海油工程從 25 萬戶降至 14.5 萬戶，中海油服從 12.5 萬戶降至 7.4 萬戶。5 年市場回顧，石化行業仍在底部。石化板塊催化劑不斷，關注油價上漲、國企改革、“一

帶一路”等利好因素。石油石化板塊催化劑不斷，且龍頭股籌碼已經相對集中，板塊投資機會值得持續關注。

風險提示：經濟超預期下行風險，海外出現金融危機風險。

關注那些靈活穩健的“老司機”

2016年市場震盪下跌，13年以來持續強勢的創業板，遭遇到較大幅度調整，而價值風格表現相對抗跌。市場大幅波動下，偏股方向配路的基金全年淨值下跌超過10%。但我們發現，有一些行業裡經驗豐富的“老司機”，操作風格均衡靈活，經歷了牛熊市場洗禮後，業績表現穩定良好。未來，中期來看，市場依舊處於震盪格局之下，投資者不妨以這些風格均衡靈活的基金經理作為底倉配路，穩定組合收益。

創金合信滬港深研究精選。基金在價值風格強勢的市場中，表現位居同業前列；在投資管理過程中，基金經理堅持“大中小市值333”原則；會根據自己對市場趨勢以及風格的判斷進行增減倉和結構的調整；堅持“相對收益+絕對收益”的操作思路，操作靈活，風格穩健。

興業聚利。基金整體以絕對收益為投資目標，截至2016年12月31日，基金經理任職期內淨值增長位居同類基金首位；基金經理宏觀債券研究出身，擅長配路操作，個股多白馬，整體風險偏好不高，風格偏價值。

興全輕資產。基金經理歷史業績穩健較優；投資過程中，自上而下進行大類資產配路，倉位進可攻退可守；均衡組合風格，注重安全邊際，關注標的估值和增速性價比；基金經理投資風格穩健，適合震盪和下跌市場操作。

中歐新動力：基金業績表現彈性較高；投資過程中，行業配路較為分散；個股選擇方面，採取“白+黑”的配路策略；整體表現較為穩健，且在穩定成長風格市場中表現較優，價值風格市場也有良好表現。

風險提示。主動權益類基金業績與基金經理關係較大，需要關注基金經理是否發生變更；此外，權益類產品業績存在一定波動性，適合具備一定風險承受能力的投資者持有。

銀行：底部企穩，價值凸顯—2017年銀行業策略

投資偏樂觀，經濟低預期概率低。2015年以來房地產銷售持續上升，帶動地產投資，2016年1季度的基建發力，供給側改革持續推進，投資與改革並進，經濟有企穩趨暖跡象。2017年投資或略好於預期。結合宏觀資料和我們跟蹤的情況，房地產投資在政策限制下開工可能滯後更多，PPP專

案資金投放伊始，十三五規劃亦可能有推動。年初或上半年的投資支撐或更好，後續需求端亦有溫和企穩可能，更需要關注的是，微觀層面企業轉型和經營提升，即便是不一定伴隨著融資的顯著回暖，必然帶來長期經濟信心提升。

貨幣政策目標去杠杆、防風險，流動性中性偏緊或持續。2016年8月，外占下行壓力加劇，央行未降准對沖，相繼重啟14天和28天逆回購，並通過MLF加量釋放流動性，流動性供給期限拉長，利率水準逐步上行，貨幣政策方向逐漸轉變，政策重點關注防風險和去杠杆。債市波動源於資產配額壓力，負債主要結構性壓力，而危機之後，金融機構博弈行為限制央行放鬆。參考錢荒之後，和債市波動，以及房地產情況，如果海外和境內沒有大幅度的衰退，政策目標大幅調整概率有限，流動性轉向放鬆概率較小。

"逆脫媒"行業門檻再現，"資產荒"負債價值凸顯。（1）隨著非銀機構和表外監管加強，銀行表內和表外，銀行和非銀的監管套利空間下降，銀行業融資仲介的經營門檻和行業壁壘逐步顯現，行業競爭格局回穩。（2）本次債市波動核心原因仍是"資產荒"。資產配額壓力下，資金由銀行轉向非銀機構和表外通過提升杠杆、增加久期錯配，降低流動性提升資產收益。

資產荒的背景下，低成本核心負債的價值逐步凸顯。

2017年銀行行業盈利底部趨穩。行業整體盈利增長或略好於2016年，業績築底企穩。撥備、息差同比壓力大幅下降，規模增長雖有壓力或仍好於預期。大行、股份行、農商行業績增速或好於2016年，城商行增速高位略緩。行業整體資產品質改善趨勢或將持續，江蘇地區銀行或表現更為突出。

2017年銀行全年看好，前半場看估值，後半程看基本面。（1）經濟趨穩和貨幣收緊利好基本面，資產品質改善持續明確，估值在債市大幅波動後逐步修復。（2）經濟形勢逐步明確，市場對經濟不確定性預期逐步出清，信心逐步建立，市場或逐步轉向關注基本面，關注微觀改善。（3）2017年全年結構性資金增加，理財、保險、新股市值底倉等持續支撐估值修復。投資標的：華夏銀行、江蘇銀行；關注建設銀行、常熟銀行。投資主線：（1）債市調整導致估值大幅下降，年初行業估值修復動力較強，關注低估值+高彈性，持續推薦華夏銀行和國有大行。延續上一波資產品質持續改善行情，國有大行在供給側改革中壓力持續出清，建議關注建設銀行，持續推薦寧波銀行（城商行）+中信銀行（股份行）+國有大行。（2）區域微觀改善：推薦江蘇銀行，建議關注常熟銀行，江蘇地區可能成為微觀改善的區位代表。（3）逆脫媒和資產荒背景下，基本面重點關注核心負債價值：國有大行、招商銀行、華夏銀行。

風險提示：利率、匯率波動超預期，房價波動超預期。

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。