

## 宏觀

## 人民幣跳升，經濟和資產影響幾何？

2017年以來，人民幣對美元匯率開始出現逆轉，步入大幅升值的軌道，進入2018年更是出現跳升。那麼本輪升值和05年匯改後的升值有何不同？對經濟又會造成何種影響？人民幣升值是否會吸引外部資金流入，帶動國內資產價格的重估？本篇專題從歷史比較的角度來探討這些問題。

本輪升值有何不同？從更長週期來看，05年匯改後，人民幣就開啟了升值之路，持續升值到2013年。而升值背後的推動力是中國經濟向好和國際競爭力的提升，是壓制多年的單邊升值壓力的逐步釋放。而17年以來，人民幣又開啟了新一輪升值。但從基本面來看，我國經濟增速僅是小幅回升，反映國際收支的外匯儲備、外匯佔款並沒有顯著增加。所以和05年以後的升值不同，基本面並不是影響本輪升值最主要的因素，人民幣匯率的定價機制才是關鍵。本輪人民幣對美元匯率的走強更多是因為美元指數的走弱，背後的機制是人民幣更多參考一籃子貨幣，並保持基本穩定。但是這樣的定價機制帶來的問題和僅僅盯住美元是一樣的，僅僅由定價機制帶來的“被動”升值會對未來經濟構成負面衝擊。

升值對經濟有何影響？從歷史數據來看，我國的出口同比增速與人民幣有效匯率負相關，並且有效匯率變化領先出口3個月，這是因為人民幣匯率升值會導致出口企業利潤下降。實際上，目前我國經濟背景和貿易所處環境與2013年之前大不相同。05-13年：出口逆勢增長，經濟持續繁榮。05-07年，人民幣升值並沒有顯著影響我國出口強勁增長，一方面是因為我國的貿易競爭力較強，另一方面是當時美歐等國經濟向好，外需強勁。08年後外需大幅下滑，我國出口增速出現下降，但我國佔全球貿易的份額仍在持續上升。說明在全球貿易萎縮的情況下，我國的出口情況相比於其他國家仍然不錯。17年以來：出口不容樂觀，經濟或將承壓。去年出口的邊際好轉是GDP回升的主要動力，而出口好轉一方面是因為海外發達經濟的同步復蘇，另一方面也是因為人民幣對主要貿易夥伴貨幣的貶值。自811匯改之後，人民幣對美元和歐元均出現貶值，其中人民幣對美元貶值幅度高達13%，對出口有一定支撐。但是去年以來人民幣兌美元是持續升值的，累計升值幅度超過9%，同時我國的出口競爭力也在逐步下滑，再加上貿易壁壘增加，本輪人民幣升值對出口的影響也要大於2013年之前。從細分領域來看，人民幣升值對電子通訊設備以及傳統的勞動密集型行業將產生較大衝擊。

升值會帶來資產價格重估嗎？回答這個問題之前，我們需要明確一點，相比匯率的歷史走勢，市場對未來匯率的預期是影響資產價格會否重估的更重要的因素。道理很簡單，外部資金是否流入、內部資金是否流出，首先考慮的不是匯率過去是否已經升值貶值，而是未來是否會繼續升值或貶值。05年匯改後，人民幣升值幅度相對經濟本身的提升其實是偏小的，因而升值預期一直存在。較強的升值預期最終導致資本持續流入，對國內資產價格是有推動作用的，06-07年的股市、房市大漲均在一定程度上與此有關。但17年以來的本輪升值與上一輪升值最核心的差異是，本輪人民幣升值主因在於美元走弱，更多屬於被動升值。17年以來，1年期的美元對人民幣NDF仍是高於即期匯率，顯示了市場對人民幣的長期貶值預期。因此本輪升值以來，資金並未明顯大幅流入國內，也就難以形成對資產價格的重估。而如果匯率過度升值，其反過來會使得效率和技術的提升被匯率的大幅升值所抵消，反倒對資產價格不利。

## 行業研究

### 農業：從油田到餐桌，石油如何影響國際農產品價格？

原油是影響國際農產品價格的重要因素，核心傳導路徑是“原油→燃料乙醇→玉米”。2000年之後，石油價格與農產品價格的關聯度顯著提升。我們認為，導致這一現象的核心原因在於生物質燃料在全球能源市場的佔比逐步提升。我們估計全球大約有20%的玉米（剔除中國）、30%的甘蔗被用於燃料乙醇的生產，大約5%的大豆被用於生物柴油的製造。此外，原油價格對農作物種植成本也會造成一定影響。在這一系列傳導路徑中，我們認為最重要的是“原油→燃料乙醇→玉米”產業鏈。

美國燃料乙醇產業在過去近20年，深刻影響了國際大宗農產品市場。美國是全球最大的燃料乙醇生產國，其玉米消耗量佔全球玉米產量接近20%。美國燃料乙醇產業有能力對國際玉米價格造成巨大影響，進而衝擊到全球大宗農產品價格體系。基於一些基本假設，我們測算了原油價格的邊際變化，對國際玉米價格和國際大豆價格的影響。發現原油價格每上漲10美元/桶，對國際玉米和大豆價格將造成0.42美元/蒲式耳（106元/噸）、1.11美元/蒲式耳（262元/噸）的邊際衝擊。從上一輪原油價格上漲時期的價格變化看，我們的測算與實際結果基本吻合。

國際玉米、大豆價格短期或出現上漲，長期可能繼續回落低位。短期來看，我們認為目前美國燃料乙醇價格處於不合理低位，隨著燃料乙醇價格修復，或將帶動國際玉米、大豆價格的走高，較目前價格上漲約15-20%。中長期看，由於美國的燃料乙醇行業已經觸碰到了產能擴張的天花板，我們認為過去10多年裡建立起來的“原油→玉米”傳導鏈條，在今天的影響效果會減弱。全球市場在2008年、2010-2014年所經歷的大宗農產品價格高漲情形，並非常態。上游種植業層面的充足供應能力，將會奠定未來持續幾年的國際農產品溫和價格行情。國際玉米、大豆價格在短期上漲後，大概率仍將回落。

長期原料價格低位利好飼料產業，短期警惕養殖盈利不達預期。飼料企業受短期原料價格的溫和波動影響較小，而長期的原料價格處於低位，會降低養殖戶飼養成本。養殖戶價格敏感度下降，飼料行業的競爭壓力在未來有望得到改善。建議投資者關注競爭優勢顯著的海大集團，以及處於經營和業績拐點、當前安全邊際較高的禾豐牧業、新希望。對於國內生豬養殖企業而言，我們認為短期內的大宗原料價格上漲，對頭均利潤會造成一定程度壓縮。展望2018年，我們認為豬價趨勢向下，建議投資者關注具備行業成本領先優勢，以及出欄增速較快的優質標的：溫氏股份、牧原股份。

風險提示。國際、國內農產品供需取決於多方面因素，農產品價格是各類條件動態均衡的結果，短期的行情趨勢，或因天氣、行業政策、國際貿易等其他因素發生顯著變化，與報告預測出現不一致。

### 基礎化工材料製品：染料行業：淡季價格不跌反漲，2018年化工產品漲價最具確定性品種

我們判斷染料是2018年上半年基礎化工眾多品種中漲價最具確定性的品種。（1）往年四季度都是染料銷售淡季，產品價格均會出現大幅下跌。根據卓創資訊數據，2015年年底分散染料最低跌至1.8萬元/噸，2016年年底最低跌至2.2萬元/噸，而2017年受制於環保影響和行業去庫存較成功，染料價格在年底不跌反漲，目前分散染料報價已達4.5萬元/噸。（2）我們判斷分散染料價格在2018年春節後會繼續上漲，成交均價可能會突破2015年高點。

風險提示：染料價格下跌。

## 傳媒：阿裡、文投78 億戰略入股萬達電影，關注板塊龍頭標的

事件：萬達電影公告，阿裡巴巴、文投控股以每股51.96元收購萬達集團持有的萬達電影12.77%的股份。其中阿裡巴巴出資46.8億元、文投控股出資31.2億元，分別成為萬達電影第二、第三大股東，萬達集團仍為萬達電影控股股東，持有48.09%的股份。

影響：戰略入股後，文投控股將旗下所有院線加盟萬達院線，並且雙方在影片投資、院線設備管理運營、線下實景娛樂、股權投資等領域合作；阿裡將和萬達電影在電影發行、影片投資、在線票務平台、廣告、衍生等方面合作。

點評：我們認為巨頭的強強聯合無疑會增強公司戰略實力，從行業角度來看，參照海外影視業發展趨勢，行業未來集中度進一步提升也是勢在必行，關注行業內的龍頭標的。我們認為當前影視行業整體剛剛從成長期向成熟期過渡，無論從市值還是市佔率來看，都還有非常強勁的發展空間。

風險提示：影視行業增速不及預期。

## 機械工業：市場出清+量價齊升，混凝土設備巨頭再起航

由於16-17年房企拿地量的增長，海通地產組認為18年地產是可控的修整，我們預計地產及建築業景氣程度有望延續。我們認為，工程機械的景氣程度正由前端的挖掘機傳導到中後端的塔吊和混凝土機械。我們測算了單台泵車泵送方量，發現其泵送量正在上升，表面設備利用率正在提高。同時根據我們對56米泵車的IRR測算，當泵送量接近4萬方/年，單價30元/方時，其IRR可達15%。我們認為這預示著泵車行業正從過剩期進入平衡期。同時，考慮到環保和治超治限因素，我們預計泵車18年行業銷量增速有望接近30%。建議重點關注：三一重工、中聯重科。

風險提示：房地產投資負增長，商混率下降，原材料價格上漲。

## 交通運輸：2012-2017民航春運回顧，及2018春運展望

2012-2017民航春運回顧，及2018春運展望。從歷史經驗看，過年時間越極端（越早或越晚）的年份，春運表現一般越好。從最近三年來看，票價+客座率表現最好的是2015年（過年時間晚，與2018年春運接近），其次是2017年，最後是2016年。我們認為，產生這一效應的原因是，一般春節越晚，越容易出現三期迭加的情況（會務、探親、旅遊），春運旺季後期尾部效應會更明顯。

展望2018年春運，我們認為景氣度大概率好於2017年，相較往年來看，2018年春運不僅可能出現三期迭加的情況，還有民航局限制供給的大背景，供給緊縮的票價彈性在旺季體現最明顯，因此，我們認為2018年春運大概率向好。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

## 金融工程

## 市場有望先抑後揚

上周市場大幅回調。板塊上看，上證50指數下跌0.73%，滬深300指數下跌2.51%，中證500指數下跌5.93%，創業板指下跌6.30%。我們在2017年12月24日的週報中指出調整基本結束，建議加倉迎接新年行情。18年前兩周，滬指持續上漲，豪取11連陽，創下近25年來的記錄，確認開啟新一輪升勢。滬指臨近3600點關口後，我們認為短期波動放大，或有波折。上周業績預告地雷頻出、信託計劃平倉傳言以及美股大幅下跌導致市場調整幅度較大。美國三大股指2月2日單日跌幅均達到2%，A股市場短期或受衝擊。經統計，標普500指數單日下跌超過2%，上證綜指次日開盤跌幅中位數為1.25%，但日內低開後高走的概率為57%，同時臨近春節，日曆效應顯示春節前後市場上漲概率超過90%。因此，我們認為下周市場有望先抑後揚，等待回調企穩後再行加倉，迎接春節行情。

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為1.16%，相對前一周（1.36%）有所回落，低於3%的閾值，市場處於震盪市，且指數跌破20日均線。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（0.35）繼續上升，一周均值為0.71，意味著當前市場的流動性高於過去一年平均水平0.71倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先降後升，週五為0.80，高於前一周（0.77），體現出投資者對上證50ETF短期走勢轉為謹慎。漲停板封板率全周均值為61%，賺錢效應與前一周基本持平。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在2月的上漲概率分別為77%、77%、92%和71%，漲幅中位數分別為3.11%、4.03%、6.85%和6.87%。

事件驅動上，1. 證監會2月2日核發4家IPO批文，籌資總金額不超過51億元，高於前一周的3家49億元。2. 美股上周高位暴跌，道瓊斯工業指數周跌幅為4.12%，週五跌幅為2.54%；標普500指數周跌幅為3.85%，週五跌幅為2.12%。自2010年以來，標普500單日下跌2%以上事件共發生50次，前49次事件發生後上證綜指次日開盤下跌概率為96%，跌幅中位數為1.25%。雖然跳空低開概率較大，但日內低開高走概率為57%，收盤相對開盤漲幅中位數為0.14%。因此，無須對該事件過於恐慌，若市場低開後繼續低走或蘊含短線交易機會；3. 本周流動性相對寬鬆，上交所七天回購利率下行60.5BP，長端10年期國債收益率下行2.74BP，10年期國債期貨上漲0.08%。4. 上周業績預告地雷頻出，部分資管計劃無法續期導致低流動性的小盤股跌幅較大，衝擊需要時間消化，風格切換仍需等待。

風險提示：市場系統性風險、模型誤設風險。

## 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。