

分析师:

王 涵 S0190512020001
张忆东 S0190510110012
任志强 S0190514030002
郑方铤 S0190510120005

瑞郎脱钩，喊你买 A 股资源股

——电话会议纪要

联系方式

021-38565957

zhangyd@xyzq.com.cn

2015 年 1 月 16 日

投资要点

《瑞郎脱钩，喊你买 A 股资源股》(宏观、策略、化工、有色)电话会议纪要

【时间】2015 年 1 月 16 日(周五)上午 9:00

【主讲人】王涵 宏观; 张忆东 策略; 郑方铤 化工; 任志强 有色

王涵(宏观):

我主要讲三个问题,瑞郎与欧元为什么脱钩?这其中隐含的信号是什么?对全球大类资产配置的影响怎么看?

(1) 瑞郎与欧元为什么脱钩?

2011 年,在欧债危机与(当时的)美债危机升温的情况下,全球避险情绪大幅上升,全球追逐稀缺的安全资产,使得瑞士法郎持续维持强势。这对于出口仍是重要部门的瑞士来讲形成较大压力,因而瑞士央行当年提出与欧元绑定,以央行购买欧元的方式缓解瑞士法郎升值对经常项目造成的拖累。

但最近看到的情况,一个与欧元挂钩后瑞士央行资产负债表被动扩张太快,其资产负债表已较 2005-2006 年扩张 4 倍。另一个是随着联储收紧、美元走强预期升温,与弱势欧元绑定的瑞士出现金融项目逆差的情况。这是瑞士与欧元脱钩的主要原因。第三,对瑞士来说,全球需求很弱,如果本币贬值不能刺激出口,维持瑞郎与欧元挂钩就没有必要了。为了避免波动太快,瑞士同时宣布将活期存款利率降为-0.75%。

(2) 那么,这其中隐含的信号是什么呢?

从最近几年来看,瑞士每一轮资产负债表的扩张都与欧元区货币宽松有关。瑞士这次可能提前预期到 QE 的推出,先发制人。因此,欧洲 1 月 22 日 QE 的概率提升了。

此外,在经济疲弱,货币政策分化背景下,从此前的“贬值抢需求”开始转而出出现“货币战抢资金”的迹象。

(3) 对全球大类资产配置的影响怎么看？

首先，最看好黄金。瑞士 2000 年之后抛售了超过 1000 吨黄金，而瑞士央行去年曾开会讨论是否要重新购置黄金，由于当时瑞郎和欧元绑定，储备因为被动购买欧元而扩张的压力巨大，所以该提议被否。随着瑞郎和欧元脱钩，购买黄金的提案很有可能被再次提上议程。当前市场隐含的购买量预期约为 1500 吨左右（占全球官方黄金储备的 5% 左右）；

其次，看好中国资产。我们在国际宏观年报《有钱没需求》中曾说过，2015 年全球宏观的大格局是“有钱没需求”，这种情况下，流动性将冲击那些收益稳定的资产，在德国 10 年期国债跌破 0.5%，日本跌破 0.3% 的情况下，美国长债进一步受到追捧。而同时，所有主要经济体里面，中国的利率债（国开）收益率还在接近 4% 的水平，显然具有相当吸引力；

第三，工业相关大宗商品可观察是否有超跌反弹。货币的因素（欧洲可能 QE）是正面的，但由于短期内对美国经济预期在弱化（看标普），导致对供需的预期偏弱，所以昨天我们看到瑞士新闻出来之后，一开始工业类大宗上涨；但后来揭皮书、美国首次申请失业金人数弱于预期，导致上述资产又跌回来。从这个角度来说，工业类大宗可跟踪是否有超跌反弹的机会。从全球资产配置来看，我们最看好黄金。有两个理由，全球避险情绪提升，并且瑞士与欧元脱钩后，之前不断购买欧元的资金空置出来，可购买黄金的能力提升了。其次是美国稳定的高收益资产，比如高收益国债。对 A 股而言，中国经济相对稳定，有望成为全球“避风港”。

张忆东（策略）：

(1) 为什么如今瑞郎要脱钩欧元？为什么还要降息？

如果下阶段面临欧元的新一轮贬值，如果到时瑞郎依旧和欧元绑定，瑞郎一定会再经历一段被迫在外汇市场上干预热钱的冲销操作，进而导致外汇储备再度上升。与其如此，还不如一次“意外的”快速升值，从而打开货币政策空间。升值与降息的矛盾组合。在一次性升值的同时，为了防止外资流入，瑞士央行还下调利率到 -0.75%。这表明瑞士央行根本不愿意给人造成一种印象：即希望持续汇率升值。于是，升值和降息这么一个矛盾的政策组合就这么诞生了。由此可得出结论：**瑞郎与欧元脱钩的举动表明，1 月 22 日欧央行会议上推出 QE 可能是铁板钉钉的事情，而且大概率会超预期。**

(2) 瑞郎脱钩搅动了一池春水，大乱、大放，哪些趋势可以持续荡漾？

首先，瑞士股市的下跌，可能是一次性冲击，是由于股票投资者兑现收益而引起的抛售，难以持续套利。

其次，美元兑欧元升值，我们判断这不是一次性的，而是欧元区 QE 最直接受益的交易，仍有套利空间，至少到一季度后期。

第三，美国的长久期国债，也是欧元区 QE 最直接受益的交易。无论是考虑短期避险情绪还是欧元 QE，仍有套利空间。

第四，黄金反弹，继续看好。黄金反弹也不是一次性的冲击，短期受益于全球货币体系动荡的避险情绪，之后受益于欧元区 QE。由于黄金没有基本面的束缚，因此，反弹的安全性是强于基本金属和原油的。

第五，欧洲股市反弹短期有望继续。相比较而言，具有较强出口竞争力、大力推动工业 4.0 的德国股市可能最受益。德国工业 4.0 的强势会带动 A 股相关标的。

第六，新兴市场以及资源和资源股的反弹，也许一波三折，将会最终受益于欧美的新一轮“大乱”、“大放”。此前，我们在年度策略里，一直提示二季度美元升值带来的风险。但从昨日市场表现，我们倾向于认为“大乱”预示着新一轮的“大放”，（1）QE 的预期增强（2）美国不加息的概率提升，港股等新兴市场压力减弱。

(3)在 A 股依然维持“单边扩容”的上涨趋势下，可布局一些资源股。

首先，人民币作为新兴市场中的避险货币，且人民币资产近期的赚钱效应良好，也可能会“受益”于全球性宽松下的热钱流入。因此我们看好 A 股在欧洲 QE 下的上涨机会。

其次，资源股中我们首推黄金、白银等贵金属标的；另外基于安全边际选股审慎布局原油、油气设备、化工产品、稀土、铝、铜等相关的投资机会，也许在未来 1 个多季度内我们将看到“小一号的 2010 年 10 月资源股反弹行情”，也就是，1 季度布局，2 季度收获。

任志强（有色）：

有色中最看好黄金，基本金属和小金属分别看好铝和稀土。

(1)黄金从风险的角度认为已充分释放，底部确立。

一方面之前美国出过一些不错的经济数据，但黄金价格没跌，最近工业金属价格大跌的过程中，黄金底部反弹，我们认为黄金价格已经充分反映了对未来悲观的预期，底部已经确立，未来有望走出独立行情；另一方面由于目前处在有钱没需求的大环境下，我们认为美联储提前加息的概率很小。因此我们认为黄金价格风险不大，从上行驱动因素来看：（1）本次瑞郎脱钩带来的全球货币体系的动荡凸显黄金的避险需求，希腊危机等也是潜在催化因素；（2）未来可能的欧洲版 QE 的量化宽松，加上中国的放水均有可能推升黄金价格；（3）瑞士央行未来有可能将黄金储备提高到占总储备比重的 20%，需要购买 1500 吨黄金，带来黄金供需格局的逆转。从黄金股来看，股价也相对处于底部的位置，之前一直是滞涨品种，在黄金价格有望迎来中级别反弹的行情下，我们看好黄金股，首选辰州矿业、山东黄金，推荐紫金矿业、中金黄金。

(2)基本金属看好铝。

铝是 2015 年供需格局最好的基本金属品种，最看好南山铝业。1 倍 PB，公司对可转债诉求乐观。镍基本面表现虽好，但目前股价过高不予推荐。

(3)小金属最看好稀土。

在新一轮收储、打击私挖盗采、淘汰落后产能、大集团资源整合、资源税等组合拳效应下，15 年上半年价格底部反转，看好中重稀土标的和宁波韵升。

资源股推荐组合为：辰州矿业、山东黄金、南山铝业、广晟有色。

郑方镛（基础化工）：

2014 年 6 月以来油价的大幅下跌，其背后是供需基本面起主导作用，政治面、货币层面及市场情绪面起辅助作用的综合因素影响。

瑞郎脱钩及其所反映出的欧元宽松预期对于原油价格而言是一个边际利多，但是油价的影响因素众多，需求层面以及各供应主体（沙特等 OPEC 国家、北美页岩油企业、其他产油国）之间的博弈层面起主导作用。油价后续能否延续反弹存在较大不确定性。

若基于油价反弹的逻辑，主要看盈利的高价格弹性叠加补库存周期，在此前提下可重点关注涤纶产业链的桐昆股份、荣盛石化和恒逸石化等。

此外，比寻找油价何时见底反弹更有意义的是探究油价显著下台阶后哪些子行业能够良好受益于原料成本的下降。这是油价下跌背景下的另一条投资主线，也更具备持续性和确定性。这一思路下的具体受益行业需结合各子行业的竞争格局、下游需求成长性等因素综合考虑。典型的受益子行业包括：MDI、精细化工（染料、农药、中间体等）、新材料、化学制品等；典型公司包括：万华化学、浙江龙盛、扬农化工、金发科技、联化科技、华邦颖泰、辉丰股份、东材科技、宝通带业等。

提问环节：

1、人民币汇率怎么看？如果贬值，会不会引起资本外逃，影响房地产；如果升值，是不是影响出口？

王涵：首先，瑞士告诉我们，全球弱需求背景下，贬值弊大于利（不刺激需求，且阻碍出口升级）；其次，人民银行当前显然在降低对汇率市场的干预，我国央行目前不希望增加外储，这也减少了人民币贬值压力。同时我们上述逻辑中国是个“避风港”，所以本身人民币应该还是相对坚挺的。另外一个角度，在大的国际战略面前，包括对外投资、人民币国际化等，人民币维持强势是有必要的。

2、请问您对煤炭行业的看法？

张忆东：我认为，煤炭二季度反弹的表现会更确定；而1季度的反弹更多是基于跟涨、补涨，中间会有上上下下的反复，所以依然是布局。二季度，投资者将会积极预期下半年中国经济、欧洲经济会改善，如果那个时候美国超预期没有加息而油价稳住并反弹，因此，二季度，煤炭反弹行情的基本面逻辑就可圈可点了。目前，煤炭股机构参与少、涨幅小，可以基于国企改革、分红收益的视角进行适当左侧布局。1季度是布局，不追涨，而2季度收获。

3、瑞士事件对欧盟整体的系统性风险是否有影响？

王涵：欧央行和德国的分歧的确在加大，但由于欧盟、欧元区建立更多基于政治原因，所以现在就说其要出事，为时过早。不过由于希腊的主要债主变成了三驾马车，所以其对欧盟的议价能力下降，这的确带来了1月25日希腊政治上的不确定性。风险是否蔓延需进一步观察。

4、能源价格到“底”了么？

王涵：能源是否价格到“底”需观察三个底部：“尼日利亚减产”显示供给层面开始收缩、从奥巴马的发言谈话不难观察政治层面底部也已经到位、情绪层面底部并未调整到位，可以在一季度布局。

5、是否会影响到银行股？

张忆东：第一，海外因素对于A股银行股的影响，不是直接联系，而是间接的，是海外资金配置A股的逻辑。因为，人民币将成为海外动荡时的“避风港”，在欧洲新一轮流动性宽松的影响下，热钱有望涌入中国，从而，推动海外资金配置中国资产、A股是优选，其中，由于分红和低估值，海外资金会偏好金融股、银行股。第二，资金在板块搬家的效应，一季度还不明显，金融股依然是主战场，但是，如果二季度资源股反弹时候，可能有资金部分资金从金融股阶段性转战资源股。

6、为什么瑞士此前有资本流出，昨天为啥涨了？

王涵：此前资本流出因为绑定了弱势欧元，现在不绑定，于是瑞郎涨了。

7、为什么瑞士不喜欢外储增加而要脱钩？

王涵：因为此前瑞士在被动买入欧元，如果欧元在贬值，显然瑞士央行会有压力。当然，其取消绑定更重要的原因还是金融项目的逆差。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhugd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元踐	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。