

2015年7月10日

宏觀經濟

溫故而知新，去杠杆重生——13年債市“錢荒”對“股災”的啟示

15年6月中下旬以來的股市跌跌不休，令人痛心疾首。導致“股災”的罪魁禍首無疑也是各路杠杆資金，被動去杠杆導致了無量跌停，泥沙俱下。無獨有偶，兩年之前的13年6月，債市爆發了罕見的“錢荒”，其元兇同樣也是貪婪的杠杆資金，錢荒發生後央行及時介入提供流動性，但對於杠杆資金始終不假辭色、堅決去化。從13年下半年債市開始了痛苦的去杠杆之路，而在去完杠杆後，14年債市開始浴火重生。回顧13年的那段歷史，或許對當今能有重要的啟發。

13年債市監管升級、錢荒接踵而至，債市遭遇去杠杆。13年債券市場先是曝出債券代持黑幕，債市監管升級；後銀行間市場又發生史無前例的錢荒，債市遭遇去杠杆。主要體現在三個方面：規範代持養券行為直接降低杠杆、通過暫停丙類戶開戶限制加杠杆的主體、錢荒致回購利率大幅走高降低了加杠杆的可行性。

垃圾債損失慘重，國債亦受波及。由於放杠杆模式的取消，加之13年錢荒爆發後回購利率一度超過10%，許多高杠杆重倉債券的機構被迫主動賣債降杠杆，在短期形成了擠兌效應，對債券價格形成了極大衝擊，尤其是相對高收益的垃圾債。

而即便是資質最好的國債，在13年錢荒後也難以倖免，10年國債收益率從3.4%不斷上行，14年1月中旬升至4.6%，但跌幅遠小於垃圾債。

錢荒後央行出手，但僅托底而非大幅放水。13年的錢荒最初發生在交易所，但央行在當天依然進行正回購操作，繼續回籠貨幣。但隨著錢荒的愈演愈烈，到6月20日資金緊張傳導到了最大的銀行間市場，錢荒發生後，央行及時介入提供流動性，於13年6月25日向一些符合宏觀審慎要求的金融機構提供了流動性支援，但並未披露具體資料。13年7月30日，央行重啟7天逆回購，正式定期向市場投放貨幣，但招標利率一直維持在較高水準，也並未採取降息降准等貨幣寬鬆手段，資金面維持緊平衡，央行對流動性緊張出手相救只是為了托底而非大幅放鬆。

去杠杆致債券熊市持續半年。13年債市去杠杆，債市市場持續下跌，時間長達半年。從代表性的10年期國債利率走勢來看，13年下半年大家抄了三次底，但都抄在了半山腰。直到14年1月份以後，才真正迎來債市的大底，此後的1年半內10年期國債利率從4.6%最低降至了3.3%左右。

13 年下半年債市最佳配路：現金為王。13 年下半年，債市的最佳投資策略是現金為王。當時持有貨幣基金的年化收益率高達 7% 左右，而由於利率的大幅上升，持有任何債券類資產都會產生虧損。

14 年債市慢牛回歸，勇敢抄底者有獎。從 14 年開始，在去杠杆結束以後，債市開始了持續 1 年多的慢牛行情，中間雖有波折，但趨勢始終向好。因此，從現在回頭來看，持有現金只是 13 年下半年的短期最優策略，因為當時購買的任何債券在之後的兩年都賺了大錢。因此長期來看，最佳策略是在 13 年錢荒後持有現金類資產，而在 13 年底切換回債券類資產。

而且 14 年以來的債券牛市中依然是高收益債券表現最為出色，但高收益債券的表現已經出現了分化，真正有違約風險的垃圾債逐漸被市場識別並拋棄。

對“股災”的幾點啟示：1) “高杠杆”是罪魁禍首。本輪股災的導火索與之前錢荒極其類似，都是背後貪婪的高杠杆資金，在監管加強之後，由於悲觀預期強化被動去杠杆，形成了短期“擠兌”的惡性循環。2) 政府救市央行背書，防範系統性金融風險。類比 13 年央行提供逆回購，當前證金公司聯合 21 家證券公司為股市提供流動性，同時也有央行的流動性支持。3) 堅決去杠杆，方能早日康復。各方參與者應該利用政府提供的流動性支持主動降杠杆，只有杠杆率早日下降，市場才會早日康復。4) 勿喪失信心，慢牛仍有希望。13 年債市去完杠杆後迎來長期慢牛，當下市場在擠兌效應下悲觀情緒瀰漫，但以史為鑒，我們相信只要去掉高杠杆這個毒瘤，中國資本市場的明天依然充滿希望。

大市導航

航空航太與國防：央企集體簽署承諾維穩資本市場，軍工建議關注中航工業集團

事件：

2015 年 7 月 8 日，全體央企響應國資委號召，集體簽署穩定資本市場承諾書。中航工業緊急部署維護上市公司股價穩定措施。7 月 7 日下午，中國航空工業集團公司召開緊急會議，研究了維護股票市場穩定的措施。7 月 8 日中航工業集團發出《關於鼓勵集團公司所屬上市公司股東及董事、監事、高級管理人員增持上市公司股票相關事項的通知》

點評：

航空工業是國家產業轉型升級戰略性方向，中航工業集團作為龍頭將持續受益產業高速發展。航空製造業是高端裝備製造產業的核心構成部分，是我國戰略新興產業的核心方向之一。中國製造 2025 於近期出臺，軍工版 2025 亦呼之欲出，助推我國航空工業進入新的高速發展的黃金階段。中航工業集團作為國內產業龍頭，持續受益於產業大發展而高速成長。

中航工業資本運作走在十大軍工最前列，改革力度有望加大，證券化率將繼續快速提升。我國十大軍工集團資產證券化率約 31%，遠低於世界 70-80% 水準，可提升空間巨大。中航工業集團資本運作走在十大軍工最前列，資產證券化水準最高，且近年來核心軍品資產陸續注入到上市公司。我們預期隨下半年隨國企改革繼續深化，中航工業集團下屬上市公司資產注入、股權激勵或員工持股等多元化改革有望陸續落地，資產證券化率有望進一步快速提升。

中航工業板塊調整充分，長期投資價值凸顯，集團召開緊急會議維護所屬上市公司股價穩定將助力板塊企穩回升。軍工板塊自 7 月以來經歷大幅調整，漲幅與估值均回落到較為合理水準。中航工業集團作為軍工板塊核心構成部分，亦調整充分，長期投資價值凸顯。中航工業緊急部署維護上市公司股價穩定措施，體現集團對維護上市公司股價穩定堅定態度，且集團副總經理在中上協軍工委國防軍工板塊發佈儀式上表示旗下有條件的上市公司要增持、至少絕不減持。

重點推薦：成發科技、中航飛機、中航動力、中直股份、中航機電、中航重機、中航動控，建議關注中航黑豹。

風險提示。改革的不確定性。軍品訂單大幅波動。系統性風險。

有色金屬：中國穩定 金屬價格反彈，行業景氣觸底反彈 推薦天齊鋰業、洛陽鋁業、盛達礦業

中國股市企穩，希臘問題暫時緩解推升大宗金屬價格觸底反彈。金屬價格接近成本價，同時行業庫存較低都反映目前行業景氣度已處於底部，三季度可望回升。

A 股大幅調整後，兩種思路推薦個股：低估值個股，洛陽鋁業與盛達礦業，兩隻個股都是 20 倍出頭的 PE，業績增速遠高於 20%，同時在這波回檔中也沒有停牌，回檔充分，甚至是超跌。同時推薦行業景氣度向上的碳酸鋰行業，首推行業龍頭天齊鋰業，關注西藏概念的西藏城投。

風險提示：大盤下跌的系統性風險。

電子元器件：未停牌、低估值、業績增速較快的電子股推薦

經過前三周的大盤調整，很多中小板、創業板股票下跌幅度過半，電子行業的整體估值水準也大幅下降。截至到 7 月 9 日，電子行業市盈率（TTM，中值）為 66.27 倍，比一個月前的 119.41 倍下降了 44.5%。有一些優質成長型公司都已經到了 15 年 30X 以下的水準，投資絕佳時機顯現。

在這裡，我們建議關注幾只當前未停牌、估值相對較低、前期跌的比較多、且未來兩年增長比較確定的組合：

【華天科技】：如 15 年僅 23X 動態 PE，95 億市值，過去三年一直在 50%左右的增速，未來兩年我們預計仍然保持在 30%以上的增速，處於國家當前重點支持的半導體行業，有海外並購的預期，目前股價接近非公開增發的底價，強烈推薦！

【晶方科技】：如 15 年僅 30 倍左右動態 PE，88 億市值，未來兩年 30%左右的增速，純先進封裝，50%以上的毛利率，12 英寸的晶圓級 TSV 封裝技術超越臺灣的競爭對手。未來有望切入汽車攝像頭領域，為智慧駕駛汽車配套，當前價位強烈推薦！

【東軟載波】：如 15 年僅 27 倍左右動態 PE，106 億市值，毛利率 50%以上，淨利潤率 35%以上，在電力載波晶片領域國內絕對領先地位。未來兩年預計維持 30-40%左右增速，智慧家居物聯網標的，未來還可能跨入能源互聯網領域，強烈建議關注。

風險因素：大盤系統性風險，業績不達預期

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。