

宏觀經濟

金融杠桿是怎樣煉成的？

銀行業天生具有增加杠桿的動機，這是因為剔除自營、部分中間業務外，銀行業最本質上是靠賺取表內外資產端和負債端的息差來盈利的，在息差有限的條件下，無限擴大資產和負債端規模是最大化利潤的重要方式。這也決定了銀行一方面要擴大資產端對債券、貸款等債權的配路，另一方面也要增加存款、發債、拆借、回購等負債規模來支援資產端的擴張。當前我國銀行業杠桿率究竟有多高？在嚴格的監管下杠桿是如何飆升起來的？背後又存在何種風險？未來監管又將如何收緊？

資產擴張、杠桿飆升！近兩年在經濟增速不斷下行的背景下，銀行資產規模又開始加速，小型銀行的總資產增速從15年初的20%上升至16年的接近30%，中型銀行從15%上升至近20%，導致銀行業杠桿率也居高不下。如果按照最簡單的總資產和實收資本之比來衡量，我國銀行業的這一比例從07年時的30倍左右，一路飆升到了當前的接近50倍，其中中小型銀行達到了60倍。而美國從70年代以來這一比例從未超過20倍，日本、韓國也基本維持在30倍以下。從結構上看，扣除來自存款的被動負債後，近幾年銀行主動負債行為在急劇增加。監管較松的部分同業業務、表內外理財業務為銀行打開了一扇大門，成為銀行主動負債的重要途徑。

杠桿來自哪裡？央行：投放方式驟變。近幾年外匯占款已經不再是新增基礎貨幣的供給管道，央行開始採用新型工具，導致銀行對央行的負債迅速飆升。但央行提供資金的量畢竟銀行難以控制，所以銀行主要還是要借用其它管道來加杠桿。同業：存單成主力。同業存單更加標準化、流動性好、利率更低，再加上同業存單被當成應付債券來處理，並沒有納入到銀行同業負債的考核監管中，所以同業存單成為近幾年中小銀行主動加杠桿的主要方式。從2013年底開始發行以來，當前同業存單託管量已經達到了7.4萬億。表外：理財很迅猛。雖然絕大部分理財未納入表內，但理財在負債端和存款極為相似，在資產端也主要配路債權，是銀行在表外賺取息差的重要途徑。銀行理財產品資金餘額從2007年時的5000多億，一路指數級增加至去年年中的26萬億。14年以來，理財表現出的一大新特點是同業理財急速飆升。

有何潛在問題？金融體系的風險在增加。如果扣除存款以後，增加的杠桿往往是金融泡沫的體現，因為如果銀行體系的資金流入了實體經濟，最終又會以存款的形式回流到銀行系統，而如果銀行的資金只在金融體系中打轉往往形成泡沫。此外，資產和負債息差收窄也將對銀行、尤其是中小銀行盈利構成巨大的威脅。M2低估貨幣增速，央行貨幣政策傳導不暢。銀行之間、銀行與非銀金融機構之間借貸、加杠桿創造的貨幣是沒有被統計進入M2中的，M2低估了貨幣總量，導致金融

機構內部創造的貨幣量失去控制式地增長。央行提供的廉價資金在金融市場打轉，貨幣政策向實體的傳導是不通暢的。

未來監管趨勢？央行和銀監會的考核監管趨嚴。銀行業杠杆飆升、風險積聚的一大原因是對同業存單、理財等業務的監管不夠嚴格，從近期相關官員的表態來看，未來監管趨嚴是一大趨勢。貨幣政策短期內易緊難松。2月CPI大幅回落，通脹壓力短期有所緩解，但通脹預期未消；前兩月社融依然超增；銀監會主席郭樹清稱要控制銀行表外業務增長，央行行長周小川稱一行三會已就資管問題初步達成一致；2月同業存單萬億發行意味著金融仍在加杠杆，季末首次MPA考核監管或全面從嚴，流動性仍面臨收縮壓力。

牛市有多遠？

核心結論：①1990年來A股經歷了五輪牛熊震盪，牛市時間占比37%、平均持續19個月，熊市為20%、10個月，震盪市為43%、24個月。②這輪震盪市始於16年1月底，對比過去牛市的DDM分析，未來水牛難現，只可能有盈利牛，估值結構性高也要盈利消化，仍需要時間確認資料。③上半年是進二退一的震盪市，春季行情繼續，二維投資時代各領域精選細分方向，消費升級+主題週期+價值成長。

都是輪回，A股已經歷五輪牛熊震盪。1990年來，A股經歷了五輪牛熊震盪週期。1990/12月以來中國股市總共經歷了315個月，其中牛市占了37%（116個月），平均每輪牛市持續19個月，熊市占20%（64個月），平均持續10個月，震盪市占43%（135個月），平均持續24個月。2016年1月底2638點以來，市場進入新一輪震盪市。股市的三種狀態除了用指數漲跌衡量，還可以用資金進出衡量，牛市會出現資金淨流入，熊市伴隨資金淨流出，震盪市則是存量博弈。16年1月底2638點以來，市場處於震盪市階段，資金流入流出整體規模不大，單月規模大多在一千億以內，資金供需整體平穩。

庖丁解牛，過去牛市的動力在哪？我們曾經在2014年系列報告《海內外牛市基因探秘1-4》中，從DDM模型出發，從利率（流動性）、企業盈利、風險偏好三個因素分析了二戰後美國、英國、德國、日本、香港、臺灣以及A股歷史上的牛市。

（1）利率（流動性）：利率下行或處於低位是牛市的重要前提。（2）基本面：企業盈利的增長是牛市重要支撐。（3）風險偏好：每一輪牛市背後都有一個“神話故事”。（4）估值：牛市起點的PE不盡相同。在96/1-01/6、08/10-09/8、14/7-15/6三輪牛市中估值貢獻率都在80%以上，05/6-07/10牛市期間企業淨利潤增速從05Q1的-7.5%提升到07Q1的77%，盈利對指數上漲貢獻較大。

展望未來，牛市還有多遠？2016年1月底2638點時《A股見底了嗎？-20160128》等報告，我們提出市場結束單邊下跌的熊市進入震盪市，無論從指數運行特徵還是資金進出狀況刻畫，過去13個

月確實可以定性為震盪市。未來牛市的動力在哪裡？（1）利率（流動性）：“水牛”難以再現。（2）基本面：盈利牛、轉型牛值得期待。我們認為 2017 年企業盈利改善有望持續。（3）風險偏好：等待改革再發力、轉型見實效。（4）估值：上證綜指、上證 50 指數估值處於歷史底部。

應對策略：步步為營，均衡配股。未來值得關注的是政策面，一季度資料好轉給去杠杆提供了更好的條件，特朗普百日新政推進中，關注可能出現的中美貿易摩擦。當前繼續安心持倉，跟蹤政策，步步為營。展望全年跟蹤企業盈利改善能否持續。均衡配股，消費升級+主題週期+價值成長。當前位股建議均衡配股，A 股已經進入二維投資時代，以前在做行業配股、風格選擇時，常常從一維角度分為週期與消費、成長與價值，進攻看週期、成長，防禦看消費、價值，現在市場環境已經

微妙變化，投資進入二維階段。

風險提示：經濟增速下滑超預期，通脹持續上升引發貨幣政策大幅收緊。

大市導航

農業：深化改革，產業融合—中國農業現代化十三五規劃全面解讀

農業現代化發展面臨的主要挑戰發生深刻變化。“十三五”時期，農業現代化發展面臨的主要挑戰發生了深刻變化，主要體現在以下四個方面：一是部分農產品供求結構性失衡的問題日益凸顯；二是我國農業大而不強、多而不優的問題更加突出；三是農業發展方式粗放，農業面源污染問題嚴重；四是農民持續增收難度加大的問題日益凸顯。針對新的挑戰，農業部提出了四個發展要點：1) 深化供給側結構性改革，提高全要素生產率；2) 促進產業融合，發展新型業態，提高國際競爭力，鼓勵國際合作，加強進出口貿易管理；3) 推進農業發展綠色化，污染防治提上新高度；4) 產業扶貧，促進特殊區域農業發展。

種植業：以玉米種植結構為重點，推進六大區域種植佈局調整。作為農業供給側結構性改革的最主要組成部分，全國種植業結構調整規劃要求推進以玉米為重點的種植業結構調整，並對水稻、玉米、大豆、糖料和油料等作物的種植結構調整作了具體闡述，推進六大區域種植佈局調整。

生豬養殖：鼓勵規模養殖，加快產業升級。十三五規劃明確要求：“大力發展適度規模養殖，提高標準化、集約化、機械化、自動化水準”。此外，十三五規劃對行業規模養殖水準和生產效率提出了更高的量化目標要求。生豬養殖區域進行了重新劃分，全國分為重點發展區、約束發展區、潛力增長區和適度發展區四大區域。

飼料：目標增速顯著下調，產品結構目標發生變化。相對於十二五規劃，十三五規劃在目標增速和產品結構目標等量化指標方面均進行了調整。十二五規劃中，飼料總產量的目標年均複合增長率為

4.3%；十三五規劃中，飼料總產量的目標年均複合增長率下降為 1.9%，下降 2.4 個百分點。在經營模式方面，飼料行業十三五規劃強調全產業鏈融合，鼓勵農牧一體化以加強國際競爭力。

疫苗：對養殖到屠宰全鏈條監管力度加大，推動產業轉型升級。十三五規劃強調對養殖到屠宰全鏈條的監管，尤其是對屠宰行業的監管力度增大。獸醫行業十三五規劃指出，“加強動物養殖、移動、屠宰等關鍵環節管理，強化從養殖到屠宰全鏈條獸醫衛生風險追溯監管。科學防範、有效控制、高效管理動物疫病風險和動物產品品質安全風險。” 為適應下游養殖業變化趨勢，十三五規劃新提出推動產業轉型升級。

漁業：調減水產總產量，進行產能結構調整，強調生態保護和綠色發展。漁業行業十三五規劃的主要變化是強調漁業供給側結構性改革，一方面調減水產總產量，另一方面進行產能結構調整。就產量而言，將水產總產量目標值由前期的 6700 萬噸下調為 6600 萬噸。與其他農業板塊相比，漁業十三五規劃特別強調生態保護和綠色發展。

十三五規劃關注點變化帶來的投資機會。種植業結構調整主線：推進以玉米為重點的種植結構調整利好玉米深加工企業和飼料企業。土地產權制度改革主線：土地流轉加速利好掌握稀缺土地資源的上市企業。進出口貿易主線：加強農產品進口調控利好制糖板塊。生豬養殖主線：規模化養殖和行業集中度迅速提升利好上市龍頭企業。

建議關注標的。中糧生化，金河生物，海大集團，禾豐牧業，北大荒，南寧糖業，中糧糖業，溫氏集團，牧原股份。

風險提示：相關政策面臨不確定性。

通信設備：產業視角看價值，積極關注通信行業增持個股

1、積極關注重要股東增持個股：統計通信行業覆蓋個股，2016 年 3 月至今近一年的重要股東淨增減持情況（或控股權協定轉讓價格倒掛），推薦海能達、亨通光電、中天科技，積極關注北緯通信、日海通訊、茂業通信、二六三、中利集團。

2、5G 進程提速，光通信板塊作為行業投資重點，推薦光器件龍頭（光迅科技、關注中際裝備）、光纖光纜 A 股龍頭（亨通光電、中天科技）、估值低位元的設備股（烽火通信、關注中興通訊）。

3、聯通混改方案預期兩會後發佈、國企改革主題積極關注。重點推薦星網銳捷（福建地方混改樣板、低估值、業績穩健成長）。

4、2017 年物聯網主題投資，側重優選具有核心技術支撐能力的平臺型企業及下游行業應用中卡位領先的公司：推薦高新興、宜通世紀，重點關注三川智慧（與中移動、華為在江西鷹潭試點智慧水務）。

5、一帶一路建設配套重點是資訊基礎設施，重點推薦一帶一路受益龍頭海能達、亨通光電、烽火通信等。

風險提示：中小創的系統性估值波動。

傳媒：告別野蠻成長，新興消費迎產業大升級

1) 影視：預計 2020 年市場規模超 5000 億，增速 25%，看好 IP 衍生、網劇和院線：慈文傳媒、上海電影。

2) 體育：政府鼓勵+資本加碼+需求拉動，關注“體育+”概念：三夫戶外、雷曼股份。

3) 教育：需求政策驅動，業態升級：立思辰、世紀鼎利。

4) 消費金融：預計 2020 年消費信貸將達 12 萬億元，關注奧馬電器、康耐特。

風險提示：業務開展不及預期；產業轉型不及預期；宏觀經濟下行風險。

資訊設備：英特爾 153 億美元收購 Mobileye，智慧駕駛產業發展有望加速

根據以色列財經報紙 TheMarker 報導，英特爾本週一正式宣佈，將以每股 63.54 美元現金收購以色列駕駛輔助系統開發公司 Mobileye，股權價值約 153 億美元。雙方表示，該收購交易將加速汽車產業的創新，強化英特爾在自動駕駛汽車領域領先技術供應商的地位。

交易完成後，Mobileye 將與英特爾的自動駕駛事業部（ADG）合併，形成新的自動駕駛部門。該部門總部將位於以色列，由 Mobileye 聯合創始人、董事長兼首席技術官阿姆農·沙書亞（Amnon Shashua）領導。新部門將支援兩家公司當前的製造專案，並致力於與汽車 OEM 廠商、一線供應商和半導體公司合作，開發先進的汽車輔助駕駛、高度自動駕駛和完全自動駕駛系統。

英特爾是全球晶片龍頭，近兩年在人工智慧和汽車電子領域進行快速佈局；Mobileye 是全球汽車電子視覺感測器龍頭，其 EyeQ 系列產品在前裝市場佔有率全球第一。兩者的結合是自動駕駛底層核心技術與產品應用的完美結合。我們認為，此次並購有望加快智慧駕駛產業發展趨勢。建議關注標的：四維圖新、東軟集團、路暢科技、索菱股份、中科創達。

風險提示：技術發展低於預期的風險，系統新風險。

房地產：兩會臨近結束，板塊補漲輪動

兩會臨近結束，地產整體表態溫和。除延續因城施策調控思路外，高層繼續強調去庫存戰略。以上因素造成近期市場對行業去庫存更加樂觀。

擔憂情緒減弱，板塊有望補漲輪動。考慮行業在週期板塊中前期偏弱，且市場對兩會政策壓制預期較強。會議擔憂情緒釋放有望帶來估值提升空間。

行業基本面 46 分化（銷售面積看調控城市占銷售面積 40%，將受到政策影響；不調控城市占 60%，整體保持平穩），開發商 28 分化（市場集中度提高是大趨勢）。我們認為有利情緒平穩帶來估值繼續上行。

看好自下而上機會。關注 1) 3000 億衝擊 5000 億企業：碧桂園等；2) 衝擊和維持 1000 億以上企業：保利地產、華夏幸福、新城控股、濱江集團、藍光發展、首開股份；3) 年報預增類世聯行、粵泰股份、三湘印象。

風險提示：去庫存不達預期，地產調控趨嚴。

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。