

宏觀經濟

杠杆在哪裡？風險是什麼？——再議金融杠杆的煉成

大家都在講金融去杠杆、防風險，可杠杆究竟在哪裡？風險具體又是指什麼？面對中小銀行快速擴張帶來的問題，究竟是銀行太逐利，還是監管不夠嚴？銀行業監管的核心是什麼，又會帶來怎樣的影響？為了弄清這些問題，我們不妨還是從銀行的資產負債表入手，先看看銀行資產端究竟配了什麼。

銀行資產端都買了啥？與大銀行相比，中小銀行配了貸款有限，增加了債券和非標的配了，兩類資產在資金運用中占比從12年時的不足17%，飆升至當前的33%。銀行理財資金40%配了債券，但以信用債為主；儘管近幾年受監管影響理財配了非標類資產占比在下降，但目前仍有16%；還有將近10%的理財資金配了權益類資產。

杠杆在哪裡？風險是什麼？銀行通過存單、理財募集資金已經相當於加了一次杠杆，而在配了資產時通過質押式回購進一步加杠杆。每次杠杆操作背後都進行了一次期限錯配，所以多出來的收益主要來自期限利差。這種操作導致銀行及非銀機構對短端資金的依賴性越來越強，一旦央行稍有收緊，金融體系就很容易出現資金緊張、甚至錢荒。提高投資風險偏好是銀行增加收益又一來源。此外，銀行業通過貸款、非標等途徑與地產相互滲透，整個經濟的系統性風險上升。

銀行監管，“躲貓貓”的遊戲？我們在之前的專題裡已經介紹過，銀行天生是靠加杠杆盈利的行業。所以只要有利差存在，最大限度的擴張資產和負債的規模是最佳選擇。所以，銀行監管的關鍵是控制銀行加杠杆的衝動。銀行業監管的核心是資本金充足率，即銀行的自有資本和風險加權資產的比值，其實就是銀行的杠杆率。對於銀行來說，要麼通過增發股票提高資本金，要麼控制規模增速，甚至縮減表內外資產規模。

貨幣難松，動盪難免！我們認為，短期央行不僅不會放鬆政策，在金融機構主動去杠杆、資金面寬鬆時，還有可能會回收流動性，以防杠杆捲土重來。前期央行鎖短放長、提高資金利率，直接提升了銀行和非銀機構投資中的杠杆成本，導致需要不斷續作回購維持的債券投資震盪回檔；而近期銀監會政策監管或將直接從控制、甚至壓縮規模入手，銀行開始出現贖回委外資金現象，資產拋售壓力甚至可能會引發踩踏。所以短期來看，動盪依然持續，小心方為上策。

大市導航

交通運輸：機場免稅招標帶來業績、估值雙重估

高端零售復蘇+海外消費回流，利好中國免稅業。從 2016 年 9 月開始，煙酒類、化妝品類、金銀珠寶類限額以上批零零售額同比均出現了明顯反彈趨勢；從各大奢侈品公司發佈的季報來看，2016 年下半年中國地區銷售增速均出現大幅改善。

2016 年本土奢侈品消費占比達 23%，較上年上升 1pct，為 2012 年以來首次出現上升態勢。2016 年下半年免稅銷售額同比增速也明顯加快。受人民幣貶值、跨境電商政策收緊、奢侈品牌集體降價影響，國內高端零售和免稅行業將迎來復蘇。

政策鬆綁，支持高端消費回流。中國宏觀經濟增速仍存壓力，加之中國消費者購買力強大，面對國人境外奢侈品消費占比逐漸攀升、奢侈品消費外流嚴重的情況，政府積極採用政策將國外消費引回國內，培育新的經濟增長點。2011 年至今，離島免稅政策出現 4 次調整，從政策物件、免稅商品品種、免稅購物次數和購物額度方面均出現放寬。2016 年初，國務院批准在 13 個機場口岸和 6 個水陸口岸各設一家口岸進境免稅店，2017 年初開始，機場進境免稅店招標集中進行。

機場免稅招標帶來業績和估值雙重估。機場公益性和收益性並存，由於公益性收費受政策限制，收益性貢獻利潤增量。從本輪機場重新招標結果來看，提成比率大幅提升，免稅店讓渡了大部分利潤給機場，機場成為免稅招標最大受益方。根據我們的測算，首都機場 2017 年招標將新增淨利潤 7.97 億元，淨利潤彈性為 38.9%（考慮 T3 中標存不確定性，若日上中標則淨利潤彈性為 33.5%）；白雲機場將新增淨利潤 3416 萬元，淨利潤彈性為 2.1%；浦東機場若 2018 年第二季度開始啟用新招標結果，分別按 48%、50%、52%提成比例計算，淨利潤彈性分別為 27.5%、29.9%、32.3%，若考慮首年溢價（假設溢價 40%），則淨利潤彈性分別為 38.6%、41.9%、45.3%。深圳機場及其參股公司成都雙流機場進境免稅店招標也將大幅提升深圳機場非航收入。機場業績均大幅改善導致機場股估值中樞下移，而機場非航收入的提升將提高機場消費屬性，有助估值提升。

投資建議。推薦 A 股中免稅招標彈性最大的上海機場，以及受益內航內線改革最大和受益深圳機場及其參股公司成都雙流機場進境免稅店招標的深圳機場。

風險提示。浦東、深圳機場免稅招標時間和提成比率不及預期。

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。