

## 宏觀經濟

### 杠杆有多高？還會增加嗎？——我國各部門杠杆率的測算和分析

去杠杆進行時，當前成效如何

政府杠杆下降，居民企業杠杆上升，總杠杆率持續走高。截止16年，我國政府、居民和非金融企業部門的杠杆率分別為46%、50.6%和141%。總杠杆水準從10年的177.8%上升到了16年的237.6%。具體來看，地方政府債務限額後，政府部門杠杆率有所下降。而近兩年房地產市場的火爆導致房貸大增，居民杠杆率飆漲。最後，我國非金融企業部門杠杆顯著偏高，其中國有企業的杠杆問題較為嚴重，需要引起重視。

債市杠杆微降、金融杠杆上升，金融去杠杆收效甚微。16年之後，隨著央行貨幣政策的收緊和金融監管的加強，債券市場迎來一波大幅調整，質押回購杠杆率下降到110%左右。但金融部門的杠杆率仍在持續上升，截止16年達到128%。原因在於央行採用公開市場操作投放貨幣，對沖外匯占款減少，導致對央行的負債被動上升；同時同業存單的總量快速增長，代替了傳統的同業負債，成為金融部門加杠杆的主要方式。

我國杠杆率到底高不高

我國杠杆率在國際上處於中游水準。截止16年我國實體經濟的負債總額為176.8萬億，占GDP的比重為237.6%。目前我國的杠杆率在國際上處於中游水準，與韓國、澳大利亞等國家接近，低於美國、日本、歐洲等發達國家，高於巴西、印度等新興市場國家。

政府居民杠杆低、非金融企業杠杆高：16年我國政府和居民部門的杠杆率之和為96.6%，僅高於印度和俄羅斯，低於大部分國家。但非金融企業的杠杆率高達141%，在所選取的13個主要國家中排名第一，企業杠杆率明顯偏高。

17年杠杆率如何演變

政府杠杆平穩，居民企業杠杆上升。根據我們的測算，為了達到6.5%的GDP增長，17年總杠杆率將進一步上漲至247%左右。其中，政府部門的杠杆率約為45.5%，與16年基本持平。居民部門的杠杆率則與房貸的增長情況密切相關，按照房貸上漲30%、25%、20%三種情況推演，測算出17年居民部門的杠杆率將分別上漲至58.3%、56.6%和54.8%。最後，非金融企業部門的杠杆率17年將在145%左右，相比16年繼續上升。

金融杠杆去化與否，同業存單成關鍵。金融去杠杆的效果主要看對同業存單增量的監管情況。我們按照同業存單增量在 17 年上漲 30%、10%和-10%三種情景來推演，測算出金融部門杠杆率在 17 年分別上漲至 136.6%、135.8%和 134.9%。

因此，能否抑制住同業存單的繼續擴張將成為金融去杠杆的關鍵。

去杠杆對債市有何影響

短期：金融去杠杆，債市防風險。過去兩年金融部門加杠杆迅猛，主因貨幣環境寬鬆和金融監管滯後。而目前金融去杠杆的背景下，貨幣政策和金融監管將持續收緊，從而逆向拆解套利鏈條，抑制金融機構負債端的無序擴張。近期一行三會頻繁發文，金融監管進入實質性階段，銀行委外資金面臨贖回壓力，短期市場不確定性較高，債市以防風險為主。

長期：經濟去杠杆，帶來債市投資機會。目前我國每年利息支出約占 GDP 的 11%，利率的上升會導致債務規模越滾越高，杠杆率的增長將會失去控制。13 年高利率去杠杆就使得實體經濟承壓，基本面回落，利率再次下行。而參考美國和日本的經驗，去杠杆過程中往往伴隨著經濟基本面的回落和貨幣政策的再次放鬆，為債市開啟長期的投資機會。

## 大市導航

### 商業貿易：關於新零售最全面深入的資料分析和趨勢展望

2016 年 10 月馬雲提出新零售以來，先後出現了阿裡參股三江、私有化銀泰、Amazon Go、盒馬鮮生、超級物種等諸多話題性事件/新事物，資本市場和產業圍繞新零售展開了熱烈探討。

近日京東披露了超預期的一季報後市值創 551 億美元新高，同時在近日創新高的還有阿裡（2994 億美元）、亞馬遜（4554 億美元）和好市多（801 億美元），永輝雖未創新高，但其 595 億市值較 2016 年初已近翻倍，年初以來漲 27%；沃爾瑪、高鑫零售、蘇寧、唯品會、分別僅是其歷史最高市值的 91%、63%、56%、47%，梅西、塔吉特、柯爾市值均下滑，彭尼、西爾斯早已遠離歷史榮耀，A 股有一批百貨/超市市值在歷史相對低位。

市值沉浮，王者易位，在零售業變革關鍵期，我們以中美主要電商（阿裡、京東、亞馬遜）和線下龍頭（永輝、蘇甯、高鑫零售、沃爾瑪、好市多）為樣本，從格局、GMV/收入、毛利、費用、淨利率、ROE、市值估值等角度，系統深入的進行了資料對比解讀，同時對韓都衣舍、三隻松鼠等品牌做整理和對標分析，以此為管道成本印證。

觀點：①線上線下平衡更多是宏觀層面和微觀龍頭間的動態平衡，而不是所有人的平衡，在正形成的新格局中，新龍頭在贏得更多市場，價值更稀缺；②電商費用率高於線下零售商，須以更高毛利率支援盈利，雖線下淨利率暫優於自營電商，但沃爾瑪、高鑫零售等已面臨下行壓力，而亞馬遜、

京東等正邁入盈利拐點後的成長期；③新零售下的“人貨場”均已變化，且從相互割裂到相互影響，需求端的新人群和消費升級，供給端的新技術新思維新平衡驅動管道變革融合，以客為先，致力於以最優的供應鏈效率將最好的商品和服務精準送達到最合適的用戶。

風險提示：消費持續疲軟；轉型創新進度的不確定性。

### 新能源板塊：4月銷量只是過渡，5月或將崛起

根據乘聯會資料，4月新能源乘用車銷量 2.92 萬輛，環比增長 6%，同比增 41%；根據中汽協資料，4月商用車銷量 3883 輛，環比增長 47%，同比依舊下降；對此我們點評如下：

4月無新政催化需求，銷量環比趨穩。17年新能源汽車行業依舊是政策催化需求的一年，目錄、地補、免徵購路稅、牌照等影響因素眾多。3月乘用車銷量 2.7 萬輛，增幅較大，增量的 1.1 萬輛多數來自於北京市場，源于牌照申請時效催化銷量提前反應；而 4月無重大政策刺激，市場產銷量遂趨於穩定。

5月銷量相對樂觀。展望 5月份，三大增量政策催化，一是江蘇、天津等地補政策出臺，二是免徵購路稅目錄出臺，三是客車進入招標期；我們預計地補+免徵購路稅可使得天津、江蘇月銷量提升至 2000 輛，廣東、上海提升至 3000 輛，使得乘用車銷量突破至 4 萬輛；

3萬公里限制有望催化客車旺季提前。17年補貼申請為 18年 4月份之前，受 3萬公里限制，新能源公車採購投放時間影響第二年是否可獲得補貼，我們預計今年電動公交採購投放將提前在二三季度，進入 5月份，客車招標期到來，商用車將再上一個臺階；另外隨著地補政策出臺，物流車亦景氣好轉。

投資建議。首選兩條主線，鋰鈷最上游，中游優質材料企業。

風險提示：政策不達預期，新產品替代風險，行業競爭加劇。

### 公用事業：股海淘金，尋找增值機會

重要股東增持股份、員工持股計畫股份、非公開發行股份、股權激勵股份、重大股權交易股票解禁期前後會迎來套利機會。

以 2017年 4月 28日收盤價為基準，從 2014年初到 2017年 4月底，海通公用環保股票池公司中，有 53家公司存在套利空間，其中，套利事由是重要股東增持、員工持股、股權激勵、定增、重大股權交易的公司數量分別有 32、6、6、21、3家。

重要股東增持套利。2015-2017 年海通公用環保股票池中，有 69 家公司發生過重要股東增持，其中增持價高於現價，即存在套利空間的有 32 家。股東增持的方式主要有建立證券公司定向資管計畫和證券交易所競價買入。我們用折價率（折價率=(複權後增持價-股票現價)/複權後增持價）來表示套利空間的大小，則套利空間較大的有豫能控股、京藍科技、寶新能源、開爾新材等。

員工持股計畫套利。2015-2017 年海通股票池中，有 19 家公司實行過員工持股計畫，其中，員工持股價格高於現價，即存在套利空間的公司有 6 家，按照套利空間由大到小排列分別為寶新能源、開爾新材、環能科技、雪迪龍、怡球資源和龍淨環保。

定增套利。2015、2016、2017 年海通股票池中，有 74 家公司實行過定增，其中出現定增價格倒掛的公司分別有 9 家、9 家、3 家。2017 年存在定增套利空間的有 3 家，按照套利空間從大到小分別為三維絲、環能科技、豫能控股；2016 年存在定增套利空間的有 9 家，按照套利空間從大到小分別為華測檢測、維爾利、韶能股份、開爾新材、東方能源、廣安愛眾、寶新能源、盾安環境、哈投股份；2015 年存在定增套利空間的有 9 家，套利空間較大的有津膜科技、金鴻能源、國新能源、華銀電力等。華電國際 2015 年的定增有第一大股東華電集團參與，其中，2015 年複權後定增價為 6.47 元，折價率為 19.63%，獲配數量為 2.11 億股，2018 年 9 月 10 日解禁。

股權激勵套利。2016-2017 年有 23 家公司實施股權激勵（包括限制性股票和期權），其中調整後行權價格高於現價的公司有 6 家，按照套利空間由大到小排列分別為隆華節能、華測檢測、派思股份、科達潔能、國禎環保、東方園林。

重大股權交易套利。因發生重大股權交易產生套利空間的公司有科林環保、勝利股份、龍淨環保，折價率分別為 33.43%、33.63%、23.50%。

風險提示。（1）市場風險偏好變化；（2）行業競爭加劇，淨利增速下滑；（3）宏觀經濟波動。

## 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。