

宏觀

杠杆升降輪回，給經濟留下了什麼？——居民加杠杆的國際經驗（上篇）

最近兩年，中國居民部門的杠杆率飆升的非常快，如果算上住房公積金貸款，我國居民杠杆率已經達到了54%。當前我國居民杠杆率在國際上處於什麼水準？未來還剩下多少空間？我們在BIS資料庫的基礎上，計算了全球主要經濟體的居民部門杠杆率，發現各國居民杠杆率的變動大致可以分為兩種模式：一種是比較典型的以歐美日為代表的危機模式；另一種是以韓國、加拿大、澳大利亞為代表的暫時穩定模式。由於內容較多，我們分兩篇專題彙報研究的結果，本篇重點介紹下我國居民杠杆率在全球的位置和歐美日的危機模式。

新興杠杆飆升，中國貢獻最大。08年金融危機以後，發達經濟體居民部門整體在去杠杆，而新興經濟體居民部門杠杆率迅速飆升，而中國是加杠杆的主力。如果按照居民債務和GDP之比計算，當前我國居民杠杆率達到54%，還低於發達經濟體的水準，但幾乎已經是新興經濟體中最高的。例如，阿根廷居民杠杆率不到10%，印度僅11%，俄羅斯16%，墨西哥17%，巴西22%。如果考慮到居民部門的可支配收入，我國居民部門債務率已經達到了90%。美國在07年房地產泡沫破滅前居民債務占可支配收入比重達到130%，日本在90年代初也曾在120%的高位，但隨後爆發了危機，當前均回落至100%左右。所以我國居民的杠杆率已經接近比較危險的區間範圍。

歐美危機模式，杠杆先升後降。杠杆激增，泡沫生滅。無論是美國還是歐元區，在居民杠杆飆升的初期都經歷了連續降息，貨幣處於低利率的寬鬆環境，刺激了居民加杠杆的行為。美國居民杠杆率在01-06年從70%上升到95%，歐元區在03-09年從50%上升到64%。居民杠杆率又推動了房價飆升，01-06年期間美國房價整體上漲了54%。但是較低的利率不僅刺激了資產價格，也推升了通脹，進而促使貨幣政策收緊，房價由漲轉跌、泡沫逐漸被擠壓。居民無力償債，引發債務違約，08年後，美國房地產貸款違約率最高曾達10%，商業銀行不良貸款率最高達5.6%。下行調整，出清復蘇。危機模式開啟後，美國和歐元區居民杠杆率分別從最高時的98%和64%，下降到今年的79%和59%。杠杆率的下降一方面是因為經濟增速放緩、房地產預期改變，居民新增負債大幅減少；另一方面，更為重要的是居民房產價值大幅縮水，出現大面積違約甚至破產，銀行進行債務減記。但是隨著居民杠杆率的下降，經濟實現快速出清，反而又逐漸恢復了增長。與歐美略有不同的是日本，雖然房價下跌，但居民的高杠杆維持了很長一段時間，隨後才緩慢下降。這主要是因為日本對銀行業不良貸款的處理不夠堅決，市場未能及時出清，直到98年日本才出臺了《金融再生法》，居民杠杆率才開始下降。

泡沫繁榮過後，還能剩下什麼？總結經驗，歐美日的危機模式是典型的快速繁榮、快速出清模式：居民部門快速加杠杆，推動地產經濟繁榮；但泡沫破滅後，居民資產縮水，機構破產出清，經濟再度增長。但這種短期繁榮和危機後，經濟能剩下什麼呢？美國地產泡沫破滅後，現在崛起的還是以Google、Facebook、Amazon、Tesla等為代表的新經濟。日本地產泡沫破滅後經濟雖一蹶不振，但豐田、索尼、佳能、尼康、東芝等品牌依然在全球保持競爭力。長期來看，依賴刺激地產拉動經濟可以帶來一時的繁榮，但難以持續，真正能夠推動經濟長期持續增長的還是技術和人力資本的提升。這也是為什麼歷史記不住幾個地產大亨，但卻永遠銘記著誰發明瞭蒸汽機、誰發明瞭電話汽車飛機、誰推動了IT革命。短期來看，刺激泡沫的誘惑很大，但將時間拉長了看，做長期正確的事，才能推動社會的進步和經濟的持續發展。

有沒有一種模式，居民杠杆一直飆？——居民加杠杆的國際經驗（下篇）

在上篇專題裡，我們介紹了全球居民杠杆變化的兩種模式，一種是歐美日的危機模式，杠杆率先大幅攀升後快速下降；另一種是韓國、加拿大、澳大利亞的模式，居民杠杆率幾乎一直在飆升。那麼韓加澳的這種模式真能一直持續嗎？背後有沒有問題呢？我國居民杠杆率未來又將如何變動？

居民杠杆一直飆升。從上世紀80年代以來，韓國、加拿大和澳大利亞的居民杠杆率一直在上升，幾乎未降過。韓國的居民杠杆率從1980年的15%上升至當前的93%，雖然在亞洲金融危機期間有所下降，但幅度非常小。加拿大的居民杠杆率從1980年的48%升至當前的100%，澳大利亞從37%升至122%，杠杆率也幾乎沒有經歷大幅的調整。主要原因在於這三個經濟體的房地產市場均沒有經歷過大幅的調整，我們看下到底“神話”是怎樣煉成的。

“神話”是怎樣煉成的？首先，從房價本身來看，韓國、加拿大和澳大利亞的房價泡沫化程度小於同期出現大幅調整的美英等國。美國2000年到2006年實際房價的累計漲幅達到37%，相比之下韓國和加拿大的累計漲幅僅為24%、23%。其次，從貨幣政策的角度來看，2004年到2008年期間美國的加息幅度達到4.25%，澳大利亞、韓國和加拿大的加息幅度僅為2%、1.5%和2.5%，韓加澳相對寬鬆的貨幣環境給了房地產市場喘息的機會。再次，韓國、澳大利亞和加拿大的金融機構從事的高風險交易較少，住房抵押貸款條款更為嚴格。金融體系的穩定給房地產市場提供了充足的流動性並且避免了恐慌預期，而房價的穩定反過來又保障了金融體系的運行。最後，從房地產需求的角度來看，持續流入的移民和海外投資者支撐了住房需求。

杠杆飆升背後的隱患。當前韓國、澳大利亞和加拿大如此高的居民杠杆率、持續上漲的房價背後存在很多隱患。首先，目前三個國家房地產泡沫化程度嚴重，過高的房價無形之中加重了居民的生活負擔，並加劇了房地產市場調整的預期。其次，居民債務的增加需要低利率環境的配合，一旦利率提升過快很容易重演歐美的危機，導致這些國家的貨幣政策受到約束。但過低的利率可能導致流動性過剩，威脅未來金融體系的穩定性。再次，歐美在經歷房地產泡沫的調整出清後，近幾年消費均出現明顯反彈；但韓國、澳大利亞、加拿大的消費增速近幾年改善幅度非常小，高杠杆率對居民消費構成壓制。最後，我們研究發現杠杆率越高，引發債務危機時本國受到的衝擊越大。韓加澳持續飆升的杠杆率實際上就是為下一次債務危機積聚更大的破壞力！

中國模式如何走？歐美的危機模式下，居民加杠杆刺激了短期繁榮，但對長期經濟增長貢獻不大，經濟要經歷陣痛；韓加澳的暫時穩定模式下，看似短期很穩定，但其實危機四伏，最終也可能演變成危機模式。中國近10年居民杠杆率大幅飆升，當前已經進入危險區間，儘管進一步刺激居民加杠杆，危機也未必馬上到來，但經濟系統性風險上升，最終對長期經濟增長沒有太大貢獻。長期來看，提升技術創新和人力資本水準，才能推動經濟的可持續增長，依賴刺激地產拉動經濟很可能逐步走入危機模式。我們在之前的專題中也研究過德國和新加坡的模式，發現它們的房價較為穩定，居民杠杆率在發達經濟體中都處於偏低水準，但經濟卻長期在全球保持著較強的競爭力，根本原因在於這兩個國家不依賴刺激地產來拉動經濟。黨的十九大報告中指出要加快建設創新型國家，強調堅持房子是用來住的、不是用來炒的，我們認為這是發展思路和增長模式的變化，但其中也需要諸多改革，任重而道遠。

行業點評

汽車與零配件：汽車三季報總結：行業平穩運行、板塊顯著分化，電動化仍是18年重點方向

上年透支效應已逐步消化，行業平穩運行，盈利能力總體保持穩定。根據國家統計局披露，2017年1-9月，國內汽車累計銷量2022.45萬輛，同比+4.46%；汽車製造業實現營業總收入62409億元人民幣，同比+11.23%；利潤總額5029億元，同比+9.21%；行業淨利率8.14%，三費率合計約7.74%。銷量增速保持穩定，淡季平穩向旺季過渡，盈利能力總體保持穩定。

17Q3板塊分化加劇，乘用車仍受市場競爭壓力，客車進入旺季底部反彈，重卡有序擴張，零部件穩健增長。乘用車子板塊17Q3營收同比+14%，毛利率、淨利率略有下滑，費用率略有提升，受市場競爭加劇影響、終端促銷廣告等影響盈利。客車子板塊17Q3營收同比+6%，淨利同比+25%，下半年旺季到來，新能源客車早前受抑需求集中釋放、排產恢復，電池持續降價緩解補貼退坡影響，龍頭受益。卡車子板塊受益治超新政、地產週期等景氣格局，17Q3營收持續增長同比+40%。零部件板塊17Q3營收同比+17%，淨利同比+28%，汽車消費升級帶動零部件進口替代和升級大機遇，維持高增速、成長性優良。新能源汽車17Q3終端需求持續復蘇，銷量保持高增長，營收同比+12%、淨利同比+14%，受電池擴產影響，板塊毛利率水準小幅下滑，但長期看好產業鏈高端向上、低端向下，龍頭崛起機會。經銷商子板塊17Q3營收同比+11%、淨利同比+30%，受益消費升級、豪華品牌強產品週期。

2017Q3乘用車、卡車小幅下調，客車底部反彈，零部件分化顯著，精選優質龍頭。汽車板塊17Q3相對漲幅-2.53%，細分板塊分化明顯。乘用車、卡車早前漲幅較大，Q3估值水平平均有所下調；客車進入下半年旺季，終端需求釋放、新能源公交訂單開始招標等，估值底部反彈；零部件估值年內持續下調，但仍處歷史中等偏上位置，業績為王、分化顯著，甄別真成長尤為重要。但橫向比較，汽車板塊估值中等偏低，利於精選優質龍頭個股，獲取業績估值雙升機遇。

投資建議：

- (1) 三季報個股份化較大，強勢整車企業、全球零部件龍頭等表現穩健，而依賴國內需求的零部件體系稍顯壓力，已在估值下行中體現市場判斷。2018年，我們建議重點關注“車市景氣度、行業競爭格局、公司成長性”三個維度，挖掘方向仍是“自主崛起”和“電動汽車”，尤其建議關注當前低估值零部件優質個股（特別是新能源核心零部件）。
- (2) 電動汽車將是未來高增長的重點領域。一方面，特斯拉國產有望，我們預計，未來將依託中國巨大消費市場達成2020年100萬輛產銷目標，帶動中國本土供應商單車配套量價齊升，建議關注業績彈性明顯的個股，旭升股份、三花智控、中科三環、廣東鴻圖、中鼎股份、拓普集團、岱美股份、天汽模等。另一方面，新能源汽車成為中國汽車彎道超車的關鍵機遇，雙積分制度強化先發企業優勢，整車價值獲得重估，核心零部件進入全球供應鏈，即將跟隨特斯拉、大眾、通用等及國內主流整車廠全新週期，未來10年複合增速有望超50%，建議關注三花智控、華域汽車、精鍛科技、得潤電子、華友鈷業、天齊鋰業等龍頭個股。

風險提示。汽車行業景氣度大幅波動的風險。汽車行業小排量購置稅優惠政策變化的風險；新能源汽車政策變化的風險。原材料漲價的風險。

有色金屬：取暖季即將開始

今冬取暖季即將開始，據百川資訊統計取暖季影響產能1196萬噸，考慮產能利用率及4個月的時長，共計影響產量109萬噸。供給側改革更加強化供給緊平衡狀態，全產業鏈供需結構的進一步優化最終大概率催動電解鋁板塊上行。

對於基本金屬，我們堅定看多。四季度美國經濟增速仍然強勁，加息期需求企穩回升，週期資產配置價值持續增大，以銅、鋅、鎳為首的基本金屬都處於長牛趨勢。稀土國儲收儲預期，我們認為有潛在投資機會。目前礦業利潤明顯釋放，行業投資安全邊際加大，各板塊龍頭效應凸顯，包括神火股份、江西銅業、盛和資源、天齊鋰業、華友鈷業、中金嶺南以及不少加工股估值都下降到年化TTM市盈率20倍水準，而在這樣的估值水準下，投資風格可以更為積極。

總結而言，我們認為基本金屬為長牛行情，推薦以銅、鋁、稀土、鋅為首的龍頭標的。新能源汽車產業鏈的核心資源端鋰鈷鎳為堅守品種。最後，推薦低估值品種鴻達興業。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期。

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。