

宏觀

槓桿升降輪回，給經濟留下了什麼？——居民加槓桿的國際經驗（上篇）

最近兩年，中國居民部門的槓桿率飆升的非常快，如果算上住房公積金貸款，我國居民槓桿率已經達到了54%。當前我國居民槓桿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槓桿率，發現各國居民槓桿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槓桿率在全球的位置和歐美日的危機模式。

新興槓桿飆升，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槓桿，而新興經濟體居民部門槓桿率迅速飆升，而中國是加槓桿的主力。如果按照居民債務和GDP之比計算，當前我國居民槓桿率達到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。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%，已經接近比較危險的區間範圍。

歐美危機模式，槓桿先升後降。無論是美國還是歐元區，在居民槓桿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，刺激了居民加槓桿的行為。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。危機模式開啟後，美國和歐元區居民槓桿率分別從最高時的98%和64%，下降到今年的79%和59%。槓桿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。但是隨著居民槓桿率的下降，經濟實現快速出清，反而又逐漸恢復了增長。

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：居民部門快速加槓桿，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。

策略

港股半月報：恆指創新高，需警惕海外市場干擾

業績向好帶動低估值港股持續上漲。從目前已公佈的中報盈利資料來看，港股中報淨利潤同比增速20.53%，比上年年報提升26.15個百分點，優於A股整體中報淨利潤同比增速16.12%。截至11月15日，中資股數量在全部港股中占48%，市值占比達62.7%，2017年中報淨利潤占比達51.9%；同時中國內地投資者在港股交易額占比

已升至21.6%，大陸經濟對港股影響大。A股2017三季報業績表現靚麗，全部A股17年三季報淨利累計同比增長18.3%，較中報繼續回升，大幅好於去年三季度，大陸經濟改善對驅動港股上漲帶來明顯的積極影響。從估值來看，截至11月14日，恒生指數PE（TTM）為12.5倍，超過07年以來中位數水準，PB（LF）為1.3倍，低於07年以來中位數水準。但是橫向對比全球，港股仍是價值窪地，低估值的核心優勢不變。這兩大核心邏輯不變的前提下，港股持續上漲可期。

企業盈利支撐港股未來走勢，港股基金今年收益好。展望未來，長期看中國經濟已經進入了經濟平，盈利上的新時代，盈利的改善將是港股繼續向好的核心支撐力量。近期歐洲股市和美國股市都有較明顯的調整。英國央行在11月2日進行了2007年8月以來的首次加息，英國基準利率從0.25%上調至0.50%，同時11月以來歐洲利率整體上行，歐元區10年期國債收益率從0.44%（11月1日）上升至0.48%（11月13日）。受此影響，歐洲股市11月有所下行。同時，特朗普稅改法案在參眾議院的爭議較大，稅改方案的不確定性讓美股市場有所調整。港股受國際市場影響較大，需要警惕國際市場的波動對港股帶來短期干擾。今年以來投資香港的QDII與陸港通基金（內地）的業績較好，平均年度漲幅（截至11月14日）分別為23.7%、25.8%，高於內地公募基金（包括普通股票型、偏股型和靈活配置型）的13.5%，同期香港本地基金（股票型）平均年度漲幅為21.0%。內地投資香港的基金規模持續增長，截至11月15日，陸港通基金（內地）規模從2017年年初的571億元上漲到了957億元，投資香港的QDII規模從年初的457億元下降到303億元。

風險提示：全球經濟形勢惡化。

債券

資金面緊平衡，債市底部區域（本輪金融去槓桿進展如何？）

對於本輪金融去槓桿的情況，我們從金融部門槓桿率、債市槓桿率、金融機構貨幣乘數三個方面來考察。第一，金融部門槓桿走穩。金融部門非存款負債與GDP的比值在16年創新高，17年中仍維持在131%。槓桿率走穩主因銀行對銀行槓桿、銀行對非銀槓桿和債券發行槓桿趨於下滑，體現為同業存單發行量減小並逐漸轉負、同業理財規模收縮等。第二，場內債市槓桿率自16年明顯下臺階，17年走穩。第三，金融機構層面乘數依然高企。銀行業資產與基礎貨幣之比在14年末接近6，到了17年7月突破8倍，但9月出現年內首次下滑，未來能否趨穩甚至下滑，值得關注。而實體層面貨幣乘數同樣高企。

金融監管延續，貨幣政策難松。從金融部門槓桿率、債市場內槓桿率來看，槓桿企穩，但持續性還有待觀察，且貨幣乘數依然高企，金融槓桿容易反復。11月國務院金穩會成立，近期工作要點在於堅持穩健貨幣政策，強化金融監管協調，提高防範風險能力等。結合前期周小川行長關於金融風險和金融監管的表態，我們認為未來很長一段時間內金融監管都將延續，貨幣政策難有放鬆可能。

債市配置機會。債市格局依然偏弱，主因通脹預期上升、監管升級擔憂以及海外貨幣政策逐步收緊引發資金外流的擔憂，金融去槓桿背景下金融機構負債不穩定和博取資本利得行為放大市場波動，交易盤止損後觀望情緒濃重。我們認為短期通脹並不構成威脅，且經濟基本面仍在向下、對債市有支撐。海外政策收緊已逐步被預期，中美利差保護足夠，即便12月美聯儲加息，其對國內債市影響也相對較小。但金融監管的不確定和貨幣政策的中性偏緊依然是債市制約因素。綜合來看，當前10年期國債利率具備長期配置價值，目前債市處於絕對的底部區域。

行業點評

航空公司：解構民航冬春航季時刻安排表：供給側改革仍需時間驗證

前言。2017年9月，民航局發文提升航班正點率，對航班實行總量控制和結構調整；10月29日，民航冬春航班計畫正式執行，民航局報導2017年日均航班量增速5.7%，而中國民航網報導2016年冬春航季日均航班量增速8.6%。引發行業內外密切關注和廣泛討論，經我們查證，二者並非同一口徑。因此，為統一口徑，我們根據民航局報導的統一資料和2017/2018冬春航季時刻安排表從總量增速、各航空公司航班增速和機場航班量增速三個維度進行了深挖。

冬季航班總量增速略有下降。民航局新聞口徑（不計中轉航班）：2017冬春航季增速8.3%，2016年8.7%；國內航空公司航班量增速2017年7.9%、2016年8.4%；民航局時刻表口徑（統計中轉航班）：2017冬春航季航班量增速7.7%、2016年12.6%；國內航空公司2017航班量增速7.6%、2016年8.0%。

從國內上市航空公司的角度看：國內線航班量增速略加快，國際線增速下降。國內線：整體航班量增速2017年7.9%，2016年7.6%，增速略有加快。中國國航、南方航空、春秋航空、吉祥航空航班量總量增速分別為8.3%、3.3%、10.1%、25.3%，較去年同期的2.7%、2.1%、3.0%、7.3%、14.6%均出現加快；一線互飛航班量增速加快，一線與二三線互飛航班量增速持平，二三線互飛航班量增速加快。國際線：整體航班量增速2017年8.0%，2016年13.5%，出現了較大幅度的下降。我們認為主要是由於歐美航線航權分配完畢。除南方航空國際線航班量增速加快外，中國國航、春秋航空、吉祥航空國際線航班量增速趨緩。值得注意的是，上市航空公司一線城市與國際線互飛航班增速均上升，在整體空域資源緊張的情況下，航線出現了結構性優化。

機場口徑：國內線航班起降量略有上升，一線機場整體航班量大幅收緊。17年冬春航季機場周度航班起降量增速為5.7%，16年為10.4%，出現了較大幅度的下降，民航局關於提升機場航班正點率決心明顯。分航線看，國內航空公司在國內機場周度航班起降量增速為7.9%（16年7.6%），外航在國內機場周度航班起降量增速為-27.7%（16年為82.3%），國內外結構分化。從上市機場角度來看，17年冬春航季首都機場、浦東機場周度航班量分別調減1.7%和5.8%（16年增速分別為3.9%、11.9%），白雲、深圳機場航班量增速分別為1.2%和0.3%（2016年分別為10.9%、5.0%），一線機場航班量增速出現明顯收緊。

投資建議。民航當前的主要矛盾仍是日益增長的航空需求和時刻、空域資源不平衡之間的矛盾。當下所謂的“民航供給側改革”更多的是結構性優化，而不是通過調減航班來遏制需求。從2017冬春航季時刻資料來看，總量確有小幅下降，但從航空公司的角度而言，國內線航班量增速卻小幅上升，國際線出現了結構性優化。當下資料並不能充分支援“民航供給側改革”這一論點，實際改革效果需從運營資料做再驗證。當前航空股我們重點推薦盈利狀況處於左側拐點的春秋航空，建議重點關注中國國航。

風險提示。供給收縮幅度不及預期，油價大幅上漲，人民幣貶值。

鋼鐵：未來幾個月盈利持續高位

我們認為，截止明年上半年的基本面無憂。雖然季節性和環保因素導致需求在逐步下降、且預期明年需求整體也會下降，但預計冬季環保限產能夠使得鋼價和盈利在明年中期之前維持在相對高位。如果細看，我們認為這一階段可以分為三個時期，一是今年11月12月，這兩個月需求尚在高位，環比並未很明顯的下降，因為季節性因素尚未充分發揮作用，但由於冬季採暖提前限產，使得在需求尚未明顯下降的情況下資源略顯供給不足，從而導致庫存連續幾周下降，鋼價反彈，盈利小創新高；二是明年1月2月份，此時建築業活動大範圍

停產，產量明顯大於需求，但是由於每年此時應該是堆積庫存以備明年春季開工爆發之需，因此，如果庫存堆積不足或者並非過分的高，市場會考慮到限產持續到明年3月31日，因而可能難以應付開工需求爆發，進而使得鋼價和盈利仍維持在相對高位；三是明年3月開工以後，一直到5月6月之交，在前期限產影響下和旺季作用疊加下，鋼價和盈利仍可能維持在相對高位。因此從基本面看，我們認為未來幾個月無太大擔憂。

明年下半年邏輯仍需尋找支撐。首先，預計明年約有近兩千萬噸高爐加電爐投產，雖然今年開始就已經有陸續投產和複產，但在冬季限產先影響被掩蓋了，其次，預計明年可能不再有多少產能淘汰，第三就是下一個冬季該如何限產仍未說法，第四，明年需求有可能下降。在產能增加需求略有下降的情況下，噸鋼利潤對產能利用率的敏感係數比較高，但預計上半年不會體現。

鋼鐵股估值有上限。我們預計板塊四季度利潤應該比三季度要好，但環比增加不明顯，考慮到10月份一直到明年3月的減產和由於減產複產導致的成本增加，因此可以把今年三季度上市公司合計業績年化，來估算鋼鐵板塊估值。截止11月13日，鋼鐵板塊總市值8600億元，而三季度業績年化為880億元，也就是板塊加權PE剛好為10倍。

關注公司。位於南方的公司、不減產的公司、以板材為主要的公司。

風險提示。行業波動性仍存；政策風險。

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。