

2018年8月30日

財富管理-投資策略

固定收益

寬信用效果如何？——基於政府+社會融資的測算與分析

近期宏觀政策有所調整，市場對於寬信用的預期上升。那麼未來寬信用效果會如何？我們下面從政府+社會融資的角度出發來進行分析和測算。

非標：監管放鬆，難改萎縮趨勢。非標大幅萎縮是今年社融增速下滑的主要原因，7月份資管新規細則和理財新規對非標監管有所放鬆，但主要利好短期限非標，增量有限。而非標還受到其他監管政策的約束：如理財、券商資管等投資非標的比例和集中度嚴格受限；信託投資非標也有比例限制，銀信通道監管仍嚴；私募基金、基金子公司等規模有限，非標也難有較大增量。

社融非標測算。我們按照8-12月委託貸款、未貼現承兌匯票單月淨融資減半、信託貸款淨融資歸0的假設，估算8-12月非標淨融資-5200億左右，18年非標淨融資-2.26萬億左右，同比少增5.8萬億。
貸款和債券：寬信用主要渠道，但增量受限

貸款：受資本金、存款和風險偏好約束。今年貸款投放力度較大，是社融的重要支撐。但表內貸款受到銀行資本金壓力、存款壓力（主要是企業存款大量流失）、以及風險偏好的約束。我們按照往年的季節性測算出8-12月貸款新增5.65萬億左右，在此基礎上如果單月多增500億，則8-12月新增信貸約5.9萬億，全年社融貸款增量在16萬億左右，相比17年多增2.1萬億。

債券：發行主體分化，難有較大增量。今年債券融資增加是社融的另一大支撐，我們預計8-12月債券發行會有小幅放量，但考慮到回售和到期壓力較大，同時中低評級企業發債難度依然較高，企業債券淨融資難有大幅回升。我們估計社融中債券融資8-12月單月新增1500億左右，相比1-7月單月增量小幅上升。全年債券淨融資在1.66萬億左右，相比17年多增1.2萬億。

政府融資：地方債集中發行，短期融資回升。今年地方債的供給壓力主要來自於專項債和置換債，時間上主要集中在三季度，四季度之後發行壓力會明顯減輕。我們預測今年8-12月政府淨融資（國債+地方債）在2.68萬億，其中9-10月或是發行高點。而19年債務置換結束，政府融資或出現下降。我們測算19年新增政府融資約為4.25萬億，相比18年下降8100億左右。

政府融資短期托底，社融下行趨勢難改

社融下行趨勢難改。我們按8-12月貸款、債券的單月增量相比1-7月上升，委貸、未貼現承兌匯票萎縮速度減半、信託貸款淨融資歸0的假設，估算出18年新增社融17.1萬億左右，年底社融餘額增

速約為9.4%左右，到19年底則進一步下降至9.2%左右。在監管不大幅放鬆的情況下，社融增速下行難改。

政府融資短期托底，四季度後重歸下行。我們估算今年8-12月政府+社會融資9.68萬億左右，全年融資22.15萬億左右，年底增速約為10.8%。其中由於三季度地方債發行放量，帶來融資增速的小幅反彈，但四季度之後將會重新回落。而隨著債務置換的結束，政府融資在19年會有明顯的下滑，估算19年底政府+社會融資增速將會下降至9.8%左右，再創歷史新低。

為何信用擴張難以持續？一是我國經歷過去三輪的加杠杆之後，目前宏觀杠杆率已經達到250%左右的歷史頂峰，舉債空間有限。二是資管新規約束了非標融資，而表內的貸款、債券等無法彌補表外的萎縮，導致實體經濟的融資受阻。三是基建伴隨著地方債大額供給，短期對融資形成托底；但基建的效率低，創造的收入和現金流有限，同時還會對企業投資產生擠出效應。未來只有減稅+發展直接融資才能更好的解決實體經濟的融資問題。

策略

A 股估值底的含金量

核心結論：①A股經歷五輪牛熊週期，對比前四次，目前A股PE（TTM）14.8倍、PB（LF）1.6倍，已處於底部區域，估值結構分佈與2013年上證綜指1849點類似。②大類資產對比和情緒指標看，高股息率股較國債、理財已有吸引力，產業資本出現淨增持，風險溢價、換手率、個股破淨數等均接近前期底部水平。③歷史數據顯示，目前估值水平下，滬深300未來三年正收益概率89%，七成行業未來三年取得正收益概率超過90%。

A股估值已經處於歷史底部區域。①目前全部A股PE15倍處於歷史底部區域。1990年以來A股經歷了五輪牛熊週期，目前全部A股PE、PB也分別降至最低14.8倍、1.6倍，較前四次市場底PE11.5~18.4倍、PB1.4~2.1倍，已基本接近。②目前市場估值結構與2013年上證綜指1849點類似。有45%的股票PE位於0-30倍區間，比較前幾輪市場底部，2005/6/6的998點PE位於0-30倍區間的股票有49%，2008/10/28的1664點有63%，2013/6/25的1849點有41%，2016/1/27的2638點有20%。“不倒翁狀”的估值結構使得市場整體估值有一個相對穩定紮實的底部。

大類資產比較和情緒指標佐證估值底。①從大類資產看股市性價比顯現，近期產業資本出現淨增持。目前滬深300前15只股息率最高的股票股息率均值為6.5%，1年期信託收益率為8.1%，1年期銀行理財收益率為4.8%，10年期國債收益率為3.6%。產業資本持續大規模增持均在市場大底，如05/08-06/09、08/08-08/10、13/12-14/07，近期產業資本增持再次變多，8月產業資本罕見地淨增持27.6億元，為年內首次淨增持。②情緒指標顯示風險溢價、換手率、個股破淨數與跌幅接近前期底部水平。A股當前風險溢價為3.11%，遠高於2005年以來的均值1.56%，接近2005年以來均值+1倍標準差3.33%。從換手率看，截止2018/08/24，A股年化周平滑換手率為128%，較今年以來的均值182%已大幅下降。從兩融交易額占A股成交額比重看，8月20日前後為7.7%，已低於2013年6月1849點前後的

8.2%以及2016年1月2638點前後的7.9%。今年三季度以來A股破淨數（區間最低價/每股淨資產 < 1 ）達到377家，占全部A股的10.7%，也接近前幾次底部區域水平。

估值底的投資勝率較大。①主要市場指數PE估值均處歷史低位，上證綜指、萬得全A、滬深300 15-25%分位，中小創0-10%分位。從各行業估值水平看，消費類行業PE普遍位於2005年以來自下而上10-30%分位，科技類行業位於30-50%區間，週期類行業PB位於10-30%區間，金融地產行業PB 歷史分位銀行（13%）、非銀（1%）、地產（1%）。②目前上證指數PE 12.3倍、未來一年正收益概率21.3%（對應PE10.8-13.5倍）、三年94.9%（對應PE10.6-12.4倍）。萬得全A目前PE 14.9倍，未來一年正收益概率57.3%、三年77.2%。滬深300目前PE 11.4倍，未來一年正收益概率47.6%、三年88.7%。中小板指PE 23.0倍，未來一年正收益概率89.1%、三年100.0%。未來一年正收益概率前五的行業是家電、醫藥、基礎化工、房地產、輕工製造。三年正收益概率100%的有家電、醫藥、基礎化工、房地產、電子等。

風險提示：市場近期波動較大，歷史規律不一定代表未來。

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。