信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

# 不是雷曼时刻

## ——策略周观点

2021 年 09 月 21 日

樊继拓
执业编号：S1500521060001
联系电话：13585643916
邮　　箱：fanjituo@cindasc.com

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号：S1500521060001
联系电话：+86 13585643916
邮 箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 联系人
邮 箱：lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

# 不是雷曼时刻

2021 年 09 月 21 日

**核心结论：**我们认为，恒大事件对资本市场的冲击是短暂的。之所以 2008 年美国次贷危机中，雷曼的破产影响很大，主要是因为 2008 年 9 月是“流动性、房价下跌、企业利润下滑”三风险叠加。恒大的流动性压力是有的，但由于房价还没有进入趋势性下行，金融机构存量资产的质量依然健康，风险传播到更多金融机构的可能性很低。同时制造业整体利润也很好，流动性危机全面扩散到实体经济的可能性更低。如果是通过影响需求，缓慢压制经济，类比 2007 年 4 月的美国第二大次级抵押贷款公司破产，后续实质性伤害到股市，也要等半年以后。我们认为，股市依然有再创年内新高的可能。

- **（1）雷曼时刻：流动性风险、房价下跌、企业利润下滑风险。**近期恒大集团债务问题不断发酵，投资者担心后续是否会出现重要机构破产带来的流动性危机，历史上最极端的案例是 2008 年美国雷曼兄弟的破产。事后来看，雷曼兄弟破产之所以影响很大，直接触发因素是杠杆率过高带来的流动性不足。但之所以影响那么大，我们认为，主要是因为，雷曼兄弟破产的时候，房地产行业价格已经持续下行很久了，所有地产行业相关的资产正在不断缩水，同时大部分其他行业的利润情况也很差，导致整个实体经济几乎所有部门的资产负债表和现金流量表都在变差。雷曼兄弟破产是压死骆驼的最后一根稻草。

- **（2）恒大风险快速蔓延的概率很低。**这一次恒大风险的出现，背后很重要的原因是地产调控带来的房地产融资大幅下降，房地产开发贷和个人住房贷款增速持续下降，杠杆率较高的企业比较依赖外部现金流，所以流动性容易出现很多问题。但是相比美国次贷危机，我们现在的风险还很小，因为房价还没进入趋势性下行的过程，存量大量房贷的质量是很健康的，由此流动性风险快速传播到很多金融机构的可能性很低。

- 另一个好的地方在于，虽然年初以来，社融、投资、消费等各宏观分项数据均开始变差，但由于中游和上游制造业的利润情况还很好，进出口也很好，所以大部分行业的现金流还是很健康的。即使做最悲观的假设，认为会出现类似美国 2008 年次贷危机式的问题，我们现在也只是处在美国次贷危机的初段（2007 年 4 月美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司破产）。

- **（3）港股调整较多，主要是源于投资者结构和板块构成的不同。**恒生指数中金融、消费和信息技术行业占比更高，均是今年景气度下行的板块，而上证综指中工业、材料等上游制造业景气度上行幅度较大。

- **风险因素：**房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

# 目 录

一、策略观点：不是雷曼时刻 ..... 4
二、上周市场变化 ..... 9
风险因素 ..... 12

# 表 目 录

表 1：近期利多利空全梳理 ..... 7
表 2：大类风格配置建议 ..... 8

# 图 目 录

图 1：雷曼时刻的负反馈 ..... 4
图 2：次贷危机初段和中后段的区别（单位：点数） ..... 5
图 3：次贷危机初段股市还在创新高（单位：点数） ..... 5
图 4：商品房销售增速快速下滑（单位：%） ..... 5
图 5：各类房地产相关贷款增速持续下降（单位：%） ..... 5
图 6：受价格和出口影响，OECD 中国经济领先指数依然是上行的（单位：点数） ..... 6
图 7：恒生指数的板块构成（单位：%） ..... 6
图 8：上证综指的板块构成（单位：%） ..... 6
图 9：恒生指数的板块构成（单位：%） ..... 7
图 10：港股和 A 股面临的资金环境差别很大（单位：亿元） ..... 7
图 11：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%） ..... 9
图 12：申万一级行业周涨跌幅（单位：%） ..... 9
图 13：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%） ..... 9
图 14：概念类指数周涨跌幅（单位：%） ..... 9
图 15：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%） ..... 10
图 16：重要商品指数周涨跌幅（单位：%） ..... 10
图 17：2021 年全球大类资产收益率（单位：%） ..... 10
图 18：沪股通累计净买入（单位：亿元） ..... 10
图 19：融资余额（单位：亿元） ..... 10
图 20：新发行基金份额（单位：亿份） ..... 11
图 21：基金仓位估算（单位：%） ..... 11
图 22：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%） ..... 11
图 23：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元） ..... 11
图 24：长期国债利率走势（单位：%） ..... 11
图 25：各类债券与同期限债券利差（单位：%） ..... 11

# 一、策略观点：不是雷曼时刻

**我们认为，恒大事件对资本市场的冲击是短暂的。之所以 2008 年美国次贷危机中，雷曼的破产影响很大，主要是因为 2008 年 9 月是“流动性、房价下跌、企业利润下滑”三风险叠加。恒大的流动性压力是有的，但由于房价还没有进入趋势性下行，金融机构存量资产的质量依然健康，风险传播到更多金融机构的可能性很低。同时制造业整体利润也很好，流动性危机全面扩散到实体经济的可能性更低。如果是通过影响需求，缓慢压制经济，类比 2007 年 4 月的美国第二大次级抵押贷款公司破产，后续实质性伤害到股市，也要等半年以后。我们认为，股市依然有再创年内新高的可能。**

**（1）雷曼时刻：流动性风险、房价下跌、企业利润下滑风险。**近期恒大集团债务问题不断发酵，投资者担心后续是否会出现重要机构破产带来的流动性危机，历史上最极端的案例是 2008 年美国雷曼兄弟的破产。事后来看，雷曼兄弟破产之所以影响很大，直接触发因素是杠杆率过高带来的流动性不足。但之所以影响那么大，我们认为，主要是因为，雷曼兄弟破产的时候，房地产行业价格已经持续下行很久了，所有地产行业相关的资产正在不断缩水，同时大部分其他行业的利润情况也很差，导致整个实体经济几乎所有部门的资产负债表和现金流量表都在变差。雷曼兄弟破产是压死骆驼的最后一根稻草。

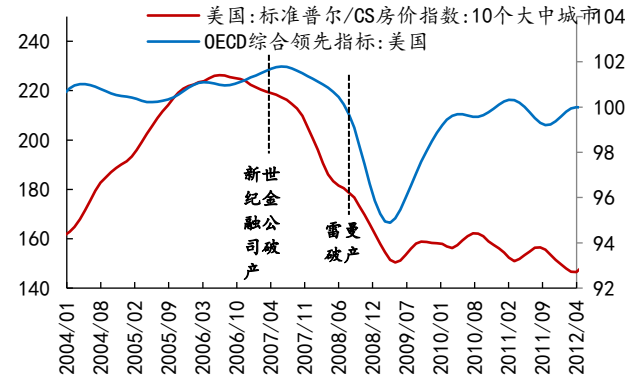
**图 1：雷曼时刻的负反馈**




*资料来源：万得，信达证券研发中心*

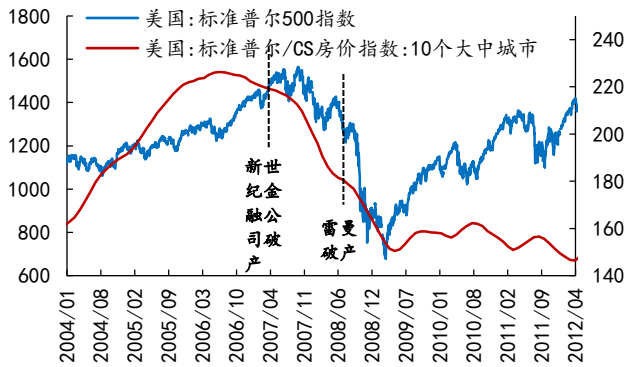
**美国 2008 年的次贷危机大概可以分成两个阶段。第一阶段：危机出现阶段。**2007 年 2 月，汇丰银行宣布北美住房贷款按揭业务遭受巨额损失，次贷危机由此拉开序幕。2007 年 4 月，美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司因无力偿还债务而申请破产保护。随后 30 余家美国次级抵押贷款公司陆续停业。此时美国房价已经开始下降，但从 OECD 经济领先指数来看，美国经济依然在继续上行，特别是很多上游商品的价格依然在继续上行，标普指数又继续涨了半年。

图 2：次贷危机初段和中后段的区别（单位：点数）




资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：次贷危机初段股市还在创新高（单位：点数）

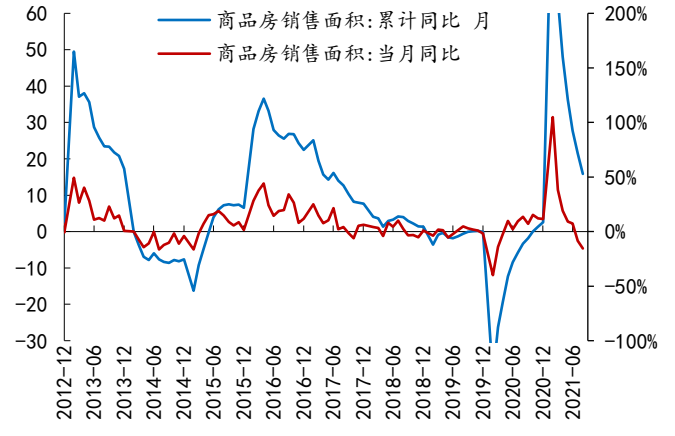



资料来源：万得，信达证券研发中心

**第二阶段：全面扩散阶段。**2008 年 3 月中旬，贝尔斯登因流动性不足和资产损失被摩根大通收购，次贷危机愈演愈烈，华尔街整体陷入流动性危机。2008 年 7 月中旬，美国房地产抵押贷款巨头“两房”遭受 700 亿美元巨额亏损，最终被美国政府接管。作为美国最大的汽车厂商，通用公司的股价跌至 50 余年来的最低水平，破产危机隐现。2008 年 9 月中旬，美国第四大投资银行雷曼兄弟陷入严重财务危机并申请破产保护。美林证券被美国银行收购。华尔街的五大投行倒闭了 3 家。雷曼兄弟的破产（雷曼时刻），彻底击垮了全球投资者的信心，包括中国在内的全球股市持续暴跌，欧洲的情况尤为严重，诸多知名金融机构频频告急，欧元兑美元汇率大幅下挫。这个阶段和第一个阶段最大的不同是，除了房地产行业，其他所有的行业利润和现金流均已经出现了一定的问题，雷曼的破产只是快速放大了这些问题。

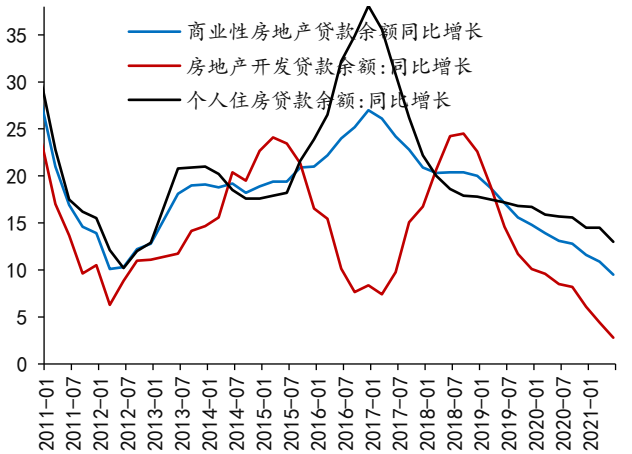
**（2）恒大风险快速蔓延的概率很低。**这一次恒大风险的出现，背后很重要的原因是地产调控带来的房地产融资大幅下降，房地产开发贷和个人住房贷款增速持续下降，杠杆率较高的企业比较依赖外部现金流，所以流动性容易出现很多问题。但是相比美国次贷危机，我们现在的风险还很小，因为房价还没进入趋势性下行的过程，存量大量房贷的质量是很健康的，由此流动性风险快速传播到很多金融机构的可能性很低。

图 4：商品房销售增速快速下滑（单位：%）




资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：各类房地产相关贷款增速持续下降（单位：%）

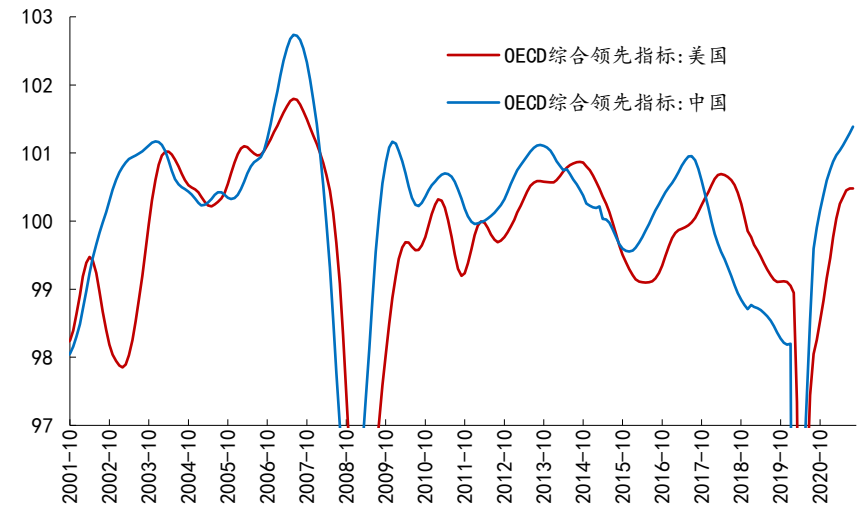



资料来源：万得，信达证券研发中心

另一个好的地方在于，虽然年初以来，社融、投资、消费等各宏观分项数据均开始变差，但由于中游和上游制造业的利润情况还很好，进出口也很好，所以大部分行业的现金流还是很健康的。即使做最悲观的假设，认为会出现类似美国 2008 年次贷危机式的问题，我们现在也只是处在美国次贷危机的初段（2007 年 4 月美国第二大

次级抵押贷款公司新世纪金融公司破产）。未来半年内 A 股股市依然有再创年内新高的可能性。

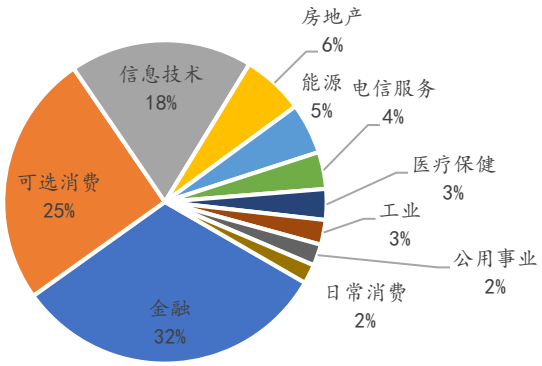
**图 6：受价格和出口影响， OECD 中国经济领先指数依然是上行的（单位：点数）**




*资料来源：万得，信达证券研发中心*

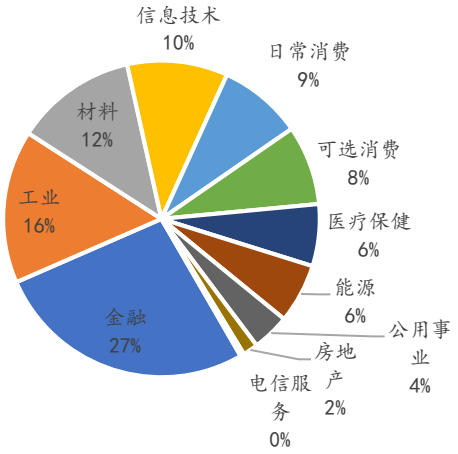
**（3）港股调整较多，主要是源于投资者结构和板块构成的不同。**3 月以来，港股调整幅度较大，恒生指数跌幅超过 20%，而 A 股明显强于港股，上证综指与 2 月的高点相差不大。背后很重要的原因是投资者结构和板块构成的差异，恒生指数中金融、消费和信息技术行业占比更高，均是今年景气度下行的板块，而上证综指中工业、材料等上游制造业景气度上行幅度较大。

**图 7：恒生指数的板块构成（单位：%）**




*资料来源：万得，信达证券研发中心*

**图 8：上证综指的板块构成（单位：%）**




*资料来源：万得，信达证券研发中心*

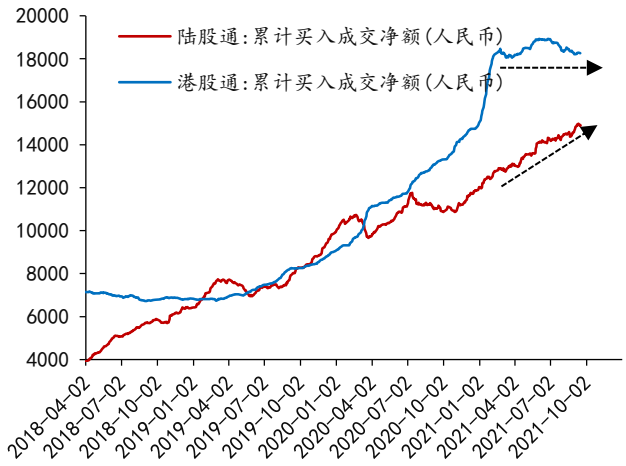
从资金环境来看，港股受海外利率影响更大。年初以来，美国利率中枢显著上移，而国内利率却不断下降。国内投资者通过港股通增配港股的资金最近半年几乎没有增长，而海外资金增配 A 股的速度一直比较稳定。

图 9：恒生指数的板块构成（单位：%）




资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：港股和 A 股面临的资金环境差别很大（单位：亿元）




资料来源：万得，信达证券研发中心

**（4）短期策略：恒大事件不是雷曼时刻，指数依然有再创年内新高的可能性。**我们认为，恒大事件对资本市场的冲击是短暂的。之所以 2008 年美国次贷危机中，雷曼的破产影响很大，主要是因为 2008 年 9 月是“流动性、房价下跌、企业利润下滑”三风险叠加。恒大的流动性压力是有的，但由于房价还没有进入趋势性下行，金融机构存量资产的质量依然健康，风险传播到更多金融机构的可能性很低。同时制造业整体利润也很好，流动性危机全面扩散到实体经济的可能性更低。如果是通过影响需求，缓慢压制经济，类比 2007 年 4 月的美国第二大次级抵押贷款公司破产，后续实质性伤害到股市，也要等半年以后。我们认为，股市依然有再创年内新高的可能。

表 1：近期利多利空全梳理

| | 事件 |
|---|---|
| 利多 | (1) 全球疫情新增有所下降；<br>(2) 8 月进出口数据和 PPI 超预期。 |
| 利空 | (1) 某大型上市地产公司债务问题不断发酵。近期发生旗下财富管理公司挤兑事件、商票逾期，部分项目停工；<br>(2) 香港本地地产受到政府层面出手缓解住房短缺相关消息的影响，也出现大幅下跌； |
| 未来重点事件 | (1) 投资者预期年内降准；<br>(2) 8 月以后经济逐渐进入旺季；<br>(3) 9 月美联储议息会议临近。 |

资料来源：万得，信达证券研发中心

**行业配置建议：**大宗商品每一轮涨价一般持续 2 年多，背后原因主要是要等待新产能的建设投放，考虑到周期股的领先性，周期股可能能涨到年底或明年初，建议煤炭、钢铁、石油石化、种业等。金融股从绝对收益的角度已经进入价值区间，年底可关注相对收益的提升，特别是增量资金进来的时候，市场可能会出现类似 2014 年 Q4 的金融股暴动，目前逻辑认可度最高的是券商，建议最先关注，银行和地产的机会可能要等恒大事件落地。

**表 2：大类风格配置建议**

| 板块 | 配置建议 |
| --- | --- |
| 周期 | 周期股的第一波行情往往由需求拐点带动商品价格快速上涨带来，这一波行情最值得参与。之后可能会有货币紧缩、经济扰动带来的调整，调整过后市场会有第二波行情。当下已经进入第二波行情，大概率能持续到明年初，第二波行情相比第一波，投资者更关注产业逻辑（比如产能问题）。 |
| 消费 | 消费依然有配置价值，不过下一次机会需要等待，可能在年底。必选消费基本面比较稳定，上涨需要等增量资金。可选消费中关注两条主线，一是由于有周期性和成长性双重叠加，汽车行业景气度非常高，尤其是新能源车方向，建议持续关注。二是受疫情影响最大的航空、酒店等行业将是最晚进入景气周期的行业，可以开始关注。 |
| 科技 | 产业周期向上，景气度较高的通信、电子、电气设备细分行业仍有结构性机会，比如新能源车、光伏、半导体等行业，虽然估值不便宜，但下游需求旺盛，产业趋势向好，依然有业绩兑现。短期来看，由于年底的时候投资者更关注估值，可能不是主角。 |
| 金融 | 金融行业估值已经非常接近历史底部，从 PB 来看，银行 PB 为 0.68 倍，处于 2010 年以来估值变动区间的后 4%分位，非银 PB 为 1.55 倍，处于 2010 年以来估值变动区间后 2%分位数位置。金融股过去一个季度非常弱，今年底到明年初可能会有一波机会。 |

*资料来源：信达证券研发中心*

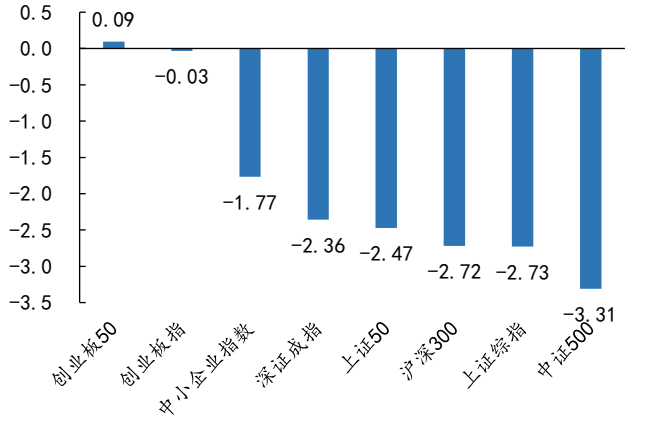
## 二、上周市场变化

上周 A 股总体下跌，其中创业板 50（0.09%）领涨。申万一级行业中，医药生物（2.90%）、农林牧渔（1.02%）、食品饮料（0.31%）领涨，有色金属（-9.62%）、钢铁（-9.46%）、建筑材料（-8.01%）领跌。概念股中，风力发电指数（13.25%）、黄酒指数（6.03%）、打板指数（4.36%）领涨，稀土指数（-10.78%）领跌。

上周全球股市多数下跌，印度 SENSEX30（1.44%）、日经 225（0.17%）、俄罗斯 RTS（-0.34%）排名领先。商品市场中，动力煤(6.55%)、PTA(2.27%)领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，LME 铜(19.33%)、标普 500（18.02%）、南华工业品指数（17.00%）排名较高，而 MSCI China（-15.85%）排名较低。

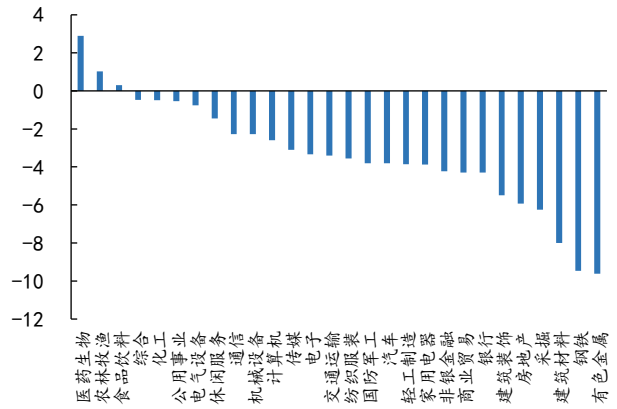
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 88.27 亿元（前值净流入 140.65 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 1400 亿元，货币回笼量 500 亿元。截至 2021 年 9 月 18 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率较上周有所上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金均略有减仓。

**图 11：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）**



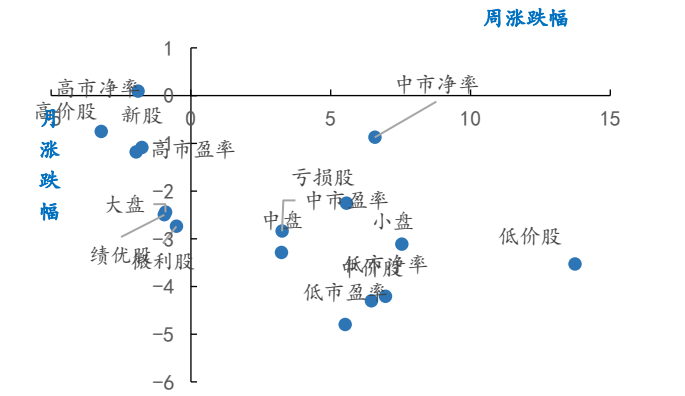

资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 12：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）**



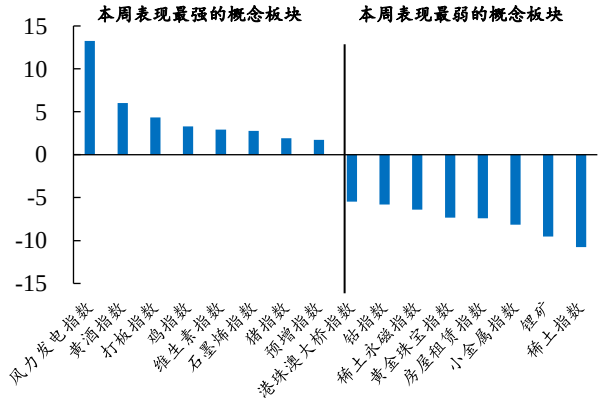

资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 13：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）**



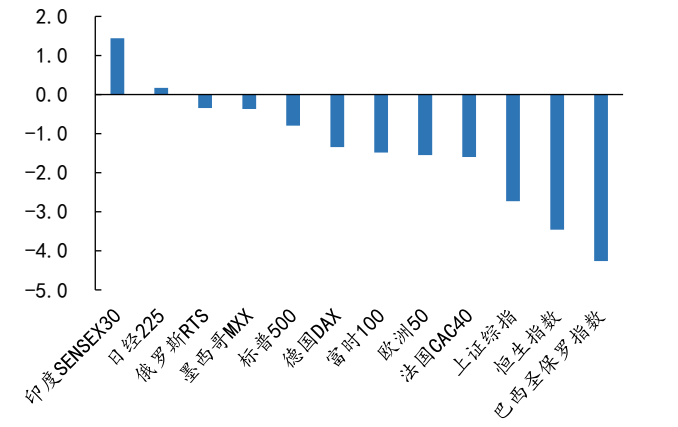

资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 14：概念类指数周涨跌幅（单位：%）**



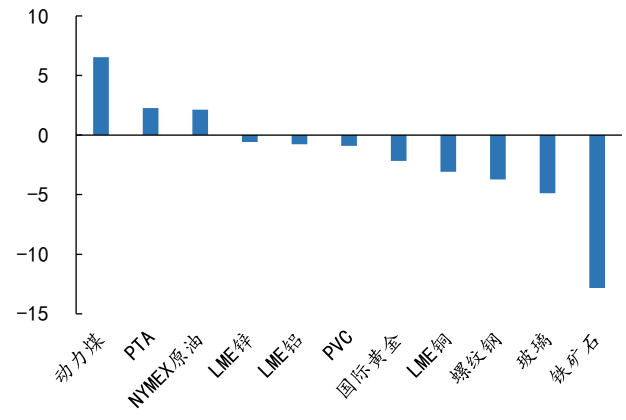

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



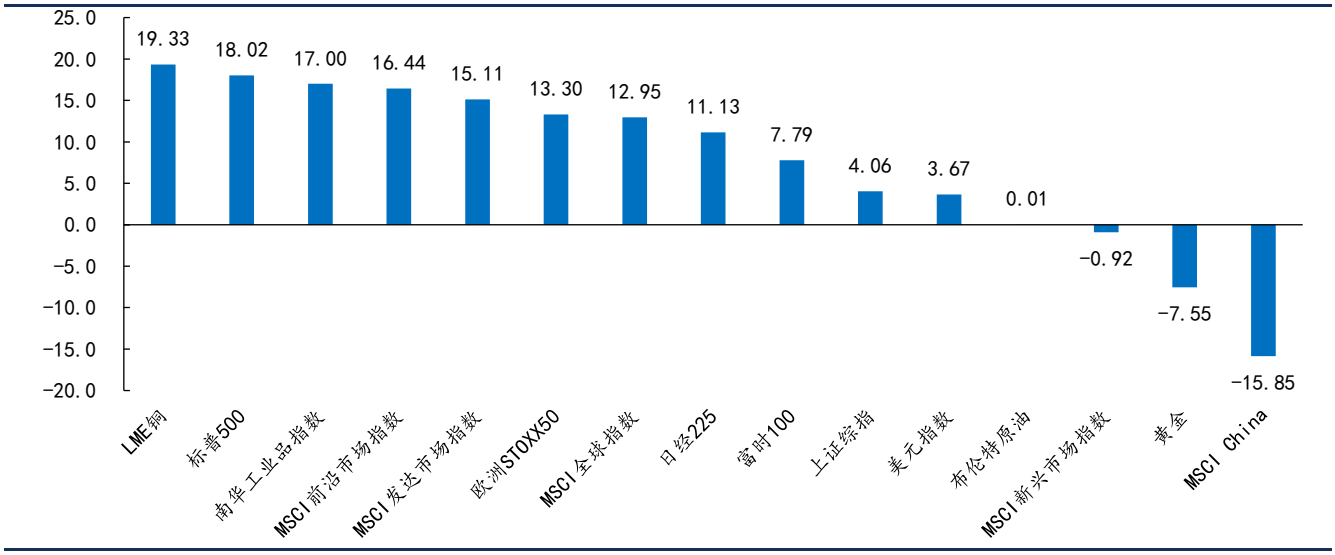

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）



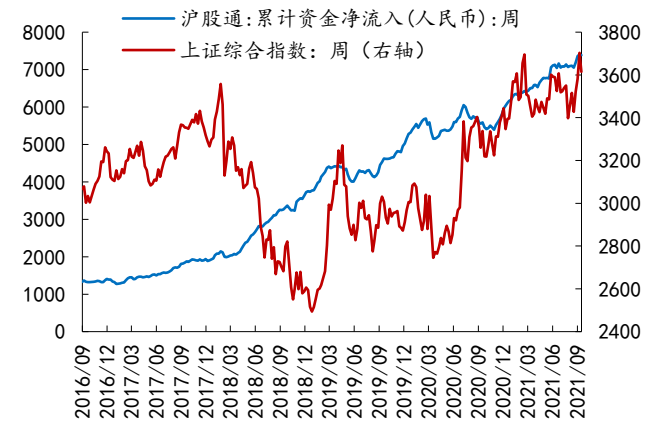

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：2021 年全球大类资产收益率（单位：%）



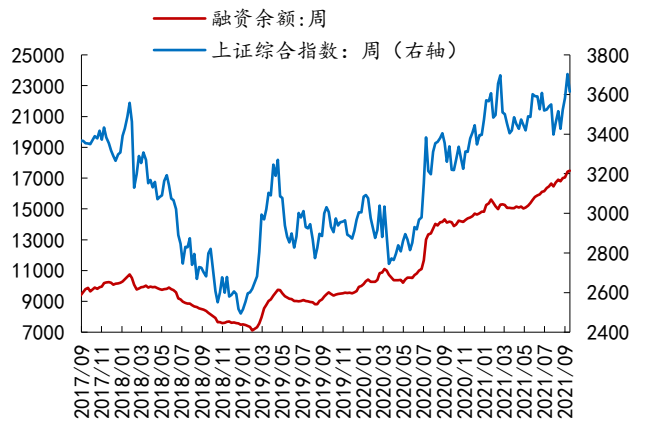

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：沪股通累计净买入（单位：亿元）



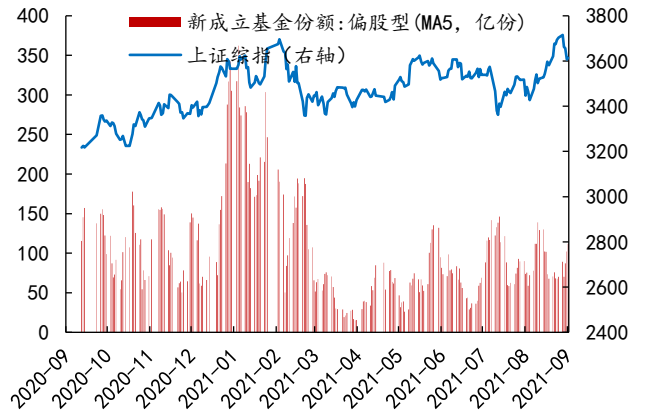

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：融资余额（单位：亿元）



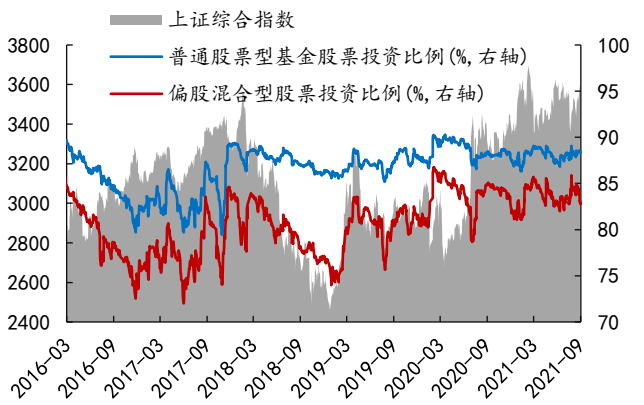

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：新发行基金份额（单位：亿份）



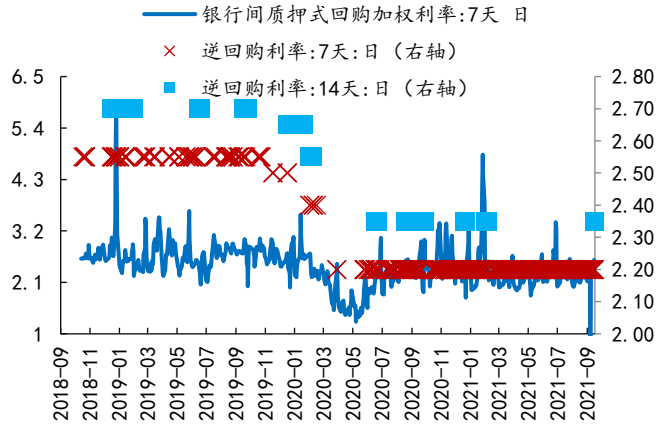

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：基金仓位估算（单位：%）



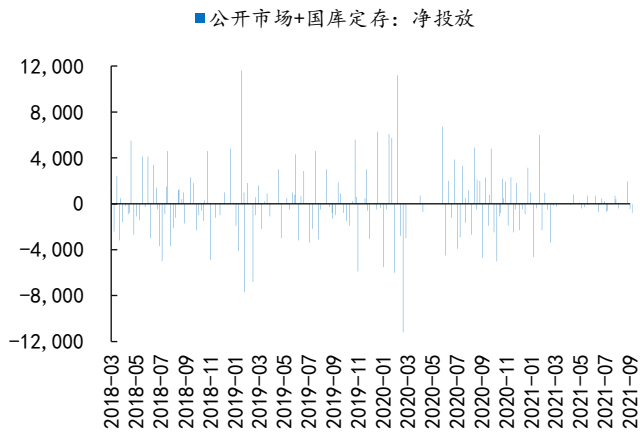

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）




资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



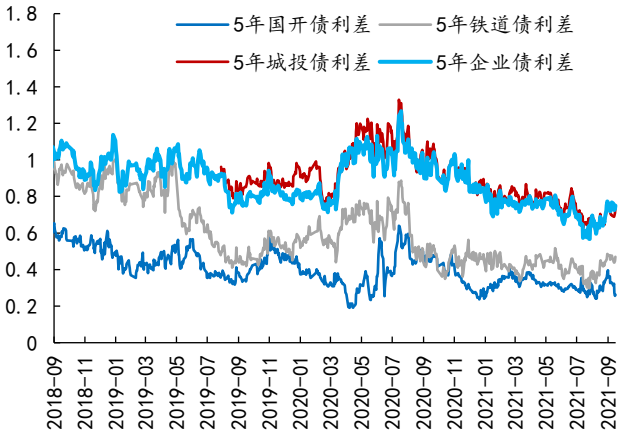

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：长期国债利率走势（单位：%）




资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：各类债券与同期限债券利差（单位：%）




资料来源：万得，信达证券研发中心

## 风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

## 研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。 2018-2021 年代表观点：2018 年 6 月《全面对比 2011 年熊市》，2019 年 3 月《3 月震荡，4 月决断》，2019 年 8 月《战略性看多 A 股》，2020 年 6 月《增量资金已是趋势》。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售副总监（主持工作） | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北区销售 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华东区销售副总监(主持工作) | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南区销售 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
| --- | --- | --- |
| 本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）;<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | **买入：**股价相对强于基准 20%以上； | **看好：**行业指数超越基准； |
| | **增持：**股价相对强于基准 5%～20%； | **中性：**行业指数与基准基本持平； |
| | **持有：**股价相对基准波动在±5%之间； | **看淡：**行业指数弱于基准。 |
| | **卖出：**股价相对弱于基准 5%以下。 | |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。