策略

信用債違約對股市只是擾動

核心結論：①近期信用債違約多發衝擊市場情緒，歷史資料顯示，信用違約對股市影響不大，經濟復蘇期信用利差難大幅走闊。②牛熊輪回是客觀規律，19年初開始的牛市仍在途中，目前處於資金面和基本面雙輪驅動階段。③中短期而言，後週期的金融更優，中長期主線仍是代表轉型升級的科技。

信用債違約不改牛市格局。近期信用債市場違約事件頻發，永煤的違約對市場衝擊尤其大，其實從14年超日債首次違約後，信用債市場一直處在破除剛兌的過程中，每次違約潮的發生都衝擊著投資者的情緒。但是回顧歷史來看，近年違約潮所處月份股市的波動並不大：過去5年單月AA級三年期中票相對國開債信用利差單月走闊20個bp的月份一共有11次，上證綜指當月平均跌1%。目前來看，永煤集團違約後相關債券餘額占全部信用債市場比例非常低，無需過度恐慌。未來信用債的連鎖反應不會很大，核心是因為經濟已經進入了上行週期。展望明年，隨著宏觀經濟復蘇至正常水準，宏觀政策也將逐步調整，牛市也將從今年的爆發期轉變為明年由基本面和情緒驅動的泡沫期，短期的信用違約並不會破壞中期牛市的邏輯。

牛熊輪回是客觀規律。有許多投資者覺得未來A股會迎來長牛，這可能意味著短期漲幅有限，因此大家對短期行情的熱情或信心不高。我們認同長牛的趨勢，但同時我們認為長牛是由多輪小牛熊構成的，市場在整個向上的過程中並不是穩步慢慢上漲，更可能是鋸齒形上移。美股1980年代後才有長牛，之前也是小牛熊輪回，1980年前後的轉變轉變源自機構投資者占比上升。A股過去幾年機構投資者占比有所上升，但是絕對數還是較低，慢牛更多是美好的願望，長牛中小牛熊的波動依舊會較大。

應對策略：保持樂觀。無論是從歷史經驗來看還是從復蘇週期看，信用違約潮大概率不會大幅擴散，信用違約也不會破壞牛市的邏輯。中期看，市場依舊處在牛市3浪中，由資金面+基本面雙輪驅動。當前基本面向好將繼續支撐牛市走高，資金面上，偏松格局沒變，未來的變化需要結合通脹情況。隨著經濟逐步復蘇，通脹壓力抬升導致貨幣政策轉向，屆時市場才會迎來3浪上漲後的4浪回檔。近期不少投資者心中存在隱憂，擔心近期基金已經連續兩年取得較高收益，明年可能比較難了，歷史上沒出現過連續三年高收益。其實這種擔心大可不必，本輪牛市至今基金漲幅不高。以股票型基金總指數和混合型基金總指數刻畫，歷史三輪牛市兩者漲幅分別達494%/416%、100%/89%、206%/140%，而19年初至今漲幅僅為81%/73%。結構上，中短期重視銀行、保險等低估的後週期板塊，邏輯是宏觀經濟資料回升帶來的估值修復+四季度存在博弈行情。中長期視角看，本輪牛市是轉型升級牛，科技仍是主線，基本面向好將有力支撐科技股行情，如新能源產業鏈、電腦、傳媒等，同時關注配套科技融資的券商，邏輯是金改+牛市ROE提升。

風險提示：向上超預期：疫情快速有效控制，國內改革大力推進；向下超預期：疫情傳播不確定性增加，中美貿易關係惡化。

債券

債市展望：信用風險升溫，防範流動性風險

總結近幾年案例，我們發現，1）超預期的信用風險會導致流動性風險飆升。16年4月多起超預期違約事件疊加地方債天量供給，信用利差走擴，轉債超調。19年上半年包商銀行等信用事件導致同業存單市場大幅波動且分化加劇，流動性分層問題加劇，債券市場壓力顯現，等級利差走闊。2）貨幣收緊+再融資壓力加大=信用風險升溫：16年11-12月，緊貨幣去杠杆+券商代持事件+信用違約，債市大跌，利差飆升，轉債大跌。17年緊貨幣+去杠杆，流動性風險傳導至信用風險，融資收緊疊加負面消息衝擊，上半年信用風險事件集中。

我們認為短期利空利率債，流動性分層顯現，若利率債超調，建議關注機會。我們建議投資者需防範信用風險傳導至流動性風險：一是質押券標準會提高，導致質押融資較難，從而影響流動性，二是暴雷導致避險情緒升溫，產品贖回壓力增加，贖回壓力下流動性好的利率債、轉債反而會先被賣出。

展望明年，我們預計全年利率先上後下。我們預計社融增速明年年初二次見頂、GDP增速一季度見頂、PPI二季度見頂，對應利率拐點或在明年上半年。從領先指標看，債熊結束要等到明年2季度，關注下半年利率下行帶來的機會。

信用債則回歸主體信用研究，以短久期票息策略為主。今年企業部門杠杆率明顯走高，累積的風險或在未來幾年釋放。明年面臨再通脹風險，流動性有進一步收緊可能性。當前利差水準較低，明年可能面臨流動性溢價推升的壓力。近期債券違約事件頻發，機構避險情緒升溫，短期內會推升信用利差，投資應避免盲目標籤化。民企債情緒的拐點在年內到來的可能性較小，需耐心等待明年配置機會，短期可關注經營表現好、就業貢獻大的行業龍頭，久期宜短不宜長。

行業研究

房地產：政策因數變化，打開長期估值空間

重點房地產企業資金監測和融資管理規則成型。2020年8月20日，住房城鄉建設部、人民銀行在北京召開重點房地產企業座談會，研究進一步落實房地產長效機制。會議上形成了重點房地產企業資金監測和融資管理規則。我們基於上市房企2019年財報數據按照（1）剔除預收款後的資產負債率大於70%；（2）淨負債率大於100%；（3）現金短債比小於1倍的標準，劃分為“紅、橙、黃、綠”四檔。A股119家房企中有紅色房企24家，橙色企業9家，黃色企業43家，綠色企業43家。H股58家房企中有紅色企業15家，橙色企業8家，黃色企業24家，綠色企業11家。

分類監管對行業的長期影響：拉平週期，確保平穩。房地產本身屬於週期性行業，企業會根據自身運營和週期特徵來選擇杠杆水準。在嚴格分類監管或者明確債務上限之後，企業在行業週期間杠杆運用空間將減小，一定程度上可以拉平週期，減少波動，確保平穩運行。此外，對於已經確立行業領先優勢藍籌企業而言，週期平穩、債務上限明確無疑將更大程度出清劣質產能，保障市場空間和長期發展優勢。

房企如何應對及維持ROE？綜合三大指標，我們總結房企達標的幾種方式包括控制有息負債規模，加大銷售規模和現金回籠或者提升回款率以增加預收款，加大股東權益，調整債務結構（減少短債，增加長債）等。

從淨資產收益率角度來看，房企的有息負債規模一旦受限，權益乘數一定程度上受限，只能從提升銷售淨利率，提升資產周轉率的角度著手。主要方式包括：1）全產業鏈擴張，降本提效；2）隱性資產顯性化，增厚淨資產；3）多元化獲取土地，降本增利；4）商住結合，適度佈局現金流業務。

投資建議：打開藍籌長期估值上行區間。我們認為，從2018年以來房地產行業的PE估值持續震盪下殺的主要原因是政策趨勢收緊、行業增量市場見頂、房企高杠杆風險。若上文提到的房企融資監管規則完全執行落地，會改變過往行業內房企依靠加杠杆的對外擴張模式，更多依賴內生性增長的模式，房企之間的競爭走向良性化。房企杠杆率有望整體下調，核心競爭要素轉變為土地資源、產品品牌、融資成本、多元化業務佈局等。而房企杠杆率相對穩定會帶來土地成交量的相對穩定，行業供給總量相對穩定，供需格局穩定，政策對沖減弱。中長期來看，優質龍頭房企的業績增速穩定性加強，債務可控安全性增加，分紅確定性增加，長期估值上行。

風險提示：房地產行業政策收緊；行業基本面下行。

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。