中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

财富泰山 稳健由我 轻松为您

复利防御

【摘要】

央行动态

要闻评析

组合跟踪

复利沙龙

中泰证券股份有限公司

经纪业务部

产品经理

郝振府 投资顾问

执业证书编号：S0740612010032

联系人：郝振府

电 话：0531-68889337

邮 箱：haozf@zts.com.cn

央行动态

- **货币市场**

中国央行进行 3930 亿元 MLF 操作，均为一年期，利率 3.25%，与上次持平。2 月 15 日将有 2435 亿元 MLF 到期。另外，央行周二暂停逆回购操作，此为连续第十五天暂停逆回购操作。

- **外汇市场**

名称	现价	涨跌	涨跌幅	年初至今
美元兑人民币	6.6360	0.0292	0.44%	-4.42%
澳元兑美元	0.7827	0.0097	1.25%	8.65%
美元兑港币	7.8035	-0.0048	-0.06%	0.62%
美元兑加元	1.2645	-0.0076	-0.60%	-5.93%
美元兑林吉特	4.291	0.0005	0.01%	-4.28%
美元兑日元	112.52	-0.71	-0.63%	-3.82%
美元兑瑞郎	0.9633	-0.0036	-0.37%	-5.46%
美元兑新加坡元	1.369	-0.0033	-0.24%	-5.29%
美元兑新台币	30.406	0.032	0.11%	-5.98%
美元指数	95.1163	-0.6641	-0.69%	-7.10%
欧元兑美元	1.1464	0.0069	0.61%	9.03%
新西兰元兑美元	0.7342	0.0022	0.30%	5.83%
英镑兑美元	1.3095	0.0156	1.21%	5.94%

要闻评析

- **全球股市暴跌**

这次全球股市暴跌，来得突然，似乎又是在意料之中。对于很多人而言，知道靴子终归要落地，现在只是看到落地了。核心资产泡沫成为这一轮经济和金融周期当中最后的泡沫。破裂，只是时间和触发点问题，不存在破不破的问题。

2015 年的股灾来自资金端的急性病，2018 年的所谓“股灾”来自资产端的慢性病。股价的核心因素有三个：盈利、流动性和风险偏好。其中风险偏好更像是一个主观的因变量，真正推动股价的其实就两个因素：要么资金端流动性多了，要么资产端公司盈利好了。2015 年之前的牛市就是资金端推动。场内两融加上场外配资推动资金端疯狂扩张，导致疯牛。当清查配资导致资金端骤然收紧的时候，A 股出现流动性股灾。2015 年之后，资金端得到有效清理和控制，资产端盈利出现改善，整个 A 股（剔除金融石化）的利润增速在 2014 和 2015 年只有 6.3%和-3.6%，2016 年和 2017 年 Q3 分别达到了 30.9%和 37.9%。这样的业绩扶着 A 股走出基本面慢牛。但到了 2018 年，这个故事似乎讲不下去了，推动资产端改善的两个红利正在远去。

杠杆永远是市场繁荣的影子，在 A 股慢牛的同时，杠杆的种子也在 A 股继续生根发芽。说起 A 股的杠杆，很多人会说股灾不都清理完了吗？其实和股市相关的杠杆有两种，一种是资金端杠杆，也就是投资者通过场内两融和场外配资加的杠杆，目的是用更少的钱买到更多的股票，这种杠杆在股灾时已经清理的差不多了。另一种是资产端杠杆，上市公司通过质押股票、产业基金配资等形式加的杠杆，目的是用更少的钱买到更多的实体资产，这种杠杆在这两年并未解除，反而加速扩张。

2015 年股灾实现了资金端的去杠杆，2018 年 A 股要面对的是资产端的去杠杆。当业绩红利逐步退潮的时候，资产端的杠杆风险会逐步暴露出来。一方面，上市公司本身的现金流会受到影响，自身的债务偿还能力变差。另一方面，上市公司的股价会受到影响，抵押融资能力会弱化，再加上整个货币金融环境的收缩，资金链可能会吃紧。

评论：这种不安的基因会不会让 A 股重蹈 2015 的覆辙？不会。相比 2015，情况还没那么糟糕，这不至于是一场灾难。

第一，市场水位没那么高。从指数来看，2015 年上证指数最高点为 5178，现在只有 3300 左右，不到三分之二，创业板指数更为明显，从 4037 跌至 1600 左右，低了近六成。从估值来看，全部 A 股和创业板目前动态 P/E 大概 18x 和 42x，远低于 2015 年高点时的 27x 和 110x。水位涨的没那么高，摔得也不会那么惨。

第二，经济隐患没那么多。我们在 2017 年初曾提出“迟到的出清”，出清不可避免，只是有些晚了。无论如何，相比 2015 年，房价已经跌了 15%以上，债市已经上了 130 多 BP，银行的不良资产也充分暴露，这些相关资产的泡沫已经消化了不少，甚至有点超调了。再加上股市自身的资金端杠杆大幅下降，即便股市再出大问题，对其他市场的连锁冲击也十分有限。

第一档是茅台型公司：能够通过盈利消化，实现内生的去杠杆，甚至继续加杠杆。市场资金虽然在收缩，但由于打破刚兑和政府兜底导致资产端收缩的更快，所以大量的资金依然面临资产荒，这部分配置型资金可能会继续青睐这类股票，把他们当做一种债券来投资。即便业绩达不到那么高的预期，2018 年这类核心股票的泡沫依然会存在。

第二档是万达型公司。盈利无法覆盖，被迫卖资产，回收现金流，降杠杆保命。收购资产的最终目的是增加盈利，但短期内可能很多达不到业绩承诺，产生不了现金流，如果资金端宽松，那上市公司还可以养着。但现在资金端紧张，只能卖掉一部分回收现金流。万达就是典型，前几年把大量的资产配置在文娱等软资产板块，银行这边一收紧，现金流根本覆盖不了，只能不停抛售资产。

第三档是乐视型公司。盈利无法覆盖，资产无法变现，被迫卖股权，股东大换血，失去控制权。这类公司的资产短期现金流不好，长期价值也有问题，不好变现，比如乐视庞大的生态系统，上市 8 年多不停扩张，结果 2017 年还亏 110 多亿，相当 300 家创业板公司的总利润。可见资产质量之差，那就只能被孙宏斌这样有底子的资本低价收购。可以预见，未来市场上还会有大量的控制权变动。

第四档是保千里型公司。盈利极差，资不抵债，连权益都没有了，只能极端处理。这样的公司不说一无是处，也肯定是无力回天了。要么等待退市，要么就是控制人跑路，类似保千里这种闹剧一定不是最后一个。

组合跟踪

债券市场跟踪:

上周，货币市场流动性继续维持偏松局面。1 月中旬公开市场大额净投放形成的流动性基础、“普惠金融定向降准”提供的稳定低成本资金以及“临时准备金动用安排”注入的新增资金和预期，共同促成了当前货币市场暂时偏松的局面。大行可供给资金相对充裕，促使银行间短期利率继续下行，利率债一二级市场均继续回暖。在 1 年期收益率已相对较低的情况下，国开债配置需求向 3 年期转移，但对 7-10 年期品种仍相对谨慎。

尽管海外债市调整对国内债市有所打压，但影响程度有限，一方面由海外到国内的利率传导机制并不顺畅，另一方面当前主导国内债市的主要因素仍是金融监管及与其配合的货币政策。从近两周的市场表现来看，国内债市情绪反而在短期偏松流动性环境下略有改善。但须注意，央行在春节前的流动性支持是应对取现需求的短期操作，节后可能仍会重回中性，或略有偏紧。全年角度，2018 年流动性大概率较 2017 年出现改善，但拐点来临之前，仍需谨慎观察中期流动性变化。

组合跟踪投资建议一览表

序号	基金代码	基金名称	投资类型	初始净值	最新净值	操作建议	调入日期	仓位%
1	202305	南方理财60天A	货币型	1.00	1.20	持有	2015-07-27	10.00
2	110050	月月利A	货币型	1.00	1.19	持有	2015-07-27	10.00
3	110027	安心回报A	债券型	1.50	1.57	持有	2015-07-27	10.00
4	110017	易基增强A	债券型	0.97	1.23	持有	2014-10-28	2.71
5	519989	长信利丰C	债券型	1.40	1.36	持有	2015-07-27	10.00
合计								42.71

复利沙龙

什么是债券投资?

债券投资可以获取固定的利息收入，也可以在市场买卖中赚取差价。随着利率的升降，投资者如果能适时地买进卖出，还能获得更大收益。目前，在上交所挂牌交易的债券品种主要包括国债、企业债、公司债、可转换债、可分离交易的可转债等。

债券作为投资工具主要有以下几个特点:

(1) 安全性高

由于债券发行时就约定了到期后偿还本金和利息，故其收益稳定、安全性高。特别是对于国债及有担保的公司债、企业债来说，几乎没有什么风险，是具有较高安全性的一种投资方式。

(2) 收益稳定

投资于债券，投资者一方面可以获得稳定的利息收入，另一方面可以利用债券价格的变动，买卖债券，赚取价差。

(3) 流动性强

上市债券具有较好的流动性。当债券持有人急需资金时，可以在交易市场随时卖出，而且随着金融市场的进一步开放，债券的流动性将会不断加强。因此，债券作为投资工具，最适合想获取固定收益的投资人。

经典的投资学理念告诉我们“不要把鸡蛋放在一个篮子里面”，通过分散投资，将资金分散在股票、债券(包括国债、企业债以及公司债)等不同产品上，形成投资组合，会更好地实现投资安全性、收益性与流动性的良好结合。

债券种类：一般来说政府债券风险较小，公司债券风险较前者要大，但收益也较前者大。

债券期限：一般债券期限越长，利率越高、风险越大，期限越短，利率越低、风险越小。

债券收益水平：债券发行价格、投资者持有债券的时间及债券的期限结构等都会影响债券收益水平。

投资结构：不同品种、不同期限债券的不同搭配会极大影响收益水平，合理的投资结构可以减少债券投资的风险，增加流动性、实现投资收益的最大化。

【产品介绍】

主要关注低风险投资品种的投资机会，包括国债、公司债、可转债、债券型基金、货币型基金等方面的研究跟踪和策略分析，旨在为低风险投资者提供与其风险承受能力相匹配的投资品种和投资策略，在尽可能规避投资风险的情况下，获取超过银行定期存款利率的稳定收益，实现资产保值增值。

【发布周期】

每交易日上午 9:00之前。

【产品风险等级】

低风险。

【产品发布渠道】

短信、公司网站、OA、综合金融管理平台。

【资料来源】

wind资讯、互联网等。

重要声明

本报告基于我公司外购的资讯产品、国家统计局、央行等机构发布的公开信息、上市公司发布的公告、券商对外公开发布的研究报告以及互联网资料等，通过归纳整理、定量或定性分析，做出投资判断和投资建议。我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料可能会随时调整，研究人员的分析判断本身也存在一定的局限性，因此我公司不就报告中的内容和操作建议做出任何担保。客户独立作出投资决策，承担投资风险。

本报告版权归“中泰证券财富泰山”所有。客户应对报告内容保密。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券财富泰山”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

策略先行 重点配置 动态跟踪

地址：山东济南市经七路 86 号证券大厦 23 层
邮编：250001
传真：（86531）6888-9185、6888-9186

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

财富泰山 稳健由我 轻松为您