

## 宏觀

## 中性情景，股市資金供求偏寬裕——2017年流動性系列（1）

核心結論：①回顧歷史股市漲跌伴隨資金進出，13年初至14年中存量資金博弈，14年下半年開始增量資金入市，15年6月至16年1月底股市劇烈波動後資金大量流出，16年2月至今資金流入流出整體平穩。②中性情景，預計17年資金流入合計2.48萬億，資金流出1.86萬億，資金供求偏寬裕。③邊際資金變化影響市場風格，如05-07年公募發展造就藍

籌泡沫，13-15年私募發展推升中小創行情，展望17年先價值後成長。

回顧歷史：股市漲跌伴隨資金進出。股市漲跌與資金流動相生相長。股市漲跌伴隨著資金的流入流出，整體上看證券交易結算資金餘額和上證綜指的走勢基本一致。從投資者結構角度出發，可以把資金流入歸為四個方面：散戶資金（銀證轉帳）、杠杆資金（融資餘額）、機構資金（基金、保險等）、海外資金（滬港通等）。資金流出可以跟蹤三個方面：股市融資（IPO和再融資）、交易費用（印花稅和交易傭金）、產業資本淨減持。13年初至14年中存量資金博弈市，資金淨流入小且沒有持續性。14年下半年開始增量資金入市，市場走牛。15年6月至16年1月底股市劇烈波動後資金大量流出，市場由牛轉熊。16年2月至今資金流入流出整體平穩，市場震盪格局。

展望17年：資金流入大於流出。中性情景，資金流入方面，銀證轉帳4000億、融資餘額3500億、公募基金和專戶9000億、私募基金1650億、保險社保和養老金5400億、海外資金1250億；資金流出方面，IPO3000億、再融資10800億、產業資本淨減持1800億、交易費用3000億。預計17年資金流入合計2.48萬億，資金流出1.86萬億，資金供求偏寬裕。

邊際資金影響市場風格。從資金邊際變化來看，不同階段流入市場的邊際資金不同，市場風格也會有很大的變化。05-07年，公募基金大發展造就藍籌泡沫。13-15年，私募基金大發展推升中小創行情。16年開始，保險、銀行理財等配路資金發力，市場風格重回價值。展望17年，雖然近期保險舉牌、萬能險發展受到監管的影響，但是目前險資配路權益資產僅14%，中期來看加大股權配路比例仍是大勢所趨，明年上半年邊際主導資金仍是險資、銀行理財等配路型資金，市場仍會延續目前價值投資風格。下半年隨著企業盈利不斷改善和改革政策不斷落地，市場風險偏好會提升，對成長性的要求會高於確定性，且中小創高增長業績促使高估值將逐漸被消化，市場風格有望重回成長。因為仍屬於牛市的初期，有業績的真成長才能勝出，類似13年，而非14-15年主題概念類成長火爆，這類股票往往在牛市中後期的情緒高漲期才會表現。

風險提示：監管調控力度超預期，經濟增速下滑超預期。

## 策略

### “革故鼎新”之海通量化年終總結 1：A 股市場——年年歲歲花相似

市場走勢：道是無晴卻有晴。2016 年 A 股市場整體下跌，各寬基指數跌幅均超過 10%。然而，16 年的 A 股市場並非像指數跌幅所體現的那樣令人絕望。全年的跌幅主要源於 1 月的暴跌，2 至 12 月市場震盪向上，期間九成個股收益為正，平均漲幅超過 30%。

市場風格：亂花漸欲迷人眼。單從指數收益看，2016 年的 A 股市場，大盤指數超額收益顯著。但是，考察市場微觀結構，我們發現，隨著 A 股上市公司的增加，常見的寬基指數已經無法展現 A 股全貌。若按市值對全市場股票進行分組，組間收益會隨著市值上升不斷下降。因此，2016 年市場仍然處於小盤風格。

交易行為：年年歲歲花相似。雖然 2016 年的熊市環境與 14、15 年的牛市大相徑庭。但是 A 股市場中投資者的交易行為卻沒有發生明顯的變化。個人投資者主導的市場，仍然喜歡追逐前期高漲幅、高換手、高波動的股票。而歷史研究發現，上述股票具有顯著的負超額收益。利用個人投資者的短期過度反應，投資於低漲幅、低換手、低波動的股票，一如既往，能夠獲得持續顯著的超額收益。

風險提示：市場系統性風險，有效因數失效。

### “革故鼎新”之海通量化年終總結 2：2016 年量化選股策略回顧

多因數選股策略。2016 年，我們向市場完全公開了海通量化全市場多因數組合。該組合自 2016 年 6 月初發佈以來截止 12 月 30 日，累計收益 30.02%，同期中證 500 指數累計收益 5.32%，組合超額達 24.70%。從 2016 年全年來看，組合上漲 20.23%，同期中證 500 指數下跌 17.78%，組合超額收益達 38.00%。

潛伏利好之業績預增。整體而言，潛伏利好之業績預增事件在 2016 年取得了較好表現：策略累計收益率 31.87%，同期中證 500 指數下跌 17.78%，策略相對於中證 500 指數超額 49.65%。該事件持股變動較大，具有極強的季節性，僅在季報密集披露期會選入較多數量的股票。就 2016 年而言，由於年初沒有入選樣本，因此業績預增事件躲過了 1 月份的大幅下挫，整體回撤遠小於市場；但同時也錯過了 5 月中至 6 月中市場的上漲趨勢，因此在 5 月中 6 月中相對於中證 500 指數出現回撤。

指數成分股調整。2016 年，指數成分股調整預測模型仍保持高預測準確率，滬深 300 指數 6 月和 12 月的總體預測準確率分別高達 97.92% 和 95.00%。從調入調出組合的收益表現來看，2016 年策略的吸引力不如以往年份。6 月份和 12 月份調入組合在調整前 1 個月相對於滬深 300 指數的超額收益分別為 1.95% 和 -5.00%，均小於歷史平均水準 3.53%；調出組合的超額收益分別為 -0.22% 和 -1.81%，負向超額也不及歷史平均 -2.62%。

潛伏高送轉策略。2016 年，潛伏年報高送轉組合 11 月份收益率為 8.64%，相對於中證 500 指數超額 6.57%。從絕對收益來看，策略表現在過去 10 年中排名第 5；從相對中證 500 指數的超額收益來看，組合表現排名第 6。整體而言，2016 年年報高送轉組合收益幅度不如歷史平均水準，但排名居中。2016 年高送轉策略的回撤主要出現在 11 月中上旬，這主要受此期間次新股板塊集體走弱影響。

風險提示：市場環境變動風險、有效因數變動風險、事件失效風險。

### “革故鼎新”之海通量化年終總結 3：2016 年期權市場總結與回顧

50ETF 期權成交活躍程度出現了較為明顯的上升。在前半年中，50ETF 期權日均成交量基本維持在 20 萬張/天至 30 萬張/天之間，當月合約到期臨近時，期權成交量會小幅上升至 30 萬張/天至 40 萬張/天之間。隨著市場的逐漸回升以及各項政策的推出，期權成交活躍程度也開始逐漸上升。根據近期資料，期權日均成交量基本維持在 50 萬張/天~70 萬張/天，當月合約到期臨近時，期權成交量會進一步上升至 80 萬張/天以上。

中國波指與 50ETF 呈現出現了十分明顯的反向關係。在年初 50ETF 大幅下行時，中國波指持續上升並達到了 40 的短期高點。而在後半年市場持續回升的過程中，中國波指一直維持在較低的水準。若把中國波指簡單看作是投資者對於市場波動的預期，該指數今年的走勢也體現出了市場在年初大幅波動，而在隨後的時間中波動持續縮窄的特點。根據近期資料來看，中國波指已從歷史低點逐步回升。

期權套利空間有限。對於平價套利機會而言，由於該類套利交易操作簡單，整體套利空間較小。套利機會主要集中在年初以及 12 月初市場大幅波動的時間段中，在其餘時間段上平價套利機會極少。對於箱式套利機會而言，由於該類套利交易涉及到的合約更多，交易更加複雜，所以套利空間更大，可監測到的套利機會更多。從全年來看，年初箱式套利機會較多，存在較大的套利空間。

Buy-Write 策略產生一定收益增強。在 2016 年，Buy-Write 指數漲幅為-0.20%，而 50ETF 漲幅為-3.26%，Buy-Write 策略相比於 50ETF 產生了 3.05%的超額收益。2016 年 2 月以來的市場的波動的縮小為 Buy-Write 指數跑贏 50ETF 提供了可能。從策略特性上看，Buy-Write 策略在標的資產小幅上升但上漲幅度較小的情況下能夠產生收益增強。

展望 2017 年,期權市場充滿機遇。在過去的 2016 年中，隨著各項政策的推出以及投資者對於期權產品認知程度的提升，場內期權市場的交易活躍程度也在逐漸上升。展望 2017 年，我們認為以下事件的發生將會進一步推升場內期權市場的活商品期權的正式掛牌交易。商品期權的推出一方面會豐富場內期權品種，另一方面也會為場內美式期權的運行提供更多的經驗。

50ETF 期權組合保證金制度的推出。交易所若能在 2017 年中推出組合保證金制度，期權交易者的資金佔用將得到極大的降低從而進一步提升各類期權投資者的資金利用效率並增強期權市場的交易活躍程度。

更多場內期權品種的推出，如滬深 300ETF 期權等。50ETF 期權是當前唯一場內交易的期權。雖然該產品可被用於對沖市場下行的風險，但是由於標的資產的風格過於偏向大盤藍籌，許多投資者在使用 50ETF 期權時存在諸多顧慮。若在接下來的一年中，滬深 300ETF 期權能夠得以推出，那麼更多的投資者將會參與到期權交易中來。

風險提示：市場系統性風險。

## “革故鼎新”之海通量化年終總結 5——FoF 管理中的量化方法

均值方差模型。均值-方差模型由 Markowitz 於 1952 年在其組合優化理論中提出，它以組合的方差作為風險度量，目標是最優化由預期收益和風險構成的效用函數。均值-方差模型不僅有著較強的理論基礎，而且在無約束、風險約束以及風險和預算約束的條件下，最優權重都有極其簡潔的運算式。

Black-Litterman 模型。BL 模型的本質依然是均值-方差模型，但其預期收益和協方差矩陣是通過貝葉斯分析結合了投資者主觀觀點後得到的。BL 模型有三個十分重要的直觀解釋。1、在沒有任何約束的條件下，BL 模型只會改變那些和投資者觀點有關的資產的權重。2、投資者對某項資產的觀點越正面，BL 模型對初始權重的提升就越多。3、投資者對觀點越有信心，BL 模型對初始權重的改變也越大。

風險均衡模型。風險均衡模型完全沒有涉及對資產預期收益的判斷，僅從投資組合風險的角度出發，要求所有資產的風險貢獻相等。它和均值-方差模型不同，是一個以風險管理為目標的資產配路方案。因而，通常來說，運用風險均衡模型進行資產配路的組合都能較為有效地控制風險，獲得一個相對滿意的收益風險比。

利用績效評估比率（AR）篩選基金。績效評估比率（AR）等於 alpha 與其穩定性的比值，即，承擔單位風險所能獲得的超額收益。它衡量了基金經理的主動管理能力和業績穩定性兩個方面。在實際應用中，FoF 組合的管理者可以根據不同的收益風險目標，將 AR 與其他指標結合起來實現基金的篩選。

FoF 組合案例。使用風險均衡模型進行資產配路，AR 指標篩選基金，構建一個包含 5 個基金類別的 FoF 組合。2012 年 4 月-2016 年 11 月的回測結果表明，組合的夏普比率和 Calmar 比率均明顯高於所有基金的平均水平，也遠超市場基準指數。

風險提示。市場系統性風險、模型失效風險。

### 農業：三維度掘金價格鏈，精挑細選價值股

三個維度看農產品價格上漲的投資機會。1) 產品價格：我們認為天然橡膠將是價格上漲空間最大的品種，其次為海參。

玉米價格前期跌幅較大，農業供給側結構性改革的持續推進將有助於其供給收縮，未來下跌空間已不大，玉米價格或也將迎來上漲。再結合子行業基本面和政策面情況，從價格角度排序為：天然橡膠 > 海參 > 禽 > 糖 > 玉米 > 大豆 > 豬。

2) 市場預期：天然橡膠價格自今年 3 月以來漲幅達 90% 以上，而海南橡膠股價漲幅僅 40% 左右，市場對未來膠價上漲的預期並不充分。海參價格已持續低迷 3 年，今年 7 月以來終於迎來反轉，企業盈利改善已非常明顯，而好當家、\*ST 獐島等股價漲幅並不明顯，未充分反映行業景氣。市場預期角度，從高到低總體排序為：禽 > 糖 > 橡膠 > 海參 > 原糧 > 豬。

3) 股價空間：海南橡膠當前市值 274 億元，和上輪週期高點比，僅達 41% 水準，如行業反轉，股價反彈空間最大。其次為好當家和南寧糖業，分別占前次高點市值 74% 和 75%，南寧糖業考慮其正處大規模擴張進程中，市值空間會進一步打開。聖農發展當前市值已達 235 億，超過上輪週期高點，但近幾年公司擴張迅速

(上輪市值高點時屠宰量 1.2 億隻，明年屠宰量預期 5 億隻)，從估值角度看，PE17 不到 15 倍，仍處合理範圍。

穩健板塊：自下而上，精選個股。1) 種子：龍頭種企將在行業變革中率先突圍，我們繼續推薦登海種業（優良品種和完整的產品梯隊保障業績持續穩定增長）和隆平高科（隆兩優、晶兩優支撐內生增長，外延並購預期強烈）；2) 飼料：2017 機遇與挑戰並存，重點關注海大集團（飼料白馬，當前估值處於底部）、禾豐牧業（區域性飼料龍頭，肉雞產業鏈佈局提速）、通威股份（光伏業務帶動利潤增長，估值優勢突出）；3) 疫苗：板塊盈利穩健，關注成長性及短期催化，結合企業的研發能力、產品佈局、以及其他催化因素，我們建議重點關注普萊柯（研發成果開始落地，佈局協力廠商診斷開闢新的業務模式），中牧股份（主業穩健，国企改革繼續推進）。

轉型公司梳理。a) 羅牛山：公司大股東為羅牛山集團公司，屬民營企業。公司目前主營生豬養殖及屠宰。實際控制人以不超過 2.5 億元增持公司股份，我們認為未來或有轉型考慮。b) 正虹科技：公司實際控制人為湖南省岳陽市屈原管理區，屬地方國有企業。公司主營飼料產品的生產和銷售，經營虧損，靠出售資產勉力維持，主業瓶頸明顯，被借殼可能是公司比較好的出路。c) 國投中魯：公司大股東為國投集團，實際控制人為國資委。公司主營蘋果汁的生產和銷售，經營困難。

2014 年公司擬購入江蘇環亞 100% 股權，最終未能成行。國投中魯經營的蘋果汁產業不在集團重點產業規劃之中，所以未來轉型預期強烈。d) 中基健康：公司實際控制人為新疆生產建設兵團第六師，主營番茄醬的生產銷售，主營難以為繼。

2015 年 12 月公司重組失敗，我們認為未來仍不排除繼續進行。

風險提示：農產品價格大幅下滑；供給側改革等政策推進不達預期；企業轉型進展不順。

## 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。