

策略

期貨策略：聯儲加息對大宗商品的影響

如市場預期，北京時間6月15日凌晨美聯儲決定加息25個基點，將聯邦基金利率區間上調至1%-1.25%，這也是2015年底以來第四次加息。我們預計2017年將再加息一次。

而對於市場普遍關注的縮表進程，美聯儲明確表示將在年內啟動縮表，縮表起步上限為每月100億美元，並將每個季度擴大，直至國債削減規模達到300億美元，抵押支持債券（MBS）達到200億美元。

耶倫再次強調將在未來幾年內實現2%通脹目標，並繼續表示“未來的經濟增長率將使美聯儲可以繼續以漸進式方式加息”。我們認為縮表進程將是漸進的、且大致可預計的，可能會持續數年。

美聯儲加息決議出爐後，美股短線小幅上揚，耶倫講話開始後出現跳水，納斯達克指數一度跌近1%，但尾盤美股收窄跌幅，納斯達克指數強勢收紅。美元指數對加息決議反應平淡，耶倫講話後震盪回升，紐約匯市尾盤收復日內大部分跌幅。而黃金走低，日內波幅超過1%。

美債收益率大跌。美國10年期基準國債收益率跌6.9個基點，跌至2016年11月10日以來低點。

但我們從規律來看，在美國加息的大背景下，主要工業品或迎來中長期牛市。過去20年，美聯儲的四次加息分別是1987-1989、1994-1995、1999-2000、2004-2006年。

四輪加息引發了金融危機，出現了87股災、亞洲金融危機、互聯網泡沫、次貸危機。

加息週期中，工業品銅、鋁、原油價格全部上漲，而貴金屬則明顯受到抑制。僅在2004-2006年商品超級牛市中黃金上漲，其他週期全部下跌。四輪加息平均漲幅黃金為5.6%，白銀7.9%，倫銅86%，倫鋁40%，原油56.8%。

聯儲加息往往建立在經濟穩健增長的基礎上。由於發達經濟體經濟週期的一致性，所以從宏觀層面給工業品價格帶來支撐。

國內商品期貨市場五窮六絕七翻身或將重現。近期股債期集體跌破年線，經濟遭遇季度拐點、旺季結束等利空因素逐漸消化，金融監管升級對市場壓力尚待釋放。我們預計，大跌之後，期指向下尋找支撐可能性較大；而商品期貨預計逐漸回暖，市場重回商品屬性，中期寬幅震盪的可能性較大。

行業點評

保險：壽險與產險市場集中度均將上升，上市保險公司的競爭優勢加強

隨著監管加強，壽險市場集中度顯著提升，上市壽險公司的競爭優勢強化。1) 四家上市公司的人身險規模保費的市場份額出現拐點，2017年1-4月市場份額從2016年的35.7%提升至38.1%，結束了2013年以來的快速下行趨勢。2) 由於2017年4月1日起，不符合去年9月中短存續期產品政策的產品均被停售，中小保險公司規模保費進一步大幅下滑，導致1-4月全行業人身險規模保費同比下降4.9%，其中保戶投資款新增交費（萬能險為主）同比減少60.6%。3) 安邦、和諧健康、前海、國華等前期“資產驅動負債型”公司的萬能險保費同比下降超過80%，或面臨現金流壓力。4) 在大型保險公司的業績驅動下，保費收入（不包含萬能險）保持高速增長，其中壽險保費收入同比增長34.1%，健康險保費同比增長24.1%，意外險保費同比增長15.7%。壽險的保障型業務已進入歷史機遇期，增長空間巨大。

上市壽險公司的首年期交保費保持高速增長，價值轉型帶來新業務價值率顯著提升，預計2017年NBV增速維持高位。1) 預計2017年前5月國壽、平安、太保、新華的首年期交保費分別同比增長20%、60%、45%和35%。主力年金險的負債成本（預定利率）下降會造成銷售難度上升，上市保險公司在這種情況下仍保持新單保費的快速增長，說明壽險產品的真實需求和保險代理人素質已有本質性提升。2) 2017年健康險等保障型業務占比大幅增加，能夠提升整體新業務價值率，並促進死差在NBV和利潤中的貢獻。

財產險保費平穩增長，二次商車費改落地，車險行業集中度預計開始上升，上市產險公司競爭優勢強化。1) 2017年1-4月，全行業財產險保費同比增長10.5%，增速較上月保持穩定。其中平安產險保費同比增速高達22.6%，遠超主要競爭對手。2) 6月9日，保監會下調商業車險費率浮動係數下限，進一步降低商業車險費率水準。二次費改的落地短期將加劇行業競爭，對保險公司服務能力提出更高要求。大型產險公司憑藉對車險銷售端和服務鏈條的控制力和資料優勢可擴大市場份額，而中小型公司則面臨銷售費用和賠付率同時攀升的困境。預計車險行業集中度將進一步提升，有利於大型產險公司提升長期的盈利水準。

利率維持高位，新增固收類資產收益顯著上升，保險公司利差改善。1) 10年期國債收益率從4月初的3.27%升至6月14日的3.54%。受金融去杠杆、金融強監管、美元加息週期中長期因素影響，預計利率將在較高水準上波動。新增固收類資產（債券、非標等）收益率的上升有利於險企投資收益率的企穩回升。2) 截至2017年4月底，債券占比較年初提升1.2個百分點至33.4%，其他資產（非標等）占比較年初提升2.9個百分點至38.9%。存款、股票和基金占比較年初下滑。

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。