

2017年10月10日

銷售部 - 投資策略

宏觀

9月外儲增加，貨幣政策中性

9月外儲增加。外管局公佈9月外匯儲備餘額為31085.1億美元，環比繼續保持上升，較上月增加169.8億美元。

估值效應影響偏負。9月美元指數回升0.5%，歐元、日元對美元分別貶值0.8%和2.3%，而英鎊對美元大幅升值3.6%。美、歐、英、日國債收益率9月分別上升21、13、31和5個BP，債券價格普降。綜合來看，估值效應對外儲餘額影響偏負。

強勢匯率回檔。美聯儲10月即將啟動縮表，且年底再度加息概率接近90%，9月美元小幅反彈，人民幣匯率回落，對美元貶值0.8%，未來或延續較大幅度雙向波動。

貨幣政策中性。央行9月30日決定對普惠金融實施定向降准，是基於原有政策的拓展和替代，標準有松有緊，預計釋放資金規模有限。美國經濟復蘇穩健，美元再度反彈，央行在控總量基礎上引導結構，而非大水漫灌，貨幣政策仍是中性。

金融工程

選股因數系列研究（二十六）——因數加權、正交和擇時的若干性質

近年來，對量化多因數模型的研究主要集中在因數加權、正交和擇時這三個方面。流行的方法大體有以下兩種，一是以因數IC為核心建模，二是基於收益率和因數之間的Fama-MacBeth回歸。本文首先證明了，在一定的條件下，兩者之間的等價性。隨後，在這個基礎上，得到了有關因數正交和擇時的重要性質。

性質1：若收益率和因數都為原始值的z-score，則最大化複合因數IC加權法等價於Fama-MacBeth回歸。在z-score的假設下，最大化複合因數IC加權法完全可以用更加簡潔，且更便於程式編寫和運算的回歸模型代替。

性質2：在原始的Fama-MacBeth回歸模型中加入和已有因數正交的新因數，不會改變原始模型得到的因數溢價。這條性質為新因數的有效性檢驗提供了極大的便利，正交化後，新因數的溢價及穩定性可直接與原始因數進行對比。

性質3：在Fama-MacBeth回歸中，不論新加入的因數是否與原有因數正交，其因數溢價的估計不會改變。這條性質表明，倘若想在已有模型中加入一個新因數，不妨將它對原模型中的所有因數進行回歸，得到正交因數後再行加入。這樣做既避免了可能存在的多重共線性的影響，也沒有損失與新因數選股能力有關的資訊，因為正交不改變其因數溢價的估計。

性質4：Qian等人（2012）的因數擇時模型，本質上就是拿因數溢價對條件變數集合建立回歸模型後，計算被解釋變數的最小二乘估計。這一結論不僅使得模型更加直觀且易於理解，而且也能極大地簡化程式的編寫步驟、提高運算效率。另外，在使用這個模型的過程中，一定要注意控制條件變數的個數，防止出現過擬合的問題。

風險提示。多因數模型中的因數失效風險、因數與收益之間線性假設不成立的風險。

大類資產配置模型及研究（六）——積極的風險均衡（Active Risk Parity）策略

2008年金融危機的爆發，使得風險均衡的理念迅速在資產管理實務界流行開來。那些致力於通過分散化投資來獲取絕對收益的基金經理，紛紛將其作為資產配置的核心方案。但是，諸多實際案例也發現，純粹的、不加任何杠杆的風險均衡策略很難產生具有吸引力的收益表現。為此，越來越多的研究者試圖在經典的風險均衡策略中加入一些主動的管理，本文也是其中的一個嘗試。首先，通過風險均衡策略給出中性配置，隨後在相對中性組合一定跟蹤誤差的約束下，採用Black-Litterman模型完成資產配置。

風險均衡策略是指每個資產的風險貢獻度相等，該類型的基金產品自2005年出現以來，業績表現極佳。然而，這實際上得益於2000年以來，利率水準不斷下行背景下債券的強勢業績。不過，當前的形勢已然發生變化。利率不可能再像過去20年那樣大幅下降，債券類資產在未來的業績將很難繼續維持在過去10年的水準之上。因此，跟隨經濟環境的變化探索更加動態的資產配置方案，顯得尤為重要。

積極的風險均衡（Active Risk Parity）是一種以風險均衡組合為中性配置的投資策略。在實際應用中，當基金管理人沒有什麼市場觀點時，積極的風險均衡組合就是純粹的風險均衡組合。而如果基金經理人對權益類資產持正向觀點，並對債券類資產持負向觀點，那麼他就會傾向於增加權益類資產的權重，同時減少債券類資產的配置比例。在這種情況下，選擇風險均衡作為中性配置就很有意義，因為它在風險貢獻度和業績貢獻度之間達成了某種平衡。

使用趨勢跟蹤的方法來構建積極的風險均衡策略。每週對組合進行再平衡，要求相對於中性組合的跟蹤誤差不能超過4%，採用Black-Litterman模型計算權重。並將組合的波動率目標設定為4.5%，以此來對風險資產的配置比例進行約束。最終成功地大幅降低了回撤，還獲得了更優的夏普比率。

加入商品類資產後，不論是積極的還是純粹的風險均衡策略，收益都得到了增強。假設權益、債券和商品類資產的風險預算分別為40%、40%和20%，採用和之前完全相同的方法來實現積極的風險均衡策略。在波動率相似的情況下，包含商品類資產的組合，收益上升了1%，而最大回撤也沒有明顯增加。不論從哪個角度衡量，業績表現都非常出色。

風險提示。模型誤設風險、流動性緊張引發的“股債雙殺”風險。

行業點評

基礎化工材料製品：國內碳纖維市場集中度較低，進口替代正加快

上周大盤整體下滑。上周（2017.09.25-2017.09.29）波動較小。滬深300指數收3836.50點，同比下降-0.03%；上證綜指收3348.94點，同比下降-0.11%；深證成指收11087.19點，同比上升0.16%；創業板指收1866.98點，同比上升0.03%；中小板指收7561.78點，同比上升0.48%。上周中小板指成分股總日均成交量為69.04億股，環比下降23.68%；總日均成交額為1035.99億元，環比下降21.13%。創業板指成分股總日均成交量為38.76億股，日均成交額為763.50億元，分別下降12.91%和7.94%。

食品飲料行業領漲。根據申萬行業分類，上周漲幅前三行業分別為食品飲料、通信、國防軍工，漲幅分別為3.50%，3.44%和1.95%；跌幅前三行業分別為房地產、紡織服裝、建築裝飾，跌幅分別為-3.85%，-1.53%和-1.25%。

上周重點推薦組合。【道恩股份】【三環集團】【飛榮達】【萬里揚】【東百集團】【東方鋳業】【易見股份】【藍黛傳動】。

行業追蹤。OLED TV殘像導致俄羅斯和美國等地出現消費者退貨事件；柔宇科技新增D輪融資計畫，融資8億美元；JOLED將量產OLED面板，JDI股價飆升。

本周專題：國內碳纖維市場集中度較低，進口替代正加快。碳纖維性能卓越，可廣泛應用於各行各業，全球高性能碳纖維處於供不應求狀態，大多數國內碳纖維廠商的技術裝備、生產工藝與國外存在較大差距，而國外對先進技術、裝備進行壟斷封鎖，因此國內生產的碳纖維較為低端，主要應用於體育用品等低端領域，且受國外低價競爭影響，毛利率普遍為負，大多處於虧損狀態，大部分產能不能有效釋放，因此產能實現率低。我們認為未來一些規模相對較小、技術水準落後的企業將在新一輪的市場競爭中被淘汰，少數優質碳纖維企業將獲得更多的市場資源，帶動行業良性發展，其中產品主要是軍用的企業、具備規模化生產能力的企業的盈利性更強，將脫穎而出！建議關注具有碳纖維稀缺標的光威複材。

風險提示。碳纖維市場競爭加劇；下游應用推廣速度放緩等。

海通證券自營（約定購回式證券交易專用證券帳戶）持有【002167東方鋳業】超過總股本1%。

傳媒：教育板塊觀點：關注賽道+商業模式+公司基本面

新民促法已經於今年9月施行，但是具體由省市為單位具體實施、制定具體政策。目前來看，地方落地尚在推進過程中。行業各個賽道成熟度不同。商業模式不同。建議綜合考慮賽道特點、商業模式，和公司的教育業務品牌、運營能力，公司資金、資源優勢判斷業績增速和發展空間。並結合新民促法地方落地情況選股和估值情況佈局。推薦：百洋股份、威創股份、世紀鼎利等。

風險提示：市場風險、民促法修訂案細則落地不及預期等。

軟體：佈局三季報的景氣子行業

今年以來，我們始終看好那些估值底清晰、符合產業方向、內生增長穩健的中大白馬，建議重點放在明年估值已在25倍左右PE的優質成長，以及Big Name公司。展望10月，我們預計板塊整體表現平衡。10月是三季報披露期，從業績增長確定性角度，我們仍然看好智慧安防。而從產業發展的大邏輯角度，我們看好從晶片到終端到應用的AI大公司，底層基礎資訊架構和深度學習能力已發生深刻變革，對話式的交互、多種設備同步、不斷適應各種使用場景，真正實現人工智慧+軟體+硬體的完美結合。

17年三季報預告分析：智慧安防增長確定性強

從已經公佈2017年三季報業績預告的公司看，平均增速在25%及以上的公司所屬細分行業較為分散，不過多集中于智慧安防、智慧交通、智慧城市、金融機具、以及大資料/基礎IT方向。而若進一步剔除外延並購影響，我們認為智慧安防領域的增長確定性相對最強，整體增速都在25%以上，給予智能安防是貫穿全年主線的觀點。

看好晶片到終端到應用的AI大公司

對於電腦產業投資，我們全年圍繞人工智慧這條主線，2月開始看好智慧安防，首推海康威視和大華股份，5月提出雲和端的再平衡，智慧終端機的興起，AI的電腦視覺技術在終端走向“專用化”道路，在雲平臺走向“通用化”道路；7月強調AI下游應用場景為王，智慧攝像頭擁有多樣的應用場景和被動識別優勢，是AI最先落地。AI大公司們諸如華為、蘋果等紛紛推出攜帶專用晶片的移動計算平臺，英特爾也在ASIC晶片定制化方面大步邁進，而谷歌、英偉達也從基礎硬體、全新架構、演算法，再到應用層利用AI技術不斷優化用戶體驗。AI技術正確實地拉進人與人交流的距離，提升人與環境間的互動體驗，AI正更加務實地推廣到各個應用層面，真正解決用戶使用“痛點”。

海通電腦10月投資組合：海康威視、大華股份、東軟集團、中科曙光、四維圖新

風險提示：部分細分領域資訊化需求低於預期，市場波動風險。

通信設備：政策面持續加碼5G商用步伐，首推中興通訊等子行業龍頭！

1、10.2-10.6國慶期間，港股5G板塊延續強勢表現：【中興通訊0763】漲幅17.81%；【昂納科技集團0877】漲幅18.41%；【中國通信服務0552】漲幅15.42%；【摩比發展0947】漲幅8.84%；【京信通信2343】漲幅6.04%；【長飛光纖光纜6869】漲幅0%。——中興通訊繼續領漲港股5G板塊，昂納科技集團（光器件）、中國通信服務（網路工程及優化服務）9月份漲幅相對較少的、有所補漲。

2、政策面持續加碼5G商用步伐。

3、A股5G板塊配置側重子行業龍頭：首推中興通訊（目標價34.72元），其次烽火通信、中天科技、亨通光電、中際旭創、光迅科技為代表的光通信子行業龍頭；小市值5G確定性受益標的關注通宇通信、天孚通信、博創科技、新易盛等。

風險提示：5G&物聯網進度不及預期，中小創的系統性估值波動。

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。