

## 債券

### 貨幣基金的前世今生與未來

1. 我國貨幣基金的發展和國際比較。貨幣基金最早於1970年代產生於美國，我國貨幣基金04年出現，經過十幾年的發展，目前存量規模5.3萬億元，占基金市場規模的比重超過50%。我國貨基投資標的較為集中，目前基本以現金類資產為主，其次是同業存單、短期國債等。
2. 我國貨幣基金的監管歷程。首先在發展初期，針對貨幣基金的投資範圍、風險管控、基本制度等檔陸續出臺，初步奠定了運行框架。隨後在16年《貨幣市場基金監督管理辦法》施行，完善了貨幣基金的定義，將同業存單正式納入投資範圍，並突出了流動性管理要求。最後17年9月，新規出臺，進一步加強了貨基的風險管理和流動性管理，並約束貨基規模的快速擴張。
3. 我國貨幣基金市場的發展趨勢。一方面，貨基新規對貨幣基金的投資者集中度、資產集中度、流動性資產均提出了要求，通過配置低評級、低流動性、高收益資產來拉高收益率的做法將受到嚴格限制，貨基收益率將會下降。另一方面，新規規定攤余成本法進行核算的貨基規模不得超過基金管理人風險準備金月末餘額的200倍。參考美國的經驗，貨基一旦採用浮動淨值計價，則意味著其喪失了淨值穩定性和“保本性”的優勢，規模擴張速度將大幅大降。
4. 貨幣基金發展對債市的影響。首先，貨基目前仍具有免稅優勢、互聯網金融平臺支撐，因此新規的短期衝擊有限。其次，貨基監管利好短期利率債和AAA級存單，將導致存單等級利差走闊。再次，貨基監管間接約束中小銀行同業擴張，將減緩居民存款搬家貨基的趨勢，從而緩解銀行負債端壓力；最後，對私募和專戶類機構而言，資產穿透和提高質押債券資質的要求，抑制其加杠杆行為，短端利率長期上行的風險下降。

## 行業點評

### 保險：財產險保費增速提升，人身險“開門紅”預期樂觀

財產險保費增速逐月上升，增速創下3年最高。1) 2017年1-8月財產險行業保費收入6388.11億元，同比增長13.36%，增速顯著高於16年和15年同期的7.50%和10.56%。2017年保費增速逐月上升，反映出行業景氣度的提升。2) 2017年1-8月人保財險、平安產險和太保產險的保費收入分別同比增長11.54%、23.98%和7.13%，而8月單月保費分別同比增長14.01%、26.39%和12.24%。下半年，上市產險公司的保費增速明顯提升。3) 6月9日，保監會宣佈下調商業車險費率浮動係數下限，通過市場化手段進一步降低商業車險費率水準。二次商車費改有利於大型產險公司強化競爭優勢，產險市場集中度必將提升。

人身險保費增速維持高位，2018年“開門紅”預期樂觀。1) 2017年1-8月人身險行業保費收入21266.07億元，同比增長22.76%，其中壽險保費同比增長27.29%。預計中國人壽、平安人壽、太保壽險、新華人壽9月單月的個險期交保費分別同比增長250%、25%、55%和75%。2) 人身險行業進入價值轉型的新階段，業務結構優化明

顯，行業分化顯著，1-8月保戶投資款新增交費4174.00億元，同比大幅下降55.10%。其中安邦人壽、和諧健康8月單月規模保費同比銳減94.1%和99.6%。3) 134號文影響較小，預計2018年1季度新單保費正增長。10月1日開始執行的134號文規定的“5年後返還”對於客戶利益並沒有實質影響，並且產品僅是影響保單銷售的因素之一，且並非決定性因素。上市公司的代理人數量與素質均有明顯提升，強大的隊伍銷售能力可以支援產品切換，可推動新單保費穩健增長。

10年期國債收益率維持在3.6%以上的高位，利差改善的趨勢不變。美聯儲正式啟動縮表，美國12月再次加息的預期增強，歐洲和日本的貨幣政策正從寬鬆轉向正常。中國央行實行定向降准的目的在於支援實體經濟，而非金融市場，貨幣政策並未明顯轉向。金融去杠杆和美國加息能夠支撐國內利率穩定在較高水準，10年期國債收益率近期穩定在3.6%以上的水準，我們預計利差改善的趨勢將持續。

利率高位+業績驗證+政策催化，增持評級。十年期國債收益率高位震盪，750天移動平均國債收益率曲線於四季度觸底回升，預計2017年下半年和2018年淨利潤將大幅增長；四季度個稅遞延型養老保險試點有望推出。目前股價對應2017E PEV僅1.05-1.25倍，我們認為有望提升至1.5-2.0倍。推薦中國平安、中國太保、新華保險和中國人壽。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

### **紡織與服裝：股權激勵明顯增加—從產業資本角度再探確定性收益邏輯**

紡織服裝板塊年初至今走勢偏弱，個股均有較大幅度跌幅，與此同時，板塊推出股權激勵計畫的公司數量顯著提升，年初至今，紡服板塊已有12家公司推出股權激勵計畫，一定程度反映出公司認為當前股價偏低，適合進行長期激勵，從另一個角度驗證了我們認為板塊見底的判斷。

目前，12家公司中，10家已完成授予，2家仍在預案狀態，全部採取限制性股票的方式。

儘管限制性股票計畫短期難以對股價形成強催化，但是可實現公司與管理層利益的深度綁定，可實現對於員工的有效激勵，有效增強工作積極性，彰顯出公司對於未來發展的強烈信心，長期利好公司發展。針對於2017年推出股權激勵的公司，考慮業績增速的要求及可實現度，結合基本面及估值情況，我們建議積極關注：歌力思、太平鳥、安正時尚。

風險提示：匯率波動、原材料價格波動、終端需求復蘇不及預期、業績承諾不能實現，政治風險等。

### **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。