

重點報告推薦

【策略專題報告】為何新時代經濟平盈利上？——借鑒日本1970-80年代

核心結論：①在新時代我國經濟增長模式從加大要素投入轉變為依靠創新驅動，基本面特徵表現為經濟平而盈利上，主要源於產業結構優化、行業集中度提升、企業國際化加快。②過去1-2年消費ROE維持在11%-12%，科技為8%-9%，而週期為5-6%，盈利能力較強的消費和科技占比提高推動整體業績改善。③行業集中度提升強化龍頭地位，加之龍頭經營效率更高、盈利能力更強，績優龍頭推動整體盈利改善。④中國企業國際化加快得益于國內自主品牌崛起和海外需求回暖，自2014H1起A股海外業務營收增速超國內業務，高增長的海外業務有助整體盈利改善。

中國已步入新時代：經濟平盈利上。①中國新時代的基本面特徵：經濟平盈利上。從經濟增速變化看，從2010-16年我國GDP同比增速從2010Q1最高的12.2%降至2016Q1的6.7%，這是“L”型的一豎，之後GDP同比增速在6.7-6.9%之間波動，經濟增速轉換中“L”型的一橫正在逐漸形成。在經濟增速平穩的背景下，企業盈利的改善更加明顯。②當前中國經濟特徵類似1975-89年的日本。經濟平、盈利上是新時代的特徵，這是經濟結構調整、產業轉型過程中出現的特徵，日本曾經在1975-89年經歷過。日本這個階段宏微觀的分化，主要源於產業結構優化、行業集中度提升、企業國際化加快。

微觀好於宏觀原因一：產業結構優化。①回顧歷史，中國的產業結構一直在變遷。1990s年代我國步入生活消費時代，以百貨家電為主的輕工業迅速崛起。進入2000s年代後，加入WTO和城鎮化中的商品房改革推動內外需同時爆發，我國重工業迅速發展。2010年以後，我國經濟已經開始步入結構調整和轉型期。②盈利能力高的消費和科技占比提升有助整體業績改善。消費和科技的市值和淨利潤占比不斷提高顯示我國產業結構已經在路上，過去1-2年消費ROE維持在11%-12%，科技維持在8%-9%，而週期維持在5-6%，規模不斷擴張的消費和科技的業績較靚麗，從而助推A股整體盈利改善。

微觀好於宏觀原因二：行業集中度提升。①行業集中度提升改變產業格局，競爭策略從打價格戰轉變為提升品質。從產業生命週期理論看，行業集中度提升是產業從成長期過渡到成熟期的特徵之一，在成熟期大廠商們佔據較多市場份額，它們彼此勢均力敵，不再依靠價格戰來搶佔市場份額，而是通過提高品質和改善性能來增強競爭力。②龍頭經營效率更高，行業集中度提升有助整體盈利改善。由於龍頭公司資金實力雄厚和管理經驗豐富，它們的盈利能力往往超越市場整體水準。特別是當前供給側支持持續推進的背景下，績優龍頭公司有助整體業績改善的趨勢還將延續。

微觀好於宏觀原因三：企業國際化加快。①中國企業國際化加快得益于國內自主品牌崛起和海外需求回暖。自2016年下半年起，歐美經濟開始逐漸復蘇，從而帶動海外需求回暖，我國出口額當月同比在2017年1月由負轉正，最高在2017年3月達到15.6%，全年1-9月出口額累計同比為7.5%。②企業的海外業務高速增长有助整體盈利持續改善。以A股海外業務營收占比超20%的上市公司為樣本，計算得到自2014Q2起它們的海外業務營收增速一直超國內業務，海外業務營收累計同比從2014Q2的13.0%一路攀升至2017Q2的30.2%，而國內業務從3.4%回升至20.4%。

風險提示：業績不及預期，金融去杠杆超預期，匯率風險。

【金融工程專題報告】選股因數系列研究（二十八）——一致預期品質分析

本文主要針對朝陽永續、WIND兩家資料供應商的分析師預測資料進行分析，比對資料來源、加工一致預期資料的品質以及選股的有效性。

從資料來源上來看，朝陽永續收納的分析師報告篇數多於WIND，但兩者之間的差距在逐步縮小，目前這個差異已經很小；從兩個資料商覆蓋的股票比例來看，朝陽永續覆蓋比例始終高於WIND，且該比例目前依然存在一定差距。

考察一致預期資料的準確度，發現其一：朝陽永續出現極值資料的情況較多，會有相對真實財報極大偏差的預測出現，如果不對極值資料進行處理，WIND的資料準確度明顯優於朝陽永續；其二，如果投資者具備一定的資料篩選能力，可以剔除一些顯著不靠譜的預測，朝陽永續進行過清洗的一致預期資料準確度高於WIND。

考察不同市值股票的業績預測準確度，發現近幾年WIND資料庫在大市值股票上的準確度改善幅度明顯，而朝陽永續資料庫相對已經較為穩定，在大市值股票上的準確度雖然也比小市值股票準確度高，但近幾年變化趨勢不明顯。

分析與業績預測相關的基本面因數選股有效性，從因數IC角度來看，兩個資料庫差異不大；從對全市場股票進行收益率預測、以及全市場構建多因數股票策略來看，朝陽永續的因數表現更優。這與其股票覆蓋度較高，且在非極值預測上的準確度較高有關係。

單獨檢測超預期因數，觀察剔除了市值、估值風格的超預期組合ALPHA,發現1) WIND組合的歷年ALPHA相對朝陽永續波動更大，這和WIND近幾年資料庫在不斷完善，資料來源和股票池的變動較大有一定關係；2) 從中長期收益來看（持有期2個月、3個月），WIND表現更好。這主要是朝陽永續資料庫存在一些極端大或者極端小的預測值，直接影響構建單因數極值策略的效果。

將超預期因數放在全市場股票中檢測因數選股有效性，朝陽永續的因數IC、Rank IC、多因數回歸的因數溢價均能夠通過顯著性檢驗，而WIND資料表現不佳。

綜合來看，朝陽永續的資料庫成立時間較長，資料結構穩定，覆蓋面較大，而WIND近幾年以來資料品質不斷提升，雖然覆蓋面尚不如朝陽永續，但資料中出現極端誤差的概率也較小。兩個資料庫各自具有一定優勢，投資者需要根據自己的策略具體需求：如構建因數型策略還是事件型策略，進行資料來源的選擇。

風險提示：市場系統性風險、流動性風險、模型失效風險。

【金融工程專題報告】選股因數系列研究（二十九）——因數降維1：底層因數降維方法對比

隨著投資者對於選股因數挖掘的深入，構建選股模型時可供選擇的因數越來越多，隨之而來的問題也逐漸增多。其中有兩個問題值得關注：1) 因數在數量較多的情況下，無法高效地進行正交化處理；2) 對於某一類高相關因數，正交的手段無法較好地提煉它們的資訊。

對於上述問題，投資者可通過因數降維進行處理。也即，對於高相關因數分配因數降維權重，並加權求和計算降維後的因數值。由於因數降維方法多種多樣，故而本報告為投資者提供了幾種基本降維方法的效果回測對比。

因數降維的思路多種多樣。本報告從“選取類別內選股效果最強的因數”、“基於類別內因數選股效果加權”以及“最大化類別內因數選股效果波動”三條思路出發構建了相應的降維方法。

“選取類別內選股效果最強的因數”降維效果較好。模型複合因數選股能力以及模型月度多空收益在降維後都出現了改善。使用正交因數IC作為因數選股效果的衡量指標，降維後的模型選股能力出現了進一步的提升。

“基於類別內因數選股效果加權”降維效果同樣較好。模型複合因數選股能力以及模型月度多空收益在降維後都出現了改善。使用正交因數IC作為因數選股效果的衡量指標，降維後的模型選股能力出現了進一步的提升。

“最大化解釋類別內因數選股效果波動”降維效果較差。模型複合因數選股能力在降維後改善較少，使用正交因數後模型表現並無改善。

相比而言，“選取類別內選股效果最強的因數”降維後，模型具有最強的選股效果。對比來看，“取類別內最強”能夠對於模型產生最大幅度的提升，同時各類因數在降維後也能保持較強的選股能力。若投資者想盡可能多地使用到類別內各指標的資訊，則可使用“類別內因數選股效果加權”。從結果上看，並不推薦使用“最大化解釋類別內因數波動”進行降維。

風險提示。市場系統性風險、資產流動性風險以及政策變動風險會對策略表現產生較大影響。

金融工程點評

基金三季報分析：倉位穩中有升，主機板持續獲青睞，食品飲料、電子、金融受追捧

倉位分析：權益類基金倉位穩中有升。2017年基金三季報已披露完畢。整體來看，相較於2017年二季報數據，公募基金的整體倉位有小幅的提升，使用加權平均方法計算的權益基金整體倉位為68.35%，較上季度上升1.79個百分點。考慮到2017年三季度市場波動帶來的基金規模和股票倉位元變化的影響，經測算，約57.21%左右的基金進行了主動增倉，平均主動增倉水準為0.62%。

重倉板塊分析：主機板持續獲青睞，創業板配比再下降。截至2017年三季度末，在主動管理股混基金的重倉股中，投資主機板的市值占比再次提升，刷新2015年以來的新高。中小創板塊方面，主動股混基金在中小板和創業板的佈局比例均較今年二季度末繼續下滑，其中創業板的配置比例減少幅度明顯，同時也刷新了2015年以來創業板塊配置比例的新低。整體來看，機構投資者對於主機板和中小創板塊的配置比例持續拉大。而在滬港深基金中，港股仍然是這類產品的主要投資標的，但是持有港股的市值占比自2017年以來逐步下降。

重倉股特徵分析：白酒等消費龍頭受追捧。從基金持股市值來看，白酒、白電等消費龍頭受到市場追捧，例如五糧液、貴州茅臺、格力電器等，而一些低估值的金融個股受歡迎程度也較高，例如中國平安、招商銀行等。從基金持股數量占個股流通股數量比例來看，重倉個股行業分散，主題涉及鋰電池、物流、移動互聯、OLED等方向，板塊集中於中小創，持股集中度較前一季度有所回升。

重倉行業分析：電子成為第一大重倉板塊，醫藥、家電遭遇機構大幅減持。截至2017年三季度末，基金前5大重倉行業分別是電子元器件、食品飲料、醫藥、銀行和非銀行金融。從基金持股市值占比變化來看，三季度食品飲料、有色金屬、電子元器件等行業獲增持，醫藥和家電等板塊遭遇減持。而從三季度業績排名靠前的主動股混基金持倉來看，主要涉及到受上游資源品價格上漲所推動的週期板塊以及部分新興產業，例如新能源汽車、蘋果產業鏈等。

權益規模排名前20公募管理公司：整體偏好食品飲料、電子等穩增長以及“大金融”等低估值板塊。食品飲料、電子元器件、銀行及非銀行金融等板塊受到權益資產管理規模靠前的公募管理公司（2017年三季度末權益資產規模排名位居市場前20）的廣泛關注。

風險提示。本報告的內容為對2017年三季度基金季報的客觀分析，所涉及的股票和基金均不構成投資建議。

主動債券開放型基金三季報分析：股債倉位微升，震盪市中操作風格偏穩健

大類資產配置：權益、純債倉位微升。由於三季度股市表現強於債市，因此股性較強的可轉債債券型和偏債債券型產品在大類資產間的配置上提高了權益資產的比例而降低了純債資產的比例。而對於債性較純的純債債券型和准債債券型產品來說，三季度債券收益率震盪上行，在經歷了接近一年的持續調整後，債券的相對配置價值有所顯現，我們推測部分參與左側投資的資金或開始試探性的配置，使得這兩類產品的純債倉位元小幅上升。另外，三季度債基出現了不同程度的贖回，在一定程度上也會導致純債倉位的被動抬升。

類屬資產配置：信用債倉位升，利率債倉位降。原因主要包括以下三點：（1）基金經理主動調整了組合持倉結構，為了享受相對較高的票息收入；（2）在三季度震盪市中參與了利率債的波段交易機會，階段性獲利了結使得利率倉位有所下降；（3）面對贖回壓力，首選賣出流動性較優的利率品種，被動抬升信用品種的倉位。

杠杆率：小幅提升。截至2017年9月30日，主動債券型基金（老）整體的杠杆率為111.76%，較二季度末小幅上升0.21個百分點。

個券選擇：高評級個券倉位元抬升，組合久期拉長。目前市場更偏好於配置信用風險較低的高評級個券。從目前各主要品種的信用利差來看，仍處於相對偏低的水準，同時在金融去杠杆的大環境下，高等級信用債的抗風險能力更強。重倉券久期較二季度末有一定的拉伸。

風險提示。本報告的內容為對2017年三季度基金季報的客觀分析，不構成基金產品的投資建議。債券組合的整體評級及久期由重倉券的情況進行推算，不代表真實持倉。

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。