

債券

資金面或緩和，債市底部震盪

2010年以後中美利差相關性較強、利差提升，而之前相關弱、利差較窄。今年以來中美利差再度走擴，目前已達到160bp左右，處於歷史較高水準。我們回顧中美利差歷史走勢發現，2010年之前，中美國債利率的相關性較弱，但利率中樞相差不大，利差均值為-50BP左右；2010年後中美利率相關性明顯較強，而利差均值也大幅上升至120BP左右。

中美利差為何走擴？08年之前，中美均實行常規型的貨幣政策，政策目標以通脹為主，因此十年國債收益率跟隨通脹波動明顯。而08年後，美國開啟量化寬鬆，13年底才開始逐步退出，國債利率也大幅下降至歷史新低。而我國於09年開始大幅降息，但13年後開始加速利率市場化，國債利率雖然跟隨貨幣政策波動，但相對於美債中樞沒有明顯下降，這導致中美國債利差中樞抬升。另外，隨著我國債市對外開放，中美國債聯動性也在增強。

中美利差會制約國內債市嗎？我們認為目前中美利差已處於歷史較高水準，利差的保護足夠。而美國貨幣政策正常化後，中美利差即使有所縮窄也只是從“非正常水準”走向“正常水準”，對國內債市影響較小。而目前經濟基本面向下，需求下滑、通脹也難以回升，國內債市短期顯著超調。我們認為，當前10年期國債和國開債利率明顯處於超調水準，具備長期配置價值。

資金面或緩和。央行貨幣政策報告顯示去杠杆仍是主要方向，貨幣政策難松。但目前中美利差處於高位，人民幣幣值穩定，資本流出壓力不大，國內在貨幣政策維持中性偏緊格局之下，隨著稅收因素消退，下旬財政存款投放，資金面或有所緩和，依然維持R007中樞3.3%。

債市底部震盪。目前經濟基本面仍在向下，但對債市邊際影響不明顯，短期債市受資金面影響，情緒驅動為主，呈現底部震盪格局。資管新規落地，整體看比之前傳言略松，短期靴子落地或帶來博弈行情，但是長遠看，隨著資管業務規範，資管規模爆發式增長告一段落，債市配置需求趨降，債市大水牛難再現。從目前利率水準看，10年期國開債收益率已經到了4.7%，不僅與國債利差快速擴大，而且與住房貸款平均利率利差也在縮小，明顯處於超調水準，具備長期配置價值。

金融工程

量化研究新思維（五）——宏觀對沖研究1：全球宏觀對沖策略基礎

宏觀對沖策略概況。宏觀對沖策略是指利用宏觀經濟的基本原理來預測金融資產價格走勢，在全球範圍內對股票、貨幣、利率、商品進行做多與做空的杠杆交易以獲取絕對收益。本文介紹了全球宏觀對沖策略的標的、分析方法及技術分析手段，簡要說明了宏觀對沖策略中的風險管理方法，有助於投資者瞭解全球宏觀市場概況，掌握多種交易策略。

宏觀對沖策略標的。宏觀對沖策略標的覆蓋外匯、股票、固定收益、大宗商品等多種資產。預測匯率走勢可以從基本面和技術面兩個角度出發，其中基本面分析側重於觀察各國股票市場表現、信貸、經常帳戶、交易夥伴經濟狀況、直接出口、絕對和相對購買力平價等指標。宏觀對沖策略通常採用自上而下的方法分析股票，先挑選股市表現優異的國家，然後從中選出最好的公司。常用的分析指標包括P/B、P/E、商品價格、PMI、幹散貨指數、消費者信心指數、澳元波動率等。對固定收益類產品進行宏觀研究的核心是利率期限結構和信用風險，而對大宗商品進行宏觀研究的核心是分析供給和需求。

宏觀對沖策略技術分析。宏觀對沖策略的技術分析方法多種多樣，常用的方法包括CFTC持倉量變化、季節性效應、週期理論、行為金融學和事件回測查詢等等。實證發現，我國股票和商品市場都有明顯的季節效應。滬深300指數在2月的上漲概率為77%，漲幅均值和中位數分別3.31%和4.03%，而在農曆春節前後，上漲概率更是高達90%；對於黃金期貨來說，2月上漲概率為80%，漲幅中位數為3.71%，而3月上漲概率為0，漲幅中位數為-1.43%。

系統化宏觀對沖策略。系統化宏觀對沖策略需要首先確定交易標的，然後決定策略風格。策略風格主要包括價值、利差、趨勢和基本面等等，它們都有各自的因數。將各個因數結合在一起，可以得到策略的收益風險特徵。

宏觀對沖策略的風險管理。倉位管理和壓力測試是宏觀對沖策略中常用的風險管理方法。倉位元管理是指根據波動率來調整頭寸的大小，這從海龜交易法則中發展而來，目的是讓資產1個單位波動不超過帳戶淨值的1%。壓力測試用來檢驗最壞情景下的可能損失，即考察在歷史上的“黑天鵝”事件發生時投資組合的表現。

風險提示。市場系統性風險、模型失效風險、海外與國內市場結構差異風險。

行業點評

汽車：上年基數較高，10月增速承壓

- 1、中汽協10月汽車銷270.4萬輛，同比+ 2.0%；其中乘用車銷235.2萬輛，同比+0.4%。1-10月汽車累計銷售2293萬輛，同比+4.1%；其中乘用車銷1950萬輛，同比+2.1%。流通協會庫存預警指數49.9%，環比+1.2pct，仍在50%枯榮線附近。
- 2、10月資料顯示：①金九銀十+年底旺季帶動需求增長，10月表現基本符合預期，但因上年基數高、同比增速略有壓力。②日系品牌、德系大眾及自主銷量增速較高，中低端車型、爬坡新車的旺季彈性顯現。③年底車廠目標臨近，當前庫存水準較低，年底關注可能補庫壓庫情況。
- 3、長期看好中國汽車的全球崛起。①中國汽車正處空間大、產業鏈長、突破趨勢已成的投資黃金期。②新能源汽車帶來彎道超車機遇，雙積分強化先發優勢，比亞迪等車企價值重估。③強勢自主崛起，有望狙擊日韓，並有效提升單車車盈利。④汽車國企具有長期技術積澱和規模優勢，國企改革釋放新活力，機制創新帶來盈利拐點預期，關注一汽轎車、東風汽車、金龍汽車。⑤零部件追隨汽車強國同步崛起，進口替代+並購外延，建議關注低估值龍頭中鼎股份、廣東鴻圖、得潤電子等。

風險提示：汽車景氣大幅低於預期，系統性風險大幅釋放。

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。