

## 策略

### 躁動行情如約而至

年初躁動行情如約而至。回顧歷史，躁動行情特徵就是輪動快、偏主題。應對策略：躁動行情跳舞心態。政策角度重視地產和智慧汽車，事件角度重視通脹。上半年以價值龍頭為主，家電、食品飲料為代表的消費白馬仍具配路意義，金融性價比更高，成長龍頭如先進製造、新興消費。

年初躁動行情如約而至。新年全球股市迎來開門紅，元旦後第一周全球主要市場指數普漲，上證綜指上漲2.6%、標普500上漲2.6%、恆生指數上漲3.0%。我們在17年12月24日策略週報《備戰春季躁動》中就提到11月以來進二退一的休整期已接近尾聲，春季躁動行情可期。12月以來10年期國債收益率趨穩，12月29日央行宣佈“春節限定版降准”，元旦後流動性確有改善，銀行間7天質押式回購加權利率從12月月均3.72%降至1月5日2.81%。仍定性為躁動行情，大機會還需等待。元旦後的幾個交易日市場漲勢比較兇猛，有一種觀點認為，年初趁基本面不明朗市場先漲一大波，等基本面明朗可能就沒行情了。對於目前的行情我們仍定性為躁動，基本面和政策面的進一步明朗都需要時間確認，我們對中期行情繼續樂觀，3-4月巨集微觀資料公佈，預計經濟平盈利上的趨勢才有望確認，兩會後經濟和金融政策更明朗，預計金融監管平穩過渡。躁動行情源于元旦後短期資金利率出現回落，但18年繼續推進金融監管，加上18年CPI一致預期2.4%左右，利率下行空間有限，2月春節前傳統的資金緊張期利率仍可能有反復。

回顧歷史，躁動行情特徵就是輪動快、偏主題。歲末年初的階段性行情之所以稱為春季躁動行情，就是因為行情本身與基本面關係不大，政策和事件成為行情的主要驅動力，輪動快、偏主題是春季躁動的典型特徵。2018年開年的4個交易日，每日漲幅居前和跌幅居前的行業都有很大不同。本次春季躁動行情，仍要重視政策和事件因素驅動。2017年12月中央經濟工作會議強調建立“促進房地產市場平穩健康發展的長效機制”，元旦後部分城市地產政策出現微調。1月5日國家發改委發佈《智慧汽車創新發展戰略（徵求意見稿）》。事件角度關注通脹主題。近日我國中東部地區出現入冬以來最大範圍雨雪降溫天氣過程，受天氣影響農產品價格出現上漲。Wind一致預期顯示18年1-3月CPI當月同比分別為2.1%、3.0%、2.9%，疊加即將出臺的農業1號文，通脹相關主題值得重視。

應對策略：躁動行情跳舞心態。雖然元旦後第一個交易日的市場漲勢凌厲，我們仍定性為躁動行情，2018年金融監管主基調不變、一季度CPI較高，這種背景之下利率下降空間有限。對於短期躁動行情，以跳舞的心態參與，這是短期的歡樂，不是生活的常態，舞蹈跟正常走路不同，節奏更快、變化更多。躁動期關注政策和事件主題，上半年整體偏價值。躁動行情特徵是輪動快、偏主題，政策角度重視地產和智慧汽車，事件角度重視通脹。著眼2018年，我們維持《價值龍頭攜手成長龍頭——論2018年市場風格》觀點，價值龍頭如上證50、中證100，成長龍頭如中證500、中小板指。上半年以價值龍頭為主，家電、食品飲料為代表的消費白馬仍具配置意義，金融性價比更高，成長龍頭如先進製造（自動化、資訊化）、新興消費（品牌化、服務化）。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 固定收益

### 監控債券杠杆，杜絕灰色地帶

近日，央行聯合三會發佈了《關於規範債券市場參與者債券交易業務的通知》（央行302號文）。金融穩定委員會成立後，監管協調性明顯增強，302號文是繼資管新規徵求意見稿以後又一份一行三會聯合發佈的監管檔。對此，我們解讀如下：

兩大背景：國海事件和防金融風險。作為規範債券交易的綱領性檔，302號文有兩大背景：一是2016年12月國海證券蘿蔔章事件凸顯了債券代持業務的風險性和金融機構內控建設的薄弱性，監管層一直有意進行規範，事實上，17年3月媒體便已報導債券交易監管檔的相關內容，主要內容與新規一致，也意味著本次新規從內容而言並未超出市場預期。二是全國金融工作會議和中央經濟工作會議均重點強調防範金融風險，債券杠杆是金融杠杆的重要組成部分，新規是金融去杠杆政策的延續。

三大看點：加強內控、控制杠杆、杜絕代持。302號文主要從三個方面對債券交易行為進行規範：一是加強金融機構的內控建設，包括要求將自營、資管、投顧等業務隔離，不得以人員掛靠、業務包乾等承包方式開展業務，證監會89號文還進一步提出加強用印管理、完善交易系統、加強人員管理等，包括債券投資交易人員薪酬發放機制等。二是控制各類機構和產品的債券交易杠杆率（詳細測算見正文），值得關注的兩點：1）新增了对金融機構自營業務的杠杆比率約束，而非法人產品類未超出原有要求；2）除了正回購，新增對逆回購餘額的限制，即限制資金融出，但不包括政策性銀行。三是規範債券代持業務，實質重于形式，原屬於灰色地帶的代持業務均視為買斷式回購，從而納入監管控制體系。

杠杆率約束的分機構測算。我們根據17年三季度報數據，對各機構的影響進行了簡單的測算，發現市場整體的杠杆率符合要求，但一些農商行和個別非銀機構的杠杆率比較高。商業銀行：披露三季報的131家銀行中有34家正回購規模超標，數量占比26%，合計超標1523.31億。12家銀行逆回購規模超標，數量占比9%，合計超標1313.45億。超標銀行主要是農商行和部分城商行。券商：券商受影響小於商業銀行。32家券商中，僅有1家逆回購規模超標，3家券商正回購超標，合計超標113.0億元，此外還有一家為117%，接近監管線。國海證券超標最為嚴重，賣出回購金融資產/淨資產比重超過160%，超標規模有58個億。保險：保險公司均滿足監管要求。19家保險公司杠杆指標都在10%以下，滿足回購不超過總資產的20%的監管要求。信託和資產管理公司：可獲得財報數據的樣本很少，從安信信託、陝國投、中國華融和中國信達的情況看，債券交易杠杆比率滿足監管要求。（我們的測算結果可能與監管口徑有出入，一是商業銀行的買入返售科目中可能有部分非標資產，使得測算結果可能偏高，二是三季報公佈的買入返售資料還不包括各銀行因代持而形成的買入返售資產，而302號文要求穿透監管，使得測算結果可能低估實際值）

對債市整體影響有限，但有結構性衝擊。如上文所述，302號文主旨與17年3月媒體報導內容一致，新規是金融去杠杆措施的延續而非深化。市場對主要監管措施已有預期，如代持業務在國海事件以後便已開始收縮，目前仍在做的多數已符合監管要求，而據我們初步測算，杠杆率方面多數機構也已滿足。另外，302號文設置了一年的過渡期，而回購、代持等業務一般期限較短，有充足的時間進行整改，沒有快速去杠杆的壓力。但對不同品種和機構仍有結構性衝擊：

衝擊一：代持難度加大，衝擊債券需求。債券代持是債券交易中“不能說的秘密”，主要目的在於規避監管（資本約束、投資範圍、杠杆限制）、流動性管理、調節利潤、加杠杆等。新規若嚴格執行，債券代持將陽

光化操作，市場整體加杠杆的能力將下降，不利債券整體需求，尤其是對於一些低等級信用債，其不能通過代持出表後需求下降，流動性溢價將上升，故信用利差和等級間利差趨升。

衝擊二：流動性分層加劇，非銀處境更艱。央行著力金融去杠杆以來，流動性實行削峰填穀、總量控制，但各機構感受明顯不同，整體而言，非銀機構資金壓力明顯較大，2017年以來R007與DR007中樞的差值為43BP，而2016年僅為14BP。新規後流動性分層或將加劇：1) 證監會89號文新增債券交易偏離度監測，現券交易價格偏離比較基準1%或回購利率偏離50BP則需向風險管理部門備案，券商、基金等機構交易和融資的便利度下降；2) 代持受限致信用債流動性下降，而信用債是非銀的主要持倉品種；3) 對逆回購額度設限將制約資金供給，資金融出方也可能通過白名單、授信等機制提高交易對手門檻，還可能提高回購標的券的資質要求。

## 金融工程

### 海通金工年度總結——2017市場表現與策略回顧

本文彙集了海通量化團隊在大類資產配置、指數增強、因數擇時以及CTA這四方面的核心研究成果，著重展現了策略在2107年的業績和風險收益特徵。

大類資產配置策略。2017年，包含權益和債券兩類資產的積極的風險均衡（ARP）組合累計收益率為6.94%，最大回撤僅有3%，夏普比率高達1.164。

滬深300指數增強策略。2017年，滬深300增強組合累計收益為35.58%，同期滬深300指數的累計收益為21.77%，超額收益為13.81%。指數增強策略的年化跟蹤誤差為2.82%，資訊比率為4.9。

中證500指數增強策略。2017年，中證500增強組合累計收益為12.60%，同期中證500指數的累計收益為-0.20%，超額收益為12.80%。指數增強策略的年化跟蹤誤差為4.72%，資訊比率為2.7。

因數擇時策略。2017年，因數擇時組合累計收益為12.44%，基準組合累計收益為-23.34%，因數擇時組合相對於基準組合取得了35.78%的超額收益。

CTA多因數策略。2017年，5%目標波動率的CTA多因數組合的累計收益率為4.09%，夏普比率和Calmar比率分別為0.88和1.55。

風險提示。模型失效風險、歷史規律並不一定於未來。

## 行業研究

### 有色金屬一季度金價有望持續反彈

四大利好。1) 美國經濟在1季度環比回落的概率較大，疊加2月份偏鴿派的傑羅姆·鮑威爾將正式就任美聯儲主席，1季度美聯儲連續加息概率小，利好金價。2) 縱觀近期各國通脹走勢，經濟增長形勢以及原油價格反彈情況，全球各大經濟體未來一個季度通脹持續走高概率較大。3) 梳理過去歷次加息對金價影響的情況後，加息利空金價的邊際效應正在減弱，未來將不是影響金價的關鍵變數。4) 地緣政治風險在1季度或將存續，疊加“通俄門”事件的演化為特朗普政權埋下較強不確定性，共同助推避險需求高漲，支撐金價。

兩大利空。1) 2018年1季度美聯儲仍將處於加息週期，加之美聯儲縮表行動的繼續推進，緊縮政策利空金價。同時，美國稅改順利落地，提振美元，進一步打壓金價。2) 自2017年1季度起，全球黃金實物供給不斷提升，但需求卻持續下滑。儘管2018年1季度恰逢中國春節，但供過於求的局面仍將存續，利空金價。

1季度金價有望持續反彈。回顧2017年四季度金價走勢，基本符合我們此前預期，金價走勢偏震盪。展望2018年一季金價走勢，我們認為金價將維持反彈勢頭。向上看：金價已在2017年最後一個交易日成功突破1300美元/盎司關鍵點位。我們判斷金價有望上漲至去年高點1357美元/盎司。向下看：金價向下調整第一個阻力位在1240-1250美元/盎司。

A股投資。一季金價反彈有望持續。A股貴金屬板塊，推薦業績高彈性公司金貴銀業、興業礦業，龍頭山東黃金、中金黃金等。推薦鉑系金屬的唯一標的貴研鉑業。

風險提示：美國經濟持續復蘇；美聯儲連續加息。

## 保險：保險方興未艾，靜待保障型業務提升價值——2018年保險行業投資策略

2017年保險公司價值提升的兩大驅動力：利率上行、壽險價值增長與轉型。1) 2017年中國平安、新華保險、中國太保、中國人壽的A股股價分別上漲了101.4%、61.6%、52.1%和27.5%。2) 保險股經歷了兩個階段的全面上漲期，分別發生於5月初和10月初，這兩個時點恰是10年期國債收益率升至更高平臺（3.5%、3.7%）的起點。3) 股價的分化來源於

各家公司的內含價值增速和壽險轉型力度的區別，股價漲幅排名與EV增幅排名高度一致，其中新華保險的股價增幅體現了其壽險業務轉型帶來的邊際改善。

保險價值的上漲邏輯：利差改善+ 價值增長與轉型。1) 利率上行，新配固收類資產收益率上升，新配長久期固收類資產增加，因此投資收益率可長期回升，疊加負債成本下降，利差顯著改善。2) 高價值率的保障型業務（重疾險等）進入高速增長期，促進NBV與EV的穩健增長。3) 保障型業務占比的增加能夠提升EV和利潤中的死差占比，EV的穩定性顯著增強，可提升P/EV估值水準。

2018年展望：保費長期向好+ 投資與利潤開始向上！

1、短期保費：開門紅預售並不重要，請靜待保障型業務的穩健增長！我們預計2018年開門紅預售新單保費同比負增長15-40%，實際上隨著價值轉型的推進，開門紅預售占全年NBV的比例預計僅為4-9%。NBV主要由開門紅預售後的保障型業務貢獻，我們預計中國平安、中國人壽、中國太保、新華保險2018年NBV增速仍可分別達到23%、15%、20%和23%。

2、長期保費：壽險保費的長期增長空間巨大，代理人產能提升的空間巨大！1) 人口老齡化加劇，醫療費用攀升，居民收入提升且保障意識增強。當前壽險滲透率和人均保費依然處於很低水準，養老保障與醫療保障的缺口巨大。2) 上市保險公司正在進行從“抓增員”到“加強留存與培訓”的發軔轉型，可提高隊伍留存率、改善司齡結構，增加活動率、人均件數、人均產能、人均收入，進而進一步改善留存，形成良性迴圈。3、投資：投資收益率的向上拐點已至！受“防風險去杠桿”的監管政策和美國加息週期的影響，預計2018年利率將維持在較高水準。預計2018年新配固收類資產的收益率將不低於到期資產，2018年險資運用平均收益率將超過5.5%。

4、利潤：利潤的向上拐點已至！預計2018年750天移動平均國債收益率曲線上行10-25bps，“會計估計變更對稅前利潤的影響”由負轉正，預計使得2018年利潤增速整體超過50%。

壽險保障型業務進入黃金增長期，保險公司的利潤與EV均已進入了確定性較強的中長期增長階段。“利差改善+價值轉型+集中度提升”的邏輯不變，大衛斯按兩下長期成立。估值提升的空間仍大，目前保險公司股價對應2018P/EV約為1.0-1.3倍，根據歷史估值與國際對標，我們判斷未來一年有望提升至1.5-2.0倍！

風險提示：1) 利率趨勢性下行；2) 股票市場大跌；3) 保障型增長不及預期。

## 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。