

宏觀

通脹壓力不大，貨幣更加中性——17年12月物價資料點評

2018年1月10日，國家統計局公佈17年12月的通脹資料，CPI同比微升至1.8%，PPI同比回落至4.9%。我們的觀點是：通脹壓力不大，貨幣更加中性。

12月CPI微升。17年12月CPI環比漲0.3%，同比微升至1.8%，2017年全年同比僅1.6%。12月天氣轉冷，鮮果、雞蛋價格續漲，豬肉、水產、鮮菜價格由降轉升，食品價格環比上漲1.1%，同比跌幅收窄至0.4%；能源價格連續5個月上漲，非食品環比漲0.1%，同比微降至2.4%。

預測18年1月CPI回落。18年1月以來受雨雪、低溫和季節因素推動，鮮菜、肉類等食品價格環比回升，但由於與去年春節月份錯位，預計18年1月CPI同比或回落至1.4%，2月可能跳升至2%上方，但或不會有市場預期的2.5%那麼高。

12月PPI續降。17年12月PPI環比上漲0.8%，同比繼續回落至4.9%。從行業來看，燃氣生產供應、黑金冶煉加工、非金屬礦環比漲幅擴大，油氣開採漲幅回落，有色冶煉加工由升轉降，煤炭采選由平轉降。漲幅貢獻依然主要來自上中遊行業，生產資料價格同比回落至6.4%，仍在高位，而生活資料仍在0.5%低位。

預測18年1月PPI續降。18年1月以來國際油價續漲，煤價回升，但鋼價大幅下跌，考慮到去年基數的抬升，預測18年1月PPI同比漲幅或繼續回落至4.0%。

通脹壓力不大，貨幣更加中性。往前看，受食品價格季節性走強、春節錯位等短期因素影響，CPI同比在2、3月份大概率維持在2%上方，但依然溫和；國際油價雖強，但國內地產、基建需求端回落，基數抬升，PPI同比仍趨回落，通脹整體壓力不大。且2%左右的CPI、趨勢向下的PPI並不會成為貨幣政策的主要牽制，今年的政策重心在於防風險、去杠桿，意味著貨幣政策難松。但在雙支柱的框架下，監管政策密集落地會逐步加強宏觀審慎的調控效力，有助於貨幣政策向中性回歸。

PPP 專案的前世與今生——PPP 專案全面梳理

PPP 專案是指由社會資本和政府通過多種合作方式一起提供公共服務和基礎設施投資的模式。我們發現PPP 項目有如下幾點問題：1、PPP 發起方的股本金投入較低。2、民營資本參與度較低。3、後續地方財政負擔較重。4、體育、醫療和教育相關項目的發展緩慢。長期來看，目前針對PPP 專案的監管政策實際上是為PPP 專案的長期發展清本正源。一系列地方融資監管政策的出臺本質上都是為瞭解決地方政府債務風險加劇的問題。社會資本參與基建投資的PPP 模式，一方面能夠保持基建投資穩定增長，另一方面又能夠降低地方舉債壓力，其實就是解決目前地方政府債務風險的重要手段，預計未來合規優質的PPP 項目仍然將是政府主要推行的方向之一。

PPP專案與基建投資密切相關。2015年以來PPP項目快速發展，對基建投資的支撐力度也逐年遞增。由於PPP專案80%投向基建領域，根據我們測算2015年、2016年、2017年基建投資中PPP項目的資金占比達到1.9%、7.3%和13.6%。短期內，監管政策的出臺會減少落地PPP專案的融資規模和新增入庫專案。考慮到前期已經落地的PPP項目在2018年將釋放2.1萬億投資，若今年PPP專案新增落地規模在2.8萬億左右，2018年PPP項目對基建投資貢獻將在2.9萬億，占比達到14.7%。

長期來看，目前針對PPP專案的監管政策實際上是為PPP專案的長期發展正本正源。一系列地方融資監管政策的出臺本質上都是為瞭解決地方政府債務風險加劇的問題。社會資本參與基建投資的PPP模式，一方面能夠保持基建投資穩定增長，另一方面又能夠降低地方舉債壓力，其實就是解決目前地方政府債務風險的重要手段，預計未來合規優質的PPP項目仍然將是政府主要推行的方向之一。

債券

同業存單監管趨嚴，影響幾何？

據證券時報報導，央行修改2018年同業存單發行額度備案要求，意味著同業存單正式納入同業負債監管口徑。對於銀行來說，隨著資產端配路的非標等資產逐步到期，銀行擴張同業負債的動力下降，將進入到主動去杠杆階段，屆時將呈現量價齊跌。短期來看，在同業收縮的過程中，可能會伴隨委外贖回和債券拋售，不利債券整體需求。對信用債影響更大；但長期來看，同業去杠杆或致銀行體系信用創造能力下降，融資增速有望逐漸回落，這將在基本上對債市形成強勁支撐。

年同業存單發行額度備案要求，意味著同業存單正式納入同業負債監管口徑。央行曾在2017年二季度貨幣政策執行報告中，明確將於2018年1季度起在MPA考核中將同業存單納入同業負債，但僅針對總資產5000億以上的銀行。備案額度的調整則將這一約束擴大至所有銀行，也統一了銀監會和央行的監管口徑。

我們選取披露了同業負債相關資料的101家銀行進行粗略測算，若將同業存單納入同業負債，101家銀行中不達標的有24家，超標總額約為1.23萬億左右。24家銀行中有7家是資產在5000億以上，而資產低於5000億的有17家。利用同業存單備案資料和使用比例資料，我們預測101家銀行2018年底存單餘額為4.36-4.6萬億左右，據此推算2018年同業存單的總餘額或在6.3萬億-6.6萬億左右，餘額將較2017縮減1.4-1.7萬億。

13年以來同業存單經歷了較快的發展，規模不斷攀升，16年底金融去杠杆開始，同業存單的相關監管政策不斷收緊。對於銀行來說，由於資產端到期較慢、套利空間仍存，銀行仍有較強動力通過同存擴張同業負債，但監管壓力下發行難度加大，呈現量縮價漲；而隨著資產端配置的非標等資產逐步到期，銀行擴張同業負債的動力下降，將進入到主動去杠杆階段，屆時將呈現量價齊跌。

固定收益

18年利率債供給壓力有多大？

18年債市希望在於基本面和融資需求的回落，但去杠杆、去嵌套、去空轉政策延續，在這樣的背景下債市仍是配置模式，然而供給端利率債供給壓力如何？我們預估了供給規模，結論是：供給壓力整體可控，債市希望2018。

國債：預計淨發行量多增1600億，與17年增量相當；其中記帳式國債發行量多增6400億，淨融資多增1400億。根據中央經濟工作會議精神，我們預計18年赤字率或維持在3%，財政赤字在2.63萬億左右，其中中央財政赤字約為1.71萬億。根據歷年國債發行量占中央財政赤字的比重，我們預計18年國債淨融資額1.63萬，相對於17年增加約1600億（與17年增量相當）。其中記帳式國債發行量3.62萬億（相對於17年增加6400億），淨融資1.56萬億（相對於17年增加1400億）。按照是否為關鍵期限劃分，關鍵期限國債每期發行規模或增加35億左右，共發行2.06萬億；貼現國債每期發行規模增加40~60億，共發行9300億；非關鍵期限、非貼現國債共發行6270億。整體而言，2-3季度依然是相對的發行高峰。

地方債：預計淨發行量近4萬億，比去年少增近1300億；總發行量4.4~4.8萬億，中樞為4.6萬億，比去年多增2500億元。具體來看：（1）考慮到赤字率或持平、規範地方政府融資需要地方債擴量，預計18年新增地方債2.12萬億左右，其中一般債9200億，專項債1.2萬億。（2）18年置換債額度還剩1.86萬億，由於地方債置換將在18年進入尾聲，因此這1.86萬億置換債額度將在18年實現。（3）18年地方債到期量高達8400億（比17年多增近6000億）。如果到期地方債全部發地方債滾動，則18年全年地方債發行量4.8萬億，比17年增加4600億；如果一半用財政資金償還、一半發債，則18年發行量4.4萬億，比17年增加400多億。因此從中樞來看，預計18年全年地方債發行總量在4.6萬億，比17年多增2500億元。

政金債：淨發行不少於去年，但難大增。17年政金債發行量和淨融資額均少增，其中農發債少增量最大。政策性銀行資金來源主要包括發行債券、央行PSL貸款、吸收存款等，其中發行債券占比和成本均最高。展望2018年，在資產端發放貸款要求剛性（18年政策偏向補短板、支持國家重大項目）、負債端央行PSL投放平穩但增幅或有限的背景下，政策性金融債發行需求仍存，預計18年淨融資額或不少於17年（1.12萬億），但受限於息差壓力發行量難有大幅釋放空間。考慮到政金債18年到期量2.36萬億，比17年多近2800億元，預計總發行量或不少於3.56萬億。

供給壓力可控。我們預計18年利率債淨發行量或略高於17年，但增量或在百億級別，其中政金債供給彈性較大，地方債供給壓力仍存但市場已有一定預期。對於債券配置需求市場仍有分歧，我們認為利率債需求仍有一定支撐：一方面，大資管監管和負債端壓力約束債市配置需求；另一方面，完善考核指標、資金回表、融資需求回落，利率債配置需求有支撐。

債市希望2018。展望2018年，一方面金融去杠杆已經取得明顯成效，9%的M2增速已與GDP名義增速接軌，央行在18年初就有3000億的普惠金融定向降准，還有1.5萬億的臨時準備金動用安排，這些都意味著去杠杆對債市的影響在減弱。而從基本面的走勢來看，匯率升值抑制出口擴張，利率大幅上升對投資消費都有影響，再加上去產能步入尾聲階段，18年的經濟增速、商品價格漲幅、企業盈利增速大概率重新走弱，而這將在基本面上對債市形成強勁支撐，我們相信18年的債市將充滿希望。

策略

略有增量，外資和保險是主力

核心結論：①股市漲跌與資金流動相生相長，牛市資金淨流入，熊市資金淨流出，震盪市資金平穩，16年1月底-17年整體是存量博弈的震盪市。②17年資金淨流入223億，預計18年資金淨流入為3300億，其中流入較大的單項是外資3000億、保險2900億、公募基金1000億。③結構上，機構資金占比繼續上升，借鑒海外經驗，這會使得市場波動率下降、龍頭公司相關估值上升。

股市漲跌與資金流動相生相長。股市漲跌伴隨著資金的流入流出，整體上看證券交易結算資金餘額和上證綜合指數的走勢基本一致。在08年10月底-09年8月初、14年年中-15年6月中兩波牛市中資金大量流入，11年4月-12年初、15年6月中-16年1月底兩波下跌中資金大量流出，12年初至14年中、16年1月底至今的震盪市中資金變化不大。

2018全年預計資金淨流入3300億左右。2018年總體來看，機構投資者和居民養老型資金（公募基金、保險、社保（含養老金）、銀行居民養老型資金）預計合計帶來增量資金約5100億，外資有望給A股帶來約3000億增量資金，融資餘額預計增加900億，資金流出（IPO、產業資本減持、交易費稅）合計約5700億，預計2018全年資金淨流入在3300億左右。預計2017全年資金淨流入223億元，2018年相對2017年資金流入有明顯增加。

機構資金占比上升是長趨勢，市場特徵會有微妙變化。國際橫向比較來看，A股市場機構資金占比低，上升空間大。從交易結構來看，國外市場大都以機構投資者為主，只有中國內地交易額大部分（87%，2016年）來自個人投資者，中國未來機構占比有較大上升空間。2014年至今，A股散戶投資者自由流通市值持股占比總體呈下降趨勢，剔除一般法人，散戶持有自由流通市值占比從15年6月的高點66.98%下降到17年9月的60.8%，其他機構投資者合計占比從14年6月的33.02%上升到17年9月的39.2%。散戶占比下降，機構占比上升的長期趨勢較為明顯。借鑒海外經驗，機構資金占比上升使得市場波動率下降、龍頭公司享受溢價。

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。

金融工程

因數投資與Smart Beta研究（二）——2017因數“奧林匹克”

因數組合的構建。根據因數類型，將A股市場中的常見因數分為風格類，技術類與基本面三大類。其中風格類因數包括市場、市值與價值；技術類因數包括反轉、低換手、低波動；基本面因數包括盈利與增長。

因數組合歷史表現。2010-2017年間，各因數組合都能夠獲得顯著的正收益，其中市值組合收益最高，技術類因數（反轉、低換手、低漲幅）次之，市場組合再次，最後是基本面因數與價值因數組合。由於長期來看，因數組合都具有顯著且穩健的正收益，這為基於因數組合構建長期穩健的投資策略提供了保障。

因數組合2017年表現。2017年的因數組合表現與往年大相逕庭：市值組合出現大幅逆轉，反轉效應在上半年出現明顯回撤。不過，低換手、低波動、盈利、增長等因數都維持了良好的表現。整體來看，8個因數組合中仍有6個獲得正收益。

展望2018年。從近期的因數組合表現看，風格類因數仍存在較高的不確定性，例如，市值因數收益出現逆轉，價值因數在2017年下半年出現失效。而技術因數、基本面因數在2017年下半年仍然維持著良好的表現，可以作為未來組合收益的主要來源。

風險提示：因數歷史表現在未來失效。

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。