

宏觀

利率升美元貶，美國經濟擴張已近尾聲！

美債利率走高、美元大幅貶值？在2016年，美元的大幅走強伴隨著美國國債利率的持續走高，其背後的含義也非常明確，無論是利率上升、還是美元走強，都對應著美國經濟的持續向好。但從17年以來，美元的大幅貶值令市場大跌眼鏡，其自頂部以來的貶值幅度接近15%，尤其是進入17年4季度以後，美元的大幅貶值伴隨著美國國債利率的持續飆升，其背後的含義耐人尋味，那麼該如何看待未來的美國經濟走勢？

經濟擴張尾聲，政策刺激無效。美國經濟沒那麼好。基於特朗普大幅減稅和基建的預期，市場的主流觀點是，未來美國經濟會更好，比如美國白宮最新預測未來3年1.5萬億美元的減稅會令美國GDP增加1.3%-1.6%，同時預測美國18年GDP增速會達到3.1%。但從過去1年的美國經濟表現來看，17年美國GDP增速為2.3%，並未脫離2010年以後2%左右的平均增速範疇，遠低於15年時3%左右的GDP增速。美國經濟擴張時間接近歷史極限。而從歷史的角度來觀察，以上一輪經濟週期底部的09年6月來測算，本輪美國經濟擴張週期已經經歷了105個月，在過去160年的33輪經濟週期中，其持續時間僅次於61-70年的106個月和91-01年的120個月，持續時間位於歷史第三，這一輪美國經濟擴張時間已經接近極限，未來隨時會再度步入衰退而不是繼續擴張。失業率歷史低位。一個重要的印證是觀察美國失業率，目前只有4.1%，處於過去50年的歷史低位附近，上一次美國失業率降至4%左右還是在2000年，隨後一年就發生了經濟衰退，在07年時美國失業率也曾降至4.4%，隨後一年發生了次貸危機。充分就業，刺激失效。美國國會辦公室給出的美國自然失業率為4.73%，這意味目前美國已經處於充分就業的狀態，美國的潛在勞動力供應越來越少，生產能力已經接近極限。在這樣的背景下，其大規模減稅可以刺激消費，但是國內生產不了，如果特朗普又不願意增加進口，那麼唯一的結果就是國內的工資上漲，推高物價上升，而這也是去年12月發生的情況，美國工資漲幅創2.9%的新高。消費信心高漲，通脹預期上升。得益於減稅預期，美國消費信心高漲，消費者信心指數已經恢復到了100的歷史高點，在過去40年中僅次於99-00年，但是當前的美國經濟增速遠不及過去40年3%左右的平均值。與此同時，無論從調查數據，還是國債市場的交易數據來觀察，美國通脹預期都在持續回升。收入大幅透支，儲蓄率創新低。但是美國消費增速的回升有一個重大的隱患，減稅對美國居民支出的刺激遠大於其對收入的貢獻，美國消費高增主要由居民透支收入所帶來，體現為其居民儲蓄率17年底創下2.4%的歷史新低。

利率大幅上升、金融週期尾聲。美國經濟未來面臨著不可調和的矛盾：在充分就業的背景下，其大幅減稅將推高消費與通脹預期，導致利率大幅上升，但利率大幅上升反過來會使得信貸增速下滑，而在儲蓄率降無可降的背景下，一旦居民減少借貸、消費行為發生逆轉，那麼很可能經濟增長會隨時步入蕭條而非繼續擴張。從金融週期角度觀察，本輪金融危機以後美國經濟復蘇最早，源於零利率之後其信貸增速在09年轉正，此後一路上升，但在過去的一年其信貸增速已從最高的8%降至3.5%，再加上目前利率還在不斷上升，未來信貸增速大概率繼續下滑，其明顯已經處於金融週期的尾聲階段。而歐元區信貸增速在14年以後才轉正，目前歐洲依然是負利率，這也意味著信貸增速大幅回落的風險較小，其目前大概率依然處於金融擴張中期，離結束為時尚早。而這也表現為歐洲經濟過去一年的表現都要略好於美國，無論是GDP增速、還是製造業PMI。

金融工程

行業輪動在指數增強上的應用（滬深300）

本文運用之前行業輪動策略的研究成果，驗證策略運用到滬深300指數增強中，對增強效果的提升。

首先不考慮選股貢獻，僅通過行業配置來進行指數增強，我們提供了兩種配置方法供參考。分別是溫和偏離法和極端配置法。溫和偏離法針對看多和看空的行業，在指數內行業權重的基礎上，進行超配和低配。極端配置法將看空的行業全部調整權重為0，組合僅配置看多行業，投資者可以選擇組合持有的行業個數。針對持倉行業，投資者有多種加權方式可以選擇。

兩種方法進行對比，極端配置法在 ALPHA 上具備顯著優勢，各檔參數水平下，ALPHA 都較溫和偏離法更高。當選擇三個行業作為持倉行業時，年化 ALPHA 高達 10%。極端配置法信息比相較溫和偏離法較低，當持倉行業超過 8 個時，信息比才可突破 1，但仍然低於溫和偏離法信息比。

對於溫和偏離法，投資者可以選擇分別在10個行業進行多、空偏離，偏離幅度建議設置在[4%-6%]區間，年化ALPHA在4%左右，信息比在1.45附近，月度勝率約70%。對於極端配置法，建議投資者選擇持倉10-11個多頭行業，可以採用基準+等權的加權方式，年化ALPHA在6%-7%左右，信息比在1.4附近，勝率在65%附近。雖然極端配置法的ALPHA更高，但是考慮增強組合對於跟蹤誤差的限制，溫和偏離法在勝率和信息比上明顯更有吸引力。

投資者在進行行業偏離時，可以參考兩種基準進行決策，一種是用全市場行業指數預判的行業走勢，一種是採用滬深300成分內行業指數預判的走勢。針對滬深300增強，採用成分內行業做出的決策效果明顯更為精確，總體而言策略ALPHA和信息比、勝率都有提升。尤其是當持倉行業較多時，提升效果更明顯。說明成分內行業指數計算的因子對大多數行業的判斷準確。

將行業偏離和選股進行結合進行指數增強，將行業排序信息結合到多因子框架之中，能夠彌補模型原有的假設缺陷，提升收益預測模型的IC與IC-IR；並通過行業偏離，提高指數增強策略的超額收益與信息比率。增強策略年化超額收益從10.16%提升到13%，信息比從2.89提升至3.26。

風險提示：流動性風險、模型失效風險、因子失效風險。

行業研究

券商：業務格局大洗牌，強者恒強 —— 證券行業2017 年年報前瞻

2017年證券行業市場環境回顧：1) 去杠杆監管環境下，交易量及開戶數雙雙下滑。17年日均交易額4905億元，同比-12%，符合預期。平均每週新增投資者31.75萬人，較2016年同比下滑16%。2) 融資融券平穩增長；股票質押快速增長，預計未來受股票質押新規影響較大。截至2017年末，融資融券餘額為10263億元，較年初增長9%，總體保持穩定增長；2016年日均8982億元，2017年日均9364億元。股票質押方面，上市公司股東需求仍十分強烈，截至2017年，券商股票質押未解押市值約4.02萬億元，較年初+49%。3) IPO發行數量歷史高位，審核加速的背後，被否率大幅提升。2017年共發行438家IPO，募資規模達2301億元，遠超2015/16年全年發行總量。審核加速的背後，審核力度加強，IPO被否率大幅提升。4) 投行系列新政下，再融資規模收縮，債券發行規模大幅下滑。5) 2017年股市表現好於2016年，債券延續弱勢。

預計2017年上市券商淨利潤同比下滑1%。我們估算2017年30家上市券商合計實現營業收入2722億元，同比增長2%，實現淨利潤918億元，同比下滑1%。上市券商業績分化明顯，11家券商（東方證券、華泰證券、華安證券、興業證券、中信證券、海通證券、廣發證券、招商證券、光大證券、國泰君安、國信證券）淨利潤預計正增長，主要是由於：1) IPO實力較強的券商，承銷規模大幅增長，如招商證券、廣發證券、興業證券、華泰證券等；2) 自營表現優異，如東方等；3) 綜合實力較強，如國泰君安等。多數中小券商淨利潤下滑較多主要是由於：1) 傳統經紀業務依賴性較強，在交易量下滑的環境下，傭金率亦進一步下滑，如銀河證券、方正證券、太平洋、光大證券等；2) 17年債承規模整體下滑且債市表現不佳，業務以固收為主的券商影響較大，如華創證券、第一創業等；3) 監管處罰下，業務開展受限，如西南證券、國海證券等。

2018年預計淨利潤同比增長6%。我們根據2017年經營情況以及未來可能的市場變化，估算在悲觀/中性/樂觀情形下，2018年券商淨利潤同比-5%/+6%/+15%。從中長期來看，仍看好行業轉型，尤其是看好大型券商及特色券商。我們認為隨著負面影響逐步消化，證券行業創新有望恢復。我們仍看好2018年券商業務轉型，單一通道服務商向資本中介、財富管理轉型、創新業務多元化發展等方面值得期待。同時我們認為具有特色的、對傳統經紀業務依賴較小的券商，業績下滑壓力較小或業績有望小幅提升。

券商股估值再次回到底部。券商股“估值回到底部+業績持續改善+市場環境回暖”，具有配置價值。目前券商股估值再次回到底部，隨著未來市場回暖或觸底反彈，券商股估值彈性有望顯現。行業（使用中信II級指數）平均2018E P/B在1.5x，部分大型券商估值在1.3x 2018E P/B。

重點推薦：華泰證券（定增補充資本金，財富管理與並購業務優勢顯著）、廣發證券（IPO儲備項目數行業領先，股票承銷實力較強，直接受益於投行收入恢復）、招商證券（業務佈局全面，IPO儲備項目居前）、興業證券（機構業務優勢明顯，員工持股計劃激發活力、估值低）。

風險提示：資本市場大幅下跌帶來業績和估值的雙重壓力。

傳媒：春節檔體現文化消費旺盛 關注年報季報

春節檔票房同比大漲反映文化娛樂消費需求旺盛，看好影視、遊戲等行業增長。在行業需求旺盛的背景下，精選優質公司，恰逢年報季報期，關注業績高增長或者超預期公司。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

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。