

## 固定收益

### 債市情緒轉暖，股市商品降溫 —— 海通債市一致預期調查第37期結果分析

資金利率：預期保持平穩。年初以來資金面整體寬鬆，對資金利率的走勢，多數受訪者預期R001和R007還會維持平穩：約46%的受訪者認為未來三個月R001水平將在2.6%-2.8%區間波動；52%的受訪者認為R007會在3.0%-3.2%。

利率債：情緒回暖，仍有分歧。目前10年期國債收益率處於3.83%左右，10年期國開債收益率在4.8%左右，對未來三個月利率債的表現，市場情緒有所回暖，而對於中樞是否會進一步下行仍有分歧。

(1) 十年國債：有59%受訪者認為其會維持在3.8%-4.0%的區間，也有30%的受訪者認為未來會小幅下行至3.6%-3.8%區間，認為會突破4%的僅佔7%。(2) 十年國開：多數(52%)認為會維持在4.8%-5.0%區間；但也有36%的人認為會小幅下行至4.6%-4.8%。

信用債：利差趨於走擴，情緒相對謹慎。對於未來三個月信用債收益率的走勢，投資者略有分歧，有45%的人認為3年AA+中票會在5.4%-5.6%之間波動；25%的受訪者認為收益率會進一步下行至5.2%-5.4%；但也有22%的人認為會抬升至5.6%-5.8%。而對於信用利差的上行則基本沒有爭議，65%的人認為信用利差將繼續走擴，32%的受訪者認為信用利差將基本持平。

貨幣政策：小幅上調公開市場利率。對於未來央行將如何實施貨幣政策，大部分人(62%)認為央行會小幅上調公開市場操作利率，另外有23%的受訪者認為央行會繼續維持現有操作利率。僅7%的受訪者認為央行將上調存貸款基準利率。

預期美債利率峰值3.3%。年初以來，美債收益率大幅攀升，10年美債最高到2.95%，目前回落在2.9%左右。對於未來美債走勢，大部分人認為美債利率將繼續大幅上行，對於十年美債的高點，52%的人認為會到3.3%，還有25%的人認為會到3.5%，僅17%的人認為會在3%。

本輪債市上漲空間存分歧。多數人認為債市上漲仍未結束，但也有不少投資者對上漲空間存有擔心。對於未來三個月10年期國債的低點，有6成受訪者認為收益率還會進一步下行，其中22%的受訪者認為最多下行到3.7%，29%的受訪者認為可能下行至3.6%，也有少數受訪者比較樂觀，認為能夠下行至3.5%。但同時有四成受訪者偏謹慎，認為進一步下行空間已不大。

監管和美國加息是最擔心的風險點。超過71%的受訪者認為金融監管政策仍是18年債市的主要風險點；有59%的受訪者擔心美國加息會制約國內債市行情，是投資者第二關心的風險；此外投資者對通脹、信用風險也較擔心，受訪者佔比均為48%；對供給壓力相對不擔心。

投資策略：逐漸拉長久期、加杠杆。對於未來最推薦的投資策略，“提高轉債或權益佔比”仍是主流選擇（佔54%），“加杠杆”和“拉久期”的策略較上期（1月10日）明顯升溫，分別佔到33%和29%，“降評級”仍不被看好。

組合久期拉長至2-3年。對於最優組合久期，大部分人（57%）選擇了2-3年，較上期（39%）大幅提高，而選擇一年以下的僅佔23%，印證了債市情緒回緩和拉久期策略的升溫。

大類資產配置：股市商品降溫，債市升溫。對於最看好的大類資產，看好股市的人仍最多（佔61%），但較1月初時（84%）大幅下降，而看好債市的受訪者則由上期的12%升至35%，一躍成為第二看好的資產。大宗商品看好者佔比則由30%大幅降至14%。

債券中最看好可轉債，信用債風險偏好仍低。對最看好的債券品種，選擇可轉債的人仍舊是最多的，佔比達58%；看好利率債的人較上期明顯上升，由27%升至32%，且高於信用債（23%）。對於最看好的信用債品種，選擇高等級國企債的投資者佔比超過七成，而對於民企債、低等級債、城投債都不太看好，意味著投資者風險偏好仍低，安全性券種受青睞。同時我們注意到往期偏好度較高的週期性行業龍頭債，本次調查時只有23%的受訪者選擇看好。

## 金融研究

### 分析師薦股是否存在超額收益（二）——買入評級報告類型與截面溢價

買入評級報告具有超額收益。截面回歸模型顯示，在控制了常見選股因子後，出現在買入評級報告中的股票仍然具有不能被解釋的顯著截面溢價。因此，買入評級報告具有積極的參考價值。

買入評級報告具有時效性。分析買入評級報告發佈後1-12周的截面溢價，結果顯示，越臨近報告發佈日，單位時間所獲得的截面溢價越高。

不同報告類型的截面溢價存在明顯差異。根據不同的報告類型構建對應的虛擬變量，並計算截面溢價：深度報告與調研報告的截面溢價始終高於全部買入評級報告的對應值；而一般個股報告的截面溢價與全樣本數據接近；點評報告的截面溢價顯著低於全樣本數據。因此，深度報告與調研報告具有更高的投資參考價值，而點評報告的參考價值較低。

點評報告佔比與券商薦股表現。研究發現，不同券商發佈買入評級報告後，股票對應的截面溢價也存在較大差異。比較發現，點評報告佔比較高的券商，其報告發佈後的截面溢價相對較低。這與前文中報告類型與截面溢價之間的關係是一致的。

風險提示：歷史統計規律失效。

### 龍頭股效應在一致預期數據上的應用

本文從分析師覆蓋度以及基本面相關性的角度對行業龍頭股進行定義，發現龍頭股和無分析師覆蓋的股票之間存在信息傳導現象。龍頭股預期基本面的改變會對無覆蓋股票的二級市場價格產生影響，市場存在顯著的龍頭股效應。基於此，我們構造了調整後的預期EPS變動因子，發現該因子對股票收益具有穩健的預測能力，可提升多因子模型的預測精度。

對於與行業內其他股票基本面相關性強的公司，分析師會分配更多的研究精力。對分析師覆蓋度進行多元回歸，結果顯示基本面相關係數的回歸係數顯著為正。也就是公司與行業內其他公司基本面的相關性越大，分析師對它的關注度就越高，報告篇數越多。

龍頭股預期EPS的變動對股票次月收益率具有顯著預測能力。本文所定義的龍頭股是指分析師覆蓋度高的股票中，與行業其他公司基本面相關性強的股票。在控制其他因素後，龍頭股預期EPS的變動會對其股價產生顯著影響。預期EPS變化每上升1個標準差，股票次月收益率平均上升0.44%。

市場存在顯著的龍頭股效應。龍頭股預期基本面的變化，會影響無分析師覆蓋以及分析師覆蓋低的股票收益。龍頭股預期EPS變化每上升1個標準差，無分析師覆蓋股票的次月收益率平均上升0.27%。投資者會參考龍頭股的信息對其他股票定價。

調整後的預期EPS變動具有穩健的選股效果。對於無覆蓋、以及預期EPS不變的股票，我們用龍頭股的預期EPS變化進行替代，由此構建調整後的預期EPS變化因子。該因子具有穩定的選股效果，月勝率76%，多空收益差檢驗t值為5.54，統計顯著。

引入調整後的預期EPS變動因子，可提高多因子模型的預測精度。引入新因子後，多因子模型的IC上升，波動率下降。

風險提示：歷史規律變化風險，統計模型失效風險。

## 行業研究

### 券商：乘私募發展之風，PB 業務方興未艾——券商行業專題報告二

在利益驅動、政策保障的環境下，以託管為核心的PB業務方興未艾。PB業務是為機構或高淨值客戶提供的一站式綜合性金融服務，包括交易、託管、清算、杠杆融資、資產管理、技術支持等。2012年修訂《證券投資基金法》，為PB業務的萌芽提供了政策基礎，此後，申銀萬國、東方證券等接連提出將開展PB業務；2012年11月底，證監會正式批復招商證券，准予其開展私募基金綜合託管服務，招商證券成為了在開展PB業務方面取得實質性突破的第一家證券公司，以託管為核心的資本市場服務業方興未艾。

私募基金陽光化，為私募基金PB業務帶來活水。2014年《私募投資基金管理人登記和基金備案辦法（試行）》頒佈，私募基金開始陽光化，呈現爆發式增長。從2014年12月到2017年9月，我國私募基金數量由7665只增長到66418只，資產淨值由1.5萬億元增長到11.1萬億元。截至2017年末，已登記的私募基金管理人有管理規模的共19049家，平均管理基金規模5.83億元。私募基金的蓬勃發展也使私

募基金PB業務市場煥發了生機，直接增加了私募基金對於與登記、備案新規相關的行政事務等附加服務的需求，推動PB業務的產品擴展與市場擴張。

公募基金託管相關政策趨於開放，打破銀行一方壟斷的局面。近年來，公募基金持續快速增長，但公募基金託管業務仍以銀行主導。截至2017年末，券商的公募基金託管總份額為1241億份，市佔僅為1.12%；2013-2017年間，公募基金託管規模的前20名中，僅2016、2017年各有一家證券公司入圍。我們認為，2017年12月中國結算公司草擬的《關於公募基金採用證券公司結算模式試點》的草案，有望改變當前銀行獨大的局面。草案中提出推動託管資格和結算資格審批分離，逐步將託管行結算模式改為證券公司結算模式的改革思路。我們認為，未來券商憑藉資源整合、較低費率和專業化的服務能力，有望在公募基金託管業務方面取得更高的市場份額。

經紀業務轉型立足點，預計18年PB業務收入貢獻約10%。PB業務將是券商經紀業務轉型探索的一個重要落腳點，尤其是在服務私募客戶方面尤為重要。1) PB業務有利於證券公司拓展機構客戶，促進證券公司業務機構化、產品化的發展。2) PB業務將推動證券公司整合資源、建立較為完善的以客戶需求為導向的綜合性服務體系。3) PB業務能夠為證券公司帶來新的利潤增長點，有利於改變“靠天吃飯”現狀。我們預計2018年PB業務收入345億元，約佔券商總收入的10%。

風險提示：公募基金託管放開不及預期；PB業務監管收緊；系統開發低於預期

## 交通運輸：民航第五周旅客量增速大降

重要事件點評：春運前36天旅客出行數據公佈。春運第四周（2月22日-28日）是春節後員工返工、學生返校的高峰期，民航、鐵路旅客增速均高位震盪，日均同比增速超過10%。而春運第五周（3月1日-7日），出現了較大的變化，第31、32天（週六、周日），鐵路運送旅客同比增速分別達到25.5%和23.3%，之後數據出現較大幅度的下滑；而民航旅客量在第五周出現了趨勢性下滑，日均增速較第四周下降3.3%，且今年春運首次出現日均增速低於鐵路日均增速的情況。

從量價數據來看，第四周（2月22日-28日）仍維持高位。根據CADAS數據，春節第四周，座公里收益同比上漲8.77%、客座率同比上漲3.47%、折扣票價同比上漲5.05%。從2月平均數據來看，座公里收益同比上漲1.57%、客座率同比上漲0.02%、折扣票價同比上漲1.51%。

上證綜指小幅上漲，物流表現優異。上周（2018.03.05—2018.03.09），交通運輸指數(+1.9%)，同期上證綜指(+1.6%)。子版塊相對漲跌幅中，上周上漲的有物流(+2.5%)、航運(+1.9%)、公交(+1.4%)、高速公路(+0.7%)、港口(+0.1%)，下跌的有機場(-0.6%)、鐵路運輸(-1.5%)、航空運輸(-1.8%)。

機場：旅遊機場數據表現持續優異。機場方面，上周進出港航班量同比增長13.8%，進出港旅客量同比增長8.7%。樞紐機場方面，首都、浦東、虹橋、廣州和深圳機場進出港航班量同比變動分別為1.1%、3.2%、-3.5%、6.1%和10.8%；對應的進出港旅客量同比變化分別為6.1%、9.5%、6.3%、12.2%



和18.6%。旅遊城市機場方面，廈門、大連、海口、三亞等熱門旅遊城市機場進出港航班量同比變化20.8%、53.8%、23.1%和12.1%；對應的進出港旅客量同比變化分別為16.7%、21.1%、18.9%和6.9%。航運：集運指數持續大幅下跌。1) 散運：上周BDI指數收於1201點，環比下降0.5%，其中BCI環比下降7.1%至1479點，海岬型船舶平均租金環比下降8.4%至11554美元/天；BPI環比上升7.7%至1615點，巴拿馬型船舶平均租金環比上升7.7%至12960美元/天。2) 集運：上周集運SCFI指數收於729點，環比下跌5.6%。其中，歐洲航線市場運價為791美元/TEU，較上期下跌4.4%。美西航線市場運價為1143美元/FEU，較上期下跌8.7%。3) 油運：上周原油運輸指數BDTI環比下降1.7%至651點，全球成品油運輸指數BCTI環比下跌3.1%至585點，布倫特原油價格環比下跌0.3%至63.61美元/桶。

熱點。航空：民航局停止受理多家中外航空公司新增航線航班申請（中國民航網）；物流：“快遞”再入政府工作報告，物流發展迎重大利好（物流指聞）；港口：天津港積極推進綠色港口建設（中國港口）。

風險提示：匯率、油價波動，需求增速不達預期。

## 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。