

## 固定收益

### 關注股權高度質押下的再融資風險

A股市場股票質押現狀。截至3月16日A股中未解押的質押式回購股票市值達6.49萬億元，佔A股總市值的10%左右。醫藥、房地產、基礎化工、電子和傳媒是質押市值規模靠前的幾個行業，傳媒、紡織服裝、基礎化工和房地產質押市值佔行業總市值比例較高，均在20%上下。近半數股票整體質押比例在10%以下，也有少部分股票質押比例超過50%。市場平均質押率目前在40%左右。

股票質押新規落地。《股票質押式回購交易及登記結算業務辦法》於3月12日正式實施，新規提高了准入門檻；禁止金融機構和資管產品通過股票質押回購進行融資；嚴控股票質押比例和質押率，單只股票整體質押比例不超過50%，單一證券公司、單一資管產品接受單只股票質押比例不得超過30%、15%；股票質押率上限不得超過60%；同時限制融入資金用途須用於實體經濟生產經營。新規的推出主要出於防控金融風險目的，目前不少股票質押融資比例過高，股價的異常波動很容易催生違約；新規嚴控券商和資管產品接受單只股票質押比例，有利於降低單只股票的風險擴大；此外資管產品通過股票質押加杠杆的模式也會難以為繼。

上市公司母公司的幾個危險信號。關注母公司實際償債能力與合併報表層面的差異。母公司和上市子公司從法律上講是兩個獨立的法人，在沒有擔保的情況下，子公司對母公司發行的債券沒有清償義務，因此合併層面償債能力並不同於母公司償債能力。特別是對於子強母弱的情況，上市公司是其重要資產和利潤來源，一旦質押融資出現問題導致上市公司控制權易主，母公司可支配資源將明顯下降。近年有不少信用事件發生在上市公司母公司身上，比如亞邦集團、淄博宏達、億利集團、億陽集團等，上周出現私募債違約的神霧環保也是上市公司，其母公司神霧集團對該期違約債券提供擔保，但集團所能提供的支持十分有限：神霧集團持有神霧環保和神霧節能的股份質押比例高達99.78%和96.36%，且相當大的部分近期被司法凍結；17年6月末母公司神霧集團報表中貨幣資金僅有7.17億，合併利潤也主要來源於上市公司，若因股權質押失去控制權，集團資質將嚴重下挫。綜合以上案例，我們建議投資時關注以下危險信號：（1）母公司經營狀況差，子公司是主要利潤來源；（2）債務集中在母公司而貨幣資金集中在上市子公司；（3）母公司所持股權質押比例高，存在較大規模的資金佔用。

### 哪些發債主體值得我們關注？

股權質押比例過高或反映再融資風險大。截至3月16日A股市場共有142家上市公司股票質押比例超過50%，這部分股票無法再進行新的質押融資，對其股東的再融資能力產生影響。其中21家上市公司的大股東有存續債券，主體評級在AA級及以下的有14家，主要是民營企業，信用資質整體偏低，且質押行為較激進，21家主體有3家已經將持有該上市公司的股份全部質押，14家質押比例超過90%。過

高的質押比例會使控股股東處於失去控制權的風險中，因此控股股東一般不會採取明顯激進的質押行為，反過來講，如果這一比例過高，則有可能反映出其再融資能力已經較弱。

子強母弱，集團公司對子公司控制能力弱。21家樣本中，單一上市公司貢獻度超過50%的有13家，比如鄂爾多斯集團、神霧集團上市子公司利潤貢獻度高達80%以上，銀億控股和西王集團17年上半年合併報表錄得盈利，但母公司均錄得虧損，利潤主要是上市公司的；再比如中國泛海17年上半年母公司層面大幅虧損，儘管上市子公司錄得盈利，但仍拖累合併層面淨利潤為負。股權質押比例過高將嚴重影響公司的流動性，如果母公司自身經營狀況差，更應值得警惕。

非合併報表流動性弱而債務負擔重。部分企業貨幣資金集中在子公司，而債務集中在母公司，母公司償債能力顯著低於合併層面表現出來的水平。以“貨幣資金/全部債務”衡量債務負擔率看，截至17年年中，上述21家發債主體中有19家母公司債務負擔率高於合併層面，其中有11家母公司債務負擔率比合併層面低了10個百分點，合併公司到母公司平均值從31.8%下降到10.5%

## 行業研究

### 有色金屬：美元下跌週期中的投資機會——系列II：有色金屬

本輪美元下跌週期開啟，可類比05-07年。在《2季度黃金偏震盪——附美元專題：長期頂部已現》和《美元下跌週期中的投資機會——系列I：傳媒》兩篇報告中，我們已經詳細闡述了目前已處在美元下跌週期之中。對比上一輪美元下跌週期中2005-2007年時間段，我們發現目前時點與當時十分類似：1) 均處在美元下跌週期之中；2) 美聯儲尚處於加息階段；3) 全球經濟復蘇，美國經濟復蘇勢頭有放緩跡象。我們判斷，2005-2007年全球金融市場走勢，對現階段而言有很強的借鑒意義。

以史為鑒，我們發現2005至2007年，在新興國家經濟高速增長，美元處於下跌週期，新興經濟體紛紛效仿美國採取加息緊縮政策等利好下，新興國家股票市場屢創新高，金融市場崛起。展望未來，我們推斷，全球經濟將持續復蘇，美國外其他國家或考慮跟隨美國腳步採取加息政策，再疊加美元持續下跌的背景下，資金將進一步流入除美國外的其他國家市場，尤其是新興經濟體金融市場有望再度繁榮。

有色資源：全球經濟復蘇，第一輪上行將是由供給端決定的金屬品種，其後經濟持續向好，全球定價魅力不斷顯現，並且其資源稟賦性帶來強金融屬性。全球經濟溫和復蘇是大宗價格上行的主線，品種以鋼鐵煤炭和銅、鎳、鋁、鋅、錫等基本金屬為首；此外新能源汽車產業鏈維繫長牛，故看多整體大宗行情。推薦關注：紫金礦業、雲鋁股份、天齊鋰業、華友鈷業。

有色加工：受益於大宗商品價格上漲，製造業公司營收同比增速明顯提高，企業的資產負債率也多呈下行趨勢，由於行業整體經營環境好轉以及公司低價庫存的收益，製造業公司可以分享到一定的漲價紅利，而如果大宗商品價格繼續上漲，企業實際盈利會進一步降低估值，投資空間也就進一步打開。推薦楚江新材，明泰鋁業，海亮股份。

風險提示：金屬價格大幅下滑；企業利潤增速不及預期。

## 商業貿易：奢侈品行業過去這1年除了復蘇，還發生了什麼？

2017年初，我們在《中國奢侈品市場：2016三四季銷售增速環比多有改善&股價上漲，復蘇跡象漸明朗》中指出全球奢侈品行業回暖，中國復蘇明顯；當前時點，數據鮮明印證上述判斷，全球奢侈品市場全面復蘇，中國領跑。同時我們看到，繼Gucci、Balenciaga之後，又一“沉睡”許久的英國老牌Burberry 2018年也開始復蘇，這標誌著奢侈品行業在復蘇同時，風格上已然更加多元化和更具包容性。

現象：①全球復蘇：全球個人奢侈品市場2017年顯著復蘇，市場規模同比增長4.8%到2620億歐元；BCG預計全球奢侈品2018-24年CAGR為5%，千禧一代消費將佔比50%、中國佔比40%。②中國領先：2017年奢侈品市場復蘇中，亞洲增長最快（9%），主要來自中國市場；按照固定匯率，2017年中國大陸增長18%（當前匯率增長15%），是第2名亞洲（除日本、中國大陸）的2倍；其中化妝品、珠寶以及女裝增長迅速，各增28%、27%和24%。③上市公司：奢侈品上市公司2Q16以來收入增速回升，且2017年延續，其中Gucci最強勁；Tiffany、Hermès、MK、Pandora亞太地區的增速均高於全球；股價來看，華麗志指數2016年6月觸底91.2後回升，2017年12月達139.2創歷史新高。④中國企業收購海外品牌：中國企業近年頻頻收購海外奢侈品品牌，如意集團、複星國際2018年各收購Bally、Lanvin多數股權，體現產業資本對奢侈品市場的看好。

復蘇原因：①國內外價差縮小：據財富品質研究院統計，各品類奢侈品價差近年均有下降，手錶價差從2011年的161%降至2017年的6%；除香水外，各品類價差均縮小60%以上；②財富效應：2016年房價上漲，財富效應在一定程度上刺激高端消費需求；③海外動盪、關稅下降等也抑制了出境遊，促進消費回流。

未來趨勢：從中長期來看，我們認為中國未來高端消費的可持續驅動力將主要來自消費者結構和消費習慣的變化。①千禧一代將定義消費新趨勢：他們更早且更頻繁購買奢侈品、更加依賴數字化技術、更多依靠網絡獲取信息、更瞭解奢侈品且更有主見；Euromonitor預計千禧一代和Z世代消費者2015年擁有社會34%財富，這一比例預計2025年將提升至50%。②線上增長迅速，品牌加強數字化：線上渠道即使在金融危機期間仍保持雙位數增長，並在之後復蘇中提速，2010-13年均超25%、2015年達40%新高，2016年降至13%，但2017年再次恢復至24%；BCG預計線上滲透率將從2017年的9%提升至2025年15%。以上吸引越來越多的奢侈品品牌加強利用數字化渠道和社交媒體，推進電商業務，增加線上品類數。

案例分析：①Gucci：數字化營銷代表。其設計成功融合了復古與時尚的元素，大力推進數字化營銷，不間斷與藝術家合作持續輸出新鮮創意；2017年收入62億歐元增長42%，其中在線銷售增長80%，一舉超越Hermès成為全球第2大奢侈品牌，僅次於LV。②Balenciaga：街頭化、個性化吸引年輕消費者，打造Bazar手袋、Colette聯名系列、Speed運動鞋、Triple S老爹鞋爆款，2017年銷售增長40%，其中四季度增長超60%，甚至超越Gucci增速，我們認為其有望於2018年步入10億歐元俱樂部。③包先生：運營粉絲經濟的時尚博主。依靠輸出個性化的專業時尚資訊發揮意見領袖作用，成為奢侈品和小眾設計師品牌發掘培養新興消費群體的優良媒介，在高粘性流量的基礎上通過與品牌合作部分變現，以嚴控選品+線上線下渠道聯動等方式打造個人IP以及較強的“帶貨”能力。④天貓Pavilion：奢侈品與電商平臺的合作新趨勢。天貓擁有近5億活躍用戶和以年輕人為主的消費群體構成，可幫助

品牌有效觸達更廣、更年輕客群，成為奢侈品品牌的“第二官網”。此外，天貓還上線了快閃店項目Tmall Space。

風險提示：消費復蘇可持續性的不確定性，奢侈品品牌調整定價策略，國家關稅與消費政策收緊等。

## 金融工程

### 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。

### 宏觀動量策略在債券市場中的應用

使用宏觀經濟指標的變化可以有效預判利率水平的變動。經濟增長、通脹上升、風險情緒高漲對國債指數收益率有負向預測效果，而貨幣寬鬆和匯率升值則具有正向預測效果，這與海外研究結論相吻合。

以下這些指標具有良好的債券市場擇時效果。經濟增長類指標中的PMI、OECD綜合領先指標、發電量同比和房地產開發投資完成額累計同比，通貨膨脹類指標中的CPI同比和CGPI同比，國際貿易類指標中的CFETS人民幣匯率指數，貨幣政策類指標中的3個月Shibor、2年和10年期國債收益率，風險情緒類指標中的Wind全A指數超額收益率。

債券市場的量化擇時策略表現優異。以中債國債總淨價指數為基準，基於五個維度共17個指標構建的宏觀動量擇時策略多空年化收益率為4.48%，信息比率為1.46，最大回撤為2%，月勝率為70.8%，收益回撤比高達2.24，大幅超過基準。以中債總財富指數為基準的多頭策略取得了5.08%的年化收益和1.75%的超額收益，信息比率和收益回撤比高達2.33和2.99。

使用宏觀經濟指標的變化預判期限利差的變動。期限利差波動比利率水平波動更大，週期更短，領先於經濟增長和通貨膨脹等指標，和其歷史波動率正相關。期限利差和短期利率變動具有明顯的負相關性。因此，研究期限利差的變化建議從貨幣政策入手。使用宏觀經濟指標的變化能在一定程度上預判信用利差的變動。信用利差波動同樣比利率水平波動更大，週期更短，與經濟增長、通貨膨脹、國際貿易等多數指標不具備顯著的相關性，但和長端10年期國債利率具有顯著的正相關性，體現出“牛市更牛，熊市更熊”的特徵。

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。

## 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，僱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。