

策略

撥雲見日——2018年2季度市場展望

核心結論：①一季度市場波動加大、擔憂變多，4月往往是行情決斷期，預計三大擔憂望逐漸消退，二季度市場撥雲見日。②基本面：新時代經濟平盈利上，預計全部A股18年淨利同比13.5%。金融監管：“中醫調理”式降杠杆需要激活資本市場投融資功能。風格：籌碼再平衡導致短期漂移，最終業績為王，走向均衡。③盈利增長支撐市場整體向上，價值龍頭攜手成長龍頭，如銀行、消費白馬、5G、半導體、醫藥等。

一季度市場波動加大、結構分化加劇。回顧18年1季度發現，行情波動非常大，以上證綜指和萬得全A為代表來看，這兩個指數在18年一個季度的振動幅度接近或超過了過去一年。上證綜指一個季度振幅15.9%，去年一年上證綜指從低點到高點的振幅是14%，波動率明顯加大了，萬得全A分別為15.7%、17.3%。不僅市場波動加大，市場的結構分化也加劇。上證50代表的價值和創業板指代表的成長，二者之間的輪動非常劇烈，如果從2月9日算起的話，過去一個多月的時間創業板指和上證50漲跌幅的最大差距已經拉到22個百分點，2016年全年差距也就22個百分點，而且是上證50跑贏。市場整體振幅的擴大以及結構劇烈的變化讓投資者不適應，市場的預期也非常不穩定。如果我們觀察行業可以發現行業指數漲跌幅的跨度很大，2018年年初以來煤炭行業指數最大漲跌幅達到了17%，目前年初來累計跌幅-12.9%，鋼鐵分別為11.1%、-9.3%，煤炭、鋼鐵是週期性行業，他們的波動反映了投資者預期的大幅搖擺。

風格：最終業績為王，走向均衡。2018年的市場氛圍還沒有達到2015年牛市中後期的大量增量資金蜂擁而至、市場風險偏好很高的情景，而更像2013年由基本面驅動。《進入4月風格決斷期——再論18年與13年的相似-20180401》中我們分析過，回顧2013年成長風格最終在4月確認。從2018年2月中旬開始的創業板佔優，我們認為這是年初躁動行情的輪漲疊加政策面利好中小創，這種上漲能否持續關鍵要看4月公佈的業績。我們定性判斷2018年創業板盈利增長速度會改善，但幅度遠不如2013年，風格上出現2013年一邊倒的情景可能性不大。創業板指淨利潤同比增速從12Q4的-9.4%回升至13Q1的5.2%，而後繼續升至13Q4的20.7%，一年時間回升30個百分點。預計2018年創業板指淨利潤同比從2017年的0%-5%回升到15%，幅度較小。另外，2013年A股市場還是一個相對封閉的市場，然而2018年A股市場是一個相對開放的市場，滬深港通全面開放。我們定性判斷，4月份業績公告會讓風格更加均衡，業績為王，價值、成長中有業績支持的公司都有機會。

市場進入理性再平衡階段：價值、成長兩邊抓龍頭。雖然報告《價值龍頭攜手成長龍頭——論2018年市場風格-20171219》開始我們就提出2018年的市場會更均衡，但2月中旬以來的風格變化還是比預期的劇烈，我們認為年初以來價值成長快速輪動源於估值性價比的動態平衡，也是籌碼分佈的再平衡。籌碼再平衡導致風格短期漂移後，4月隨著財報密集公佈，最終業績為王，走向均衡。著眼全

年，18年市場真正的主線是龍頭，這源於中國經濟步入到由大變強的新時代，強的微觀基礎是具有國際競爭力的知名大公司，行業集中度提高是實現這一過程的必然路徑，龍頭化是必然趨勢。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

量化研究新思維（十）——宏觀因子與債券風險溢價

量化研究離不開閱讀、思考與實證。但囿於國內金融市場不長的歷史，很多思維的火花都無法通過足夠的數據進行研究和驗證。本系列試圖填補這一空白，將海通量化團隊的分析師平日閱讀、思考的心得與海外數據相結合，致力於為國內的量化從業人員提供新的靈感。考慮到篇幅，文中只呈現了研究思路和主要結論，對詳細過程感興趣的讀者可與我們聯繫，海通量化團隊時刻為您守候，與您分享。

宏觀經濟活動對債券收益同樣有著明顯的預測效果。我們收集了產出、利率、就業、庫存等15個大類共132個宏觀變量的月度數據，使用主成分分析法構建了8個公共因子。這些因子不僅統計上顯著，也有著重要的經濟意義，能夠解釋未來一年債券超額收益的21%-26%。

利用不同期限的移動平均價格信息，可構建出一個能夠同時捕捉短、中、長期三種股價趨勢的因子。該因子的多空收益不僅遠高於同期的短期反轉、動量和長期反轉因子，並且表現更加穩定，夏普比率是這三個傳統技術面因子的2倍以上。此外，統計檢驗表明，趨勢因子並不可以用短期反轉、動量及長期反轉因子的特定組合來複製。

總資產增長率與股票收益之間存在顯著的負相關，原因是投資者將企業的歷史總資產增長線性外推，從而高估了未來的成長性。1968-2003年間，市值加權的低增長組合，年均收益率為18%，而市值加權的高增長組合，年均收益僅為5%。此外，市值加權的總資產增長率多空組合的夏普比率為1.07，甚至高於價值組合的0.37、市值組合的0.13以及動量組合的0.73。

將分析師對同一個股票的預測EPS的標準差和均值之比定義為分歧度，其值越低，表明一致預期信息越可靠，股票後期的收益表現越優。買入盈利上調幅度最大組別裡分歧度最低的股票，同時賣出下調幅度最大組別裡分歧度最低的股票，在不同樣本區間內均可獲得顯著為正的收益。即使在控制傳統的風險因素後，這種現象仍然存在。

另類風險溢價（Alternative Risk Premia）指的是不同于傳統市場溢價的系統性收益來源。我們用六類眾所周知的風格因子——價值（Value）、動量（Momentum）、利差（Carry）、防禦（Defensive）、趨勢（Trend）和波動率（Volatility）構建投資組合，發現它可以產生具有吸引力的風險調整後收益。而且與傳統的60/40股債組合或對沖基金組合，存在天然的低相關性或不相關。機構投資者的短線交易並不鮮見，但實際效果卻不盡如人意。經統計，如果定義時間跨度在9個月以下的交易為短線交易，那麼機構投資者短線交易的平均收益率顯著為負。在這些短線交易中，最低的收益率主要來自小市值、價值型或低動量股票。當市場震盪時，短線交易的平均收益更低。而且

市場波動越大，短線交易平均收益率越低。此外，短線交易佔比最大的基金公司，其短線交易的平均收益也是最低的。

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。

行業研究

農業：中美貿易摩擦升級催生農業板塊主題性行情

對美大豆加征關稅，中美貿易摩擦升級：自2009年以來，我國穩居美國農產品出口目的地國家的前二位，對美農產品貿易長期存在逆差，其中大豆是美國對華出口的主要農產品。2017年，美國對華出口大豆3286萬噸，金額達140億美元，超過美國大豆出口總額的一半，位居美國對華出口所有商品中第二位。我國大豆進口依存度極高，85%以上的市場需求依賴於國際市場供給，其中美國是第二大來源國，2017年進口量佔比37%。

我國大豆採買存在明顯的季節特徵，由於當前時點至未來的6個月內，南美大豆將主宰進口貨源，對美豆進行反制在短期內並不會導致國內大豆供應產生大的缺口。鑒於美國大豆進口量極大，我們預計即使對其加征關稅，巨大的供需缺口決定了我國無法完全將美豆擋在國門之外。當前而言，一旦大豆供應關係趨緊的預期形成，由於下游龐大的剛性需求，短期的囤貨行為可能將推動豆粕價格出現較大幅度的上漲；但同時由於25%的加征關稅最後能否成行尚存較大不確定性，所以我們判斷豆粕價格上漲不會一步到位，漲幅或在10~15%，即300~400元/噸。根據海通證券宏觀經濟團隊測算，大豆價格若上漲10-15%，或將提升CPI 0.3個百分點，全年通脹水平仍低於3%。同時，可能是因為應對豆粕及豆油上漲的衝擊，國家有關部門將於4月12日（較以往提前1個月左右）啟動國家臨儲玉米競價銷售，我們預計玉米價格將下行。

種植結構進一步調整，轉基因有望加快放開。我們預計未來我國糧食種植結構將繼續調整：從國家糧食安全的角度，國內大豆的自供比例亟需進一步提升，大豆種植面積有望繼續上升；玉米庫存水平仍然較高，但經過近幾年種植面積的調減，最近的種植季已經基本達到供需平衡。我們認為玉米的種植面積或將保持穩定。長遠來看，轉基因技術的深度應用是美國、巴西等國在大豆、玉米等大宗農產品種植上較我國具備較大比較優勢的重要原因，我們認為中美貿易摩擦的一再升級，可能將推動轉基因技術在我國國內的加快放開。

上市農業公司迎主題性投資機會。我們認為農業板塊整體或將迎來一波主題性投資機會。具體分板塊來看，種植鏈上的企業在農產品種植效益上升的炒作情緒刺激下或將有較好的市場表現。我們認為飼料企業有望繼續受益下游養殖企業基於原料漲價預期下的囤貨行為，因此未來一到兩個月內飼料企業的產品銷量可能將維持較高的同比增速；中長期來看，成本端的上漲壓力將進一步凸顯大企業的競爭優勢（採購及配方替代優勢），小的飼料企業可能將加快退出市場，行業整合有望加快，建議關注庫存管理水平較高、採購能力較強的海大集團以及估值較低的禾豐牧業、大北農、新希望。另外，哈高科由於大豆產業鏈佈局完備，西王食品、道道全由於主營食用油業務，建議關注相關的主題性投資機會。

風險提示。農產品價格大幅下滑。

機械工業：3 月挖機銷量超預期，預計工程機械1 季報開門紅

根據工程機械協會，3月挖機銷售38261台，同比增79%，僅次於2011年同期。3月大挖（30t以上）/中挖（20t到30t）/小挖（20t以下）分別銷售4844台/9492台/22307台，同比增長96%/101%/67%。1Q18挖機合計銷售60061台，同比增長48%。我們認為18年全年挖機銷量有望突破16萬台，工程機械後週期的塔吊和混凝土機械有望接力挖機旺銷行情。建議關注：三一重工、恒立液壓、建設機械、徐工機械、中聯重科、柳工、艾迪精密、中國龍工。

風險提示：固定資產投資放緩、信貸政策收緊、潛在的貿易保護主義。

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。