

2018年4月19日

銷售部 - 投資策略

策略

港股與美股聯動性已下降

3月下旬港股與美股聯動性已明顯下降。截至4月13日，本月港股走勢上漲2.38%，漲幅居前。4月以來全球主要市場大部分上漲，富時100指數上漲2.95%，日經225指數上漲1.51%，道瓊斯工業指數上漲1.07%，納斯達克指數上漲0.61%，標普500上漲0.58%，韓國綜合指數上漲0.38%。回顧恒生指數-標普500日漲跌幅相關係數，可以發現07年港股直通車、14年末滬港通開通後，港股與A股聯動性漸強，已經超過與美股聯動性。今年2月初美股大跌對全球市場影響較大，之後港股與美股聯動性驟增，2月6日相關係數達到頂點0.74，之後持續在0.70左右波動。3月上旬港股相對美股走強，二者聯動性下降相關係數也逐漸從0.65降至0.27。雖然3月22日受美聯儲加息疊加中美貿易戰影響，聯動性短期略有上漲，但後期繼續下降，相關係數目前降至0.33，港股與美股聯動性已明顯下降。

聯動性下降源於港股估值窪地優勢與強勁業績。截至2018年4月13日，恒生指數PE（TTM）為12.2倍，橫向對比全球，道瓊斯指數PE（TTM）為18.9倍，標普500為21.4倍，納指為40.6倍，法國CAC40為18.6倍，其他指數PE較低的有日經225為17.9倍、德國DAX為17.5倍、韓國綜合指數為15.4倍。恒生指數PE（TTM）目前12.2倍仍為全球主要市場最低，（處於自身歷史07年以來從低到高30%分位），標普500PE（TTM）目前21.4倍（處於自身歷史07年以來從低到高67%分位），港股相對美股估值優勢明顯。3月初港股進入業績密集發佈期，截至2018年4月13日已披露2017年年報的1620家公司淨利潤同比增長16.36%、ROE為10.43%，業績相對15、16年回升明顯。在明顯的估值優勢和強勁業績帶動下，3月下旬以來港股相對美股持續走強，聯動性明顯下降。

南下資金流出資金面偏緊，資訊科技業、金融業盈利估值匹配度好。自港股通開通以來，南下資金持續增加，截至4月13日金額已超7385億人民幣，4月以來南下資金總流入7.7億，日均流入1.54億元，相比於17年至今日均流入14.28億元處於較低水平，需要警惕，但長期看港股估值優勢仍然明顯，有望持續吸引資金南下。從資金存量看，南下資金偏好資訊科技業、消費品製造業。截至4月13日當月南下資金僅流入三個行業，資訊科技業、消費品製造業、綜合企業資金流入佔比分別達65%、34%、1%，其中資訊科技業的二級行業中，僅軟件服務行業4月以來南下資金為流入，其流入佔比為74%，半導體、資訊科技器械行業為流出；南下資金流出行業中金融業佔比最高，南下資金4月流出金融業達63%。資訊科技業和金融業的盈利估值匹配度較好，已披露2017年年報淨利潤同比增速/當前PE（TTM）分別為76.45%/38.74倍、17.64%/9.00倍，其2017年報ROE/當前PB（LF）分別為15.18%/6.68倍、11.63%/1.04倍。綜合資金偏好、盈利估值匹配度，資訊科技業、金融業值得投資者關注。

風險提示：全球經濟形勢惡化。

固定收益

配飾價值顯現，優選中高等級 —— 二季度信用債怎麼看？

信用債配置價值顯現。國內信用利差一般呈現跟隨式走勢，牛市中信用利差縮窄，熊市走擴，年初以來利率債收益率先下行導致信用利差被動走擴，但隨著市場行情的傳導，信用債收益率滯後跟隨下行，信用利差高位回落，目前信用利差絕對水平不低，未來或仍有下行的空間。從與信貸的比價看，AA級企業債接近企業貸款利率甚至一度倒掛，按照過去經驗，這種倒掛情況出現後，維持的時間都很短，事實上3月信用債利率已經開始高位回落。此前出現倒掛後，短期內主要通過貸款利率上升來修復，而當前隨著貸款利率上浮比例的逐漸提高，進一步上行難度增大，央行公佈的12月企業貸款利率還出現了回落，背後是有效融資需求的減少，未來或倒逼信用債利率繼續下行，信用債配置價值顯現。此外，當前信用債套息空間處於歷史高位，4月以來3年期AA+中票與R007利差在200-230BP，處於歷史（2009年以來）上的上四分位水平，若資金面穩定，信用債還有較高的套息價值。優質債權長期稀缺。資管新規落地在即，銀行理財資產規模趨降，但從資金角度來看，一部分理財資金或將接受理財產品的淨值型轉化，沉澱下來；一部分會回流表內，當然也會有一部分轉而投向其他收益相對穩定的資產。若理財回流存款，那麼銀行表內有增配優質企業債的需求。資金回流後需要進行資產配置，但問題是不少表外非標資產不達標，難以從表外回歸表內，而表內信貸需求又有限，未來銀行表內有效資產將出現空缺，或增配優質企業債券。若仍投資理財產品或轉向其他資管產品，未來資管產品向淨值型轉化，風險偏好下降，且非標投資受限於期限匹配要求，需求將大大降低，長期看標準化的優質企業債權將受青睞。

挖掘高等級機會。信用風險和監管衝擊是今年信用債市場可能的兩個風險點，但高等級信用債所受衝擊都會相對較小。一是金融強監管下機構風險偏好降低，流動性好的高等級信用債更受青睞。二是再融資不暢導致的企業外部現金流收縮是今年信用風險的主要驅動因素，高等級主體融資能力普遍強於中低等級，3月信用債淨融資量大幅增加，是16年10月以來淨融資量最高的一個月份，但主要是AA+級及以上的高評級主體在融資，AA級及以下評級的低資質主體淨融資額為負，顯示市場對低等級債的認可度依然很低。當前各等級間利差水平處於歷史相對較低的水平，截至4月11日，3年期AA和AAA級中票間的利差為52BP，處於歷史（2009年以來）上的下四分位水平。隨著市場風險偏好整體的降低，等級間利差大概率上行，推薦高等級信用債配置機會。

中高等級可適當拉長久期。今年1季度信用債期限利差波動加劇，大體呈現短端先下行、期限利差被動走擴，隨後中長端跟進、期限利差縮窄的行情。具體看，年初債市開始有回暖跡象，短久期信用債收益率先出現下行，期限利差被動走擴，AAA級5年期與1年期中票利差最高到53BP，後行情逐漸傳導至中長端，2月中期限利差開始高位回落，到3月中AAA級5年期與1年期中票利差最低壓縮到了26BP；此後短端利率又開始大幅下行，信用利差再度被動走擴，截至4月11日，AAA級5年期與1年期中票利差擴大到50BP，但我們認為，隨著行情的繼續，期限利差勢必會再度縮窄，短端利率下行後，配置可以適當拉長久期。目前機構久期均不長，債市情緒好轉後拉長久期是合理選擇。我們最新問卷調查結果也顯示投資者最偏好的組合久期由1年以下升至2-3年，而對於投資策略，選擇“拉久期”的佔比大幅上升。

規避風險，擇優配置。債市拐點已至，慢牛回歸，我們建議挖掘中高等級機會，並可適當拉長久期，但板塊來看，我們仍舊提示城投債風險，並認為房地產債分化加劇，建議規避風險、擇優配置。具體來看，城投債配置價值下降，且信用分化將越來越明顯，建議重點配置高等級、低債務地區，以

及融資平臺轉型成功的城投債；房地產行業內外現金流雙雙弱化，房企將因融資能力、穩健程度不同而加劇分化，若融資政策鬆動或因個別信用事件導致錯殺，可博弈龍頭企業交易性機會。

行業研究

保險：商業養老保險登場，千億藍海市場啟動

事件：個稅遞延型商業養老保險試點將於5月1日實施，最高年度減稅額度為5400元。試點將在上海市、福建省（含廈門市）和蘇州工業園區實施，試點期限暫定1年。稅收優惠採用EET模式：1）繳費期間，個人購買相關產品的支出，允許在一定標準內稅前扣除，標準為“月度薪酬的6%和1000元孰低”；2）繳費期間，計入個人賬戶的投資收益，暫不徵收個人所得稅；3）領取養老金期間，領取的養老金收入的25%部分予以免稅，其餘75%部分按照10%的比例稅率計算繳納個稅。經計算，月應稅收入分別為1萬、2萬、4萬、6萬、10萬的個人，每年最高減稅金額分別為1440元、3000元、3600元、4200元、5400元。

中國老齡化加速，未來養老需求必然激增。基本養老保險的征繳收入相較支出的差額正逐年擴大，基本養老金替代率的下降趨勢難以逆轉。企業年金的覆蓋人數增長緩慢，發展步入瓶頸期，難以起到獨立支柱的作用。商業養老保險迎來起步階段，發展潛力巨大。2016年第一支柱、第二支柱、第三支柱的餘額佔比分別為76%、19%、5%。商業養老保險產品具有期限長、回報穩定、養老用途明確、附帶保障功能、可年均化領取等獨特優勢，在稅收優惠政策的推動下，預計將開啟快速增長通道，在養老保障中發揮愈加重要的作用。

美國經驗：稅收優惠政策可促進第二支柱和第三支柱的長期快速增長。1）2017年末美國養老金總資產高達27.9萬億美元，佔美國家庭金融資產的比例高達35%，規模遠高於中國。三大支柱佔比分別為22%、39%和40%，優於中國第一支柱獨大的結構。2）這20年來，美國IRA計劃（第三支柱）和401K計劃（第二支柱）的資產規模與佔比快速上升，佔比分別從1995年的19%和12%提升到了2017年的32%和19%。我們判斷其重要原因在於兩者提供的“延遲納稅”等系列稅收優惠政策。

商業養老保險業務的EV貢獻測算：中性（樂觀）假設下，EV貢獻度（EV評估價值的增量/2017EV）為4.8-5.7%（8.3-9.9%）。中性假設下對國壽、平安、太保、新華的EV貢獻度分別為5.0%、5.0%、5.7%和4.8%；樂觀假設下分別為8.6%、8.6%、9.9%和8.3%。商業養老保險將貢獻新的價值增長點，保險公司2018年一季度保費下滑的風險基本消化；估值低位，期待保障型產品需求帶動價值重啟增長。公司推薦中國平安、中國太保。

特別提示：EV貢獻預測基於個稅繳納人數、參與率、月均繳費額、NBV Margin和市場份額等假設，不代表上市公司未來實際情況。EV貢獻度會隨著參數的改變發生變化，敬請投資者謹慎參考。

風險提示：1）利率趨勢性下行；2）個稅遞延型商業養老保險業務推進不及預期；3）保障型業務增長不及預期。

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。