

2018年5月9日

銷售部 - 投資策略

策略

創業板估值到底貴不貴？

核心結論：①縱覽對比歷史，創業板綜、創業板指、中小板綜、中小板指PE處於歷史從低到高53、38、31、34%分位，醫藥、計算機、電子、傳媒、通信PE處於歷史40、68、31、35、71%分位。②對比價值和海外橫看估值，創業板較價值股相對溢價處於歷史39%分位，較海外成長股溢價處於歷史18-25%分位。③以MSCI CHINA為國際估值基準，扣除A股市場溢價、成長股溢價後的創業板制度性溢價才是真正決定估值貴與否的核心指標，目前該指標處於歷史40%分位。

風險提示：創業板盈利增速大幅下滑，利率大幅上行。

固定收益

增配金融資產，債券市場長牛——利率市場化尾聲的居民資產配務和大類資產表現

美日韓利率市場化進程的共同點。利率市場化改革是個漸進的漫長的過程，美國和韓國利率市場化均歷時16年，而日本用了17年。利率市場化順序往往是先長期大額後短期小額，最後一步往往是放開短期存款利率。我國存款利率浮動區間早已於2015年放開，但市場利率定價自律機制的約束下，銀行存款利率仍存在自律上限。未來無論是放開大額存單利率上限，還是全部存款利率上限，我國利率市場化進程仍在推進，且已經漸入尾聲。

美國：利率趨降、股市長牛、居民財富搬家。貨幣政策：1982年（利率市場化中後期）至1986年（利率市場化完成），美聯儲進入降息週期；而在利率市場化完成後幾年，貨幣政策頻繁調整，基準利率整體趨降，存貸利差穩中略升。債市：先大漲後小幅下跌，最後伴隨著貨幣寬鬆走牛，而企業債信用利差整體走闊。股市：開啟了一輪長牛，其中估值提升離不開居民財富向金融資產搬家和非銀機構大發展帶來的增量資金。居民資產配置：金融資產佔比增加，存款佔比從20%降至10%，而股票和投資基金佔比從45%增加到51%，保險、養老金和標準化擔保計劃佔比從27%增加到31%。

日本：泡沫破裂、股跌債漲、居民增配低風險金融資產。貨幣政策：日本利率市場化在1994年完成，當時日本資產泡沫破裂，銀行不良率飆升，央行貨幣政策轉向寬鬆。債市：在衰退式寬鬆的格局下，日本國債利率大幅下行，與此同時，信用利差隨著債券收益率的下行而收窄。股市：在90年代整體處於震盪下跌狀態。居民資產配置：受地產泡沫破裂影響，日本居民非金融資產佔比不斷下滑，而金融資產佔比提升並超過非金融資產。日本居民的金融資產開始向低風險資產搬家，保險和存款佔比增加，而權益、信託和債券佔比開始下滑。89年~00年，保險資產佔比從19%提升到25%。

韓國：債市走牛股市震盪、居民增配定存保險。貨幣政策與大類資產：韓國在97年完成利率市場化，但不幸遇到東南亞金融危機。面臨貨幣貶值、資本外流的壓力，韓國央行大幅提高基準利率，但隨著經濟下行壓力加大、企業破產出現，央行轉向寬鬆，債市由熊走牛，而股市寬幅震盪。存貸利差上升，信用利差大幅波動，穩定後略升。居民資產配置：1992（利率市場化後期）到2003年（利率市場化完成後第六年），韓國居民定期存款（及存單和信託）佔比增加，而活期存款佔比略降，保險佔比從18%增加到20%，而90年代股市波動導致股票配置減少。

結論一：利率市場化收官，伴隨著債市走牛。美日韓經驗表明，利率市場化的最終放開，往往伴隨著貨幣寬鬆，進而帶來債券牛市，而股市表現分化。背後主要邏輯在於，利率市場化過程中，機構間競爭加劇，引發金融機構擴大杠桿、提升風險偏好，容易催生資產泡沫，這導致貨幣政策收緊。一旦外部環境巨變或資產泡沫破滅，央行不得不轉向寬鬆的貨幣政策，進而導致利率下行。

結論二：利率市場化尾聲，居民增配金融資產，尤其是保險類資產。從美國和日本經驗來看，利率市場化完成後，居民傾向於增配金融資產。而2016年中國家庭金融資產佔比僅為12%，遠低於利率市場化完成時的美國（62%）和日本（44%）。從各類金融資產來看，美日韓居民保險資產佔比均增加，但權益類和存款類資產有所不同。其中遭遇經濟危機的日韓居民存款佔比增加、權益類佔比下滑，而美國居民大量增配權益類資產。我國居民金融資產中，保險佔比遠低於美日韓三國水平，未來有望繼續提升。

行業研究

銀行：大額風險暴露新規發佈，銀行基金投資趨於分散——監管政策解讀系列之一

完善集中度管理。銀監會網站5月4日公佈了《商業銀行大額風險暴露管理辦法》，旨在強化銀行集中度風險管理。該文件也是對2014年4月巴塞爾委員會文件《計量和控制大額風險暴露的監管框架》的跟進。

擴大監管口徑，增加覆蓋範圍。《辦法》將集中度計算口徑從貸款升級到風險暴露，涵蓋了銀行表內外幾乎所有業務類型；同時覆蓋範圍從單一客戶、集團客戶進一步拓寬到經濟依存客戶、同業客戶。對於單一客戶、關聯客戶的規定主要是現有監管規定的延伸與發展，各大中型銀行在具體業務實踐中自我要求也較高，總體達標壓力不大。而同業客戶方面的規定，則給予了截止2021年底的過渡期安排，我們預計將平穩過渡。

公募基金、同業理財等不能穿透的資管計劃投資將分散化。《辦法》規定：銀行所投不能穿透的資管計劃不得超過一級資本的15%，僅少於一級資本0.15%的小額投資或基礎資產豁免計入。由於公募基金、同業理財難以穿透，部分中小銀行或面臨分散化投資的調整，尤其是銀行之前投資較多的貨幣基金。

個別銀行的基金分紅免稅貢獻可能下降。國債利息免稅、基金分紅免稅是銀行所得稅率低於25%的兩大主因。從銀行業績的角度來看，個別銀行享受了較多投資貨幣基金帶來的分紅免稅效應。《辦法》發佈後，將制約免稅效應對其盈利的進一步貢獻。

銀行申購、贖回貨幣基金不影響銀行之間的流動性。由於貨幣基金賬戶開立在銀行，銀行申購貨基時，資產端多了一筆貨幣基金資產，負債端多了一筆非銀存款。而貨幣基金則多了一筆銀行存款資產，權益端多了一筆持有人權益。由於非銀存款不需要繳納存款準備金，所以銀行在央行的超額存款準備金沒有變化。而贖回貨基是上述過程的反向操作，亦不影響銀行流動性。當然，貨幣基金的贖回對非銀機構的流動性可能略有負面影響。

風險提示：企業償債能力下降，資產質量大幅惡化；金融監管政策出現重大變化。

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。