

2018年5月11日

銷售部 - 投資策略

宏觀

CPI 降PPI 升，通脹短期分化——18年4月物價數據點評

①4月CPI續降。4月CPI環比下跌0.2%，同比繼續回落至1.8%。鮮菜、鮮果、豬肉、雞蛋、水產價格環比均大降，食品價格環比下跌1.9%，同比回落至0.7%，是CPI的主要拖累；清明、勞動節等假期因素推動機票、住宿、旅遊類價格上漲，油價、房租、中西藥價格走高，推動非食品價格環比上漲0.2%，同比持平2.1%。

②預測5月CPI平穩。5月以來鮮果價格環比上漲，但豬肉、鮮菜價格繼續回落，預計5月CPI環比下跌0.2%，同比或穩定在1.8%。

③4月PPI回升。4月PPI環比下降0.2%，同比結束連續5個月的下行態勢，短期回升至3.4%。從行業來看，燃氣生產供應、有色冶煉加工價格環比降幅收窄，黑金采選、黑金冶煉加工、煤炭采選由升轉降，油氣開採、石油煤炭加工由降轉升。

④預測5月PPI續升。5月以來鋼價、煤價、油價均有上漲，預計5月PPI環比上漲0.3%，考慮到去年二季度的基數偏低，預計5月PPI同比短期回升至4.0%。

⑤通脹短期分化。今年1季度，CPI顯著回升，而PPI明顯回落。但進入4月份以來，食品價格持續下跌，而生產資料價格企穩反彈，這也意味著2季度的物價走勢或再度分化，CPI或再度降至2%以下區間，而PPI有望短期反彈。但整體來看通脹仍在溫和區間，並不會成為干擾貨幣政策的主要因素。

固定收益

揭開ABS市場的面紗——資產證券化系列研究之一

國內ABS市場掃描。本文是我們對ABS市場系列研究的首篇，全面梳理了國內ABS市場的現狀與發展、收益與風險。國內資產證券化產品主要有銀保監會主管的信貸ABS、證監會主管的企業ABS、交易商協會資產支持票據（ABN），還有少量的保險機構資產支持計劃。截至目前，資產證券化產品體量已達1.9萬億，其中企業ABS有1.14萬億，信貸ABS有0.69萬億。信貸ABS基礎資產主要是各類貸款，其中企業貸款佔比最大，汽車貸款、個人住房抵押貸款也比較常見，大行和股份行是主要的發行人。企業ABS產品基礎資產主要有小額貸款、應收賬款、租賃資金、信託受益權等。資產支持票據基礎資產主要為租賃債權、票據收益和應收債權。

監管環境利好ABS的發展。1. 資產證券化業務被排除在資管新規外。資管新規後，短期限理財產品通過資金池投資長久期非標的路被堵死，理財投資非標難度加大。但資產證券化業務被排除在資管新規之外，為非標轉標提供了可行的途徑，未來發展必將加速。2. 從銀行信貸ABS的角度而言，監管下資金有回表需求，面臨資本金和信貸額度有限的問題，資產證券化可助銀行騰挪信貸空間。以往銀行騰挪信貸空間方式包括銀行間代持、信託或券商通道、發行ABS、銀登中心掛牌轉讓，但監管趨嚴令部分灰色方式難成行，信貸ABS和銀登中心掛牌轉讓目前是相對可行的方法。3. 從企業ABS角度看，當前融資環境偏緊，企業通過發行ABS讓渡存量債權/收益權資產，得以將存量資產變現，獲得原有的信貸和債券融資之外的融資渠道。

各類機構投資ABS產品的機會與風險。1. 銀行自營投資ABS仍有高性價比。銀行自營資金投資ABS最低可只計提20%的風險權重，性價比較高；5月4日《商業銀行大額風險暴露管理辦法》正式公佈，要求銀行投資ABS時需要穿透到底層資產計算風險暴露，但相比於徵求意見稿大幅放鬆了匿名客戶口徑。2. 理財接次級模式被監管。4號文發佈後，通過理財接次級實現出表的模式受到監管，信貸ABS次級的非市場化處置變得困難。目前銀行自營和理財是銀行間信貸ABS的主要投資者，短期內理財投資的限制對信貸ABS需求衝擊較大。但隨著ABS市場的發展，已經出現了不少風險偏好高、有投資次級檔需求的機構投資者，比如一些私募、專戶、自營類賬戶，未來次級檔真實出售的情況會越來越多。3. 基金投資ABS的需求漸起。公募基金目前並非ABS市場的主要參與方。18年一季度末只有277只公募基金投資了資產證券化產品，主要來自中長期純債型基金，貨幣基金也有少量投資短久期ABS優先檔的需求。持倉比例也普遍較低，離監管限制比例還很遠，未來有非常大的配置空間。4. 其他ABS市場的參與者。券商資管賬戶主要投資企業ABS，是交易所市場的重要參與者。信託、券商自營投資ABS的規模還比較低，年初《保險資金運用管理辦法》擴大了保險資金可投資的產品範圍，可以投資標準化ABS產品，未來需求有望增加。

ABS的收益率是否有優勢？1. ABS溢價有多高？資產證券化產品利率主要依託市場利率，與一般信用債收益率走勢高度一致。企業ABS發行利差明顯高於信貸ABS，18年以來企業ABS與中票利差平均為126BP；信貸ABS僅為36BP。2. ABS流動性提升，利差趨於縮窄。ABS的溢價一方面來源於底層基礎資產的信用風險，還來源於流動性補償。隨著發行量的快速增加，ABS二級市場的活躍度逐步提升，流動性溢價不斷縮小，從年度均值來看，企業ABS與中票利差在15年平均為188BP，16年縮窄到138BP，17年為102BP，整體利差呈現縮窄趨勢。目前ABS產品基礎資產質量相對較高，特別是信貸ABS資產池的違約率很低，具有較好的投資性價比。

ABS投資應關注哪些風險？隨著市場的擴容和兌付壓力的攀升，ABS信用風險或將逐漸暴露。據我們統計截至目前共有7起企業ABS遭遇過評級下調，均為企業ABS，ABS違約只發生了兩起。ABS投資應關注哪些風險？（1）ABS的信用主要基於基礎資產的質量而非發行主體，基礎資產分析尤為重要，包括資產池的分散度、關聯性、未來現金流的穩定性等，尤其是在現金流假設方面，要重視極端情境下現金流的壓力測試。（2）信用增級措施和證券結構設計。此外增信的具體效力也值得深究。（3）關注提前償付或延後償付風險。基礎資產現金流的提前或延後會引起償付時間的不確定性，實踐中可以通過設置約束條件或者設計“計劃攤銷檔證券”確保特定證券在一定範圍內不受資產現金流變化的影響。（4）其他風險還包括交易中的資金混同風險、服務商和管理人風險等。

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。