

2018年5月14日

銷售部 - 投資策略

策略

情緒逐步修復

核心結論：①A股經歷3個月下跌，整體PE已經回到16年1月底上證綜指2638點附近，破淨個股數創2014Q4以來新高，宏觀經濟L型一橫的大背景不變，此估值底就有效。②三大利空因素中的國內基本面和資金面擔憂漸去，中美貿易即將開啟第二輪談判，美歐港股市已經回到322中美貿易摩擦升級前水平。③市場中期趨勢取決於基本面，預計今年全部A股淨利同比13.5%，均衡配置，白馬股基本面不差，成長股相對估值不高。

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。

固定收益

債市謹慎樂觀，擔憂信用風險 ——海通債市一致預期調查第38期結果分析

資金利率：預期平穩。對資金利率的走勢，多數受訪者預期R001和R007還會維持平穩：約43%的受訪者認為未來三個月R001水平將在2.6%-2.8%區間波動；46%的受訪者認為R007會在2.8%-3.0%。

利率債：市場預期分歧較大。債市急漲後出現明顯回調，對未來三個月利率債的表現，市場預期分歧較大。（1）十年國債：方向不明。有27%的受訪者認為未來會小幅下行至3.5%-3.6%，有28%受訪者認為會維持在3.6%-3.7%這一區間波動，還有29%的受訪者認為會小幅上行至3.7%-3.8%。（2）十年國開：相對謹慎。投資者對國開債更為謹慎些，有33%的受訪者認為會小幅上行至4.5%-4.6%，有22%的受訪者認為其會維持在4.4%-4.5%這一區間波動，也有22%的受訪者認為未來利率會小幅下行至4.3%-4.4%。

信用債：情緒略偏謹慎。對於未來三個月信用債收益率的走勢，市場傾向於維持在當前區間震盪或是小幅上行。我們調查時3年期AA+中票收益率已回升至4.9%附近，有40%的受訪者認為收益率會維持在4.8%-5.0%這一波動區間，有37%的受訪者認為未來收益率將抬升至5.0%-5.2%，

貨幣政策：多數預期中性偏松，仍會降准。大部分受訪者認為年內貨幣政策不會再收緊，仍會有降准操作。其中，選擇會轉向中性偏松的人最多（61%），可能會下調準備金率置換MLF、同時上調公開市場操作利率；15%的受訪者認為會轉向相對寬鬆，繼續小幅下調準備金率，極少的受訪者認為會轉向全面寬鬆，繼續大幅下調準備金率。僅18%的受訪者認為依舊會中性偏緊，年內不再下調準備金率、繼續上調公開市場操作利率。

美債利率：上行空間有限。大部分受訪者認為美債利率已經在高位。51%的受訪者認為年內10年期美債的峰值在3.0%-3.2%，還有22%的受訪者認為會在2.8%-3.0%，只有14%的受訪者認為會上行至3.2%以上。

未來債市上漲空間尚存分歧。多數人認為債市還有上漲機會，但也有不少投資者對上漲空間存有擔心。對於未來三個月10年期國債的低點，有七成受訪者認為收益率還會重新下探，認為最多下行到3.5%的占比最高（45%），有15%的受訪者認為可能下行至3.4%及以下，還有11%的受訪者認為只能下行至3.6%。同時有三成受訪者認為未來下行空間不大。

信用風險成最擔心風險點。近期信用事件層出不窮，點燃了市場對信用風險的擔憂，在投資者關注的主要風險點中，有57%的受訪者選擇此項。擔心中美利差縮窄的受訪者占比為49%，僅次於信用風險。隨著監管政策落地，對金融監管政策的擔憂有所降溫（46%）。此外，擔心通脹和經濟基本面的受訪者占比均為40%。

投資策略：加轉債、拉久期。“提高轉債或權益占比”仍是主流選擇（占41%），選擇“拉久期”和“加杠桿”策略的受訪者分別占到29%和26%，“降評級”仍不被看好。對於最優組合久期，大部分人（50%）選擇了2-3年，選擇一年以下的僅占21%，選擇3-5年的占比提高到26%，平均久期正在逐漸拉長。

大類資產配置：股市仍最看好，債市第二看好。對於最看好的大類資產，看好股市的人仍最多（占50%），但較3月初時（61%）大幅下降；債券是第二看好的資產，有33%的受訪者選擇了此項；大宗商品偏好升溫，看好者占比則由3月初的14%回升至26%，房地產和海外資產仍不被看好。

債券品種偏好：高等級信用債和利率債最被看好。對於債券中最看好的品種，選擇高等級信用債的人占比最高（65%）；看好利率債的人較上期大幅增加，占比達到了51%；看好可轉債及私募EB的人有所減少，占比下降至27%。

轉債：週期和金融最不看好。轉債品種中，看好醫藥的占比最高（43%），其次是科技（37%）和消費（35%），週期和金融類最不被看好，看好者占比均為25%。

從年報及一季報看企業信用基本面

利潤：盈利繼續改善，持續性有待觀察。受益於供給側改革、地產銷量拉動以及進出口的向好，2017年A股上市公司整體盈利狀況持續改善，淨利潤同比增速增加至31.8%，微觀層面虧損企業占比繼續降低。但2018年一季度企業盈利同比指標均出現明顯下滑，未來盈利改善的持續性有待觀察。分行業來看，地產、消費類企業盈利仍較樂觀，資源能源和原材料企業盈利亮眼，但漲價效應正在逐漸消退，科技類、工業服務和設備製造企業盈利增速相對較低。

現金流：自由現金流缺口走擴，資金漸顯緊張。2017年A股非金融企業經營性現金流入同比出現回落約6%，而投資性現金流則同比增長近8%，導致企業自由現金流缺口明顯走擴，同時企業融資環境偏緊，籌資現金流覆蓋資金缺口的能力趨弱。分行業來看，煤炭和鋼鐵行業盈利改善帶來經營現金流

增加，同時投資支出逐年遞減，自由現金流為正且有明顯增加；房地產和建築行業自由現金流缺口進一步走擴，對籌資現金流更加依賴；其他行業喜憂參半，其中家電、汽車、紡織服裝行業現金流均有弱化。

資本結構：債務杠杆未明顯去化，期限結構短期化。2017年我國去杠杆雖取得積極進展，但總杠杆仍然偏高，結構不平衡尤其是非金融企業杠杆率過高的局面還未得到根本扭轉，不少企業債務負擔仍重。2017年底A股非金融企業整體資產負債率為59.9%，較16年底僅下降0.43個百分點，微觀數據看只有不到一半的上市非金融企業實現了降杠杆，主要是一些央企和地方國企，民營企業杠杆率則整體出現抬升。另一方面，企業債務結構短期化，這與2017年企業融資成本不斷抬升，企業以短期融資滾動長期債務、控制融資成本有關。分行業來看，房地產和建築行業資產負債率仍超過70%，且房地產行業較2016年負債率反而增加了2.2個百分點。供給側改革相關行業比如煤炭、鋼鐵、建材、有色行業資產負債率較2016年均不同幅度的降低，其中鋼鐵行業降杠杆最為明顯。其他負債率明顯降低的行業還有機械、通信、國防軍工、輕工製造、基礎化工等。

償債能力：償債能力趨降，行業分化明顯。2017年企業自由現金流缺口走擴，籌資現金流覆蓋資金缺口的能力趨弱，導致貨幣資金增速放緩；另一方面債務結構短期化，貨幣資金對短期債務的覆蓋率明顯降低，企業短期償債壓力趨升。分行業看，從絕對水平講，鋼鐵、電力及公用事業、綜合、有色行業的短期償債壓力較重，而食品飲料、家電、醫藥等下游消費行業資金相對充裕，短期償債能力較強；從變化上講，去年多數行業短期償債能力回落，主要是一些下游消費行業比如傳媒、計算機、食品飲料等，此外房地產、建築、紡織服裝行業短期流動性也出現較大幅度的下降，而供給側改革行業均有不同幅度的改善，煤炭行業尤為明顯，其他短期償債能力提高的行業還包括國防軍工、通信、輕工製造、石油石化等行業。

改善持續性存疑，企業去杠杆道阻且艱。整體來看，2017年年報和2018年一季報數據相對樂觀，上市非金融企業盈利仍保持在較高水平，但同時也凸顯了一些問題，包括現金流弱化、企業杠杆率仍高、貨幣資金對短期債務的覆蓋率降低等。分行業看，1) 供給側改革行業盈利有了大幅改善，但漲價效應正在消退，債務率有所降低，鋼鐵行業最為明顯，未來政府或加大去杠杆力度。2) 地產行業盈利能力雖環比回落但仍較樂觀，但自由現金流缺口走擴，對外部融資的依賴度上升，同時高杠杆運作下負債率進一步走高，行業的穩定性存隱憂。3) 其他行業喜憂參半，部分行業盈利向好，比如機械、石油石化、基礎化工、交通運輸、通信行業2017年盈利均有增長，現金流改善，償債能力基本穩定，而一些沒有定價權的下游行業基本面有所弱化。

有些錢能賺，有些不能賺

上周（5月7日-5月11日）債市繼續回調，國債利率平均上行4bp，AAA級企業債、AA級企業債收益率分別上行8、9bp，城投債收益率平均上行13bp，轉債指數反彈0.83%。

債市繼續回調，信用跌幅較大。在4月份央行降准以來，債市出現了明顯的回調，上周債市在階段性企穩之後，又開始小幅陰跌。但從跌幅來看，國債利率跌幅有限，3年期以下國債利率還有下降，而5年期以上國債利率略有上升。相比之下，信用債尤其是中低等級信用債跌幅較大，5年期以上AA級

企業債利率升幅超過10bp，5年期AA-級企業債利率升幅接近20bp。目前5年期AA-級企業債利率均已跌回年初水平。

影子銀行萎縮，信用風險激增。今年以來，由於影子銀行監管加強，導致表外融資持續萎縮。4月份央行公佈的信託、委託貸款連續兩個月全面負增長。4月份頒佈的資管新規雖然給了銀行理財2年半的緩衝期，但打破剛兌、禁止投非標產品的原則沒有變化。

在過去幾年，非標融資是社會融資的重要貢獻，過去兩年的信託加委託貸款的總量占社融總量的比重約為1/6，如果非標融資持續負增，意味著相當多依賴於表外融資的企業債務會受影響。上周盾安、神霧、中安消、凱迪、盛運等上市公司或母公司接連爆發信用風險，信用違約潮如約而至。

社會融資回落，資金供需改善。但是另一方面，隨著影子銀行的全面監管，全社會的融資總需求出現了明顯回落。雖然4月份的社會融資總量回升到1.56萬億，同比略增加1725億，但是過去半年的新增社會融資總量同比萎縮了近2萬億，主要是非標融資的信託和委託貸款同比減少了2萬多億。因此對於全社會總體資金供需而言，其實是發生了明顯改善，這也是今年以來債券利率整體大幅下行的主要原因。

無風險利率趨降，高風險利率趨升。因此，在去杠杆的大背景下，我們認為中國債市的利率將走向分化，一方面無風險利率趨於長期下降，由於去杠杆降低了全社會融資需求，而央行貨幣政策回歸中性，全社會資金需求趨於改善。另一方面，高風險利率趨於上升，源於影子銀行收縮，非標融資受阻，依賴於表外融資的企業債券或進入違約高發期。

配置利率債和高等級，賺能賺的錢。因此，雖然我們看好今年債市的行情，但想在債市中賺錢並不容易。過去由於剛性兌付的存在，每一次債市上漲大家都可以無腦買入各類債券，而不用擔心信用風險。但這一次不一樣了，如果我們下決心打破剛性兌付，意味著低等級信用債將存在著較大的風險。

另一方面，由於央行貨幣政策維持中性而非全面放水，因此債市也難以出現全面快牛，短期受美國加息、經濟通脹反彈影響利率或步入震盪期，而融資收縮對經濟的影響將主要體現在下半年，因此2季度或是債市配置期，需要耐心等待下半年債市的機會。

風險提示：基本面變化、貨幣政策不達預期、資金面大幅波動。

金融工程

基於因子剝離的FOF 擇基邏輯系列十——基金市場擇時與風格擇時能力探究（上）

本文依然延續因子剝離系列的前序報告，圍繞基金超額收益的來源以及Alpha進行探討與分析，然而不同的是本文切入的是一個新的視角，嘗試對基金的Alpha內部進行進一步的拆分，思考基金主動管理的Alpha從何而來。

基金的Alpha從何而來？Alpha特指基金管理人的投資管理能力，其兩個重要的源泉分別為：選股能力和擇時能力。選股能力，指基金管理人在眾多股票中選擇出獨立於市場走勢的具備超額收益的股票的能力。而擇時能力，指的是基金管理人控制基金的Beta的能力。優秀的擇時能力體現為：在市場上漲的過程中，主動提高基金的Beta；在市場下跌的過程中，及時降低基金的Beta。

如何判定基金的擇時能力？我們介紹了參數分析法下的兩大經典模型——TM與HM模型，分別通過引入二次項與虛擬項以刻畫基金的擇時能力。進一步地，我們在經典的模型上進行了進一步加工，從傳統的市場擇時拓展到市值因子與價值因子的風格擇時。國內基金的市場擇時與風格擇時能力是否存在？從實證分析結果來看，當前的確存在具備顯著的市場擇時能力的基金，在14年至今的較長的時間窗口中該類基金占比15%-20%左右。然而基金的市場擇時能力受到市場環境的顯著影響，在不同的時段中具備市場擇時能力的基金比例有明顯的大幅波動而並非持續穩定。相反，當前存在顯著的風格擇時能力的基金比例極少，僅約5%，且在不同時間段中均保持著極低的比例。

基金經理的擇時能力在跨期之間是否穩定持續？從跨期的穩定性分析上來看，基金的市場擇時能力在跨期之間存在一定的穩定性，可以用作FOF跨期投資中的參考。然而，具備風格擇時能力的基金在跨期之間並不具備穩定性，即當期表現為具有風格擇時能力的基金在下一期並非能持續保持這一能力。

經典模型的分析結果顯示，對基金而言，無論實現市場擇時還是風格擇時都非常困難，只有少部分基金被認為存在擇時能力，且這些基金的數量在不同的市場環境中存在大幅波動，受到市場環境的影響。相對而言，市場擇時比風格擇時較為容易一些，且在跨期之間呈現出一定的穩定性。而風格擇時無論是數量還是跨期穩定性均表現不佳，對FOF投資尚且缺乏顯著的意義。

風險提示：市場系統性風險、政策變動風險、模型誤設風險。

行業研究

農業：生豬價格反彈預期有望漸成熱點

自今年春節以來，國內生豬價格單邊下行，3月份開始跌破12元/公斤，多數上市養殖公司陷入虧損，至5月初已跌至10元/公斤的水平；根據中國農業科學院的統計，豬糧比價已經連續6周低於5.5：1。由於豬價的持續低位，市場上已有養殖戶開始淘汰產能低下的母豬，調整存欄結構。中期來看，我們認為大型養殖集團的擴張趨勢沒有改變，而中小規模養殖場由於2016-2017年的利潤積累，抵禦虧損的能力有所提升，這些或將拉長本次豬週期的下行時間。

當前，我們認為生豬市場供需博弈仍在持續，但隨著生豬存欄逐步消化，短期豬源供應有望在邊際上趨緊，規模化養殖企業存在順勢抗價，抑制豬價進一步下跌。隨著天氣轉熱，生豬生長速度放緩，暑期消費有望對需求形成拉動效應，我們預計豬價在底部盤整近2個月後，有望在二季度末迎來季節性反彈。上市養豬企業在今年仍處於高速擴張階段，因此在銷量快速增長的條件下，企業養殖業務的盈利水平將對價格變動極其敏感，我們認為如果豬價出現反彈，將顯著有利於養豬企業的業績改善；這其中，我們判斷養豬企業的盈虧平衡線將成為關鍵的分界線。由於每家養豬企業的完全成本

各有高低，因此我們判斷豬價的反彈高度或將決定養豬企業各自的業績彈性。在生豬整體供應仍較充裕的形勢下，我們預計即使豬價形成有效反彈，反彈高度或將較為有限，有望漲至12.5~13元/公斤的水平，因此我們重點推薦成本優勢明顯的溫氏股份、牧原股份、天邦股份，同時關注銷量高速增长的正邦科技。

風險提示：農產品價格大幅下滑。

鋼鐵：庫存降幅加速，開工延遲與限產或為主因

上周庫存下降加速。上周Mysteel26城市5種鋼材庫存過去三周分別下降80萬噸、59萬噸、70萬噸，其中螺紋過去三周分別下降47萬噸、37萬噸、47萬噸，而鋼企庫存同期也是明顯快於往年下降，顯示這兩個月鋼材需求較好。從降幅上看，今年也明顯領先，從該口徑庫存最高點到本周為第9周，總庫存過去三年降幅分別為27.27%、22.10%和35.38%，而螺紋分別為31.61%、33.85%和39.22%。

我們認為開工延遲和政府限產對庫存變化起了較大作用。我們認為去年工期與今年三月開工的延遲可能是造成這兩個月的需求較好的因素，此外由於地方政府的干預使得四月份以來的粗鋼日均產量低於預期、部分製造業行業用鋼今年好於往年、前期鋼價下跌、出口環比增長83萬噸等因素也是導致最近鋼價反彈的原因。

風險提示。行業波動性仍存；對外貿易不確定性風險。

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，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。過去的表现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。