

策略

股市：從交易型市場到配置型市場 ——當前中國對比1980年代美國系列（3）

核心結論：①美股是配置型市場，機構投資者占比、換手率、指數基金占比分別為90%、116%、44%；A股是交易型市場，相應指標分別為24%、428%、28%。②1980年代後美國養老金入市推動機構投資者占比提升，為培育新興產業大力發展股權融資。中國推進養老金入市、引入外資、鼓勵獨角獸企業上市等措施幫助A股走向配置性市場。③參考海外經驗，成熟配置型市場的波動率、換手率均較低，龍頭公司優勢更明顯。

中美股市對比：交易型A股vs配置型美股。美股是配置型的市場，這從三個方面有所體現：一是投資者中機構投資者占比高於散戶：2000年美股中機構投資者持股占比達到48%，目前這一比例已經上升至89.6%；二是美股的波動率和換手率低：1896-1980年間，道瓊斯指數年均振幅約31%，1980年代機構投資者占比上升後道瓊斯指數年均振幅降至24%。換手率方面，2017年美股的換手率為116%，其中機構投資者中占比最高的權益類基金的換手率只有26%。三是以資產配置為目的的被動型基金規模占比高：美國偏股型基金中跟蹤指數的基金（被動指數型+ETF）規模占比在2017年達到44%。相比美股，A股還是一個交易型的市場：一是機構投資者占比低：2017年，根據自由流通市值計算，我國股市中機構投資者占比僅為24%，相當於美股1975年以前的水平；二是振幅和換手率高：2002-2017年A股年平均振幅為51.6%，遠高於美股歷史上的振幅。換手率方面，2017年全部A股的換手率為428%，遠高於美股116%的換手率，而其中權益類公募基金的年度換手率為297%，也遠高於美股權益類基金26%的換手率；三是A股中配置資金的力量也較弱，截止2017年我國跟蹤指數的基金規模占權益類基金比重為28%，僅相當於美股十年前的水平。

從交易型市場走向配置型市場的路徑。回顧1980年代後美國股市變遷的制度改革路徑。在1980年代之後美國機構投資者進入快速發展階段，美國機構投資者的迅速發展主要源於兩方面變化：首先，美國從1981-2000年持續的慢牛市為培育機構投資者創造了良好條件；其次，以401（K）為代表的美國養老金制度推動了美國機構投資者的發展壯大。我國機構資金入市和發行制度改革的進程在進一步加快。為了建立成熟的養老體系以及進一步發展和完善資本市場功能，我國一方面正在積極發展並推動我國養老資金入市，提高資本市場對外資的開放程度；另一方面也在積極的吸納更多優質的高新技術企業上市。

從美國經驗看我國未來市場演變。參考海外經驗，成熟的配置型市場中波動率和換手率都較低。參考海外資本市場發展經驗，美國、韓國股市在由交易型轉向配置型後，隨著機構投資者（含外資）占比上升，股市波動率明顯下降。未來隨著我國機構投資者的不斷發展壯大、養老金入市的進程加快、以及A股擴大對外開放，機構資金有望成為未來A股增量資金的主要來源，機構投資者主導的市場將會更平穩。成熟配置型市場中，龍頭公司優勢更明顯。我們認為，未來國內機構投資者和外資

在市場中占比不斷提升有望強化A股中行業龍頭估值溢價的現象。A股機構與外資投資者占比上升階段，龍頭有望持續享受估值溢價。

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

基於因子剝離的FOF 擇基邏輯系列十一——基金市場擇時與風格擇時能力探究（下）

上一篇報告中重點介紹的HM與TM兩大經典的擇時能力分析模型在實際使用中實則存在一定的缺陷。本篇報告首先對經典模型的潛在問題進行反思，並給出一些評估基金擇時能力的替代方案，以供投資者參考。

經典的HM與TM模型所存在的問題：TM模型假設了基金經理對Beta的調整是如同二次項變化軌跡的“循序漸進模式”，而HM模型假設了基金經理對Beta的調整是“兩值控制模式”，兩者均與基金經理的實際操作方式之間存在差距。再者，HM模型和TM模型均是將分析窗口中的全序列數據納入回歸，不同市場環境下的數據之間會互相擾動，從而對Beta的估計產生影響。最後，HM模型和TM模型均是以同期變化為前提來刻畫擇時行為，基金經理的提前佈局也是擇時能力的體現，卻無法被經典模型所捕捉到。

判定基金的擇時能力的替代方案。通過反例分析，我們進一步確認了經典的擇時能力識別模型存在短板，在實際分析中會誤判一些事實上存在擇時能力的基金。因此，我們試圖探究其他替代性方案，以對基金的擇時能力做補充識別——將基金的滾動Beta暴露對市場/風格的同期收益做回歸，以回歸係數的顯著性判定基金的擇時能力。

替代模型的測試效果。無論市場擇時還是兩種風格擇時，替代模型下被認為具備擇時能力的基金占比均明顯高於經典模型。顯而易見，替代模型在鑒定基金的風格擇時能力時，有更高的包容度。從替代模型的統計結果中看，具備市場擇時能力的基金占比35.2%，而具備市值風格擇時能力以及價值風格擇時能力的基金約55.2%與45.7%。跨期穩定性檢驗顯示三種風格擇時能力均存在一定的穩定性。綜上，我們建議在實際的基金擇時能力研究中，綜合定量分析方法下的經典模型與替代模型以及定性分析方法，獲得更為穩健的結論以應用於FOF投資。

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

公用事業：天然氣三部曲之中游篇：需求增長強勁，儲運設施建設成保供關鍵

政策利好天然氣發展。在節能環保需求驅動，尤其是京津冀地區霧霾治理的背景下，“十三五”提出進一步提升天然氣消費比重至8.3%-10%，逐步把天然氣培育成主體能源之一。從短期看，國家能源局印發的《2018年能源工作指導意見》要求到2018年，天然氣消費比重提高至7.5%左右，提高天然氣供應保障能力。

我國天然氣產銷不平衡的特性造成天然氣消費的結構性短缺。國內天然氣的產銷不平衡主要包括天然氣氣源分佈集中，非氣源地消費占比逐漸上升以及用氣峰穀差大三個方面。天然氣生產、運輸要求平穩、連續，才能實現生產運輸設施的充分利用，實現經濟效益最大化；而天然氣消費量隨地域及時間波動，具有不均衡性。產銷不平衡導致對天然氣中游輸氣管網建設及儲氣調峰設施建設的需求上升。

預計未來天然氣進口持續高增，LNG占進口比重達到60%。根據《能源發展“十三五”規劃》、《天然氣發展“十三五”規劃》等政策的指導，我們預計我國2018-2020年的天然氣需求量分別為2769，3213，3737億立方米，對應增長率為17%，16%及16%；天然氣產量分別為1600，1868，2135億立方米，對應增長率為8%，17%，14%；天然氣進口量分別為1169，1345，1602億立方米，對應增長率為27%，15%，19%。進口結構中，我們預計2018-2020年的管道氣進口量分別為473，525，683億立方米，對應的增長率分別為11%，11%，30%；LNG進口量分別為696，820，919億立方米，對應增長率為30%，18%和12%，占天然氣進口的比重約為60%。

天然氣缺口嚴峻，儲運設施建設成天然氣保供關鍵。2018年4月出臺的《關於加快儲氣設施建設和完善儲氣調峰輔助服務市場機制的意見》中提出，到2020年，供氣企業擁有不低於其年合同銷售量10%的儲氣能力，縣級以上地方人民政府形成不低於保障本行政區域日均3天需求量的儲氣能力，城鎮燃氣企業形成不低於其年用氣量5%的儲氣能力。目前政府對中游儲運設施建設的鼓勵措施主要包括下放審批權限以及鼓勵社會資本參與兩部分。我國目前的儲氣庫建設以及LNG接收站建設尚不足以應對消費旺季的調峰需求以及突發事件下的應急需求。我們預計由於LNG接收能力不足，而導致2018-2020年LNG進口缺口分別達到72億立方米，191億立方米，263億立方米，亟需新增LNG接收站產能補充氣量缺口。

接收站資源提供寶貴機會窗口。我們認為在未來三年國內天然氣供應整體偏緊的環境下，LNG接收站將為上市公司提供較為廉價且穩定的氣源保障，並通過LNG貿易的形式增加公司的業績彈性。由於LNG接收站的審批及建設需要3年乃至更長的時間週期以及較大規模的資本開支，我們認為現有接收站資源的稀缺性將為公司提供寶貴的機會窗口。建議關注：北京燃氣藍天（06828.HK），深圳燃氣（601139.SH），新奧能源（02688.HK）。

風險提示。宏觀經濟增速不及預期；利率上行推高融資成本；世界石油、天然氣市場價格波動；管道氣進口不及預期；煤改氣進度不及預期；中游儲氣、輸氣設施投資巨大，盈利模式不清晰；政府補貼不明確。

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、董事及僱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。