

## 債券

### 關注新券配置機會（信用風險如何影響轉債？）

近期信用違約頻發。近期市場屢屢爆出信用風險，僅5月以來，就有中安消、盛運環保、神霧環保、凱迪生態等多家上市公司出現債務違約。上一輪違約風險集中爆發是在2016年上半年，主因盈利惡化導致內部現金流下滑，而今年信用風險將再次升溫，所不同的是主要驅動因素為再融資壓力導致的外部現金流萎縮。

轉債信用風險如何？轉債歷史至今尚未出現過信用違約情況，原因有兩點：一是我國信用債打破剛兌的歷史不長，目前債券違約概率依然較低。二是可轉債比一般信用債資質更好，保護條款更多，違約風險也更低。但這也並不表示轉債可以完全不受信用風險的影響。歷史上曾有兩支轉債面臨過信用風險的壓力，即南山轉債和新鋼轉債。最終南山轉債成功轉股退出，新鋼轉債則是回售+到期兌付。

信用風險對轉債市場的影響。1) 信用風險影響股市投資者的風險偏好，由股市下跌引發轉債下跌。此前兩次信用風險集中爆發期，均出現了股市的明顯調整。而3月以來轉債與股市表現不佳，與信用風險事件壓制市場風險偏好也有一定關係。2) 信用風險帶來債市下跌，流動性衝擊或導致轉債遭到拋售。一旦信用風險的爆發引起流動性危機，可能會導致流動性較好的利率債、轉債等遭到拋售錯殺。若本輪信用風險繼續演化至流動性衝擊，轉債短期下跌後可擇機配置。

風險提示：基本面變化、股市波動、貨幣政策不達預期、價格和溢價率調整風險。

## 金融工程

### 行業輪動系列研究11——週期、非週期板塊行業輪動

本文主要嘗試對全行業、週期板塊、非週期板塊分別構建行業輪動模型；並基於簡單的週期、非週期板塊判定方法，結合子板塊（週期、非週期板塊）行業輪動構建複合策略，給出配置建議。

對於週期板塊行業，建議選用歷史基本面、預期基本面、情緒面及估值共4類因子構建複合因子。複合因子多頭組合（得分最高的5個行業）相對於週期行業等權基準年化超額8.34%，月勝率63.64%，最大回撤3.84%，相應的信息比例為1.10。

對於非週期板塊行業，可選用宏觀因子、預期基本面、情緒面以及估值共4類因子構建複合因子。複合因子多頭組合相對於非週期行業等權基準年化超額10.18%，最大回撤3.47%，月勝率71.59%。相應的信息比例為1.82。多空年化收益差為16.01%，最大回撤4.88%，相應的信息比例為1.71。

對於全市場29個一級行業，可選用宏觀因子、預期ROE變化和預期ROE上調比例3個因子構建複合因子。多頭組合相對於全行業等權基準年化超額16.36%，月勝率67.42%，最大回撤9.30%，相應的信息比例為1.40。多空

年化收益差為28.46%，月勝率67.42%，相應的信息比例為1.46。截止5月底，多頭組合2018年以來絕對收益為0.46%，跑贏等權基準7.53%。

基於全市場行業打分模型，還可對週期、非週期板塊的輪動進行判定。判定為週期板塊時等權配置週期行業，判定為非週期板塊時等權配置非週期行業的板塊輪動策略，其年化收益15.52%，相對於全行業等權基準年化超額9.66%，最大回撤5.86%。從統計結果來看，板塊輪動判定準確率為62.92%。

基於板塊輪動和板塊內行業輪動可構建複合策略。策略多頭組合年化收益30.80%，相對於等權基準超額24.94%，最大回撤5.15%，月勝率70.79%，相應的信息比例為1.84。

風險提示：模型誤設風險，因子失效風險。

## 行業主題

### 鋼鐵：鋼企盈利保持高位，需求淡季仍是考驗

上周庫存降幅明顯下降但仍比同期較快。上周Mysteel26城市社會庫存下降37萬噸，環比縮小13萬噸，其中螺紋降22萬噸，環比縮小7萬噸。雖然下降縮小幅度明顯，但相比同期仍然較快。

下游消費仍舊旺盛。從高爐開工率看，目前生鐵和煉鋼產量居於高位，同時鋼材鋼廠庫存和社會庫存也在下降，顯示目前鋼材消費很旺。

鋼企盈利小幅震盪。最近期貨價格反彈較多，燃料價格漲幅其次，鋼材現貨價格波動則較小，綜合作用下，目前鋼企盈利波動不大，分產品上看熱軋板卷和中板盈利居於高位，冷軋板卷較弱，我們認為這顯示下游裝備製造業需求好於消費製造業用鋼需求。

總體上我們認為下半年鋼價仍有壓力。按照統計局鋼材產量計算，2017年7月-11月日均鋼材消費291.4萬噸；而按照粗鋼產量計算，去年7月-11月日均鋼材消費213.4萬噸。但冬季採暖結束以後，目前前者日均供應達到303萬噸，高於去年下半年日均消費水平4%，後者日均供應達近240萬噸，高了12%。我們認為隨著粗鋼、鋼材產量提升，下游需求淡季即將到來，下半年鋼價或仍有壓力。

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。