

2018年6月29日

銷售部 - 投資策略

宏觀

實體經濟觀察

需求：下游地產、乘用車走弱，家電弱改善，紡服、文娛走弱。中游鋼鐵、化工走弱，水泥改善。上游煤炭分化，有色、交運均走弱。

價格：5月70城房價漲幅回升，上周國內生資價格漲跌互現，布油價格回落。

庫存：下游地產回補，乘用車去化，中游鋼鐵、水泥、化工均回補，上游煤炭回補，有色分化。下游行業：

地產：6月41城地產銷量降幅擴大，上周百城土地成交略升。乘用車：6月前三周乘用車批零增速轉負，上周開工率回升。家電：5月三大白電產量增速漲多跌少，出口增速全線下滑。紡織服裝：5月子行業收入增速漲少跌多，內需仍較羸弱。文體娛樂：上周電影票房人次同環比均降，需求有所放緩。

中遊行業：

鋼鐵：上周鋼價分化、庫存回補，6月上旬粗鋼產量增速回落。水泥：上周全國水泥均價震盪上行，庫容比仍處歷史新低。化工：上周PTA產業鏈價格普遍回落，開工下滑，庫存回補。機械：5月各子行業收入增速普遍下滑，需求明顯回落。電力：6月以來發電耗煤增速回落，工業生產或明顯轉弱。上游行業：

煤炭：上周煤價漲跌平互現，電廠、鋼廠庫存雙雙回補。有色：上周LME銅、鋁價格均降，銅庫存升、鋁庫存降。大宗商品：上周布油價格回落，CRB指數下行，美元指數回升。交通運輸：上周BDI、CCFI指數均降，公路物流運價指數回升。

金融工程

中國組合基金（FOF/MOM）全圖景

本文嘗試對目前國內現存的組合基金情況進行梳理，使投資人能對這類型基金有一個更為全面的認識。

公募組合基金：作為唯一一隻偏權益類的FOF基金，海富通聚優精選走勢與滬深300走勢較為一致，但總體弱於滬深300；截止到18年5月31日，5只採取風險平價策略以及偏固定收益戰略配置的FOF基金跑輸中證股債風險平價指數和中證多資產風險平價指數。

保險組合基金：不同類型的保險組合基金展現了不同的收益風險特徵，且較為符合產品類型定位；保險組合基金表現整體較為穩健，回撤控制較好。

券商組合基金：券商FOF基金過去一年平均收益3.10%低於券商MOM的平均收益7.59%，兩者回撤分別為8.24%及8.34%，回撤水平總體相當。

私募組合基金：私募組合基金平均收益6.60%，平均最大回撤9.47%。

總體而言，過去1年，保險、券商、私募機構發行的組合基金平均收益均為正，總體表現良好，公募組合基金成立僅滿半年，未來業績還有待考察；過去1年，保險機構的組合基金平均收益及回撤情況控制最好，不過由於保險機構公開可查詢數據較少，該結果也可能是底層數據的缺失導致的。從基金收益明細數據來看，公募組合基金業績方差最小，其次為保險組合基金、券商組合基金，私募組合基金方差最大，一定程度反映了不同類型的管理人操作風格的差異大小。

風險提示：本報告測算結果是基於樣本基金歷史表現進行的客觀分析，樣本基金的底層數據可能存在錯漏導致結果偏差，本報告涉及的基金不構成投資建議。

滬深300 VS 中證500——指數輪動研究

由於指數輪動模型假定存在某些指標與指數收益差存在穩定的跨期相關性，擇時指標的構建很大程度上決定了模型最終的擇時效果。對於不同的指數收益差，有效的擇時指標可能會有所不同。本文以滬深300/中證500指數輪動為例，首先使用債券市場以及股票市場的相關數據構建了擇時指標備選庫。

基於上述備選庫，投資者可從指標平穩性、跨期相關性以及路徑依賴性三個角度對於指標的擇時效果進行評價分析，從而篩選得到穩健的指數輪動擇時指標。

平穩性：本文在檢驗擇時指標序列平穩性時主要使用ADF檢驗。由於本文使用時間序列回歸預測指數相對強弱概率從而輔助進行指數輪動，若擇時變量不平穩，則存在偽回歸的可能。

跨期相關性：考慮到實際進行指數輪動時，模型依賴擇時指標與未來指數收益差的相關性，本文使用期初計算可得的擇時指標值與該期指數收益差的相關性來評價擇時指標的有效性。

路徑依賴性：由於實際進行指數輪動時，投資者操作時點各不相同。因此本文對於指標擇時效果的路徑依賴性進行了檢驗，最終選取對於不同路徑都具有較好擇時效果的指標進行指數輪動。在構建多條路徑時，本文首先構建從本月末到下月末的路徑，然後以1天為單位進行平移，得到其他回測路徑。

總體上看，利率類指標、波動率類指標以及估值類指標在月頻調倉下對於未來1個月滬深300指數與中證500指數收益差具有較強的預測效果。基於相關結果，我們分別構建了月度輪動模型以及季度模型。

風險提示：市場系統性風險、資產流動性風險以及政策變動風險會對策略表現產生較大影響。

行業研究

建築材料：緊守現金流、確定性，擁抱龍頭

水泥：需求總量維持韌性、區域呈現分化，協同控量保價有望助力盈利持續維持高位。需求面，2018年1~5月地產投資增速堅挺對沖基建投資增速下行，水泥需求微幅負增長（-0.8%），但區域上“南強北弱”特徵明顯；供給面，協同控量保價聯盟堅固，行業盈利表現維持強勢。2018年下半年仍處於去杠杆大環境，基建投資預期偏弱，但地產低庫存水平下，地產投資有望助力水泥需求維持一定韌性；在供給側改革、環保大環境下，“去產量”有望延續，將助力行業盈利中樞維持高位。

玻璃：下半年盈利彈性需關注竣工節奏和外生衝擊對產能的影響。2015年底以來受益於地產需求回升以及庫存週期驅動，行業景氣明顯復蘇至2017年高位，2018年初以來受需求偏弱影響，玻璃價格高位有所回落，同時純鹼價格底部回升，盈利環比雖有所回落但總體仍處較高水平。前期高盈利或驅動冷修產能複產進程加快，我們預計玻璃供給存在一定新增產能壓力，後續盈利恢復情況關注竣工節奏和外生衝擊方面（如環保關停）對玻璃產能的影響。

裝飾建材：看好優質龍頭超越週期的能力。隨著地產調控政策持續加緊以及三四線城市棚改效應減弱，地產銷售增速持續回落，預計後續裝飾建材需求增速可能有所放緩；中長期看，裝飾建材龍頭公司市占率不高，“大行業小公司”特徵明顯，隨著消費升級推進以及地產集中度提升，龍頭市場份額將相應提升，業績有望穿越地產週期。而部分環保壓力較大的裝飾建材如石膏板，中長期看有望持續享受對行業定價權。

玻纖：增長確定性強，龍頭有望維持穩健增長。玻纖整體需求不錯，受益於歐美經濟復蘇、國內應用的結構性改善；近期對行業景氣預期的分歧在於需求對新增產能的消化能力、全球貿易環境對全球經濟增速的影響；中長期來看行業產品升級、滲透率提升，中國巨石等龍頭有望通過量增、產品結構優化及國際化獲得穩健增長。

投資主線：緊守現金流、確定性，擁抱龍頭

優選子板塊，如需求增長持續性預期較強的玻纖、龍頭通過供給的力量實現價格控制力的水泥/石膏板、龍頭有份額提升的成長邏輯的裝飾建材、非地產產業鏈新材料等。個股緊守龍頭策略，去杠杆大環境下重視企業內生創造現金流能力。

水泥中期盈利有望維持高位，現金流表現優異，個股繼續推薦海螺水泥，建議關注華新水泥、萬年青、上峰水泥。

裝飾建材：1) 我們認為，在宏觀杠杆環境下，對資金依賴度低、具備明顯品牌護城河、現金流/分紅充沛的裝飾建材有望獲得一定溢價，基於此我們推薦偉星新材（家裝PPR管道龍頭，積極開拓新產品，低杠杆，高分紅，具備價值股屬性）、北新建材（環保驅動競爭格局進一步改善，持續通過收購/新建，份額進一步提升，作為絕對龍頭、定價權強）；2) 基於裝飾建材產業趨勢，綁定大開發商的企業有望長期受益下游集中度的提升，我們長期看好東方雨虹（防水行業唯一龍頭，品類擴充有望“再造一個雨虹”）、三棵樹（內資塗料品牌第一梯隊，市占率提升及品類擴充空間大）、建議關注帝歐家居（瓷磚行業龍頭，綁定開發商擴充份額戰略執行力強）。

玻纖產業鏈增長確定性強，繼續看好全球龍頭中國巨石（基本面維持強勢、資產運轉效率及現金流質量不錯）；此外，建議關注產業發展趨勢好、主導產品份額提升、新產品開拓能力強的新材料公司：如纖維製品龍頭再升科技、陶瓷纖維及岩棉龍頭魯陽節能、石英材料龍頭菲利華/石英股份等。

風險提示：地產、基建投資增速超預期下滑；上游原材料價格超預期上漲。

固定收益

中國債券違約率研究——債券違約率的測算與國際比較

面對本輪債券違約潮，央行、銀保監會、證監會等曾在不同場合提到了債券違約率的概念，基本觀點是中國目前債券違約率不高，違約風險可控。那麼，監管層所關注的“違約率”是如何計算的？與國際主流的測算方法有何差異？與國際相比，目前中國的債券違約率到底是什麼水平？債券違約率會改變監管的方向嗎？本文嘗試回答上述問題。

我國目前違約率現狀及國際比較。根據我們測算，2014-2017年初的存量信用債發行主體在第一個投資期內的邊際違約率分別為0.14%、0.40%、0.48%、0.28%，而穆迪披露的全球企業2014-2017邊際違約率為0.94%、1.75%、2.14%和1.41%，中國顯著低於國際水平。中國前一年至前五年的平均累計違約率分別為0.39%、0.87%、1.34%、1.77%和2.27%，而穆迪披露的全球數據為1.53%、3.06%、4.45%、5.66%和6.68%，中國也明顯較低。但如果對2018年進行簡單估算，2018年邊際違約率達到0.59%，較2017年翻了一倍還多，與國際水平差距或將縮窄。

我國債券違約率為何較低？主要源於以下幾個方面：一是債券發行仍有較高的門檻，沒有真正意義上的垃圾債，客觀上造成債券發行人資質相對較好；二是剛兌仍未完全打破，債券發行人和相關利益方都有較強的動力保剛兌（尤其是對於公募債）。當然，也有技術上的原因導致違約率被低估。一是我國計算違約率的時候，沒有考慮貸款違約，而國際評級機構在計算違約率的時候均同時考慮了貸款和債券；二是16年之前發行的債券很多未設置交叉違約條款；三是我國債券違約率數據時間跨度很短，而穆迪已有上百年，我國的債券違約率可信度和代表性都相對較低。

債券違約率會改變監管方向嗎？監管層作出當前債市違約風險可控的判斷的主要依據是我國債券違約率與國際水平相比較低。從這個角度來看，未來監管方向的改變取決於兩點，一是未來債券違約率將如何變化，二是能否達到甚至超過國際一般水平。1) 對於第一點，我們認為違約個數和違約金額都趨於上升，從而推動監管口徑違約率上行。據我們測算，到2018年底銀保監會口徑的“債券未兌付金額/信用債存量”將上升0.06個百分點達到0.49%。2) 對於第二點，嚴格意義上來講，監管口徑的違約率在國際上很難找到可比數據。一是監管口徑的債券違約率是基於債券未兌付金額，而國際評級機構大多是基於違約主體數量。二是監管口徑的違約率分子上的未兌付金額是存量的概念，而國際評級機構發佈的針對具體時間（如2017年）的違約率一般都是邊際違約率，分子上是這段時間的新增違約主體個數，是流量概念。

監管口徑違約率的國際比較。未兌付債券餘額可以通過違約金額和最終違約回收率進行估算，債券存量可以根據基於金額的債券違約率數據來推算。根據穆迪披露的上述數據，我們估算得到2017年國際上未兌付債券總額占債券存量的比例為0.83%。中國銀保監會口徑的債券違約率約0.43%，低於國際可比值0.4個百分點，根據前文預測，到年底違約率之差或縮窄至0.34個百分點。而如果用監管口徑的違約率與國際上常用的基於違約主體數量的違約率相比，這個差距更大。因而，僅從債券違約率的角度而言，儘管違約率趨於上行，但或難以改變監管方向。

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。