

宏觀

PMI 小幅回落，生產需求均放緩——18年6月全國製造業PMI數據解讀

PMI綜合：6月全國製造業PMI為51.5%，較5月小幅回落0.4%，低於市場預期的51.6%，但在歷年同期中仍處較高水平，也高於上半年均值，指向製造業景氣穩中略降。主要分項指標中，雖然價格小幅反彈，但需求、生產雙雙下滑，拖累PMI回落，而庫存狀況也有所轉差。分規模看，大、中型企業PMI回落，小型企業反彈但仍在線下。分行業看，醫藥、專用設備、計算機通信電子等高技術行業依然領跑。

需求：6月新訂單指數回落至53.2%，新出口訂單指數降至線下的49.8%，指向需求略有轉弱，且主要受到外需拖累。

生產：6月生產指數回落至53.6%，印證6月發電耗煤增速大幅回落至10.4%，以及各主要行業開工率普遍回落，指向生產有所放緩。

庫存：6月原材料庫存指數回落至48.8%，產成品庫存略回升至46.3%，供需雙雙轉弱，令庫存狀況短期轉差。

價格：6月原材料購進價格指數升至57.7%，創下2月以來新高，印證6月煤價、鋼價沖高。預測6月PPI環漲0.3%，同比增速回升至4.6%。

信用風險下的資產表現 ——從美國80年代銀行危機說起

隨著金融監管逐步收緊，近期信用事件頻發，不僅導致低等級信用債市場交易萎縮，同時也對股市產生不利影響。未來信用風險將如何發酵，我們先來看看美國的歷史經驗。

貸款違約升，銀行危機起。銀行監管放鬆，貸款規模擴張。石油危機導致通脹攀升，美聯儲為了抑制通脹，持續提高基準利率，大量中小型存款機構經營困難。為了解決中小機構的經營困局，80年代初監管政策不斷放鬆，小型存款機構借機快速擴張資產規模。當時存款機構的資產擴張主要是依靠貸款投放，而貸款主要投向了地產和能源領域。行業景氣下降，貸款違約激增。但是風雲突變，貸款重點投向的這些行業在80年代中後期均出現了不同程度的調整。伴隨著行業的調整，相關貸款違約率攀升，進而演變成信用風險集中爆發，大量銀行破產倒閉。

危機期調整，危機後慢牛。危機期：信用利差分化，醫療消費堅挺。銀行危機發生期間，美國國債收益率保持穩定，但信用利差出現分化，高等級信用債波動不大，垃圾債收益率飆升。而股票市場方面，危機時期美國股市出現過兩次大幅下跌，分板塊來看，居民消費相關行業的漲幅靠前。危機

後：利率緩慢下行，股市溫和上升。儘管危機期間，美股指數出現過兩次大幅調整，但是如果我們把時間軸拉長來看，80年代以來，美國國債收益率持續緩慢下行，而美國股市也一直處於溫和上升的狀態。資本市場的長期健康發展得益於儲貸危機之後美國投資結構的調整。同時，機構投資者特別是養老金大量流入股市。

一樣的開始，不一樣的結局。之所以研究80年代的美國儲貸危機，是因為目前我國所處的金融環境與當時的美國非常相似。相似之處：資產過快擴張，系統風險積聚。本次信用風險積聚是因為小型銀行和非銀機構的無序擴張，同樣也是金融監管放鬆的產物。同時，和美國一樣，我國大量資金也流向了高風險領域。差別之處：波及範圍更廣，風險基本可控。但是，本次我國信用風險波及範圍更廣，並不僅限於銀行。而更本質的區別是美國的儲貸危機屬被動刺破，而我國的信用風險屬主動管理，因此我國信用風險整體可控。目前，我國還處於信用風險爆發的初級階段，但信用衝擊對我國資本市場的影響不容忽視。

短期陣痛延續，長期充滿希望。隨著下半年信用債到期規模的擴大，預計信用風險事件仍會持續發酵，但不會演變成全面危機。目前我國資本市場的反應與美國當時相似。債市方面，國債收益率和高等級信用債收益率下行，低等級信用債利差擴大；而股市方面，股票市場整體表現較弱，但日常消費和醫療保健等防守型板塊今年以來表現略好於大盤。未來短期內，預計隨著信用風險的發酵，這一趨勢仍會延續。而從長期來看，金融監管的收緊有利於修正目前資本市場的融資結構扭曲，同時針對資管行業的清理和養老金促進政策都有利於投資結構的調整。

因此，堅持金融去杠杆短期內固然會帶來陣痛，但是做正確的事情，中國的資本市場反而將充滿長期希望。

策略

最新一周資金入市合計約淨流出113億元

(1) 預計最新一周資金入市合計約淨流出113億元。最新一周基金發行+融資餘額+滬港通+深港通等合計淨流出113億元，而前一周資金淨流出408億元。其中銀證轉帳2017年6月第3周流出淨額677億元，後續未再公佈該數據；融資餘額減少65億元；公募基金新發行增加13億；滬股通規模增加13億元；深股通規模減少31億元。

(2) 產業資本二級市場淨增持5.59億元。根據WIND統計，截止6月29日當周產業資本在二級市場淨增持5.59億元。其中，主板淨減持3.31億元，中小板淨增持9.20億元，創業板淨減持0.30億元。從行業來看，傳媒增持市值最大，為5.61億元；醫藥減持市值最大，為2.07億元。從個股來看，三七互娛增持市值最大，約7.61億元，東華能源減持市值最大，約1.74億元。

(3) 市場情緒下降。上周年化換手率為152%，前一周178%，07年高點1658%；上周成交量均值為285.46億股，前一周為340.80億股；融資交易占比7.58%，前一周6.96%，歷史高點為19.5%，市場情緒下降。

(4) 融資融券市場看多情緒下降。截止上週五，個股口徑加總的股票融資餘額為8067億元，股票融券餘額為30億元。融資融券餘額全市場流通市值占比為2.69%，融資融券交易在融資融券標的中的交易占比達到14.95%。融資餘額買入力度（融資餘額/周交易額）為104.89%，較前一周下降，融券餘額賣出力度（融券餘額/周交易額）為0.39%，較前一周上升。一周融資買入1120億元，較前一周上升，融券賣出30億元，較前一周上升。股票融資融券市場總淨買入額（淨融資買入額-淨融券賣出額）為-37億元，前一周總淨買入額-356億元。

風險提示：經濟增速下滑超預期或改革推進力度低於預期。

固定收益

券商收益憑證的前世今生

資管新規已經正式實施，理財產品將轉型為淨值型產品，不再保本保收益，券商收益憑證卻可以宣傳保本保收益，需求呈上升態勢。本文對券商收益憑證的發展歷程、市場現狀、產品特性等進行梳理，並對其投資價值和未來發展進行展望。

什麼是券商收益憑證？券商收益憑證是指證券公司依法發行，約定本金和收益的償付與特定標的相關聯的有價證券，目前均為私募發行。18年3月末總存量共8956只，總額4542億元，平均每只0.51億，其中通過報價系統發行的存量2236.2億元；在櫃檯市場上發行存量2305.3億元。收益憑證是券商的一種非公開發行的債務融資工具，而對於投資者而言，收益憑證是一種非標準化的投資產品，有券商的信用作為保障，本質上類似於非標形式的金融債。

收益憑證的產品設計。收益憑證的產品設計十分靈活，種類也十分多樣化。從發行期限上來看，可以從幾天到幾年不等，從18年3月當月發行情況來看，短期產品的比重較高，1個月以內的產品占比17.06%，1-3個月的占24.92%，1年以上的占比僅為17.13%；從收益結構上來看，收益憑證可以劃分為固定收益型、浮動收益型、固定加浮動收益型和二元結構收益型等，其中固定收益型占絕大多數，達90.07%；從本金是否承擔特定標的價格波動的市場風險來看，收益憑證可以劃分為本金保障型和非本金保障型，目前本金保障型的產品較受青睞；對於掛鉤特定標的的產品，其標的的選擇範圍也十分廣泛，包括股權、債權、信用、基金、利率、匯率、指數、期貨及基礎商品等。

為什麼發行收益憑證？對於券商而言，債務融資工具的選擇十分豐富，無論是作為長期工具的證券公司一般債券、次級債，還是作為短期工具的短期融資券，其發行成本都要低於同期的收益憑證。與其他產品相比，收益憑證的優勢一是發行門檻較低以及程序簡便，二是產品設計靈活，還可以與投資者進行一對一協商，可滿足各類型投資者的投資需求；而收益憑證的發行動力來自於券商的資金需求，即融資融券和股權質押等業務。

收益憑證的投資價值幾何？對個人投資者而言具有較大吸引力，一是收益憑證通常承諾保本，而券商的整體信用又相對較高，具有一定的安全性保障；二是收益率有優勢，券商收益憑證收益率一般高於同期限的銀行理財產品和結構性存款，而在理財淨值型轉型後，收益不確定性較淨值型銀行理

財產品要低；三是收益憑證的投資門檻不高，通常只要開通了證券賬戶就可以在OTC渠道認購，起點通常只需要5萬元，較個人投資者投資于交易所債券的門檻低不少；四是種類十分豐富，可以匹配不同的投資需求。此外，由於上市公司閒置資金必須投資於保本產品，或將取代預期收益率型理財產品成為上市公司最青睞的投資品。對機構投資者吸引力有限，但趨於上升。收益憑證是一種非標準化的債權資產，與信託產品、保險債權計劃等類似，而機構投資者投資非標資產存在一定的限制。另外，收益憑證的收益率較其他產品沒有顯著優勢，因此收益憑證對機構投資者的吸引力相對有限。但未來資管產品投資非標要求期限匹配，而其他非標類資產期限偏長，券商收益憑證作為短久期資產吸引力有望上升：一則期限較短且很靈活，可以滿足期限匹配要求；二則作為非標資產可以採用攤余成本法估值，降低估值波動。信用風險整體較低，但並非一定安全。券商收益憑證是券商的一般負債，雖然證券業仍享受牌照紅利且受到較嚴的監管，信用風險相對於一般行業而言整體較低，但歷史上證券業也經歷過大規模的兼併重組，並非萬無一失。且從目前的經營環境看，市場進入週期性低谷，資管和自營業務受制于信用風險上升，股權質押業務受制於市場持續低迷，行業信用資質整體趨降且分化加劇，不排除部分公司出現信用風險。

未來展望：供需兩旺，但總量或存天花板。收益憑證發展迅速，目前存量約為4542億元。依照監管要求測算，收益憑證的發行上限約為8320億元，仍有3778億的發行空間。從投資需求上來看，資管新規實施後保本保收益的理財產品不能新增，而銀行結構性存款當前收益率較低，且或面臨較大監管風險，保本高收益的收益憑證有著很大的市場需求。此外，與結構性存款等產品相比，固定收益型收益憑證未來受到強監管的概率相對較小。因此，未來券商收益憑證可能呈現供需兩旺的局面，但規模總量存在天花板，銀行理財產品淨值型轉型後，個人投資者可以參與，私募的資管產品轉型淨值型後也可關注。

供應鏈金融ABS為何物？——資產證券化系列研究之二

供應鏈金融ABS近來獲得了快速的發展，供應鏈金融對批量挖掘融資需求、填補中小企業融資空白有著重要作用，當前體量已近千億，發行主體和基礎資產也在多樣化。

何為供應鏈金融ABS？1) 傳統融資模式：中小企業融資難。在供應鏈中，處於中上游的供應商對核心企業（供應鏈中的強勢企業）依賴性很強，議價地位較弱，往往通過賒銷的方式以獲得長期合作。為加快資金周轉，中小供應商往往將應收賬款（或其他應收債權）進行質押融入資金，以支持賒銷交易下自身企業的正常運轉，但受制於償債能力和信用水平的不足，這種融資方式十分困難。2) 供應鏈金融：以核心企業為依託進行全供應鏈融資。供應鏈金融是以核心企業的信用作為保障，在真實的貿易背景下通過應收賬款質押、貨權質押等手段融入資金，注入到整個供應鏈中，為供應鏈上下游企業提供資金融通。在這種模式下，對於資金供給方，可以做到以核心企業為抓手點，批量挖掘整個供應鏈上的中小企業，授信主體由原來的“N”家供應商轉為了“1”家核心企業，資金風險敞口也隨之轉到了核心企業；供應鏈上的中小企業則受益於核心企業的信用支持，能夠獲得更多的融資機會和更低的融資成本。3) 供應鏈金融ABS：資產證券化形式的供應鏈金融。供應鏈金融ABS是供應鏈金融基礎上發展起來的，受益於資產證券化，企業融資的規模和效率大大提高，資金成本也隨之降低；與傳統的貿易類應收賬款ABS相比，由於擁有核心企業的信用保障，供應鏈金融ABS產品的信用等級大幅提升，融資能力更強。

供應鏈金融ABS發展現狀及產品特徵。1) 發行量迅速增加。在2016年之前就有一些保理ABS產品和小額貸款ABS產品為供應鏈中的中小企業提供融資支持，但真正意義上的第一筆供應鏈金融ABS是2016年4月出現的。此後得益於國家的政策支持，供應鏈金融ABS的發行量迅速增加。截至18年5月底，已經發行的供應鏈金融ABS共計102筆，總金額為942億元，其中2017年發行了52筆，總金額490.2億元；2018年1-5月發行了42筆，總金額為359.4億元，發行節奏逐漸加快。2) 未來體量可觀。截至18年5月底處於發行中和待發行的供應鏈金融ABS產品共計35項，總金額為2143.3億元，其中多個項目會分批進行發行，發行週期較長；在審批過程中的產品共計31項，總金額為2078.4億元，未來體量可觀。3) 房企為主，主體逐漸多元化。已經發行的產品中房地產供應鏈金融ABS占了近9成，發行主體主要是萬科和碧桂園，此外新興企業供應鏈金融ABS近來也逐漸增多，包括一些新能源汽車、共享出行及智能家居領域的企業也在參與進來。4) 產品特徵：多數不設分級，期限短、評級高。有金額占比超過70%的供應鏈金融ABS產品只設置了一檔資產支持證券，不設次級檔，像萬科、碧桂園發行的供應鏈ABS產品主要就是採取的這種產品結構。現已發行的供應鏈金融ABS產品期限偏短，大多數（金額占比63%）在半年到一年左右，且多帶有提前償還條款。受益於發行主體的高評級，現已發行的優先級產品的信用評級絕大多數（金額占比87%）為AAA等級。

供應鏈金融ABS收益率在什麼水平？從與同期限、同評級中票的利差水平看，16年至18年5月，AAA等級供應鏈金融ABS的信用利差均值約為113BP，AA+等級供應鏈金融ABS的信用利差均值約為137BP，且有逐漸走高的趨勢。供應鏈金融ABS在發展初期的利率明顯較低，主要是因為此時發行主體主要是龍頭房企，資質較高，但隨著發行供應鏈金融ABS的主體出現多樣化，發行主體整體的信用水平有所下降，供應鏈金融ABS產品的平均發行利率也逐漸貼近於其他類型的ABS產品。

供應鏈金融ABS還適合哪些行業？從基礎資產的角度看，供應鏈金融ABS底層資產大多為應收賬款，因此像建築裝飾、機械、電氣設備、汽車、醫藥、電子、化工等應收賬款累計較高的行業，或者像計算機通信這種應收賬款周轉天數較長的行業，是供應鏈金融潛在需求高的行業，應該是我國供應鏈金融服務的主要對象。從目前我國供應鏈金融服務業務的開展情況看，根據《2017中國供應鏈金融調研報告》顯示，涉足物流企業的供應鏈金融服務公司相對數量較多，其次為大宗商品，包括鋼鐵，有色及農產品等，第三位零售業，第四、第五是供應鏈金融的傳統優勢領域：汽車及電子電器。從這些行業供應鏈金融服務的基礎上衍生出供應鏈金融ABS的空間較大。

金融工程

解禁、兩融、陸股通、股票質押的截面溢價

考察事件或因子的溢價。與連續型的指標不同，限售股解禁、融資融券、陸股通、股票質押等事件或相關指標並不是在所有股票上都存在賦值的。因此本文使用截面回歸的方法，考察上述指標對股票未來收益的影響。

限售股解禁。相關性分析發現，限售股解禁規模對市場指數未必會產生預期的負面影響。不過，如果股票在未來存在限售股解禁事件，會存在不能被常見選股因子所解釋的負向收益。並且，隨著解禁規模的上升，負向超額收益的幅度也會隨之上升。

融資融券。A股市場的兩融業務規模相對有限，無論是刻畫是否為融資融券標的的虛擬變量，還是融資、融券餘額除以流通股本得到的融資、融券比例，與股票未來收益之間都不存在顯著的相關性。

陸股通。相比是否為陸股通標的，陸股通持股比例對股票收益的影響更為直接。從僅有的14個月樣本來看，陸股通持股比例與股票未來收益之間存在顯著的正相關性。

股票質押。研究發現，在剔除其他因素的影響後，高股票質押比例的公司具有更高的收益。不過，這種現象在大市值股票中並不存在，而在中小市值股票中則更為明顯。因此，股票質押比例是典型的風險溢價。

風險提示：歷史規律變化、統計模型失效。

行業研究

農業：禽產業鏈迎來年內景氣高點，關注相關個股投資機會

我們認為，今年雞苗供應的核心影響變量為2015-2017年引種量，以及2017年的換羽情況。從引種量來看，2015年以來均處於歷史低位；從換羽情況來看，2017年由於行情低迷，祖代、父母代換羽較少，2018年雞苗供應量整體處於歷年低位。

按照白羽肉雞正常飼養週期，我們分別從在產祖代雞存欄量與父母代雞苗銷量推算2018年各月以及各季度毛雞出欄情況，均發現對應3季度的毛雞出欄量位於全年低點。從年內的飼養計劃出發，由於夏季炎熱高溫，多數養殖場的飼養密度會相應下調，毛雞生長速度也會放慢，都會導致供應量的收縮。

從需求端來看，按照季節性規律，3季度一般將會迎來雞肉需求旺季。一方面，夏季是燒烤消費的主要時間段，對雞肉產品需求量較大；另一方面，8月份提前集中備貨以供學校團膳之需也會顯著增加雞肉消費量。我們統計了2013-2017年月度以及季度肉毛雞和肉雞苗平均價格，發現3季度價格顯著高於其它季度。

2季度以來，毛雞價格緩慢上行，目前已處於8元/公斤以上的較高水平，也反映了毛雞供需格局已經開始偏緊；目前價格水平下，商品代肉雞養殖環節已經具有較好的收益，而屠宰環節隨著肉品價格的上行，也逐漸扭虧為盈。我們看好禽鏈景氣度在3季度將繼續上行，重點關注聖農發展、仙壇股份以及禽屠宰業務占比較大的禾豐牧業。

風險提示：農產品價格大幅下滑。

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。