

固定收益

監管未變尺度放寬，信用凍結有望緩解——資管新規配套細則點評

7月20日，央行發佈《關於進一步明確規範金融機構資產管理業務指導意見有關事項的通知》，銀保監會發佈《商業銀行理財業務監督管理辦法（徵求意見稿）》，證監會發佈《證券期貨經營機構私募資產管理業務管理辦法（徵求意見稿）》及《證券期貨經營機構私募資產管理計劃運作管理規定（徵求意見稿）》。

監管方向未變，執行尺度放寬。《央行通知》可以看做是對資管新規的執行細則，資管新規中打破剛兌、消除嵌套、統一監管等原則並未改變。但在非標投資、壓縮節奏、計價方式等方面較市場最悲觀預期有所放寬，更確切地說是對資管新規中上述比較模糊的規定進一步明確。理財新規作為資管新規配套細則，也完全貫徹了資管新規和《央行通知》的精神。執行尺度放寬主因2018年以來非標融資驟降、實體再融資壓力增大、信用違約頻發，適當放鬆有利於更加平穩地執行，緩解信用緊縮壓力。

明確公募資管產品可投資非標。根據資管新規，公募資管產品主要投資標準化資產，市場一度解讀為不可投資非標，但《央行通知》則明確公募資管產品可投資非標，進而公募銀行理財產品亦可投資非標資產，但需滿足現有的額度規定並新增期限匹配和集中度要求。明確公募產品可投一定程度上有利於緩解非標收縮壓力，但因長期限理財產品發行難度大，期限匹配仍是較大掣肘，非標仍趨萎縮，非標資產期限或趨短期化。

明確老產品可有條件投資新資產。《央行通知》明確金融機構發行的老產品可以投資新資產，只需要滿足總規模不增加，這意味著現有的銀行理財資金池仍可投資非標、債券類資產。有利於恢復之前因觀望而停止的老產品的投資能力，緩解實體再融資壓力。

擴大攤余成本法適用範圍。《央行通知》明確過渡期內允許封閉期半年以上的定開產品、銀行現金管理類理財產品採用攤余成本法計量。這意味著“類貨基”理財等產品可暫參照貨幣市場基金“攤余成本法估值+影子價格法監控”的估值方法，根據資管新規偏離度設置為5%。但過渡期結束後是否繼續沿用這一規定仍有不確定性，對上述產品的規模形成制約。

自主確定壓縮節奏，促進非標回表。銀行可在過渡期內自主確定老產品的壓縮清理節奏，而非設置一刀切的收縮進度要求，有利於穩定市場預期，防止理財產品規模大幅下降，從而促進資管機構平穩轉型。通過放寬MPA考核、支持銀行補充資本等支持非標回表，且明確了過渡期後未回表的也可妥善處理。但受貸款政策限制，並非所有非標都能順利回表，政策實際效果仍待觀察。

規範結構性存款。《理財新規（徵求意見稿）》規定保本理財必須按照結構性存款或者其他存款進行管理，並從交易資格、交易行為真實性、納入表內核算等方面，對結構性存款進行規範。一方面，結構性存款應當納入表內核算，繳納存款準備金和存款保險保費，相關資產應計提資本和撥備。另一方面，銀行開展結構性存款業務，需具備相應的衍生產品交易業務資格等；衍生產品交易部分應有真實的交易對手和交易行為。

市場影響：監管靴子落地，信用有望解凍。第一，監管靴子落地，緩解觀望情緒。此前監管細則遲遲未能落地使得機構一度進入觀望期，理財新規靴子落地有利於機構根據監管細則恢復產品發行與資產配置行為。第二，監管邊際放鬆，貨幣維持偏松。理財新規放寬意味著金融監管邊際放鬆，為呵護資管產品平穩轉型，貨幣政策或維持偏松，利好資金面與短端利率。第三，公募理財或可直接投資股票。理財新規明確理財產品不得分級，新發理財通過優先級投資權益類資產的路徑被堵，但放開了公募理財投資股票型基金，而公募理財或可直接投資股票，具體規定尚待制定。第四，利好利率債與高等級信用債，尤其是短久期品種。理財新規與資管新規打破剛兌的精神一致，機構風險偏好趨降，利好利率債與高等級信用債。另外，理財新規將理財門檻從5萬元大幅降低至1萬元，允許封閉期在半年以上的定期開放式產品、銀行現金管理類理財產品採用攤余成本法計量，這都將利好短久期理財產品的發行，進而利好短久期債券，尤其是2020年底之前到期的。第五，信用有望解凍。《央行通知》與《理財新規》均緩解非標資產處置壓力，央行近期也通過MLF資金支持銀行投資信用債，利於解凍低等級流動性，債券結構性牛市進入新階段，優質AA+及以上信用債配置價值顯現。

債券牛市進階，優質信用接力

監管尺度放鬆。在非標投資方面，此前市場一度解讀為公募資管產品不可以投資非標資產，但《央行通知》明確公募資管產品可以投資非標，但需滿足現有的額度規定並新增期限匹配和集中度要求。同時銀行可在過渡期內自主確定老產品的壓縮清理節奏，而非如此前的每年壓縮1/3，不設置一刀切的收縮進度要求，有利於穩定市場預期，防止理財產品規模大幅下降，從而促進資管機構平穩轉型。

而老產品在過渡期內可以投資新資產，只需要滿足總規模不增加，且需要滿足所投資新資產的到期日不得晚於2020年底。

信用有望解凍。資管新規的細則落地有望緩解投資機構的觀望情緒，有利於機構根據監管細則恢復產品發行與資產配置行為。

按照細則，銀行理財可以暫緩對存量非標資產的處置，這樣可以降低非標融資短期大幅萎縮的壓力，防止出現短期非標集中到期無法兌付的風險。恢復之前因觀望而停止的老產品的投資能力，也有助於緩解實體再融資壓力。

此外，央行近期也通過MLF資金支持銀行投資信用債，由於是給銀行配套了增量MLF資金，因此效果也很明顯，上周信用債市場明顯活躍，AA和AA+級企業債利率的下行幅度都在10bp以上。

監管尺度放鬆。在非標投資方面，此前市場一度解讀為公募資管產品不可以投資非標資產，但《央行通知》明確公募資管產品可以投資非標，但需滿足現有的額度規定並新增期限匹配和集中度要求。同時銀行可在過渡期內自主確定老產品的壓縮清理節奏，而非如此前的每年壓縮1/3，不設置一刀切的收縮進度要求，有利於穩定市場預期，防止理財產品規模大幅下降，從而促進資管機構平穩轉型。

而老產品在過渡期內可以投資新資產，只需要滿足總規模不增加，且需要滿足所投資新資產的到期日不得晚於2020年底。

信用有望解凍。資管新規的細則落地有望緩解投資機構的觀望情緒，有利於機構根據監管細則恢復產品發行與資產配置行為。

按照細則，銀行理財可以暫緩對存量非標資產的處置，這樣可以降低非標融資短期大幅萎縮的壓力，防止出現短期非標集中到期無法兌付的風險。恢復之前因觀望而停止的老產品的投資能力，也有助於緩解實體再融資壓力。

此外，央行近期也通過MLF資金支持銀行投資信用債，由於是給銀行配套了增量MLF資金，因此效果也很明顯，上周信用債市場明顯活躍，AA和AA+級企業債利率的下行幅度都在10bp以上。

策略

基金持倉明顯向消費集中——基金2018年二季報點評

核心結論：①18Q2普通股票型基金倉位下降2.5個百分點。以基金重倉股為樣本，剔除港股後18Q2消費股市值占比較Q1上升8.3個百分點至47.5%。②醫藥、白酒、計算機市值占比上升最明顯，分別為3.2、2.9、1.3個百分點，銀行、電力設備、電子下降最明顯，分別為2.0、1.7、1.1個百分點。③以滬深300為基準，銀行、證券、保險低配最明顯，分別為12.5、6.7、3.6個百分點，醫藥、電子、白酒超配最明顯，分別為8.2、4、4個百分點。

目前主動偏股型基金2018年二季報已基本披露（披露率97.3%），我們以基金重倉股為樣本分析。18年第二季度基金股票倉位整體下降。18Q2普通股票型、偏股混合型、靈活配置型基金倉位分別為83.3%、79.9%、59.8%，較18Q1分別下降2.5、下降3.1、上升1.6個百分點，倉位整體下降。

風格特徵：略微偏向價值。18Q2基金重倉股（剔除港股）中上證50成分股市值占比環比上升2個百分點至20.8%，略低於10年以來的均值21.3%，目前處於13Q2水平，中證100成分股占比環比上升1.3個百分點至38.4%，高於10年以來的均值35.3%，處於13Q3-Q4的水平；主板市值占比由跌轉升，環比上升0.4個百分點至60.8%，處在14Q1水平，低於2010年以來的均值67.4%；中小板18Q2市值占比環比下降0.8個百分點至21.9%，高於2010年以來的均值20.3%；創業板18Q2市值占比依舊為13.1%，高於2010年以來的均值11.7%，處在13 Q4水平。港股占比4.3%，季度環比上升0.5個百分點。

行業特徵：消費市值占比大幅上升，週期、TMT與金融地產占比下降。18Q2基金重倉股（剔除港股）行業分佈中，消費類行業市值占比較大幅上升8.3個百分點至47.5%。其中醫藥市值占比大幅上升3.2個百分點至15.6%，高於2010年以來的均值12.6%，目前處於12Q4-13Q1的水平；白酒市值占比環比大幅上升2.9個百分點至10.2%，高於2010年以來的均值5.6%，處於12Q3-Q4水平。週期性行業市值占比大幅下降4.2個百分點至17.2%。其中電力設備市值占比大幅下降1.7個百分點至2.3%。金融地產行業（包括銀行、非銀與房地產）市值占比整體下降3.2個百分點至12.2%，其中銀行占比環比下降2個百分點至4.1%。TMT環比下降1.0個百分點至19.3%，僅計算機市值占比上升，環比上升1.3個百分點至5.0%，低於2010年以來的均值5.3%，目前處於13 Q3-Q4水平。

持股特徵：集中度小幅回升。18Q2持股規模前10支個股整體市值占比為21.7%，高於10年以來的均值20.1%，處於13Q4的水平，前20支個股整體市值占比為31.6%，高於10年以來的均值30.4%，略低於13Q4的水平。基金重倉股中貴州茅臺、中國平安與格力電器市值占比位列前三：中國平安在連續四個季度位列第一後本季度跌至第二，18Q2整體持股規模為172.6億元（2.94億股），較18Q1下降50.1億元（0.47億股）。

風險提示：報告為基於基金定期報告的客觀分析，所涉及的股票、行業不構成投資建議。

金融工程

監管靴子落地，市場有望上行

從趨勢模型上看，Wind全A指數短期均線和長期均線的距離為-10.51%，相對前一周（-10.67%）有所回升，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數處於20日均線之上。

從量化指標上看，基於滬深300指數的流動性衝擊指標相對前一周（-1.43）繼續下降，一周均值為-1.51，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.51倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率先升後降，週五為0.81，低於前一周（0.94），體現出投資者對上證50ETF短期走勢的謹慎程度有所緩解。漲停板封板率全周均值為61%，賺錢效應低於前一周（64%）。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在八月的上漲概率為62%、54%、62%和88%，漲幅均值為-1.26%、-1.65%、-0.35%和1.25%，漲幅中位數為0.71%、1.20%、3.73%和4.45%，創業板表現較好。

事件驅動上，1. 7月20日晚，央行發佈《關於進一步明確規範金融機構資產管理業務指導意見有關事項的通知》，銀保監會發佈《商業銀行理財業務監督管理辦法（徵求意見稿）》，證監會發佈《證券期貨經營機構私募資產管理業務管理辦法（徵求意見稿）》及《證券期貨經營機構私募資產管理計劃運作管理規定（徵求意見稿）》，明確公募資管產品可以投資非標以及金融機構發行的老產品可以投資新資產。監管方向未變，但邊際有所弱化，有利於緩解信用風險，改善目前企業融資困境，提升投資者風險偏好，信用利差週五大幅收斂近11BP，拐點有望確認。股指與信用利差存在明顯的負相關性，Wind全A指數與信用利差（5年AA企業債-國開債收益率）自2007年和自2017年以來的相關係數分別為-0.47和-0.75，信用利差的收斂將對股市形成利好。2. 美股上周高位震盪，三

大指數周漲跌幅分別為0.15%、0.02%和-0.07%。3. 證監會7月20日核發1家IPO批文，未披露籌資金額。4. 上周流動性小幅轉松，上交所七天回購利率下行11.5BP。

技術分析上，上證綜指日線級別上處於反彈的一筆中，週五探底回升，一舉突破5日、10日、20日三條均線，最近一次出現相似的形態是在5月7日，隨後10個交易日指數上漲2.46%。

風險提示：市場系統性風險、海外市場波動風險、模型誤設風險。

基金二季報分析：整體倉位穩中微降，醫藥、食品飲料獲關注

倉位分析：權益類基金倉位穩中微降。2018年基金二季報已披露完畢。整體來看，相較於2018年一季報數據，公募基金的整體倉位有小幅下降，使用加權平均方法計算的權益基金整體倉位74.06%，較上季度下降1.28個百分點。

重倉板塊分析：整體保持穩定，主板配比微升。截至2018年6月30日，在主動管理股混基金的重倉股中，主板個股的市值占比約為63.25%（包括上海主板和深圳主板），較上一季度末小幅抬升約0.58個百分點，其中投資滬市和深市主板的比例分別為46.59%和16.66%，相比一季度末，前者減少0.40%，後者增加0.99%。另一方面，主動股混基金在中小板和創業板的佈局比例分別為22.95%和13.80%，前者較前一季度末減少0.59%，後者則基本維持不變。此外，在主動管理的滬港深基金中，港股標的的市值占比出現較大滑坡。

重倉股特徵分析：白酒、家電等消費龍頭以及銀行、保險等藍籌股受關注，個別股票的集中度大幅上升。從基金持有個股的總市值來看，白酒和白電等消費龍頭受到市場廣泛追捧，例如貴州茅臺和格力電器等，而一些低估值的金融股受歡迎程度也較高，例如中國平安和招商銀行等。從機構持倉市值來看，市場中的“馬太效應”趨顯，個別績優股票的集中度較前一季度明顯增加。另一方面，若從基金持股數量占個股流通股數量比例來看，重倉股行業較分散，囊括新零售、家電、計算機和電子等，整體風格偏向成長。

重倉行業分析：醫藥蟬聯榜首，銀行遭遇機構大幅減持。截至2018年6月30日，主動股混基金的前五大重倉行業分別是醫藥、食品飲料、電子元器件、家電以及計算機。從基金持股市值占比變化來看，二季度醫藥、食品飲料和計算機等行業獲增持，銀行、電力設備和電子元器件等板塊遭遇大幅減持。

權益規模排名前20公募管理公司：行業集中度提升，整體偏配醫藥、食品飲料等穩增長板塊。2018年二季度，醫藥、食品飲料和家電等板塊成為權益資產管理規模排名靠前的公募管理公司（2018年二季度末權益資產規模排名位居市場前20）的主要配置方向。此外，這些公司的行業集中度明顯提升，而這也與市場中表現相對穩健的板塊數量過少有較高關聯。

風險提示。本報告的內容為對2018年二季度基金季報的客觀分析，所涉及的股票和基金均不構成投資建議。

行業研究

農業：暫無近憂，禽養殖板塊性行情有望持續

禽養殖板塊在近期表現強勢，相關個股在過去兩周的漲幅超過20%，我們關於禽養殖板塊在三季度迎來年內景氣高點的判斷正在逐步兌現。當前，毛雞價格已上漲至約8.5元/公斤的較高水平，雞肉產品綜合售價也維持較好的景氣度，商品代雞苗價格近期震盪上行至超過3元/羽的水平，產業鏈各環節均可獲取較好的盈利。

根據白羽肉雞協會數據，今年3月份以來，商品代雞苗的銷量水平較為平穩，較去年同期明顯下降；即使最近產業鏈景氣度較高，商品代雞苗銷量也未現明顯增長。按照商品代肉雞6-7周的生長週期，我們判斷8、9月份的肉雞供應量均有望保持平穩。商品代雞苗價格方面，今年以來基本震盪運行在2~3.5元/羽的區間。我們回顧了2010年以來的商品代雞苗價格的季節性走勢：除了2012年之外，商品代雞苗價格在其他年份的7、8月份均有顯著的快漲走勢。我們認為隨著產業鏈景氣度的持續向好，短期不排除雞苗價格會進一步上行，屆時或將帶動禽養殖板塊繼續強勢表現。我們繼續看好禽養殖的板塊性行情，重點推薦聖農發展、仙壇股份等禽養殖個股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。