

2018年8月20日

財富管理-投資策略

金融工程

FICC 系列研究之十一——2年期國債期貨指南

2年期國債期貨將於2018年8月17日正式掛牌交易，這是我國第三個國債期貨品種。本報告從多個角度進行了分析討論，旨在幫助各類投資者瞭解2年期國債期貨的合約規則和投資策略。

合約面值。2年期國債期貨的合約標的面值為200萬元，而5年期和10年期的合約標的面值均為100萬元，這一設置更有利於投資者開展收益率曲線交易策略。

可交割國債。2年期國債期貨可交割券為發行期限不高於5年、合約到期月份首日剩餘期限為1.5-2.25年的記帳式付息國債。將可交割券範圍限制在1.5-2.25年這個較窄的區間，使得2年期國債期貨價格能夠準確反映2年期國債收益率水平。財政部2018年起大幅提升2年期國債發行量和發行頻率，並提前公佈年度發行計劃，為上市2年期國債期貨夯實了基礎。

漲跌停限制與保證金。2年期國債期貨的漲跌停板為上一交易日結算價 $\pm 0.5\%$ ，合約上市首日漲跌停板幅度為掛牌基準價的 $\pm 1.0\%$ ，最低交易保證金標準為合約價值的 0.5% 。考慮到2年期國債期貨合約面值為200萬元，1手合約對應的最低交易保證金為1萬元，與5年期國債期貨相同。

最便宜可交割券。按照經驗法則，現券收益率遠高於 3% 時，長久期券往往是CTD，收益率遠低於 3% 時，短久期券將成為CTD。目前2年期國債到期收益率接近 3% 的名義標準券票面利率，久期最長的180002.IB是理論上的CTD。

宏觀動量策略。使用經濟增長、通貨膨脹，國際貿易、利率以及風險情緒等五個維度的宏觀指標發出信號並匯總，生成月度債券擇時信號。將該策略應用在5年期國債期貨上，無杠杆下年化收益率為 3.40% ，夏普比率為 1.23 ，月勝率為 65% ，該策略有望拓展到2年期國債期貨上。

跨期套利。跨期套利包括移倉套利、交割套利、統計套利等，其中移倉套利策略在 10% 的保證金下，在5年期國債期貨上取得了 15.86% 的年化收益率，夏普比率為 1.79 ，勝率為 80% ；在10年期國債期貨上取得了 12.94% 的年化收益率，夏普比率為 0.96 ，勝率為 75% 。2年期國債期貨上市後我們可以關注是否存在同樣的套利機會。

跨品種套利。跨品種套利一般是指根據收益率曲線的變化來選擇做陡曲線或做平曲線。在三個品種中，10年期與2年期利差的波動幅度最大。2018年6月下旬以來， $10y-2y$ 利差持續上行，目前處於2017年以來的 96.7% 分位點。最近幾個交易日同業拆借利率和銀行間質押回購利率已開始回升，對

應期限利差高位回落，收益率曲線存在進一步走平可能，建議關注多10年期空2年期的做平曲線策略。

蝶式套利。2年期國債期貨的上市，使得基於國債期貨的蝶式策略成為可能。在構建套利組合時，往往採用久期中性和面值中性兩個約束條件來對組合權重求解。此外，當收益率曲線出現極端形態時，蝶式套利策略也將有用武之地。

套保對沖。2年期國債期貨可以對沖流動性風險，以及對金融債和企業債套期保值。

風險提示。市場系統性風險、新品種流動性風險、統計規律失效風險。

養老金市場及產品研究（二）——硝煙瀰漫的價格戰：美國公募基金費率趨勢分析

最近20年，共同基金的費率不斷下降。1996年，股票型共同基金的平均費率為1.04%，2017年降至0.59%。混合型共同基金的平均費率從1996年的0.95%降至2017年的0.70%。債券型共同基金的平均費率在1996年為0.84%，而2017年為0.48%。

2017年，股票型、混合型和債券型共同基金的費率仍在下降。相比2016年，股票型共同基金的平均費率下降4bps至0.59%，混合型和債券型共同基金的費率下降3bps，分別為0.70%和0.48%。

2017年，貨幣市場基金的平均費率上升5bps至0.25%。這一增長與美聯儲在2017年內三次提高短期利率間接相關。聯邦基金利率的調整導致基金投資顧問（部分）恢復了大多數貨幣市場基金本可減免的費用。這完全不同於在短期利率接近於零的後金融危機時代，為營銷所提供的大量服務費用減免。

2017年，目標日期基金（TDFs）的平均費率為0.44%。自2008年以來，目標日期基金的費率下降了34%。投資者對TDFs的需求近年來與日俱增。作為一種養老投資基金，95%的TDFs投資於FoF（Funds of funds）產品，即投資於基金的基金。同時，FoF的費率也從2016年的0.65%下降到2017年的0.58%。

自1996年以來，主動管理型基金和被動指數型基金的平均費率均有所下降。2017年，主動管理型股票基金的平均費率從1996年的1.08%下降至0.78%。被動指數型股票基金的平均費率從1996年的0.27%下降到2017年的0.09%。隨著資產管理整體規模的膨脹和全球經濟的增長，投資者對主動管理型以及被動指數型低成本股票基金的旺盛需求和濃厚興趣，都推動了費率的下降。

規模效應和白熱化的競爭對ETF的費率構成了極大的下行壓力。2017年，股票ETF的平均費率下降至0.21%（低於2009年的0.34%）。債券ETF的平均費率，從2013年峰值的0.26%下降至2017年的0.18%。和2016年相比，股票ETF在2017年的平均費率下降1bps，債券ETF的平均費率下降2bps。

資金繼續集中流向低成本的基金。費率低於全樣本5%分位點的主動管理型股票基金有大量資金流入。同時，資金流入費率低於25%分位點的主動管理型全球股票、主動管理型債券和混合型基金。被動

指數型基金在每個四分位點之間以及每個投資類別中都有資金流入。但與主動管理型基金類似的是，流入主要集中在成本最低的基金上。

資金持續流向免備（no-load）基金。2017年，免備基金的淨流入資金為4,470億美元，而收備（load）基金遭遇2,960億美元的資金淨流出。這種差異在很大程度上反映了一種日益明顯的趨勢：投資者直接為投資顧問的建議和幫助買單，而不是通過基金間接支付。

風險提示。中美證券市場的結構差異、歷史規律並不一定代表未來。

養老目標基金橫空出世，助力第三支柱建設

目標風險基金模擬收益風險整體情況：使用相關的指數進行擬合，2008年8月1日至2018年7月31日，目標風險系列擬合指數表現優於同期上證綜指，並且不同資產配比的目標風險系列擬合指數年化收益水平整體差異不大，中樞在5.6%左右，但權益資產配比越多的擬合指數波動率和回撤水平也相應越大。

目標日期基金模擬收益風險整體情況：1) 現存生命週期公募基金：目前國內已發行的生命週期公募基金共3只，從3只基金分年度及成立以來的表現可以看到，由於不同目標日期的生命週期基金在不同時點權益及固收資產的占比不同，導致不同年份基金間的收益差異較大，單年度基金收益率主要受當年權益市場表現以及基金在該時點權益和固收資產配比影響。如拉長持有期，即使3只基金成立時點及資產配置比例設計存在差異，它們自成立以來的年化收益均可以達到7%以上，側面說明生命週期基金的資金偏好應是偏長期性質的，從而可實現資金的長期增值。2) 現存目標日期指數：2008年8月1日至2018年7月31日，中證目標日期系列指數表現優於同期上證綜指，同時可承受更高風險的離退休目標日期更遠的中證目標日期系列指數表現出更高的收益、更大的波動率和回撤的水平，整體年化收益處在5.7-6.7%區間。

不同持有期限模擬結果：假定投資人在任意交易日買入目標風險系列擬合指數並分別持有1年、3年、5年，它們的平均年化收益水平總體相當，整體均值為6.55%；以同樣方法測算目標日期系列指數得到持有1年期的平均年化收益高於持有3年和5年期，三者的均值分別為9.52%、6.92%和6.85%。從目標風險系列擬合指數及目標日期系列指數兩者的回測結果都可看出持有期不同的數據分佈結構明顯不同，年化收益率分化程度1年期>3年期>5年期，從收益穩定性的角度，投資人持有期越長收益的穩定度越高。

不同上證綜指點位模擬結果：買入時點上證綜指點位越低，對投資者來說安全邊際越高，持有期間的年化收益越高，同時買入時點上證綜指點位越低權益資產占比更高的指數表現更好，符合基本認知；過去十年，買入時上證綜指點位主要集中於2000至3300點，當前時點看存在一定安全邊際。

五家管理人養老目標投資基金籌備情況：我們對首批養老目標投資基金隨機挑選五家管理人進行了調研，初步瞭解到我國目前公募基金管理人在養老目標投資基金領域的籌備情況。可以看到五家基金管理人團隊成員背景多元，整體管理經驗豐富，主要的投資體系框架各有千秋。

當前我國第三支柱養老保障體系發展相對第一和第二支柱落後，本次養老目標基金的推出無疑將成為第三支柱產品類型的有益補充，助力我國第三支柱養老保障體系的建設發展。

風險提示：本報告測算結果是基於樣本歷史表現進行的客觀分析，樣本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。

利空事件逐漸消退，市場有望波動向上

上周市場再度回落。板塊上看，上證50指數下跌5.15%，滬深300指數下跌5.15%，中證500指數下跌4.52%，創業板指下跌5.12%。我們前一周指出土耳其匯率大跌、美元指數再創新高、IPO提速發行或等利空事件或造成短期波動，但波動幅度超出預期。目前趨勢模型顯示市場處於下跌市，Wind全A指數處於20日均線之下。估值上看，全市場PE（TTM）僅為14.70，處於2005年以來的23.2%分位點。事件驅動上，央行再度出手維穩匯率，離岸人民幣匯率連續兩個交易日累計上漲1.77%；7月M2和新增人民幣貸款雙雙超出預期；IPO再次減速，有望提振市場情緒。綜上所述，我們認為當前處於相對底部的位置，利空事件逐漸消退，市場有望波動向上。

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-8.80%，相對前一周（-8.31%）繼續回落，低於-3%的閾值，市場處於下跌市，指數處於20日均線之下。

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（-1.12）繼續下降，一周均值為-1.22，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.22倍標準差。上證50ETF期權成交量的PUT-CALL比率震盪上升，週五為0.96，高於前一周（0.80），體現出投資者對上證50ETF短期走勢的謹慎程度上升。漲停板封板率全周均值為55%，賺錢效應低於前一周（59%）。上證綜指和Wind全A換手率為0.34%和0.55%，分別處於2005年以來的6.8%和9.6%分位點，顯示市場情緒已經極度低迷。日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在八月下半月的上漲概率為38%、31%、54%和50%，漲幅均值為-2.05%、-2.15%、-1.52%和-2.79%，漲幅中位數為-1.27%、-1.93%、0.10%和0.74%，中小創相對占優。

事件驅動上，1. 8月16日，中國人民銀行上海總部通知，鑒於近期離岸人民幣價格波動較大，從即日起，上海自貿區分賬核算單元（FTU）三個淨流出公式暫不執行，各銀行不得通過同業往來賬戶向境外存放或拆放人民幣資金，同時不得影響實體經濟真實的跨境資金收付需求。此舉意在收緊離岸人民幣流動性，增加做空的成本。離岸人民幣匯率連續兩個交易日上漲，漲幅1.77%，匯率的短期反彈有利於股市企穩。2. 上周宏觀數據顯示，7月M2同比8.5%，高於前值和預期，新增人民幣貸款1.45萬億元，同樣高於預期，同比多增6237億元，上半年社融信貸增速下滑的現象有望逐步得到緩解。3. 美股三大指數先抑後揚，周漲幅分別為1.41%、0.59%和-0.29%。4. 證監會8月17日核發2家IPO批文，籌資金額10億元，低於上一周的3家42億元。5. 上周流動性轉緊，上交所七天回購利率上行54BP。

技術分析上，上證綜指日線級別上重回下跌的一筆中，再創調整新低，具備日線底背離的前置條件，但MACD短暫金叉後再次死叉，右側信號仍需等待。

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。

策略

磨底期的等待

核心結論：①A股處於第5次歷史大底磨底中，換手率低至143%，情緒扭轉至少需兩大信號之一：一是去杠杆拐點，二是改革加速。前者看地方債務問題解決方案，後者跟蹤十九屆四中全會。②近期部分小國匯率快貶引發市場擔憂97年重現，金磚四國為代表的新興經濟體外債/GDP、外債/外匯儲備均較低，無需太多擔憂。③以穩為先，消費補跌後仍是磨底期較好的配置品，著眼未來重視科技類成長，如改革加速關注銀行。

市場磨大底階段，情緒扭轉需強信號。①中期視角看，市場正在磨第五次大底。中期視角看市場處於第五輪週期底部。從形態看，前4次除08/10以外，其餘三次94/7-96/1、02/1-05/6、12/1-14/6都是以時間換空間的震盪圓弧底。這次從上證綜指2638點以來圓弧築底階段，與歷史上的02/01-05/06、12/01-14/06中期底部階段類似，背景更像02/01-05/06，即宏微觀基本面趨穩、資金面偏緊。A股這輪圓弧底的打磨仍需時間。②情緒的扭轉需要強信號。5月以來經濟數據出現回落，微調政策不斷推出，但市場情緒卻遲遲扭轉不起來，稍有反彈隨即回落。目前情緒扭轉需要強信號，以下二者需有一，一是去杠杆出現拐點，二是國內改革加速。

外圍匯率波動是階段性擾動，無需過慮97重現。①部分小國匯率快貶引起全球市場波動。近期股市疲弱的海外背景是土耳其危機引發全球市場下跌。目前處於美元第三輪升值週期，美元指數從2014年低點80升至目前97，土耳其危機引發市場擔憂97年風暴重現。②97重現概率較小。美元升值是新興市場國家債務危機的普遍背景，因為這些新興市場國家借了大量以美元計價的外債，美元升值自然導致其債務負擔加大，越來越難以償還。外債負擔過重是引發危機的關鍵因素，新興經濟體中體量較大的“金磚四國”整體外債壓力有限，今年來本幣貶值幅度較大的國家中土耳其、南非、哈薩克斯坦、馬來西亞GDP占全球比重不大，個別國家風險較大需警惕，但由此引發類似97年全球震盪可能性不大。

應對策略：以穩為先。①資金屬性決定投資策略：外資VS國內公募。今年內外資分歧持續拉大，從根本上看是資金屬性決定投資策略，對於外資機構投資者來說，通常為養老金等長線資金持有，通常考核是否跑贏基準指數，考核期三年甚至更長，突出長期投資和價值投資。三年長週期看目前是不錯的位置，但中期看磨底右側信號仍需等待，如我們前面提到的去杠杆出現拐點或改革明顯提速。②以穩為先。磨底期消費白馬是較好的配置品。本輪強勢股恒瑞醫藥、格力電器、貴州茅臺自6月以來最大跌幅也有27%、25%、20%，估值有所回落。從基本面看消費白馬股盈利仍較優，食品飲料、家電業績保持高增長，醫藥基本面自去年下半年開始顯著改善，此外邊際資金決定價格，下半年外資仍是最為確定的增量資金。著眼未來科技類成長是主要方向，長期看代表經濟結構的轉型方向，短期看新經濟是擴內需和調結構的交集。從改革角度出發，若十九屆四中全會前後推出較大力度的改革措施，將提高經濟潛在增速，銀行作為宏觀經濟縮影，有望迎來修復行情。

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。

行業研究

有色金屬：無錫不銹鋼交易所鈷價開始反彈

近一周，無錫不銹鋼鈷價出現連漲走勢，其中鈷價指數五個工作日漲幅分別為0.23%、0.45%、0.11%、0.11%和3.03%，最新價格為45.9萬元/噸。

除此報價平臺，MB、百川報價和亞洲金屬網還沒有出現止跌現象。

我們認為，隨著9月份需求旺季的到來，中游企業訂單回暖有望支撐鈷價反彈。此外，新能源板塊高鎳化趨勢利多鎳價長期向好。

風險提示：供給側結構性改革、下游需求低於預期。

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。