

2018年9月4日

財富管理-投資策略

金融工程

公募基金的工具屬性評級系列專題（二）：十字路口，工具屬性評價先行

國內主動權益產品發展困境：過去十年，國內主動股混基金規模停滯，占比下滑。無論在銷售端、投資端還是在客戶終端看來，權益產品發展均陷入了僵局。銷售難：整體規模停滯，小微基金頻現；投資難：基金經理擇時困難重重，超半數基金無法跑贏基準；客戶選擇難：基金業績分化疊加風格漂移，難於挑選；

被動權益產品發展趨勢：指數基金規模占比較低，但有上升趨勢。近年來機構大量佈局指數產品，完善旗下指數產品線。

國內公募基金或站在工具屬性發展的十字路口：國內主動權益基金處於困境，而被動產品短期相對發展較快，事實上，我們認為國內公募環境正在逐步發生變化，而這些因素的變化，或會促使國內權益產品逐步呈現工具化投資屬性。我們認為主要有3個因素：首先，養老金入市助推；其次，機構占比抬升；最後，機構青睞工具屬性品種。

開展公募基金的工具屬性評價的意義：從選擇端，工具屬性評價從跟蹤誤差、信息比率、相對基準的最大回撤率、基金經理穩定性等多個方面對基金進行綜合評價，能夠更加準確的分析公募基金的風險和獲取超額收益能力，為機構投資者和個人投資者提供更加高效的研究支持，同時也為其提供了風險收益特徵較為明確的基金池；從基金經理端，工具屬性評價可以引導合理的基金經理考核機制。工具屬性評價可以將基金經理追求相對+絕對收益的矛盾行為簡化為緊跟基準指數、專注超額收益的投資策略，使得基金經理無需進行低效的擇時操作，堅持自己的投資計劃，從本源處減小基金經理的業績壓力，進而提升其投資效率；從產品設計端，工具屬性評價可以進一步明確基準對於投資組合的風險暴露情況和獲取穩定超額收益能力的作用，強化公募基金市場的基準理念，引導基金行業遵循基準的發展。

風險提示。本報告基於基金歷史數據進行的客觀分析點評，不構成任何投資建議。

宏觀因子偏多，九月行情可期

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-9.76%，相對前一周（-9.84%）小幅回升，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（-1.04）有所回落，一周均值為-1.09，意味著當前市場的流動性低於過去一年平均水平1.09倍標準差。上證50ETF期權成交量的

PUT-CALL比率先降後升，週五為0.99，高於前一周（0.89），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54%，賺錢效應低於前一周（64%）。上證綜指和Wind全A換手率分別為0.33%和0.52%，處於2005年以來的6.2%和7.4%分位點，顯示市場情緒依然極度低迷。從宏觀因子上看，8月製造業PMI為51.3，高於前值和預期；7月PPI回落，CPI上升，PPI-CPI剪刀差收斂有利於下游企業盈利改善；8月央行重啟逆週期因子，CFETS人民幣匯率指數小幅回升。產出、通脹、匯率多個維度發出正向信號，接下來重點關注“寬信用”政策落地是否會對8月的社融信貸數據有所改善。

日曆效應上，2005—2017這13年間，上證綜指、滬深300、中證500、創業板指在九月的上漲概率為54%、62%、69%和50%，漲幅均值為0.63%、0.54%、0.65%和0.29%，漲幅中位數為0.64%、1.12%、2.05%和-0.48%，整體表現好於八月。

事件驅動上，1. 8月31日收盤後，MSCI指數新加入10只A股成分股，並將A股納入因子由2.5%提升至5%。調整後，A股納入MSCI指數的成分股共有236只。2. 美國對華徵稅聽證會結束，特朗普準備近期對2000億美元中國商品加征關稅，或對市場風險偏好造成影響。3. 美股三大指數繼續上行，周漲幅分別為0.68%、0.93%和2.06%。4. 證監會8月31日核發3家IPO批文，籌資金額14億元，低於上一周的2家40億元。5. 上周流動性與前期持平，上交所七天回購利率下行1BP。

技術分析上，上證綜指日線級別仍在中樞內反復震盪，2691點的中樞下軌處存在支撐，MACD二次背離後反彈概率較大。

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。

大類資產擇時及行業觀點月報

大類資產月度擇時信號。根據8月底的最新數據，股票市場9月信號為正向，其中經濟增長、通貨膨脹、國際貿易指標發出做多信號，風險情緒指標發出做空信號。債券市場9月信號為正向，其中國際貿易和風險情緒指標發出做多信號，經濟增長指標發出做空信號。

行業輪動月度觀點。使用行業歷史基本面、預期基本面、情緒面、量價技術面、宏觀經濟等維度的因子對各行業打分，選擇5個行業等權構建多頭策略，8月份和今年以來的超額收益分別為0.51%和7.61%；選擇10個行業等權構建多頭策略，8月份和今年以來的超額收益分別為0.68%和2.69%。

模型推薦9月份配置的多頭行業為銀行、鋼鐵、房地產、煤炭、餐飲旅遊。

風險提示：模型失效風險、因子失效風險、海外市場波動風險。

宏觀

新興經濟體風險的再梳理

新興經濟體匯率再度承壓。二季度開始，阿根廷、巴西、南非等國的匯率大幅貶值，而到了三季度，土耳其政局和外交動盪，觸發匯率大跌，而近期阿根廷匯率也再度暴跌。1-8月，阿根廷和土耳其的匯率已分別累計貶值了50%和40%，巴西、俄羅斯、南非的貶值幅度也都在15-20%。

為什麼是阿根廷、土耳其？**阿根廷**：債務沉重、逆差擴大。17年末阿根廷的外債餘額是外儲的4.7倍，並且短期外債是外儲的1.55倍，短期外債償付能力最為堪憂。阿根廷外債中，最突出的是主權債務問題，其政府部門外債占外儲之比高達284%，遠超其他主要新興市場國家。一方面，阿根廷過去幾年為維持高額財政赤字，政府外債激增。但阿根廷大量舉借外債、提高財政赤字，帶來了貨幣供應的高增，卻沒有帶來經濟的增長和效率的改善，反而引發了高通脹。另一方面，阿根廷經常賬戶逆差逐年擴大，使其債務負擔進一步加重。2010年以後阿根廷的經常賬戶就一直是逆差，17年逆差占GDP比重甚至達到5%。**土耳其**：收支惡化、通脹高位。17年末土耳其的外債餘額是外儲5.5倍，其中短期外債餘額是外儲的1.4倍，但土耳其02年以來經常項目就一直是逆差，並且近年收支仍在持續惡化，這帶來的結果就是外儲規模逐漸下降，而外債規模持續攀升。除了外債高增、國際收支惡化，土耳其的貨幣超發也帶來了高通脹的問題。09年至今土耳其廣義貨幣M2增加了3倍多，貨幣超發又帶來通脹高企，今年CPI同比更是超過15%，但今年6月以前土耳其央行一直沒有提高利率，也進一步加劇了貨幣的貶值壓力。

還有哪些潛在風險？外債償付壓力最大的兩個國家阿根廷和土耳其已經先後出現了匯率的暴跌。從短期償債壓力的角度看，烏克蘭、馬來西亞的短期外債/外儲都超過或者接近100%，南非的短期外債/外儲達到77%。具體來看，烏克蘭比較特殊，其實已經歷了危機，目前處在IMF的救助過程中。馬來西亞雖然短期償債壓力大，但其經常項目順差有助於緩解部分壓力。需要關注的是南非，一方面，南非短期外債/外儲為77%負擔較重，經常項目長期逆差，償債能力也比較薄弱；另一方面，南非近年經濟表現平平，貨幣政策難以跟隨美國加息，也增加了匯率壓力。但結合貨幣低增速來看，總體上風險小於土耳其和阿根廷。雖然外債壓力不大，但今年俄羅斯和巴西匯率也有不小的貶值，內部經濟疲軟、央行持續降息是主要原因。俄羅斯從2015年初開始連續降息，政策利率從17%下降至目前的7.25%，今年也降了兩次息。與此同時，美聯儲恰恰開始了加息進程，美、俄反方向的貨幣政策操作導致盧布貶值壓力不斷加大。巴西則是16年開始降息，基準利率從14.25%持續下降至歷史最低值的6.5%。此外，近幾年巴西政府赤字大增、債務持續攀升，經濟又受到動盪的政局幹擾，運行時常受阻，也影響了匯率走勢。

關注美元走勢與局部風險。未來這些風險是否會蔓延成大範圍的危機，需要關注兩個方面：一是美元的走勢，美元走強是新興市場匯率貶值的外部衝擊，如果美元指數繼續維持在當前的95左右震盪，那麼對新興市場的整體衝擊便比較有限，反之則新興市場承壓。8月土耳其匯率暴跌，其他新興市場貨幣跟跌，就是因為土耳其外債可能牽連歐元區銀行，拖累歐元急跌，美元指數走高。二是新興市場國家自身的經濟、債務、貨幣、通脹等因素，美元走弱時，過度舉債、貨幣超發越嚴重，美元走強時，流動性退潮帶來的壓力也就更大。過去兩年新興經濟體的貨幣超發程度整體低於98年亞洲金融危機之前，15年至今，主要新興經濟體的M2增速大多都在20%以內，甚至不少是10%以內的較低增

速，因此，目前來看不太可能發生98年亞洲金融危機那種大範圍的新興市場貨幣危機，更可能出現的是個別國家的局部風險。

行業研究

房地產：房地產行業2018年中報綜述：集中度繼續攀升，行業杠杆和負債水平上行

2018年以來，行業集中度繼續攀升，杠杆率繼續上行：2018年1-8月，龍頭公司市占率相對2017年繼續攀升。截至2018年1-8月，四家A股龍頭地產企業全市場銷售金額占比為10.82%，銷售面積占比為5.99%。從市占率情況看，2018年1-8月，TOP20位企業銷售金額佔據行業45.05%的市場份額，相對2017年繼續上行。行業杠杆率，即全行業土地購置金額占銷售金額比值繼續回升。該數據從2016年的15.96%相對低點逐步攀升至2018年1-7月的24.72%。

當期銷售和現金流。2018年上半年A股地產企業銷售商品、提供勞務收到的現金為1.24萬億元，同比增加23.8%；2018年上半年A股地產企業經營活動現金流為-540.1億元，籌資活動現金流為2217.1億元。隨著央行從2018年7月5日起下調存款準備金率0.5個百分點，以及企業加快推盤以來，企業資金壓力和融資成本有所好轉。

存貨和預收款。2018年上半年A股地產企業累計存貨為4.97萬億元，增速達到25.4%，庫存絕對值繼續創出新高。這主要是由於2018年以來開發商受限價影響，推盤力度較小所致。

對重點關注企業的分析。我們同時對重點房地產企業的收入、淨利潤、存貨、預收賬款和銷售商品、提供勞務所接受的現金流變化趨勢等做了比較和分析。

投資建議。截至2018年8月31日，A股滬深300動態PE為11.20倍，地產動態PE為9.43倍。我們認為，今年7月累計投資增速反彈，造成市場重新擔憂後期房地產政策易緊難松。我們認為目前只要堅持因城施策，政策從緊將更多集中於熱點城市，對總量影響更大的非熱點城市政策有限。以上因素造成行業總量仍保持高位，優質上市企業銷售增速不會受到明顯衝擊。地產藍籌2018年當前估值水平6XPE，看好地產物業子版塊，住宅看好五虎組合

風險提示。調控加碼和行業基本面下行風險。

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。