

2018年9月27日

財富管理-投資策略

固定收益

境外機構——債市不可忽視的配置力量

境外機構債券持倉大增

今年以來債券市場的一個重要的變化是境外機構配置力量的增強。截至18年8月，境外機構持有國內債券1.68萬億，其中國債1.03萬億，占比61.4%；政金債持倉3300億，存單持倉2200億。年內境外機構債券持倉增長5360億左右，其中國債增持接近4300億，成為18年國債市場的第一大增持機構。目前外資已經逐漸成為我國債市不可忽視的一股配置力量。

我國債市的國際化程度提高

債市對外開放進度加快。以17年債券通的開啟為節點，債市的開放進程逐漸加快。今年6月，QFII/RQFII的投資限制放寬，取消了資金上限和鎖定期等，同時允許外資在境內進行外匯套保。8月，債券通全面實施券款對付(DVP)結算模式，進一步提升了交易效率。隨後8月底國常會中明確對外資投資境內債市取得的利息收入免稅，期限暫定3年。債市對外開放進程的加快，為境外機構逐步進入國內債券市場，大幅增持債券提供了客觀條件。

逐步納入國際債券指數。債券通券款對付(DVP)結算的全面實施、大宗交易工作流程的自動化、以及稅收政策的確定，使中國債券市場滿足納入彭博巴克萊全球綜合指數的所有條件。18年3月，彭博宣佈將中國國債和政金債納入彭博巴克萊全球綜合指數。未來隨著我國債券市場對外開放程度逐漸提高，或有望逐步納入摩根大通國債-新興市場指數、花旗全球國債指數等國際債券指數中，或為國內債市帶來可觀的增量資金。

外資有配置國內債券的需求

國內債券配置價值較高。利率方面，截至9月中旬我國1年期和10年期國債利率在2.9%和3.6%左右，明顯高於日韓和歐洲等發達國家。而我國債市規模較大，流動性不錯，加上利息收入的免稅優勢，有較高的配置價值。風險方面，我國作為全球第二大經濟體，外匯儲備穩定在3萬億美元以上，匯率貶值溫和，資產安全性較高。債市表現方面，18年我國債市利率的下行幅度全球領先，目前貨幣政策由緊轉松，未來利率仍有下行空間。因此綜合利率水平、安全性和資本利得，我國債券市場，尤其是國債有較高的配置價值，對外資有吸引力。

匯率壓力不大，對沖成本降低。6月以來，人民幣匯率經歷了一輪貶值週期，但外資對國內債券的增持力度沒有受到太多影響。一方面是目前沒有形成較強的貶值預期，無論是從離岸人民幣存款、

銀行結售匯差額還是外匯儲備來看，目前都沒有明顯的資本流出，貶值壓力可控。二是美元兌人民幣匯率掉期點大幅下降。外資通過買入掉期來鎖定匯率風險，掉期點就是其對沖成本，因此掉期點的下降意味著對沖成本降低，也有利於外資增持國內債券。

外資配債仍有提升空間

外資配債的比例仍較低。目前境外機構持有我國國債1萬億左右，占國債市場的7.6%。相比之下，日本國債市場中外資的占比在11.7%左右，美國國債市場中外資的占比在28%左右，我國國債市場中外資的占比目前依然偏低。

券種較為單一，多樣性仍待提升。目前外資對國內債券的持倉基本以國債等為主；信用債的持倉比例不足4%。一方面是目前進入國內債市的境外機構風險偏好相對較低；另一方面是國內外評級體系不統一。未來隨著債市開放進程的加快、評級體系的接軌、以及外資機構的多樣化，對國內債市的配置規模和多樣性均有提升空間，外資未來將成為國內債市的重要配置力量。

策略

高股息策略是弱市中的優策略

我們在去年的報告《A股四大簡單致勝法寶-20170911》中，分析了高股息、小市值、低市盈率和低市淨率這四種簡單策略在A股的表現，發現這四種策略雖然簡單，但是長期看遠遠跑贏大盤，具有長期投資價值。我們採用了同樣的方法來驗證這四種簡單策略是否在港股同樣有效。結果發現，2007年~2017年四種策略的年化收益率均超過指數年化收益率。其中高股息策略超額收益率最高，為5.8%；小市值策略超額收益率最低，為0.6%。

回顧高股息策略在2008年以來兩輪牛熊市中的表現，在兩輪牛市中，高股息策略的累計收益率均低於其他三種策略，但是在兩輪熊市中，高股息策略的累計跌幅明顯低於其他三種策略。高股息策略在熊市中能夠起到熊市保護傘的作用。如果我們在今年年初分別構建四種簡單策略的投資組合，截至9月25日，高股息策略的跌幅最小，為-1.65%；如果我們在今年1月份高點分別構建四種簡單策略的投資組合，截至9月25日，高股息策略的跌幅仍是最低，僅為-11.68%。

長期看港股仍在第九輪牛市；中期看，2月以來港股持續調整的原因有兩個，一是盈利有所回落、二是美聯儲加息影響港股資金面偏緊。中期調整右側拐點等兩信號明朗：一是盈利回落幅度到底多大，二是等待美國加息結束。今年以來港股高股息股大幅跑贏大盤，而且歷史上港股調整時高股息股表現更好。在中期調整過程中高股息股是避風港。從盈利估值匹配度上看，資訊科技業、原材料業、金融業的盈利估值匹配度較好，值得關注。

風險提示：警惕美聯儲加息和中國經濟增速疲軟導致港股增速回落。

行業主題

公用事業：補庫和經濟回暖導致煤價反彈，但非趨勢

火電上周（9月17日-21日）雖然跑輸，但最大預期差並未實現，仍然會有超額收益。上周火電股走勢偏弱，我們認為，主要因為對經濟樂觀的情緒漸起，預期各種寬鬆和投資，疊加前期股市整體走弱較久，反彈具備了多重條件，一觸即發。另一方面，火電屬公用事業，本身給市場的就是對沖經濟下滑的屬性，在大盤反彈時跑輸也就情理之中，但我們並不認為經濟反彈具備很好的持續性，無論需求還是供給，我們仍認為長期看，火電的最大預期差（煤價下跌）並未實現，一旦實現，火電仍有可能實現超額收益。

煤價上行，市場預期經濟改善。近期經濟數據好轉（wind數據），我們認為有幾個原因，一是積累各種項目正在加快釋放，冬季限產即將開始，提前補庫或成為比較一致的行為，二是發改委推進基建項目（搜狐），未來預期改善，三是金九銀十地產銷售價格開始有所回升（wind），而去年本身金九銀十基數效應較差，所以近期大概率會看到確實不錯的經濟數據，對週期和煤價的樂觀可能還繼續會有基本面的支撐。

安全環保檢查影響淡季供給，導致今年煤價淡季不跌，旺季反而容易跌價。短期兩項環保政策的影響正在弱化，而一項安全檢查又將開始：1、陝西山西的環保檢查已開展一段時間，我們認為，邊際影響正在弱化，2、秦皇島控制出港量的政策21日開始鬆動（財新網），3、內蒙古的安全檢查即將開始。我們認為內蒙的安全檢查影響不大，但由於安全環保的加強，淡季檢查或將成為常態，導致煤價淡季下跌不容易看到，反而是旺季供給不受限制，跌價或相對容易。

從未來降杠桿的趨勢看，煤價仍是下降趨勢。對於地產，先有十九大報告中“房子是用來住的，不是用來炒的”的定位，後有各種限制漲價的討論，我們認為，地產週期放開與否很大程度上影響了經濟需求，目前看放鬆的概率並不大。而歷來基建都是經濟的補充，我們並不認為基建會帶動整個需求的反轉，因此，短期反彈可以支撐，長期趨勢難以改變，另一方面煤炭供給過剩在旺季跌價（wind）其實已經可見一斑，雖然淡季總是不淡，但原因往往由於各種限產所致，而這種種的環保安全檢查限制將來總是存在邊際遞減的效果，所以在下一輪經濟週期到來前，煤價長期看仍是以走弱趨勢為主。

投資建議：上周受益秦港限產和基建投資預期，煤價仍然小幅上漲，然而中游下游煤炭庫存都在增加（wind），短期放開秦港或導致下游電廠補庫又將增加，煤價的強勢難言持續，堅定看好火電股。個股建議關注：華電國際，華能國際，皖能電力，福能股份。

農業：非洲豬瘟疫情頻發，調運管控致生豬區域差價拉大

1. 非洲豬瘟疫情繼續擴散，生豬區域差價進一步拉大

今年8月3日，遼寧瀋陽確診國內首例非洲豬瘟疫情，農業農村部在8月3日第一時間啟動II級疫情響應，並於8月10日下發《關於防治非洲豬瘟加強生豬移動監管的通知》，對疫情區域的生豬調運監管做了及時部署。此後河南鄭州、江蘇連雲港、浙江溫州、安徽蕪湖相繼確診非洲豬瘟疫情；進入9月份，疫情似有加劇之勢，短短數日之內，安徽宣城、江蘇無錫、黑龍江佳木斯又陸續確診共計5

起非洲豬瘟。國務院、農業農村部繼續對疫情防控做出嚴格部署，限制疫區生豬及其產品的跨區調運。

2. 防控形勢嚴峻，短期行業或加快出欄節奏

目前來看，非洲豬瘟疫情在一個月之內發生10起，基本沿著自北向南的傳播路徑，雖然確診疫情的省份不多，整體仍處於可控範圍之內，但是防控形勢也比較嚴峻。從溫氏股份披露的銷售數據發現，8月份出欄均重同比和環比均有明顯下降；天邦股份也公告稱，為了防控非洲豬瘟疫情，暫停分批銷售生豬，改為一次性清欄銷售，有的會提前出欄。我們判斷提前出欄是整個生豬養殖行業特別是規模化養殖企業的現實選擇，短期出欄均重也將隨之顯著下降。

我們認為，目前非洲豬瘟疫情頻發，養殖戶多抱謹慎態度，仔豬價格和二元母豬價格均處於相對低位，顯示養殖戶補欄積極性一般；同時，行業加快提前出欄、出欄均重下降等現象將導致此後生豬供給下降，一旦疫情得到有效控制，後期整體豬價景氣度有望提升。

3. 投資建議

我們認為，疫情的後期進展仍需繼續跟蹤，短期區域差價將趨於常態。從主要上市養豬企業的區域出欄結構來看，溫氏股份顯著優於其他企業：其在浙江、廣東等調入大省的業務佈局最多，出欄占比較高，或將最受益這兩個調入區域豬價的上漲；同時，其在東北、河南等調出地區的佈局較少，出欄占比較低。

若非洲豬瘟疫情繼續不幸大面積擴散，我們預計養殖戶少養或者空欄不養現象會更普遍，或將會加快行業產能去化，豬價上行拐點可能提前到來。

風險提示：非洲豬瘟疫情大面積擴散。

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。過去的表现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。