

2018年10月8日

財富管理-投資策略

## 宏觀

### 央行再度降准，貨幣寬鬆加碼

央行定向降准1個百分點。央行宣佈，從2018年10月15日起，下調大型商業銀行、股份制商業銀行、城市商業銀行、非縣域農村商業銀行、外資銀行人民幣存款準備金率1個百分點。根據央行測算，此次降准在替換10月15日到期的4500億MLF之後，還可以釋放7500億基礎貨幣。

優化流動性結構，支持實體經濟。央行指出，隨著信貸投放的增加，金融機構中長期流動性需求也在增長。此次降准，一方面，置換了一部分MLF，可以增加銀行體系資金的穩定性，優化流動性結構，降低銀行資金和企業融資成本；另一方面，還釋放了約7500億元增量資金，意在增加對小微企業、民營企業和創新型企業資金的支持。

貨幣寬鬆加碼，緩解信用壓力。央行貨政委三季度例會指出，要高度重視逆週期調節，穩健的貨幣政策保持中性，要鬆緊適度，管好貨幣供給總閘門，保持流動性合理充裕，引導貨幣信貸及社會融資規模合理增長。今年以來，影子銀行融資萎縮、經濟下行壓力加大、信用違約風險升溫，貨幣政策逐步邊際放鬆，10月再度降准表明寬鬆力度加碼，一定程度支持信貸和社融增長、緩解信用壓力。但降准釋放的是銀行表內資金，表外仍受限制繼續萎縮，再加上地方隱性負債的嚴格監管，這意味著降准對社融的支撐作用仍或有限，經濟下行壓力和信用風險仍存。

資金較為充裕，債市長期仍好。近期債市多空交織，制約因素包括通脹短期回升、美債利率新高，但9月PMI大幅回落，乘用車銷售和發電耗煤增速降幅擴大，經濟的繼續下滑對債市形成支撐。降准意味著短期流動性將保持在極其充裕的狀態，有利於帶動短端利率下行，從而打開長端利率下行空間。在去杠杆的大背景下，寬信用難以出現，融資增速仍趨回落，經濟增長承壓，通脹短升長降，債券牛市依舊向好，利率債和中高等級信用債仍是配置首選，而對低等級信用債仍需保持謹慎。

## 策略

### 邊走邊看的反彈

①國內降准對沖國慶長假期間海外股市普跌的影響，最近1-2個月全球大類資產的特徵是股市弱、債市跌、商品漲，反映投資者擔憂滯脹風險。②本輪A股反彈邏輯未破壞，邊走邊看，跟蹤國內改革和中美關係進展，及三季報數據。風格上堅持龍頭策略，行業上消費銀行優先。③A股中期仍是反復築底的格局，右側大拐點等兩信號明朗：一是盈利回落幅度到底多大，二是去杠杆出現拐點帶來資金面轉折。

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。

## 金融工程

### 板塊輪動系列研究（一）——宏觀數據在板塊輪動中的應用

本文延續了海通量化團隊因子擇時、風格擇時以及指數輪動的框架，對於板塊輪動框架進行了構建。本文主要使用宏觀經濟數據構建了月度的板塊輪動模型。本文第一部分介紹了板塊輪動框架。第二部分展示了各類宏觀變量的單變量擇時效果。第三部分構建了多變量複合模型並展示了複合模型的歷史表現。

A股市場的板塊輪動效應。本文按照行業屬性將29個中信一級行業劃分為金融、週期、消費、成長四個板塊，並使用各板塊的成分行業指數進行市值加權得到板塊指數。回測結果表明，各板塊的收益特徵存在顯著差異，月度多空組合收益差均值為8.75%，最大值超過40%，表明A股市場上存在極為顯著的板塊輪動現象。

板塊輪動框架。在本文中，板塊輪動策略的構建可分為以下三個步驟：1) 選擇與板塊跨期相關性高的擇時變量；2) 構建符合輪動邏輯的回歸模型；3) 根據模型進行板塊選擇和結果分析。本文的擇時指標主要由宏觀經濟變量組成。

單變量有效性分析。本文研究發現，經濟增長、流動性、國際貿易和經濟不確定性四類指標均具有一定的板塊擇時效果。其中經濟增長類指標推薦PMI系列指標，尤其是PMI月度變化以及PMI新出口訂單數量月度變化，其與金融、週期跨期正相關，消費、成長負相關，尤其是和週期板塊顯著負相關；流動性類指標推薦期限利差月度變化和M1-M2剪刀差月度變化，其與金融、週期跨期負相關，消費、成長正相關，尤其是和金融、成長板塊顯著相關；國際貿易類指標推薦出口金額同比月度變化，其與金融、週期跨期正相關，消費、成長負相關，與週期、消費板塊相關性顯著；經濟不確定性類指標推薦EPU指數，其與金融、週期跨期正相關，消費、成長負相關，與金融、消費板塊相關性顯著。

多指標複合模型。由於板塊輪動涉及多個資產，本文在二元邏輯回歸的基礎上，採用序數回歸模型進行複合。該模型能夠較好地結合分類、回歸、排序問題，其基本假設適用於宏觀數據對於板塊影響的實際情況。根據序數模型構建的4選2輪動策略具有16.1%的年化超額收益，信息比率1.78，月度勝率為66%；4選1策略年化超額收益約為21%，信息比率1.25，月度勝率為60%。整體來看，宏觀經濟數據在板塊輪動領域具有一定的應用價值。

風險提示。市場系統性風險、資產流動性風險以及政策變動風險會對策略表現產生較大影響。

## 行業主題

### 農業：農業2018年三季報前瞻：禽養殖增速提升，畜養殖總體低迷

剔除溫氏股份，海通農業重點公司2018年三季報淨利潤增速在-8%左右。截止9月30日，73家農業公司中已有27家發佈2018年三季報業績預告，歸母淨利的預告中值之和為41.83億元，同比下降36%，而預告上限和下限之和則分別為50.81億元和32.86億元，同比分別下降22%和50%。同時，我們對海通農業重點關注的22家公司進行了盈利預測，這22家公司歸母淨利增速為-12%，剔除溫氏股份後則為-8%。根據我們預測，歸母淨利潤同比下滑的有13家公司，主要集中在畜養殖和種子板塊。同比增長的有9家公司，集中在禽養殖和疫苗板塊。

子板塊分析：禽養殖增速提升，畜養殖總體低迷。今年前三季度生豬均價僅12.5元/公斤，大幅低於去年同期，養豬企業業績都有不同程度下滑，且生豬養殖業務占比較高的飼料企業也受到拖累。而禽養殖今年景氣明顯回升，產品價格大幅上漲，各企業業績扭虧或大幅增長。飼料和疫苗板塊延續分化趨勢，個股差異較大。而種子龍頭隆平高科和登海種業受到行業政策及競爭加劇影響，業績都有下滑。

- 1) 畜養殖：今年春節以來，生豬價格加快下行趨勢，3月份開始跌破行業盈虧平衡線，至5月下旬觸底企穩回升，三季度由於豬價反彈以及非洲豬瘟所導致的區域價格上漲，大部分企業盈利環比好轉，但總體看前三季度生豬均價約12.5元/公斤，相較於去年同期下降約18%，導致前三季度養豬企業歸母淨利同比大幅下滑，我們預計溫氏股份、正邦科技、天邦股份下滑幅度分別在23%、96%、25%。
- 2) 禽養殖：2018年前三季度禽養殖板塊景氣度明顯回升，禽鏈各環節價格震盪上行，儘管9月份略有下跌，但同比去年仍有較大漲幅，預計三季報增速環比中報有所提升。我們預計益生股份、民和股份前三季度大幅扭虧，歸母淨利預計為1.4億元和1.2億元。聖農發展、仙壇股份歸母淨利增長幅度分別在727%、206%。
- 3) 飼料：今年前三季度飼料企業業績分化明顯，養豬業務占比較高的大北農、唐人神、金新農預計盈利下滑幅度較大，而海大集團受益於水產飼料的高景氣以及自身的經營優勢，預計實現18%左右業績增長，禾豐牧業受益禽肉業務增長，預計利潤整體增速48%。
- 4) 疫苗：今年由於豬價較為低迷，對豬用疫苗銷售形成較大負面影響，加上口蹄疫免疫政策變化，相關企業短期經營壓力較大。我們預計生物股份前三季度延續中報下滑趨勢，中牧股份受益金達威利潤高增，預計利潤增速在45%左右。普萊柯度過最艱難時期，預計三季報增長相比中報將開始提速，增速在45%左右。
- 5) 種子：今年由於水稻、小麥最低收購價顯著下調，短期內部分稻種的老品種存在較大的去庫存需求。玉米種方面，市場上新品種的增加導致競爭更加激烈，套牌侵權等現象仍然屢禁不止，行業整體仍未現明顯復蘇跡象。玉米種子龍頭登海種業預計前三季度將出現虧損。水稻龍頭隆平高科由於受國內外並購產生的費用上升以及主業增速放緩影響，預計歸母淨利下滑44%。

風險提示：農產品價格大幅下滑；自然災害。

### 商業貿易：重點公司三季報業績前瞻，精選優質成長

三季度社零增速預計逐月改善，8月消費增速較7月有所改善，可選品類中珠寶增長較好，主要零售品類整體增長相對穩定。因中秋前置，我們預計9月將有改善增強趨勢。

重點推薦標的有望保持較優業績或邊際改善：我們預計，①蘇甯易購三季度全渠道GMV增速仍有40%左右穩定增長，同店增速環比上半年回落，但預計或仍超3%，剔除出售阿裡股權影響，淨利潤增速仍在30%以上；②家家悅前三季度淨利潤增速或超30%，預計三季度收入增速接近或超20%；③天虹股份三季度利潤增速預計20%，預計9月同店增長有所改善；④我們預計永輝超市三季度新開大店近25家，預計收入增速超20%；我們判斷雲超的利潤增速將顯著回升，而雲創的（權益）虧損額將保持基本穩定，因而三季度主業業績將較二季度環比改善。

行業壓力期也是優質龍頭機遇期，首選大眾必選消費，精選核心成長和防禦價值。推薦蘇甯易購、天虹股份、家家悅、永輝超市、紅旗連鎖。

風險提示：消費疲軟壓制行業業績和估值；國企改革進程慢於預期；轉型進程的不確定性。

### 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。過去的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。