

固定收益

政策利好龍頭，仍待減稅破局！——如何看待今年以來的信用風險化解政策？

化解信用風險政策梳理。18年4月信用債違約潮爆發，此後監管出臺了一系列政策來化解信用風險，從政策目的來看，一是增加基礎貨幣。主要措施包括6月24日、10月7日兩次定向降准和增加再貸款和再貼現額度。二是提高貨幣乘數，體現為疏通貨幣政策傳導路徑或提升金融機構的風險偏好。包括通過發文、召開相關座談會、窗口指導等鼓勵金融機構加大信貸投放或購買債券力度，央行調整MPA參數、放寬資管新規執行尺度以緩解信用收縮等。三是降低信用利差，包括降低流動性溢價和信用風險溢價。央行6月份將中低評級信用債納入MLF抵押品範圍、推出了債券匿名拍賣業務等措施均意在降低中低等級債券的流動性溢價。而近期央行開始出臺政策直接降低信用風險溢價，如最新的通過支持專業機構出售信用風險緩釋工具、擔保增信等方式支持民企債券融資，可將中低評級信用債增信至高評級，從而降低信用風險溢價。

哪些政策有效？基礎貨幣方面，貨幣利率大幅下降、超儲率回升，意味著銀行間流動性明顯改善，央行增加基礎貨幣的措施取得了較好的效果。提升貨幣乘數的措施方面，金融機構風險偏好仍低，低等級信用債淨發行量仍未轉正，且二級成交量占比在8月初回升後再度回落至不到10%，意味著金融機構對於以民企債券為代表的中低等級信用債仍十分謹慎。另外，資管新規執行尺度放寬，但規範影子銀行的大方向未變，非標融資仍趨萎縮，也制約了貨幣創造。降低信用利差的措施方面，央行將中低等級信用債納入MLF抵押品範圍旨在提升銀行持債意願，提高債券流動性，但AA及以下債券成交筆數8月初以後又重新回落，信用債流動性並未明顯改善，意味著中低等級信用債流動性溢價仍在高位。CRM和債券擔保業務受限於發行意願，效果仍待觀察。綜上，貨幣政策轉松提高了銀行間流動性水平，但由於金融機構風險偏好仍低以及非標仍趨萎縮，廣義貨幣增速仍在低位，政策效果仍待觀察。

從達裡奧的去杠杆框架理解信用風險化解。達裡奧總結要實現完美的去杠杆，必須做好四個政策：緊縮、債務違約、重新創造貨幣、財富再分配。實現去杠杆意味著經濟增速超過債務增速，對應到微觀個體，就是企業的盈利和現金流能夠償還債務，也就意味著信用風險的降低。我們已經做了緊縮和債務違約。過去的1年內中國的債務率已經穩定在241%左右，停止了持續10年的上升，主要歸功於這兩年實施的金融去杠杆，這就相當於實施了緊縮性政策。而18年以來p2p的全面爆雷，公開發行債券的違約，甚至連政府融資平臺也出現了違約事件，這意味著債務違約已經發生。緩解信用風險政策的本質是重新創造貨幣。監管層緩解信用風險的政策分為以下幾類：增加基礎貨幣、提升風險偏好、降低信用利差，三者的共同目的正是激活廣義貨幣創造。增加基礎貨幣的舉措已經取得了較好的效果，下一步是提升風險偏好和降低信用利差，以促進企業融資的恢復。

仍待減稅破局！緊縮、債務違約、重新創造貨幣都與貨幣政策更為相關，要實現去杠杆或者說信用風險的真正緩解，則需要依靠財富再分配，可通過減稅來實現，而這屬 財政政策的範疇。對於中國的企業部門特別是民企而言，過去幾年最大的挑戰並非需求的下滑，而是成本的上升，包括原材料、租金、員工成本加上貿易衝突帶來的關稅成本都在上升，近期社保徵收體制改革的衝擊也主要在中小民營企業。今年又恰逢去杠杆的大背景，內外現金流雙重壓力下不少民營企業陷入流動性困境，信用風險頻發。因此要想改善企業的信用風險，目前最值得考慮的政策就是大幅下調增值稅稅率，在切實減輕企業負擔的同時，提振市場信心。

政策利好龍頭，整體效果仍待觀察。已有政策更利好龍頭，短期對大多數中小企業可能沒有效果。首先，寬信用政策尚未明顯見效，短期只是改善市場對企業融資的預期，僅有預期的情況下，金融機構會優先選擇更有希望最終能實現盈利提升的主體，一般就是各行業的龍頭；其次，金融機構風險偏好的修復需要時間，投資者對基本面有瑕疵的主體仍持謹慎態度；最後，本輪政策鼓勵金融機構支持民企融資也不是搞大水漫灌，而是有傾向性的，比如本次信用風險緩釋工具，就提出要重點支持暫時遇到困難，但有市場、有前景、技術有競爭力的民營企業債券融資，符合國家產業政策、有競爭力的龍頭會更多地得到支持，而資質較差的民企以及政府限制的城投和地產領域仍難得到支持。更長期看，寬信用的政策效果還有待觀察，我們期待更有力的政策支持以及減稅的實施！

金融工程

醫藥行業因子選股研究

常見選股因子在醫藥行業內存在顯著選股效果。其中，風格類因子平均收益水平高，但穩定性差，在近兩年出現了持續性的大幅回撤。技術類因子與股票收益呈現顯著負相關性，前期漲跌幅越大，換手率越高，波動率越大，流動性越強，次月股票收益表現越差。在這幾個因子中，綜合表現最好的是波動率，綜合表現相對較差的是換手率。盈利能力在醫藥行業內也存在顯著的選股效果，高盈利公司具有更高的收益。

醫藥行業其他有效的選股因子。除常見的ROE及其同比增長因子外，其餘基本面因子在醫藥行業內也存在顯著的選股效果。企業盈利能力越高，資產增長越快，利潤增長越快，盈利質量越好，償債能力越強，股票收益表現越優。從一致預期數據來看，預期盈利調整、分析師覆蓋度等因子也存在顯著選股效果。

按照逐步篩選法，在醫藥行業有效的、可提供顯著邊際信息的因子一共有9個，分別是市值、非線性市值、反轉、換手率、ROE、預期淨利潤調整、營業收入同比增長、預期外盈利以及流動比率。醫藥行業最大化預期收益組合。基於上述9個因子構造醫藥行業收益率預測多因子模型，所得複合因子RankIC為11%，月勝率為75%，相應的IR為2.42。選擇預期收益最高的部分股票構建組合，年化收益30.27%，相對於等權基準年化超額22.05%。

醫藥行業指數增強組合。採用全市場醫藥行業內上市超過3個月的股票構建市值加權組合，稱之為醫藥行業指數。該指數年化收益5.71%，以該指數為優化基準，構建的增強組合年化收益18.03%，相應的超額收益為12.32%，最大回撤和波動率控制在5%左右。將滬深300增強組合與醫藥行業多因

子模型結合，構建醫藥行業單獨選股的滬深300增強組合，其年化超額收益可由原來的11.66%增加至12.81%，收益回撤比由2.85增加至3.77。

風險提示：有效因子適用環境變動風險，優化模型失效風險。

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。