

2018年10月29日

財富管理-投資策略

策略

加金融減消費——基金2018年三季報點評

核心結論：①18Q3普通股票型基金倉位上升1.8個百分點。以基金重倉股為樣本，剔除港股後18Q3金融地產行業市值持有占比整體上升5.9個百分點至18.1%，處於2010年以來平均水平。②保險、銀行和地產市值持有占比上升最明顯，分別環比上升2.8、1.9和1個百分點，家電、醫藥和電子市值持有占比下降最明顯，分別環比下降2.5、2和1.7個百分點。③以滬深300為基準，銀行、證券和建築低配最明顯，分別為12.6、6.3和2.7個百分點，醫藥、食品飲料和計算機超配最明顯，分別為7.3、5.5和3.7個百分點。

18年第三季度基金股票倉位整體上升。18Q3普通股票型、偏股混合型、靈活配置型基金倉位分別為85.1%、81.5%、59.6%，較18Q2分別上升1.8、上升0.7、下降5.0個百分點，倉位整體上升。

風格特徵：價值股占比創16年以來新高。依據18Q3基金重倉股統計情況，相較18Q2，價值股市值持有占比大幅回升。具體來看，基金重倉股（剔除港股，本段下同）中上證50成分股市值持有占比環比大幅上升3.9個百分點至24.7%，高於2010年以來的均值21.3%，創2016年以來新高，目前處於14Q3-Q4水平，中證100成分股占比環比上升2.4個百分點至40.8%，高於2010年以來的均值34.2%，創2016年以來新高，處於13Q1-Q2的水平；基金重倉股中創業板指成分股市值持有占比環比下降0.7個百分點至8.5%，略高於2010年以來的均值8.0%，目前位於13Q2-Q3的水平，中證500成分股市值持有占比環比上升0.2個百分點至16.8%，略高於10年以來的均值16.4%，處於13Q4-14Q1的水平。

行業特徵：加金融減消費。從市場來分，18Q3基金重倉股中A股市值持有占比為95.6%，港股為4.4%，港股相比上季度微升0.1個百分點。分析基金所持A股中各行業情況，18Q3金融地產股市值持有占比大幅上升5.9個百分點至18.1%，週期、消費與TMT市值持有占比季度環比分別微升0.3、下降3.9、下降1.7個百分點至17.5%、43.6%和17.6%。從行業市值持有占比環比變動情況來看，18Q3基金重倉股中保險、銀行和地產市值持有占比明顯上升，分別環比上升2.8、1.9和1個百分點，三者合計增加5.7個百分點；家電、醫藥和電子市值持有占比明顯下降，分別環比下降2.5、2和1.7個百分點，三者合計下降6.2個百分點。

持股特徵：集中度持平上季度。18Q3持股規模前10只個股整體市值持有占比為22.0%，高於10年以來的均值20.2%，處於13Q3-Q4的水平，前20只個股整體市值持有占比為32.0%，高於10年以來的均值30.4%，位於13Q4-14Q1的水平。18Q3基金前20大重倉股對比18Q1共有5只股票被替換，新進入的個股為萬科A、中國太保、洋河股份、中國國旅、隆基股份，掉出前20的個股有天齊鋰業、複星醫藥、大華股份、歐菲科技、青島海爾。基金重倉股中中國平安、貴州茅臺和伊利股份市值持有占比位列前三。

風險提示：報告為基於基金定期報告的客觀分析，所涉及的股票、行業不構成投資建議。

借鑒歷史：政策底》市場底》業績底

核心結論：①短期反彈在路上，邏輯是跌幅大估值低、政策利好不斷。歷史上弱市年份年內最大反彈，幅度均值23%，政策刺激的反彈，幅度均值25%。②歷史上政策底領先市場底領先業績底，這次政策底已經出現，真正走出大底部還需等兩信號：一是盈利二次探底有多深，二是去杠杆拐點帶來資金面轉折。③步步為營，行穩致遠。反彈期啞鈴型配置，金融加科技股龍頭，考慮未來回落築底，重視高股息率類股。

步步為營，行穩致遠。①反彈階段啞鈴型配置，金融+科技類龍頭。反彈期的配置需要考慮反彈本身的邏輯，這次邏輯是跌幅大及政策維護金融穩定，我們建議啞鈴型配置，一頭是以金融為代表的大藍籌，他們是維護股市穩定的基石，而且整體估值低，另一頭是科技類龍頭代表的成長股，他們多數屬中小創板塊，解決中小企業融資難、化解股權質押風險對它們是利好，而且前期跌幅大。②考慮未來市場回落築底，關注高股息率類公司。我們前文分析過，政策底出現短期市場反彈，未來市場仍可能回落築底，真正市場底的大拐點還需要時間和更多條件。因此，投資策略上還需要考慮未來市場回落築底時的配置，可以關注高股息率類公司。

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

權益規模排名前20 公募管理公司：行業集中度較高，整體偏配醫藥、食品飲料等穩增長板塊

權益規模排名前20公募管理公司：行業集中度較高，整體偏配醫藥、食品飲料等穩增長板塊。根據最新一期《海通證券：基金規模數據報告》，我們重點關注2018年三季度末權益資產規模排在市場前20的公募管理公司旗下主動股混基金重倉股票的行業分佈情況。數據顯示，儘管本季度遭遇減持，但醫藥依然最受這些公司歡迎，從榜單來看，在這20家管理機構中，有17家的前三大重倉板塊中出現醫藥，並且有9家將醫藥作為第一大重倉行業。其次，食品飲料同樣受到了這些公司的追捧，有14家選擇重配，並有7家將其作為首要投資領域。再者，銀行和非銀行金融等傳統大市值行業也受到了一定程度的關注，有不少公司選擇重倉持有相關標的。

風險提示。本報告的內容為對2018年三季度基金季報的客觀分析，所涉及的股票和基金均不構成投資建議。

主動債券型基金三季報分析：權益築底倉位升，純債持倉顯分化

2018年三季度市場回顧。2018年三季度市場整體呈現先漲後跌的態勢，臨近季末債市趨於震盪。8月初之前，受資金面寬鬆、資管新規補充文件落地等因素帶動，債市呈現牛陡行情。但隨後披露的外貿及通脹數據均好於預期，以及市場擔憂新一輪的強刺激對於經濟的拉動作用，寬貨幣或演化成

寬信用的格局，外加政府發債帶來的衝擊，都使得債市出現了一輪回調。臨近季末，市場多空交織，債市持續震盪。全季度來看，寬鬆的貨幣政策以及市場預期寬信用的來臨共同導致期限利差的打開。大類資產配置：權益、純債倉位雙雙提升。三季度中純債類資產表現依舊強于權益類資產，純債倉位穩中有升。權益類資產倉位的提升由主被動兩方面因素所致：（1）在權益市場巨幅波動時，股性較強的債基遭遇贖回，被動抬升了權益倉位；（2）一些基金經理認為權益類資產已經處於磨底階段，長期配置價值顯著，因此左側參與配置了一定比例的權益資產。

類屬資產配置：政金債、中票倉位升，短融倉位降。雖然三季度中利率債的整體倉位有一定的上升，但是品種間存在分化：（1）三季度中受益于寬鬆的資金面，期限利差走闊，短端收益率階段性大幅下行，確定性機會顯著，不少產品順勢參與配置了中短端政金債。（2）也有部分基金經理認為經濟基本面的下行將對債市起到支撐作用，因此介入了長端品種的配置或交易機會。（3）由於同業存單久期偏短，靜態收益偏低，且與同期限的高等級短融和國開債相比，也並沒有顯著的配置性價比，因此三季度中同業存單的倉位繼續下降。在信用債內部，三季度市場預期信貸政策轉松將利好這一品種，一小部分短融被置換為中票，疊加信用債整體倉位的提升，都體現了公募基金對於這一品種偏好的上升。

杠杆率：繼續提升。截至2018年9月30日，主動債券型基金（老）整體的杠杆率為117.78%，較二季度末上升2.27個百分點。

個券選擇：高評級個券倉位提升，組合整體久期保持穩定。從高、低等級個券的配置比例來看，在信用風險事件的影響下，基金經理普遍進一步梳理了持倉結構，減持低評級個券，提高組合安全性。重倉券久期與上個季度基本持平，各品種的久期配置有所分化，在寬鬆的貨幣政策下，利率債中更傾向於配置中短久期品種，信用債則得益於轉松的信貸政策，一小部分短融被置換為中票，信用債部分的久期小幅提升。

風險提示。本報告的內容為對2018年三季度基金季報的客觀分析，不構成基金產品的投資建議。債券組合的整體評級及久期由重倉券的情況進行推算，不代表真實持倉。

行業研究

石油化工：1960年以來原油價格變遷歷史

我們對1960年以來原油價格的波動做了系統梳理與分析。供需變化是影響油價的最基本因素，另外剩餘產能、原油庫存、美元指數、地緣政治、金融危機等都會對油價產生較大影響。

供給端：OPEC數據顯示，今年上半年國際原油的供給缺口約30萬桶/日（供給量9770萬桶/日，需求量9800萬桶/日）。進入7月以來，由於伊朗原油出口逐月下降（從6月220萬桶/日降至160萬桶/日），全球原油供給缺口進一步擴大。原油供給缺口的擴大推動油價的震盪上行。

需求端：根據BP能源統計，全球原油需求穩定增長，2017年全球原油消費量44.70億噸，同比增長1.39%。1968~2017年50年來全球原油消費複合增速為1.80%，其中，中國和印度貢獻了主要的需求

增量。2011-2017年全球原油消費量同比增加3.94億噸，其中中國、印度分別占比37%、17%；沙特、美國、韓國次之，占比分別為7%、5%、5%。近年來中國、印度原油消費量大幅增長，遠高於全球原油消費增速。

剩餘產能：根據IEA，截止到2018年9月底，OPEC原油剩餘產能進一步下降到213萬桶/日。作為原油的主要供應者，OPEC可以通過調整其產量來影響油價，因而剩餘產能的高低能反映對油價調節能力的強弱。剩餘產能大表明對油價調節能力強；而剩餘產能小則預示著原油供需的緊平衡加劇，有可能推動油價上漲。

庫存：2017年以來OPEC減產協議得到高力度執行，全球原油市場進入去庫存階段。2018年8月，OECD石油庫存28.54億桶，低於五年均值0.34億桶；2018年9月底，美國原油商業庫存4.04億桶，低於五年均值0.01億桶。

美元指數：20世紀70年代，美國與沙特阿拉伯達成一項協議，雙方確定把美元作為石油的唯一定價貨幣。由於美元是世界石油市場的主要標價和結算貨幣，美元貶值會促使產油國提高其出口的石油產品的價格，直接導致世界油價上漲。通常我們選取美元指數作為衡量匯率因素的指標，美元指數和油價之間表現出非常明顯的負相關關係。

地緣政治：油價波動幅度與預期供給變化有關。地緣政治通過影響供給預期進而影響油價，而所能影響到的供給量主要由以下幾點決定：（1）地緣政治類型，如戰爭、禁止出口、制裁等；（2）發生國家與地區，如兩伊和沙特原油產量占比較重，油價波動一般較大；（3）持續時間，一般持續時間越長，對全球原油供給影響越大，可能會形成長期趨勢的油價波動。

油價：震盪上行。今年前三季度布倫特原油均價分別為67、75、76美元/桶，我們預計在伊朗原油出口持續下降推動下，四季度原油均價有望達到80-90美元/桶。

投資建議：重點關注油氣開採及服務等上游的投資機會。油價反彈關注五類投資機會：油氣開採、石油煉化、油服設備、煤化工、綜合油氣。在油價超過80美元/桶後，建議重點關注上游投資機會，包括：1）擁有油氣開採業務的公司，包括中國石油、中國石化、新奧股份；2）國內油服公司，包括傑瑞股份、石化機械、中海油服、海油工程、通源石油等；3）優質煤化工企業，包括華魯恒升、廣匯能源等；（4）C2/C3產業鏈公司，衛星石化等。

風險提示：原油價格大幅波動；美國對伊制裁力度不及預期；OPEC增產幅度超出預期；美國葉岩油產量增長高於預期；原油需求不及預期。

保險：放寬保險股權投資限制，股權投資占比有望提升——《保險資金投資股權管理辦法》點評

10月26日，銀保監會《保險資金投資股權管理辦法》公開徵求意見，修訂版較2010[79]號文相比，取消了保險資金開展股權投資的行業範圍限制，通過“負面清單+正面引導”機制提升保險資金服務實體經濟能力；且放寬了投資股權的保險公司資質要求。

放寬資本相關資質要求，但增加過往投資經驗和利潤敏感性分析要求。1) 對直接投資股權的保險公司，上季度末償付能力充足率由原要求中的不低於150%降至不低於120%，且取消上年末償付能力要求；2) 要求淨資產由10億元下調到1億元。3) 投資團隊須已完成退出項目不少於3個。4) 要求對投資資產價格不同程度下跌情形下分析對利潤和償付能力的影響。

擴大投資行業範圍。1) 取消對未上市企業股權投資的比例限制。放寬險企投資同一股權投資基金的賬面餘額限制，由原不超過該基金發行規模的20%上調為30%，增加對保險集團及其保險子公司投資同一股權投資基金的賬面餘額不超過基金發行規模60%的要求。2) 投資市場化、法治化債轉股類投資基金可不受部分負面清單的限制。3) 允許投資包括創業投資基金、股權投資基金和相關母基金。

長期股權投資收益率可觀，上市險企長期股權投資占比低於行業水平。根據華夏時報報道，截至5月末，行業長期股權投資餘額1.62萬億，占比為10.4%；我們預計年化投資收益率8%左右，高於其他類別資產收益。中國平安、中國太保、新華保險、中國人壽2018年年中權益投資占比分別27%、13%、17%、15%，其中長期股權投資等占比預計為3%-6%。

新規有望改善保險公司投資結構。自2013年保險行業投資範圍拓寬以來，投資收益率中樞有所提升。修訂後的《保險資金投資股權管理辦法》有利於賦予保險機構更多的投資自主權，進一步改善保險公司投資結構，增加長期股權比重，增強利潤穩定性並促進資產負債比例管理。同時，有利於保險資金發揮長期投資優勢，提升全社會股權融資和直接融資比重。

風險提示：權益市場估值壓力加劇。

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。