

2015 年 11 月 26 日

## 宏觀經濟

### 走出凱恩斯主義的“圍城”——供給側改革的國際經驗研究

在中央財經領導小組會議和亞太經合組織 APEC 工商領導人峰會上，習近平主席兩次提到要加強“供給側”結構性改革。

何謂供給側改革？在凱恩斯主義主導的需求側管理大行其道的今天，為何突然提出要供給側改革？國際上有哪些國家進行過供給側改革？有何經驗和教訓？我們將推出系列報告闡述和回答這些問題，本報告將重點介紹供給側改革的國際經驗。

如何理解供給側改革？供給側改革的理論源自經濟學界的供給學派。供給學派認為生產的增長決定於勞動力、資本等生產要素的供給和有效利用，需求會自動調節至均衡，不會出現產能過剩，因此宏觀調控的重點應該是刺激生產。供給學派與凱恩斯主義相對立。凱恩斯主義則認為經濟低迷是因為有效需求不足，政策重心應放在刺激總需求上，與供給派觀點恰好相反。歷史上，凱恩斯主義和供給學派也是交替主導各國經濟政策。從實踐看，減稅和減少政府干預是供給側改革的典型做法。“雷根經濟學”和“柴契爾主義”是對供給學派觀點的典型實踐，前者側重減稅，後者側重私有化改革。

美國經驗：雷根經濟學。經濟陷入滯脹，凱恩斯主義失效。20 世紀 70 年代，美國通脹率高達 13.5%、失業率達 7.2%，而經濟增長率僅-0.2%，深陷“滯脹”泥淖。同時美國經濟也存在稅率過高、限制進入、價格管制等諸多結構性問題。凱恩斯主義“神藥”失效，復蘇亟待新“藥方”。減稅刺激生產，雷根經濟學破局。1981 年雷根就任美國總統後，開始奉行供給學派和貨幣主義的主張，提出“經濟復興計畫”，主推減稅，同時減少政府干預，縮減政府開支，緊縮貨幣供給。經濟回歸繁榮，“大穩健”時代來臨。雷根經濟學大獲成功，美國經濟迎來“大穩健”時代，但也提高了美國的赤字率，增加了政府債務。但總體看，雷根經濟學為美國長期經濟增長打下了堅實基礎。

英國經驗：柴契爾主義。滯脹疊加結構問題，經濟陷入衰退。70-80 年代的英國同樣陷入了高通脹、低增長的“滯脹”泥淖，零售價格同比一度飆至 25%，GDP 增速出現負增長。同時英國也面臨工會力量龐大、國企過多、政府干預過度等結構性問題。柴契爾強推改革，國企私有化增效。柴契爾 1979 年上任首相後，首先採納了貨幣主義的觀點，緊縮貨幣以控制通脹。同時採用供給學派的觀點，加速推進國企私有化、減稅、廢除物價管制等改革措施，減少政府對經濟的干預。經濟觸底反

彈，長期穩健增長。經過改革，惡性通脹得到控制，英國經濟觸底反彈，各主要宏觀經濟指標波動率大幅減小。

柴契爾的結構化改革被認為“挽救”了英國經濟。

經驗總結與借鑒。突破凱恩斯主義穩增長，大刀闊斧地供給側改革。中國當前雖然沒有面臨滯脹的局面，但經濟的結構性問題不亞于當年的英美。例如國有企業佔據著大量資源卻經營效率低下，長期處於虧損狀態。減稅和減少政府過度干預，構建“小政府”。雷根經濟學和柴契爾主義的另一個精髓是經濟上推崇自由主義，構建“小政府”，激發了私人部門的生產積極性。我國當前也存在政府干預經濟過多的問題，需要進行改革，但我們也不推崇過度的自由主義。供給側改革不像凱恩斯主義那樣“皆大歡喜”，需要有魄力的推動者。凱恩斯主義的財政刺激相當於為私人部門提供掙錢的專案，而貨幣刺激相當於開著飛機直接“撒錢”，無論哪種方式都是“皆大歡喜”的結果。而供給側改革更多是解決經濟的長期結構性問題，會觸動很多人的利益，需要有魄力的改革者來推動。

## 大市導航

### 保險：行業 2016 年，不樂觀，不悲觀

1) 2015 年為保險行業景氣高點，2016 年預計難以持續提升，將受到代理人增員放緩和資產配額難度加大的雙重壓力，利差收窄的可能性較大。但是市場對於利差收窄和利差損風險已經充分反應，悲觀預期或改善，而低息環境下，保險產品吸引力顯著增強，保單銷售持續好轉，個險新單保費和新業務價值增速仍會較快。

2) 資產端：保險公司逐漸將部分債券及存款的投資比例轉移到債權計畫、集合信託等高收益新型固收類資產中，淨投資收益率仍高。同時，未來將增加非上市公司股權、境外資產等投資配額，減弱低息影響，預計未來投資收益率不會出現明顯下滑。

3) 負債端：壽險業正向迴圈已經啟動：高投資收益→保險產品吸引力提升→銷售難度下降，保費高增長→傭金上漲，增員環境大幅改善→個險新單高增長。

4) 保險行業景氣度仍高，行業估值橫向、縱向比較均較低，利差收窄的負面預期或將改善，向上修復空間巨大，看好保險板塊的投資價值。

風險提示：市場低迷導致業績和估值雙重下滑。

## 資訊服務：周小川發文力挺互聯網金融，互聯網金融王者歸來；看好電腦行業從自動化和資訊化向智慧化時代演進

25日周小川《人民日報》發文再次力挺互聯網金融。我們認為，互聯網金融是目前大資料變現商業模式最清晰的領域，同時也是“十三五”金融改革的重要推動力。互聯網金融創新助力傳統金融機構轉型，推動市場定價機制形成、以及提高資源配給效率將是“十三五”金融體制改革重點。資產證券化是未來改革的重要方向，也是互聯網金融平台新模式的興起。

自2013年資產證券化重啟以來，截止2015年10月我國資產支持證券存量5560億，約占債券市場總託管量的1.92%；而根據SIFMA統計，美國2014年底債券市場存量中MBS和ABS合計占比達到25.8%，未來我國ABS市場整體體量將在十萬億級。

在利率市場化大背景下，銀行需要資產證券化以盤活存量資產，特別是中小銀行IT雲化重構，對業務標準化產品以及資產證券化表外業務拓展需求巨大。今年4月初央行明確信貸資產證券化發行採取註冊制，大幅減少發行流程、提高發行管理效率。未來一旦進一步放開將實現飛躍式增長。

我們看好具備核心金融IT系統優勢，積極轉型中小銀行IT系統重構平臺、以及資產證券化交易雲平臺的企業。推薦中科金財、潤和軟體，建議關注銀之傑、恒生電子、漢鼎股份。

此外，雲計算開始落地，IDC最先受益，推薦有絕對稟賦優勢的IDC龍頭寶信軟體，同時建議關注網宿科技；隨著對資料價值的認可，資訊安全越來越受重視，推薦啟明星辰、綠盟科技、東方通，建議關注美亞柏科；人工智慧和智慧製造是未來發展趨勢，推薦科大訊飛、佳都科技、寶信軟體、鼎捷軟體；民生大資料領域推薦易華錄。

風險提示。系統性風險，產業政策不達預期。

## 中國衛星（600118）：航太板塊龍頭，太空力量中堅

我國衛星研製領域絕對龍頭，且極具稀缺性。公司是航太科技集團五院下屬唯一上市公司，以小衛星\微小衛星研製、衛星應用為兩大均衡發展的主營業務，深度參與國家高分專項、空間基礎設施、北斗重大專項等國家重點建設專案及工程。2014年公司實現收入46.64億元，淨利潤3.56億元，是我國衛星研製領域的絕對龍頭。

衛星研製業務增長趨於穩定，將持續受益我國太空發展與“一帶一路”。“十二五”航太科技集團“百箭百星”計畫保障公司五年內產值從30億穩健增長至約50億元。未來，一方面我國太空強國建設將持續大力推進，另一方面受益我國“一帶一路”空間資訊走廊產業的發展，預計公司衛星研製業務將繼續保持穩健增長。

衛星綜合應用市場空間廣闊，公司應用業務增長有望進一步提速。伴隨“十二五”期間大量衛星發射，公司衛星綜合集成應用及終端業務同步快速發展。2013年歐美國家衛星應用及地面設施建設領域收入占整個衛星產業收入比例約89%，而目前我國則處於起步階段，未來發展空間極其廣闊。公司在衛星通信、導航、遙感、運營及綜合應用領域全面、深度佈局，我們預計公司衛星應用業務增長有望進一步提速。

國企改革和科研院所改制帶來投資機遇，航太五院壟斷性衛星業務未來資產注入可想像空間巨大。公司是航太五院下屬唯一上市公司，2012年五院實現總收入260億元，估算2014年在300-400億之間，約為同期上市公司收入的6-8倍。五院的衛星業務在國內具有高度的壟斷性，且在國企改革和事業單位改制不斷推進的背景下，公司資產注入預期強烈。

關注軍隊改革，公司是太空領域稀缺標的，值得重視。人民網、解放軍報等官方媒體近期連續表態軍改將啟動，軍兵種結構優化是重要方向。中央軍委領導發文強調海洋強國、航太強國、網路強國，預示海洋、太空、網路領域得到進一步重視。

我國太空力量與美國相比差距仍巨大，截止2014年在軌衛星數量約為美國1/3。我們預期改革將有望加強對太空力量重視程度，公司做為航太板塊稀缺標的，值得重點關注。

盈利預測與投資建議。預計公司2015-17年EPS分別為0.37、0.46、0.57元。公司控股股東資產證券化空間大，在改革背景下研究所改制及注入的預期強烈，參考同行業上市公司的估值水準，尤其考慮到公司做為衛星研製絕對龍頭的高度壟斷性和稀缺性，給予公司2016年150倍PE，六個月目標價69元，給予公司“買入”評級。

風險提示。衛星發射存在失敗風險。新技術產業化低於預期。改革不確定性。

## 中國人壽（601628）：對“開門紅”充滿信心，“買入”評級

對於2016年一季度“開門紅”充滿信心。1) 公司目前“開門紅”產品暫定為“鑫福年年”，由“養老年金+非養老年金”組合而成。養老年金產品預定利率4.025%，非養老年金的預定利率為3.5%。2) 按財政部最新規定，非養老年金產品部分需要交營業稅，對於產品利潤率有一定影響。

保險資產投資面臨較大壓力。降息週期下保險公司面臨較大的再投資風險，我們預計未來保險公司主要的投資方向和變化包括：1) 加大另類投資。具體包括股權、不動產、PE基金等。2) 繼續非標投資。具體包括基礎設施債權計畫、金融產品等。3) 加大海外投資。目前海外投資占比1%-2%，未來該比例可能逐步提高。4) 權益類投資相對謹慎，占比預計不會出現顯著提高。5) 協定存款占比預計將持續下降。協定存款目前規模超過4000億，收益率5%以上，但久期較短，到期後面臨較大再投資風險。

資產/負債久期不匹配問題顯著。1) 據我們估算，中國人壽持有國債資產久期超過 10 年，金融債超過 8 年，企業債超過 5 年，但考慮協定存款的久期較短，固定收益類投資資產的加權久期在 5 年左右。2) 負債久期方面，中國人壽傳統險久期預計 15 年左右，分紅險久期預計 7-8 年。3) 負債久期遠高於資產久期，但考慮負債成本剛性，利差或將收窄。

銷售環境持續改善，代理人增員難度下降。2015 年下半年以來，中國人壽總體人力的增長仍然很快，目前代理人數量預計超過 90 萬。公司看重人力增長，因為新代理人有助於開拓新的客戶。2016 年在人力方面，中國人壽一方面旨在做實現有人力水準，另一方面繼續擴張人力規模。人力增長的很重要原因是監管放鬆，但同時使得公司培訓成本增加。

預計公司將繼續推動業務轉型，致力於提升公司新業務價值。預計中國人壽 2015 年將繼續轉型，主要包括：1) 在個險管道，預計公司將繼續提升長期期繳產品的銷售比例，進一步提升產品新業務價值利潤率；2) 在銀保管道，預計公司將提升期繳新單保費的比例，力爭通過調整結構實現管道內部新業務價值的增長。

給予“買入”投資評級。中國人壽 2015 年將持續重視價值建設，預計 2015 年新業務價值增速 30% 左右。預計 15~16 年 EPS 分別為 1.51 和 1.62 元。目前公司估值處於合理偏低水準。給予公司 36.57 元的目標價，對應 2.0X15PEV。

風險提示。權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

### 新華保險（601336）：再投資壓力略小於同業，“買入”評級

“開門紅”部分產品是否銷售取決於營業稅徵收規定。1) 2015 年 8 月財政部發佈《關於一年期以上返還性人身保險產品營業稅免稅政策的通知》，一年期以上返還性人身保險產品取得的保費收入免征營業稅。其中，一年期以上返還性人身保險，是指一年期及其以上返還本利的人壽保險和養老年金保險，以及一年期及其以上的健康保險。2) 財政部的規定本意在於改變此前壽險產品需要先交稅再退稅的麻煩，為保險公司提供便利。但因為財政部使用的是較早前保監會的壽險產品分類，使得近年來“開門紅”主推的普通年金類保險產品需要繳納 5%-6% 的營業稅，而且因為都是期繳產品，若每年保費都交營業稅，這部分產品的利潤率將為負。3) 目前幾大保險公司正在與保監會和財政部溝通，是否會有變數現在還沒有定論。如果確定徵稅，預計公司將不銷售此類產品。

“開門紅”將加大健康險銷售力度。1) 加強健康險的銷售力度，主要為重疾類產品。2015 年三季度試銷“健康無憂”，銷售情況超公司預期，預計將在 2016 年“開門紅”期間主推。健康險價值率高，但件均保費較低。2) 普通年金產品是否銷售取決於稅收政策。3) 銀保管道利潤率較低的高現金價值躉繳產品銷量將有所下調，未來也會進一步減少規模。

再投資壓力略小於同業。公司過去幾年依然致力於建立資產負債匹配和平衡，戰略性的投資大量長久期、高收益的金融資產，未來將明顯受益。1) 目前債券收益率較低，預計不會增配。2) 未來進一步加強多元化投資，如非上市公司股權、境外投資等。3) 權益類投資會關注機會，但預計配額比例大幅提升的可能性不大。

新華彈性較高，預計未來將受益於市場上漲和行業政策利好。上半年健康險稅收優惠已出臺，預計上海稅延養老試點或將陸續出臺，新華保險佈局養老產業和健康產業領先同業，公司在四家上市公司中市值最小且杠杆率和彈性最高，預計將受益於未來市場上漲和政策利好。

“買入”投資評級。公司在連續兩年業務調整後，2014 年和 2015 年的淨利潤和新業務價值終於獲得大幅上漲，基本面顯著回暖。再考慮到公司杠杆率最高，彈性最大，將受益於市場上漲和行業政策利好，給予推薦。預計公司 2015、2016 年淨利潤分別為 108 億元、126 億元，對應 EPS 3.46 元、4.04 元。目前公司股價對應 15 PEV 為 1.2 倍，給予公司目標價 63.60 元/股，對應 2 倍 15 PEV，“買入”投資評級。

風險提示。權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

## 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。