

宏觀

出口改善，誰最受益？

全球經濟回暖，貿易明顯改善。全球經濟16年上半年築底，下半年大幅反彈。發達經濟體製造業PMI在16年上半年穩定在50.5附近，6月份以後迅速回升，最高達到今年年初的54.2；新興經濟體製造業PMI從49左右上升至51左右。全球貿易從16年開始不斷改善。16年初全球主要經濟體出口同比跌幅在11%以上，但之後跌幅開始收窄，到年底同比直接轉正。最近6個月全球出口同比增速已上升至7%，達到近5年高點。中國出口份額較15年的高點有所下滑，但仍是各國中的最高比重，短期內其它經濟體仍難超越。

受益外需復蘇，中國出口回升。總量改善，快慢有別。受益於海外需求的復蘇，中國的出口也開始回暖，逐步走出了最低迷的階段，今年5月出口同比增速反彈至8.7%。一般貿易和加工貿易的累計增速在今年均由負轉正。高新技術產品前5個月出口累計同比6.4%，高於勞動密集型產品出口，低附加值的傳統勞動密集型出口產品優勢有所消減。歐美復蘇，外需回暖。對美國、歐盟和東盟的出口分別位居我國出口規模的前三，其中對美、歐的出口17年以來改善更多。中國出口到美國和歐盟的商品中，最多的是機電音像設備及零件，占比分別為45%和42%，包括生產設備、資訊電子及家用電器在內的機械電子設備和零件。電子機電，反彈明顯。手持無線電話機占出口的比重16年下半年一度達到7%以上，自動資料處理設備及部件的出口占比也維持在6%以上，並且這兩類的出口改善也是這一年來最快的。

出口改善，誰最受益？一個行業從貿易回暖中受益的程度，不僅取決於該行業出口增速的提高幅度，還取決於該行業收入對出口的依賴程度。電腦、通信和其它電子設備行業對出口的依賴程度最高，出口收入占主營業務收入的比重高達53%，而考察出口增速的回升情況，從出口改善中受益較大的行業包括：電腦、通信和其它電子設備製造業；金屬製品、機械和設備修理業；儀器儀錶製造；金屬製品業；通用設備製造業；電氣機械及器材製造業等。因此綜合來看出口產品，家電、電腦、手機和電話機、燈具和照明裝置、集裝箱製造、塑膠製品等從出口改善中受益最大。另一方面，除了從出口產品的角度，還可以從不同行業的海外業務收入來衡量企業在海外經濟復蘇中的受益情況。16年電子行業的海外收入比重高達39.7%，在全部行業中最高。其次是家電行業，上市公司的海外收入的比重為26.5%。這意味著海外經濟復蘇的背景下，電子、家電等行業的受益的程度最深。

固定收益

資管行業增值稅簡析

近期財政部、國家稅務總局發佈《關於資管產品增值稅有關問題的通知》（56號文），對資管行業增值稅徵收做出進一步修改和補充，並將執行時間推遲半年。資管產品具體徵收辦法如何，對市場會有什麼影響，是我們將要討論的問題。

1. 資管行業如何繳稅？

和資管行業增值稅有關的文件主要是36、46、70、140、2號文以及56號文。根據現有稅收體系，資管產品管理人作為增值稅繳納義務人，在運營產品中要依據底層資產進行繳稅，如果作為投資者投資資管產品，如何繳稅還要看產品是否保本。具體來看：

保本與非保本產品徵稅差異：保本型資管產品，投資人取得的利息收入需要繳納增值稅，若在到期前轉讓產品，還需按買賣差價繳納增值稅，稅率均為3%。而非保本型產品，持有至到期投資人免增值稅，產品的管理人根據底層資產繳納；但如果是在到期前轉讓，則買賣價差還是需要繳納3%增值稅。

底層資產徵稅情況：國債、地方政府債、金融債券（包括政金債）、質押式買入返售金融商品、同業存款、同業借款、同業代付、買斷式買入返售金融商品、同業存單的利息收入，都免收增值稅。金融商品轉讓的買賣差價需要繳納增值稅，但公募基金買賣股票和債券的價差可以免稅。

不同類型機構徵稅情況。銀行、券商、保險自營機構沒有受到56號文的影響，還是根據底層資產繳納6%的增值稅，可抵扣進項稅；公募基金和其他資管產品稅率改為簡易計稅方法，按照3%的稅率徵收；公募基金有特殊的稅收優惠，買賣債券和股票時的差價可以免徵增值稅，而其他資管類機構利息收入和買賣價差都需要繳納增值稅。

2.對資管行業的影響如何？

降低資管產品收益率。目前資管行業規模超過60萬億，營改增後產品管理人為納稅主體，稅率暫定為簡易計稅辦法下的3%，儘管與之前可抵扣的6%相比整體稅率有所降低，但從無到有的過程中仍會對資管產品收益率帶來負面影響。根據我們的估算，在不考慮買賣價差的情況下，一隻票息為4.5%的信用債在簡易計稅法下，繳納增值稅的成本大約在14-15BP；對銀行理財的影響將大致使得理財收益率整體下行10BP左右。

有助於打破資管剛兌。目前的增值稅體系對保本型資管產品設置了更高的徵稅要求，相應提高了其成本，這對打破資管剛兌模式是有利的。

3.稅負轉嫁對市場的影響。增值稅是以資管產品的管理人為納稅義務人，但稅負也會沿著投資鏈條向上、向下傳導：

- 1) 轉嫁至投資者，資管產品吸引力下降。增值稅的徵收會降低資管產品的收益率，如果稅負轉嫁到投資者方，勢必會降低相關資管產品的吸引力，具體轉嫁的程度取決於雙方的彈性。
- 2) 機構間存在稅負差異，公募基金有優勢。不同機構在增值稅上存在差異，公募基金有稅收優勢，而自營機構目前仍是實行可抵扣的6%的稅率，機構間的差異帶來稅務優化的可能，比如自營資金轉通道或委外，或者通過定制基金，實現避稅效果，但同時也要考慮風險計提等監管成本以及管理費用上漲的問題。
- 3) 影響底層資產偏好，信用債利差有走擴壓力。稅負效應也會通過影響資管產品的投資偏好，逐漸傳導到底層資產。比如債券產品中，由於利率債免稅，需要納稅的信用債利差就有了走擴的壓力，而且高收益信用債受影響比較大。
- 4) 稅負向下傳導，可能抬高融資成本。稅負向下傳導還可能會增加底層融資主體的融資成本。比如在信用債發行招標時，資管機構會考慮增值稅的因素，要求更高的發行利率；如果資管產品對接的是專案類資產，資管機構還可能會和專案端談判，要求適當提高借款利率。當然，稅負向底層資產的傳導是個比較慢的過程，傳導程度也要看參與方之間的協調。

行業點評

保險：萬事俱備，東風將至——商業養老保險深度報告

個稅遞延型商業養老保險有望加速出臺。6月21日，國務院常務會議原則通過《關於加快發展商業養老保險的若干意見》，首次明確了加快個人稅收遞延型商業養老保險試點。另外，《意見》鼓勵商業保險機構以多種方式投資養老服務產業，興辦養老機構，參與養老服務業綜合改革試點。

養老壓力與政策紅利推動商業養老保險邁入歷史機遇期。1) 中國正在經歷全球規模最大、速度最快、持續時間最長的老齡化過程。2015年中國65歲及以上人口為14386萬人，近十年65歲及以上人口逐年增加，老年撫養比快速提升，人口紅利逐漸消失。2) 發展商業養老保險有助於糾正中國養老金體系的結構性失衡、擴大養老金規模、調整金融結構，並同時帶動養老金融服務產業，促進經濟轉型。

中國養老保險三支柱體系中，商業養老保險發展空間巨大。我國的養老保障體系包括三大支柱：基本養老保險（國家層面）、企業/職業年金（企業層面）、商業養老保險（個人層面）。1) 第一支柱主要由社保基金和基本養老基金兩部分組成。多年來，我國的養老負擔過度集中在基本養老保險，由於基本養老保險主要依賴財政補貼，“收不抵支”的壓力很大。2) 第二支柱為企業年金。2007-2016年，參與企業年金的企業數量、參與企業年金的職工人數、企業年金積累資金規模均有明顯增加。但第二支柱企業年金覆蓋率低，發展較慢。3) 第三支柱為商業養老保險。我國商業養老保險起步晚，參與度落後於發達國家，發展潛力巨大。截至2016年底，我國共有77家人身保險公司，其中專業養老保險公司6家。商業養老保險為保險公司貢獻利潤的能力將遠遠強於單純的企業年金管理。

保險公司進軍養老地產，積極參與醫療健康服務業。老齡化進程推動萬億級別養老產業高速發展，保監會相關政策鼓勵險資投資養老產業。經我們測算，假設當下高淨值人群的10%入住養老社區，將為保險公司帶來累計約6280億保費收入。保險公司現有投資管道收益率低，但投資養老地產回報率通常在10%左右。投資養老地產會為保險公司帶來保費收入和投資收益率的雙重提升。

個稅遞延型商業養老保險將有效提升保險公司內含價值。個稅遞延型商業養老保險的發展預計將提升上市保險公司2017年內含價值4-6%。在中性假設下（假設商業養老保險的城鎮職工參與度為8%，月度繳費為人均1000元），中國人壽、中國平安、中國太保、新華保險的2017年內含價值預計將分別增長4.2%、4.0%、5.8%、6.0%。樂觀假設下，2017EV增幅則達到14%-21%。

保險公司受益於利差改善+價值轉型，強烈推薦。保險公司經營顯著受益於利率上行，投資收益提升，利差預期改善。長期保障型產品增長迅速，死差提升。人身險保費分化加劇，上市壽險公司市場份額進一步提升。2018年利潤將大幅增長，目前股價對應2017E PEV僅1.0-1.1倍，強烈推薦。

風險提示：權益市場下跌導致業績估值雙重壓力。

傳媒：行業重點資料詳析深度II——移動遊戲台塊

我們預計2017年中國移動遊戲市場規模有望達到1207.7億元，較去年同比增長47.4%。用戶ARPPU值的提升將驅動移動遊戲產業在未來三年仍保持較快增速增長，預計2017-2019年行業複合增長率為37.7%。

移動遊戲市場銷售收入是由使用者規模、付費率、ARPPU值三者共同決定。(1)目前國內移動遊戲使用者規模增速放緩，人口紅利接近尾聲，低齡玩家和女性玩家或是可能增量。(2)用戶付費率在2016年年底接近75%，未來提升空間有限。(3)我們認為，人均付費金額的提升將是驅動移動遊戲行業增長的重要變數。新生代的崛起、頭部產品付費潛能的釋放、原創精品手遊的推出將是提升行業ARPPU的關鍵。

推薦：游族網路、完美世界、三七互娛、中文傳媒。

風險提示：1.系統性風險。2.手遊行業增速下行風險。

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。