

宏觀

稅改漸行漸近，影響是輕是重？——特朗普減稅的影響及分析

當地時間12月2日美國參議院以51：49通過了稅改法案，這是繼11月17日眾議院版本的稅改法案通過之後，特朗普稅改的又一關鍵推進。此次通過稅改方案意味著什麼？未來美國稅改又會有哪些影響？

參議院通過法案，稅改漸行漸近。參議院的稅改法案通過，是特朗普稅改落地前的關鍵一步。下一步國會將進入聯合協調修改階段，在得到統一的方案後再次表決，最終確定的稅改法案將提交總統簽字頒佈。特朗普上臺以後，政策推進屢屢受挫，如果減稅法案此番得以通過實施，將是最重要的一項成果，對特朗普和共和黨至為關鍵。預計樂觀情形下稅改法案將在今年耶誕節前頒佈，而保守情形下也會在明年一季度落地。

條款幾經調整，協調換取進度。圍繞九月框架，方案一改再改。對比9月公佈的框架，此次提交參議院投票的初始方案已做出妥協，而最終參議院通過的版本在提交版的基礎上又進一步做出微調：將小企業的稅前抵扣比率從17.4%提高到23%，而海外回流利潤所得稅從5%-10%提高到7.5%-14.5%。關鍵分歧仍存，關注後續協商。大企業所得稅率眾議院版本主張立即生效，而參議院版本提出推遲生效時間至2019年。個稅部分，兩個版本在等級劃分、遺產稅廢除、醫療費用抵扣方面均有明顯差異。接下來參眾兩院協調分歧的時間預計不會太久，為加快稅改落地，不排除最終再度以妥協換進度。

短期的作用：減稅刺激經濟。理論上減稅能刺激經濟增長。歷史上，雷根和小布希的減稅也都伴隨著發生了經濟的回升，並且都出現了企業利潤和投資增速加快、居民消費支出同比反彈。本次法案對企業稅的影響主要體現在：第一，企業所得稅率的調整提升企業利潤。美國稅務政策中心（TPC）測算，大企業所得稅率如果下調至20%，未來十年可以減少企業應繳稅額近2000億美元。第二，設備投資費用化，或將對企業短期投資有較強促進。當前美國的企業利潤和設備投資已有反彈，未來稅改或將在短期進一步助力美國的設備投資回升。第三，降低海外回流利潤的稅率吸引資金回國投資。匯回利潤所得稅率下降疊加美國投資收益上升，企業有動力將海外留存利潤匯回以擴大本國投資。個稅的特點是：涉及大多數美國人，但對富人減稅力度更大。據TPC測算，到19年，減稅將使美國個人平均稅後收入提升1.6%，收入末20%的人提升0.3%，而收入前20%的人提升2.2%。當前美國貧富差距仍大，此次稅改或進一步加劇分化，因而提升居民消費效果有限。

長期的問題：債務赤字制約。減稅也不是萬能靈藥，其另一面對應著政府收入減少，赤字和債務攀升，大幅減稅的可持續性面臨考驗。08年後美國政府債務規模大增，聯邦政府債務率從07年的56%升至16年的99%，遠高於前兩輪大減稅時50%左右的水準。赤字率雖較危機剛結束時的9.8%大降，但16年也仍有3.2%，特朗普減稅在財政上受到更大掣肘。雖然理論上可以通過提高經濟增速、擴大稅基來彌補，但能否實現還有待檢驗。中國如何應對？降費改革提質！我國廣義宏觀稅負雖然中等，但考慮到可比國家的經濟階段和福利政策，稅負水準又顯得偏高，主要原因在於我國非稅收收入占比高達47%，仍有降低空間。清理不合理、重複性收費將有助於減輕企業負擔，激發經濟活力。未來唯有加快國內改革，激發效率和活力，鼓勵創新和產業升級，才能推動經濟可持續、高品質的增長！

通脹均有回落，貨幣政策難松——11月物價資料點評

12月9日，國家統計局公佈11月通脹資料，我們的解讀是：通脹均有回落，貨幣政策難松。

11月CPI微降。11月CPI環比走平，同比回落至1.7%。儘管牛羊肉、雞蛋、鮮果價格環比上漲，但菜價大降，水產、豬肉價格也有回落，食品價格環比下降0.5%，同比跌幅擴大至1.1%；能源類消費品價格繼續上漲，服裝換季漲價，非食品環比漲0.1%，同比升至2.5%。

預測12月CPI小升。12月以來豬價、菜價均有回升，農業部發佈的農產品批發價格指數環比上漲1.5%，預測12月CPI同比或小升至1.8%。

11月PPI回落。11月PPI環比上漲0.5%，同比回落至5.8%。從行業來看，油氣開採、黑金冶煉加工價格環比漲幅擴大，石油加工、化學原料和製品、非金屬礦製品漲幅回落，造紙和紙製品環比由升轉降。漲幅貢獻依然主要來自上中游行業，生產資料價格同比仍在7.5%高位，而生活資料僅0.6%，反映上游漲價主要來自去產能、環保限產帶來的供給收縮，而下游需求在走弱。

預測12月PPI續降。12月以來鋼價續漲，煤價小幅回升，但國際油價有所走弱，考慮到去年基數的抬升，預測12月PPI同比漲幅或繼續回落至4.6%。

防風險控杠杆，貨幣政策難松。往前看，儘管短期冬季環保限產對PPI有一定支撐，但考慮到需求端地產基建走弱，基數抬升，PPI仍趨下行。下游來看，PPI漲價向CPI傳導幅度有限，豬價疲弱，油價影響有限，醫療服務類價格環比漲幅趨緩，預計明年CPI或前高後低，整體仍將處於溫和區間。

策略

新時代，新牛市——2018年A股投資策略

新牛市特徵1：盈利回升源於結構，更持久。根據DDM模型，影響市場的三個核心變數是盈利、流動性、風險偏好。從海內外長期歷史看，盈利決定市場中長期趨勢，不同時期主要矛盾各異，上證綜指2638點以來核心變數是盈利。新時代盈利週期與以往不同，表現為經濟平盈利上，宏微觀分化源於產業結構優化、行業集中度提高、企業國際化加快。相比需求擴張，結構優化驅動的盈利改善時間更持久，預計全部A股18年淨利潤同比13.5%，ROE為11%，2016年中以來企業盈利回升的趨勢不變。

新牛市特徵2：機構資金占比提高，更平緩。自上證綜指2638點以來，市場步入震盪市，整體是存量資金博弈市。結構上散戶占比下降、機構占比上升，在機構投資者中，絕對收益類資金占比上升。展望2018年，機構占比有望繼續提高，預計國內機構投資者入市資金約5080億，外資帶來約3000億增量資金，抵扣資金流出部分，預計淨流入3300億，明顯大於17年的223億，市場步入溫和的增量市。參考美國市場機構資金和台韓市場中外資占比提高歷史，由於機構投資行為更加理性，換手率更低，市場波動將趨於平緩。

新牛市特徵3：中國自主品牌崛起，龍頭化。自上證綜指2638點以來，A股進入非牛非熊的震盪分化行情，各個行業龍頭公司股價表現更優，甚至A股龍頭股價累計漲幅超過美股龍頭。這種現象源於龍頭公司基本面更優，這是行業集中度提高的結果。美、日經濟轉型期都曾出現本土品牌崛起，集中度提高的現象。新時代，中國由大到強，自主品牌已經開始崛起。此外，機構資金和外資占比提高會助推龍頭溢價，機構資金配置偏績優的龍頭股，借鑒台、韓經驗，外資進入本土市場過程中，績優龍頭公司溢價不斷上升。

春末走向夏初，價值龍頭攜手成長龍頭。上證綜指2638點時我們提出，熊市結束，市場進入類似於春天的震盪市，盈利推動指數中樞抬升。17年10月29日起短期轉向謹慎，提出市場進入進二退一的震盪市的退一階段。展望18年，市場有望從春末走向夏初，即慢牛初期。A股一般2-3年出現一次風格輪換，盈利趨勢是決定風格的核心變數。2638點以來風格整體上體現為價值占優，隨著成長龍頭估值盈利趨於合理，市場未來有望演變為價值龍頭攜手成長龍頭，價值龍頭中金融性價比更優、消費白馬有配置意義，成長龍頭如先進製造（自動化、資訊化）、新興消費（品牌化、服務化）。

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

基於因數剝離的FOF擇基邏輯系列八——CTA基金的風格歸因與因數剝離初探

本篇報告中我們進一步拓展了因數剝離體系在本土化實踐的視角，以國內市場的CTA基金作為分析物件，構建相應的因數體系進行實證剝離。CTA產品與傳統資產的低相關性使之能在投資組合中發揮重要的配置價值，然而，當前CTA基金主要以私募產品的形式存在，披露的資訊極度匱乏，只能獲取少量不全面的淨值披露而幾乎無法得到具體持倉資訊，從而給CTA產品的研究與投資帶來了很大的困難。本文即試圖從有限的淨值資訊切入，解密CTA產品的部分收益來源，為投資者提供參考。

CTA風格歸因的五因數體系。作為CTA產品因數剝離分析上的初探，我們首先針對CTA基金的投資標的和策略風格構造了簡單五因數體系，將CTA基金的收益來源分成兩大部分：市場因數和風格因數，市場因數進一步分為商品、權益和債券，風格因數進一步分為動量和期限結構。

CTA基金淨值資料的披露問題。CTA基金的樣本資料品質顯著低於之前的量化類權益基金以及債券型基金產品。由於其大多以私募的形式存在，業績資料尚無嚴格的披露準則，我們從朝陽永續資料庫中所獲得淨值資料呈現出披露頻率參差不齊、披露時點不一致等情況。針對這一情形，我們分別嘗試了插值法以及匹配法對原始資料進行加工。

CTA基金風格歸因的實證剝離效果。單一的商品因數對當前的CTA產品解釋效果非常無力，其主要原因一方面在於商品期貨只是我國期貨市場三大品種之一，商品因數並不足以刻畫系統性風險來源。另一方面原因是期貨多空雙向交易的特徵使其通過靈活切換持倉方向在上漲下跌市場中均獲得收益，商品因數作為純多頭因數無法解釋該部分的收益。五因數剝離體系下模型的解釋度獲得了顯著的提升，剩餘Alpha的區分度相較股票與債券基金更大。

區分策略類別下的樣本分析。各類別策略均顯著暴露于時序動量因數，趨勢追蹤是CTA基金的最主要的投資方式，而其中趨勢策略在動量因數上的暴露最為激進。套利策略對期限結構因數暴露最為顯著。

區分管理人類別下的樣本分析。公募專戶及子公司更傾向於操作股指期貨及國債期貨等金融期貨，而私募及期貨資管更多涉及商品期貨。

進一步的研究方向。當前的五因數剝離體系對全樣本的CTA基金的解釋度依然十分有限，還有大量基金存在剩餘Alpha未被因數所解釋。我們將從兩個方向展開進一步的研究，其一是納入更多刻畫系統性風險來源的因數，其二是將現有的CTA基金所集中暴露的動量因數進行層次化，構造更為豐富的動量因數以期分解趨勢追蹤策略。

風險提示：市場系統性風險、政策變動風險、模型誤設風險。

固定收益

實體去杠杆，債牛回歸可期！——兼談債市雙輪驅動是否失效

債市驅動因素生變？

12年之前債市雙輪驅動。12年之前，我國債市基本是“GDP+CPI”的“雙輪驅動”模式。此前的三輪熊市：03-05年、06-08、09-11年均有明顯的雙輪驅動特徵。其中03-05年的利率上行源於通脹上升，06-08年的利率上行源於通脹和經濟雙升，09-11年的利率上行也源於經濟和通脹先後回升。

12年後金融週期影響增強。12年之後，債市雙輪的驅動特徵有所減弱。尤其是13年和16年的兩輪債熊，均與經濟基本面關係不大。原因在於13年和16年均有金融監管因素的影響，雙輪驅動看似失效的背後，是金融週期對債市的影響有所增強，金融去杠杆導致了利率短期出現大幅上升。

13年：非標融資與政府加杠杆

非標興起，政府加杠杆迅猛。13年非標融資逐漸興起，背後主要對接基建和地產融資，體現的是政府通過加杠杆的方式托底經濟。而銀行資金則通過投資非標資產，大量流入基建和地產領域，實體經濟由此進入了加杠杆的過程。

去杠杆開啟，利率先升後降。政府通過非標加杠杆雖然穩住了短期經濟，但是帶來了對於政府債務問題的擔憂，隨後引發了金融嚴監管，央行大幅上調回購利率，金融機構負債成本的上升導致利率大幅上升。而融資條件收緊後實體經濟去杠杆，融資需求的回落推動利率最終重回下降，開啟了長達三年的大牛市。

雙輪驅動只是暫時失效！13年經驗表明，金融去杠杆短期將導致債市大跌，但長期來看，隨著經濟去杠杆的開啟，融資需求回落帶來利率長期下行，債市重回基本面驅動的邏輯。債市的“雙輪驅動”並非完全失效，只是受到了金融週期的擾動，短期金融監管等因素導致債市調整，但長期依然回歸基本面驅動的模式中。

16年：同業業務與居民加杠杆

同業業務興起，居民加杠杆迅猛。15年開始，以同業存單為代表的同業業務興起，商業銀行的資產增速不斷上升。而銀行資產端大幅擴張後，將大量資金投放給居民部門加杠杆買房，導致地產泡沫不斷膨脹，居民杠杆率飆升。

金融去杠杆開啟，債市再度下跌。16年10月開始，央行貨幣政策逐漸收緊，金融去杠杆開啟，債市大幅下跌。而本次金融加杠杆過程中出現了嚴重的同業套利和資金空轉現象，導致金融去杠杆的時間更長，債熊的持續時間也更久。

展望未來：實體去杠杆，債牛回歸可期！

本輪債市調整何時出現轉機？關鍵取決於去杠杆的進程。從13年的經驗來看，去杠杆可以分為兩步：第一步是去金融市場的杠杆，金融監管趨嚴，貨幣政策邊際收緊，資金利率上行導致債市短期下跌；第二步是去實體經濟的杠杆，融資需求的回落將導致利率長期下行，債市將重新走牛。

實體去杠杆接棒金融去杠杆。金融去杠杆是央行宏觀審慎政策的具體體現，根據三季度貨政報告，宏觀審慎主要關注金融週期變化，評判金融週期的兩大核心指標為廣義信貸和房價，目前廣義信貸增速由16年上半年最高24%降至目前的12%左右，已接近M2目標增速，房價下行拐點也已確認，故金融去杠杆力度將邊際上下降，本輪去杠杆已經逐漸進入去杠杆的第二步，即實體經濟去杠杆。

居民和政府部門融資需求回落。本輪地產調控週期中，地產銷量增速已於16年2季度起見頂回落，但居民新增信貸卻依然高增，主因今年以來雖然居民中長貸不再增長，但居民通過消費貸等短貸加杠杆買房，也反映了此輪居民加杠杆的非理性。但政府已開始對消費貸進行監管，9月地產銷售增速首次轉負，10月跌幅進一步擴大至-6%，18年地產銷售大概率大幅負增，若地產銷售增速降至-15%，則居民新增貸款有望下降1萬億以上。PPP管控，地方債務置換收尾，政府融資需求也將趨降。

社融向下接軌，債券牛市回歸可期。若用社融代表資金需求，M2代表資金供給，社融餘額與M2增速差與十年國債走勢正相關，且領先約三個季度。16年一季度以來，居民加杠杆推動社融增速企穩回升，社融與M2增速差開始回升；二季度以後央行逐漸開啟金融去杠杆，導致M2增速不斷走低，進一步推動社融與M2增速差上行。這又導致了16年四季度起，債券開始大幅調整。而隨著居民和政府部門融資需求下降，18年的社會融資增速有望逐漸回落，和M2增速在低位接軌，社融-M2增速差有望逐漸下降，債券牛市回歸可期！

行業點評

農業：各子板塊2018年展望，龍頭仍是首選

近期大盤調整較多，農業股也隨之有所下跌，我們強調當前市場環境下不要畏懼短期波動，務必守住龍頭，獲取穩定性的收益。我們再更新下各個重要子板塊的情況和對2018年的展望，供各位投資者參考。

生豬養殖：規模化進程加速，豬價週期向下。隨著規模養殖企業的快速擴張，行業產能有望逐漸企穩回升。我們總體判斷2018年豬價低於2017年的水準，不排除出現行業月度虧損的情形。雖然價格下行，我們預計部分優秀養殖企業憑藉成本優勢仍能維持較好盈利水準。同時，高速擴張帶來的生豬產能釋放將在一定程度上彌補豬價下行帶來的業績壓力。我們重點推薦成本優勢明顯的溫氏股份、牧原股份以及養殖模式轉型成效、生豬出欄量高速增長的正邦科技。

禽養殖：需求回暖有望帶動產業鏈全面盈利。展望2018年，從供給、需求、環保等角度分析，我們認為行業景氣度將大概率高於2017年，全產業鏈有望實現盈利。其中父母代雞苗供需均衡，有望維持合理利潤，毛雞養殖、雞肉銷售環節也將實現正常盈利，雞苗環節受環保限養影響，價格壓力稍大，但預計也將脫離虧損狀態。推薦關注聖農發展、益生股份、民和股份。

飼料：板塊性機會有限，關注重點個股。在生豬養殖盈利下行和環保拆遷減速的預期下，我們認為2018年飼料企業豬料銷量增速或出現分化。禽料銷售得益於下游養殖盈利的轉暖，有望步入恢復性增長軌道。我們預

計2018年水產價格表現將維持相對景氣，基於謹慎原則判斷行業水產飼料將保持穩健增長。重點推薦海大集團、禾豐牧業、新希望。

動物疫苗：政策衝擊逐步消退，關注行業龍頭及業績改善個股。豬苗方面，招采政策邊際影響已較小，市場化銷售有望帶動行業弱復蘇。禽鏈養殖盈利轉暖，預計也將拉動禽苗銷售。從市場偏好看，2018年仍將是有業績、有估值的績優股的天下，動物疫苗板塊個股業績表現差異較大，建議關注行業龍頭生物股份，以及業績將有改善的普萊柯、中牧股份。

種子：行業整合加快，品種競爭力仍是關鍵。國內種業兼併收購的浪潮方興未艾，市場集中度進一步提升，龍頭種企的競爭優勢將越發明顯。雜交水稻種子方面，隆平高科在行業整合方面領跑行業；荃銀高科在研發上廣受市場認可，其與大北農的合作值得關注。我們判斷登海種業盈利水準已跌至穀底。2018年，作為國內雜交玉米種子的龍頭企業，公司有望在行業回暖的環境中率先回升。

風險提示：農產品價格大幅下滑。

石油化工：佈局大煉化項目完善PTA-滌綸全產業鏈，有助於平滑週期波動

PTA-滌綸產業鏈龍頭進軍大煉化，完善產業鏈佈局。為解決上游PX等原料問題，完善產業鏈配套，近年來PTA-滌綸產業鏈龍頭企業紛紛進軍上游煉化領域，打造千萬噸級大型煉化一體化項目。我們預計項目均在2018年底-2019年期間投產，目前項目進入關鍵時期。我們認為煉化項目的投產對於平滑週期波動、解決原料來源、增厚公司業績等方面都具有積極意義。

全產業鏈佈局平滑週期波動，提高抗風險能力。煉化專案的建設，將龍頭企業的產業鏈佈局延伸至“石腦油-PX-PTA-滌綸”，單個環節的週期性波動相互抵消，從而降低企業整體盈利波動。從2012年以來的資料來看，“滌綸-石腦油”的綜合價差整體波動小於各單環節，綜合價差離散係數（衡量資料波動程度，=標準差/均值）為0.2，而PX、PTA、滌綸各單環節的價差離散係數在0.23-0.25這一範圍。

以2013.7-2014.7這一時間段為例，原油價格維持高位支撐上游石腦油價格堅挺，PX、PTA價差分別回落15%和24%，而下游滌綸長絲供需改善，行業庫存下降，滌綸價差擴大19%。上下游價差波動相互抵消，最終產業鏈綜合價差僅收窄1%，週期性波動降低。

PTA-滌綸供需改善，有望維持高景氣。2016年國內PTA總產能4909萬噸，除去長期關停產能743.5萬噸外，PTA有效產能僅4165.5萬噸，行業有效供給收縮。目前華彬、翔鷺陸續復產，除桐昆股份二期裝置尚未投產外，2018-2019年PTA新增產能較少，滌綸長絲預計每年新增產能約200萬噸（5%左右增速），下游紡織服裝有望維持6%-7%的需求增速，PTA-滌綸產業鏈供需有望持續改善。

投資建議：PTA-滌綸產業鏈未來供需有望持續改善，我們預計行業龍頭大煉化項目將於2018年下半年陸續投產，煉化項目一方面能大幅增厚公司業績，另一方面能平滑產業鏈單個環節盈利能力的週期波動，提高公司的抗風險能力，建議重點關注產業鏈龍頭公司桐昆股份、榮盛石化、恒逸石化、恒力股份。

風險提示。民營煉化專案進度、盈利不及預期；產品價格大幅波動；原油價格大幅波動等。

傳媒：板塊持續樂觀關注龍頭和高成長

板塊持續樂觀，目前板塊估值低，市場倉位也低，所以正是中長期佈局傳媒板塊的機會。二維投資邏輯：行業規模大，資源向龍頭彙聚；新技術提升文化娛樂需求，尋找業績真正高增長的公司：光線傳媒、完美世界、三七互娛、帝龍文化、威創股份、當代明誠、捷成股份、唐德影視。

風險提示：減持解禁風險、商譽減值風險、個股業績增速不及預期風險等。

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。