

宏觀

揭開地方GDP下修的迷霧

三省下修GDP。隨著我國經濟由過去追求增長的高速度轉向注重增長品質，GDP增速目標也被逐漸淡化，很多省份開始著力擠壓過去經濟資料中存在的水分。據新華社報導，內蒙古核減16年一般公共預算收入530億元，占當年總量的26.3%，並且核減16年規模以上工業增加值2900億元，占全部工業增加值的40%。天津濱海新區也同樣對16年GDP有所修正，而遼寧早在17年1月就已承認11-14年經濟資料存在“水分”。

虛高並非孤例，四省資料存疑。經濟資料的虛高並非孤例。根據新京報報導，審計署已披露雲南、湖南、吉林、重慶4個省份的10個市縣（區）存在虛增財政收入問題，中紀委巡視回饋結果也點名批評內蒙古和吉林存在“經濟資料造假”問題。存在問題省份其實具備某些共性：首先，這些省份大都經歷過經濟高速增長期，但近年來由於經濟增長動能切換，顯得後勁不足，經濟增速紛紛回落，給出的GDP增速目標也一降再降；其次，這些省份經濟發展過於依賴投資。而投資拉動經濟面臨資金來源的問題，因此這些地方政府舉債規模普遍偏高。如16年遼寧和內蒙古兩省地方政府負債率分別達38%、31%，排名位居全國前列，被點名的雲南省以43%的負債水準高居第三名；最後，經濟資料“摻水分”似乎也並非毫無端倪，巨集微觀資料的背離有時值得仔細推敲。比如遼寧12年GDP和財政收入增速在短暫下跌後迅速企穩，甚至有所回升，而工業企業利潤增速卻全年保持負增長。這似乎是“注水”宏觀經濟資料時，微觀企業利潤沒有相應“調整”。

數據緣何虛高？投資驅動陷阱。以往地方政府政績“唯GDP論”，存在做高GDP的衝動，經濟資料的水分也長期存在。而工業投資作為地方拉動經濟的主要抓手，融資主要依賴以稅收收入為主要構成的財政收入、以國有土地使用權出讓收入為主要構成的基金性收入以及地方政府融資平臺融資。而13年融資來源均出現變化：12年後經濟下行帶動財政收入下滑，令財政支出增速放緩；國五條出臺令地產銷售大幅滑坡，帶動基金性收入增速下滑；13年下半年政府整治非標融資，地方融資平臺融資受限。由此，“財政收入—融資來源—工業投資—GDP—財政收入”的迴圈難以持續，高增長目標下，做高GDP和財政收入似乎成為地方政府不得已的選擇。近幾年GDP增速考核淡化、經濟下行壓力加大疊加16年地方政府換屆，局面有所改觀。

下修影響幾何？短期經濟承壓，修復需要時間。經濟資料下修勢必對短期經濟形成衝擊。以天津和內蒙古為例，16年下修部分占到全國GDP的0.8%。若算上此前下修和已點名的遼寧等7省市，16年GDP占全國比重將達到17.6%。要經過長期的調整才能緩慢恢復，以遼寧為例，15年之後遼寧GDP增速就降至2%左右，16年甚至出現了負增長，到17年才重新恢復到2%左右。債務壓力上升，倒逼財稅改革。但經濟和稅收資料下修削弱了償債保障，令地方債務壓力上升。GDP下修後，天津、內蒙古地方政府債務/GDP均顯著上升。在有限的財政收入下，傳統依靠舉債支持工業投資大幅擴張的模式已難以為繼。而推進財稅改革，擴充地方稅源，顯得刻不容緩。

M2為何這麼低，錢都去哪兒了？——流動性“結構”研究系列之一

從歷史規律來看，M2等貨幣指標和經濟活動都密切相關，所以也一直成為預測經濟走勢的重要變數。但近兩年M2指標對經濟的指示意義明顯下降，貨幣指標是不是徹底失靈了？其實近幾年我國的貨幣內部結構正在發生著深刻的變革，而分析這些結構性的變化，或許會對理解M2走勢和未來經濟走勢都起到重要作用。

什麼是貨幣？從本質上來說，貨幣是流動性，是一種變現的能力，即我們拿著它可以去交換自己需要的商品和服務。從變現的角度來看，現金、活期存款乃至任何商品都可以算是貨幣，區別只是變現能力大小而已。既然貨幣的定義非常廣，我們不可能統計經濟體中全部的貨幣量，所以一般只統計其中變現能力較高的部分，用局部的變動趨勢來代表整體，例如M2指標就是經濟體中變現能力最高的貨幣。但是這種統計方法的問題是，如果整個貨幣的結構是穩定的，那麼統計M2的確可以“窺一斑而知全豹”的瞭解整個貨幣總量的變化情況；而如果貨幣體系的結構變化非常大，那麼僅僅統計現金、存款的M2指標就顯得有些片面，貨幣指標對經濟的解釋力也會大幅下降。而事實上，這種結構性變化在最近幾年正在劇烈的進行著。

貨幣結構劇變，M2增速被低估！近幾年，理財、基金、信託、資管、互聯網金融等產品的規模增長非常迅速。而從貨幣屬性的角度來看，它們和銀行存款並沒有本質的區別，卻沒有納入到M2的統計體系中去。首先，理財是貨幣屬性最強的，也是這些年增長最快的產品。如果考慮到理財漏算的貨幣量，截至17年6月末的貨幣增速應該在11.4%左右，而實際統計的M2同比卻只有9.4%。其次，大資管行業迅速發展，也逐漸成為居民和企業儲存貨幣的重要管道。我們根據可獲得的資料估算，截至2016年末我國居民部門以資管產品形式持有的貨幣量或在7萬億左右，其中被M2漏算的貨幣量或在2萬億左右，規模相比理財小得多。再次，信託資產的擴張也具有分流貨幣的功能。7年時間內，我國信託業管理的資產規模從3萬億增長至24萬億，其中居民和企業購買的信託產品與銀行的存款本質差異也不太大，具有貨幣的屬性。最後，互聯網金融的發展，更是承擔了“類銀行”的功能。從14年到17年，P2P規模年化增速達到150%，根據我們的測算，考慮到P2P規模的貨幣增速應該比顯示出來的M2增速高出0.2個百分點。在現有的可得資料下，我們將理財和P2P一起考慮進了貨幣統計，構建了“M2+”貨幣統計指標，結果發現M2對貨幣增速的統計存在明顯低估。

展望2018，結構變革繼續！值得關注的是，更廣義的M2+的增速依然是大幅下滑的，這說明近兩年M2增速的下降不僅僅是受到理財等金融產品的擠壓，更主要的是監管趨嚴、政策偏緊背景下貨幣創造本身在減速。回顧歷史，2016年之前的主基調是金融創新導致銀行表外、非銀金融產品吸收貨幣量高增，貨幣結構從銀行表內向表外轉移，M2增速被嚴重低估；而2017年這種轉移速度放緩，對M2增速衝擊趨弱，但金融監管趨嚴導致貨幣創造減少，M2增速大幅下滑。而2018年面臨的形勢其實更為複雜，一方面各項金融監管政策落地，銀行通過非銀創造貨幣的管道被全面封堵，貨幣創造活動或進一步放緩；而另一方面，對銀行理財、非銀機構、互聯網金融的監管和限制，有助於貨幣從銀行表外向表內回歸，這種結構轉移又有推升M2的作用。但我們認為貨幣創造活動的減少可能成為主導力量，M2低增長或是大概率事件。

固定收益

股市最為看好，債市仍不樂觀——海通債市一致預期調查第36期結果分析

資金利率：預期穩中略升。年初資金利率基本維持平穩，對於未來三個月資金利率的走勢，多數受訪者預期R001和R007會穩中略有抬升：52%的受訪者認為R001將在2.6%-2.8%波動。對於R007，55%的受訪者認為R007會小幅抬升至3.0%-3.2%。

利率債：市場預期仍偏謹慎。目前10年期國債在3.9%上下，國開債收益率在5%左右，對未來三個月利率債的表現，多數受訪者仍偏謹慎。1) 十年國債：市場分歧較大。有46%受訪者認為其會維持在3.8%-4.0%的區間

波動，有41%的受訪者認為未來會小幅上行至4.0%-4.2%區間波動。2) 十年國開：多數預期仍會上行。有55%的受訪者認為未來10年國開利率會小幅上升至5.0%-5.2%區間波動，同時有32%的受訪者認為未來其收益率會下行至4.8%-5.0%。

貨幣政策：預期會小幅上調公開市場利率。對於未來央行將如何實施貨幣政策，有70%的受訪者認為央行會小幅上調公開市場操作利率，另外有15%的受訪者認為央行會繼續維持現有操作利率。僅12%的受訪者認為央行將上調貸款基準利率。

預期美國加息三次，美債收益率至2.8%。2017年美聯儲三次加息，10年期美債收益率觸底反彈，持續上行至2.55%附近。展望18年，68%的受訪者認為2018年美聯儲還將繼續加息三次、10年期美國國債最高達2.8%；17%的受訪者認為加息次數在兩次以內、10年美債收益率最高至2.5%，也有15%的受訪者認為加息次數將達到四次及以上、10年美債收益率會到3%及以上。

收益率仍未見頂，拐點或姍姍來遲。對未來三個月10年期國債收益率高點，投資者普遍認為將超過目前的水準，30%的受訪者認為是4.0%，32%的受訪者認為最高會達到4.1%，還有38%的受訪者更為悲觀，認為最高點將突破4.2%。對於債市拐點何時出現，有超過52%的受訪者認為下半年才會出現債市的拐點，還有18%的受訪者比較悲觀，認為年內都不會出現債市的拐點。

監管和通脹是最擔心的風險點。超過77%的受訪者認為金融監管政策仍是18年債市的主要風險點；有66%的受訪者擔心通脹，成為投資者第二關心的風險。此外投資者對美國加息、基本面、信用風險也較擔心，對股市走強和供給壓力相對不擔心。

投資策略：提高轉債占比，拉久期為時尚早。對於未來最推薦的投資策略，有68%的人選擇“提高轉債或權益占比”，此外還有26%的人選擇“現金為王”，而選擇“拉久期”、“降評級”、“加杠杆”的均不到20%，而對於組合最優久期，52%的人選擇了1年以下，還有39%的人選擇了2-3年。顯示投資者對於債市整體仍偏謹慎，仍偏好短久期、高等級品種。

大類資產配置：看好股市成一致預期。對於最看好的大類資產，高達84%的受訪者選擇了股票，遠高於選擇其他資產，排在第二位的大宗商品看好者占比也僅30%，看好債券的受訪者僅占12%，這意味著債市投資者目前對於股市普遍樂觀。

債券中最看好可轉債。對於債券中最看好的品種，選擇可轉債的人最多，占比達62%，而看好利率債和信用債的均不多，分別占27%和23%，這也印證了當前債市投資者普遍看好股市，而對債市相對謹慎。

信用債風險偏好仍低。對於最看好的信用債品種，選擇高等級國企債和週期性行業龍頭債的投資者最多，而對於民企債、低等級債、城投債都不太看好。這意味著投資者對於信用債的風險偏好仍低。未來監管壓力仍大、信用風險升溫，預計信用債風險偏好仍將維持低位。

金融工程

ESG與社會責任投資系列研究（一）——新理念、新趨勢：ESG投資概述

ESG與社會責任投資。社會責任投資，即不以傳統方法採用的財務狀況、盈利水準、運營成本和行業發展空間等因素來評價上市公司，而是將環境（Environmental）、社會（Social）和公司治理（Governance）等因素

納入投資的評估決策中的一種方法。認同社會責任投資理念的投資者認為，ESG因數有助於提高對上市公司的分析能力，並在一定程度上提升企業財務估值和投資組合的回報。

進入21世紀後，隨著全球資源緊缺問題的凸顯，綠色金融的理念越來越深入人心，可持續發展迅速普及，全球ESG投資也進入了蓬勃發展的階段。近年來，全球ESG資產管理規模快速增長，當前聯合國責任投資原則組織（UN-PRI）簽約機構的資產管理總規模已經超過70萬億美元。其中，最為主流的就是基於ESG因數的投資方式。

ESG投資方法論。ESG投資的方法主要包括：正面篩選、負面剔除、ESG因數整合考量、特定的可持續發展主題投資以及社會影響力和履行管理人職責的投資。目前，市場上較為主流的方式是ESG因數整合考量法，即對環境、社會和治理三個方面進行全面的評估後，形成ESG因數，將其作為評價上市公司的一個維度，融入傳統的基本面分析或多因數模型中。

海外ESG因數評估框架。海外多家機構均開發了ESG因數的評估框架，比如湯森路透、MSCI等。湯森路透將企業的ESG打分標準分成3個大類和10個主題，衡量公司在這之上的績效、承諾和有效性，並從中挑選出178項關鍵指標進行打分，以一定權重將其加總為該企業的ESG得分。隨後，湯森路透還會根據23項ESG爭議性話題對企業進一步評分，並對第一步中的ESG得分進行調整從而計算出該企業最終的ESG得分。

ESG因數的特徵。ESG得分較高的股票具備高股息、高收益和低風險的特徵。根據MSCI在2007年至2017年間的ESG資料，可將上市公司按ESG得分從小到大均分為5組（Q1-Q5）。ESG得分最高的組合（Q5）相比ESG得分最低的組合（Q1）在淨利潤和股息率上都有著明顯的優勢。

MSCI新興市場領先指數（MSCI EMERGING MARKETS ESG LEADERS INDEX）由24個新興市場的大中型企業組成，基準為MSCI新興市場指數（MSCI EMERGING MARKETS INDEX）。該ESG指數共有408個成分股，接近基準指數成分股數量的50%。在行業分佈上偏重資訊技術和金融行業，地域分佈上投資於中國的占比最大。

MSCI新興市場ESG領先指數的業績表現顯著優於對應基準。2008-2017年間，MSCI新興市場ESG領先指數除2009年小幅跑輸基準以外，其他年份均表現更優，年均超額收益為3.59%。此外，在最近3年、5年和10年的時間週期內，MSCI新興市場ESG領先指數都具有更高的年化收益率、更低的年化波動率和最大回撤。

風險提示：海外與國內市場結構差異風險、因數歷史表現在未來失效風險。

行業研究

傳媒：板塊反彈持續 遊戲、影視彈性大

關注賀歲檔票房增速與新遊上線給相關公司的業績提升。推薦龍頭的資源整合效應：光線傳媒、華誼兄弟、完美世界、當代明誠；推薦低估值個股的估值修復：游族網路、帝龍文化、捷成股份。關注金山軟體18年新遊戲帶來的業績提升。

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。