

2018年2月12日

銷售部 - 投資策略

宏觀

錯誤的藥方，回不到過去——兼論美國經濟的四大矛盾！

股市下跌和經濟平穩矛盾。近期全球股市的大幅下跌很難用經濟數據的變化來解釋。但其實變化的不是經濟本身，值得反思的也不是經濟變化的方向，而是經濟運行的邏輯。我們認為，股市大跌反映出美國經濟與金融體系的運行中存在著根本性的四大矛盾：

一、利率上升和資產泡沫矛盾。

業績和估值是決定股價的兩大因素，超長期的量化寬鬆貨幣政策對估值的助推，表現為09-16年的美股上漲與美聯儲的資產規模擴張有著高度的正相關。但從17年開始，美聯儲開始縮表，而加息也開始加快，標誌性的10年期美債利率在半年內上行了70bp至2.8%以上，超過了金融危機以後2.5%的均值，這也就使得美股的高估值出現了調整的壓力。因此，利率的不斷上升和美股的高估值是第一大矛盾。

二、充分就業和減稅刺激矛盾。

美國的第二大矛盾與減稅預期有關，我們認為，制約美國經濟增長的一個重要約束是就業狀況，其最新的失業率僅為4.1%，處於歷史最低值附近，這意味著美國已經處於充分就業的狀態。在這樣的背景下即便美國大幅減稅刺激需求，其自身也生產不了，只能增加從海外的進口。如果特朗普政府又不願意增加進口、加大貿易保護力度，那麼只能是導致其國內的工資和物價上漲，而這就會導致通脹預期上升，推高利率水平。

因此，在充分就業的背景下，美國的減稅只會推高通脹和利率，唯獨推高不了經濟增速。

三、消費新高與儲蓄新低矛盾。

美國經濟的第三大矛盾與居民消費行為有關。過去兩年美國居民支出增速平均是4.2%，遠超2.7%的收入增速。但代價則是美國居民的儲蓄率從6%以上降至了2.4%。因此，雖然在減稅的預期之下，美國居民消費信心高漲，但在急劇下降的儲蓄率面前，其實意味著居民口袋裡面已經沒有什麼餘糧了。

四、以大為美和低波動率矛盾

雖然目前全球都在講龍頭的故事，大家都以大為美，但是這樣的系統是不穩定的。另一個悖論在於就業和消費脫節。在美國，就業500人以上的大公司只解決了美國20%的就業。如果經濟越來越多的由大公司構成，而大公司只負責賺錢，不負責解決工作，那麼經濟中的大多數普通人將失去生產價值、只剩下消費價值。問題是如果多數人的工資沒有增長，那麼巨頭的收入增長又從何而來？

錯誤的藥方，回不到過去！在移動互聯網和人工智能的時代，經濟越來越多地由科技巨頭所主導，少數人創造了巨大的價值，貧富差距日益擴大。而特朗普正是在這樣的背景下上臺，其提出的大幅減稅符合低收入階

層的利益，但這其實是錯誤的藥方，原因是在就業已經飽和的背景下，其減稅刺激不了經濟增長，只會帶來通脹，推高利率。而在過去兩年，美國居民已經基於減稅的預期，大幅增加了消費支出，透支了儲蓄，舉借了債務。而美國股市的估值也已經被大幅透支，所以一旦利率上升超過了臨界點，雖然經濟數據還沒有發生變化，但一切都回不到從前了。真正需要做的應該是打破壟斷，將巨頭分拆，讓市場恢復充分競爭的狀態。

三大信號：美國經濟擴張已近尾聲！

如果從09年開始算的話，金融危機後的美國經濟已經延續了長達9年的復蘇，未來會如何走？根據我們的研究分析，美國經濟的多項指標已經接近週期頂點的水平，美國或已處於經濟擴張的尾聲。

信號一：生產消費已近高峰。本輪美國經濟復蘇自09年至今已持續106個月，而歷史上最長的一次復蘇是91年-01年持續了120個月。目前來看，本輪復蘇的時間之久已接近歷史之最，從階段上看，應當是到了復蘇的後期。從生產端來看，美國工業生產已回升到較高位置，製造業產能利用率17年末達77.9%，接近05-07年的水平。從需求端來看，美國消費者信心指數在96左右，略低於98-99年的復蘇時期，但已高於金融危機之前05-07年的水平，一方面說明消費者對於經濟環境和消費的預期已持續改善，另一方面也意味著樂觀的預期或已至後半程。此外，美國奢侈消費佔個人消費支出比重再度接近高峰，這也說明經濟已經脫離了復蘇早期的脆弱，擔憂逐漸遠離、復蘇或近尾聲。

信號二：就業已充分，通脹預期升溫。美國的勞動參與率已維持兩年未再明顯下滑，失業率已降至4.1%的低位，同時更寬口徑的“U6失業率”和“U3失業率”的差也持續收窄，說明勞動力市場進一步趨緊，這其實意味著美國的生產已經接近飽和狀態，進一步刺激的空間已不大。而勞動力市場緊俏的下一步，就是薪資增速加快，乃至觸發通脹預期。回顧過去，最近的兩次美國失業率達到4%左右的時間分別是00年和07年，在隨後一年都發生了經濟衰退。這背後往往是由於失業率低位的勞動力市場對應著薪酬增速的加快和通脹的抬升，而一旦物價高漲、經濟過熱，美聯儲將不得不加快收緊貨幣，來終結經濟需求的過度擴張。

信號三：緊縮後半程，期限利差收窄。利率是經濟週期重要的領先指標，美國經濟每次繁榮終結之前往往伴隨著國債期限利差扁平甚至倒掛的情況。利差縮窄反映的是美聯儲加息程度超過了市場對經濟的樂觀預期，所以往往在美聯儲加息中後段出現，並且預示著經濟的頂點。去年以來美聯儲加息節奏明顯加快，而隨著通脹預期的升溫，今年或仍將保持3次加息，同時2017年末美聯儲啟動縮表，市場流動性將逐步收緊。美債期限利差已經大幅收窄，預計未來會進一步收窄。同時，去年以來信貸增速的下滑實際上就反映了貨幣政策收緊對企業投融資意願的衝擊，同時也反映出經濟進一步增長的動力不足。

減稅刺激有限，反而制約財政。近兩年美國的一大政策焦點在於減稅新政，我們認為，在就業已經達到充分的情況下，減稅是很難進一步刺激經濟的，反而會導致政府財政赤字和債務攀升。與裡根和小布什相比，特朗普在財政上受到的掣肘更大。08年後美國為走出危機，政府債務規模大幅增加，聯邦政府債務率從56%飆升至16年的99%，遠高於之前兩輪大減稅時期50%左右的水平。赤字率雖較危機剛結束時的9.8%大為降低，但16年也仍有3.2%，17年估計接近5%。根據此前美國國會預算辦公室（CBO）對參議院稅改版本法案的測算，將在稅改實施的前五年增加9000億美元以上的赤字，稅改的十年後則增加政府赤字約1.5萬億美元，但在高赤字率的背景下，其實特朗普政府並沒有減稅空間，其兌現能力存疑。

行業研究

信息服務：特朗普稅改後，中美IT 企業稅收政策對比及應對——海通計算機投資方法論（9）

特朗普稅改將於2018年落地實施：特朗普稅改法案的塵埃落定，標誌著美國近30年最大的稅法改革的啟動。在經過參議院和眾議院協商後最終通過的版本中，大企業所得稅率降至21%，且於2018年執行；另外企業海外回流利潤的所得稅率從35%下降到15.5%-8%，這兩項企業稅改將是對美國科技巨頭們影響最為直接的稅率變化。

美國科技巨頭通過海外配置資產以實現避稅：由於美國並沒有針對高新技術產業或高新技術開發區單獨制定或頒佈相關稅收優惠措施，因此目前美國高新技術產業稅收優惠政策的兩個主要方式分別是：科研機構作為非盈利機構免征各項稅收和對企業R&D費用實行稅收優惠。對於如穀歌、Facebook、蘋果等擁有大量海外業務，高盈利的跨國企業來說，通常的避稅手段為在荷蘭及愛爾蘭這樣低稅率國家的子公司來轉移利潤，然後轉移到像百慕大和開曼群島這樣的避稅場所。然而，使用海外配置資產避稅的方式存在的監管風險日益趨升。2014年，英國出臺了針對部分故意避稅國際跨國公司的全新徵稅政策，2015年，愛爾蘭政府關閉了稅務漏洞，不再允許“雙愛爾蘭”模式。

稅改對於科技巨頭影響或不及預期：對於本就使用各種方式控制稅率的跨國科技企業們來說，此次從35%到21%的稅率下調雖然表面來看優惠幅度明顯，但實際可能並不顯著，還有可能不升反降。根據Bloomberg統計的美國各行業的企業有效稅率中，科技公司的平均繳納標準大約為18.5%，僅高於房地產和能源行業。另一方面，從美國歷史上鼓勵跨國公司將海外收益回歸本土投資的法案落地情況來看，效果並不樂觀，回流回美國的資金多用於公司股票的回購、發放股息以及高管的業績激勵等。

中國高科技企業實際所得稅負普遍低於美國：在我國，經過國家認定的高新技術企業可減按15%的低稅率徵收企業所得稅，重點軟件企業最低可享受10%的優惠稅率。從微觀層面對比可以看出，美國科技企業稅負顯著高於A股計算機公司科。另外，國內科技公司各項稅收優惠種類多、金額大，穩定的優惠稅率及期限加強了對高新技術企業的激勵效應，也保障了企業在新業務或技術研發上的支出，促進了高科技產業的健康發展。風險提示：行業發展不及預期，稅收優惠政策不及預期。

鋼鐵：仍在震盪中

基本面平靜。我的鋼鐵網原口徑5種主要鋼材庫存上周增長130萬噸，雖然庫存不高，但根據歷史經驗看，春節後高點應該能達到2017年的高度。全國日均粗鋼產量基本維持在223萬噸/天左右，相當於日減產17-18萬噸，比預期的少些。

2018年供需變化可能都比較大。供給方面，除了地方政府不時的因環保限產外，對新增產能的投放也是各種口風。但有一點比較確定，一旦限產結束，產量將會放量，一是最近的限產掩蓋了原有產能通過各種途徑增產的潛力，二是最近的電爐投產產量被限產掩蓋了，三是大家厲兵秣馬，做好充分準備就等限產結束。此外，需求方面可能也會變化比較大，主因是無論從單月還是全年看，扣除價格因素以後的投資數據都非常難看。

鋼鐵板塊仍在震盪中。我們認為，由於多餘產能淘汰，盈利即使波動也不會像前幾年那樣忽上忽下，會有比較高的下限，同時，淘汰高峰已過，在產能小幅增加與需求小幅下降下，盈利高點已過，上限也會存在。

風險提示。行業波動性仍存；行業政策風險。

煤炭：煤炭股大跌，三月行情仍可期待

(1) 煤炭股本周（本周指2.5-2.9，下同）大幅下跌主要還是預期問題。本周期貨主力合約焦炭+3%至2106元/噸、焦煤+1.8%至1356元/噸，動力煤-1.8%至648元/噸。期貨波動幅度遠小於煤炭股7%-10%的跌幅，從供需基本面看，焦煤焦炭動力煤庫存變化都不大，鋼廠焦化廠焦炭庫存一升一降基本持平，焦煤庫存略有增長，六大電廠庫存基本持平。進入春節前期，停工停產開始，電廠日耗和雙焦需求都開始下降。這些都是正常的季節性變化，煤炭股本不該如此大波動。但之前的上漲反映了較多的三月開工預期，在貨幣趨緊和外盤大跌影響下，市場開始擔憂未來的煤炭供需。週五四部委提出產能置換比例提高至200%或為2018年的產能提供增量（網易新聞）。而煤炭企業表示春節不放假或導致春節供給增加（煤炭市場網，搜狐新聞），也增加了節後基本面的不確定性，因此本周煤炭股下跌幅度較大。

(2) 動力煤需求開始下滑，本周供需並非明顯過剩。Wind數據顯示，受春節前停工停產影響，六大電廠庫存下降0.1%至859萬噸，六大電廠日耗較上周的86萬噸/天回落16.8%至71萬噸/天，三港動力煤庫存較上周回落6.6%至1044萬噸，由於之前國內多地電廠庫存已經低於7天，我們認為，按目前的供需缺口推算庫存有較低風險。發改委一直要求煤炭企業增產，各大煤企紛紛承諾春節期間不停產（新浪財經，網易新聞，煤炭市場網，搜狐新聞，新京報），國內動力煤價應聲下跌。在需求較弱的情況下，我們認為，部分民營煤炭企業或也開始春節停產，企業庫存和港口庫存並未明顯增加，節後動力煤價季節性調整空間或者也不會太大。

(3) 雙焦價差拉大，焦炭產能利用率再升。Mysteel數據顯示，焦化產能利用率提升0.5個點至76%，焦炭價格之前歷經5輪下跌，合計下跌近450元。上周開始焦炭現貨價格基本止跌，焦化企業的平均盈利已經回落至100元以下，經歷了上周的產能利用率下降，本周盈利略有企穩，企業又開始擴張生產，鋼貿商補庫也在繼續加速，較17年春節前一周的同比增加，鋼廠和焦化廠焦炭庫存本周增速較前一週一升一降，分別是鋼廠同比17年春節前一周+15.9%（上周該同比為18.1%），焦化廠同比17年春節前一周-20.5%（上周該同比為-15.1%），焦煤庫存本周增速則為鋼廠降焦化廠升，分別是鋼廠焦煤庫存同比17年春節前一周-12.6%（上周該同比為-3.5%），焦化廠焦煤庫存同比17年春節前一周+3.9%（上周該同比為-1.3%）。我們認為，由於節後鋼廠復產有望增加焦煤焦炭需求，焦煤焦炭價格仍將保持平穩或強勢。

風險提示：春節期間煤企不停產或增加庫存。

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。