

宏觀

CPI 雖然反彈，通脹並不足慮！——通脹“結構”研究系列之三

3月9日，統計局公佈2月CPI同比跳升至2.9%，超出市場之前的預期，但PPI同比卻繼續下行。那麼當前CPI和PPI的這種走勢會延續嗎？未來通脹如何走？站在當前時點，我們認為今年通脹壓力並不足慮。

宏觀條件不支持通脹走高！從宏觀環境來說，高通脹時期往往具備以下兩個特點。其一：前期貨幣寬鬆。一切通脹都是貨幣現象，歷史上CPI同比增速突破3%的時期之前，往往都存在M2同比增速快速上漲的情況。其二：同期經濟繁榮。經濟向好是居民收入增長的前提，而居民收入的增加會帶動消費和服務需求的增加，歷史上兩次高通脹時期往往也存在GDP增速的提升。但是目前我國並不具備高通脹的宏觀環境。一方面，貨幣條件並不支持通脹大幅走高。另一方面，去年經濟增速回升幅度非常有限，而今年又將面臨回落的壓力。

受到春節效應的短期影響，2月食品CPI和非食品CPI出現反彈。在貨幣趨緊和經濟走弱的情況下，今年食品CPI 是否會持續超預期回升、而非食品CPI是否會持續回落？下面我們對各細項進行分析。食品CPI：同比溫和回升。豬肉價格是食品CPI的主要影響因素，目前豬價仍未擺脫下跌趨勢，成為近兩年食品CPI的主要拖累。豬肉價格低迷主要與豬肉供需關係穩定有關，展望全年，我們保持去年底的預判，認為豬肉價格將延續弱勢行情。非畜肉類食品價格上漲是2月CPI跳升的主要推動力，其價格自身有非常明顯的季節性，主要受到天氣影響。3月高頻數據顯示蔬菜水產價格已經回調，今年非畜肉類價格將保持穩定。在豬肉價格低迷的情況下，如果其他食品價格難有超預期表現，那麼全年食品CPI仍將處於溫和區間。

非食品CPI：同比或將回落。CPI中的非食品類消費品價格和PPI走勢高度相關，我們不妨先研究下PPI的走勢。去年11月以來，PPI同比就持續回落，2月份同比更是下降到3.7%，符合我們年初的判斷。在供給端壓制作用減弱和需求回落的共同作用下，我們預計今年PPI同比增速將持續回落。而PPI的下滑將帶動非食品類消費品CPI同比回落。服務類價格方面，短期儘管出現跳升，但主要是受春節因素影響，目前短期影響已經消退。全年的服務CPI走勢，一方面還是要看近兩年變動較大的醫療服務價格走勢，另一方面是研究決定服務價格的人力成本情況。其中醫療改革影響減緩，或將帶動醫療服務CPI同比回落，而房價增速的回調對服務價格的壓制也不容忽視。總體來說，預計全年非食品CPI同比均值在2.2%。

CPI高點已現，通脹不足慮。從宏觀環境來看，今年金融去杠杆到經濟去杠杆的深入，將導致貨幣環境仍然難松，經濟也將小幅回落。而從CPI分項來看，今年非食品CPI整體走勢穩定；食品CPI仍將受

到豬肉價格低迷的拖累，反彈力度有限。預計2月份CPI同比2.9%或就是全年高點，全年CPI將在2.5%以下溫和區間。

財政收入反彈，支出增速再升

2018年1-2月累計，全國一般公共預算收入36553億元，同比增長15.8%，一般公共預算支出29062億元，同比增長16.7%。總體判斷：財政收入反彈，支出增速再升。

財政收入增速反彈。18年1-2月財政收入同比增速15.8%，較17年12月大幅回升轉正。其中中央和地方增速分別大幅回升至19.1%、12.7%。稅收收入增速上行至18.4%，非稅收入增速降幅收窄至-3.5%。財政收入增速反彈主要原因在於受1-2月工業經濟回升帶動，增值稅、企業所得稅和消費稅增長較快。分項增速漲多跌少。18年1-2月主要收入項目中，增值稅增速大升，消費稅增速強勁反彈；企業所得稅增速回升，個人所得稅增速回落；進口貨物增值稅、消費稅增速微落仍高；土地和房產相關稅收增速漲多跌少。

財政支出增速再升。18年1-2月財政支出同比增速16.7%，較17年12月大幅上升，但仍不及17年同期水平，其中中央增速大幅回落至3.9%，地方增速繼續上行至18.8%。

交通運輸支出領跑。18年1-2月各項分項支出中，交通運輸（55.7%）增速領跑。科學技術（48.7%）、農林水支出（35.9%）、債務付息（24.2%）增速較高、緊隨其後，且多數較17年有所上行。

基金收入維持高位。18年1-2月政府性基金收入同比增速33.3%，較17年有所下行，但仍處高位，其中中央增速大幅轉負至-3.3%，地方增速略降至36.7%，土地出讓收入增速略下滑至38.9%。

財政積極取向不變。18年政府工作報告中提出財政政策積極取向不變，但更加注重資金的使用效率，要聚力增效。18年財政赤字率目標下調至2.6%，也為宏觀調控留下政策空間。雖然18年開局財政收支雙雙高增，但1-2月收支項目因受春節因素影響，歷來增幅波動較大，年內運行態勢仍有待觀察。

固定收益

揭開銀行的資本迷局

銀行資本與資本充足率考核

銀行資本與資本充足率。銀行資本包括核心一級資本、其它一級資本和二級資本，資本充足率則是銀行資本與風險加權資產的比值，根據銀監會的要求，18年底系統重要性銀行核心一級資本充足率、一級資本充足率和資本充足率要達到8.5%、9.5%和11.5%，其他銀行要分別達到7.5%、8.5%和10.5%。部分中小行資本充足率存在考核壓力。截至17年底，銀監會口徑的商業銀行資本充足率13.65%、一級資本充足率11.35%、核心一級資本充足率10.75%，均高於監管要求，壓力不大。但根據我們統計的123家銀行截至17年3季度的資本充足率情況，發現有21家存在達標壓力，其中主要是一級資本較缺乏。

18年銀行的資本困境

銀行天然缺資本。假設以14%的ROE和75%的利潤留存比例，我們測算出每年通過未分配利潤可以使核心一級資本增長10.5%左右，在保持資本充足率不變的情況下，風險加權資產的增長率約在8.4%左右，低於17年底的10.7%。故只通過未分配利潤來補充資本，難以支撐銀行資產的擴張速度。

表內非標監管穿透帶來資本壓力。17年金融監管趨嚴，銀行表內違規操作、減少資本計提的方式受到約束。部分表內非標從同業投資回歸非標投資的過程中，帶來了資本計提壓力的上升。根據我們的測算，表內非標監管完全穿透之下，將新增風險加權資產5.3萬億左右。

表外非標回錶帶來資本壓力。而在17年非標監管收緊的背景下，表外非標也將面臨回表壓力。根據我們的測算，如果表外理財的非標資產全部回表，則會新增3.4萬億的風險加權資產，加上表內的5.3萬億，風險加權資產將增加8.7萬億（約增長7.1%）。按此計算各銀行調整後的資本充足率情況發現，123家樣本銀行中資本充足率不達標的有24家，有達標壓力的則達到54家。

代持等規避監管的方式受限。最後，2017年302號文的出臺，使銀行無法通過代持等違規手段使信貸資產出表，也就無法通過虛減風險加權資產的規模來應對資本充足率的考核，因此或將加劇部分銀行缺資本的困境。

銀行如何補充資本金？

未分配利潤補充資本。首先最簡單的是降低分紅比例，這樣在利潤總額不變的情況下，可以增加未分配利潤。其次是控制成本項，如銀監會近期下調了貸款撥備率和撥備覆蓋率的要求，可以使銀行計提的貸款損失準備規模降低，相當於降低成本、釋放利潤，從而達到補充核心一級資本的效果。各項資本工具補充資本。首先，定增和可轉債可用來補充核心一級資本，而17年定增發行受限，故銀行轉債發行大幅增加。其次，優先股、永續債等可用來補充其他一級資本。最後，二級資本工具等可用來補充二級資本。

銀行的資本困境如何影響債市？

銀行資本困境將使18年的融資需求下滑。從18年前兩個月的金融數據可以看出，一方面非標已經在逐漸回表，融資需求轉移到了表內信貸；另一方面，受到銀行資本的約束，表內信貸的增加難以完全對沖非標規模的收縮，整體的融資規模有明顯的下降趨勢，有利於打開利率的下行空間。

缺資本背景下銀行或增配利率債。由於缺資本，銀行表內或傾向於增配資本佔用較低的資產，如國債、國開債（風險權重為0）。而我們發現15年以來銀行風險加權資產與總資產的增速差，和10年國債收益率的走勢一致，而目前增速差已達到近4年來的高位。隨著18年銀行資本壓力的上升，表內利率債配置將增強，風險加權資產與總資產的增速差趨於收窄，利率也將長期下行。

金融工程

選股因子系列研究（三十二）——因子擇時在風險控制模型中的應用

自2017年以來，我們撰寫了一系列報告對於因子擇時模型的構建進行了討論。現有的因子擇時模型多通過修正因子的收益預期來影響多因子加權權重，最終通過影響股票綜合打分或者收益預期來實現因子擇時。簡單來說，該類模型通過收益預測模型實現因子擇時。然而，收益預測模型是因子擇時的唯一實現途徑嗎？答案是否定的。

本文構建了一整套動態風險控制框架，旨在通過風險控制模型來實現因子擇時。

因子擇時既可通過收益預測模型實現，也可通過風險控制模型實現。對於一個風險控制組合，因子擇時在風險模型中的應用可通過調整因子敞口的上限、下限來實現。

因子敞口上限以及下限由因子風險、因子收益預期以及投資者風險厭惡度共同決定。

可通過限定因子最大損失反向設定因子敞口。在因子收益固定的情況下，因子敞口的多少決定了該因子對於組合的超額收益貢獻的大小，但也決定了因子對於組合風險的貢獻。我們可通過限定因子可能對於組合產生的負向收益貢獻來反向設定因子敞口的上限以及下限。

相比於直接設定因子敞口上限與下限，因子最大損失更為直觀並且該指標同樣具有較好的特性。隨著投資者在各因子上所能承受的最大損失的提升，組合的收益空間以及風險空間也會出現單調性的改變。

因子收益預期以及投資者風險厭惡度共同決定了因子最大損失。因子收益預期越高，投資者所能承受的損失就越高，因子收益預期越低，投資者所能承受的損失就越小。除了因子收益預期外，投資者的風險厭惡程度也決定了因子最大損失。

滬深300風控組合以及中證500風控組合回測效果較為穩健。在不同的投資者風險厭惡度下，可分別基於滬深300指數以及中證500指數構建保守組合、穩健組合以及激進組合。在投資者風險厭惡度高於一定閾值後，模型表現較為穩健。

風險提示。市場系統性風險、資產流動性風險以及政策變動風險會對策略表現產生較大影響。

宏觀對沖研究之四——宏觀動量策略在債券市場中的應用

本文作為宏觀對沖系列研究的第四篇，將宏觀動量策略拓展到債券市場，用來判斷利率方向、期限利差和信用利差的變化。

債券投資策略類型。債券投資收益主要包括票息收益和資本利得兩部分，資本利得指的是投資者在二級市場中買賣債券獲得的收益。債券投資策略可以分為被動型和主動型兩大類。被動型策略包括指數化策略和久期免疫策略等，儘量避免市場波動帶來的影響，以獲取確定性的票息收益為主；而

主動型的投資策略並不滿足於獲得市場平均收益，會對利率變化進行預測，票面利息並不是其主要目標，更看重資本利得。宏觀動量策略對利率和利差變化方向進行預測，屬主動型交易策略。

使用宏觀動量判斷利率水平變化。經濟增長、通脹上升、風險情緒高漲對國債指數收益率有負向預測效果，而貨幣寬鬆和匯率升值則具有正向預測效果，這與海外研究結論相吻合。單變量來看，經濟增長類指標中的PMI、OECD綜合領先指標、發電量同比和房地產開發投資完成額累計同比，通貨膨脹類指標中的CPI同比和CGPI同比，國際貿易類指標中的CFETS人民幣匯率指數，貨幣政策類指標中的3個月Shibor、2年和10年期國債收益率，風險情緒類指標中的Wind全A指數超額收益率具有較好的擇時效果。

宏觀動量債券擇時策略表現優異。我們以中債國債總淨價指數為基準，基於五個維度17個指標構建的宏觀動量擇時策略多空年化收益率為4.48%，信息比率為1.46，最大回撤為2%，勝率為70.8%，收益回撤比高達2.24，大幅超過基準。以中債總財富指數為基準的多頭策略取得了5.08%的年化收益和1.75%的超額收益，信息比率和收益回撤比高達2.33和2.99。

使用宏觀動量判斷期限利差變化。期限利差波動比利率水平波動更大，週期更短，領先於經濟增長和通貨膨脹等指標，和其歷史波動率正相關。期限利差和短期利率變動具有明顯的負相關性。因此，我們研究期限利差的變化應當從貨幣政策入手。

使用宏觀動量判斷信用利差變化。信用利差波動同樣比利率水平波動更大，週期更短，與經濟增長、通貨膨脹、國際貿易等多數指標不具備顯著的相關性，但和長端10年期國債利率具有顯著的正相關性，體現出“牛市更牛，熊市更熊”的特徵。

風險提示。市場系統性風險、模型失效風險、海外與國內市場結構差異風險。

學術研究中的財務異象與本土實證（四）——資產增長與利潤增長

資產增長與利潤增長。“資產增長”是指企業資產負債表中不同資產項目的變化，體現為企業經營規模的擴張；“利潤增長”是指企業利潤表中銷售或者利潤的增長，體現為企業收入的增加。

海外市場中，資產增長與股票收益呈負相關。資產相關項目的增長包括總資產增長率、流動資產變化、存貨變化等。海外研究發現，它們與股票未來收益之間存在負相關。原因在於，長期來看，企業經營的高速擴張不可持續。因此，歷史高增長的公司，未來的增長速度會被投資者高估。

國內市場中，資產增長與股票收益呈正相關。與海外市場的結論並不一致，在國內市場，無論是總資產增長率、流動資產變化，還是存貨變化都與股票收益呈正相關。形成這種差異的原因，可能是海內外回測樣本所屬的經濟週期不同。

利潤增長在海內外市場的選股效果一致。淨利潤增長、資產周轉率增長與股票未來收益呈現正相關，而利潤率增長與股票未來收益之間的相關性並不顯著。形成這種現象的原因在於，淨利潤增長與資

產周轉率增長具有趨勢性，歷史增長可以幫助投資者判斷企業未來的增長狀況。而利潤率的增長具有均值回復特點，利潤率的大幅增長不可持續，對未來的參考意義有限。

風險提示：歷史統計規律失效。

行業研究

電腦：中國軟件國際攜手行業龍頭，共享工業互聯網紅利

工業互聯網春風頻吹，“蜂巢平臺”助力公司業績增長。2017年6月28日，中國軟件國際與華為共同發佈蜂巢平臺，前瞻性地佈局工業互聯網，並取得初步成效。截至2018年2月底，紅塔集團、海天塑機、北京印鈔等350餘家製造企業已成為“蜂巢工業互聯網平臺”用戶。憑藉十餘年工業製造的經驗積累，“蜂巢工業互聯網平臺”基於IaaS的基礎，以PaaS、SaaS為核心，為客戶提供製造智能化轉型服務。首先，與其它產品不同，“蜂巢”有著獨特的產品優勢，其首次推出工業診斷雲的前置服務，通過進行全面的健康體檢，能夠發現企業在不同製造模式和區域產業環境下的真正痛點。其次，“蜂巢”能夠提供覆蓋全面供應鏈的解決產品和服務，不同規模、不同細分領域的企業都能在“蜂巢平臺”上獲得優質、精準的服務。2018年以來，工業互聯網的春風不斷吹來：2月24日，工信部設立“工業互聯網專項工作組”。中國軟件國際作為工業互聯網領域的前瞻佈局者，未來業績增長可期。

聯手中國平安佈局智慧城市，釋放“解放號”產能。3月7日，中國軟件國際與中國平安簽署戰略合作協議，打造“城市產業整合+IT整合”的新商業模式。作為雲驅動、數字化、平臺化的新一代IT龍頭企業，中國軟件國際的成長道路上，巨頭身影屢見不鮮，從與百度開展人工智能技術開發，到與華為聯合發佈工業雲，再到今日與中國平安合作。我們認為，公司此次與中國平安合作，將對業績有著較大的正面效益。首先，中國軟件國際將憑藉“解放號”在整合IT資源方面的優勢，為中國平安“8+1”智慧城市雲項目提供項目採購、項目交付過程管理、質量管理和線上項目驗收等服務，共同打造智慧城市。在合作過程中，基於中國平安龐大的客戶群，“解放號”能夠吸引更多的企業入駐，充分發揮自身IT頂層設計能力，幫助客戶實現數字化轉型，進一步釋放公司產能，實現業績增長。其次，中國軟件國際與平安還將在政務、財政、安防、醫療、教育等領域展開合作。這有利於公司在金融、政務等城市產業垂直領域進一步拓寬發展空間，改善營業收入結構，探尋雲計算、大數據等新的利潤增長點。

風險提示：海外市場波動和匯率調整。

傳媒：抽絲剝繭，探尋民辦學校成長真諦

1) “量”層面，民辦學校發展前景廣闊，品牌化、多樣化、集團化發展趨勢明顯：目前人們對教育的需求從“有學上”變為“上好學”，對品牌化、個性化教育需求愈發強烈，為優質民辦教育發展提供廣闊空間。目前民辦學校仍處於多個單體校並立，區域集團化探索的初期階段。未來民辦學校上市公司有望借力資本，通過提升教學品質，精細化管理，構築護城河，突破地區壁壘、提高市場佔有率，形成大型教育集團，從而獲得學校數量，學生數量增長。

2) “價”層面，擁有優質教育內容的學校將享有更高的品牌溢價：新民促法實施後，選擇登記為營利性的高中、幼兒園和大學對於自身的收費標準有望享有定價自主權，按照市場需求和辦學品質定價。我們預計民辦教育市場活力有望激發，民辦教師工資增長，學校硬件投入更新等辦學成本增加將倒逼學費增長，與此同時，擁有優質教育內容的學校將享有更高的品牌溢價，獲得更大的市場和更高的利潤率水平。

風險提示：市場競爭風險、業務來源地域相對集中風險、收購整合風險、匯率波動風險、《民辦教育促進法》具體地方政策落地時間不及預期風險。

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，僱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。