

2018年4月20日

銷售部 - 投資策略

## 宏觀

### 財政收入回落，支出增速下滑——3月財政數據點評

2018年3月全國一般公共預算收入13993億元，同比增長8.4%，一般公共預算支出21935億元，同比增長4.2%。總體判斷：財政收入回落，支出增速下滑。

財政收入增速回落。3月財政收入同比增速8.4%，較1-2月增速回落。1季度財政收入增速13.6%，在高基數下仍保持了較高增速，主因經濟運行穩中向好帶動增值稅、消費稅和進口環節稅收走強，合計拉動財政收入增幅約10個百分點。

分項增速漲少跌多。3月主要收入項目中，增值稅和消費稅增速放緩；企業所得稅增速回落，個人所得稅增速大幅回升，主因年初職工年終獎現金分紅集中發放；進口貨物增值稅、消費稅增速回落；土地和房產相關稅收增速普遍回落。

財政支出增速下滑。3月財政支出同比增速4.2%，較1-2月增速回落。18年1季度財政支出增速10.9%，較17年增速回升，但低於2017年同期水平。

交通運輸支出領跑。1-3月各項分項支出中，交通運輸（28.4%）增速領跑。農林水支出（24.9%）、文體傳媒（20.5%）、債務付息（18.4%）增速較高、緊隨其後，但較1-2月增速漲少跌多。農林水中扶貧支出增速高達58%，反映財政對脫貧攻堅支持力度較大。

基金收入增速回升。3月政府性基金收入累計增速34.6%，較1-2月有所回升，其中中央增速降幅擴大至-6.3%，地方增速回升至38.6%，土地出讓收入增速略升至41.8%。

減稅降費，聚力增效。18年1季度全國財政收入開局良好，而18年減稅降費政策力度加大，預計全年減輕企業稅費負擔1萬億元，增值稅改革等措施也將在5月後陸續落地，財政收入增幅料將放緩。1季度財政支出增速不及2017年同期，但重點支出得到有效保障，研發、農業、扶貧等分項支出增速較高，體現財政資金使用注重聚力增效。

## 策略

### 港股上市制度改革有助促進新經濟

核心結論：①港股新上市公司從70年代勞動密集型產業、房地產業為主到80年代服務業大發展，97年回歸後進入中資為主時代，大陸金融週期股大量上市，目前新興行業佔比低，對實體經濟代表性不足。②港股目前上市制度對盈利要求比較嚴格，18年4月底港股上市制度三大改革即將生效，新興

行業佔比將提升。③中國進入經濟轉型“新時代”，港股上市制度改革有助促進新經濟，股市對實體經濟的代表性將更強。

目前港股金融週期股佔比高，對實體經濟代表性不足。基於港股當前的上市制度，目前全部港股中金融、週期（工業+能源+原材料+電信業務）、新興行業（信息技術+醫療保健）、消費（非日常生活消費品+日常消費品）、地產、公用事業市值佔比分別為33%、19%、25%、10%、10%、3%（截至20180418），金融、週期類公司往往在景氣高點上市，上市後常有行業進入下行週期而導致業績頻頻變臉，而信息科技類公司則因業績不達標準、雙層股權結構等問題無緣港股。港股整體上對上市公司業績較為嚴格，金融股和週期股佔比較高。隨著互聯網經濟浪潮和中國經濟轉型，新興行業在實體經濟中佔比越來越高，目前港股的行業結構使其已不能很好代表實體經濟的發展。

港股上市制度三大改革有利於新興行業佔比提升。2018年2月23日，港交所公佈新興及創新產業公司赴港上市制度改革諮詢方案，新規的生效時間從此前預計的今年6月底提前到4月底，上市制度修改主要有三方面：一、允許尚未盈利或者沒有收入的生物科技公司來香港上市；二、允許同股不同權；三、接納大中華及海外公司以香港作為第二上市地。這些改革有望吸引生物科技類公司、海外已上市公司來港上市。美國上市的中國公司新興行業市值和盈利佔比都明顯更高，這很大程度上是由於美國允許同股不同權上市制度，科技公司在發展過程中內部管理層的股權往往被稀釋至較低水平，管理層往往傾向於選擇同股不同權制度維持對公司的控制，同股不同權制度對新興行業公司更有吸引力。

港股中新興行業佔比上升，股市對中國經濟的代表性會更強。從2016年1月低點以來，代表海外中資股的MSCI中國（除A股）指數更是累計上漲90.37%，跑贏全球主要市場，跑贏港股。背後重要原因就是代表經濟轉型的中國新興行業公司更多在美國上市，港股、A股由於新興行業佔比低，不能很好代表實體經濟，無法起到中國經濟晴雨錶的作用。陸港美三地新興行業漲幅都明顯超過整體，新興行業帶動整體上漲。港股上市制度三大改革有利新興行業佔比提升，新興行業對中國的經濟轉型更具代表性，長期看盈利有望增長快於整個經濟體，指數的漲幅也有望超過大盤，新興行業佔比提升有望助力港股長期健康向上發展。同時在全球化競爭的背景下，A股和港股監管層都在積極探索如何吸引新興行業企業。港股上市制度改革有望為A股上市制度改革提供參考。隨著上市制度改革，港股對實體經濟的代表性有望不斷增強。

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

### 宏觀預期數據的選擇與應用

宏觀經濟預期數據來源包括Wind和Bloomberg。數據種類上看，Bloomberg保留了預期數目、中值、均值、最大值、最小值，以及實際數據披露的日期、時間和修正值等重要要素，且預測精確度更高，更適用於宏觀事件驅動策略回測。

若實際公佈的數據和預期值存在誤差，可能對各類資產造成影響。從兩個維度分析宏觀預期誤差對股票、債券、商品三大類資產的影響：1. 使用T日公佈的宏觀數據實際值與預期值之差對未來N日各資產的收益率做回歸預測，考察回歸係數t值。2. 比較實際值、預期值、前值三者的大小關係，並劃分成六類事件，考察事件發生後N日和N分鐘內各類資產的收益率、勝率和信息比率，並結合事件發生次數篩選出值得關注的正向和負向事件。

經濟增長類指標中，GDP同比、工業增加值同比、固定資產投資增速累計同比的預期誤差對上證50、滬深300、中證500具有顯著的正向預測效果，而對創業板指具有負向預測效果；中采PMI的預期誤差對所有指數均有正向預測效果。通貨膨脹類指標中，PPI同比的預期誤差具有負向預測效果。CPI、PPI、進出口同比和中采PMI等指標的有效事件較多。例如，中證500指數在中采PMI：實際值>預期>前值這一事件發生後10天的平均收益為2.72%，勝率為87%。

大多數指標對債券資產具有負向預測效果，其中GDP同比、工業增加值同比、CPI同比、M2同比、中采PMI和外匯儲備最為顯著。債券的有效事件均為日頻，且負向多於正向。例如，中債國債總淨價指數在中采PMI：實際值>預期>前值這一事件發生後5天的平均收益為-0.26%，勝率為20%。

經濟增長類指標中，GDP同比、工業增加值同比、固定資產投資增速累計同比、中采PMI、財新PMI的預期誤差具有正向預測效果。國際貿易類指標中，出口同比和貿易差額具有負向預測效果。有效事件方面，Wind煤焦鋼礦指數在固定資產投資增速累計同比：預期>前值>實際值這一事件發生後20天的平均收益為-5.80%，勝率為0%。

風險提示：市場系統性風險、模型失效風險、統計規律失效風險。

## 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。