

2018年8月22日

財富管理-投資策略

## 宏觀

### 三四線城市消費怎麼看？——經濟結構系列之三

近來貿易摩擦紛爭不斷，外部環境不確定性增加帶來經濟下行壓力漸增，內需對經濟的拉動作用凸顯。三四線城市是過去幾年內需增長的主力，尤其是消費保持高增長。三四線城市消費因何改善？未來能否維持？

下行中的分化：三四線消費仍旺。從分省情況來看，三四線城市居多的中西部省份消費增速保持高增長，各省在人均消費性支出上的變化趨勢也與此相同。從城市層面來看，三四線城市的總消費增速遠高於一線城市，甚至在近兩年超過二線。2012年以來，一線城市的消費增速出現明顯下滑，社會消費零售總額同比增速從12%持續下降到2017年的7.3%。相比之下，二線城市和三四線及以下城市的消費增速下降幅度較小，2016年和2017兩年三四線城市消費增速還出現了反彈。

消費高增背後：去庫存與城鎮化。我們從人口和收入兩個角度來尋找線索。人口回流三四線？趨勢並不明顯。三四線消費高增是否緣於人口回流？我們發現，一二線城市常住人口規模增速仍遠高於三四線城市，並且一二線城市年輕指數也遠高於三四線城市，說明年輕人依然更青睞一二線城市。因此，從人口規模和人口結構角度看，都沒有觀察到有利於三四線消費增長的變化。城鎮化進程推進，收入帶動消費。過去幾年，三四線城市城鎮人口占比逐年提升，大部分三四線城市農村人口縮減幅度均大於全國平均水平。城鎮化的推進帶來了大量新增城鎮居民。農村居民入城之後，隨著收入改善、生活方式和消費觀念改變，消費規模也會隨之擴大。三四線地產繁榮，帶來“拉動效應”。值得注意的是，雖然三四線城市並無人口回流，但是近年來其房地產銷售卻較為火爆，這主要得益於以棚改貨幣化安置為主的地產去庫存政策。而地產繁榮對消費存在明顯拉動作用：一是量的方面，地產銷售會帶來引致需求，即拉動地產後週期類消費品的需求，這類消費品本質上是房地產的“互補品”，包括家電、家具和建材等。二是價的方面，房價上漲會帶來“財富效應”，即居民財產性收入增加，使得其購買力提升，從而促進消費，尤其是非必需品、奢侈品的消費。一言以蔽之，棚改貨幣化推進帶來的三四線房地產繁榮，是拉動三四線城市消費高速增长的重要原因。

高增速能否維持？前景難言樂觀。一二線人口集中趨勢難改。從國際發展經驗看，人口向大中城市群集中才是普遍規律，目前我國一線城市人口增速依然保持高位，受政策調控因素放棄遷入一線城市的居民將轉而湧向二線城市，長期來看，三四線城市並不能夠依靠人口回流來維持消費的高速增長。城鎮化尚有空間，但進程放緩。隨著城鎮化的推進，三四線城市的消費提升還有一定空間。但城鎮化的進程已經開始放緩。因此，由城鎮化帶來的消費效應預計將有所減弱，而消費升級帶來的結構變化將比總量增長更值得關注。棚改貨幣安置退潮，房價擠出效應強化。三四線城市房價上漲主要來自棚改貨幣化安置的帶動，政策推出的本意是為化解三四線城市過高的商品房庫存，而目前去庫存已基本完成，棚改貨幣化安置已完成其歷史使命，而其副作用仍在持續發酵，包括助推三四

線房價上漲、推升地方政府隱性債務等。7月底政治局會議定調“堅決遏制房價上漲”，我們預計棚改貨幣化未來將會逐漸退出，而7月PSL貸款的縮量也印證棚改貨幣化安置的退潮。這就意味著房地產對三四線城市消費的拉動效應將有所減弱。而地產繁榮對消費不僅有“拉動效應”，也有“擠出效應”。居民舉債購房增加債務負擔，將透支購買力，擠出消費，這也正是今年以來消費低迷的核心原因。目前部分三四線城市房價收入比已經超過一二線城市，房價上漲對三四線消費的負面影響將逐漸顯現。

## 行業研究

### 有色金屬：印度原材料市場需求潛力

原材料需求空間大。1) 全國人口超13億，平均年齡28歲。2) 17年銅需求48.5萬噸，同期中國在1000萬噸以上。3) 人均耗銅和人均GDP規律：人均GDP在4-5萬美金以下，隨著人均GDP提升，人均耗銅量提升。目前印度人均GDP約2000美金，人均耗銅量0.38公斤。而中國的人均耗銅量超過2公斤。4) 印度資源稟賦不占優，原料幾乎靠進口。

發展障礙：1) 宗教問題是難題。種姓制度是印度教的特色。相比中國（佛教人數約2億）、日本和韓國這些東亞民族的勤勞拼搏，印度民族相比更為安於現狀，很多原因都和宗教信仰及文化哲學密不可分。2) 聯邦的官僚制度和土地私有制增加宏觀調控難度。各邦有其獨特的法律，增加複雜性。而印度土地私有，且世代繼承不涉及遺產稅。因此，政府力量在城市規劃中顯得弱化。財政政策的乏力也反映在了基礎建設中：當前，印度約30%的人口沒有電力，主要集中在農村地區。而印度電力基礎設施落後又很難提供穩定的電力。

新政府銳意改革：廢止舊鈔（意在打擊黑錢、倒逼互聯網電子貨幣使用）、GST稅費改革和E-way Bill（後兩者意在提高企業經營效率）。從CPI走勢看，2015-16年，印度CPI同比普遍在6-7%，而實行廢除舊鈔後，CPI下降至3%的水平，有效地抑制了高企的通貨膨脹。同時，印度GDP在經歷了廢鈔之後，經濟經歷了2個季度的下行，從2017年開始，經濟增速開始反彈。

印度有色公司投資價值：集中在鋅和鋁企業：合計32家有色公司，前兩家市值占比超過90%。中國的有色上市公司超過100家，總市值將近2萬億元，而印度僅約2000億元。PE估值方面，中國企業估值（PE，ttm53倍）要高於印度（PE，ttm31倍）。1) 印度斯坦鋅業：印度最大的上市礦企。2018年，預計生產精煉鉛鋅礦產量將約為95萬噸。2) 印度國家鋁業：深掘下游加工產業鏈。FY2018年產量為288萬噸氧化鋁，129萬噸電解鋁；此外擁有Novelis（諾貝麗思）100%股權，年產320萬噸鋁材深加工，無愧全球鋁加工第一。

總結，印度發展趨勢：人口基數龐大且年齡層結構優越；但種姓制度、官僚制度和土地制度牽絆經濟，導致20世紀80年代之後和中國的GDP差距越來越大。17年印度GDP占中國總量的22%，耗銅量占4%。兩者差距也反應了印度GDP占比較大的為服務業（IT等）。

新政府的銳意改革有望促進全國GDP高增長，但由於基數過小，導致中印GDP差距短期難以拉近。而在原材料需求這端，如果按照現有的年均增速，由於基數偏小，印度需求拉動對全球原材料的價格影響力偏弱。

因此，我們對於印度崛起對金屬價格的影響傾向於是一個中期因素。

風險提示：全球經濟疲弱壓制金屬需求。

## 固定收益

### 年內萬億專項債如何發力？

年內尚有超萬億專項債新增額度。上半年地方債更側重於推進債務置換，新增債發行較少。

專項債將主要補充基建資金來源。1) 存量地方債投向：存量地方政府債務投向中，市政建設、交通、土儲和保障性住房債務占比較高，多數省份這幾項的占比能達到60%-70%。2) 專項債將主要補充基建投資資金。具體到地方專項債，其資金納入政府性基金預算管理，對應的支出主要涉及交通設施、水利設施、城市維護、公共事業發展、移民和社會保障、生態環境建設7大類支出，除了土地出讓金相關支出中的拆遷補償外大部分都屬基礎設施建設支出。3) 專項債募集資金具體投向：地方專項債又可分為專項債和項目收益專項債，後者需直接對應項目資產和收益，是前者的細化品種，新增專項債和項目收益專項債發行量之比2017年大概是2:1。從募集資金投向看，專項債募集資金多用於市政建設、交通運輸、保障性住房建設安居工程等基礎設施建設領域，也用於鄉村振興、扶貧和生態環保等三大攻堅戰有關項目；項目收益專項債則分為土地儲備、收費公路、棚改、軌交、教育類等多個細分品種，且在不斷創新中，目前土地儲備是規模最大的細分品種，截至18年7月底，土地儲備專項債累計發行額532.5億，收費公路專項債發行了80億，棚改專項債累計發行了21.68億。年內地方債剩餘額度都在哪些地區？

高債務省份以置換債為主，新增債額度較少。我國基建投資需求區域分化，東部地區城鎮化率高、基建投資增速較低，中西部地區基礎設施薄弱、建設需求高。但是一個地區基建投資需求量大、增長快，並不意味著它有較大的融資空間。靠舉債支撐的基建投資往往形成巨額債務，地方債務風險也就越大。出於控制風險的目標，像貴州、遼寧、寧夏、海南、青海這些地方政府負債率高的地區，每年新增的債務限額都非常少，2018年這5個省份地方債務總額新增限額均在300億以下，而像江蘇、廣東、浙江等地區新增額度都在千億以上。從今年各地地方債發行情況看，新增債發行較多的省份有廣東、安徽、河北、浙江等中、東部地區，而貴州、遼寧省則是置換債發行量最大的兩個省份。中部地區剩餘新增專項債額度較多。目前有25個省份披露地方債新增限額詳細數據，江蘇省今年新增專項債額度最多（1370億），目前剩餘額度遠高於其他各省份，占全部剩餘額度的11.6%左右。除此之外，中部省份包括湖北、河北、河南、安徽等地區剩餘額度也較高，4省合計剩餘額度占全國的21%左右。而西部省份除了四川省外新增專項債額度普遍偏少，比如雲南、廣西今年只有318億、314億新增專項債額度，新疆、甘肅都只有200多億，貴州和寧夏雖然沒有公佈詳細數據，但去年兩個地區新增專項債額度分別只有8億和13億。

## 策略

## 吐故方能納新——中美港退市制度比較

核心結論：①對比成熟市場，A股退市制度較寬泛，執行力度較弱，美股退市率約為6.24%，港股約為0.59%，A股約為0.14%，A股退市難源於制度有效性不足和退市去向單一。②退市制度不完善導致A股低成交個股不斷湧現，17年至今低成交個股市場占比從10%上升至22%，隨著A股機構投資者增多這一現象或成常態。③借鑒美股，A股退市制度改革需要明確化、簡易化，加強市場類指標在退市中的作用，完善多層次資本市場結構，建立“梯級”轉板機制。

我國退市制度的特點及不足。美股退市制度最為明確，A股次之，港股最為寬泛。美股及A股市場退市標準均採取量化及非量化指標相結合的方式，美股納斯達克市場更是全部採用量化退市指標，而港股市場僅採用非量化退市標準，香港證監會及港交所對於企業是否退市擁有很大的主觀判斷權。美股退市執行力度強，港股、A股弱。2013年以來，美股年均退市公司達到近300家，港股僅為10餘家，而A股退市企業僅為個位數。美股退市率約為6.24%，港股約為0.59%，A股約為0.14%。A股退市難，難在哪裡？一方面，A股退市制度有效性不足，側重財務指標的退市制度在一定程度上為企業逃避退市提供了可能性。另一方面，A股退市去向單一，退市後流動性不足。

退市制度不完善導致A股低成交個股不斷湧現。對比其他成熟市場，退市制度不完善導致A股低成交個股不斷增加。通過統計低成交個股絕對數值與其在全部股票的相對占比來判斷低成交個股的變化。2017年之前A股的月均低成交個股數量在340只左右波動。但是，2017年以來低成交個股數量不斷攀升，截至18年7月底接近800只，是2017年前低成交個股均值的兩倍有餘，低成交個股相對A股市場全部上市股票的占比也從2017年初的10%上升到2018年7月底的22%。隨著A股機構投資者占比不斷增加，市場趨於成熟，中長期A股市場可能出現類似於港股成交額分化的趨勢，低成交個股不斷湧現或成常態。

借鑒美國，A股退市制度該如何改善。退市制度指標明確化，簡易化，同時保護投資者權益。參照成熟市場的退市制度，A股退市制度可以在以下幾個方面有所突破：①提高市場類量化指標（股價，股東人數，市值以及市場流動性指標）在A股退市中的參與度。②保持財務類指標的一致性。③嚴格推行退市公司投資者保護機制。完善多層次資本市場結構，建立“梯級”轉板機制。退市渠道應多元化，結合降板機制，退市企業可降板至各個低層級市場。另外，需適當加快我國資本市場的進一步市場化進程，早日實現股票發行制度轉向註冊制。

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。

## 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，閣下于作出投資前，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于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、董事及雇員將不時于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。