

2018年9月21日

財富管理-投資策略

## 宏觀

### 實體經濟觀察——經濟仍處下行通道

需求：下游地產、乘用車、紡服走弱，家電走強，文娛仍弱。中游鋼鐵偏弱，水泥走強，化工走弱。上游煤炭、交運走強，有色分化。

價格：8月70城房價漲幅續升，上周國內生資價格漲跌互現，國際油價回升。

庫存：下游地產、乘用車去化。中游鋼鐵、化工均回補，水泥去化。上游煤炭有平有補，有色去化。下游行業：

地產：8月地產銷售量縮價漲，9月上中旬41城地產銷量回落。乘用車：8月汽車產銷仍弱，庫存同期新高，9月批零增速降。家電：8月限上家電零售增速升，三大白電產量增速漲多跌少。紡織服裝：8月限額以上零售增速再度回落，內外需雙雙走低。商貿零售：8月零售增速低位反彈，替代效應逐漸顯現。文體娛樂：上周電影票房人次同比增速再降，需求依然較弱。

中游行業：

鋼鐵：上周鋼價、毛利分化，開工率略回升，社會庫存回補。水泥：上周全國水泥均價繼續走高，庫容比持續低位回落。化工：上周PTA產業鏈價格降、庫存升，負荷率普遍回落。電力：8月發、用電量增速回升，9月上中旬發電耗煤跌幅擴大。

上游行業：

煤炭：上周煤價有平有升，電廠庫存回補、鋼廠庫存走平。有色：上周LME銅價升、鋁價降，銅、鋁庫存雙雙回落。大宗商品：上周原油價格回升，CRB指數下行，美元指數回落。交通運輸：8月貨運量、港口貨物吞吐量增速均回升，上周BDI降。

## 固定收益

### 從地方債務問責看隱性債務處置——地方隱性債務系列專題之二

近期，《地方政府隱性債務問責辦法》下發，而上周財政部新公佈了湖南省和銀保監會對地方政府違規舉債相關機構和個人的問責結果。過去幾年地方債務問責情況如何？這一機制是如何建立的？對隱性債務處置有何影響？作為地方隱性債務系列專題之二，本文對上述問題進行探討。

地方債務問責情況概覽。17年初，國家開始嚴查地方違法違規舉債現象，並通過審計署和財政部進行披露。審計署披露的是違法違規舉債現象，而財政部披露的是違法違規舉債問責結果。從時間上來看，17年12月以後，財政部公佈的地方政府問責結果數量明顯提升，如17年上半年每份文件僅涉及1個地區，而到12月時，江蘇省的問責結果一次性涉及了15個地區，而貴州省的問責結果也涉及了5個地區。同時，17年12月之後問責的人數也有明顯的上升。此外，銀保監會對金融機構參與地方違法違規舉債的監管從很早就已開始，而各地省級政府在17年的省級預算執行和其他財政收支的審計工作報告中也開始披露各市縣存在的違規舉債現象。

問責了什麼內容？目前披露的違法違規舉債行為主要集中於違規承諾（違規出具承諾函、承諾以財政資金償還債務和承諾回購）。PPP項目、政府購買協議、地方平臺融資、政府單位直接舉債等各方面都在監管範圍內，但實際上受到問責的案例數量並不多，仍有提升空間。從問責的違規債務舉借時間來看，多發生在15年至17年7月之間，即15年新預算法實施之後到17年全國金融工作會議召開之前。

問責較多的地方有哪些？審計署和財政部披露的所有違法違規舉債事件共涉及20個省級行政區。其中，湖南省是涉及次數最多的省份。此外，甘肅、黑龍江、湖北、四川、浙江和重慶等省市也多次因違法違規舉債被中央點名。

如何問責？如何整改？中央政府對違法違規舉債的整改要求十分嚴格，所形成的隱性債務或違規債務需要全部得以清除。從處罰對象來看，對地方違法違規舉債擔保負有直接責任的責任人，大多受到了行政撤職或降級處分，其中部分直接責任人被移送司法機關依法處理。另外，18年7月以前在進行問責時候涉及的時任責任人相對較少，而近期的問責中幾乎都涉及到了對時任責任人的處罰，這反映了目前“終身問責”的機制有所加強。

開弓沒有回頭箭——問責機制的前世今生。16年前地方政府違法違規舉債的監督和問責機制尚不完善；16年下半年，國務院和財政部分別發佈《地方政府性債務風險應急處置預案》和《財政部駐各地財政監察專員辦事處實施地方政府債務監督暫行辦法》，審計署和財政部開始集中披露違法違規舉債行為，並對相關責任人予以問責，但披露數量仍不多；2017年7月，全國金融工作會議上提出“各級地方黨委和政府要樹立正確政績觀，嚴控地方政府債務增量，終身問責，倒查責任”。各地對合規舉債重視程度空前，違規舉債問責機制也逐步成形。近期《地方政府隱性債務問責辦法》下發，標誌著地方政府債務問責機制進一步加強。7月份以來，儘管基建投資低迷倒逼宏觀上對於融資平臺舉債有所放鬆，但主要是保障在建項目的融資需求，規範舉債的大方向沒有改變，也就意味著對於違規舉債的問責仍將持續。

對地方隱性債務有何影響？隱性債務擴張面臨強約束。地方政府隱性債務不斷擴張源於政府的投資衝動，對於地方官員而言，基建對短期經濟和就業的拉動立竿見影，而還錢可能則是以後官員要考慮的事，而由於缺乏問責機制，儘管中央不斷規範地方舉債行為，因違規新增隱性債務的成本極低，隱性債務規模仍迅速增長。問責機制的建立無疑將降低上述投融資衝動，政府新增隱性債務的意願將大大降低。債務問責拖累基建投資。7月以來積極財政意圖明顯，但基建投資仍在探底，原因在於雖然今年新增了1.35萬億專項債，但我們在《地方政府隱性債務規模有多大？——地方隱性債務

系列專題之一》中測算，過去三年隱性債務年均增量高達8萬億左右，專項債增加難以抵消隱性債務的萎縮，而隱性債務問責機制的實施將對隱性債務擴張形成抑制從而持續拖累基建投資。化解存量債務難度增大。存量債務風險的化解只能依靠兩種途徑，一是新一輪隱性債務的擴張（如15-17年PPP和政府購買服務新增隱性債務），二是依靠地方政府財政支出或處置資產的收入。問責機制下，地方政府大規模新增隱性債務的可能性不高，也就意味著化解存量債務將更多依靠地方政府“自力更生”，這也符合當前化解存量債務的政策導向。保剛兌意願增強還是減弱？地方債務問責的根本目的是為了防範化解重大風險，如果因為化解風險而產生“處置風險的風險”，理論上也應承擔責任，那麼問責機制是否將加強政府對於存量債務保剛兌的意願呢？其實未必，一來存量債務如果由前任所舉借，屬歷史遺留問題，終身追責原則下，現任無需對其負主要責任；二來如果是在17年7月以前舉借，由於國內的追責機制一般遵循新老劃斷，政府對防範新增債務的積極性將明顯高於化解存量債務，且新增債務受限本身也會加劇存量債務的化解難度。事實上，從現有的問責案例來看，國家層面尚未出現因存量債務出現風險而進行問責的案例。

## 策略

### 為何龍頭策略有效？

核心結論：①今年以來價值和成長風格表現相近，龍頭策略最有效，各行業龍頭股按自由流通市值加權漲幅約-5%，明顯優於各大指數。②轉型期行業集中度不斷提高，龍頭公司盈利優勢不斷強化，18年中報顯示龍頭企業ROE、淨利潤增速均高於行業整體值。③機構持股比例上升助推龍頭效應，2015年以來機構持有自由流通市值比例從23.8%提升至31%，機構投資者持有的股票PE更低、市值更大。

今年真正的主線是龍頭。截至2018/9/15，代表價值股的上證50、中證100跌幅為15.6%、17%，代表成長股的創業板指跌幅為20.6%，價值股和成長股整體表現相近。但如果統計龍頭股表現，這裡按兩種口徑來測算：第一種是選取中信一級行業中市值最大的龍頭股構建組合，按自由流通市值加權計算組合18年累計漲幅約-5%；第二種是選取中信一級行業分類中市值前三的個股構建龍頭股組合，按自由流通市值加權計算組合18年累計漲幅約-10%，表現也明顯好於全部A股平均漲幅-23%和漲跌幅中位數-27%。我們在前期報告《價值龍頭攜手成長龍頭——論2018年市場風格-20171219》中曾經分析過，盈利趨勢才是影響風格的核心變量，2018年以來，上證50與創業板指累計淨利潤同比之差從17Q4的54%回落至18Q2的5.7%，價值和成長股盈利差距變小，也是今年以來價值和成長風格市場表現差異變小的重要原因之一。

龍頭策略有效原因一：行業集中度提高。16年以來龍頭股崛起的宏觀背景是我國產業結構轉型期，行業集中度提升成為這一時期的典型特徵。自2010年以來消費類和投資類行業集中度逐步提升，包括白酒、乳製品、醫藥流通、空調、冰箱、洗衣機、水泥、地產、煤炭等。2018Q2的上市公司業績數據也表明龍頭公司業績更優。根據Wind行業分類，除能源行業以外，其餘行業龍頭企業ROE（TTM）均高於全行業，從淨利潤增速數據來看結論同樣類似。

龍頭策略有效原因二：投資者結構機構化。18年以來龍頭效應延續，一方面源於實體經濟中產業集中度持續上升，龍頭企業保持了較好的盈利狀況；另一方面則源於A股市場的投資者結構變化。從

這幾年的趨勢來看，2018年機構投資者和外資占比繼續提高。2015年至今，A股散戶投資者自由流通市值持股占比總體呈下降趨勢，從49%下降到2018Q2的約40%，而內外資機構持股占比從23.8%提高到31.3%，散戶占比下降，機構占比上升的長期趨勢較為明顯。近幾年A股中外資投資占比也在不斷上升，參考韓國、臺灣的歷史經驗，外資持股占比快速提升階段同樣利好龍頭股。

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。

## 行業研究

### 傳媒：政策持續收緊，期待柳暗花明

今年以來，遊戲政策頻出，2018年3月，因監管部門調整，遊戲版號申辦業務停辦，2018年8月30日，教育部等八部委推出《綜合防控兒童青少年近視實施方案》通知，均對遊戲公司股價造成較大影響。對於遊戲政策趨嚴，我們認為，首先，監管趨嚴或將導致全行業增速的放緩，但大公司還是具有相對規模優勢和產品及人才儲備，未來市場的集中度可能會進一步提升。其次，出海公司遇到的監管風險較小，可能短期會受益於國內產品荒帶來的CP廠商出海熱潮。建議關注：寶通科技、三七互娛、完美世界。

風險提示：政策監管趨嚴，個股商譽減值風險。

## 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。過去的表现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。