

2018年10月22日

財富管理-投資策略

宏觀

意大利為何成為歐洲最大變數？——意大利的局勢變化與影響

近期意大利國債收益率持續走高，國債下跌背後是投資者對意大利政局和經濟的擔憂，為何意大利會陷入困局，對歐洲又會產生何種影響？

民粹崛起的意大利政局。新一屆政府組閣一波三折。在今年3月的議會大選中，右翼勢力獲得多數票，但是由於沒有政黨或者聯盟達到獨立組閣的標準，意大利政府出現了兩個月的“懸浮議會”。5月16日兩個右翼政黨聯合組閣，但是由於總統拒絕疑歐經濟學家擔任財長，5月27日總理候選人孔特宣佈放棄組閣。後經多方斡旋，五星運動黨更換財政人選，6月1日，新政府宣誓就職，意大利組閣風波才算告一段落。聯合政府主張充滿民粹主義。雖然意大利最終成功組閣，但聯合組閣的兩黨均屬右翼政黨，其執政計劃草案包括保證最低收入、增加政府支出、取消退休金改革、驅逐非法移民等，均充滿民粹主義。

而近期政府提高赤字目標更加劇了市場擔憂。9月28日，意大利政府宣佈未來三年財政赤字目標為2.4%，大幅超過了歐盟目標。考慮到預算草案需要經過歐盟委員會審批，而當前意大利政府和歐盟就赤字問題爭議較大，未來預算赤字草案仍然充滿變數，這會加劇意大利局勢動盪。

民粹政府加劇經濟動盪。實際上，意大利的問題還遠遠不止政局動盪這一項。首先，意大利的主權債務較高，在歐元區國家中僅次於希臘，而近期意大利國債收益率又持續攀升。除了主權風險加劇，意大利經濟一直表現平平，2017年意大利GDP增速僅為1.6%，遠低於德國和法國，也不及歐元區2.3%的平均水平。低迷的經濟使得意大利銀行業深陷泥沼，意大利銀行的不良貸款持續處於高位，負利率環境導致銀行的利潤被不斷壓縮。而銀行業危機也影響到了意大利的經濟和金融市場。

意大利的經濟問題來源於多個方面：其一，制度設計導致政府效率低下。其二，貨幣政策和財政政策操作空間有限。其三，財政支出過大導致政府不堪重負。考慮到退出歐元區的弊大於利，政府制度短期難以修改，目前意大利政府真正需要和能夠著手解決的就是財政支出結構調整，這樣既可以為刺激經濟的財政支出騰挪空間，又能解決財政赤字問題，以緩解政府債務過高的情況。但是，維持支持率的目的迫使新政府難以真正有效解決現有問題。相反，意大利右翼政府的頻頻動作反而加劇了金融市場的動盪。

被拖入泥沼的歐洲。身為歐元區第三大經濟體，意大利的困境自然會影響到歐洲其他國家。今年以來，意大利股市的兩次大跌都對歐洲主要股市形成了明顯拖累，股市上的聯動實際上反映了意大利與歐盟在經濟和金融市場上的休戚與共。意大利對歐洲經濟的直接影響來自於緊密的貿易關係。同

時，資本市場密切的投資活動也加劇了金融市場的聯動效應，意大利市場的波動會通過投資盈虧很快傳導到其他國家的金融市場。

前面已經分析，意大利的問題根結在於財政支出結構改革，而這一問題短期看不到緩解跡象，同時意大利民粹政府的執政理念與歐盟主流觀點有很大差異，未來意大利局勢還可能出現更多變數。未來，意大利局勢動盪將增加歐洲經濟復蘇的不確定性，延緩歐央行貨幣政策正常化進程，對歐元匯率產生壓制，並助推美元指數走強。

下行壓力雖大，減稅就有希望

一、經濟繼續下滑，消費服務支撐

3季度GDP增速繼續下滑至6.5%，從生產看，工業增速下滑，仍是主要拖累，而服務業保持穩定。3季度工業增速明顯回落，其中9月工業增速創兩年半新低至5.8%，與發電量增速下滑相印證。無論從中觀還是微觀看，汽車都是主要拖累。工業生產的亮點依然來自于新產業增加值、新產品產量均快速增長。

二、投資仍在築底，基建依舊低迷

1-9月固定資產投資增速降至5.4%，雖然9月增速小幅反彈，但3季度增速仍較2季度下滑。而剔除價格後的3季度投

3季度GDP增速繼續下滑至6.5%，從生產看，工業增速下滑，仍是主要拖累，而服務業保持穩定。3季度工業增速明顯回落，其中9月工業增速創兩年半新低至5.8%，與發電量增速下滑相印證。無論從中觀還是微觀看，汽車都是主要拖累。工業生產的亮點依然來自于新產業增加值、新產品產量均快速增長。

二、投資仍在築底，基建依舊低迷

1-9月固定資產投資增速降至5.4%，雖然9月增速小幅反彈，但3季度增速仍較2季度下滑。而剔除價格後的3季度投

個稅專項抵扣，減稅力度多大？

個稅改革十年破冰，專項扣除辦法發佈。18年8月31日，修訂後的個人所得稅法獲全國人大常委會通過，個人所得稅迎來了重大變革，新修訂的個人所得稅法增加了四類六種專項附加扣除項目，主要涵蓋教育、養老、醫療和住房支出等民生相關項目。10月20日，財政部和國家稅務總局發佈《個人所得稅專項附加扣除暫行辦法》的徵求意見稿，確立了專項附加扣除“公平合理、簡便易行、切實減負、改善民生”的抵扣原則，並明確了各個扣除項目的實施細則。

新增專項抵扣，減稅力度多大？

專項附加如何抵扣？教育專項附加扣除涵蓋廣泛，不僅包含納稅人自身的繼續教育支出，還包括子女的教育支出，其中子女教育支出可抵扣範圍包含從學前教育直至學歷教育的博士研究生階段。子女教育支出扣除標準定額為每個子女每年12000元，自身繼續教育支出扣除定額根據學歷繼續教育和職業資格繼續教育的不同分別為每年4800元、每年3600元；醫療專項附加據實扣除。大病醫療支出扣除只規定了每年60000元的標準限額，具體扣除金額按照醫療支出費用的實際情況予以確定。買房利息只抵首套，租房抵扣因城而異。購房利息支出在償還貸款期間按照每年12000元標準定額扣除，但僅限於首套房。而租房支出根據承租住房所在城市分別適用每年14400元、12000元和9600元不等的扣除定額標準；養老專項抵扣力度最大，但並不按人數加倍。徵求意見稿對於養老專項附加扣除的抵扣力度最大，規定贍養60歲以上老人的贍養支出，按照每年24000元的標準定額扣除，但不按老人人數加倍扣除。

個稅還有多少人繳納？專項附加扣除的對象為個稅的納稅人，我國個稅改革將使得個稅納稅人從原有的約1.87億人左右降至約6400萬人，這正是專項附加扣除的扣除對象，應在此基數上予以匡算。此外，專項附加扣除是在綜合所得的應納稅所得額中予以扣除。

新增附加抵扣，減稅千億規模。我們分別估算各項專項扣除帶來的抵免額：子女教育支出上每月可帶來抵扣額約為176元，繼續教育支出上約為79元，教育支出合計每月平均可抵扣255元，贍養老人支出上每月平均可抵扣534元，住房支出上每月平均可抵扣500元，而大病醫療支出上每月平均可抵扣50元左右，據此，專項附加扣除每月能夠帶來的可供抵扣金額共計約1400元。按照納稅人6400萬、平均稅率10%來估算，年稅收減免額約在千億規模，占17年全國城鎮居民可支配收入的0.35%，釋放出的消費能力占城鎮居民消費支出的0.2-0.4個百分點。

減稅負惠民生，企業也待解渴！減稅負，嚴征管。個稅改革減輕了居民的稅收負擔，但稅收征管情況有所趨嚴。惠民生，促消費。新增專項附加扣除主要聚焦于民生項目，能夠改善居民生活質量，且由其帶來的收入提升能夠一定程度上釋放居民消費活力，擴大內需對沖經濟下行壓力。企業部門也待解渴！個稅綜合改革的相關舉措確實減輕了居民負擔，但受惠範圍相對有限。而我國企業部門稅收負擔較重，且由於今年成本上升較快，企業經營面臨嚴峻挑戰，若要實現長期可持續發展，亟需加大企業部門減稅力度，給企業解渴！而我們認為，下調增值稅率是最為行之有效的方式。

金融工程

預期因子的底層數據處理

我們在之前的研究中已經驗證過一致預期數據在選股和行業輪動中的作用，本篇報告深入到一致預期因子的底層處理方式上，比較了幾種不同的因子加工處理方式，對於策略和因子有效性的最終影響。因子對象為預期ROE、淨利潤NP、淨利潤同比增速NPG以及兩年複合增速G。

加工一致預期因子的時候，推薦時間序列標準化的處理方式，構建預期調整因子。在準備基礎數據的時候，底層因子有幾種構成方法：平滑算法（採用不同財務年度預測值進行平滑，保證在不同時刻獲取到的預期數據，均代表未來一年的預期值）；鎖定最近年度算法（在所有時點，都選擇最近一個財務年度的預測值構建底層數據，可能會造成數據有跳躍波動情況）；鎖定財務年度（在所有時點，需要保證每一個底層預測數據針對的財務年份一樣）。

從因子IC表現來看，鎖定財務年度算法，正交因子的IR基本最高。僅對於因子G，鎖定財務年度的因子IR不是最高，這主要是該算法下因子G需要用到未來三年的預測數據，因子的預測準確度較低。從因子溢價來看，ROE、NP、NPG三個因子的因子溢價以及顯著性水平都是鎖定財務年度算法最優。因子多空收益具有類似特徵。

從時間序列表現來看，幾個預期因子的因子溢價以及多空收益時間序列走勢非常平穩，超額收益穩定。相對而言，鎖定財務年度算法最優，優勢在多空收益上更為明顯（即極值組合特徵）。

從單因子的多頭組合表現來看，幾個因子的多頭組合年化超額收益差異不大，超額收益均能夠超過10%，且勝率在65%以上，單因子表現非常突出。相對而言，平滑算法的因子多頭信息比最高，因子多頭效應最穩定。以NP因子為例，雖然市場在2015-2018年期間經歷了風格切換，但因子基本在所有年份，單因子超額收益均為正，推薦投資者關注。

綜合來看，從因子的全面表現分析，鎖定財務年度的算法綜合表現最優；如果投資者更為關心單因子的多頭效應，平滑算法則是更好的選擇。

風險提示：流動性風險、模型失效風險、因子失效風險。

金融產品

熱門債基品種大盤點：政策風口下突圍的短債型基金

短債型基金市場概況。短債基金為一類特殊的純債型基金產品，主要投資於較短期限的債券及貨幣市場資產，組合久期通常在3年以內，主打“貨幣增強”或“理財替代”定位。2006年嘉實超短債的問世拉開了短債基金發展的序幕，而產品的尷尬定位一度阻礙了其市場發展。直至17年債市寒冬純債基金收益表現不佳、貨基受流動性新規的制約，短債基金才得以打破“零發行”的窘境，並在今年政策春風與市場回暖之下加速佈局。

短債型基金產品設計特點。（1）我們根據契約對於投資資產期限的限制對現存的短債型基金分為“超短債”、“短債”和“中短債”三類主題。（2）申購費方面，嘉實超短債等3只基金均不收取任何申購費用，光大超短債等3只產品對於特定投資群體和普通投資群體進行了差異化設計；贖回費方面，各產品主要以7天和1個月作為持有期臨界點進行分檔。（3）投資門檻方面，大成景安短融等3只產品申購起點較低，而部分產品投資門檻相對較高。單日申購限額來看，5只產品設置了申購限額，其中金鷹添瑞中短債的限額要求最為嚴格。（4）申贖確認時效方面各產品並無差異，而嘉實超短債在贖回劃款日方面顯著快於其他產品。

短債型基金運作情況。(1) 據我們測算統計，今年以來短債型基金整體實現了貨幣增強的目標。從個基表現來看，鵬揚利澤、博時安盈、金鷹添瑞中短債今年以來收益率靠前，而長期來看，大成景安短融業績突出。金鷹添瑞中短債在業績和風險控制方面均較為出色，夏普比率居前。我們進一步以連續持有1個月、3個月為假設，以月度滾動的形式統計了產品的收益和回撤情況，以觀察各產品在不同時期獲取收益及回撤控制的穩定性。(2) 個基規模方面，今年以來多隻產品規模增長顯著，新成立產品的募集規模平均也超過10億元。(3) 投資者結構方面，市場整體以個人持有為主，而個基持有人結構則存在差異。

特色短債型基金。(1) 大成景安短融：該產品成立於2013年5月24日，是一隻定位於投資剩餘期限1年以內的短債主題產品。該基金目前由基金經理朱哲管理，任職期內擁有良好的風控指標以及風險調整後收益。操作中重點參與中高等級信用債的配置機會，以利率債博取確定性機會。基金經理會結合債券的到期收益率與貨幣市場利率來綜合判斷套息的空間；(2) 金鷹添瑞中短債：該產品成立於2017年9月15日，主要投資於剩餘期限3年以內的中短債主題證券。基金目前由戴駿和龍悅芳雙基金經理掛名，突出的風險調整後收益表現帶動了規模大幅增長。產品維持短久期高杠杆配置，採取票息策略以降低波動，輔以騎乘策略增厚收益；(3) 鵬揚利澤：該產品成立於2017年6月15日，契約規定組合久期控制在3年以內，基金在契約設計方面有三個顯著的特點：一是除了可以投資傳統債券資產外還可投資一定比例的國債期貨；二是禁止投資信用等級低於AAA級的信用債及同業存單；三是可參與可轉債以及可交換債的一級市場申購，且要求在其上市交易首日擇機賣出，不得轉換成股票。產品目前由楊愛斌、陳鐘聞和焦翠三位基金經理共同掛名，歷史持倉數據來看，組合調整靈活，業績彈性較大。

風險提示。本報告基於客觀數據進行分析，涉及到的基金不代表投資推薦。

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。