

2018年10月30日

財富管理-投資策略

宏觀

財政把錢花哪兒了？——兼論減稅政策的實施空間

我國減稅政策空間何在？支出結構的優化或是答案之一。那麼，我國財政支出結構有哪些部分可以調整？發達國家的發展經驗又能給我們以怎樣的借鑒？

財政支出結構失衡：拉低效率、制約消費。

財政支出結構失衡，重建設輕保障。我國財政支出結構有所失衡，表現為重視經濟建設而社會保障不足。全球財政支出結構對比來看，我國在經濟建設支出上處於領先位置，但社會保障支出中等偏下。行政成本看似不高，財政供養人員過多。我國財政支出結構中雖然行政支出看似不高，但其實有統計口徑的問題，我國存在著較多的財政供養人員，平均每百萬美元GDP供養財政人員約是美國的4倍、日本的6倍。投資依賴政府拉動，經濟效率持續下滑。經濟建設支出占比偏高同我國依賴投資的經濟發展模式有關，但投資拉動經濟的效率在逐步下滑，該支出結構亟待調整。保障程度不足，制約消費擴張。我國同美國的社會保障支出占比看似相當，但事實上，美國有著較為成熟的市場化保障體系，是對政府保障的有力補充，保障投入不足一定程度上制約了我國居民消費的擴張。行政開支增速較高，降低經濟運行效率。我國近年來一般公共服務支出增速持續高於公共財政支出增速，行政成本上升將會擠佔本已有限的財政支出，且意味著政府管控增強，或將降低經濟運行的效率。

國際經驗：保障支出占比提升，基建加減決定命運。美國：擴大保障支出，壓縮基建助力減稅。美國的財政支出結構偏民生，歷史上看，其社會保障支出占比逐年提升，經濟事務開支占比逐年下降。社會保障上升主要與老年人占比上升有關，而經濟事務占比下降則主要來自基建投資回落。基建投資的收縮為美國減稅釋放了空間，80年代美國基建投資比重降至較低水平，而這正是裡根政府大力減稅時期。美國財政支出結構的調整促成美國經濟成功轉型。日本：保障提高疊加基建，債務攀升經濟失落。與美國相比，日本社會保障支出占財政支出的比重更大。其社會保障支出上升也與人口老齡化加速相關。而儘管日本基建支出占財政支出的比重也在下降，但是由於社會保障支出擴張過快帶來的被動下降，從政府投資占固定資產投資的比重來看並不低。保障提高疊加基建，導致日本政府債務持續攀升，經濟也最終陷入困局。

支出結構調整，釋放減稅空間！未來支出結構變化將主要來自社會保障支出提升、經濟建設支出降低和行政支出壓縮三個方面：人口老齡化程度加深，保障支出提升難以避免。美日經驗表明，隨著老齡人口增多，社會保障支出壓力會逐漸增加，目前我國人口老齡化進程已經開始提速，但部分政策出臺會減緩支出上升壓力，因此，這部分支出提升預計將是長期過程，短期不會大幅擠佔支出空間。經濟結構調整，建設支出給減稅“讓位”。目前我國已由高速增長階段轉向高質量發展階段，經濟結構調整勢必要求財政支出結構也做出改變。若要真正激勵企業創新，實現長期的可持續發展，需要減稅降費來給企業部門減負讓利。美日發展經驗對比也表明，減稅效果要好於一味擴大支出，

而降低過去財政中較高的經濟建設支出比例，能夠助力更大規模減稅措施的推出。行政支出壓縮，政府職能轉變。近年來政府注意對行政支出規模加以控制，並且以深化“放管服”改革來推動政府職能轉變，中央三公預算支出大幅降低。雖然支出規模的縮減短期可能較為有限，但政府對行政支出增長的重視釋放了積極信號，有利於長期良好營商環境的形成。

固定收益

美國減稅背景下的債市走勢

裡根時期：債市牛陡。（1）經濟回暖，通脹回落，貨幣由緊轉松。面對70年代滯脹困境，裡根政府在1981年和1986年兩次減稅，刺激經濟回暖。70年代末緊縮政策控制了惡性通脹，CPI同比被控制在個位數水平，隨著通脹回落，貨幣由緊轉松，期間經歷了短暫的加息週期（83~84年），後又開始寬鬆。（2）國債發行量大增。減稅期間美國國債餘額平均每年增加2030億美元，同比增幅高達170%。（3）債市牛陡行情，信用利差走闊。81~86年，10年期國債收益率從13%降至7%，期限利差與信用利差均走闊。其中81年正逢貨幣由緊轉松，債市由熊轉牛，期限利差與信用利差走闊。而1986年正值貨幣寬鬆尾聲，債牛進入末期，期限利差與信用利差均收窄。

小布什時期：債市牛陡。（1）經濟逐漸復蘇，貨幣大幅寬鬆。小布什政府在01年、02年和03年三次實施稅改，減稅政策實施後，經濟見底回升，失業率先升後降。互聯網泡沫破滅和經濟衰退使得貨幣政策由00年的緊縮轉為01年的大幅寬鬆，政策利率從2000年的6.5%降至2003年的1%。寬鬆貨幣和減稅政策刺激CPI增速觸底反彈。（2）國債發行量再次攀升。與裡根減稅一樣，小布什減稅期間國債發行量同樣大增，美國國債餘額平均每年增加3700億美元，相對於減稅前三年增加325%。（3）債市牛陡行情，信用利差先升再降。01~02年末，債市快速上漲，期限利差和信用利差均走闊；到了02年末，隨著美國經濟復蘇、通脹抬升，債市處於牛市末期，長短期國債利率均震盪橫盤，風險偏好回升，信用利差大幅收窄。

奧巴馬時期：債市先漲後跌。（1）經濟復蘇，通脹低迷，聯儲QE。為應對次貸危機，奧巴馬政府在10年和13年兩次減稅。減稅後的通脹水平有所改善，但核心通脹低迷。在政策利率接近零利率、銀行惜貸、經濟通縮的背景下，美聯儲開啟QE2、0T和QE3操作。（2）國債發行量先增後減。次貸危機時期，國債發行量大增，隨著經濟逐漸恢復，國債淨發行量在減稅期間逐年下滑，但仍處於歷史高位。（3）從QE到削減恐慌，債市從牛平到熊陡。2010年-2012年，美國處於量化寬鬆階段，債市上漲，信用利差與期限利差收窄。到了2013年2季度美聯儲釋放QE削減信號引發債市大跌，期限利差走闊，信用利差震盪。

特朗普時期：債市熊平行行情。（1）經濟強勁復蘇，加息中後期。與前三輪稅改衰退的經濟背景不同，特朗普減稅開啟前美國經濟已處於穩健復蘇階段。17年12月底，特朗普政府啟動新一輪稅改。稅改助力經濟強勁復蘇，通脹穩步回升，而美聯儲加息步入中後期。（2）國債發行量大增。今年前9月，適銷國債餘額增加8000億美元，同比大幅增加185%，其中短期國債淨發行量為2840億美元，而去年同期為-160億美元。（3）債市熊平行行情。稅改以來，10年期國債收益率上行70BP，國債期限利差（10Y-2Y）小幅收窄32BP，信用利差同樣小幅收窄。

中短期內，政策組合影響債市；長期來看，通脹下降對應利率下行。從美國經驗來看，儘管減稅引發國債發行量大增，但債市走向主要還是看需求端，決定因素是貨幣政策及基本面。首先，減稅刺激消費和投資，帶來實際GDP增速反彈，但不一定刺激通脹大幅回升。其次，通脹水平影響貨幣政策，進而影響債市。如果通脹持續下行，美聯儲會採用寬鬆的貨幣政策，對應債市上漲，如裡根、小布什時期，以及奧巴馬第一次減稅時期；反之債市下跌，如奧巴馬第二次減稅和特朗普減稅時期。最後，1980年以來美國通脹顯著下降對應國債利率長期下行。這是因為美聯儲緊縮政策抑制通脹預期，而寬鬆政策並未改變核心通脹持續下行的趨勢。而核心通脹下行的原因包括人口老齡化和貧富差距擴大，這使得經濟面臨需求不足的問題。

行業研究

石油天然氣：化工行業3Q18 基金持倉分析

三季度石化板塊基金持倉比例環比提高0.38個百分點。3Q18，化工行業整體持倉市值占比4.37%，環比提高0.22個百分點；其中，石化持倉占比提升，基礎化工有所下降。3Q18，石油化工重倉股持倉市值占比1.60%，環比提高0.38個百分點；基礎化工板塊持倉市值占比2.76%，環比下降0.15個百分點。

從持倉市值占比看，三季度化工板塊前十大重倉股分別為中國石化、萬華化學、桐昆股份、華魯恒升、國瓷材料、廣匯能源、康得新、中國石油、利爾化學、恒逸石化。其中，廣匯能源、中國石化、中國石油持倉市值占比環比增幅較大，環比分別提升0.07、0.04、0.03個百分點。中國石化、華魯恒升、中國石油持股基金數量環比增幅較大，環比分別增加93、58、32只。

從石化子板塊看，三季度油價反彈相關標的持倉占比增幅較大。隨著美國制裁伊朗的日期逐漸臨近，市場對於油價上漲預期增強，油價反彈相關標的關注度提升。其中，廣匯能源、中國石化、新奧股份、中國石油、海油工程持倉占比環比分別提高0.07、0.04、0.04、0.03、0.01個百分點；持股基金數環比分別增加27、93、39、32、29只。

投資建議。我們預計油價震盪上行。今年前三季度布倫特原油均價分別為67、75、76美元/桶，我們預計在伊朗原油出口持續下降推動下，四季度原油均價有望達到80-90美元/桶。重點關注油氣開採及服務等上游的投資機會。油價反彈關注五類投資機會：油氣開採、石油煉化、油服設備、煤化工、綜合油氣。在油價超過80美元/桶後，建議重點關注上游投資機會，包括：（1）擁有油氣開採業務的公司，包括中國石油、中國石化、新奧股份；（2）國內油服公司，包括傑瑞股份、石化機械、中海油服、海油工程、通源石油等；（3）優質煤化工企業，包括華魯恒升、廣匯能源等；（4）C2/C3產業鏈公司，衛星石化等。

風險提示：原油價格大幅波動；美國對伊朗制裁力度不及預期；OPEC增產幅度高於預期。

公用事業：冬季保供氣量超1200 億立方米，民生用氣充足

冬季保供氣量超1200億立方米，民生用氣充足。發改委在10月定時發佈會表示，全年已落實可供資源量2635億立方米，比去年增加249億方；今年新開工儲氣項目近100個，預計可形成儲氣能力約160億立方米，比上年增加約35億立方米以上，今年供暖季已落實資源超過1200億立方米，完全可以滿足民生用氣需求。我們認為隨著供暖季鄰近，天然氣消費將迎來下一輪放量，利好上游氣源以及具有規模效應、能穩定傳導成本的城市燃氣供應商。10月26日，LNG出廠價格指數報收4517元每噸，較上周上漲76元（1.7%）。建議關注有LNG碼頭、有氣源的公司及儲氣、輸氣設備製造商。長期看好城燃的業績穩定性。關注：深圳燃氣（接收站投產在即，電廠促氣量提升）、藍焰控股（煤層氣稀缺標的）、昆侖能源（估值低，氣源優勢顯著）。

風險提示：宏觀經濟增速波動、原材料價格波動、及競爭加劇，將影響行業需求及上市公司盈利水平。

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。