

2018年11月6日

財富管理-投資策略

宏觀

日本的嘗試，我們的啟示——日本財政政策的比較

上世紀90年代之後，日本財政政策發力應對經濟失速，在擴大投資、稅率調整、結構改革等方面做出諸多嘗試。雖然我國當前環境與日本當時存在差異，但仍可以從中得到不少啟示。

長期財政赤字，政府債務龐大。貨幣政策失效，日本依賴基建。90年代後日本陷入流動性陷阱，寬鬆的貨幣政策已經難以刺激經濟，日本政府轉而採取增加公共支出、擴大基建投資，公共投資占總投資的比重從90年代初的21%快速增長到90年代中後期的30%。支出持續擴大，帶來債務問題。但由於老齡化加劇和擴大公共投資都進一步增加財政支出、而直接稅為主的稅制下財政收入增長乏力，日本財政赤字逐年擴大，政府債務問題嚴重。

日本財政政策的幾次嘗試。橋本上調消費稅，疊加危機經濟衰退。為重建財政，97年橋本內閣實施了消費稅率從3%提高到5%的法案，並停止了原本的減稅措施，同時削減政府公共支出。加稅預期下，96年日本出現突擊消費、建房和投資，而加稅衝擊下，97年日本私人消費、私人住宅和設備投資對GDP的拉動都出現了下滑。疊加97年亞洲金融危機，日本受到波及，經濟再度負增長。小泉縮減公共開支，鼓勵私人投資。重建財政的另一種方式是減少開支。01年6月小泉內閣通過經濟改革計劃，一方面，削減公共投資，控制國債規模。02年後日本國債發行未延續90年代大幅增加的趨勢，日本國債的債務依存度從02年的41.8%下降到金融危機前07年的31%。另一方面，減少政府干預、鼓勵民間投資、提高社會經濟活力：採取特殊法人改革或民營化，在醫療、護理、教育等領域引入競爭，對研發和投資費用列為減稅對象，支持教育和科研等措施。小泉時期的6年，日本公共部門投資持續收縮，而私人部門逐年投資回升，實際GDP自02年下半年開始連續23個季度正增長，而財政惡化的形勢也得到了緩解。安倍上調消費稅，經濟回落再恢復。08年危機日本財政問題加重，11年再次通過消費稅稅率上調的法案。12-13年日本經濟短期好轉，安倍政府14年按計劃將上調消費稅率到8%。這次日本同樣出現了居民提前消費、投資的現象，推高13年下半年和14年1季度經濟增速。加稅之後，日本的居民消費波動較大，但在短暫衝擊後，日本經濟還是出現了好轉，而這一次的消費稅率提升，最終也增加了財政收入。此次加稅沒有重蹈97年橋本的覆轍，是因為14年安倍政府採取了更多的緊急經濟對策，包括：基礎設施更新、地震災後復興、低收入群體和購房者的轉移支付、鼓勵設備投資方面的稅收減免等。此外，安倍加稅的進程也會依據經濟的具體情況進行調整，曾兩次推遲了後續將消費稅上調至10%的計劃。

日本的嘗試，我們的啟示。第一，加稅對經濟產生抑制，因而日本在消費稅率上調的同時都採取了一些緩解衝擊的措施。這反過來則意味著經濟下行時更應減輕企業和居民負擔，不合適的稅負水平會打壓經濟。美國80年代、01年以及18年的減稅都對居民消費起到了明顯提振。而日本即便在經濟短期景氣時上調消費稅，也仍給經濟帶來了負面影響。第二，日本政府加大公共投資短期拉動

經濟，但並不是長期依賴的萬能靈藥。由於日本長期偏重基建，一些領域出現過剩，公共投資的效用降低，而過度的公共投資增加了勞動力和資金需求，又間接推升民間投資成本，反而產生擠出效應。第三，只有形成經濟增長的良性循環，才能擺脫對基建的長期過度依賴，這就要靠激發民間消費和投資的活力。01-06年日本採取了結構性改革，向“小政府”轉變，減少政府干預，縮減公共開支，激活民間投資，採取了鼓勵私人部門研發和投資、更多行業引入市場競爭、提升社會活力等措施，雖然這一時期日本政府公共投資持續負增，但私人投資逐年回升，經濟隨後維持了較長的景氣。

行業研究

石油化工：從財務報表看美國葉岩油完全成本

當我們談論起葉岩油，為什麼要說美國葉岩油？

根據EIA，美國葉岩油資源豐富，技術可采資源量約580億桶，占全球的16.8%，其葉岩油開發走在全球前列，2016年葉岩油產量占全球的90%左右。葉岩油氣開採是美國實現能源獨立，保障能源安全的重要途徑，2017年美國葉岩油產量約為2.35億噸/年，近10年複合增速27%，遠高於國內原油消費增速（6.5%），占美國國內原油總產量的50%左右。

2014年下半年至今，美國葉岩油生產經歷了什麼？

根據EIA，2014年下半年，油價從110美元/桶左右開始暴跌，至2016年初跌至30美元/桶以下，油價下跌對美國原油及葉岩油生產造成一定影響。油價暴跌時期，美國葉岩油主要產區鑽機數量下滑78%，新井和完井數量下滑70%左右，但美國原油產量下滑11.4%，葉岩油產量下滑12.3%。

葉岩油氣完全成本包括哪些？

油氣完全成本主要包括：1) 生產成本，一般包括油井租賃、運輸費用、幹井成本及其他成本；2) 勘探成本；3) 資產減值；4) 折舊損耗及攤銷；5) 管理費用；6) 與收入無關的稅，主要是產量稅和從價稅；7) 利息費用等。

美國葉岩油完全成本是多少？

我們選取EOG、APC、CLR和PXD等四家大型葉岩油氣生產企業，得到4家企業2017年葉岩油平均完全成本在52美元/桶左右，2017年WTI價格與各公司銷售油價相近，因此可用WTI價格近似用於衡量葉岩油企業是否達到平衡油價，我們認為WTI油價52美元/桶左右是葉岩油生產的平衡油價。

美國葉岩油產量能增加到多少？

EIA預計基準情形下，美國葉岩油產量到2035年有望增加到800萬桶/日（2017年470萬桶/日），並維持該水平到2050年。如果沒有技術進步，高油價無法獨立支撐葉岩油產量長期增加。短期來看，Permian地區管輸能力限制該地區產量增速，EIA和IEA都預計運力限制將持續到2019年中期。

相關投資機會。根據我們的研究，美國葉岩油完全成本對應WTI原油52美元/桶左右，2018年前三季度WTI均價為66.71美元/桶。目前葉岩油產量保持穩定，全球原油供應的邊際變量為伊朗原油出口量的下滑以及OPEC+的增產，我們預計長期油價有望保持在70-80美元/桶。建議關注以下幾類投資機會：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：油價大幅回落；重大技術進步推動葉岩油成本下降；下游需求不及預期等。

公用事業：前三季度天然氣消費量高增持續，10月6日大發電集團耗煤量下行

前三季度天然氣消費量高增長持續。前三季度，天然氣產量1156億立方米，同比增長6.3%；天然氣進口量886億立方米，同比增長37.6%；天然氣表觀消費量2017億立方米，同比增長18.2%。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。11月2日，LNG出廠價格指數報收4536元每噸，較上周上漲18元（0.39%）。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）。

10月6日大發電集團耗煤量下行。10月6日大發電集團耗煤量1598萬噸，相比去年同期1976萬噸下滑19%，環比今年9月耗煤量1894萬噸下滑16%；我們認為宏觀經濟增速下行風險或帶來工商業用電量增速下滑。11月2日，動力煤價格指數CCI5500報收648元每噸，較上周下調1元（0%）。看好裝機先進、發電效率高、度電成本低的行業龍頭；市場震盪期關注盈利及現金流雙重穩定保障，且13X的行業PE提供了較好的安全邊際的水電版塊。建議關注：華能國際（火電龍頭，裝機優勢顯著）、華電國際（估值低，混改預期）、華能水電（估值低，短期內有新增裝機投產）、中國核電（核電龍頭，靜待新機組核准）。

環保部印發《京津冀及周邊地區2018-2019年秋冬季大氣污染綜合治理攻堅行動方案》。通知提出2018年10月1日至2019年3月31日，京津冀及周邊地區PM2.5平均濃度同比下降3%左右，重度及以上污染天數同比減少3%左右，並提出嚴控“兩高”行業產能，加快推進排汙許可管理。建議關注優質的龍頭類、運營類公司：興蓉環境（低估值，業績確定性強）、瀚藍環境（國投參投添平臺優勢）、偉明環保（垃圾焚燒運營龍頭，毛利率高）。

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。

機械工業：三季報總結——景氣度分化，工程機械、半導體、油服、煉化等方向向好

板塊表現。2018年第43周（2018年10月29日至11月2日），機械設備行業弱於大盤，在所有行業中表現中等，周累計超額收益為-8.86%。2018年至今機械設備行業表現偏下，累計超額收益-14.90%；

3Q18機械行業三季報總結。我們在27個機械子行業中選擇了321個上市時間較長的主流上市公司作為樣本組，對機械行業2018三季報進行分析。總的來說，機械行業收入和歸母淨利潤均穩健增長，3Q18機械行業收入同比增速中位數為16%，歸母淨利潤同比增速中位數為12%。收入增速最快的5個子行業為半導體設備、煤機、鋰電設備、核電設備、磨具磨料，其中半導體設備的收入增速達到50%。歸母淨利潤增速最快的5個子行業為煤機、重型機械、物流自動化、核電設備、工程機械，其中煤機的歸母淨利潤增速達到81%。從毛利率來看，3Q18機械行業毛利率中位數為29%，較3Q17下降2.9 pct，我們認為可能是受原材料價格上漲的影響。半導體設備、儀器儀錶、重型機械、工程機械、3C設備5個子行業提升幅度最大，其中半導體設備3Q18毛利率提升3.11pct。從資產周轉率上看，3Q18機械行業中位數為32%，與3Q17基本持平。縫紉機械、煤機、半導體設備、其他設備、印刷包裝機械5個子行業提升幅度最大，其中縫紉機械3Q18資產周轉率提升8.84pct；

本周首推標的：三一重工，恒立液壓，日機密封，浙江鼎力，弘亞數控，杭氧股份，諾力股份。三一重工：高毛利率的挖掘機和泵車強勁復蘇，市場佔有率快速提升，工程機械最受益“一帶一路”的龍頭企業。恒立液壓：3Q18挖掘機月度銷量高增長，為公司新產品和新市場業務提供增長空間。日機密封：國產機械液壓密封件龍頭，受益民營大煉化的投產計劃，有望成為密封件平臺型企業。浙江鼎力：高空作業平臺市場仍處放量期，作為龍頭公司，18-19年有望進入新產品投放週期。弘亞數控：國內板式家具龍頭企業，優秀的管理層，戰略定位清晰，不斷進行產品內部升級和產品鏈條的拓展，目前已基本涵蓋板式家具生產整個鏈條，業績有望持續保持快速增長。杭氧股份：下游冶金、化工回暖明顯，石油煉化和煤化工提供強勁需求增量，氣體價格彈性大。諾力股份：叉車行業景氣持續上升，物流自動化業務放量增長；

建議關注標的池。應流股份，精測電子，晶盛機電，眾合科技，華鐵股份，山東威達，中鐵工業，鄭煤機，建設機械，聯得裝備，美亞光電，華東重機，中國中車，中集集團，快克股份，伊之密，安徽合力；

風險提示。固定資產投資下行、煉化廠建設不及預期、資金面收緊、競爭格局惡化、原材料價格上漲、新能源汽車補貼退坡、製造業投資下行、油價下跌。

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、董事及僱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。