

## 为春天

中国股市在今年第三季度整体仍然疲弱。对国内经济增长放缓以及与美国贸易战的不确定性日益增长的担忧继续搅扰市场的信心。

### 国内消费放缓 —— 周期性而非结构性

中国国内消费在第三季度，尤其 7、8 两月出现明显放缓。我们认为放缓更多的是一个短期的周期性问题，而不是长期的趋势变化。

#### 短期周期性因素扰动

去年同期基数较高和第二季度的流动性紧缩是导致消费放缓的原因。

为了帮助改善欠发达地区的居住生活水平，政府曾出台政策给予补贴，鼓励房地产开发商建房。这种棚户区改造刺激政策推动了三四线城市的房地产建设、销售和相关消费。而今年的改造规模低于去年，因此影响了一部分消费和企业数据的同比增长。

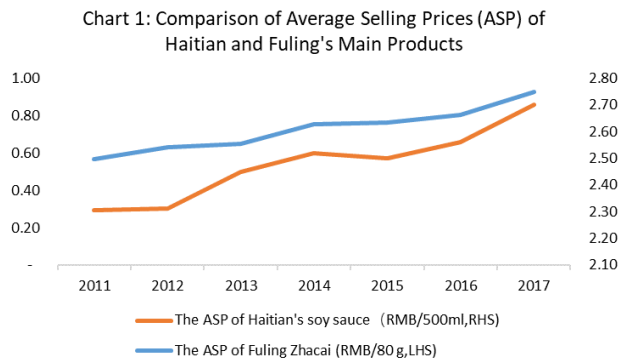
流动性紧缩对高杠杆行业的去杠杆和清理金融体系中渠道的影响（请参见第二季度报告）一直持续至第三季度。在流动性紧张的环境下，规模较小的银行感受到银行间拆借利率提高，而这是其主要的融资渠道之一。于是他们选择了回收中小企业（SME）的贷款，这是他们相对容易清算的资产，从而导致小企业的资金链被打破，甚至导致其中一些破产。其他中小企业由于资金短缺，重新订货的意愿较低，这也降低了部分行业的销售数据。

刺激计划的有序退出将有助于稳定房地产价格和房价承受力，同时去杠杆的影响将继续边际减弱。

#### 长期向好趋势不变

大众消费成为整体消费增长的主要驱动力，大众市场的“消费升级”趋势仍在继续。

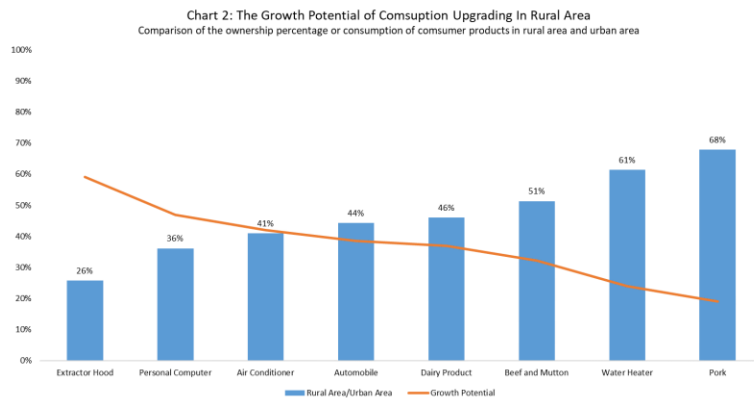
过去消费者倾向于购买便宜但无品牌的产品，现在他们开始逐渐意识到品质和安全方面的重要性而倾向于选择价格相对较高但有品牌保证的产品。如图 1 所示的日常食用调味品（涪陵榨菜和海天酱油）的平均销售价格（ASP）表明了消费升级的趋势。



来源：彬元资本

我们的实地调研也印证了优质化趋势的存在。对重庆啤酒的走访增强了我们对饮料行业整合升级的信心。高价产品重庆纯生（12 元/瓶）的销售量增长了 20%，远高于低价产品。高端品牌乐堡啤酒的销量增幅从 2013 年的 1%大幅上升至 2017 年的 22%。我们在中国东北部辽宁省的实地走访中惊讶的发现，带有烘干功能的洗衣机（售价超过普通洗衣机的 40%）甚至在鞍山这个低线城市也卖得很好。在欠发达地区也开设了越来越多的化妆品店，比如我们在安徽省祁门县的一条街上就看到了三家不同的化妆品店。

由低收入群体推动的增量需求是巨大的。低线城市可支配收入的增长率高于高线城市。在过去十年中，建筑工人的工资增长了两倍多，图 2 列出了城市和农村地区不同消费品的渗透率。在城市化的推动下，如果农村家庭消费水平达到当前城市人群的消费水平，那么这些产品的销售量将在未来显著增加。例如，农村地区每 100 户家庭拥有的空调数量只占城市地区的 41%，而如果农村地区的这一比例提高到现在城市地区水平，空调的总保有量将增加 42%。



来源：彬元资本，中国统计局

## 贸易战 - 中国将发生什么

特朗普政府上台后，可以明显感觉到美国与中国的贸易问题可协商的余地比过去更小，这将是一个持久战，即便我们大多数人都认为这对全球贸易没有好处。我们已经讨论过，贸易战不会显著扭转中国的经济走势，反而将是中国加快实施更多改革的外力，从长远来看，这对中国有利。我们认为国内消费不会受到太大影响，不过非必需消费品行业短期可能存在不确定性。排除贸易战的短期扰动，我们的投资关注点仍然集中在与贸易问题不太相关的可选消费品和科技行业。

应该做些什么：中国持续提高竞争力的方法是开放和自由化市场，投资研发（R&D），保护知识产权（IP）和财政改革，以减少私营部门的税收负担。

已经发生了什么：中国已经开始向那些大力投入研发的公司提供税收优惠政策。政府还宣布削减个人所得税。根据里昂证券的测算估计，去年超过 1.3 亿人（占人口的 10%）缴纳了所得税，而减税后，根据最近的一份政府文件公布的数字，纳税人数锐减至 2600 万（占人口的 2%）。

将会发生什么：中国将继续从低端制造业向高端制造业和服务业转型，从投资驱动型转型为消费驱动型。

- 中国将继续进行改革、进一步推进自由化市场、降低因为政府低效而造成的企业负担。政府系统中的层级也会相应减少以节约成本并为扩张财政政策铺平道路。

- 税制改革将注重市场的公平性，是利润/财富分配和再分配的主要机制。减税措施将与更严格的税收申报制度一起出台。
- 中国将开放汽车、金融等行业，迫使国内企业提升竞争力。中国国际进口博览会在上海的开幕标志着政府对外开放的决心。
- 中国可能会向低收入人群出台更优惠的政策，鼓励他们消费，缩小收入差距。
- 中国将继续实行国有企业（SOE）改革。由于供给侧改革，国有企业的杠杆率已经有所降低，我们预计陆续会有更多的管理激励和市场导向的机制改革政策出台。
- 中国已经建成了优质的基础设施网络，因此新一轮大规模刺激基础设施投资产生的增量回报将不会太可观。不过，有选择性的投资一些过去发展滞后的行业是可以预期的，比如电网分配、5G 等等。此外，和民生福利相关的投资也将增加，以提高居民的购买力。

### **对我们投资组合的影响**

我们认为，中国政府进行改革的决心很明确，为包括国有企业和私营企业在内的所有市场参与者建立公平有效的机制。这些预期的变化对注重创新和管理良好的公司非常有利。

作为我们投资流程的一部分，我们将继续寻找可持续发展的行业龙头。税收、环保、社保和流动性的紧缩将给那些效率低下甚至不合法的企业带来更沉重的负担，但对那些强调环境、社会和公司治理（ESG），大力投入研发并拥有优质管理层的行业龙头不会造成影响。预计他们将受益于研发减税，从长期来看将继续巩固市场竞争优势。我们持仓中如纸巾、饮料、床上用品、橱柜及高端技术等行业的公司将受益于这一趋势。

### **市场回顾与展望**

中国经济 9 月份总体保持稳定，但公布的经济数据喜忧参半。2018 年 8 月生产者价格指数（PPI）同比上涨 4.1%，低于 2018 年 7 月的 4.6%，消费者物价指数（CPI）上涨 2.3%，高于 7 月的 2.1%。虽然 8 月份消费品零售总额增长 9.0%，高于 7 月份的 8.8%，但汽车销量下降了 3.2%。官方制造业采购经理人指数（PMI）从 8 月的 51.3 降至 9 月的 50.8，而官方非制造业 PMI 从 8 月的 54.2 升至 9 月的 54.9，两者均仍高于 50 的荣枯线。8 月份铁路货运量同比增长 6.7%，达到 3.37 亿吨。

从下半年开始，中国政府持续实施减税措施，包括将企业研发费用抵扣比例提高至 75% 以降低应税收入。全年的减税额预计将达到 4000 亿元人民币。2018 年是中国改革开放 40 周年，考虑到当前的经济形势，中国正计划推出更多的开放性政策，加强知识产权保护，吸引外资。预计外国公司将享受较低的进口关税并简化海关通关手续。从 11 月开始，将减少 1,585 件物品的进口关税。到目前为止，关税削减将导致中国的整体进口关税税率从 9.8% 降至 7.5%。清关所需的核查文件也将从 86 个减少到 48 个。这些措施将继续推动境外资金对中国的投资。

同时，为了鼓励创业和激励创业者，国家还出台了新的政策令企业更容易上市融资，尤其是那些具有巨大发展潜力但尚未盈利的企业。同时，未来还将允许拥有同股不同权股权结构的科技公司上市。除股票市场外，政府还将支持科技类的中小企业和初创企业发行债券，为其提供更多融资渠道。这些举措将进一步推动创新驱动的发展。



➤ 公司介绍:

彬元资本成立于 2012 年 8 月 1 日，分别于 2012 年 12 月及 2016 年 3 月取得香港证监会许可的“第九类”资产管理及“第四类”就证券提供意见牌照，于 2014 年 1 月取得美国证监会许可的投资顾问资格，并于 2014 年 8 月登记为私募投资基金管理人资格。

彬元资本专注于投资股票市场，投研团队主要来自于原通用电气资产管理公司，首席投资官周平先生曾担任通用电气高级副总裁兼大中华区总经理。周平先生在通用电气任职 17 年，管理过三只新兴市场基金，共计 50 亿美元。

公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

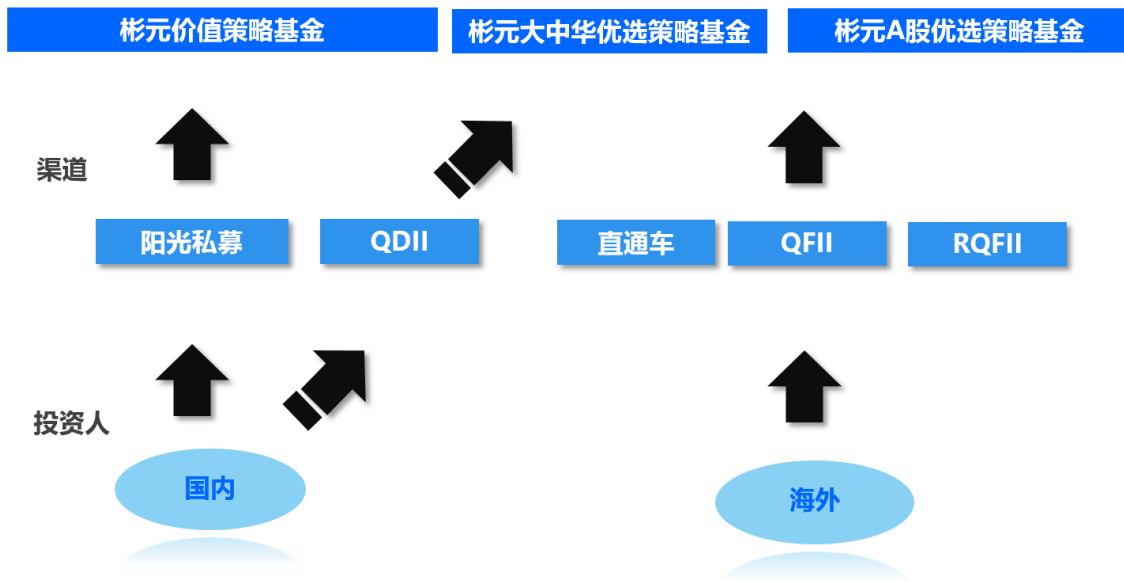
【彬元资本】微信公众号:

binyuancapital



➤ 产品架构:

产品



联系方式:

上海彬元资产管理有限公司

上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 13 楼 1305-1306 室

电话: +86 21 20285775

网址: <http://www.binyuancapital.com>

彬元资本有限公司

香港上环皇后大道中 287-299 号, 299 QRC, 1505 室

电话: +852 2877 9330

电邮: [CR@binyuancapital.com](mailto:CR@binyuancapital.com)