

2019 年一季度宏观及投资展望

中国股市从今年年初开始强势反弹。政府宣布了一揽子长期利好举措，显示了中国领导层打破资本配置瓶颈的坚定决心。中国的资本配置在过去严重偏向于效率较低的公共部门，包括政府项目和国有企业（SOEs）投资以及房地产投资，这一现象相信会有所改善，资源将被更多用于优秀的民营制造业和服务业。我们将在本节讨论资源重新分配带来的潜在变化。

金融供给侧改革

2019 年伊始，中国政府宣布了金融“供给侧改革”。三年前针对上游大宗商品行业的“供给侧改革”旨在进行行业整合，解决产能过剩和相关债务问题。结果，相关行业的盈利能力和资产负债率得到了很大改善。金融业这次的改革不止于此，目标不仅仅是解决过度杠杆问题，还将解决资本供给的结构性问题，这将给经济带来更长期的积极影响。资本配置预计将有如下三个结构性变化：

1. 融资向民营企业倾斜：

过去 30 多年来，中国依靠固定资产投资（FAI）来实现经济增长，需要资金来发展业务的民营企业发现自己很难获得廉价资金，而效率低下的国有企业却拿到了这些固定资产投资项目的融资，获得了轻松赚钱的机会。展望未来，中国经济的发展必将向高附加值的产品和服务倾斜，那些一直致力于研发先进技术产品销量良好但资金短缺的民营企业将优先获得流动性。据我们的草根调研，一些管理良好的小型银行已经领先大银行一步，建立了有效的 IT 系统和积累了丰富的专业知识，将中小企业的供应链融资作为今年和未来的业务重点。

2. 将金融机构的流动性直接转移到资本市场，以支持实体经济：

过去，大量本应该为企业提供融资的资金在金融体系内部空转。由于金融机构的结构性问题，它表现为形成了追逐更高的投机回报的闭环而不是去支持实体经济。结果，金融机构层层嵌套导致许多民营企业的实际融资成本非常高。这些多层嵌套的减少或消除将为实体经济释放 7 万亿人民币的低成本资金。通过建立综合金融体系，包括风险投资、银行信贷、债券市场和股票市场，将促进金融服务结构和质量的改善。资本市场将成为满足中小企业（SMEs）融资需求的重要渠道之一。监管机构通过加强监管，包括但不限于反腐败和反洗钱，旨在维护金融体系的健康，促进资本市场的可持续发展。

3. 家庭投资从房地产转向资本市场：

在过去十年中，房地产价格被流动性推高，这使其成为具有吸引力的资产类别。因此，房产投资在家庭总资产中的权重很大。随着中国人均居住面积达到合理水平，家庭投资将更加多元化，更多家庭储蓄的比重将通过交给专业的资产管理公司管理来投向资本市场。长期来看中国生产率的提高和净资产收益率的改善将吸引资产配置者投资中国资本市场。

财政改革

中国需要财政改革，但是在过去很难执行。资金不足和税负高企给民营企业造成的糟糕状况，进一步阻碍了资本市场对其的投资，形成了恶性循环。中国近期公布的财政改革或可以改变这一状况，这也是推进资本重新分配的重要推动力。

民营企业产生了全国约 70% 的知识产权（IP），拥有全国 73% 的员工，贡献了超过 60% 的制造业税前利润，对整个经济至关重要。政府决心通过减税，包括增值税（VAT）、中小企业所得税和个人所得税来改善民营企业的状况。根据我们的估算，这些优惠政策对税收的影响总额超过 2 万亿人民币（表 1），这将对民营企业形成有力刺激。与此同时，政府将要求中央国有企业将更多的利润转入财政体系，以弥补财政税收减少。政府的行政支出也将受到审查并降到较低水平。民营中小企业的负担将得到缓解，其净资产收益率将得到提升，这将鼓励银行和投资者向其分配更多资源。

表一：减税政策的潜在影响

日期	政策	预测减税影响
2018/5/1	增值税降低1%	>3300亿元
2018/9/20	研发费用税前扣除比例即从原有的50%提高到75%	500亿元
2018/10/1	个人所得税减免	5000亿元
2019/1/18	小微企业普惠性税收减免	>2000亿元
2019/3/5	增值税从16%降至13%，从10%降至9%	>1万亿元

来源：彬元资本

小结及投资组合影响

综上所述，在财政改革的支持下，“金融供给侧改革”的进程将加快，增加部分资源分配给民营企业 and 家庭，提高资本配置效率。贸易摩擦不会破坏中国的长期竞争力，其将促使中国继续改革开放市场，注重知识产权保护和技术改进。市场化改革和严密监管将有利于提高效率，长期有利于整个经济。我们持仓中的消费股处于最有利的地位，因为销售量和需求将受到消费者减轻个人税负以及价值链上增值税降低使产品价格下降的刺激。具有巨大发展潜力的高端制造企业将受到资本的青睐，并将成长为长期赢家。特别是在金融领域，我们认为直接融资、数字金融和零售金融将成为最大的受益者。有能力为中小企业融资进行风险管理和定价并为客户提供全面金融服务的管理良好的金融公司将顺应改革浪潮。

股票市场作为主要的配资场所，将在融资体系中发挥至关重要的作用，为中国经济的可持续发展铺平道路。具有高 ROE 和高附加值业务的公司将吸引资金，因为它可以为股东带来高回报，而那些最优质的公司将成为我们的投资重点。

市场回顾与展望

中国经济在 3 月份复苏。生产者价格指数（PPI）在 2019 年 2 月同比上涨 0.1%，消费者价格指数（CPI）为 1.5%，低于 1 月份的 1.7%。官方制造业采购经理人指数（PMI）从 2 月的 49.2 上升至 3 月的 50.5，再次超过 50 的荣枯线。官方非制造业 PMI 从 2 月的 54.3 上升至 3 月的 54.8。铁路货运量 2 月份同比下降 2.2% 至 2.98 亿吨。

3 月，政府宣布了实施国家增值税改革的具体措施，将制造业等行业现行 16% 的增值税税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业从现行的 10% 的税率降至 9%。包括更多的商品和服务有资格获得进项税减免。政府还将实施一系列措施，确保所有行业的税负只减不增。减税将自 2019 年 4 月 1 日起生效。除此之外，中国将从 5 月开始，将企业对城镇职工基本养老保险的缴费比例建议从 20% 降低到 16%，以减轻企业的负担。如前所述，这些措施将为经济提供巨大的推动力。

科创板的出台也在稳步推进中。九家公司向上海证券交易所提交了申请，更多的上市细则亦陆续出台。这个新的股票交易板块将实行 IPO 注册制，为高科技企业提供更好的融资环境，使其成为优质公司的孵化器。科创板还将放宽每日的股票价格波动限制和收紧信息披露规则，这是中国股市在拓展市场化角色中的重大突破。所有这些举措将促使中国资本市场与全球市场更加趋于一致。

➤ 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。

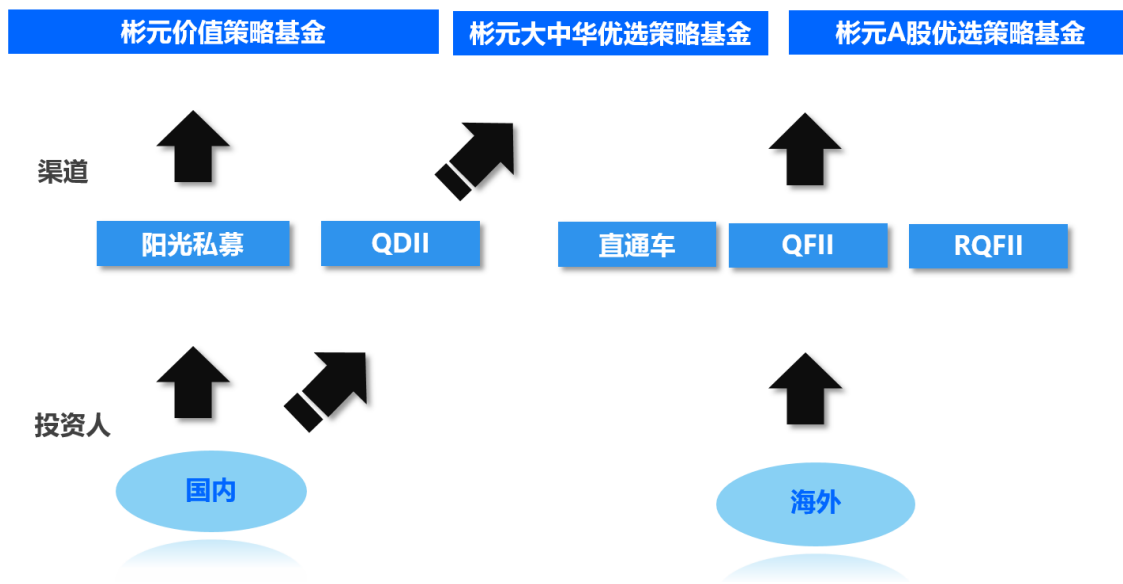
公司目前主要客户为海外大型长期投资机构，包括抚恤基金，养老基金，家族基金及慈善基金等。彬元资本始终坚持以基本面研究为主导的“自下而上”的投资策略，配合自主开发的选股模型，在实践中不断检验，力求精选优质股票。在投资决策过程中，彬元资本的投研团队严格执行精选个股的策略，通过企业访问，网络与渠道调查，财务分析，行业价值链分析以及波特模型等方法为投资决策做支持。

【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