



策略週報

征管新規對企業盈利影響有多大

征管新規下，低報、少繳的情況將有效改善。A股總體利潤水平下降約6%，若要維持利潤水平不變，社保費率需大幅下降。

- **本期話題：征管新規對企業盈利影響多大？**2018年7月20日，央辦、國辦印發了《國稅地稅征管體制改革方案》，明確從2019年1月1日起，社保將交由稅務部門徵收，這將減少漏繳的情況和由此帶來的不公平競爭行為，為社保全國統籌分配打下基礎，有助於建成統一勞動力市場，提升全要素生產效率。但同時，繳費不合規的企業則面臨支出上升的負擔，引起投資者對新規下企業盈利的擔憂。因而，在9月6日召開的國常會上，國務院強調，要抓緊研究適當降低社保費率，確保總體不增加企業負擔。那麼，如果新規執行，將對各行業帶來什麼影響？如果社保費率下降，各行業的利潤又會如何分化？社保費率下調空間多大方能保證企業盈利基本不受影響呢？
- **我國社保征繳兩大難：低報基數和高費率。**我國社保總稅率44%，其中企業社保費率33%，個人費率11%，但全國只有不到30%的企業嚴格按規定征繳。因此，我國的社保征繳環節存在兩大問題：其一，是名義費率偏高，企業加個人的總費率約為44%，居全球第七；其二，大量不合規的企業低報基數，所以儘管名義費率高，實際足額繳納的企業並不多。
- **若嚴格依據征管新規的要求，對A股整體利潤影響約6%。**當前，A股工資占收入的比重是9%，新規後，薪酬支出需要增加8%，方能維持同等待遇水平。A股的淨利潤將縮水6%，淨利率由9%下降至8%左右。分行業看，通信、計算機、農業、電子和機械淨利潤受影響最大，淨利潤分別下降29%、26%、18%、18%和17%，利潤下降相對小的行業是煤炭、石油石化、鋼鐵、電力及公用事業、建築與食品。從利潤率變化來看，計算機、化工、機械、餐飲旅遊、煤炭受影響最大，淨利潤率分下降2.1、1.5、1.2、1.1和1.1個百分點，利潤率下降相對小的行業是零售、有色、石油石化和建材。
- **社保費率大幅下調方能對沖新規影響。**新規下，全部A股整體淨利潤將縮水6%左右，淨利率下降0.5%，如果社保費率從30%大幅下降至25%，那麼全部A股整體淨利潤縮水3%，淨利率略微下降；如果要維持全部A股的淨利潤和淨利率水平不變，那麼社保費率需要下降至20%左右的水平。實際中，企業除了增加薪酬支出，也可能通過其他方式來應對，比如：通過減少獎金額度或減少固薪上浮空間；有能力控制產業鏈的企業可以給上游供應商施壓，提高供應鏈管理，或將成本轉移給下游消費者；公司增加勞務派遣員工，減少合同工。
- **一周重要變化：北上資金情緒急轉直下，全周資金淨流入規模跌為負數。**當周市場換手率小幅下降至1.19%，漲跌停比例大幅上升至4.67。宏觀層面，外需壓力在逐漸增大，8月進出口數據公佈，人民幣計價出口同比7.9%，較7月反彈，但美元計價出口同比繼續回落。行業重要變化：水泥玻璃繼續走強。
- **風險提示：**本文數據僅為公開、客觀數據的整理，不涉及對市場走勢的判斷；貿易衝突超預期演化。

2018年7月20日，中共中央辦公廳、國務院辦公廳印發了《國稅地稅徵管體制改革方案》（以下簡稱徵管新規），明確從2019年1月1日起，各項社保費用（基本養老保險、基本醫療保險、失業保險、工傷保險、生育保險等各項社會保險費）將交由稅務部門統一徵收。

由稅務統一徵繳社保可以有效減少因為個人和企業低繳社保帶來的不公平競爭和搭便車行為，也為社保全國統籌分配打下基礎，有助於我國建成一個統一勞動力市場，提升全要素生產效率。原先，全國各地社保費的徵收機構不一致，由稅務部門或者社保部門負責徵收，一旦稅務部門統一徵收，將會大大減少過去少繳納、漏繳的情況，提高徵繳力度。

但同時，原先繳費不合規企業面臨著支出負擔上升的問題，近日來又出現了稅務部門要求極個別企業補繳社保的事件，引起了投資者對新規下企業盈利的擔憂。因而，在9月6日召開的國常會上，國務院明確強調，應抓緊研究適當降低社保費率，確保總體不增加企業負擔。

如果新規照常執行，將對各行業帶來什麼影響？如果未來社保費率下降，各行業的利潤水平和盈利能力又會如何分化？社保費率下調空間多大方能保證企業盈利基本不受影響呢？

征繳環節兩大難：低報基數和高費率

按照新規要求，明年起，各項社保費用將由稅務部門統一徵收，這一徵管方式的變化將直接影響企業的生產成本、衝擊企業的經營利潤。因此，多方均呼籲降低社保費率。9月6日召開的國常會上，國務院也提出了抓緊研究適當降低社保費率來進行對沖，確保總體上不增加企業負擔。

企業社保費征繳有兩種模式：一是由稅務部門征繳，二是由社保部門征繳。多數省份均為社保徵收模式，廣東省的模式較為特殊，由稅務直接徵收，這就意味著繳費基數更準確，從而徵收尺度更嚴格，但廣東省養老保險繳費率為13%左右，低於其它省份（20%左右）的水平，更低的繳費比率可以對沖徵收尺度更嚴的影響，不增加企業總體負擔。

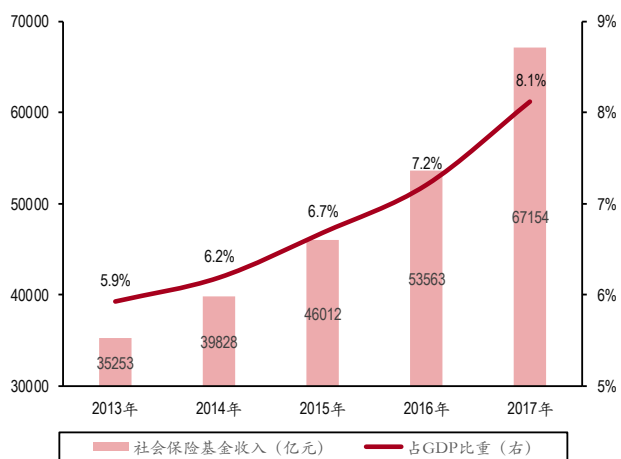
目前，我國的社保總稅率為44%，其中企業社保費率33%，個人費率11%，但全國只有不到30%的企業嚴格按規定征繳。在計算社保費用時，各地會對社保費基數規定上、下限，工資在這個區間之內的職工，企業應以實際工資為基數為員工繳納社保費，工資超出這個區間的職工，則按上下限數額進行繳費。新規下，由於稅務部門的征繳力度會比社保部門強很多，因而由稅務部門來征繳會減少低報基數以及按繳費下限計算的少繳情況。

2017年，我國社保基金收入規模為6.7萬億元，占GDP的比例為8.1%，但我國的社保征繳環節存在兩大問題：

其一，是名義費率偏高，企業加個人的總費率約為44%，居全球第七，前六名分別是：法國、斯洛伐克、俄羅斯、荷蘭、比利時和捷克，主要是企業繳納的名義比率（33%）偏高，居全球第六位。

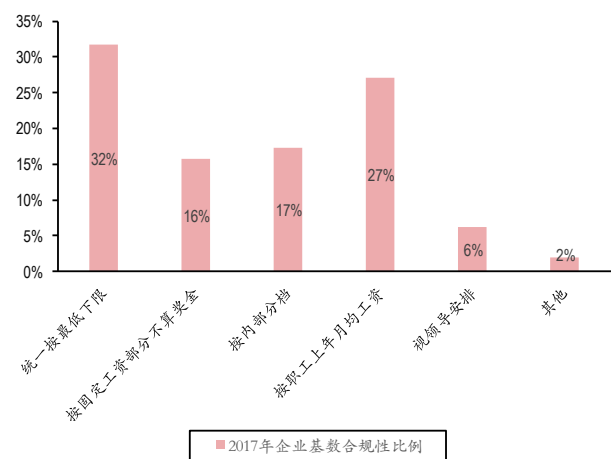
其二，大量不合規的企業低報基數，所以儘管名義費率高，實際足額繳納的企業並不多。根據《中國企業社保白皮書2018》數據，企業繳納社保基數完全合規的企業只有27%，言外之意，超七成企業繳納社保不合規，其中按照最低下限進行社保繳納的企業占32%。

圖表 1. 我國社會保障基金收入規模



資料來源：國家統計局，中銀證券

圖表 2. 2017年企業繳納社保基數合規性比例僅27%



資料來源：51 社保《中國企業社保白皮書2018》，中銀證券

圖表 3. 各國社會保障總稅率，中國為 44%

社保稅率 總排名	國家	社會保障總稅率 (%)	企業社會保障稅率 (%)	排名	員工社會保障稅率 (%)	排名
1	法國	59	45	2	14	16
2	斯洛伐克	49	35	3	13	19
3	俄羅斯	48	48	1	-	-
4	荷蘭	46	19	21	28	3
4	比利時	46	33	6	13	19
6	捷克共和國	45	34	4	11	21
7	中國	44	33	6	11	21
7	阿根廷	44	27	13	17	13
9	波黑	42	11	29	31	2
9	匈牙利	42	24	16	19	11
9	立陶宛	42	31	8	11	21
12	德國	40	19	21	21	7
12	希臘	40	24	16	16	14
12	埃及	40	26	14	14	16
12	巴西	40	29	12	11	21
12	奧地利	40	21	20	18	12
17	意大利	39	30	10	9	25
17	玻利維亞	39	17	24	22	5
19	瑞典	38	31	8	7	27
19	斯洛文尼亞	38	16	27	22	5
19	塞爾維亞	38	18	23	20	8
19	土耳其	38	23	18	15	15
23	羅馬尼亞	37	2	30	35	1
23	克羅地亞	37	17	24	20	8
23	新加坡	37	17	24	20	8
26	西班牙	36	30	10	6	28
26	波蘭	36	22	19	14	16
26	烏拉圭	36	13	28	23	4
26	哥斯達黎加	36	26	14	9	25
30	愛沙尼亞	35	34	4	2	29

資料來源：TRADING ECONOMICS，中銀證券

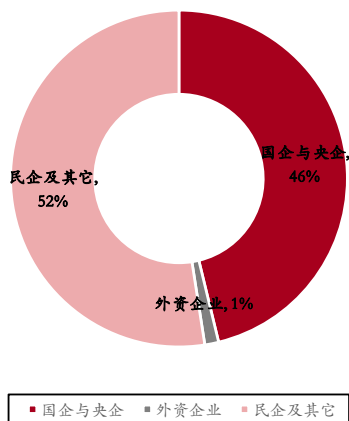
新規下，雖然征繳力度將會增強，但隨之而來的是低報基數的現象顯著減少，這就具備了提高繳費基數或降低費率的條件，即使降低費率，社保收入規模依然能夠實現增長，此前不合規企業的繳費負擔也不會驟然增加過多，而一直合規繳費社保的企業負擔則會下降。

新規下 A 股淨利潤將縮水約 6%

若嚴格依據徵管新規的要求，對 A 股整體利潤影響約為 6%。如果企業將按照員工實際薪酬為員工繳納社保同時又要保證員工薪酬不大幅下降，即企業自己來消化這部分影響，則其需要提高員工薪酬支出。我們用上市公司財務報表中的一些項目來估算企業的員工薪酬的支出：現金流量表中“支付給職工以及為職工支付的現金”+資產負債表中“應付職工薪酬”期末相對期初的變動，兩者之和來計算。

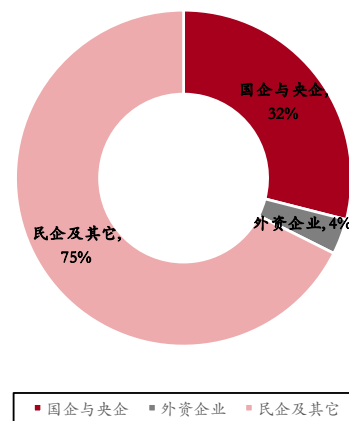
通常，央企、國企以及外資企業大多按照繳費區間內的實際工資進行社保費用計算和繳納，民營企業多數按照繳費區間下限進行繳納，所以社保費用少繳、漏繳多存在於民營企業，若新規嚴格執行，央企、國企和外企由於之前繳納較為規範並不會受到太大影響，如果費率降低，央企、國企和外企還能從中受益，而民營企業則將面臨社保繳稅金額大幅上升的壓力。

圖表 4. 上市公司中各類企業數量占比



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5. 上市公司中各類企業利潤占比

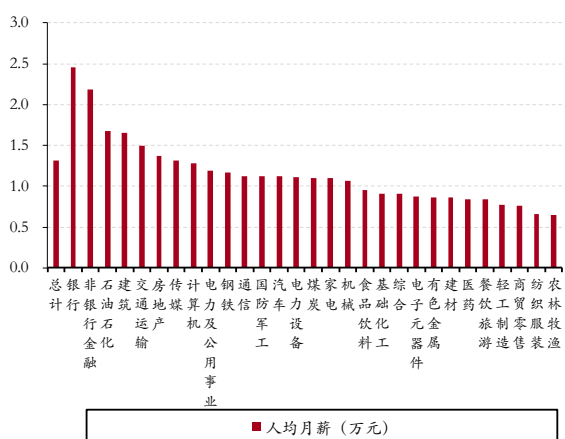


資料來源：萬得，中銀證券

從各行業員工工資水平，以及薪酬占營業收入的比重我們可以發現：A 股企業員工平均月薪為 1.31 萬元，其中：銀行、非銀、石油石化、建築、交運、地產行業的人均月薪排名居前 6，分別為 2.46、2.18、1.68、1.65、1.49 和 1.37 萬元，如果按照實際工資的水平進行社保繳稅，那麼這些行業中，員工的薪酬水平將會受到更大的影響，企業薪酬支出端壓力將增大，餐飲旅遊、輕工製造、商貿零售、紡織服裝和農林牧漁的人均月薪相對更低，分別為 0.84、0.78、0.76、0.65 和 0.64 萬元，企業薪酬支出端壓力相對小。

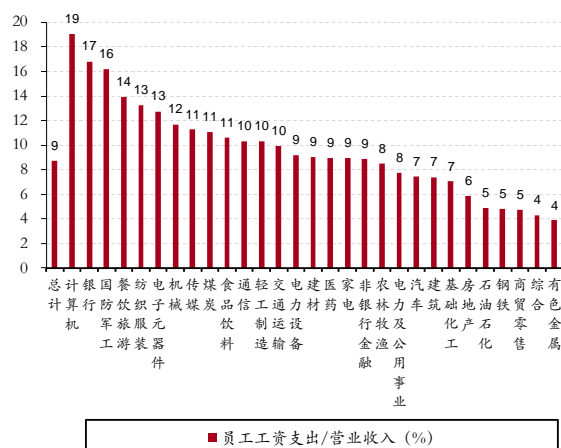
而從員工工資支出占收入的比重來看，A 股整體水平是 9%，各行業中，薪酬支出占收入比重最高的 6 大行業分別為：計算機、銀行、國防軍工、餐飲旅遊、紡織服裝和電子元器件，分別為 19%、17%、16%、14%、13% 和 13%，如果按照實際薪酬的數額進行社保繳稅，這些行業的利潤端則會受到相對更大的影響，而房地產、石油石化、鋼鐵、商貿零售以及有色金屬行業員工工資支出占總收入的比重則相對較低，均在 6% 以下的水平。

圖表 6. 各行業上市公司 2017 年人均月薪



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 7. 各行業員工工資支出占收入比重 (%)



資料來源：萬得，中銀證券

我們對征管新規前後，各行業的薪酬支出以及利潤的變化做估算，假設：

- 1、 此前所有行業均按照社保繳費基數的下限 3,000 元（各地中等水平）繳納社保；
- 2、 新規之後，企業均按照實際工資與社保及社保繳費基數的上限 18,000 元（各地中等水平）孰高繳納社保；
- 3、 個人繳納社保的基數與費率保持不變；
- 4、 新規下，扣除社保後的薪酬水平與新規前保持一致；
- 5、 企業所得稅為 25%；
- 6、 國企、央企、外企按實際工資繳納社保，民企等其他企業按繳費基數的下限繳納社保。

根據我們的估算，如果社保新規推行後，繳費基數上下限以及費率維持當前水平的話，全部 A 股員工薪酬支出需要增加 8%，方能維持同等的待遇水平，同時全部 A 股的淨利潤將縮水 6%，同時淨利率將由 9% 下降 0.5pct 至 8% 左右。

從行業整體的利潤水平變化幅度來看，通信及計算機顯然受到影響最大，淨利潤將分別減少 29%、26%，其次是农林牧渔、电子元器件与机械行业，分别将减少 18%、18% 及 17%，利潤水平受影響最小的行業是煤炭，其淨利潤幾乎不受影響，其次是石油石化、鋼鐵、電力及公用事業、建築及食品飲料行業，淨利潤變動在 3% 的範圍內。

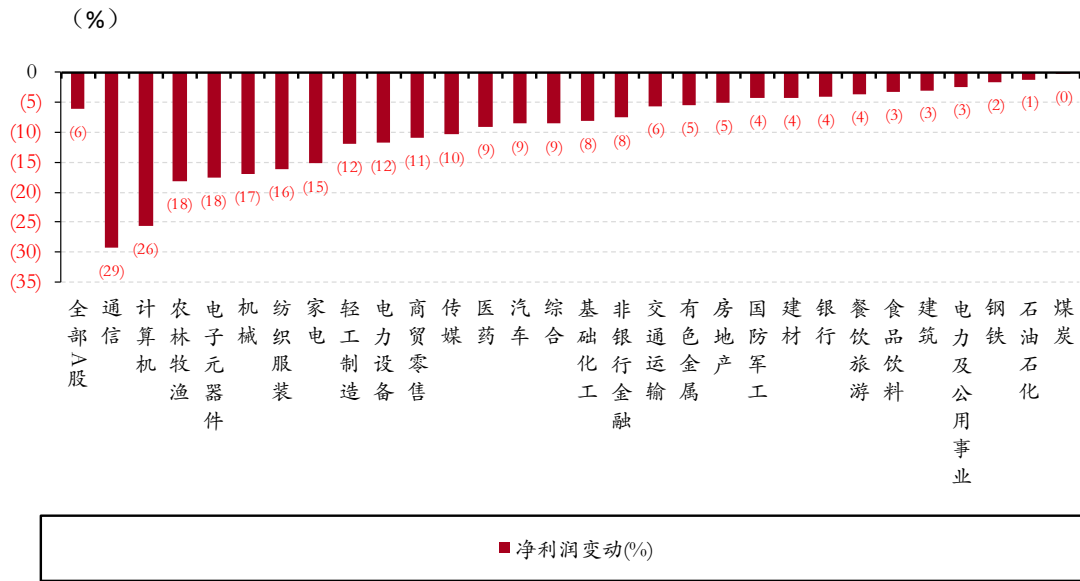
圖表 8. 新規前後各行業的工資支出與淨利潤變化

行業	新規前	新規後			對淨利率的影響 (%)		
	人均月薪 支出 (元)	月薪支出 (元)	工資支出 上升幅度 (%)	淨利潤變動 (%) ↓	新規前 淨利率	新規後 淨利率	變動
全部 A 股	13,106	14,162	8	(6)	9	8	(0.5)
通信	11,238	12,442	11	(29)	3	2	(0.8)
計算機	12,858	14,725	15	(26)	8	6	(2.1)
農林牧漁	6,422	7,191	12	(18)	4	3	(0.8)
電子元器件	8,700	9,728	12	(18)	6	5	(1.1)
機械	10,699	11,701	9	(17)	5	4	(0.8)
紡織服裝	6,542	7,332	12	(16)	7	6	(1.2)
家電	10,942	12,601	15	(15)	7	6	(1.0)
輕工製造	7,750	8,874	14	(12)	9	8	(1.1)
電力設備	11,075	12,247	11	(12)	6	5	(0.7)
商貿零售	7,588	8,282	9	(11)	3	3	(0.3)
傳媒	13,103	14,315	9	(10)	8	7	(0.8)
醫藥	8,417	9,400	12	(9)	9	8	(0.8)
汽車	11,174	11,970	7	(9)	5	4	(0.4)
綜合	9,111	9,634	6	(9)	2	2	(0.2)
基礎化工	9,125	10,022	10	(8)	6	6	(0.5)
非銀行金融	21,827	24,480	12	(8)	11	10	(0.8)
交通運輸	14,938	15,607	4	(6)	6	6	(0.3)
有色金屬	8,620	9,056	5	(5)	3	3	(0.1)
房地產	13,691	15,356	12	(5)	10	10	(0.5)
國防軍工	11,179	11,326	1	(4)	4	4	(0.2)
建材	8,586	9,238	8	(4)	12	11	(0.5)
銀行	24,611	27,461	12	(4)	36	35	(1.5)
餐飲旅遊	8,371	8,597	3	(4)	8	7	(0.3)
食品飲料	9,568	10,156	6	(3)	15	14	(0.5)
建築	16,499	16,787	2	(3)	3	3	(0.1)
電力及公 用事業	11,888	12,270	3	(3)	7	7	(0.2)
鋼鐵	11,649	11,919	2	(2)	5	5	(0.1)
石油石化	16,785	16,883	1	(1)	2	2	(0.0)
煤炭	10,987	11,028	0	(0)	10	10	(0.0)

資料來源：萬得，中銀證券

從淨利潤水平的變化來看，若嚴格按新規執行，全部 A 股的淨利潤將縮水 6% 左右，分行業來看，通信、計算機、農林牧漁、電子元器件和機械淨利潤受影響最大，淨利潤分別下降了 29%、26%、18%、18% 和 17%，利潤水平下降相對小的行業是煤炭，其淨利潤幾乎不受影響，其次是石油石化、鋼鐵、電力及公用事業、建築與食品飲料行業，利潤水平下降 < 3%。

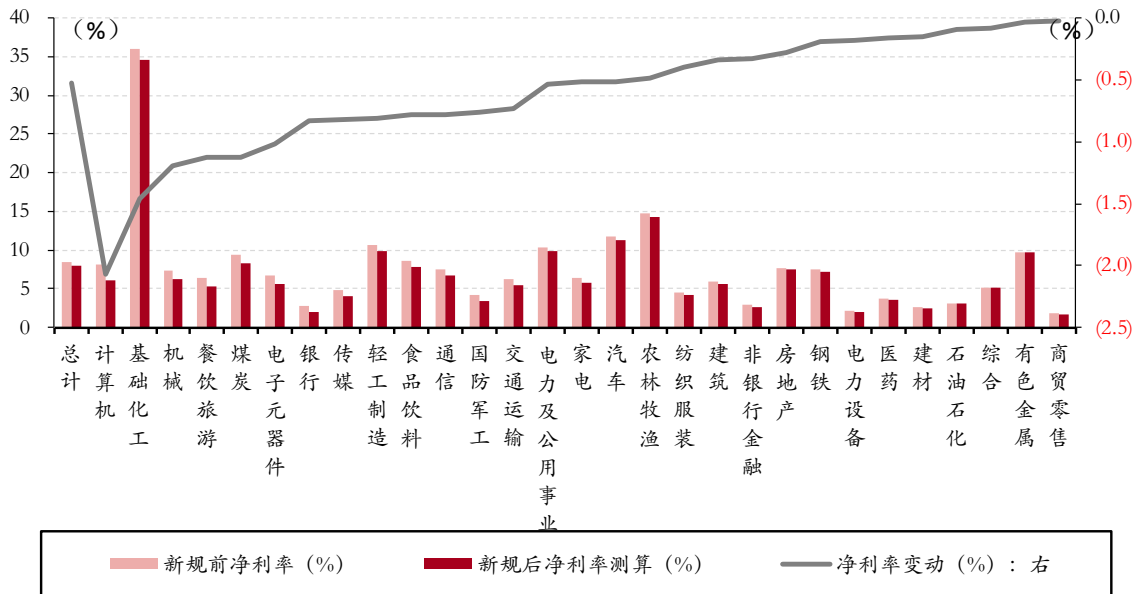
圖表 9. 新規前後各行業淨利潤水平變化



資料來源：萬得，中銀證券

從利潤率的變化來看，計算機、基礎化工、機械、餐飲旅遊和煤炭顯然受到了最大的影響，淨利潤率分別下降了 2.1、1.5、1.2、1.1 和 1.1 個百分點，利潤率下降相對小的行業是商貿零售及有色金屬，淨利潤率幾乎不受影響，其次是石油石化和建材，利潤率下降 0.1 個百分點。

圖表 10. 新規前後各行業淨利率變化



資料來源：萬得，中銀證券

社保費率大幅下調方能對沖新規影響

2015年以來，我國社保費率先後經歷了4次降低，根據人社部副部長游鈞所言，總體社保費率從41%降到37.25%，減少了企業成本約3,150億元。

我們依然以上市公司為樣本，用2017年的利潤數據，來對不同繳費比例下，各行業淨利潤水平和利潤率的變化做敏感性分析，如果繳費比例不出現大的變動，即企業繳費比例保持30%左右的水平，那麼全部A股整體淨利潤將縮水6%左右，淨利率下降1個百分點，淨利潤縮水程度最大的5大行業分別是通信(-29%)、計算機(-26%)、農林牧漁(-18%)、電子元器件(-18%)以及機械(-17%)，淨利率下降最多行業是計算機(-2個百分點)；如果繳費水平從30%下降至25%，那麼全部A股整體淨利潤縮水3%，淨利率略微下降；如果要維持全部A股的淨利潤和淨利率水平基本不變，那麼社保費率需要下降至20%左右的水平。

圖表 11. 2015 年以來社保繳費比例變化

項目	2015年調整前(%)		2015年調整後(%)		2016年調整後(%)		2017年調整後(%)		2018年調整後(%)	
	企業	個人	企業	個人	企業	個人	企業	個人	企業	個人
職工基本養老保險	20.0	8.0	20.0	8.0	19-20	8.0	19-20	8.0	19-20	8.0
職工基本醫療保險	6-10	2.0	6-10	2.0	6-10	2.0	6-10	2.0	6-10	2.0
失業保險	2.0	1.0	1.5	<=0.5	0.5-1	<=0.5	0.5	<=0.5	0.5	<=0.5
工傷保險	1.0		0.2-1.0		0.2-1.9		0.2-1.9		0.1-1.9	
生育保險	<1		0.5-1		0.5-1		0.5-1		0.5-1	
五險合計	30-34	11.0	28.2-34.4	10.5	26.2-33.9	10.5	26.2-33.4	10.5	26.1-33.4	10.5

資料來源：人力資源社會保障部，中銀證券

圖表 12. 不同費率下各行業淨利潤與利潤率

	敏感性分析：社保費率對各行業淨利潤、淨利率影響（變動：%/百分點）					
	30%		25%		20%	
	淨利潤變動↓	淨利率變動	淨利潤變動	淨利率變動	淨利潤變動	淨利率變動
全部 A 股	(6)	(1)	(3)	(0)	0	0
通信	(29)	(1)	(18)	(1)	(5)	(0)
計算機	(26)	(2)	(19)	(2)	(10)	(1)
農林牧漁	(18)	(1)	(12)	(0)	(4)	(0)
電子元器件	(18)	(1)	(12)	(1)	(4)	(0)
機械	(17)	(1)	(10)	(0)	(1)	(0)
紡織服裝	(16)	(1)	(11)	(1)	(4)	(0)
家電	(15)	(1)	(11)	(1)	(6)	(0)
輕工製造	(12)	(1)	(8)	(1)	(4)	(0)
電力設備	(12)	(1)	(7)	(0)	(2)	(0)
商貿零售	(11)	(0)	(6)	(0)	(0)	(0)
傳媒	(10)	(1)	(6)	(0)	(1)	(0)
醫藥	(9)	(1)	(6)	(1)	(2)	(0)
汽車	(9)	(0)	(4)	(0)	1	0
綜合	(9)	(0)	(3)	(0)	5	0
基礎化工	(8)	(1)	(5)	(0)	(1)	(0)
非銀行金融	(8)	(1)	(6)	(1)	(3)	(0)
交通運輸	(6)	(0)	(1)	(0)	5	0
有色金屬	(5)	(0)	(1)	(0)	4	0
房地產	(5)	(1)	(4)	(0)	(2)	(0)
國防軍工	(4)	(0)	10	0	26	1
建材	(4)	(1)	(2)	(0)	1	0
銀行	(4)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)
餐飲旅遊	(4)	(0)	2	0	9	1
食品飲料	(3)	(0)	(1)	(0)	1	0
建築	(3)	(0)	4	0	12	0
電力及公用事業	(3)	(0)	1	0	4	0
鋼鐵	(2)	(0)	1	0	5	0
石油石化	(1)	(0)	7	0	16	0
煤炭	(0)	(0)	3	0	7	1

資料來源：萬得，中銀證券

以上的測算基於企業將完全承擔社保繳納增加帶來的壓力，然而在實際中，企業完全可能通過其他方式來應對這一支出的增加，例如：

將這一壓力轉移給員工，減少獎金額度或固薪上浮空間；

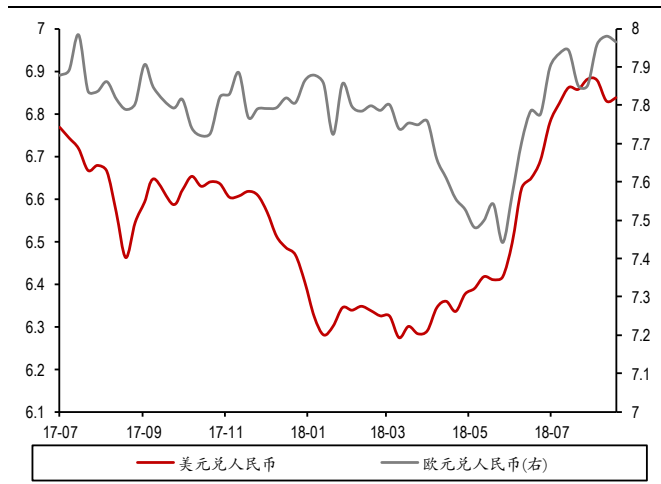
有能力控制產業鏈的企業可以給上游供應商施壓，或提高供應鏈管理，或將成本轉移給下游消費者；

公司增加勞務派遣員工，減少合同工，因為勞務派遣員工的社保由勞務外包公司代為繳納。

宏觀重要變化：外需壓力在逐漸增大

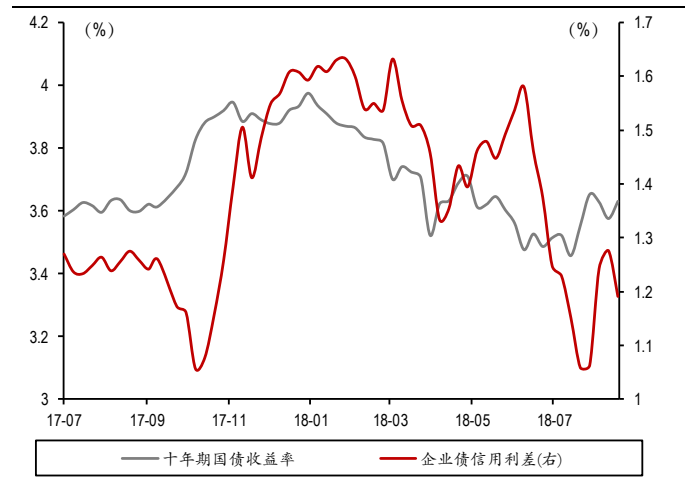
外需壓力在逐漸增大。本周，人民幣兌美元匯率 6.84%，較上周小幅貶值 0.1%，近期保持穩定。十年前國債收益率上升 6 個 BP，信用利差大幅收窄 9 個 BP。8 月進出口數據公布，人民幣計價出口同比 7.9%，較 7 月反彈，但美元計價出口同比繼續回落，此外，考慮到出口同比基本由對美國出口增速貢獻，而歐元區、東盟等其他主要貿易夥伴國出口表現均不佳，顯示關稅制裁暫時未產生實際影響，而美國外主要經濟體需求在走低，未來外需的壓力或將進一步增大。

圖表 13. 人民幣匯率走勢



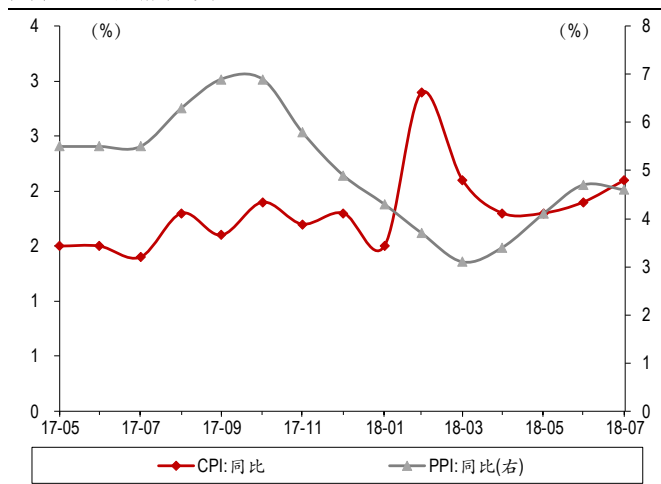
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 信用利差走勢



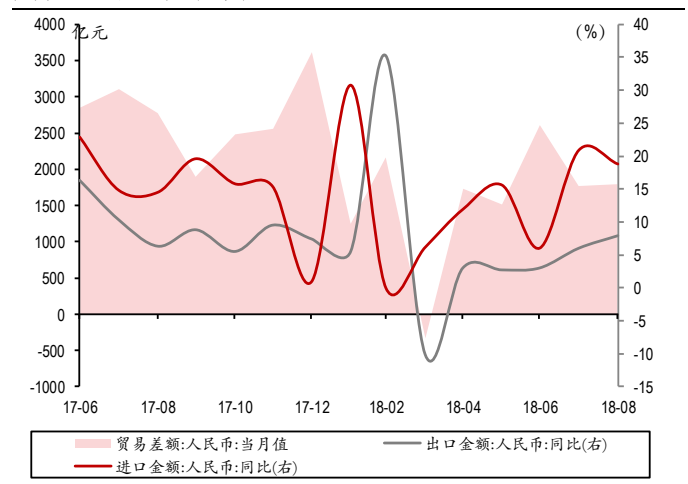
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 通脹走勢



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 進出口走勢



資料來源：萬得，中銀證券

行業重要變化：水泥玻璃繼續走強

上游能源方面，原油價格本周回調 1.2%，煤炭現貨繼續保持平穩；中游材料方面，有色金屬延續弱勢，鋼鐵庫存上升拖累價格，水泥與玻璃在淡季結束後價格持續走強，化工品整體景氣度依然保持較高水平。

圖表 17. 中上游主要原材料價格一周變化

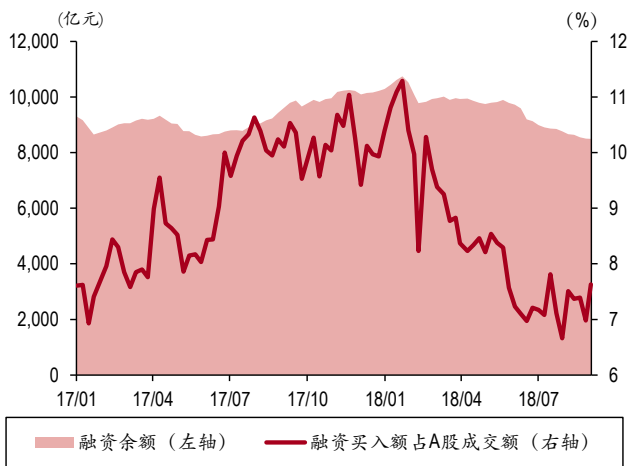
	項目	單位	最新水平	周漲幅(%)	上周漲幅(%)	月漲幅(%)
原油	WTI 原油期貨	美元/桶	68.5	(1.2)	3.4	1.3
	EIA 全美庫存	千桶	40,1490.0	(1.1)	(0.6)	(1.4)
煤炭	秦港 5500 大卡動力煤	元/噸	580.0	0.0	0.0	0.9
	秦港煤炭庫存	萬噸	646.8	4.0	0.4	(1.3)
	發電集團日均耗煤	萬噸	22.6	0.0	(6.7)	(15.8)
有色	LME 銅	美元/噸	5,891.8	(3.0)	0.9	(4.3)
	COMEX 黃金	美元/盎司	1,201.1	(0.8)	0.8	(1.5)
	電池級碳酸鋰	元/噸	97,460.0	(1.3)	(2.2)	(10.6)
鋼鐵	鋼價綜合指數	\	162.2	(0.5)	(0.8)	2.2
	礦價綜合指數	\	80.0	0.6	0.3	3.9
	主要城市鋼材庫存	萬噸	999.5	0.4	(0.8)	(0.2)
建材	水泥價格指數	\	141.9	1.3	0.5	2.1
	玻璃價格指數	\	1,215.2	0.6	0.9	2.8
化工	尿素:山東	元/噸	1,999.0	2.3	(1.3)	5.6
	天然橡膠:上海	元/噸	10,300.0	(0.7)	(3.0)	1.2
	聚氯乙烯 PVC:華東	元/噸	1,850.0	0.0	0.0	(1.1)
	PTA:期貨	元/噸	7,776.4	(0.6)	3.3	14.4

資料來源：萬得，中銀證券

市場重要變化：北上資金淨流入規模大幅下跌至負數

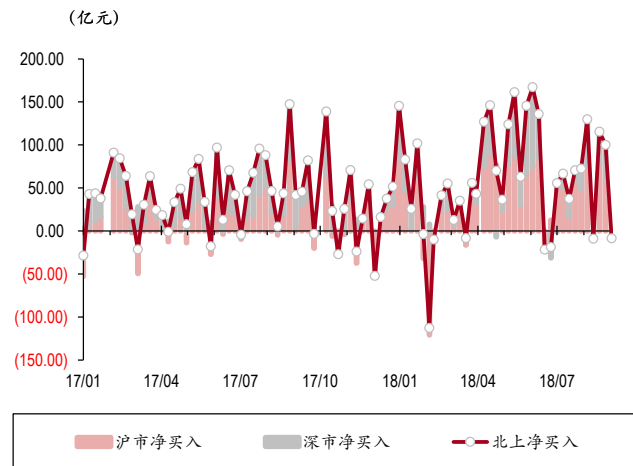
場內杠杆持續下降，杠杆資金增倉意願變化不大。場內杠杆資金方面，截至 9 月 6 日，兩市融資餘額來到了 8,493.11 億元（前值 8,502.80 億元），環比（-0.11%），杠杆資金規模連續第十五周下滑，單周環比下降了 9.69 億元；融資買入成交額占全市場成交占比為 7.63%，環比（+9.31%）。

圖表 18. 兩市融資餘額連續第十五周下滑



資料來源：萬得，中銀證券

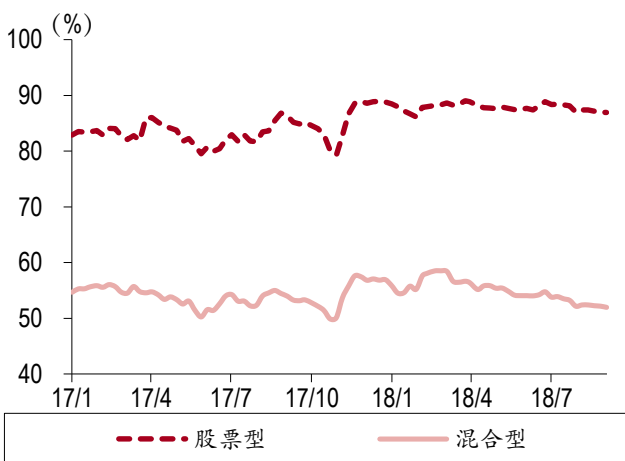
圖表 19. 北上資金淨流入規模大幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

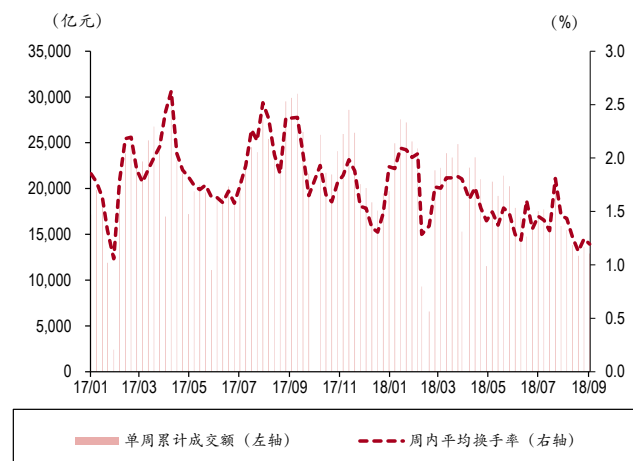
北上資金情緒急轉直下，全周資金淨流入規模跌為負數。本周陸股通合計淨流入-8.55 億元（前值 100.14 億元），海外資金呈現大舉流出趨勢，北上資金淨流入規模大幅下滑，環比下降-108.54%，滬股通和深股通規模均跌破 0 元。具體地，滬股通淨流入-8.54 億元（前值 58.60 億元），環比增量-67.14 億元，深股通淨流入-0.0049 億元（前值 41.54 億元），環比增量-41.55 億元。

圖表 20. 權益類基金倉位小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

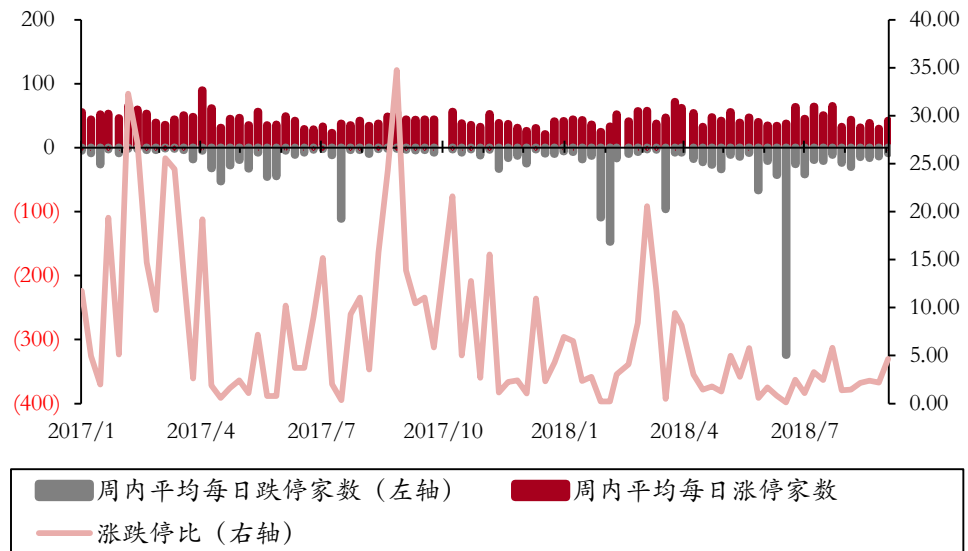
圖表 21. 上周全市場換手率小幅下降



資料來源：萬得，中銀證券

股票型基金倉位和混合型基金倉位均小幅下降。機構倉位方面，本周權益型基金倉位總體變化不大，略有下降。具體地，股票型基金最新倉位 86.92%（環比-0.11%），混合型基金最新倉位 51.96%（環比-0.40%），連續第二周創年內新低，指標顯示混合型基金倉位自今年三月份起，整體呈現持續下滑趨勢，機構投資者對混合型基金的信心消磨嚴重。

图表 22. 涨跌停比大幅上升，指标显示本周市场情绪仍较为谨慎



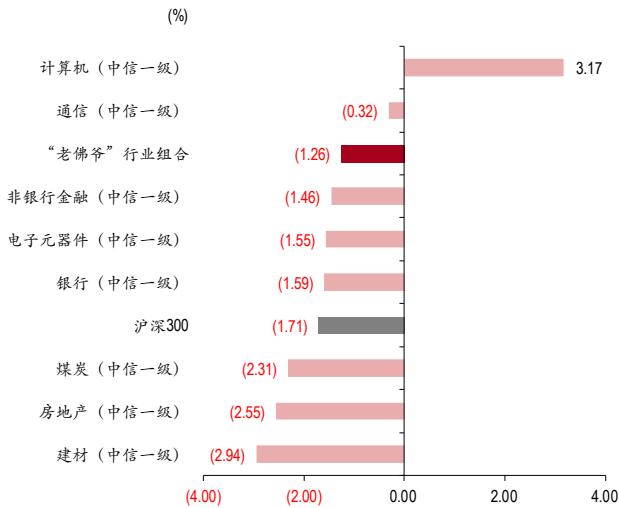
資料來源：萬得，中銀證券

當周市場換手率小幅下降至 1.19%，漲跌停比例大幅上升至 4.67。本周市場成交情況整體較為穩定，市場單周累計成交額 12,904.31 億元（前值 13,620.39 億元），環比（-5.26%），規模小幅下降；全市場自由流通換手率下降至 1.19%（前值 1.24%），下降了 0.05 個百分點。打板情緒方面，全周市場漲跌停比翻倍至 4.67（前值 2.19），上升了 2.48，全周漲停家數超跌停家數，該指標顯示市場交易情緒仍較為謹慎。

建議關注組合跟踪：上周表現回顧

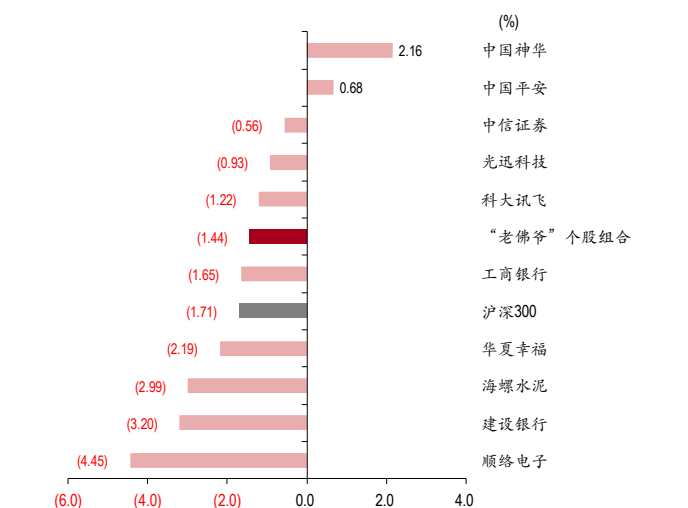
組合回顧：行業組合及個股組合表現均優于市場。上周“老佛爺”行業組合絕對收益-1.26%，表現優于市場 0.45%；“老佛爺”個股組合絕對收益-1.44%，表現高于市場 0.27%。2017 年初以來“老佛爺”個股組合收益淨值為 1.12。

圖表 23. 上周“老佛爺”行業組合表現



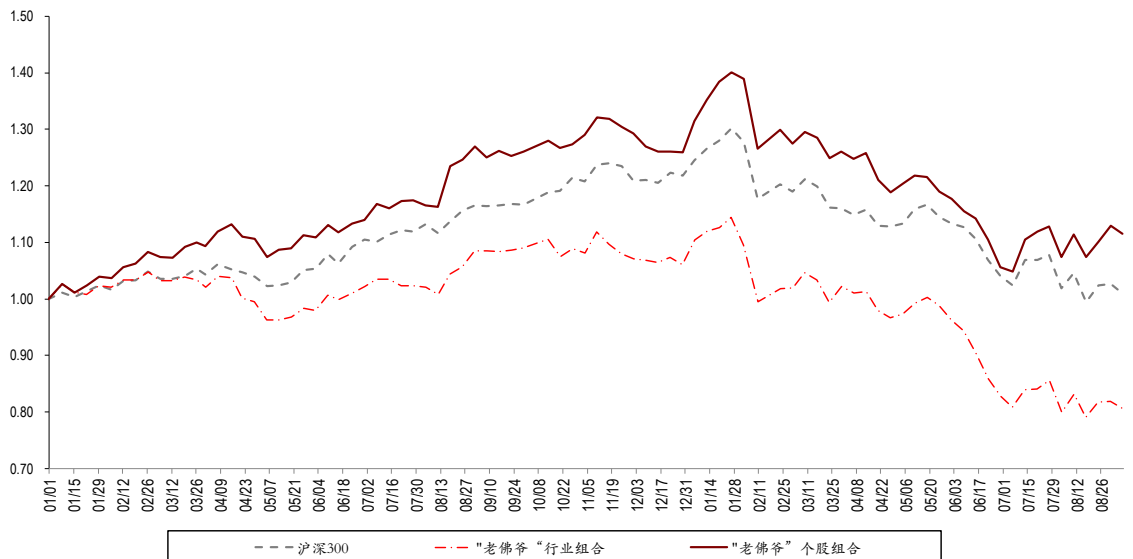
資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 24. 上周“老佛爺”個股組合表現



資料來源：萬得數據及中銀證券

圖表 25. “老佛爺”組合表現 (累計值)



資料來源：萬得，中銀證券

風險提示

本文數據僅為公開、客觀數據的整理，不涉及對市場走勢的判斷；貿易衝突超預期演化。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，未授權任何公眾媒體或機構轉載或轉發本研究報告。如有投資者于公眾媒體看到或從其它機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強于基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱于基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的高標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利

。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371