

宏观资讯

2016年9月23日

吕洁

研发中心高级研究员

执业编号:F0269991

投资咨询号: Z0002739

邵菁菁

国债期货研究员:

0571-28132630 邮箱:

2934597866@qq.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO.,LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话:

4006-728-728

信达期货网址:

www.cindaqh.com

第一部分 宏观消息

降低税收负担 财政部发文鼓励企业股权激励

为支持大众创业、万众创新战略的实施，促进中国经济结构转型升级，财政部今日发文调整股权激励和技术入股税收政策，从税率和纳税时点两方面进一步降低股权激励的税收负担，激发创新创业活力。

财政部称，对符合条件的非上市公司股票期权、股权期权、限制性股票和股权奖励实行递延纳税政策，员工在取得股权激励时可暂不纳税，递延至转让该股权时纳税，税率降低为20%，技术成果投资入股可选择适用递延纳税优惠政策；对上市公司股票期权、限制性股票和股权奖励延长纳税期限，个人可自股票期权行权、限制性股票解禁或取得股权奖励之日起，在不超过12个月的期限内缴纳个人所得税。

降低股权激励的税收负担、进一步激发科研人员创新创业的活力和积极性是此次政策调整的主要考虑。财政部称，一些非上市公司为吸引人才，也比照上市公司实施了股权激励。与上市公司相比，非上市公司股权变现能力较弱，公司未来经营发展的不确定性较大，他们希望给予进一步税收优惠，包括调整股权激励的纳税时点，降低适用税率等，以减轻税收负担。

财政部称，递延征税政策使原来“工资薪金所得”和“财产转让所得”两个环节的征税合并为只在一个环节征税，即纳税人待股权转让时一次性征税，解决纳税现金流不足问题。另一方面，转让环节的一次性征税统一适用20%的税率，比原来税负降低10-20个百分点，有效降低纳税人税收负担。

财政部还提到，上市公司股票转让所得以及持股1年以上取得的股息红利所得均已实行免征个人所得税优惠政策，因此上市公司股权激励不再递延至转让股票时缴税。而新三板挂牌公司属于非上市公司，且股票变现能力较弱，因此按照非上市公司股权激励递延纳税政策执行。

渤海东北特钢之后 新一轮违约潮就要来了？

今年以来国内债券市场违约频发，世界 500 强企业渤海集团陷入千亿债务泥潭，3 月以来连环违约的东北特钢近日将启动破产重整，未来是否仍有违约潮来袭？

对此，国泰君安徐寒飞团队指出，近期信用事件甚至实质违约和损失又有重新频繁暴发的迹象，而且未来无法刚兑的实质违约和损失会越来越成为常态。

徐寒飞团队认为，近期债券市场最引人关注的焦点是产能过剩行业 and 低评级个券利差的大幅收窄。5 月份高点以来，中长端信用债 AAA、AA+ 级估值收益率分别下行了约 60bp、80bp 左右，而 AA 和 AA- 级估值收益率分别下行了 110bp 和 120bp 左右。8 月下旬以来，跟随利率债的调整，AAA、AA+ 和 AA 级估值收益率都出现了不同程度的回升，而 AA- 级估值收益率仍然一路下行。

从信用利差来看，4 月末高点以来，中长端 AAA、AA+ 级分别压缩了 50bp 和 60bp 左右，而 AA 和 AA- 级分别压缩了 90bp 和 100bp 左右。评级利差尤其是 AA 和 AA- 与中高评级的评级利差大幅压缩。从当前的位路来看，AAA、AA+、AA 的信用利差均已在历史 10% 分位数以下处于最低水平，而 AA- 信用利差大幅压缩之后也从之前的高位下降至左右 30% 分位数左右。评级利差除了 AA- 与 AA 利差以外，也已全线处于历史最低水平。

最低评级信用债表现抢眼，原因仍然可以解释为缺资产的长期现实约束下，信用风险阶段性平静推动风险偏好被动提升至极致。本轮信用利差尤其是低评级信用利差的大幅压缩，背后最根本的推动力仍然是机构缺资产的现实约束，长期存在的配路压力会推动资金找机会消灭一切有收益率的价值“洼地”，即将“缺资产主导信用利差长期低位格局”演绎到极致。

当然，风险偏好的提升源于几个阶段性的边际改善：

(1) 受益于前期大宗商品价格的上涨，过剩产能行业业绩边际改善（或恶化程度暂时放缓）；

(2) 出现阶段性的违约平静期，基本没有新的超预期的信用事件暴发；

(3) 稳增长压力加大，以及前期重大信用事件顺利解决，重新强化市场保刚兑预期。包括山西省政府带队为省属煤企路演，中铁物资等重大违约风险事项积极进展等。

但更需要关注的是，推动风险偏好阶段性提升的因素目前来看均未带来整体信用基本面的实质改善，难以改变未来信用事件和违约仍然会频发的现实。仍然沿用分析信用基本面的“动态现金流（内部、外部融资）、静态流动性、外部支持因素”的现金流分析框架，从实质现金流的层面来看：

（1）过剩产能行业盈利的微幅改善仍不足以带来动态现金流的实质改善（从A股非金融上市公司的整体情况看，上半年经营现金流的同比改善非常有限），而且产能仍然过剩的背景下，价格上涨推动的盈利改善的持续性存疑；

（2）微幅的盈利和内部现金流改善更不足以本质上提升静态流动性和资本结构，过剩产能行业 and 低评级发行人仍然整体上面临高资产负债率、资金周转压力大的问题；

（3）外部融资收缩的趋势没有根本改变。尽管类似于省政府带队路演的方式一定程度上有助于缓解融资收缩的压力，但惠及面实在太小，而且对不能受惠的其他同行业企业实际上可能还有挤出效应，无论是从宏观的信贷数据，还是从微观的过剩产能和低评级信用债发行情况来看，这部分的融资收缩趋势并没有现实变化。如国泰君安此前报告一再强调的，本轮制造业的融资收缩很难逆转；

（4）刚兑仍然是一事一议，不可类推作为个券投资的依据，一方面政府保刚兑的压力会越来越大力不从心（没有真金白银的“刚兑”越来越不起作用），另一方面即使最终刚兑，但在之前面临信用事件本身来讲，对投资者的压力就很大。另外，市场保刚兑的预期也仍然会在“保增长”和“调结构”的政策摇摆中不断变化，带来市场风险偏好波动。

近期信用事件甚至实质违约和损失又有重新频繁暴发的迹象，而且未来无法刚兑的实质违约和损失会越来越多成为常态，对市场风险偏好的打击将会逐步显现。

（1）桂有色重整失败宣布破产：多家媒体报道债券发行人广西有色金属集团有限公司未能在规定时间内提交重整计划划案，被法院于9月12日裁定终止重整程序并宣告破产。公司此前在银行间发行有多期PPN已违约，破产清算中债权人恐将发生实质损失；

（2）中钢债转股：财新等多家媒体报道，中钢集团的债转股方案已经获批，金融机构债务规模600亿元其中留债约300亿元，转股约300亿元。这意味着市场期待的公募债券刚兑面临着很大的变数；



(3) 渤海钢铁债务危机：第一财经日报等媒体报道，105 家金融机构深陷渤海钢铁 1920 亿元债务风险，此前流传的债转股方案暂难落地。虽然渤海钢铁未直接发行过债券，但如此体量的债务危机对于区域、行业的金融和融资环境的影响难以估量；

(4) 东北特钢违约又添新债：即将到期的 7 亿元短融将成为公司第 9 支违约债券。发行人前期“不逃废债务、不债转股、保证债券本息偿还”的承诺并无实质进展。上述信用事件还从另一个角度表明目前产能过剩行业的债务危机恐怕已经到了难以为继，必须要有人买单的程度，未来无法刚兑发生实质违约、债权人发行实质损失会越来越多，成为一种常态。

年内后续债券市场产能过剩和低评级债券到期仍然较多，目前的融资环境下，信用事件和实质违约暴发的概率仍然高。“缺资产主导信用利差长期低位趋势”的逻辑已经演绎极致，后续“防踩雷主导信用利差阶段性波动和趋势性分化”的逻辑将重新回归。四季度将有 1465 支债券到期或回售，涉及金额 1.4 万亿元，与 2、3 季度相当。其中主体评级 AA 及以下的有 532 支、2338 亿元；按行业分类，煤炭、钢铁、有色、机械、化工等产能过剩行业有 255 支共计近 3600 亿元债券到期。四季度滚动融资的压力仍然很大，信用风险仍可能密集暴发。

说好的“大分化”呢？全球央行又开始齐步走了

全球主要央行的货币政策似乎并没有像市场预期的那样加速分化。美联储周三按兵不动，日本央行选择实施“控制收益率曲线”的QQE，欧央行则维持了极度宽松的政策设定，英国央行预计，如果经济表现符合8月展望，年内还有降息可能。而这背后的核心问题，是全球范围内的低通胀。

美联储周三发布的利率决议一如预期，维持按兵不动，而FOMC委员虽预计今年或会加息一次，但降低了长期利率预期。美联储会议后，美股美债齐涨，纳指创新高。而进入2016年时，美联储曾宣称今年将加息多达四次，而市场认为即使加息一次也是非常不确定的事。

在美联储会议召开前，日本央行在9月的利率会议上调整了货币政策，从原先的扩大货币供应目标，转向控制收益率曲线的量化质化宽松政策（QQE），以支持金融行业。欧洲央行则在审视其破釜沉舟的刺激政策，但同时维持了极度宽松的政策设定。英国央行在9月也维持利率和QE规模不变，但货币政策委员会（MPC）多数委员预计，如果未来经济表现与8月展望一致，年内还将再次降息。

从全球来看，货币政策走势看起来更像是趋于一致而不是背离。

Rabobank International 亚太金融市场研究主管 Michael Every 在接受彭博采访时表示：

“全球利率都将在更长时间保持低位。这是我们当前面临的全球经济功能障碍所产生的结构性功能。”

《华尔街日报》在8月指出，有两大因素可以解释当前这种情况：首先源于收紧宽松的央行政策会对全球金融市场走势带来举足轻重的影响。相比零利率而言，几乎所有正利率看起来都较高，即使小规模收紧货币政策，在金融市场眼中也开始显得举足轻重。美国货币政策传导通过具有高度全球互联性的市场进行，美元走强会对美国、中国和新兴市场都产生影响，并阻碍了美联储的紧缩计划；其次，债市似乎对这种情况感到满意，低利率以及量化宽松的力量似乎压制了任何对现行货币政策的不满。

而全球范围的低通胀是目前各国央行货币政策走势背离速度缓慢的一个核心问题。

全球央行的统一显示了将通胀提升至目标水平仍将是“路漫漫道阻且难”的任务，而生产力增长放缓及人口老龄化则遏制了潜在增长，并降低了长期自然利率。



尽管宽松对资产市场来说是个好消息，但如果债市价格继续飙涨几个月，对退出当前这种应急政策设定将是难上加难。如果对加息的预期仍然存在，100 万亿美元全球债券市场亏损将令任何经济复苏遇冷。

不过，澳大利亚央行行长 Philip Lowe 周四则提出不同观点。他认为发达国家的薪资增长疲软是“持久的但也是临时的”趋势，虽然工人感到面临更多的全球竞争，但是如果就业增长继续，薪资增长会继续上扬。“我们不太可能陷入一个薪资增长极低的状态”，而一旦薪资上扬，通胀就会继续攀升。



第二部分 重要经济数据公布及财经事件

重要经济数据

国家	指标	时间	预期值	前值
欧元区	9月制造业 PMI初值	09/23	----	51.7

公司简介

信达期货有限公司成立于1995年10月，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》（许可证号：32060000），浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378）的专营国内期货业务的有限责任公司，公司由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现拥有上海、大连、郑州商品交易所等三大期货交易所的全权会员资格，是中金所全面结算会员。

雄厚金融央企背景

信达证券股份有限公司是于2007年9月成立的国内AMC系第一家证券公司，法定代表人张志刚。公司具有中国证监会核准的综合类证券业务资格，现注册资本为25.687亿元人民币，拥有81家营业部，2家分公司，全资控股信达期货有限公司。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



信达期货分支机构

- 北京营业部 北京市朝阳区裕民路12号中国国际科技会展中心A座506室
(咨询电话 : 010-82252929-8012或8011)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路1399号信达大厦(建京大厦)11楼E座
(咨询电话 : 021-50819373)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路111号建和中心大厦11层C单元
(咨询电话 : 020-28862026)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街25号4层
(咨询电话 : 024-31061955 ; 024-31061966)
- 哈尔滨营业部 哈尔滨市南岗区长江路157号欧倍德中心5层3号
(咨询电话 : 0451-87222480转815)
- 石家庄营业部 石家庄市平安南大街30号万隆大厦5层501、502、503、504、510、511室
(咨询电话 : 0311-89691998)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2408、2409房间
(咨询电话 : 0411-84807575 ; 0411-84807776)
- 金华分公司 浙江省金华市中山路331号 (海洋大厦8楼801-810)
(咨询电话 : 0579-82328747 ; 0579-82300876)
- 乐清营业部 乐清市城南街道双雁路432号7楼
(咨询电话 : 0577-27857766)
- 富阳营业部 富阳市江滨西大道57号国贸中心写字楼901-902
(咨询电话 : 0571-23255888)
- 台州营业部 台州市路桥区银安街679号501-510室
(咨询电话 : 0576-82921160)
- 义乌营业部 义乌市宾王路158号银都商务楼6层
(咨询电话 : 0579-85400021)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区车站大道京龙大厦1幢十一层1号
(咨询电话 : 0577-88881881)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路792号212-217室
(咨询电话 : 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市越城区梅龙湖路56号财源中心1903室
(咨询电话 : 0575-88122652)
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道4001号时代金融中心4楼402-2
(咨询电话 : 0755-83739096)



重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。