

## 2017 年 1 季度 A 股市场策略

2017 年 1 月 5 日

### 报告摘要:

1. 2016 年以来, 大类资产配置的环境发生改变。由于货币政策转向以及金融监管收紧, 依靠流动性宽松和无风险利率下行来驱动市场走势的逻辑终结, 企业盈利的变化重新成为行情的核心驱动力。A 股市场从 2016 年 1 月见底之后开始反弹, 根本原因在于“稳增长”政策加码和 PPI 上涨导致企业利润回升所致。
2. 2016 年 12 月以来, 金融监管升级以及债市踩踏导致 A 股市场出现调整。相关问题或在 2017 年 1 季度将会有所改善, 原因在于每年年初的流动性环境较为温和, 而外汇管制加强以及央行的阶段性干预将在短期缓和人民币贬值和资本外流的压力。与此同时, 1 季度宏观经济和上市公司业绩仍将保持稳健, 整体市场预计受到的负面冲击减弱, 结构性行情有望展开。
3. 从行业配置来看, 涨价题材(白酒, 石油化工, 农产品, 部分化工子行业和造纸等)以及受益于利率上行的保险可能存在一定机会; 从主题策略来看, 混改和农业供给侧改革亦可期。此外, 成长股的大规模配置时机尚未到来, 但少部分股票开始具备长线价值, 可以在高景气行业中自下而上的选择。
4. 最后, 1 季度市场的主要风险可能存在于特朗普的政策导向对美联储的货币政策、美元指数以及中国的影响存在不确定性。

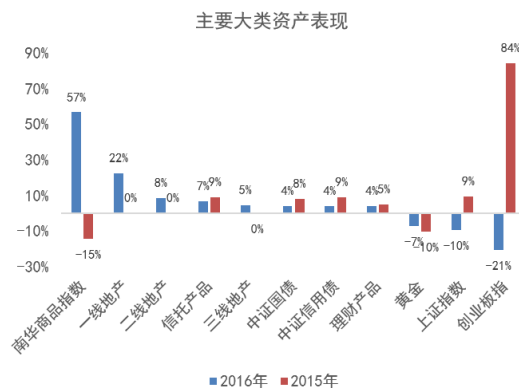
### 一、2016 年 A 股的驱动力转向

#### 1. 大类资产配置的环境转变

A 股 2016 年全年来看(如无特别说明, 以下统计数据均截止到 2016 年 11 月底), 商品成为最佳的资产, 而股市的表现最差, 这一结果和 2015 年正好相反。如果分开上下半年来看, 情况又有不同。上半年商品和黄金表现最佳, 股市最差; 但下半年在商品依然表现最佳的情况下, A 股的主板市场排第二, 黄金最差。

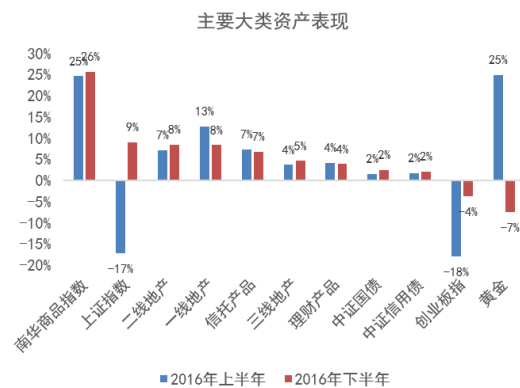
大类资产的快速轮动不仅反映来了投资时钟电风扇化的特征, 同时也反映了大类资产配置环境出现了变化。

图表 1 主要大类资产的表现：2016 年和 2015 年对比



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 2 主要大类资产的表现：2016 年上半年和下半年对比



资料来源：Wind，恒生前海基金

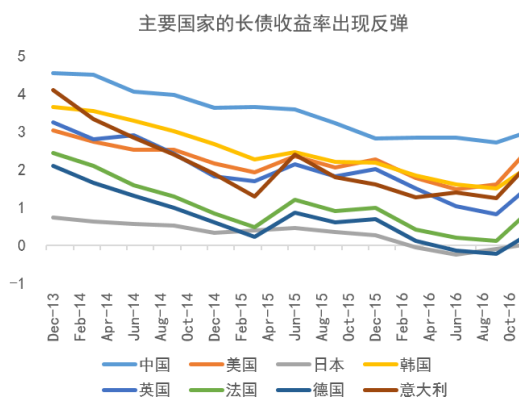
我们认为大类资产配置环境的相关变化主要包括：

### (1) 货币政策和流动性转向

G20 成都会议之后，全球主要国家的国债收益率从四季度开始出现同步的回升，其中既包括美国这种存在再通胀预期的国家，也包括日本这种基本面偏弱的国家。这意味着全球央行对于货币宽松的边际作用有限以及负利率的弊端明显达成了一致。

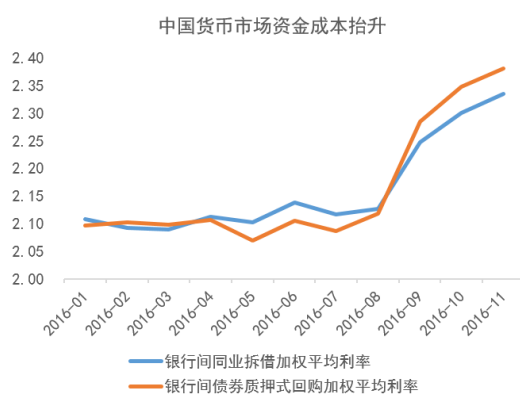
中国央行在 2016 年 8 月底重启 14 天逆回购，并且在 9 月上旬重启 28 天期逆回购，央行投放的加权资金成本上升，带动货币市场利率上升。自此央行的货币政策开始边际趋紧，从宽松转向稳健。

图表 3 2016 年 4 季度以来主要国家国债利率反弹



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 4 2016 年 8 月以来中国的货币市场利率上行



资料来源：Wind，恒生前海基金



## (2) 金融监管加强

与此同时，中国的金融监管显著加强。2015 年的中央经济工作会议中，总书记将“防范化解金融风险，形成功能完备的股票市场”列为 2016 年金融系统改革和政策布局的方向。2016 年两会期间李总理答记者问时强调，“金融机构还是要着力去支持实体经济，绝不能脱实向虚”。

过去一年，监管机构的措施涵盖银行票据业务、不良资产收购和银行信贷收益权转让、信托的风险防控、保险资产管理业务、私募资产管理业务和理财业务等，而近期证监会和保监会表态险资举牌，银监会对委外制定监管新规。

金融监管的主要原因在于金融机构去杠杆，推动资金脱虚向实。从去年底的中央经济工作会议来看，预计这一政策导向将贯穿 2017 年全年。

图表 5：过去一年金融监管显著加强

时间	机构	政策
3 月	银监会	《关于规范金融资产管理公司不良资产收购业务的通知》
3 月 18 日	银监会	《进一步加强信托公司风险监管工作的意见》
4 月 27 日	中国人民银行和银监会	《关于加强票据业务监管促进票据市场健康发展的通知》
4 月 28 日	银监会	《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》
5 月 18 日	证监会	《证券投资基金管理公司子公司管理规定》和《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引》
5 月 18 日	证券投资基金业协会	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则（修订版，征求意见稿）》
6 月 1 日	保监会	《中国保监会关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》
6 月 22 日	证监会	《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》
7 月 27 日	银监会	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》
8 月 12 日	证监会	《关于保本基金的指导意见》
12 月 3 日	保监会和证监会	保险资金举牌行为被限制
12 月 19 日	中国人民银行	2017 年一季度起银行表外理财明年正式纳入广义信贷范围

资料来源：新闻整理，恒生前海基金

## (3) 流动性溢价、改革溢价与成长溢价减弱

2014 年中期至 2015 年中期，A 股出现了脱离基本面的大牛市，本质上是流动性溢价、改革溢价和成长溢价的共振。

2016 年国债利率区间震荡，金融监管趋严意在引导金融机构去杠杆，推动资金脱虚向实，降低了流动性溢价。与此同时，“稳增长”之下，改革和创新较为平稳，改革溢价和成长溢价也趋向平淡。

图表 6 流动性溢价减弱



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 7 改革与成长溢价减弱



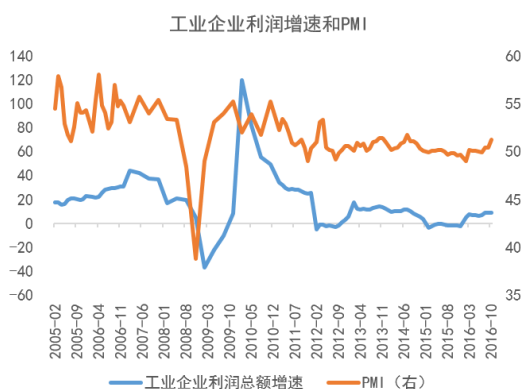
资料来源：Wind，恒生前海基金

## 2. A 股的核心驱动力转向企业盈利

在这些背景下，A 股市场的驱动力再次转向基本面，企业的盈利增速成为市场表现的关键因素，这和上一轮牛市显著不同。

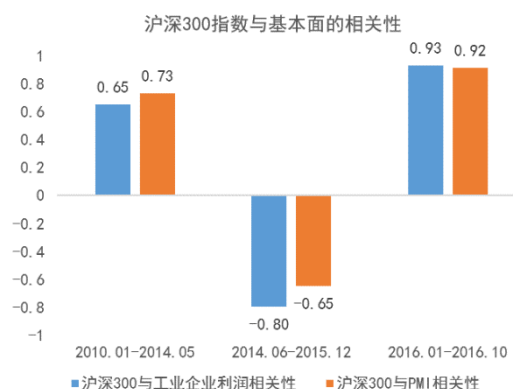
我们统计了主板指数和工业企业利润增速以及 PMI 的相关性，发现在 2014 年 6 月至 2015 年 12 月，股市的表现和企业盈利呈现出明显的负相关性，而在其它时间则显著正相关。我们认为这其中的逻辑在于：当市场以流动性驱动为主的时候，投资者认为经济越差则货币越宽松；当市场以基本面驱动为主的时候，投资者认为经济越好则企业盈利越好。

图表 8 工业企业利润和 PMI 走势



资料来源：Wind，恒生前海基金

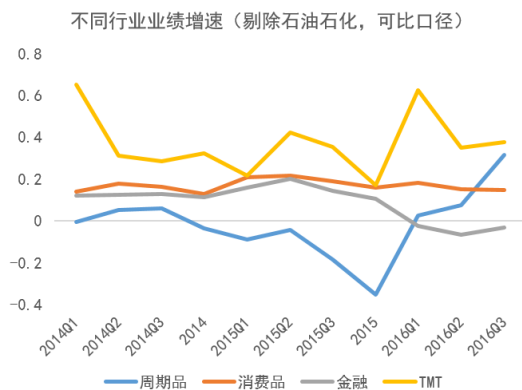
图表 9 股市和经济的相关性



资料来源：Wind，恒生前海基金

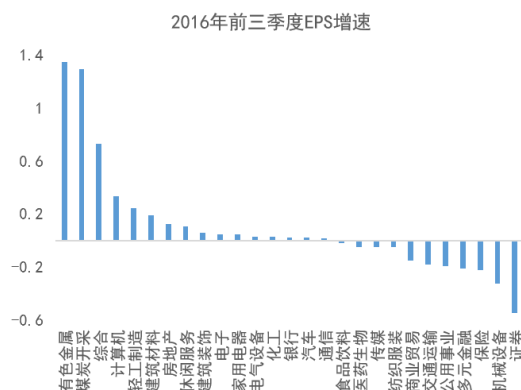
从产业链上各行业的盈利状况来看，周期品的盈利出现了显著的改善是基本面最大的变化。特别是中上游行业，有色金属和煤炭的盈利出现了大幅的上涨，中游的钢铁扭亏为盈。除此之外，金融行业的盈利显著下滑，消费品较为平稳，而 TMT 相关的行业继续维持较高的增长。

图表 10 周期品的业绩出现反转



资料来源：Wind，恒生前海基金

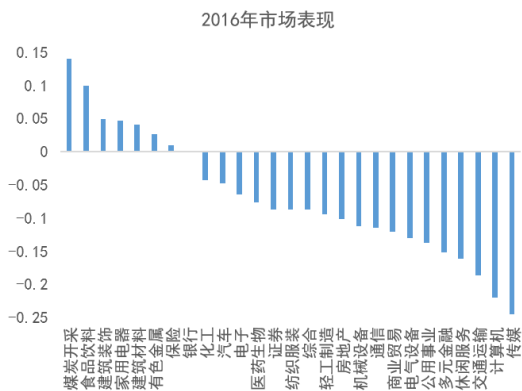
图表 11 周期品行业的业绩表现较好



资料来源：Wind，恒生前海基金

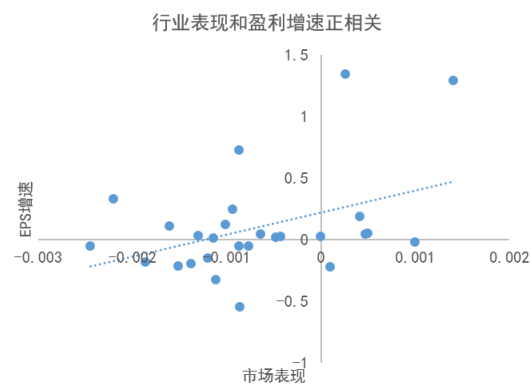
2016 年市场表现较好的行业集中在周期品（煤炭、建筑、有色金属等）和消费品（食品饮料、家用电器等），主要原因在于周期品的盈利改善，而消费品的盈利增速稳健。除此之外，年末的特朗普概念和险资举牌对相关的股价表现同样存在事件型的驱动。全年来看，不同行业的市场表现和盈利增速存在一定的正相关性。

图表 12 周期品的市场表现较好



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 13 市场表现和业绩增速相关



资料来源：Wind，恒生前海基金

## 二、2017 年 1 季度 A 股展望

### 1. 市场阶段性担忧的问题有望缓和

2016 年 12 月以来，市场出现调整，主要原因在于险资举牌行情结束、债券市场大幅调整以及人民币汇率贬值和资本外流的压力加大。而在今年 1 季度，我们认为险资监管加强对 A 股带来的负面冲击逐步减弱，除此之外，流动性与利率、人民币汇率与资本外流等问题有望出现阶段性缓解。

## (1) 流动性与利率

去年 12 月债市出现剧烈波动，10 年期国债收益率大幅上行，流动性冲击带来“钱荒”蔓延。2014 年以来，银行委外和表外理财的爆发式增长，倒逼了资产荒现象的加剧，而央行以公开市场操作作为新的基础货币投放渠道，让机构形成了稳定负债预期。在此背景下，债市的配置型需求爆发，金融机构大量加杠杆获取高收益。本轮债市的波动根源于宏观经济悲观预期的修正，而导火索在于央行货币政策转向与金融机构去杠杆。

由于监管层的目的并非债市崩盘，因此央行主动向市场注入流动性有望缓解流动性紧张的局面。此外，每年 1 季度市场的利率相对较低，这是因为 1 季度的信贷占比往往较高，而央行同样倾向于释放流动性以应对企业和居民在春节的取现需求。此外，年初理财产品到期数量减少、机构配置需求加大等，都可能压低市场利率。

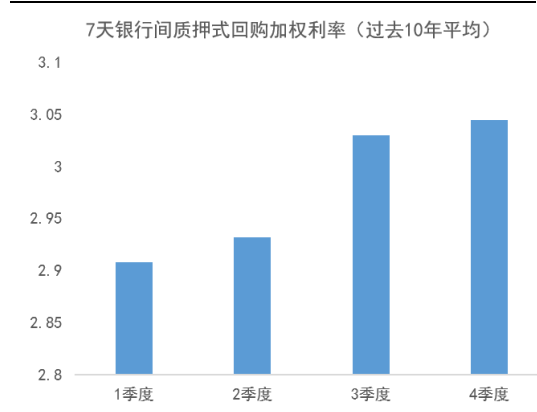
总而言之，1 季度市场的流动性依旧难以宽松，但最紧张的时期暂时过去，市场将迎来阶段性的缓和期。

图表 14 债券市场踩踏形势有所缓和



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 15 历史上 1 季度市场利率往往较低



资料来源：Wind，恒生前海基金

## (2) 人民币汇率与资本外流

前期市场担忧人民币贬值与资本外流的压力，主要原因在于去年 12 月外汇储备可能会跌破 3 万亿美元的心理水平，而今年年初居民换汇压力加大。近期人民币汇率有所反弹，主要原因有三点：1) 美联储 12 月 FOMC 的议息会议显示联储对特朗普上台之后的经济预期存在不确定性，美元指数短期下跌；2) 香港 Hibor 利率飙升，人民币做空成本增加，空头出现踩踏带动离岸人民币反弹；3) 资本管制有所加强（加强对个人换汇的合规性审查以及市场传言不排除对企业强制结售汇）。

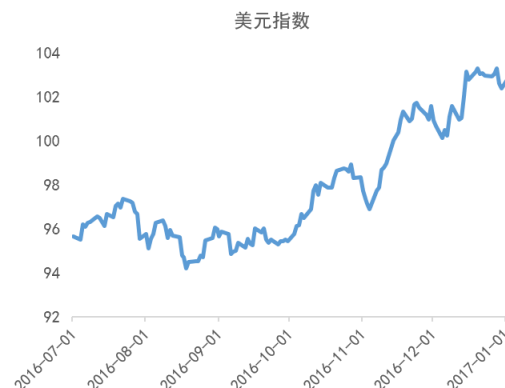
从基本面上来看，人民币汇率的走势主要取决于中美利差的变化，而美元指数将是一个关键性变量。由于特朗普上台之后的政策预期仍不明朗，市场普遍在等待，因此近期美元指数走势以震荡为主，而这也部分缓解汇率贬值压力。

图表 16 人民币汇率受中美利差影响



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 17 美元指数近期出现震荡



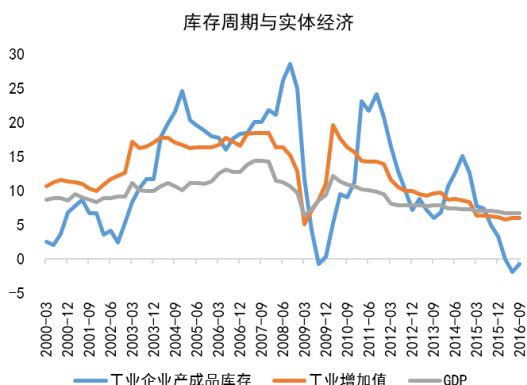
资料来源：Wind，恒生前海基金

## 2. 宏观经济仍将保持平稳

我们判断 1 季度宏观经济仍将保持平稳。从库存周期的视角来看，2000 年以来工业企业共经历了五轮从补库存到去库存的周期，其中包括三轮强周期的补库存（2003 年全球新兴市场的兴起，2006 年供需两旺，2009 年的“四万亿”）和两轮弱周期的补库存。本轮补库存周期从 2016 年 7 月开始，由于需求疲弱，因此大概率是属于弱周期，持续时间应该在 12 个月左右。

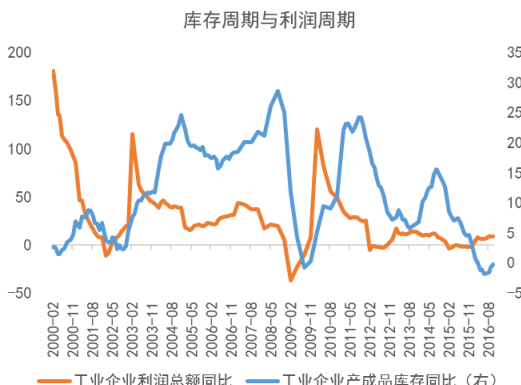
历史上来看，企业在主动补库存的周期之中（库存回补的前周期，库存和需求同升；后周期对应的是被动补库存，库存回升的同时需求回落），实体经济往往会出现回升。但在弱周期之中，实体经济的回升较为有限（比如 2013 年），这对于企业利润来说同样如此。由于本轮库存回补周期从 7 月份开始，持续时间在 12 个月左右，这意味着实体经济与上市公司业绩至少在一季度仍会得到基本面的支撑。

图表 18 库存周期与实体经济



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 19 库存周期与利润周期



资料来源：Wind，恒生前海基金

### 3. 2017 年 1 季度 A 股市场展望

在货币政策稳健以及金融机构去杠杆的背景下，我们认为 1 季度市场对流动性、利率、人民币汇率以及资本外流的担忧难以出现根本性的逆转。但是，和去年 12 月的“钱荒”相比，市场最紧张的时候暂时已经过去，相关问题有望出现阶段性缓和。除此之外，我们认为目前企业主动补库存的周期已经开启，因此预期 1 季度实体经济与上市公司业绩将会得到基本面的支撑。

因此，我们预期 1 季度市场整体走势仍然以震荡为主，建议投资者重点把握其中的结构性机会，市场的主要不确定性在于特朗普上台之后对美联储的货币政策、美元指数以及中国的相关影响。

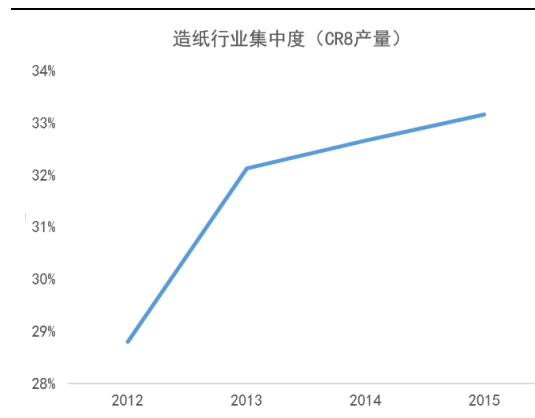
## 三、行业与主题配置

### 1. 行业配置

从行业配置来看，我们重点看好：

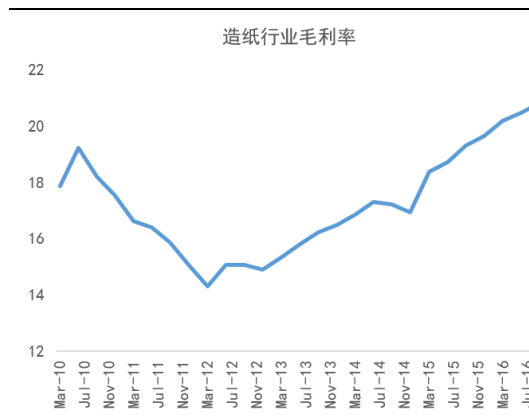
- 1) 涨价题材（白酒，石油化工，农产品，部分化工子行业以及造纸等）：高端白酒由于春节来临提价；OPEC 减产带来石油化工产业链的投资机会。从对下游的议价能力来看，重点关注产能收缩明显、行业集中度提升的行业。比如说部分化工子行业和造纸行业过去几年产能收缩，库存低位，而产业集中度在逐年提升。在上游价格高企的背景下，这些行业的议价能力较强，从而提升毛利率。因此，我们重点关注化肥、粘胶以及造纸等。
- 2) 受益于利率上行的保险。近期国内长期利率上行，保险公司投资收益提升，负债端成本开始下降，利差收窄预期改善。保监会不断加强对于万能险等中短存续期业务和举牌的监管，终结了“资产驱动负债”的激进模式，强化了上市保险公司的竞争优势。估值历史低位，配置价值显现，重点关注寿险。

图表 20 造纸行业集中度



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 21 造纸行业毛利率



资料来源：Wind，恒生前海基金

## 2. 主题策略

### (1) 国企改革

中央经济工作会议明确提出 2017 年“要深化国资国企改革...混合所有制改革是国企改革的重要突破口”，国改位列四大基础性关键性改革之首（国企、财税、金融、社保等），混改是国改的重要突破口，这意味以混改为代表的改革将会加速。

混改的三种方式：1）引入非国有资本参与国有企业改革；2）引入非国有资本参与国有企业改革，国有资本投资运营公司对发展潜力大、成长性好的非国有企业进行股权投资；3）探索实行混合所有制企业员工持股。混改的重点领域：电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等。

图表 22 近期国有企业改革明显提速

时间	会议	政策
2016/3/5	政府工作报告	大力推进国有企业改革
2016/6/1	中央巡视组巡视 国资委情况反馈会	推进国资国企改革进度较缓
2016/7/4	全国国企改革座谈会	理直气壮做强做优做大国有企业
2016/7/27	中央政治局会议	持续深化财税、金融、创新、国企等重点领域改革
2016/9/28	发改委国企混改 试点座谈会	推进混合所有制改革是深化国企改革的重要突破口
2016/10/10	全国国企党建工作会	坚定不移把国有企业做强做优做大
2016/12/9	中央政治局会议	加快推进国企、财税、金融、社保等基础性关键性改革
2016/12/14-16	中央经济工作会议	深化国资国企改革、混合所有制改革是国企改革的重要突破口

资料来源：资料来源，恒生前海基金

### (2) 农业供给侧改革

自去年 12 月以来，农业供给侧改革政策持续升温：12 月 9 日，中共中央政治局召开会议，分析研究 2017 年经济工作。其中，会议要求，“要积极推进农业供给侧结构性改革”。12 月 14-16 日，中央经济工作会议，首提农业供给侧结构性改革。12 月 19-20 日，中央农村工作会议提出“把推进农业供给侧结构性改革作为农业农村工作的主线”，“推进粮食等重要农产品价格形成机制和收储制度改革，深化农村产权制度改革”。我们认为农业供给侧改革带来的农业板块投资机会主要包含两条逻辑线，一是农业降成本补短板，提高农业生产效率，重点关注土地改革及种业板块。二是大宗农产品去库存去产能，推动农产品价格上涨，重点关注大宗农产品期货映射以及畜禽产业链。

## 3. 风格转换

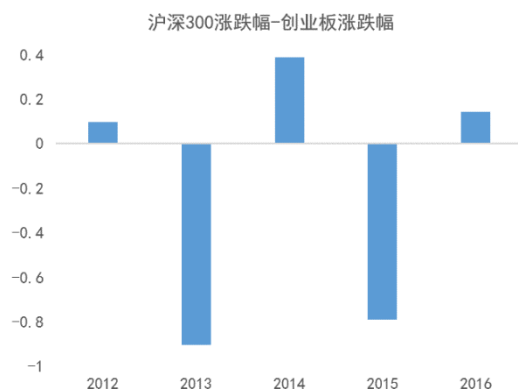


恒生前海  
基金管理

HANG SENG QIANHAI FUND MANAGEMENT

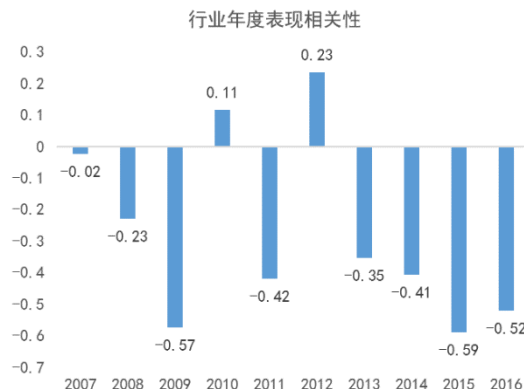
过去几年，A 股市场存在明显的转换特征：1) 主板和创业板的相对表现在每年都出现了转换；2) 行业的相对表现在绝大部分年份都出现了转换。反转策略的有效性源自于市场的线性思维，投资者往往会预期过去的趋势在未来会延续，从而在当下放大这一趋势。但一旦现实低于预期，则估值的收敛导致风格和行业的转换。

图表 23 主板和创业板表现轮动



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 24 行业表现轮动



资料来源：Wind，恒生前海基金

2016 年成长股整体跑输大势，原因在于以下多因素的共振：1) 成长股的估值仍然偏高；2) “稳增长”导致主板的盈利回升，而成长股的部分子行业业绩增速明显下滑（比如传媒），同时市场对并购逻辑产生质疑；3) 改革和创新停滞，成长溢价消失。

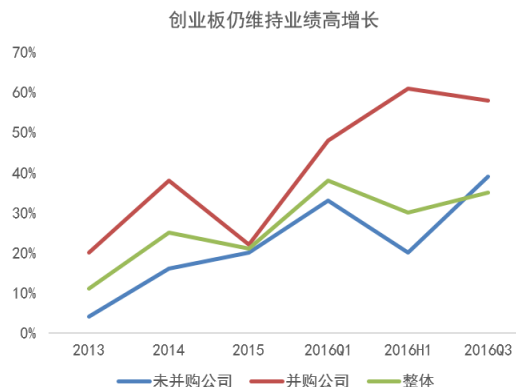
从全年来看，2017 年成长股仍然值得期待：1) 当前创业板对主板的相对估值已经回到了 2013 年中期的水平；2) 剔除并购之后，创业板整体仍然维持高增长，而市场对明年主板的业绩预期存在下修的可能性；3) “十九大”前后改革和转型有望重新加速，提振市场对成长股的偏好。但是，我们认为目前成长股的大规模配置时机尚未到来，但部分股票开始具备长线价值，建议在部分高景气的子行业中自下而上的进行选择，包括光通信，5G，半导体，OLED 产业链，智能驾驶，人工智能等。

图表 25 创业板相对估值走势



资料来源：Wind，恒生前海基金

图表 26 创业板业绩表现



资料来源：Wind，恒生前海基金



恒生前海  
基金管理

HANG SENG QIANHAI FUND MANAGEMENT

重要提示：本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成本公司任何业务的宣传推介和投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，不作为任何法律文件。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金有风险，投资需谨慎。