



2017年12月27日

李大振

## 2018年宏观经济与资本市场展望

### /观点简述/

从宏观经济环境来看，2017年以来外需回暖，国内消费稳健增长，地产的销售和投资好于预期，推动经济触底反弹。展望2018年，预计国内消费增速稳中有升，投资对经济增速贡献可能下降，经济增速小幅下降，但结构改善，通胀有所回升，系统性风险不大。在相对平稳的经济环境下，新旧动能转换和结构优化升级一直在进行。

**债券市场：**债券市场从跌幅看已经与2013年相当，基于债券和贷款利率的比较，目前债券市场配置价值突出。考虑到目前货币政策难放松、去杠杆仍在继续，债市趋势性机会还要等待更明确的信号出现，包括融资需求的萎缩和去杠杆是否告一段落。当前总体的策略建议仍是持有短久期高票息策略为主，等待信号明确后拉长久期。

**股票市场：**经济复苏、企业盈利增长推动蓝筹股在2017年大幅上涨，整体呈现“一九行情”，目前企业盈利仍处于向上的轨道之中，股市整体估值仍低于历史均值。预计2018年结构性慢牛行情继续，市场的主线仍以内生增长的业绩为核心，蓝筹股和中盘优质成长股都有较好的机会，估值高企的小票、壳股依然难有系统性行情。受益于国际资金关注度提高等因素，港股市场也具有较好的投资前景。风险因素主要在于市场利率的阶段性上行和监管政策对流动性的冲击。

## 第一部分 宏观经济

### 一、2017 年宏观经济回顾：全球经济复苏，中国出口改善，国内需求回暖

- (一) 全球经济复苏，中国出口改善
- (二) 国内消费成为经济增长主要动力，房地产投资增速超预期

### 二、2018 年宏观经济展望：经济增速降档，结构改善，通胀小幅回升

- (一) 投资：基建投资托而不举，房地产投资增速将有所放缓，制造业投资增速有望回升
- (二) 消费已成经济增长第一动力
- (三) 出口对于经济贡献大概率趋弱
- (四) 通胀小幅回升，CPI 前高后低

## 第二部分 债券市场

### 一、2017 年回顾：经济复苏和监管推动去杠杆造成债券市场大幅回调

- (一) 债券市场从跌幅来看已经与 2013 年相当
- (二) 监管推动去杠杆挤压债券资金面

### 二、货币政策与监管环境

- (一) 2018 年经济总体增长稳定，通胀反弹，基本面压制下货币政策难放松，但进一步收紧空间同样不大
- (二) 金融监管抑虚向实初见成效，去杠杆将持续

### 三、债券市场展望与策略

- (一) 从债券和贷款比价看，债市配置价值突出
- (二) 趋势性机会还要等待，去杠杆的进程是债市走势的重要影响因素
- (三) 关注 M2 和社会融资规模指标，金融去杠杆和经济去杠杆的节奏决定未来债券市场的机会

## 第三部分 股票市场

### 一、2017 年回顾：经济复苏、企业盈利增长推动蓝筹股上涨

- (一) 2017 年股票市场呈现明显的“一九分化”
- (二) 资本市场监管政策和制度建设也是影响 2017 年 A 股市场的重要原因之一

### 二、展望 2018，预计企业盈利继续上行、资金利率上半年仍有上行压力，下半年有望下行、风险偏好温和上行

- (一) 受益于经济复苏、通胀温和，预计企业盈利在 2018 年仍然较好
- (二) 资金利率在 2017 年已经大幅上行，2018 年继续上行空间有限，下半年有望回落
- (三) 市场对于股票市场的风险偏好有所上升，有利于估值提升

### 三、股票市场展望与策略

- (一) 和过去十年的历史均值相比，当前估值水平仍然偏低，估值并未泡沫化，估值仍有提升空间
- (二) 股票市场中蓝筹公司和中盘优质成长股都有较好的机会，市场的主线仍以内生增长的业绩为核心
- (三) 港股市场：估值仍然较低，国际资金关注度提高，国内资金南下背景下仍然乐观

## 第一部分 宏观经济

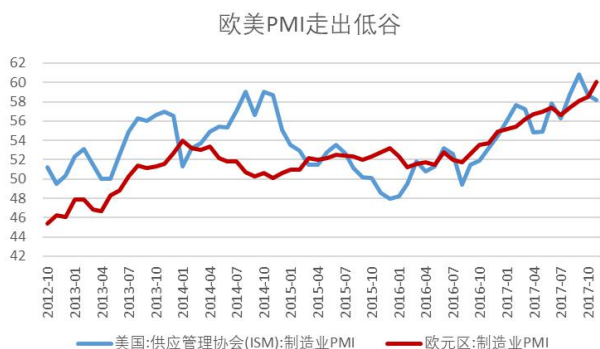
### 一、2017 年宏观经济回顾：全球经济复苏，中国出口改善，国内需求回暖

#### (一) 全球经济复苏，中国出口改善

从国际来看，2016 年以来新兴经济体和发达国家经济增速均有反弹，全球贸易量增加，外需对中国经济增长起到明显作用。

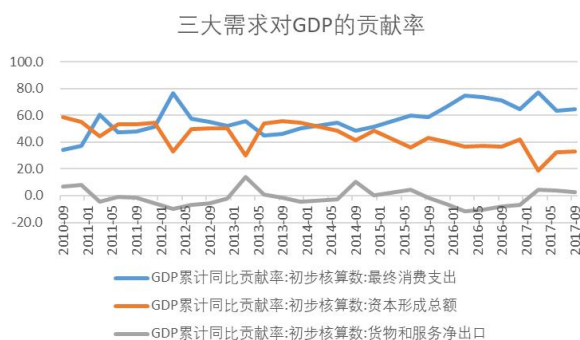
欧美 PMI 指数从 2016 年起逐步回升，贸易量也开始回暖，主要经济体的进出口金额自 2017 年一季度起明显回升，中国按照支出法核算的 GDP 中，净出口和消费对 GDP 累计同比的拉动，从 2016 年全年的-0.5 个点和 4.3 个点提高至 2017 年前三季度的 0.2 个点和 4.5 个点，而投资对 GDP 累计同比的拉动从 2016 年的 2.8 个点降低为 2017 年前三季度的 2.3 个点，可见外需对于 2017 年中国经济增速起到重要作用，国内的消费对于经济增速的拉动作用也在加强。

图一：欧美经济复苏，PMI 指数回升



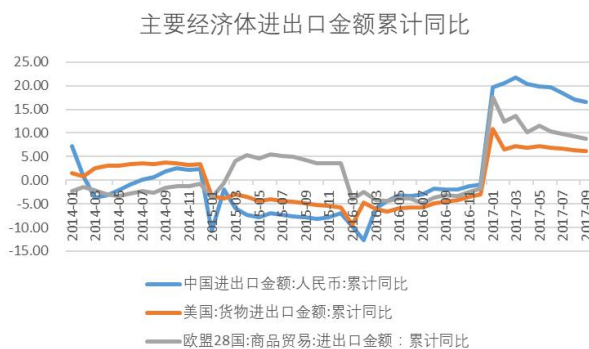
数据来源：wind

图三：2017 出口对 GDP 贡献率明显增强



数据来源：wind

图二：主要经济体进出口金额增速上升



数据来源：wind

图四：支出法下三大需求对 GDP 贡献分解

指标名称	GDP 累计同比贡献率:最终消费支出	GDP 累计同比贡献率:资本形成总额	GDP 累计同比贡献率:货物和服务净出口	对 GDP 累计同比的拉动:最终消费支出	对 GDP 累计同比的拉动:资本形成总额	对 GDP 累计同比的拉动:货物和服务净出口
2016-03	75.0	36.5	-11.5	5.0	2.4	-0.8
2016-06	73.4	37.0	-10.4	4.9	2.5	-0.7
2016-09	71.0	36.8	-7.8	4.8	2.5	-0.5
2016-12	64.6	42.2	-6.8	4.3	2.8	-0.5
2017-03	77.2	18.6	4.2	5.3	1.3	0.3
2017-06	63.4	32.7	3.9	4.4	2.3	0.3
2017-09	64.5	32.8	2.7	4.5	2.3	0.2

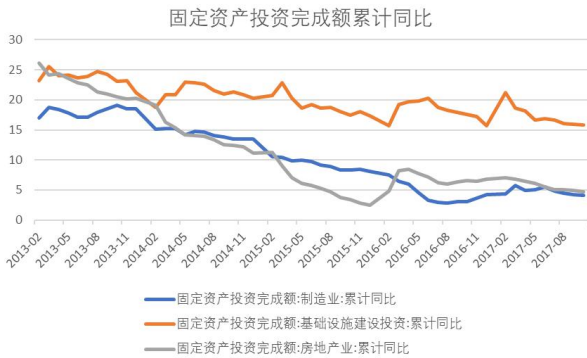
数据来源：wind

#### (二) 国内消费成为经济增长主要动力，房地产投资增速超预期

从国内来看，消费稳健增长，地产的销售和投资超预期，推动经济在 2016 年触底反弹，并延续至 2017 年。自 2013 年到 2015 年，投资增速整体呈现下行趋势，从 2016 年起，投资底部企稳，其中基建投资增速一直维持在较高的水平，制造业投资增速在 2016 年中下探低点后企稳回升，房地产投资受益于本轮地产去库存，在 2016 年增速达到 6.8%，并且在 2017 年初市场预期当年投资可能转负情况下，前十个月增速达到 4.7%，投资增速放缓

的节奏大大慢于市场预期。因此，投资对 GDP 的贡献虽然在 2017 年有所下降，但好于预期。

图五：基建、房地产和制造业投资增速



数据来源：wind

图六：2017 年房地产投资增速好于预期



数据来源：wind

## 二、2018 年宏观经济展望，经济增速降档，结构改善，通胀小幅回升

（一）从投资来看，基建投资、房地产投资和制造业投资是投资的三大重要方向，展望 2018 年，基建投资仍将托而不举，在严控城投公司和 PPP 情况下预计增速可能低于 2017 年；受销售增速下降影响，房地产投资增速将有所放缓；制造业投资增速有望回升，但考虑到供给侧改革和经济结构变化，制造业投资增速回升空间相对有限。

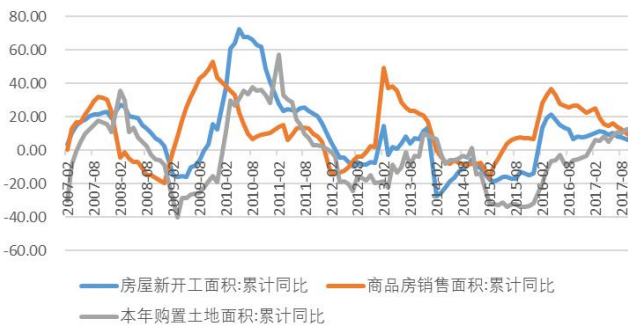
**第一、基建投资仍将托而不举，预计 2018 年在严控城投公司和 PPP 情况下增速低于 2017 年。**基建投资在 2017 年前 10 个月累计增速为 15.9%，与去年同期的 17.6% 相比，回落幅度并不大。基建在需求端中仍是增速最高的，目前看是托底经济的中坚力量。展望 2018 年，我们认为基建投资整体稳健，但增速可能较 2017 年有所降低，一方面是因为当前财政赤字率相比以往已经较高，基建历年充当逆势调节的作用，在追求经济增长向质量提高的过程中，没有必要逆势提升基建增速。另一方面，近几年城投公司和 PPP 模式是基建投资的重要方式，而近期中央加强对城投和 PPP 的监管，划清地方政府债务和城投债务，并发布 50 号文和 92 号文，明确对“明股实债”类 PPP 项目的规范，要求对已经进入全国 PPP 项目库的存量项目进行排除，严格控制新增的项目。在这样的政策环境下，未来基建投资大概率仍将是托而不举，小幅下行。

**第二、受销售增速下降影响房地产投资增速将有所放缓。**近 10 年以来，房地产销售有三个较强的销售周期，分别是 2009 年、2012 年和 2015 年，房地产的销售带动房地产投资的上行，本轮地产销售上行周期自 2015 年起持续至今，同样带动 2016-2017 年房地产投资增长，但目前看房地产销售面积累计同比增速已经从 2016 年 4 月的 36% 高点降低至 2017 年 10 月的 8.2%。受到限购和限贷政策的影响，在 40 个大中城市中，一线城市销售面积同比最早转为负数，二三线城市销售面积同比增速也在下降趋势当中。因此在地产销售放缓向地产投资逐步传导的过程中，2018 年地产投资增速较 2017 年相比，大概率是向下的。即使考虑到棚户区改造和租赁住房建设等因素，投资下滑的趋势也将继续。



图七：商品房销售面积和新开工面积增速下滑

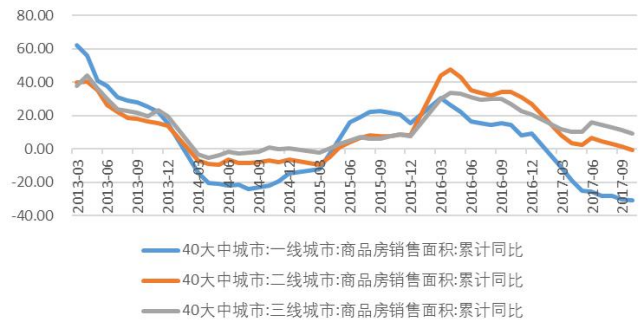
商品房销售面积、新开工面积与土地购置面积



数据来源：wind

图八：一二三线城市销售增速渐次下降

40大中城市商品房销售面积

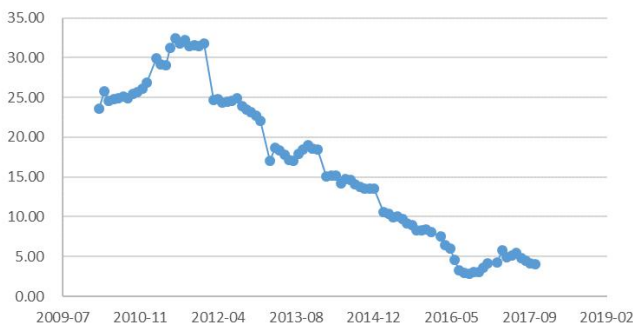


数据来源：wind

第三、制造业投资增速有望回升，但考虑到供给侧改革和经济结构变化，制造业投资增速回升空间相对有限。制造业投资增速在2016年上半年经历一轮快速下跌后见底，此后微弱上升，2017年10月制造业累计同比增速为4.1%。从2017年的趋势看，制造业投资并未伴随整个工业企业收入和利润的增长而同步增长，工业企业盈利改善没有带动产能明显扩张，主要原因可能在于这一轮收入和利润提高更多是在上游，在供给端去产能、环保限产的背景下，以钢铁、煤炭为代表的黑色系产品受益最为明显，利润大幅提升。但上游企业的去产能政策又限制了新增投资，中下游行业的制造业盈利改善相对来说不如上游明显，盈利向好的消费企业的资本开支较重资产行业的资本开支来说规模较小，所以整体制造业投资反弹空间可能相对有限。

图九：制造业投资低位企稳

固定资产投资完成额:制造业:累计同比



数据来源：wind

图十：工业企业利润大幅回升

工业企业收入和利润



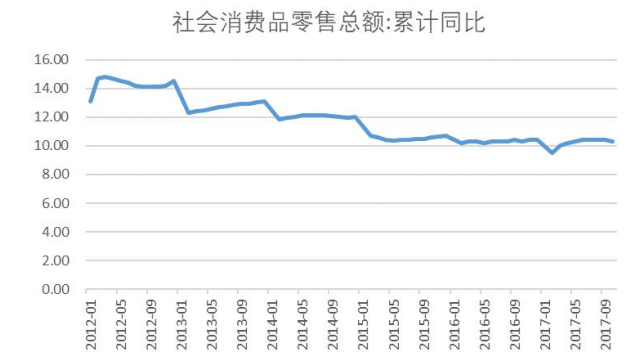
数据来源：wind

(二) 消费已成经济增长第一动力，考虑到居民可支配收入增速提升，消费支出有望加快。

消费目前是经济增长的主要动力，截至2017年9月份，消费支出对GDP的贡献率达到64.5%，社会消费品零售总额在前十个月的增速为10.3%。城镇居民前三季度可支配收入同比达到8.3%，较去年同期的7.76%有所提升，城镇登记失业率降低至近几年低点，一般来说，居民可支配收入的增速对于消费有较强的影响，考虑到消费

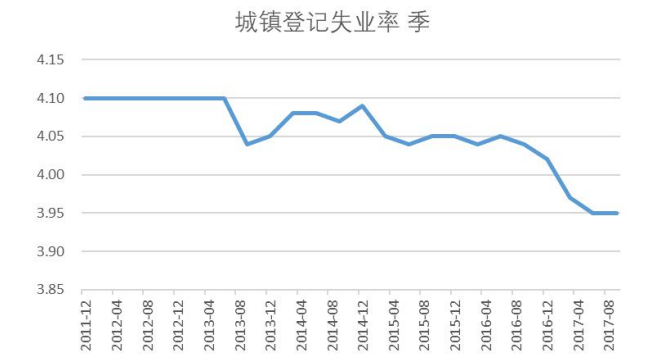
的低波动性及居民可支配收入的增长，预计 2018 年全年社会消费品零售总额增速较 2017 年小幅增加。

图十一：社会消费品零售总额稳中有升



数据来源: wind

图十二：城镇登记失业率处于低位



数据来源: wind

(三) 2017 年出口对于经济贡献逐季趋弱，预计 2018 年出口增速较 2017 年持平或者略有放缓。

受益于全球贸易复苏，货物和服务净出口是中国经济得以维持较强韧性的所在。但从季度的进出口数据看，出口对中国经济的贡献逐季趋弱，预计 2018 年还将延续这一趋势。欧、美私人和非金融企业部门资产负债表修复后经济开始复苏，但还没有进入持续加杠杆的阶段，预计 2018 年出口的增速较 2017 年的增速持平或者略有放缓。

图十三：IMF 对经济增速的预期%

	2015	2016	2017E	2018E
全球	3.4	3.2	3.5	3.6
美国	2.9	1.5	2.1	2.1
欧元区	2	1.8	1.9	1.7
日本	1.1	1	1.3	0.6
英国	2.2	1.8	1.7	1.5

综合上面的分析，预计 2018 年投资和出口同比略有下降，而消费需求平稳或者略有上升，GDP 增速较 2017 年略有下降。宏观层面并不存在经济失速的风险，对于投资来说不存在系统性的下行风险，在相对平稳的经济环境下，宏观经济周期对于投资的影响有所弱化，结构性的变化影响更大。

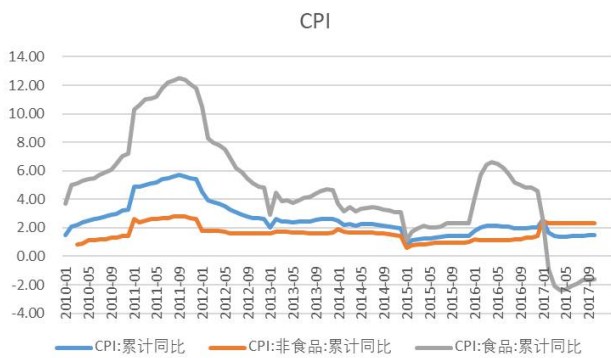
(四) 通胀小幅回升，CPI 前高后低。

2017 年 10 月 CPI 累计同比增长 1.5%，PPI 累计同比增长 6.5%。其中 10 月份单月涨幅分别为 1.9%和 6.9%，在 CPI10 月份 1.9%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾因素约为 0.4 个百分点，新涨价因素约为 1.5 个百分点。其中食品项目在前 10 个月同比增速均为负数，非食品项目则较为平稳，整体增速高于去年。在 10 月份 6.9%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾因素约为 3.2 个百分点，新涨价因素约为 3.7 个百分点。

展望 2018 年通胀情况，上半年 CPI 食品类项目在前期基础上进一步下滑的概率和空间较小，在低基数效应下，预计上半年 CPI 将出现一定幅度的回升。同时在消费升级和劳动力成本提高趋势下，非食品价格也有一定上

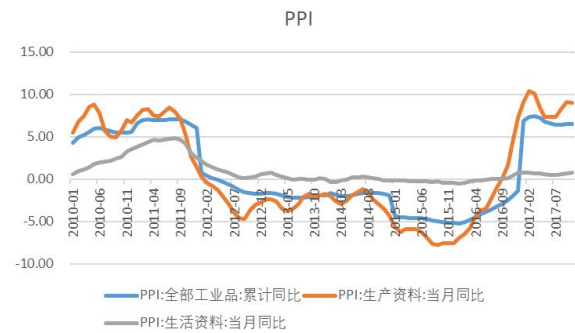
涨空间，通胀中枢有望回到 2% 以上的水平。考虑到 2017 年下半年 CPI 开始回暖，在基数效应作用下预计 CPI 将有所回落。目前市场对于通胀的担心主要在于原油价格上升和 PPI 向 CPI 传导，我们认为虽然近期国际油价还有上涨风险，但是由于原油价格站稳 50 美元/桶后，就能够刺激页岩油产能提高，从而国际原油价格会再次触碰到“天花板”。所以我们认为国际原油价格上涨有限，对国内 CPI 传导空间也相对有限。从 PPI 的分项来看，PPI 中生产资料同比增幅较高，而生活资料同比增幅非常有限，10 月 PPI 生活资料分项同比仅上涨 0.8%，目前 PPI 向 CPI 传导风险可控。综合上述分析，我们认为 2018 年 CPI 同比中枢在 2.5% 左右，并在一季度之后有望走低。

图十四：CPI 受基数效应影响预计前高后低



数据来源: wind

图十五：PPI 增速放缓



数据来源: wind



## 第二部分 债券市场

### 一、2017 年债券市场回顾：经济复苏和监管推动去杠杆造成债券市场大幅回调

#### （一）债券市场从跌幅来看已经与 2013 年相当

从 2016 年 10 月开始，受到经济回暖和金融去杠杆的影响，债券市场从牛走熊，十年期国债收益率在达到 2.65% 的低点后逐步走高，本轮熊市持续的时间和调整幅度与 2013 年相当，从 2016 年 10 月下旬至 2017 年 11 月底，10 年国债收益率从 2.65% 上行至 3.9%，上行 125BP，10 年国开债券收益率从 3.0% 上行至 2017 年 11 月底的 4.8% 附近，上行 180BP。而相比之下，2013 年债券熊市期间 10 年国债收益率从 3.4% 上升到 4.7%，上行 130BP，10 年国开债券收益率从 4.1% 上升到 5.6%，上行 150BP，本轮债券市场的调整幅度已经与 2013 年相当。

图十六：十年期国债、国开债券收益率调整幅度已经与上轮熊市相当



数据来源：wind

#### （二）监管推动去杠杆挤压债券资金面

2016 年中央政治局会议中指出货币政策要在保证流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范金融风险。在防风险和去杠杆的政策背景下，央行在 2017 年一季度两次分别上调了逆回购和 MLF 中标利率 10bp，保持市场资金偏紧并且新投放的流动性采用更长的期限，在去杠杆基调下，央行在实际操作中维持市场资金偏紧。

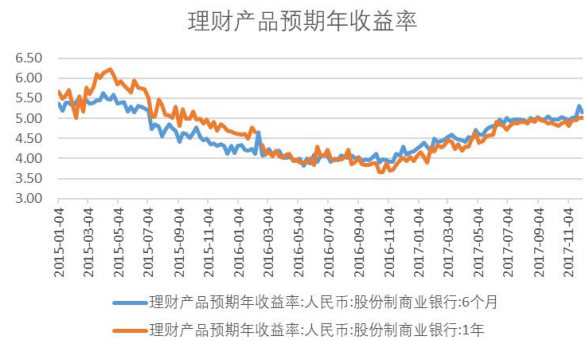
同时，监管政策在 2017 年密集出台，2017 年 3 月底至 4 月初银监会连续发布 7 份监管文件，监管去杠杆的决心和政策出台效率超出市场预期，央行也在货币政策执行报告中提出拟将同业存单纳入 MPA 同业负债考核等措施，在一系列的监管政策下，同业加杠杆的现象得到明显抑制，债券市场受到的压力也将逐渐显现。

图十七：同业存单利率大幅上升



数据来源: wind

图十八：资金趋紧，理财产品预期收益上升



数据来源: wind

## 二、货币政策与监管环境

### (一) 2018 年经济总体增长稳定，通胀反弹，基本面压制下货币政策难放松，但进一步收紧空间同样不大

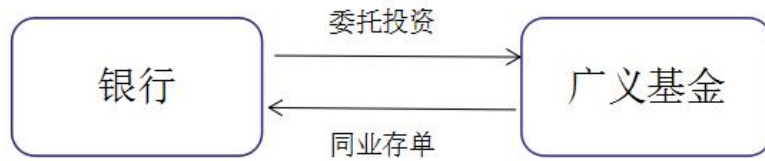
2015 年之前，外汇占款是基础货币投放的主渠道，但自从 2015 年人民币汇率波动加大之后，央行的公开市场操作和 MLF 成为货币投放的主要渠道，这样的变化带来两方面的影响：第一，投放方向和规模由央行控制，一般来说流动性的投放多面向一级交易商，大部分中小银行难以直接接受到央行的流动性，只能依赖于同业获取流动性，第二，价格比通过外汇占款相比更高。在 2016 年三季度起，央行货币政策趋于收紧，采取“削峰填谷”的投放策略来满足银行系统的流动性需求，维持资金面的紧平衡。

展望 2018 年，货币政策基调预计仍为“稳健货币政策”。“防风险”和“去杠杆”仍然是货币政策目标中重点考虑的因素，同时国际上其他国家货币紧缩进程仍在继续，通胀也有一定上升压力。因此，预计 2018 年货币政策很难比 2017 年宽松，但是由于经济复苏的前景需要进一步观测，流动性进一步大幅收紧的可能性也不大。

### (二) 金融监管抑虚向实，去杠杆将持续

从 2014 到 2016 年，同业资金在货币宽松和债券牛市背景下大幅加杠杆，中小银行用发行同业存单的方式从流动性充裕的大行获得资金，再去购买同业理财、货币基金或券商集合定向等资产管理计划等进行套利。同业理财、货币基金、资管计划等金融产品投资时，又将同业存单等作为投资标的，进而形成一个循环派生流动性的结构。由于同业存单不需要缴准备金、不受同业负债比例限制等优势，一直是中小银行扩张负债端的重要手段，这样的结构在债券市场上行时起到推波助澜的效果，同样，在债市去杠杆的进程中也起到加快泡沫破裂的作用。

图十九：银行与非银机构金融去杠杆过程



从目前的监管态度来看，监管强度保持定力，将继续推进去杠杆。无论是金融工作会议、十九大还是货币政策执行报告，都在突出强调防风险，预计强监管的政策基调在 2018 年内继续。而且，已经出台的同业存单纳入 MPA 考核体系，在最新的 MPA 考核模式下，同业存单纳入同业负债，而同业负债不能超总资产的 1/3，货基新规对于投资也做了很多限制，原有的流动性派生链条被扼制，银行利用同业存单扩张负债的模式难以持续。

### 三、债券市场展望与策略

(一) 债市已具备配置价值。2016 年 10 月以来债券收益率上升幅度远超过贷款，目前贷款加权利率和政策性银行债平均收益率的利差已经降至历史低点，债券配置价值明显。从历史来看，2010 年 10 月开始的加息周期中，中长期贷款利率基准最高上升到 2011 年 4 月的 6.8%，在这一利率上行期间，十年国开收益率最高上行至 4.8%；经历过 2014-2015 年降息周期之后，中长期贷款利率基准在 2015 年 10 月下降到 4.9%并延续至今，金融机构人民币贷款加权利率由 2016 年 9 月底的 5.22%上升到目前 5.76%，而十年国开债收益率从 3.0%上升到 4.9%，考虑到目前的经济增速、通胀水平，债券配置价值突出，对配置资金或持有到期账户，每次调整都是值得关注的机会。

图二十：与贷款利率相比，当前债券配置价值突出



数据来源: wind

从中美 10 年期国债收益率对比来看，截至 2017 年 11 月底，中国 10 年期国债 3.9%，较年初上升 80BP，美国 10 年期国债收益率 2.37%，相比于年初的 2.45%还有所下降，中美 10 年期国债利差已经从年初 67BP 上升到目前的 150BP，即使考虑到美国的加息预期，目前远高于历史平均的利差水平也有较强的安全边际。

图二十一：中美十年期国债收益率利差处于高位



数据来源: wind

(二) 趋势性机会还要等待，去杠杆的进程是债市走势的重要影响因素。2014-2016 年银行表外资金扩张带来了更多的资产配置需求，叠加经济基本面有利于债市，债券的配置需求较强，从而大幅压低了债券收益率和信用利差。而目前在表外扩张受到强监管情况下，银行的投融资更多的要回到表内之中。从 2017 年以来情况看，表内贷款占社融的比例回升到超过 70% 的水平，而债券融资的比例下降，在表内资产当中，核心资产先是贷款而后是债券，负债则主要是存款。目前最主要的问题在于金融脱媒背景下，银行负债端压力较大，存款派生偏弱，相应的可配置于债券的资金规模也受到限制。从目前情况来看，银行表内配置债券的资金相对有限，非银机构在拆解杠杆过程中存在一些不确定性，包括前期银行委外规模的收缩可能会对市场带来阶段性的扰动。目前金融市场上去杠杆仍在进行之中，需要关注的点是去杠杆是否会导致部分账户赎回进而出现的阶段性的流动性冲击。

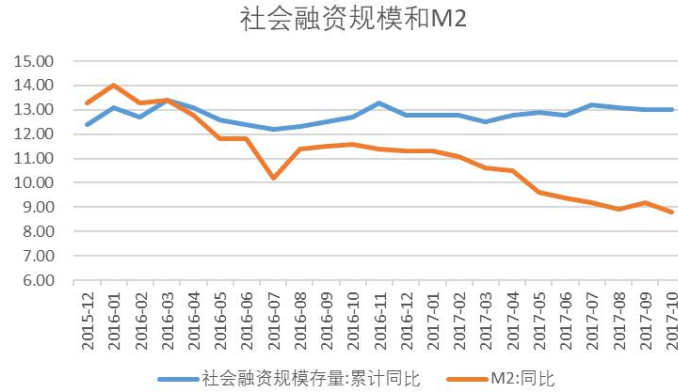
### (三) 关注 M2 和社会融资规模指标，金融去杠杆和经济去杠杆的节奏决定未来债券市场的机会。

从目前来看，经济仍有韧性，债务融资需求还没有明显弱化，银行表内需求力量较弱，表外杠杆尚未出清，债市趋势性机会还需要等待更明确的信号。从信号来说，我们关注 M2 和社会融资规模的变化，这里包含两层含义，第一是关注 M2 和社融增速之间的差，这反映了金融去杠杆的力度；第二是关注社会融资规模自身是否下降，这反映了实体融资需求的变化。

首先，过去一年由于金融去杠杆导致银行和非银活动之间的信用创造活动显著下降，M2 同比增速的下滑力度要远大于社融，2017 年 10 月，社会融资规模存量同比增速高于 M2 增速 4.2 个百分点。社会融资规模反映了实体经济获得的资金支持，社会融资规模增速平稳，意味着实体部门融资状况依然良好。M2 增速下降意味着银行体系的负债下降，社会融资规模增速与 M2 增速背离是金融去杠杆的结果。



图二十二：社会融资规模和 M2 增速出现较大缺口



数据来源: wind

金融去杠杆导致银行体系投向非银金融机构的资金减少，银行购买非银机构发行的资管等金融产品将派生 M2，但是否增加社会融资规模，则要看非银机构有没有将这笔资金投入实体经济。如果非银机构从银行体系拿到钱后没有投入到实体经济，就发生了资金空转，这时仅体现为 M2 增长而社会融资规模没有变化；只有非银机构将通过资管等产品融来的资金投入实体经济，才能增加社会融资规模。目前，金融去杠杆使得银行首先开始回收通过资管计划等投向非银机构的资金，资金内部往来减少，这导致 M2 增速下降，但社会融资规模增长相对平稳。因此，M2 的和社融的增速之间的差，就是关注金融体系去杠杆进程的重要指标，如果 M2 的增速逐渐恢复到与社融相应的水平，那么去杠杆的压力会有所减轻，银行体系内配置资金也会好转。

另外社融本身的增速变化也值得关注，从数据上来看，新增的社融中，超过 70%是贷款，而贷款中接近 70%与居民有关，社会融资需求中的相当一部分对应着居民购房加杠杆，未来居民部门的融资行为对融资需求的影响值得关注。从目前的数据显示，由于地产调控的趋于严格，地产销售同比增速的下滑，居民部门的中长期信贷增速已经开始回落，而目前的政策对于加杠杆购房的限制大概率使得这一部分融资趋于收缩，从而带来整体融资需求的下降。如果社融增速整体下降的话，贷款对于债券的挤压也会缓解，进而带来配置需求。

综合而言，我们认为 2018 年投资小幅下行，出口对于经济贡献趋弱，消费是推动经济增长的主要动力，通胀小幅回升，CPI 前高后低，货币政策难放松，但进一步收紧空间同样不大。基于债券和贷款的比较，债券收益率继续上升的空间也有限，债券配置价值突出，但考虑到去杠杆目前仍在进行，趋势性机会还要等待更明确的信号出现，包括融资需求的萎缩和去杠杆是否告一段落。在这样的环境下，当前总体的策略建议仍是持有短久期高票息策略为主，等待信号明确后再拉长久期，进行防守反击。



### 第三部分 股票市场

#### 一、2017 年回顾：经济复苏、企业盈利增长推动蓝筹股上涨

(一) 2017 年股票市场呈现明显的“一九分化”。回顾 2017 年股票市场，在宏观复苏的背景下，企业盈利总体在本年度有较大幅度的增长，推动 A 股市场走出了蓝筹股的结构性的牛市行情。业绩稳定、低估值的龙头大市值股票涨幅明显，截至 2017 年 11 月 30 日，上证 50、沪深 300、中小板指分别上涨 25%、21%、17%，而中证 500、创业板指和中证 1000 分别下跌 0.01%、10%和 16%，分化十分明显。大市值公司涨幅居前，500 亿市值以上公司平均涨幅 34.2%，50 亿市值以下公司平均下跌 17.6%(剔除 2017 年新上市股票)，下跌股票的数量远高于上涨股票的个数，体现出“一九分化”的特点。

图二十三：2017 年以来各指数涨跌幅（截至 20171130）



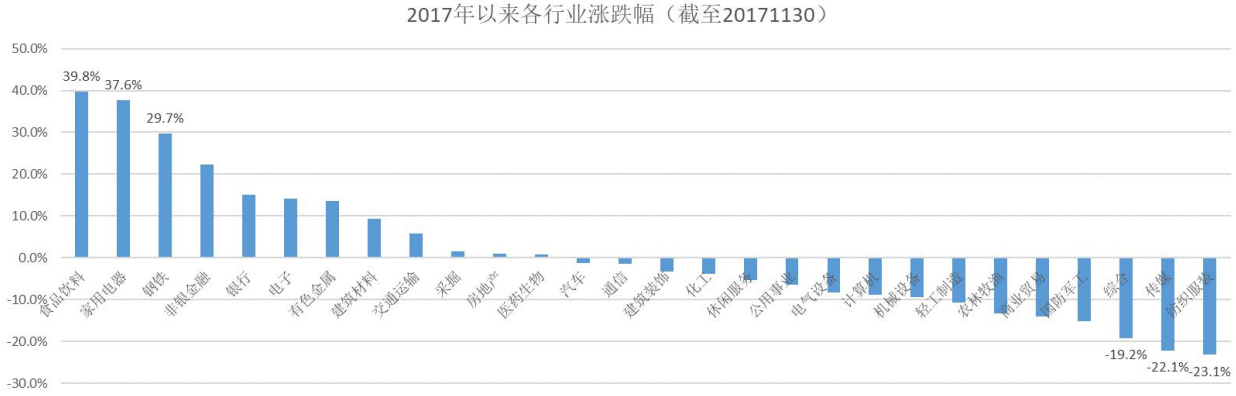
数据来源: wind

图二十四：2017 年不同市值区间公司涨跌幅（截至 20171130）

市值	大于500亿	200到500亿	100到200亿	50到100亿	50亿以下
涨幅	34.2%	15.5%	-0.9%	-7.2%	-17.6%
公司数量占比	4.8%	10.3%	17.9%	31.0%	35.9%

从行业表现来看，截至 2017 年 11 月 30 日，申万 28 个行业中 12 个行业收涨，食品饮料、家用电器、和钢铁涨幅最高，分别为 39.8%、37.6%和 29.7%；纺织服装、传媒、综合跌幅最高，分别为 23.1%、22.1%和 19.2%。

图二十五： 2017 年以来各行业涨跌幅（截至 20171130）



数据来源：wind

（二）资本市场监管政策和制度建设也是影响 2017 年 A 股市场的重要原因之一。一方面，证监会深化新股发行制度改革，截至 2017 年 11 月底，417 家企业完成 IPO 发行，数量比去年全年增长 84%，另外一方面规范再融资，完善股份减持制度，打击内幕交易、市场操纵等违法违规行为，炒壳、炒小等投机炒作受到抑制，一系列政策对于市场风险偏好以及新增资金流入预期产生一定影响，有利于公司治理好、业绩稳定的大市值龙头公司走出牛市行情。

## 二、展望 2018，预计企业盈利继续上行、资金利率可能仍有阶段性上行风险，下半年有望回落、风险偏好伴随股指温和上行

从影响股票价格的几个重要因素来看，2017 年企业盈利的上涨是主要原因，非金融企业 2016 年前三季度累计收入增速达到 23.2%，净利润增速 36.5%，盈利改善的驱动因素包括经济复苏需求提升叠加供给侧改革，煤炭、钢铁、有色等周期品和房地产相关产业链业绩大幅改善；另外居民实际可支配收入回升带动消费同比回升明显，尤其在消费升级背景下，电子、家电、食品饮料和商贸零售等消费行业盈利也明显改善，预计 2018 年企业盈利仍将是推动股票上行的重要动力；资金利率在 2017 年明显上行，对估值有一定压制作用，这一因素有望在 2018 年下半年改变；风险偏好自 2016 年之后伴随股指的上升而回升，预计这一因素将在 2018 年延续。

图二十六： 上市公司营业总收入同比增速%



数据来源: wind

图二十七: 上市公司营业总收入同比增速%



数据来源: wind

图二十八: 2017Q3 部分行业净利润增幅

地产基建叠加供给侧改革相关行业						
2017Q3	煤炭	有色金属	钢铁	房地产	建材	建筑
收入同比	57.5%	23.3%	49.7%	4.5%	37.8%	10.6%
净利润同比	222.1%	130.7%	606.4%	25.9%	89.6%	14.2%

消费升级相关行业						
2017Q3	汽车	商贸零售	餐饮旅游	家电	食品饮料	电子
收入同比	19.4%	20.8%	24.6%	31.8%	17.0%	38.1%
净利润同比	9.1%	30.7%	27.2%	25.2%	31.1%	50.4%

数据来源: wind

(一) 受益于经济复苏、通胀温和, 预计企业盈利在 2018 年仍然较高

展望 2018 年, 经济弱复苏持续, 通胀温和, 企业盈利仍处于向上的轨道之中, 但供给侧改革因素弱化和基数较高, 企业盈利增速较 2017 年可能有所回落。在中观产业层面表现为, 行业内格局变化趋势仍将是行业龙头集中度提升, 优势企业在宏观稳定背景下收入和利润的增幅有望明显超越行业平均水平。根据 wind 中分析师预测所计算出来的 2018 年全部 A 股预期净利润增速在 16.5%, 其中非金融企业增速 23.6%, 金融企业 8.8%, 考虑到分析师的预测相对乐观, 我们预计 2018 年全部 A 股净利润增速有望保持 10%-15%, 非金融全体 A 股净利润增速有望保持 15%-20%左右的增速区间。

图二十九: Wind 分析师盈利预测对应的业绩增速和估值

板块名称	2016净利润(亿)	2017预测净利润(亿)	2018预测净利润(亿)	总市值(亿)	2017预期净利润增速	2018预期净利润增速	2017预测市盈率	2018预测市盈率
全部A股	30,190	33,947	39,537	611,704	12.4%	16.5%	18.0	15.5
全部A股(非金融)	14,306	17,569	21,722	465,527	22.8%	23.6%	26.5	21.4
全部A股(金融)	15,884	16,377	17,815	146,177	3.1%	8.8%	8.9	8.2
全部主板(剔除中小板)	26,828	29,810	34,017	468,152	11.1%	14.1%	15.7	13.8
中小企业板	2,400	2,937	3,845	104,822	22.4%	30.9%	35.7	27.3
创业板(剔除温氏股份)	895	1,137	1,599	51,189	27.1%	40.6%	45.0	32.0

数据来源: wind

(二) 资金利率在 2017 年已经大幅上行, 2018 年继续上行空间有限, 下半年有望回落

2017 年利率整体大幅上行, 以 1 年期同业存款利率来看, 利率从 2016 年的平均 3.02% 上升到 2017 年的 4.45% (截至 11 月 30 日平均), 市场无风险利率上行压制股票市场的估值提升, 但由于盈利更为强劲, 企业盈利推动优质股票价格上行。展望 2018 年, 我们认为不排除资金利率阶段性上行对于股市估值有一定的压制, 但

总体来说进一步上行空间有限，从货币政策来看，2018 年上半年在去杠杆的环境下，货币政策大概率维持稳健偏紧，同时 2018 年上半年通胀可能略有上行，所以上半年不排除资金利率短期继续上行，但考虑过高的利率对实体经济的传导，以及居民购房加杠杆的回落，下半年融资需求有望回落，在资金供求关系整体改善后利率有一定下行的机会，有利于股票市场的估值提升。

图三十： 同业存款利率走势



数据来源：wind

从资金流向来看，限购限售、租售同权等房地产长效机制降低了房地产的波动性和流动性，房地产的投资回报在降低，房地产销售放缓之后，增量资金可能会流向股票类资产，在全球总体增长稳定、新兴市场增长占优的背景下，资金流向新兴市场的趋势可能仍在 2018 年延续。尤其中国市场在增长好于海外投资者预期的背景下，资金加快流入的可能性也在上升。同时 MSCI 纳入 A 股 2018 年开始实施，这些也会带来一定的资金增量。按照 MSCI 公布 A 股进阶时间表，2018 年 6 月 1 日，按照 2.5% 的纳入比例将 A 股正式纳入“MSCI 新兴市场指数”中。2018 年 9 月 3 日，将 A 股的纳入比例提高到 5%。海外投资者对中国 A 股的兴趣大大增加，申请开通沪股通、深股通账户的投资者快速增长，截至 2017 年 11 月末，陆股通资金累积净流入 3389 亿元。

图三十一： 陆股通：累计买入成交净额



数据来源：wind

### (三) 市场对于股票市场的风险偏好有所上升，有利于估值提升

2015 年股票市场的暴跌重创了股票市场投资者，从 2015 年 6 月到 2016 年初的熔断，市场三次股灾使得投

投资者风险偏好大为降低，而从 2016 年起，投资者逐步修正了对股票市场的预期，在市场大幅回调之后重新审视风险收益比，自此风险偏好有所回升，在 2017 年，优质蓝筹股的赚钱效应吸引更多的投资者关注并投资，以东方证券资管发行的东方红系列为代表的蓝筹投资基金获得投资者的青睐，在 5 月和 9 月两次募集时都达到了百亿级的规模。融资融券数据也是反映投资者风险偏好的一个较好的指标，2017 年 6 月以来，二级市场融资余额持续上升，11 月 6 日融资余额突破 1 万亿，上一次市场融资余额超过万亿是 2016 年年初之前，此后一直低于 1 万亿。目前的融资余额较 2015 年高点尚有较大距离，指数慢牛情况下两融余额有望伴随投资者风险偏好的提升而上升。

图三十二： 沪深 300 指数与两融余额



数据来源: wind

### 三、股票市场展望与策略

(一) 和过去十年的历史均值相比，当前估值水平仍然偏低，估值并未泡沫化，估值仍有提升空间

当前沪深 300 市盈率 (TTM) 为 14 倍，略低于过去十年的历史平均水平；市净率为 1.6 倍，同样略低于历史均值水平。其他主要指数一样低于历史平均水平，估值仍然不高，其中上证 50 和沪深 300 成分股的估值仍然显著低于中证 500、中小板和创业板。

图三十三： 主要指数市盈率

市盈率 (TTM)	沪深 300 成份	中证 500 成份	上证 50 指数成份	中小企 业板	创业板
历史平均	17.3	37.8	15.3	43.5	61.3
历史最高	54.9	79.5	52.7	95.5	154.3
历史最低	7.9	11.6	6.4	15.9	28.2
2017-11-30	14.0	29.0	11.5	37.9	49.8



图三十四：主要指数市净率

市净率	沪深300成份	中证500成份	上证50指数成份	中小企业板	创业板
历史平均	2.4	3.3	2.2	4.3	4.8
历史最高	7.8	7.1	8.2	8.3	12.9
历史最低	1.2	1.6	1.0	2.2	2.2
2017-11-30	1.6	2.6	1.3	3.6	4.2

图三十五：市盈率走势



数据来源: wind

图三十六：市净率走势



数据来源: wind

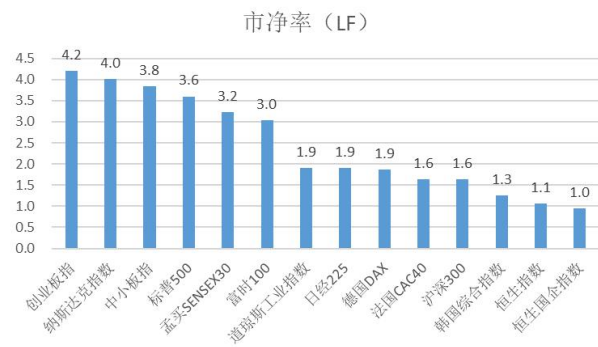
和国际市场相比，A股的整体估值仍然不高，创业板和中小板较欧美股市估值偏高，考虑到中国仍是全球经济增长速度最快的经济体之一，A股的估值具备一定吸引力。随着A股越来越开放、国际投资者参与程度越来越高，A股的估值特别是蓝筹股的估值将逐步与国际接轨，预计A股在2018年有一定估值上升的空间。

图三十七：国际主要指数市盈率对比



数据来源: wind

图三十八：国际主要指数市净率对比



数据来源: wind

(二) 结合当前的股市盈利和估值水平，我们认为2018年股票市场中蓝筹公司和中盘优质成长股都有较好

## 的机会，市场的主线仍以内生增长的业绩为核心

首先，龙头公司市场占有率提升，在产业格局中议价权越来越强，盈利确定性强，在估值整体不高的情况下有望继续强势；其次，经过 2015-2017 年的估值消化，以中证 500 为代表的中盘成长股也迎来机会，而对于创业板中很多没有业绩支撑的壳公司、伪成长股，我们认为在 2018 年仍有下跌空间，具有业绩支撑的蓝筹和中盘成长股有望带领市场走出结构性慢牛行情。

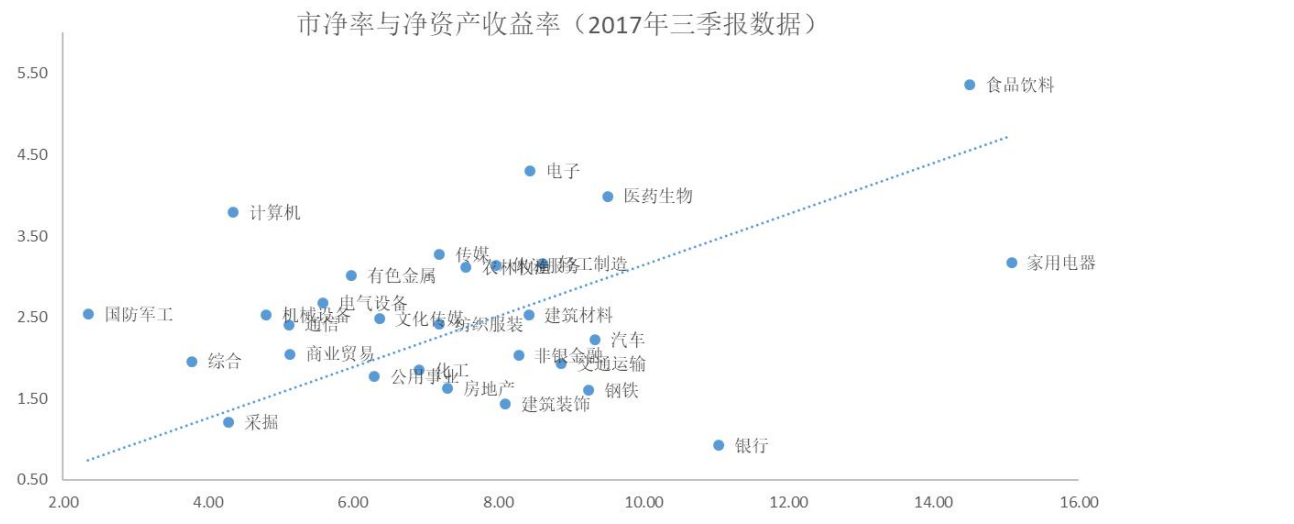
第一，经济稳定、通胀温和、盈利保持较快增长是主导 2018 年 A 股行情最主要的因素。其中蓝筹股业绩的确定性最强，大金融和消费龙头在 2018 年仍有较好的收益预期。

第二，以中证 500 为代表的优质成长股具备投资价值，2017 年前 11 月中证 500 指数涨幅基本为零，而根据 wind 统计，2017 年中证 500 指数盈利预计增速超过 40%，2018 年预计盈利增速在 24%，市盈率估值从 2016 年底的 46 倍下降到 2017 年 11 月底的 29 倍，和业绩增速相比，当前的估值已经具备较强的吸引力。我们认为有业绩支撑的成长股在 2018 年的表现要好于 2017 年。

第三，制度压制下，估值高企的小票、壳股依然难有系统性机会。主要由于两个原因：首先，IPO 以历史最快的速度发行，这不断削减 A 股公司的“壳价值”，其次，减持新规将定增的减持压力延迟到了 2018 年，之前依赖定增、并购进行外延扩张的小市值伪成长公司，股价将会受到较强的压制。

总体来说，我们认为在监管的政策指引和机构投资者逐步壮大背景下，内生的业绩增速是决定 2018 年股票表现的最重要因素，整体看具有较高 ROE 和较低 PB 估值的板块具有更好的投资机会。

图三十九：市净率与净资产收益率



数据来源：wind

### （三）港股市场：估值仍然较低，国际资金关注度提高，国内资金南下背景下仍然乐观

第一，港股目前仍然是全球最便宜的市场之一，目前恒生国企指数和恒生指数的 PB 分别为 1.0 和 1.1 倍，PE (TTM) 为 8.4 和 12.5 倍，美股标普 500 的 PE 在 24 倍，纳斯达克 PE 在 43 倍，英国、法国、德国主要股指的市盈率主要在 20 左右。恒生 AH 股溢价指数是量度同时以 AH 股形式上市、市值最大及成交最活跃的中国内地公

司 A 股相对 H 股的绝对溢价最常用的指数，目前这一指数在 130 左右，意味着同一家公司 H 股比 A 股平均价格低 30%左右，过去十年这一指数的平均值为 121。考虑到大陆和香港两地的股票市场的环境有别，而投资者也不相同，加上 A 股与 H 股不能互换等因素，同一公司的 A 股及 H 股价格普遍有较大差异，这一情形在短期仍然难以改变，但是由于海外资金对于香港市场整体观点的转变，以及国内资金通过沪港通进入到香港市场，港股 2018 年仍有较好的投资机遇。

图四十： 恒生沪深港通 AH 溢价指数



数据来源: wind

首先，从国际投资者的观点来看，2011-2015 年是中国经济的下行周期，而且不知道下行的时间、程度会到哪里，对于银行体系的坏账也有深深的担忧，但是就最近两年的情况来看，中国经济逐渐趋稳，周期性行业积极推进供给侧改革去产能，金融方面严控防范系统性的风险，企业整体盈利状况有明显的好转。在这样的情况下，国际投资者对港股的看法逐渐乐观，而且长期来看，中国作为世界第二大经济体，股票资产被海外的资金是严重低配的，中国占全球 GDP 的比重是 15%，但是 G20 国家的公募基金配置海外资产的分布中，中国股票占比只有 5%，而且 MSCI China 所代表的中国优质资产的估值整体不高，所以外资对于港股的关注度在逐渐提高。

其次，国内机构投资者增配香港股市意愿增强，南向资金对香港市场的影响也正潜移默化的发生。沪港通和深港通逐渐打开了内地和香港股票市场的“互联互通”机制，有望使香港市场摆脱估值洼地。南下资金以配置型需求为主，在港股部分行业和公司中占比已显著提高。截至 2017 年 11 月 30 日，南下资金累计净买入 6039.8 亿人民币，2017 年南下资金日均合计成交额为 82 亿元，大幅高于 2016 年的 32 亿元及 2015 年 27 亿元。南下资金 2017 年日成交额已经占恒生指数日均成交额的 10%左右。

图四十一：沪股通净买入金额（亿人民币）



数据来源：wind

图四十二：港股通成交金额（亿人民币）



数据来源：wind

从主要风险来看，和内地股市相比，目前海外资金仍是港股市场的主导因素，因此港股对全球资金的流动更为敏感，2017年港股市场既受益于国内经济企稳反弹的基本面，也受益于相对弱势美元背景下新兴市场资金流入，展望2018年，可能会出现阶段性的美元升值和市场利率上升情况，这将会对香港市场带来一定扰动。但在估值较低，国际市场对中国系统性风险担忧降低的背景下，我们对港股整体保持相对乐观的态度。

图四十三：恒生指数与美元指数



数据来源：wind

本期研究员：李大振  
邮箱：lidazhen@cmbc.com.cn

免责声明：本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。任何情况下，所载观点亦不代表任何投资建议或承诺，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。