



2018 年的市场风格会发生变化吗？

摘要

回顾 2017 年的股票市场，我们可以看到如下特点：

第一个特点是市场肯定了供给侧改革的成果，对煤炭、钢铁、有色等利润改善明显的股票青睐有加，但整体来看似乎有后劲不足的特征，而且与商品价格的涨跌相关性极强，说明市场对周期股的信心不足，随着今年总量去产能逐渐进入尾声，利润改善的幅度可能会弱于去年，相关股票的表现可能会弱于去年。

第二个特点是在金融市场严监管的情况下，金融机构如坐针毡，但债券市场和相关金融股票出现冰火两重天的表现，债券价格一路下跌，机构恐慌抛售，而股票市场的金融股尤其是银行和保险股则是节节上涨，这种情况对于当下市场的心理特点和偏好有很强的代表性，反映出 2017 年的市场并不追求成长性或者高利润，而是只求稳赚不赔的特点。

第三个也是最主要的特点是大小票的分化，2017 年上证 50、沪深 300 和综合指数以及中小创业板指数的涨幅悬殊，从年初的漂亮 50 到年底的中国核心资产、中国梦组合，市场对于多年以来经营保持稳健、市场占有率高、发展成熟度高、能够代表中国企业竞争力的股票显示出极大的热情，而对中小票则弃之如敝屣。这背后不仅是市场偏好的改变，更重要的是当下所处的经济大转型期使然。

在货币政策仍然保持紧平衡的条件下，对于 A 股中的行业龙头和具备核心竞争力的企业来说，不仅持有的性价比仍然较高，而且未来仍有很大的发展空间，只要出现回调就是买入的机会，但是从长远来看，大票也未必一定跑赢小票，当下中国经济仍处于大变革时期，不断做大蛋糕的时代已经过去了，未来的机会在于蛋糕的重新瓜分，在于体制红利的释放，在于游戏规则的改变，而那些被低估和错杀的优质中小企业仍有较大的布局价值。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎敏

limin@nawaa.com

010-83168383

2018年的市场风格会发生变化吗？

盘点2017年大类资产的表现，从上涨幅度和稳定性相结合来看，实际上是股市表现最好，虽然从大盘指数来看，上证综指涨幅较少，但上证50指数则是一路向北，全年累计涨幅达到25%，基本没有怎么回调过。虽然南华商品指数涨幅也不错，全年累计涨幅接近8%，部分黑色有色品种指数全年涨幅在30%以上，但是中间有几次较大幅度的回调，表现不够稳定，从市场主流观点来看也是多次出现误判，缺乏一致性预期。而债券市场则是一路下跌，基本没怎么反弹过。2018年商品的总量去产能将进入尾声，债券市场在紧货币政策条件也不具备趋势性机会，最重要的关注点仍在于股市。

图1、南华商品指数和上证50走势对比



图2、中长期国债利率走势



资料来源: WIND 资讯 南华研究

回顾2017年的股票市场，我们可以看到如下特点：

第一个特点是市场肯定了供给侧改革的成果，对煤炭、钢铁、有色等利润改善明显的股票青睐有加，从中信一级行业分类来看，煤炭、钢铁和有色板块涨幅分别为19%、14%和11%，涨幅排名分别在第三、第七和第九位，但是从二级行业分类来看，这些股票排名并不十分靠前，不是资本最喜欢的品种，而其他的诸如汽车、地产、港口、航运等周期股也表现不佳。从煤炭钢材等行业的利润改善幅度来看，股票的涨幅也与利润的涨幅不相匹配，之所以去年表现较好，很大程度上是经济下行期调整较深的缘故。整体来看，与供给侧改革关系较大的股票目前似乎有后劲不足的特征，而且与商品价格的涨跌相关性极强，说明市场对周期股的信心不足，随着今年总量去产能逐渐进入尾声，利润改善的幅度可能会弱于去年，相关股票的表现也可能会弱于去年。

第二个特点是在金融市场严监管的情况下，金融机构如坐针毡，但债券市场和相关金融股票出现冰火两重天的表现，债券价格一路下跌，机构恐慌抛售，而股票市场的金融股尤其是银行和保险股则是节节上涨，这种情况对于当下市场的

心理特点和偏好有很强的代表性。具体而言，影响银行股吸引力主要是金融市场和实体经济这两方面的情况。

就第一方面来讲，2016年四季度以来，货币政策开始收紧，金融机构同业业务和资管业务也开始收缩，机构负债成本提高，但是对金融行业整体的经营情况，尤其是对大型银行和保险机构的影响并不大。虽然当下我们离现金为王的情境还很远，但是A股市场出现了很明显的紧抱现金牛大腿的情况，市场对于现金流充足的企业有很强的偏好，像每股收益、每股净资产、每股自由现金流、净资产收益率排名靠前的行业涨幅均靠前，而这恰好也是金融企业的特征，也反映出2017年的市场并不追求成长性或者高利润，而是只求稳赚不赔的特点。

就第二方面来讲，供给侧改革受益最大的除了钢铁煤炭行业之外就是金融行业，特别是银行，由于过剩行业利润大幅改善，部分银行的不良贷款率有所下降，硬着陆风险显著降低，这也意味着过去一直悬在银行头上的达摩利斯之剑没有了，对于一直受不良贷款风险所压制的银行股来说是根本的利好。随着未来地方政府和国有企业去杠杆的推进，银行的坏账率和不良贷款率还有进一步下降的空间，银行股也还有进一步上涨的空间。此外，在经济上升周期当中，贷款利率的抬升总是快于存款利率的抬升，资金收益的提高总是快于资金成本的提高，对于流动性无虞的大型银行来说尤其如此，我们可以看到2017年以来上市商业银行的平均净利差水平有明显触底回升迹象，显示盈利能力有所增强。因此2018年保险、大型国有商业银行和优质股份制银行仍会有不错的表现，而券商股可能机会不大。

图3、部分商业银行不良贷款率情况

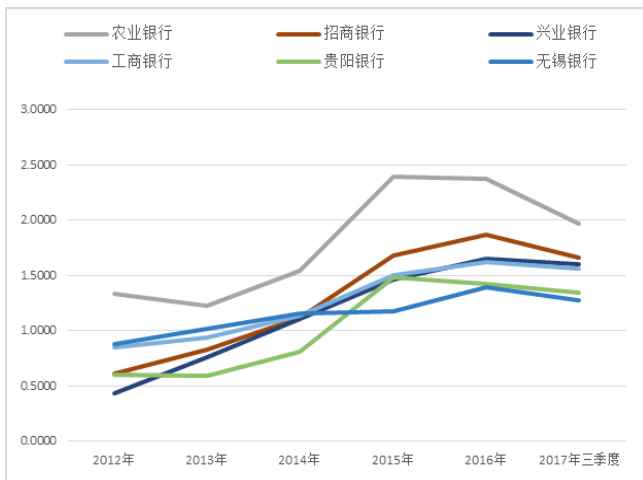
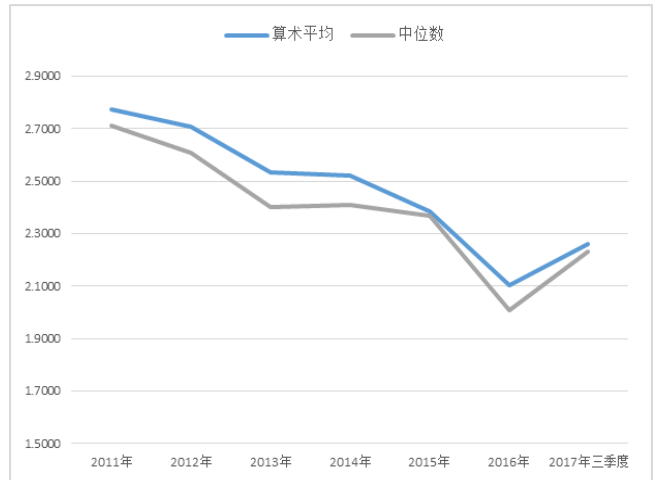


图4、上市商业银行净利差算术平均值和中位数走势



资料来源：WIND 资讯 南华研究

第三个也是最主要的特点是大小票的分化，2017年上证50、沪深300和两市综合指数以及中小创业板指数的涨幅较为悬殊，从年初的漂亮50到年底的中国核心资产、中国梦组合，市场对于多年以来经营保持稳健、市场占有率高、发展成熟度高、能够代表中国企业竞争力的股票显示出极大的热情，而对中小票则弃之如敝屣。这背后反映的不仅是市场偏好的改变，也即上文所说的拥抱流动性和紧抱现金牛的特点，更重要的是当下所处的经济大转型期使然。

图5、上证50和创业板指数走势对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

由于过去我们经历过很长时间的高速增长阶段，政策宽松，市场流动性泛滥，尤其是2014年之后，资金成本低，钱不值钱，出现了所谓的资产荒现象，由于企业经营普遍陷入困境，市场偏好那些喜欢讲故事、画PPT的公司。但是2016年之后，货币政策开始紧缩，钱开始变得值钱，市场开始抛弃那些金玉其外的股票，转而投资那些真正有业绩保障的公司，此其一。

其二是我国已经进入了以质量和效益为发展导向的经济时代，从企业生产方式来看是从粗放式向精细化转变，从以前的依靠劳动力成本优势、资本优势或者依靠政治资源的方式转变为依靠技术研发能力；从制度方面来看，市场经济运行机制和法律法规在不断完善，公众监督能力在不断增强，这使得实际经营与公开信息披露不相匹配的企业不断被识破。在这种情况下，经营稳健和价值被低估的公司重新被市场所认识，股价逐渐被修复，而且未来还有进一步的上涨空间。比如煤炭板块，虽然有不少公司的利润涨幅达到好几倍甚至几十倍，但这些利润增长惊人的公司并没有被市场买账，反而是利润增长相对平淡但多年以来保持稳定增长的中国神华更受市场青睐。所以大票和中小票的分化可能不是短期趋势，而是长期趋势，未来随着注册制和退市制度、甚至做空机制的出现，那些虚高的股价，没有最低，只有更低。

未来的机会何在？

在货币政策仍然保持紧平衡的条件下，对于A股中的行业龙头和具备核心竞争力的企业来说，不仅持有的性价比仍然较高，而且未来仍有很大的发展空间，只要出现回调就是买入的机会，但是从长远来看，要说大票一定跑赢小票也不尽然，小票有小票的问题，大票有大票的毛病，发展进入成熟期的企业，其成长性一般不如中小企业，即使在流动性不足的时期，优质小票的吸引力也仍然存在。

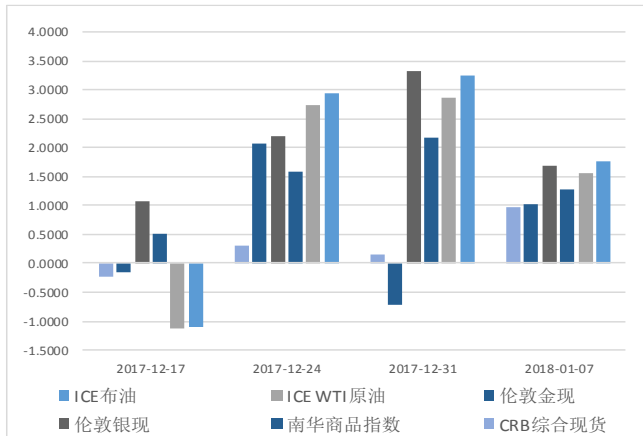
当下中国经济仍处于大变革时期，只要有变革，就一定有中小企业崭露头角的机会。改革开放经过了四十年，不断做大蛋糕的时代已经过去了，未来的机会

在于蛋糕的重新瓜分，在于体制红利的释放，在于游戏规则的改变。比如受益于混改的民营企业，受益于租赁住房建设政策的在此领域深耕多年的企业，受益于环保政策和环保激励逐渐完善的行业，受益于乡村振兴战略的相关标的等等，还有一系列振兴高端制造业的产业计划，而那些被低估和错杀的优质中小票也仍有较大的布局价值。

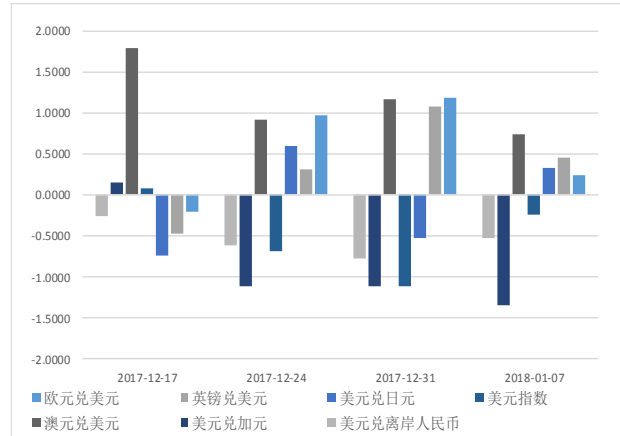
【本周全球大类资产表现】

2018年1月7日

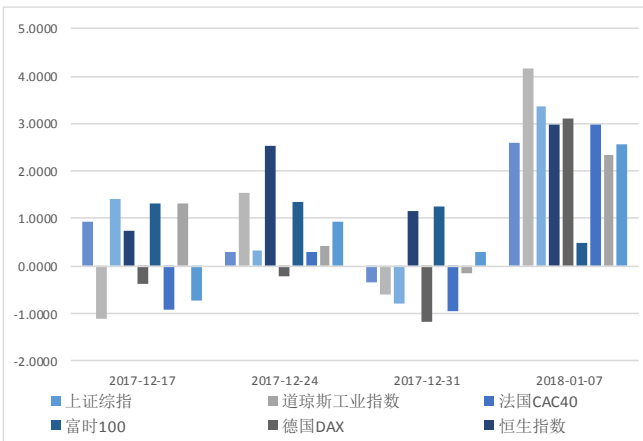
主要大宗商品涨跌幅



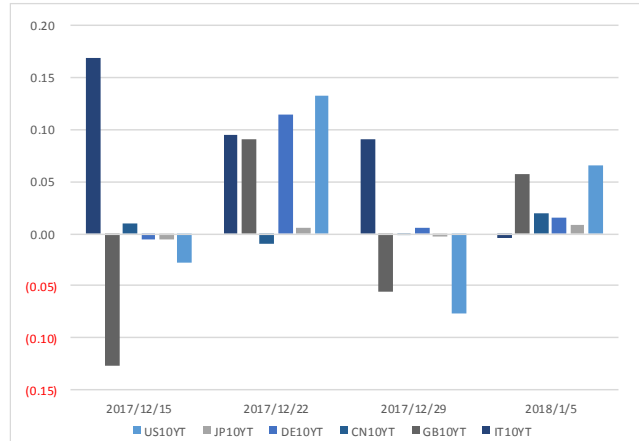
全球主要货币对涨跌幅



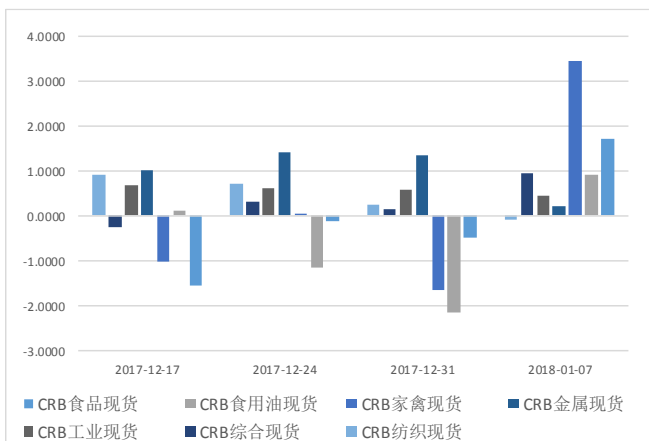
全球股指涨跌幅



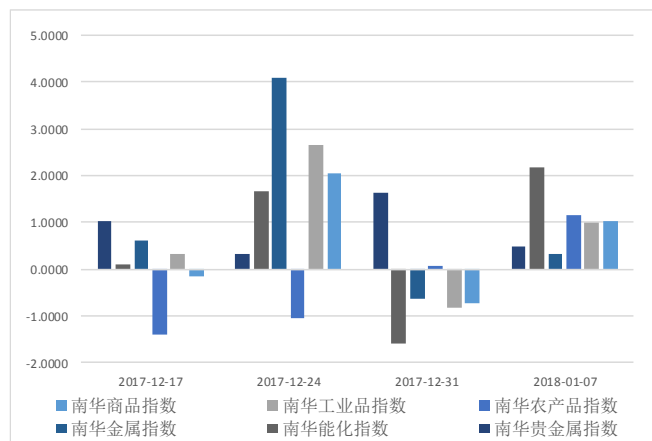
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209
深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号
金地商务大厦11楼001号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦第34层3401、3410号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609
永康营业部

室

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国(上海)自由贸易试验区松林路300号1701室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1003、1004、1005室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3
电话: 023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼

电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦2501室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室
电话：0512-87660825

电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二2104-2107室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路103号星光华庭商铺112、212号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室(第14层)
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net