



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

姚永源 0755-82723950

yaoyy@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0010046

"龙宴"扩散，与"质"为伍！

摘要

市场结构性表现严重分化、不同板块间上演“冰与火”的决裂、行业龙头为首可以作为2017年A股市场表现的概况。2016年开始本轮经济周期上升期阶段，市场利率趋势震荡上扬，行业龙头盈利确定性更强，所以市场资金集中投资龙头股票，再加上2017年管理层以金融降杠杆为主，市场存量资金博弈，所以投资风格以被动为主，市场资金重点配置非周期性板块，把握企业盈利确定性，从而导致食品饮料、家用电器、钢铁、非银金融、银行最获得资金青睐，特别是这些行业的龙头股，汇聚了耀眼的“漂亮50”板块。

2018年中国经济周期大概率走弱，但韧性很足。本轮经济周期于2016年初开始启动上升，上升期历时17个月与最近4个上升期平均持续的18个月基本一致，目前已经有回落迹象，产成品库存周期也继续走弱，并且从成本上看在供给侧改革下上游资源价格攀升(比如PPI)，市场利率处于历时周期性高位区域，而下游需求继续收缩，房地产周期回落、社会消费需求继续走弱汽车销量周期也在下行通道中，可喜之处在于出口尚好，并且欧美经济持续复苏，预计2018年中国出口将带动国内经济缓慢回落。

A股行业配置依旧以业绩为王。国内经济在社会成本上升以及社会需求收缩的背景下，预计2018年A股整体盈利增速周期将步入下降阶段，此时各行业盈利预期将明显分化，我们预判偏上游行业盈利增速放缓速度加快，其投资机会在于国企改革的产业链资源整合，针对偏下游行业，我们认为产成品库存周期将有一次反弹，届时会促进中下游企业盈利上升，投资重点布局产业升级和消费升级，从抬升ROE的分项上看，主要是促进消费引起的营业净利润或资产周转率抬高的医药生物、商业贸易、休闲服务、传媒行业，还有国家持续战略性投资产业升级的电子、机械设备、电气设备行业。

2018年是国内证券市场国际化深化的一年，管理层不断放宽境外资金进入国内证券市场门槛，多渠道引进境外资金进入国内证券市场。目前外资进入A股的渠道主要有：QFII、沪港通、深港通，2018年A股正式纳入MSCI新兴市场指数，还有正在计划的沪伦通等，中国将会进入资本市场快速蓬勃发展的阶段，所以2018年将有更多外资进入国内证券市场，机构投资者将快速扩散，预判2018年将延续2017年的市场风格，但投资机会将以考量公司盈利质量为主。

目录

第 1 章	市场回顾	3
1.1.	2017 年市场表现回顾	3
1.2.	期指基差及跨期价差分析	4
第 2 章	经济周期虽向下，但韧性足	6
2.1.	2018 年国内经济走弱的概率较大	6
2.2.	国外经济持续复苏，提升中国经济韧性	10
2.3.	大类资产配置观点	13
第 3 章	行业配置：业绩为王兼成长	13
3.1.	A 股整体盈利增速预将下滑，行业盈利将分化	13
3.2.	利率变成影响市场风格的重要因素	17
第 4 章	机构配置跟踪	20
4.1.	基金配置回顾	20
4.2.	陆股通持仓情况	21
4.3.	MSCI 中国 A 股分布	22
	南华期货分支机构	23
	免责声明	25

第1章 市场回顾

1.1. 2017 年市场表现回顾

盈利驱动，结构分化

市场结构性表现严重分化，不同板块间上演“冰与火”的决裂，以行业龙头为首可以作为 2017 年 A 股市场表现的概况。2016 年开始本轮经济周期上升期阶段，市场利率趋势震荡上扬，行业龙头盈利确定性更强，所以市场资金集中投资龙头股票，再加上 2017 年管理层以金融降杠杆为主，市场存量资金博弈，所以投资风格以被动为主，市场资金重点配置非周期性板块，把握企业盈利确定性，从而导致食品饮料、家用电器、钢铁、非银金融、银行最获得资金青睐，特别是这些行业的龙头股，汇聚了耀眼的“漂亮 50”板块，而估值较高并且盈利确定性相对较差的行业跌幅较大，这样从股指中体现出来的就是 IH、IF 明显上涨，而 IC 走势偏弱。针对 2018 年期指的结构化走势，在后面章节的经济周期和利率变化关系中已经阐明，2018 年将上演 IC 逐步强于 IH，市场风格再次轮换，重点看好 IC 成分股的股票投资回报率的潜在投资价值。

图 1.1：2018 年 IC 与 IH 的价差震荡向上



数据来源：wind 南华期货研究所

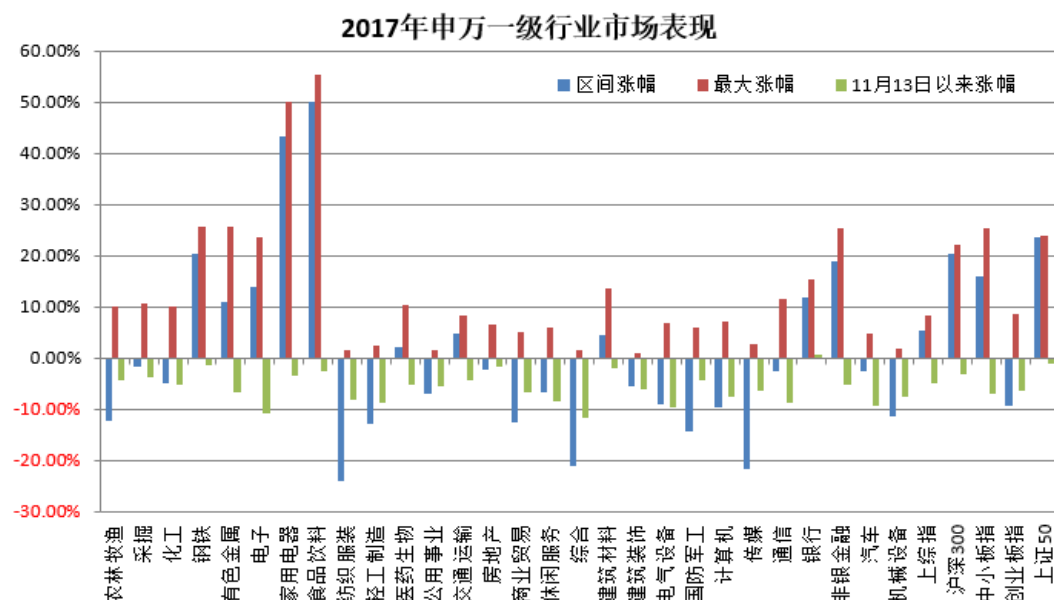
消费升级领涨，板块轮动为辅

首先从静态区间涨幅来看食品饮料、家用电器、钢铁、电子、银行分别涨幅为 50.16%、43.36%、23.71%、20.40%、13.98%、11.77%，这几个涨幅领先板块都是跟通胀预期有关，并且从企业盈利增速来看，在产业升级的背景下家用电器和食品饮料业绩增长的确定性最强；

第二从区间最大涨幅来看，基本每个行业都取得过正收益，只是留存度较高的依旧是跟通胀预期相关的行业；

最后看 11 月 23 日以来涨跌幅，也就是本轮因为市场利率短期大幅上涨并且 10 月份宏观经济数据普遍回落所产生的阶段性系统性风险，用以考察在此回调的过程中主力资金的短期动向。从图中我们发现除了银行获得 0.77% 的正收益，其余的行业指数均获得负收益，其中跌幅最大的是电子、电气设备、汽车、轻工制造、通信，跌幅分别达 10.90%、9.69%、9.34%、8.77%、8.41%

图 1.2: 2017 年以来申万一级行业市场表现(截止 12 月 18 日)



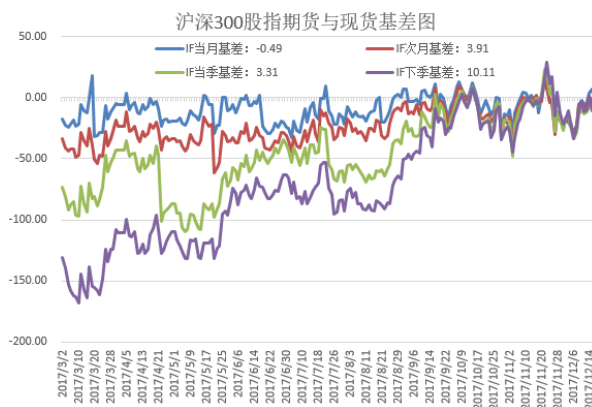
数据来源：wind 南华研究

1.2. 期指基差及跨期价差分析

众所周知，期货对现货具有非常明显的价格发现功能，在短期基本面供需平衡的状态下，远月合约对近月合约也具有一定的价格发现功能，所以分析期指基差(注意：为了方便计算本节说描述基差记为期货-现货)以及跨期价差，对把握现货未来走势具有一定的参考意义。正常情况下，现货贴水，基差为正数，投资者预期中长期现货价格上涨，反之下跌；跨期价差(记：跨期价差=远月合约-近月合约)为正数，投资者预期未来现货价格上涨的概率较大。

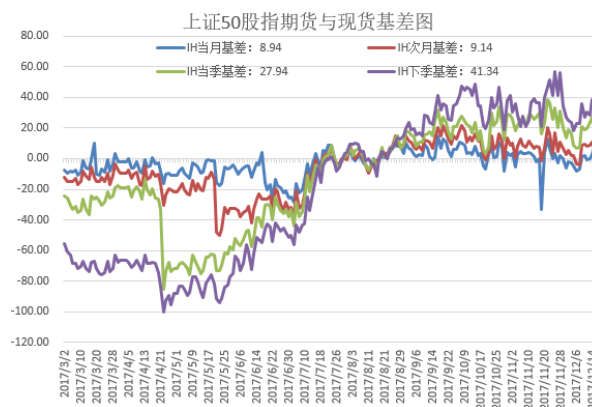
我们获取了今年以来三大期指的基差和价差，如图 1.2.1 至 1.2.6 所示。从图中看到 2017 年以来三大期指的基差、价差整体上延续 2016 年的震荡收窄格局，但不同期指结构分化比较严重，比如此过程 IH 基差和价差大幅收窄，并且站上了 0 轴以上运行，而 IF、IC 的基差和价差收窄力度相对较弱，不过一直处于不断收窄的过程中，对于近期而言，三大期指的基差和价差都有走弱的迹象，预计短期现货震荡回落的可能性较大。

图 1.2.1: 沪深 300 股指期货与现货基差图



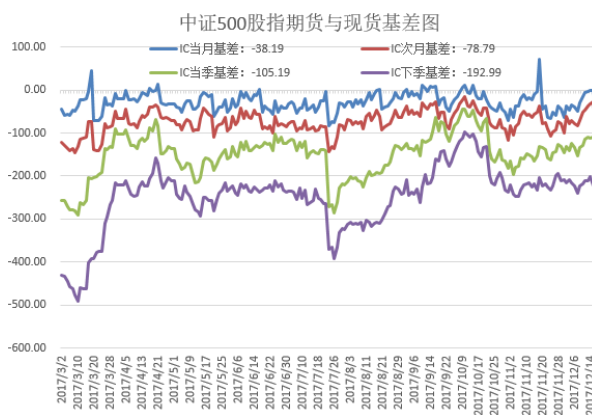
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.2: 上证 50 股指期货与现货基差图



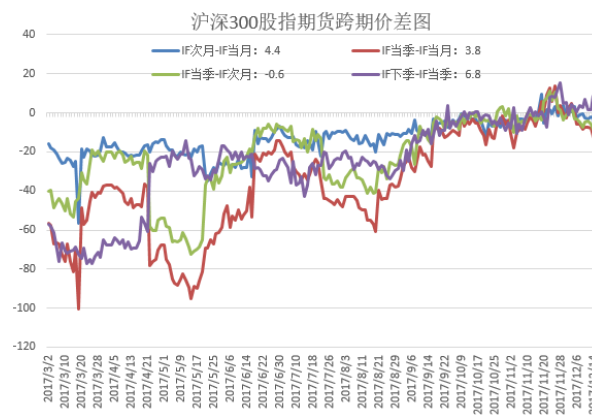
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.3: 中证 500 股指期货与现货基差图



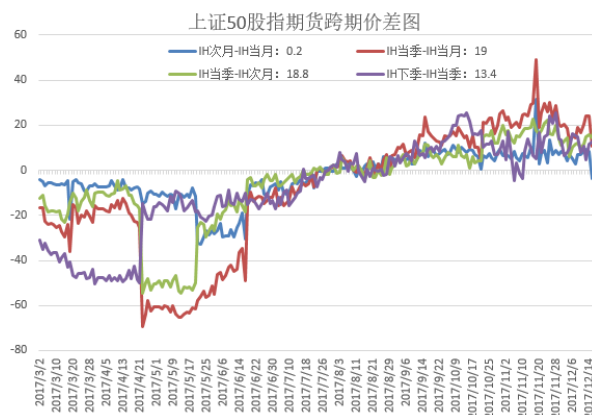
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.4: 沪深 300 股指期货跨月价差图



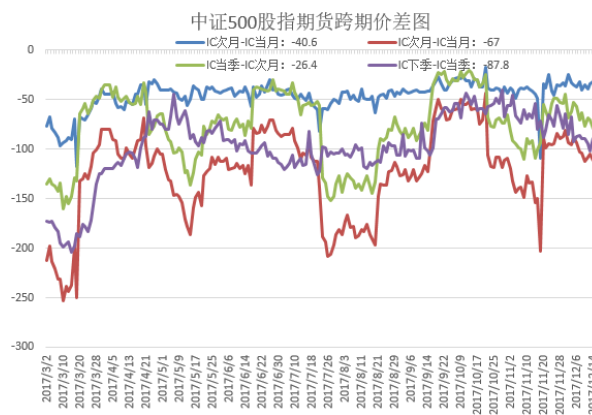
资料来源: wind 南华研究

图 1.2.5: 上证 50 股指期货跨月价差图



资料来源: wind 南华研究

图 1.2.6: 中证 500 股指期货跨月价差图



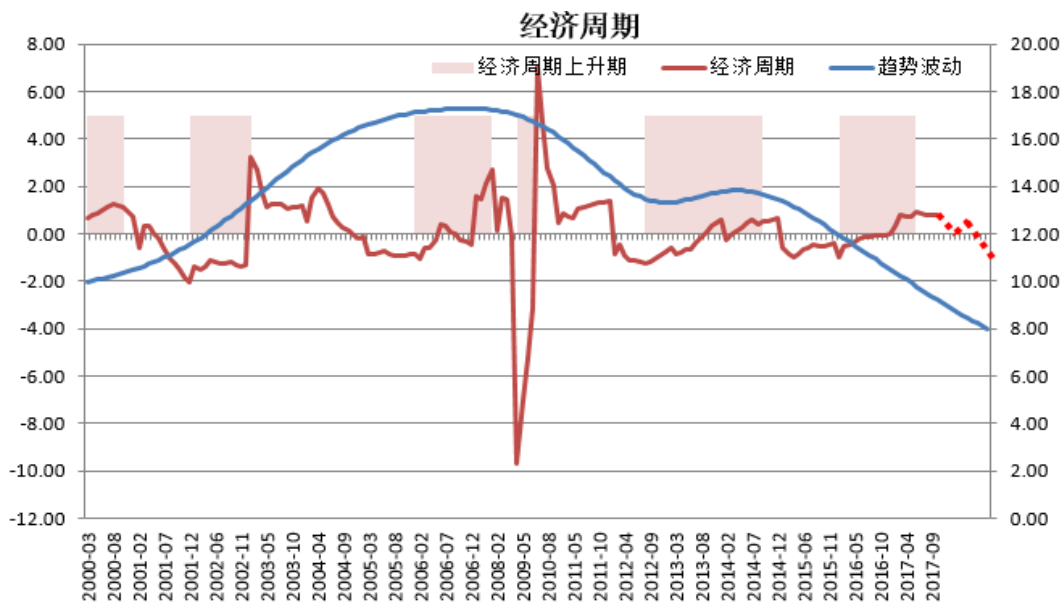
资料来源: wind 南华研究

第2章 经济周期虽向下，但韧性足

2.1. 2018 年国内经济走弱的概率较大

经济周期在 2018 年将延续下降通道。我们在 2017 年中报已经针对经济短周期(也称基钦周期)进行了比较详细的介绍，其观测指标是以工业增加值累计同比增速数据为主，我们结合最新数据，再次更新回顾该周期，再次认识我们当前所处的经济周期阶段，如图 2.1.1 所示。我们现在所经历的基钦周期是自 2000 年以来的第六个完整周期，其上升期起点在 2016 年 1 月，整个上升期已经历时 17 个月，与最近 4 个上升期平均持续的 18 个月基本一致，后续将等待漫长的 24 个月下降期。回顾 2017 年 7 月份开始逐步下降的月份，可知其下降幅度较小，一直在高位狭幅震荡，从工业增加值累计同比增速的角度看维持在 6.7%–6.8% 的增速，经济周期该跌而不跌，也体现了中国经济韧性十足，其主要原因主要有两方面：第一是供给侧改革短在时间内平滑了经济周期，通过限制供给端从而抬高上游企业的利润，迫使下游进行市场化的供给侧改革，从而达到产业优化的结构性调整，整体上促进经济增长；第二是海外经济全面复苏，这是 2008 年全球金融危机以来出现的第一次全球经济全面复苏局面，从而导致国内出口增加提振国内经济。

图 2.1.1：经济周期

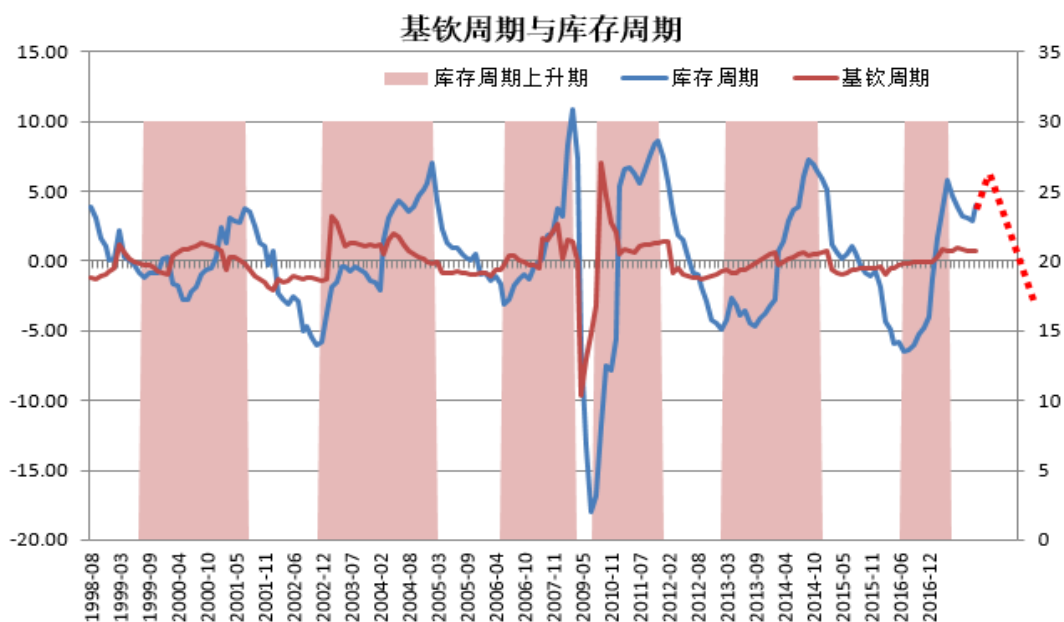


数据来源：wind 南华期货研究所

库存周期在 2018 年将有一次弱反弹，但整体趋势向下。库存周期的基本驱动是厂商库存的变化，即当生产过多时，生产者就会减少生产安排而消化库存，从而带来产出下降，它反映的是企业库存的波动，不指代经济波动，但它是经济短期波动的驱动力量之一。本轮库存周期从 2016 年 7 月开始启动上升趋势，按照历史库存周期的历时统计，其上升期耗时约 24 个月，但是本轮库存周期截止目前来看上升期仅仅耗时 10 个月，远未达到历史平均值，如图 2.1.2 所示。对于这种情况的解读，我们认为上游供给侧改革短期平滑了库存周期，因为原材料短期的快速上涨，而下游需求并没有同步跟上

导致中上游制造企业不敢大幅抬高产成品库存，从而导致库存周期体现下降，但我们认为随着上游产能利用率的上升，上游供给端的限制将会有所缓解，届时上游原材料价格将会下跌，企业将再次掀起补库存，所以我们认为本轮库存周期从形态上来看会形成一个双顶，而后才开始震荡回落。

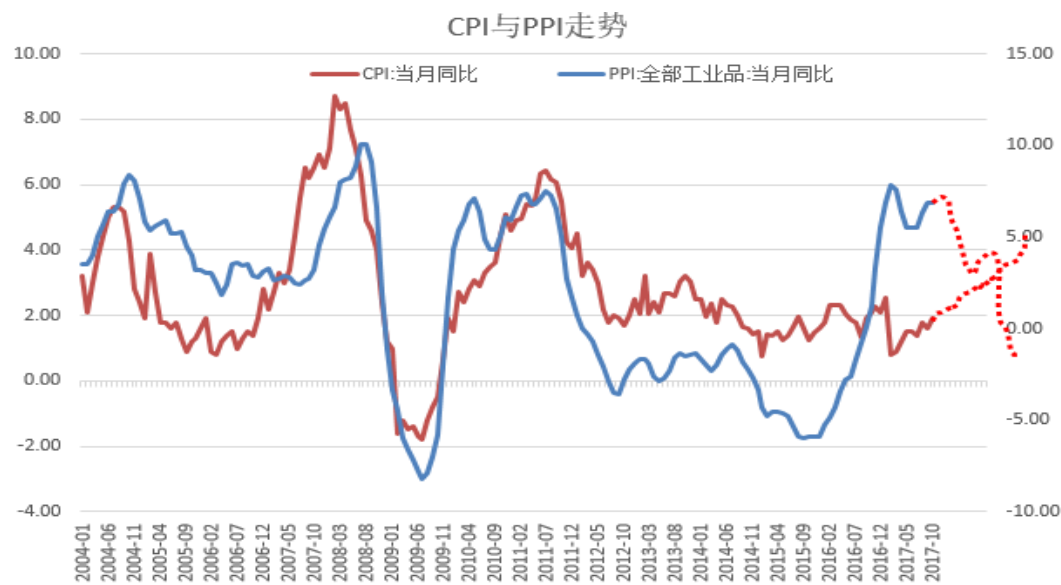
图 2.1.2：基钦周期与库存周期



数据来源：wind 南华期货研究所

从成本角度看，2018 年 CPI 上升以及 PPI 高位震荡将抬高人们需求的消费成本。2016-2017 年 PPI 大幅上涨而同时 CPI 却没有跟随上涨，PPI 与 CPI 传导机制失效，最直接的原因在于权重较大的食品类 CPI 没有跟随上升，也就是说在上游供给侧改革的带领下，虽然上游材料价格大幅上涨，但是下游需求却没有同步提高，上游涨价成本没能转嫁到消费者身上，但是随着经济的好转，人们收入增加引起 CPI 上涨也只是时间问题而已。从全球范围来看，低油价和低食品价格，对于原油出口和农产品出口的国家来说，承担着全球货币超发的通货膨胀之苦，所以我们认为 2018 年将是地缘政治频发年，特别在中东地区，地缘政治将导致原油价格上升，从而推高全球通胀水平，对中国而言，无论食品类价格是否上涨，但是全球的属性通胀必定抬高国内通胀，从而 CPI 将维持上升趋势。

图 2.1.3: CPI 上升和 PPI 高位震荡走弱



数据来源：wind 南华期货研究所

从成本角度看，2018 年利率上升将企业经营成本持续抬升，企业只能在利率上升和降企业税中寻求博弈。随着全球经济的全面复苏，主要国家或经济体纷纷进入货币紧缩周期，其中美国经济最早实现复苏，美联储走在了最前列，2017 年美联储加息两次，并且在 10 月份已经启动资产负债表缩表，欧元区 QE 的幅度已经大幅减少，英国、加拿大、韩国也在 2017 年先后步入加息通道，今日市场专业人士也在纷纷讨论中国是否在 2018 年也加入加息行列。可见，目前全球的货币紧缩趋势达成后必将导致市场利率持续上升，全球金融降杠杆也必将引起资产价格震荡回落，同时抬高企业的还款额度和贷款成本。12 月 3 日，美国参议院以 51 票赞成、49 票反对的结果通过大规模税改法案，企业所得税从当前的 35%降低至 20%，个人所得税也将得到不同程度的减免，随后日本也加入了减税行业，我们认为 2018 年将有更多的国家或地区步入减税之列，因为只有适当的减税才能在利率上升途中降低企业成本压力，才能不会在大趋势中被市场淘汰。

图 2.1.4 1 年期贷款利率和银行间市场利率

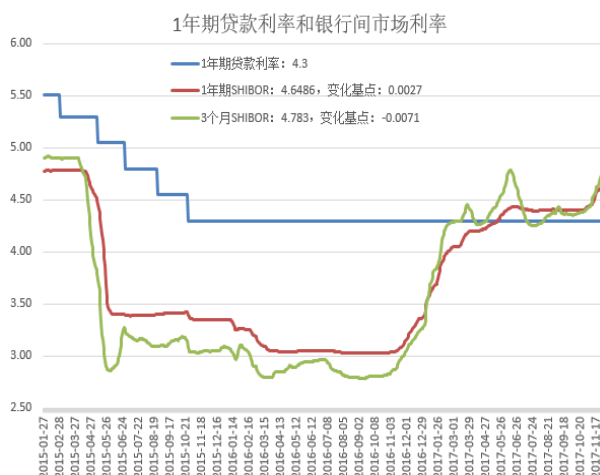
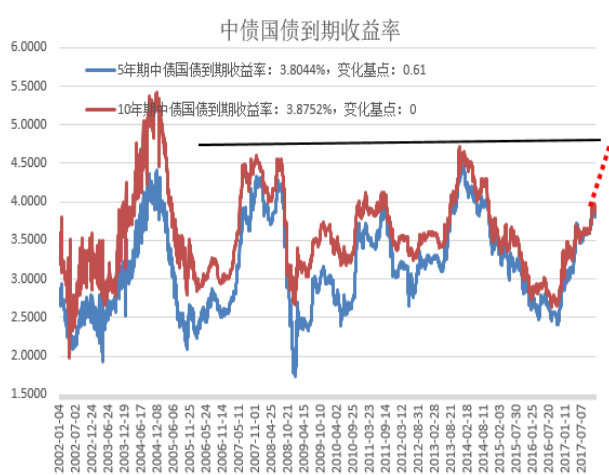


图 2.1.5 国债到期收益率及长短期利差



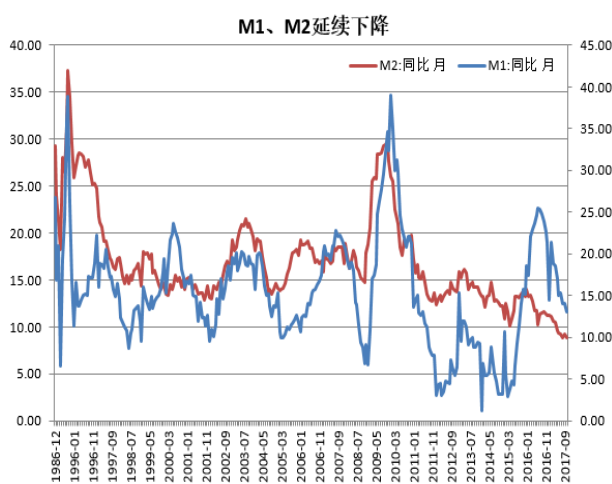
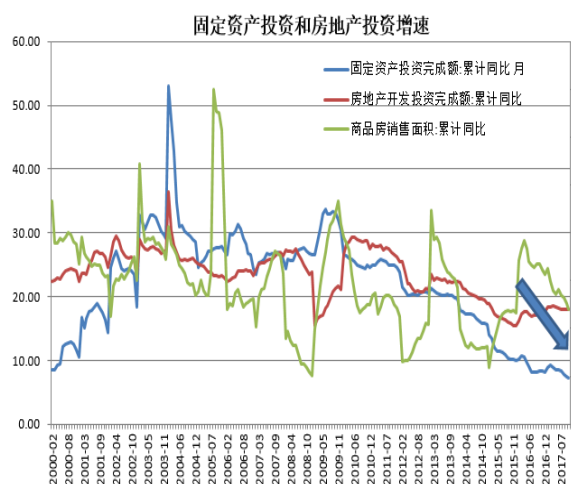
资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

从需求角度看，2018 年随着房地产周期的回落，社会消费需求整体走弱。2016 年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”这一基本定位，十九大再度予以重申，其针对房地产的相关措辞主要有：“房子是用来住的，不是用来炒的”、“积极支持居民自住和改善性住房需求”、“着力打击投资、投机性炒作需求”、“防范金融风险，房地产市场更是成为金融去杠杆重要环节之一”、“租购并举住房制度需供地予以支持并培育规模化租赁企业”等等，显示本轮房地产调控的主基调仍然在继续，短期内难以看到有放松的迹象。再者从固定资产投资周期、房地产投资周期以及商品房销售面积周期的角度看，2018 年将延续下跌趋势，如图 2.1.6 所示。对于货币政策而言，在全球货币紧缩的大背景下，我们认为中国将维持中性偏紧的货币政策，M1 和 M2 的同比增速将继续下降，也就是说国家的放贷速度是下降的，以收紧货币为主。

图 2.1.6 固定资产投资和房地产投资增速

图 2.1.7 M1、M2 延续下降

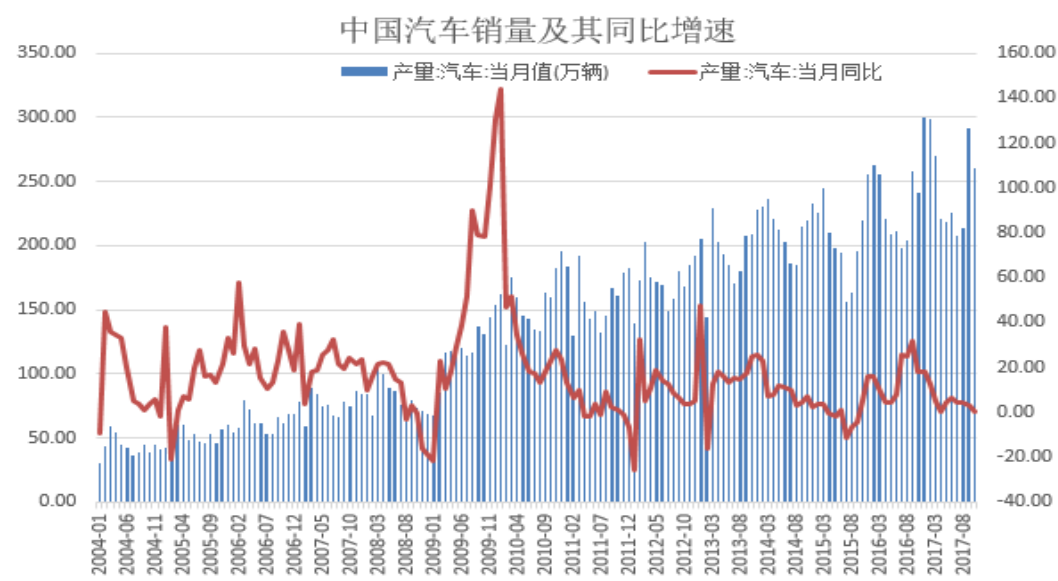


资料来源：wind 南华研究

资料来源：wind 南华研究

从需求角度看，2018 年汽车销量周期还有下降空间。汽车是仅次于房地产的第二大终端需求，随着市场利率上涨，作为可选消费需求的汽车需求将有所减弱，并且明年汽车购置税彻底退出或对汽车产销造成冲击。当然了，汽车产销增速目前已经出现较为明显的回落态势，如图 2.1.8 所示，但是我国汽车保有量很大，2018 年应该关注汽车服务以及汽车配件的相关上市公司盈利上升的投资机会。

图 2.1.8 中国汽车销量及其同比增速

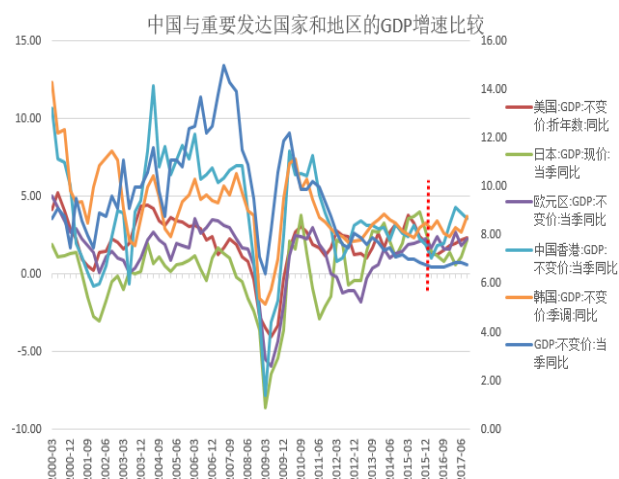


资料来源：wind 南华研究

2.2. 国外经济持续复苏，提升中国经济韧性

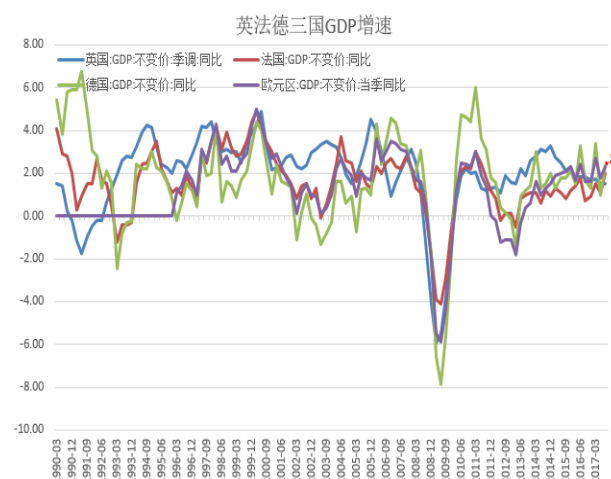
2008 年金融危机之后全球经济增长第一次全面回暖，并且具有一定的超预期韧性。对于中国来说，在世界上扮演的角色还是制造业大国，从下游资源国获取原材料然后生产产成品，销售给发达国家，也就是说中国依旧是世界创新经济的追随国，欧美日等发达经济体的持续增长，将持续刺激中国的出口，带动中国经济持续增长。在 2008 年后，全球历经 8 年多宽松，经过货币政策刺激以及市场自我出清后，从 GDP 增速的角度来看全球经济在 2016 年下半年以来迎来全面复苏，如图 2.2.1 所示。截止 2017 年三季度，美国、日本、欧元区、香港、韩国的 GDP 同比增速分别为 2.33%、2.20%、2.3%、3.6%、3.75%，其中美日韩均创今年以来新高，欧元区为下半年以来新高。从目前全球主要经济体经济复苏的顺序来看，2018 年大概率下是欧洲经济的再度崛起，并且我们还关注到美国 3 季度实际 GDP 增速终值为 3.3%，为 2014 年三季度以来新高，高于预期 3.2% 和初值 3%，欧元区 3 季度 GDP 同比增速终值被上修至 2.6%，高于初值 2.5%，说明美国经济持续韧性，欧洲经济在英、法、德等国家的带领下，将迎来经济再度增长。2017 年以来全球市场利率稳步上涨，全年的股市投资逻辑主线是利率与企业盈利预期的博弈，我们认为 2018 年将延续这样的投资逻辑，在经济持续好转、企业盈利确定性比较大的情况下获得更多投资者的青睐。

图 2.2.1 全球主要经济体全面回暖



资料来源：wind 南华研究

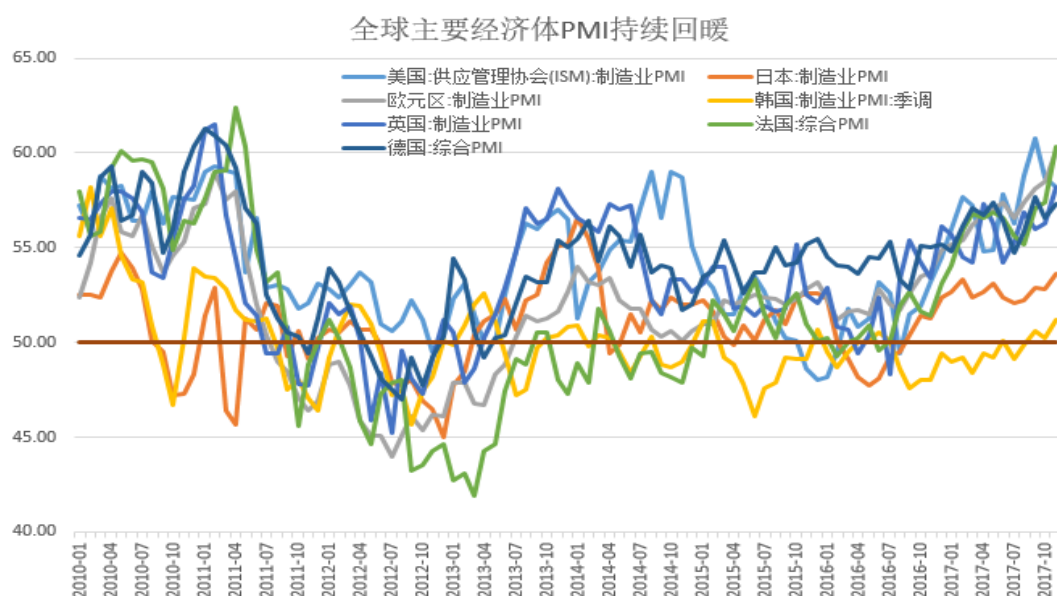
图 2.2.2 英法德 GDP 增速



资料来源：wind 南华研究

欧洲各国主要经济体的制造业 PMI 领先全球。PMI 是衡量一个地区的经济景气度，2016 年以来，世界各主要经济体的 PMI 均持续稳步上升，说明整体世界的制造业需求稳步回升，如图 2.2.3 所示。特别提示 2017 年 11 月，美国、欧元区、英国、法国、德国的 PMI 分别为 58.20、60.10、58.20、60.30、57.30，虽然可能因为各国算法规则不同，但其绝对值均领先于日本、韩国，说明 2018 年欧美经济景气还将继续保持稳步增长。

图 2.2.3 全球主要经济体 PMI 持续回暖



资料来源：wind 南华研究

美国减税政策有望扩大美国总需求，提升中国的出口规模。回顾 80 年代美国里根新政时期的减税政策，其通过减税优化供给结构，美国经济持续复苏，带来强劲的进口需求，年均贸易逆差有卡特时期的 250 亿美元急剧上升至里根时期的 1 千亿美元，当时日本是美国的主要贸易伙伴国，受益于美

国进口强劲日本的年均贸易顺差从 20 亿美元上升至 440 亿美元。特朗普竞选总统主推个人与企业减税政策，其一针对个人减税必定增加美国家庭消费促进进口，这样有利于中国出口扩大；其二针对企业减税，核心诉求在于美国的“再工业化”，制造业投资增速有望明显抬升，而中国经过 30 多年改革开放，制造业门类齐全，美国重拾工业化必须借助中国现有工业，相关公司有望切入“再工业化”进程，通过 FDI 形式投资美国，一个典型的例子就是福耀玻璃在美国投资建厂。

2017 年 11 月出口增速超预期以及低通胀超于投资者之前预期。从 10 月份披露的经济数据看，国内经济景气依旧偏淡，但是 12 月 8 日海关总署公布中国 11 月进出口数据显示出口同比(按美元计) 12.3%，比 10 月份上涨了 5.4 个百分点，进口同比(按美元计) 17.7%，比 10 月份上涨了 0.5 个百分点。随着欧美经济的持续上升，作为制造业大国的中国将在出口中拉升经济增长，虽然国内周期制造业有回落之势，但外需的增长将提高中国经济的增长。据此我们从目前 A 股的 3452 家上市公司，我们筛选出 2017 年半年度报告披露中具有海外业务收入的公司总共有 1211 家，进一步筛选海外业务收入占营业收入百分比超过 30%的，总共有 375 家，在这基础上，我们按申万一级行业分类进行统计，发现电子行业、化工、机械设备入围家数最多，分别为 69 家、44 家、42 家，也就是说我们认为这三个行业具有很强的出口导向型。我们再从 11 月份出口商品种类角度分析，11 月份当月出口金额最大(出口权重最大)的前 5 个商品分别为自动数据处理设备及其部件、服装及衣着附件、纺织纱线和织物及制品、农产品、集成电路，当月值分别为 1626487.60 万美元、1312605.60 万美元、998918.5 万美元、781377.7 万美元、619580.1 万美元，从出口的累计同比角度看，原油、焦炭及半焦炭、玩具、成品油、自动数据处理设备及其部件增速最大，均在 1-11 月累计同比超过 10%，分别为 119.1%、48.8%、36.4%、30.6%、15.6%，由以上三个角度，我们建议投资者关注电子、机械设备和化工行业在出口拉动经济看点的投资机会。

图 2.2.4 进出口当月同比增速



资料来源: wind 南华研究

2.3. 大类资产配置观点

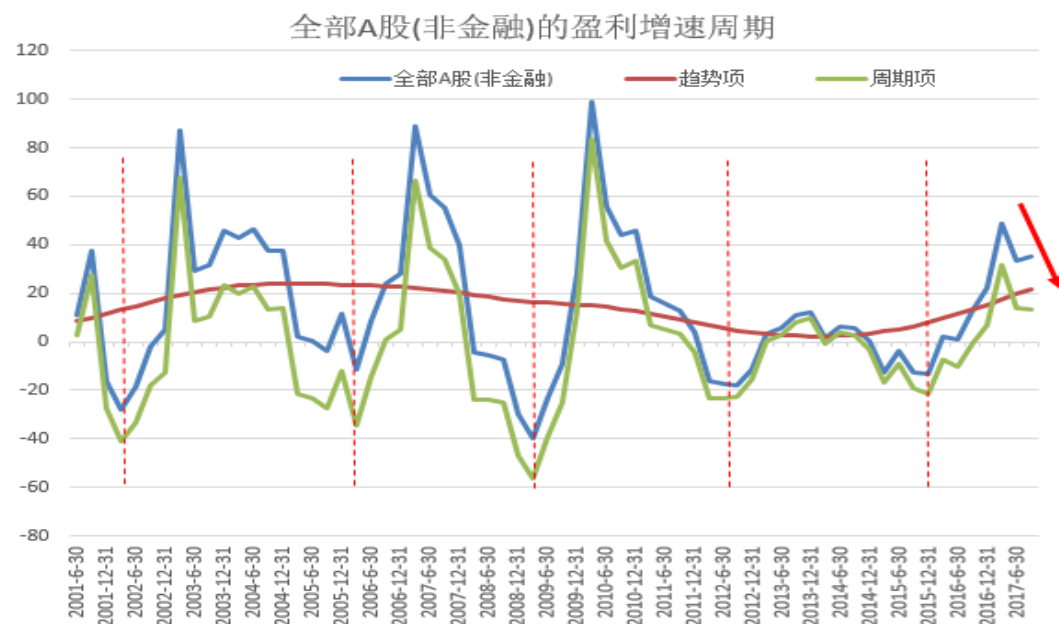
先重权益投资后重被动投资债券和黄金。从美林时钟判断，目前国内整体经济依旧向上，市场利率稳步上升，属于典型稳增长低通胀的经济复苏阶段，但是我们从上述分析已经知道 2018 年国内经济周期逐步下滑，并且因为出口良好将平滑经济回调的速度，所以 2018 年上半年依旧以股票资产配置为主，随着下半年经济有所回落，货币政策或再度宽松，我们认为此时应该重点配置债券和黄金，全年建议低配商品，原因在于下游需求不足，原材料涨价成本难以转嫁到消费者，2018 年震荡下跌是大概率事件，并且目前原油价格已经接近 60 美元但全球通胀依旧没有上升，预计明年食品价格难以出现大涨，届时的通胀依旧难以大幅提升，但是因为 2017 年是近年通胀最低的一年，较低的增速导致了较低的基数，这样会给 2018 年的增速带来抬升的影响，所以保持明年通胀温和的判断。对于 A 股投资策略判断，结合经济周期和货币政策，预计一季度市场利率高位震荡所以导致 A 股阶段性震荡回落，接近年中在境外资金持续大幅流入的背景下(如 MSCI 纳入 A 股，陆股通资金持续净流入以及沪伦通资金净流入)的影响下将点燃 A 股结构性上涨，随后因为经济的继续回落，市场见底在于 2018 年底，从而 2019 年将迎来经济短周期再次回升。

第3章 行业配置：业绩为王兼成长

3.1. A 股整体盈利增速预将下滑，行业盈利将分化

A 股 2018 年整体盈利增速将逐步下移。我们在第二章节中分析到 2018 年大概率经济周期向下(从基钦周期和库存周期以及经济增长的成本上升和需求转弱中体现出来)，并且从 A 股历史盈利增速周期来看，如图 3.1.1 所示，全部 A 股(非金融)企业盈利增速 2018 年大概率向下。回顾 2000 年以来，A 股盈利增速存在着 5 年左右的周期，其中 2 年上升期，3 年下降期，而现在正处于第五个盈利增速周期的顶点附近，因为本轮盈利周期开始于 2015 年年底，截止 2017 年一季度增速达到顶点，恰好 2 年左右期限，2017 年的二、三季度盈利增速已经向下，但依旧维持在高位，预计 2018 年将会步入下降通道，预计 2019 年底结束，2020 年开始迎来新的盈利增速上升周期，这样按时间预算估计 2018 年是增速下行的第一年，保守考虑，在没有爆发金融经济危机的背景下，我们判断 2018 年全体 A 股净利润增速有望保持 8%–15%，全体 A 股(非金融)净利润增速有望保持 15%–20%左右的增速区间。

图 3.1.1: 全部 A 股(非金融)盈利增速周期

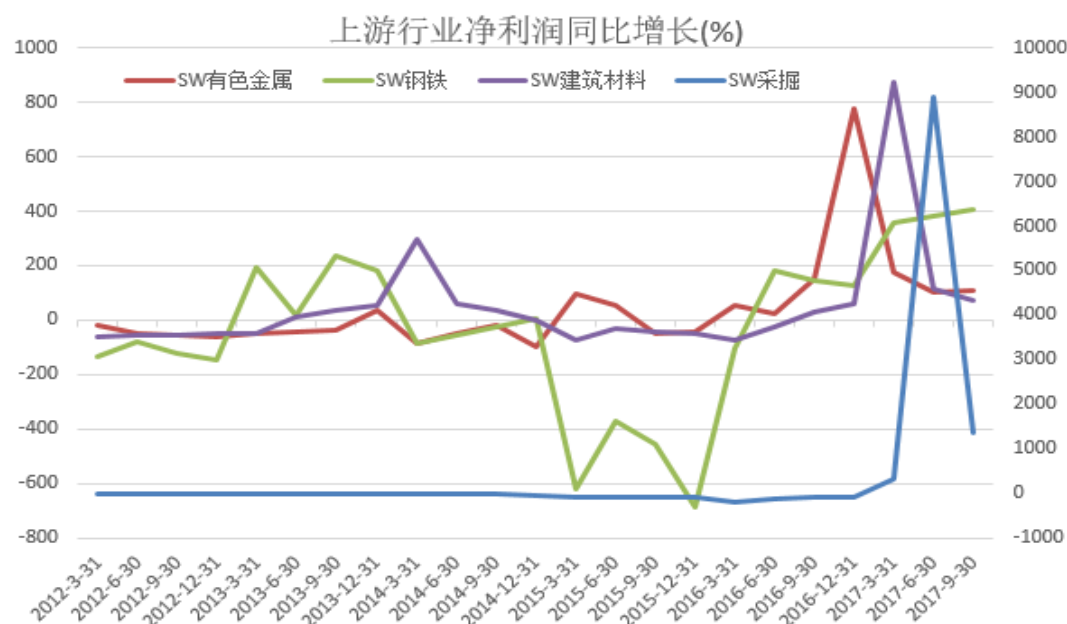


数据来源: wind 南华研究

2018 年各行业盈利预期明显分化。针对 2018 年中国经济增速会放缓，经济周期向下，并不能说明股市就没有投资机会，或者说股市就会单边持续下跌，因为影响股市的因素非常多，经济增长只是其中的因素之一，经济增速放缓一般情况下不会爆发系统性牛市(2015 年杠杆牛市除外，2018 年出现杠杆牛的概率也较低)，但是会出现非常明显的结构性行情，这样就需要理解哪些企业的盈利会持续好于经济表现，也就是说经济增长如何分配，并且从图 3.1.1 中的趋势项我们也可以看出，目前上市公司的盈利增速趋势已经向上，这样将会出现某些行业或单个企业的利润增长比整个行业的增长要快，所以我们看好 2018 年的股票市场的结构性行情表现。

偏上游行业在 2018 年的盈利增速将有所放缓，投资机会在于国企改革的产业链资源整合。在上游供给侧改革的背景下，原材料价格大幅上涨，导致上游周期性行业，如采掘、有色、钢铁、建材、化工等盈利增速较快，但是在 2018 年我们认为上游行业的高盈利增速将不可持续，并且最终导致这些公司的 ROE 很难持续走高，主要原因如下：1、2018 年经济周期向下，下游需求继续收缩的环境下，将引导周期性企业盈利预期向下；2、2017 年三季度全国工业产能利用率为 76.8%，与去年同比上升 3.6 个百分点，并且前三季度累计工业产能利用率为 76.6%，为近 5 年最高水平，说明上游去产能已经得到明显成效，这样 2018 年去产能的压力明显减弱，并且环保压力下降的前提下，限产门槛降低也导致上游企业将步入市场充分竞争模式，再加上 PPI 与 CPI 传导失败，上游涨价成本难以转嫁到下游，必将引起商品价格走低，从而压低上游企业的盈利水平。而上游行业涵盖了国家主要战略资源，为了资源价格波动带来的风险，通过国企改革进行上下游并购，从而壮大企业的竞争能力，典型例子如神华股份与国电电力的合并。从 ROE 的组成成分项角度看，我们认为 2018 年整体维持持续降杠杆格局，上游行业的杠杆率难以继续抬高(本来现在负债已经很高)，而高原材料价格下下游需求短时间难以继续拔高，从而导致营业净利率会因此而下降，这样整体将导致偏上游企业的 ROE 高位回调。

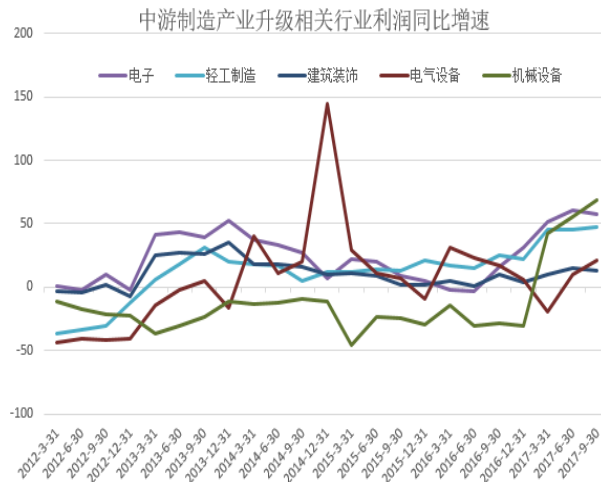
图 3.1.2 偏上游行业净利润同比增速



资料来源：wind & 南华研究

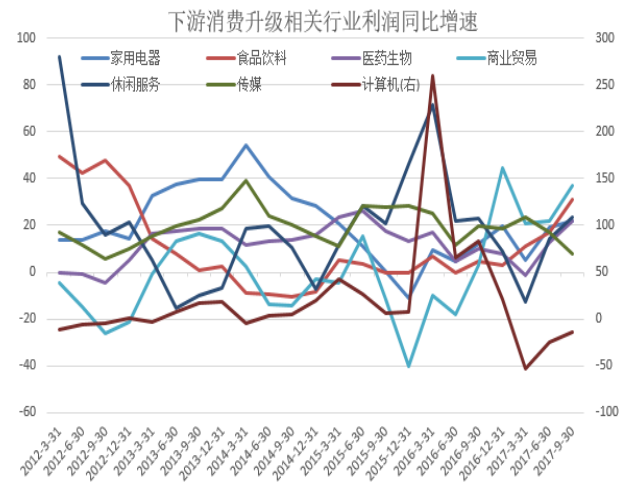
偏下游行业的投资重点布局产业升级和消费升级。2016–2017 年经济周期向上叠加上游供给侧改革，中国经济景气和企业利润整体向上，而面对 2018 年经济周期回调，刺激经济韧性增长的立足点就只有在下游的技术创新和消费，我们认为有两个最主要的投资方向：1、是产业升级方向的重点在于工业化和信息化融合。改革开放以来我国制造业持续快速发展并且建立了门类齐全、独立完整的产业体系，有力推动工业化和现代化进程，但是与世界先进水平相比仍然大而不强，并且现在通过加大投资促进经济增长模式的效率越来越低，当前中国处于制造业升级的关键时刻，在政策扶持以及国家战略投入和经济结构性转型需求下，高端制造业精密制造替代传统粗放制造，其主要体现在具有较高的技术含量，比如电子、计算机、传媒、通信，在经济增速换挡期将成为一个增长点；2、消费升级战略方向，党的“十九大”报告指出，社会主要矛盾已经转化为“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”，所以未来服务于人民消费需求的产品讲究质量而不是数量，也就是说从“有”到“质”的变化，注重高档消费，即选择生产奢侈品和高档用品的消费类上市公司，因为富人收入增长更快，展望 2018 年温和通胀的环境下依旧有利于消费盈利景气，医药生物、商业贸易等行业的业绩增速有望出现结构性改善。我们在第二章中提到 2018 年在上游资源价格回落中刺激下游消费增加，将会引起社会产成品库存再次反弹，而下游的营业净利率和资产周转率的上升，将会抬升企业的 ROE，再者国家源源不断的战略性投资产业升级行业，也将抬高技术性行业的杠杆，而这个就是筛选重点行业投资关键性指标。我们认为最能抬升 ROE 的行业主要有促进消费引起的营业净利润或资产周转率抬高的医药生物、商业贸易、休闲服务、传媒行业，还有国家持续战略性投资产业升级的电子、机械设备、电气设备行业。

图 3.1.3 中游制造产业升级相关行业利润同比增速



资料来源: wind 南华研究

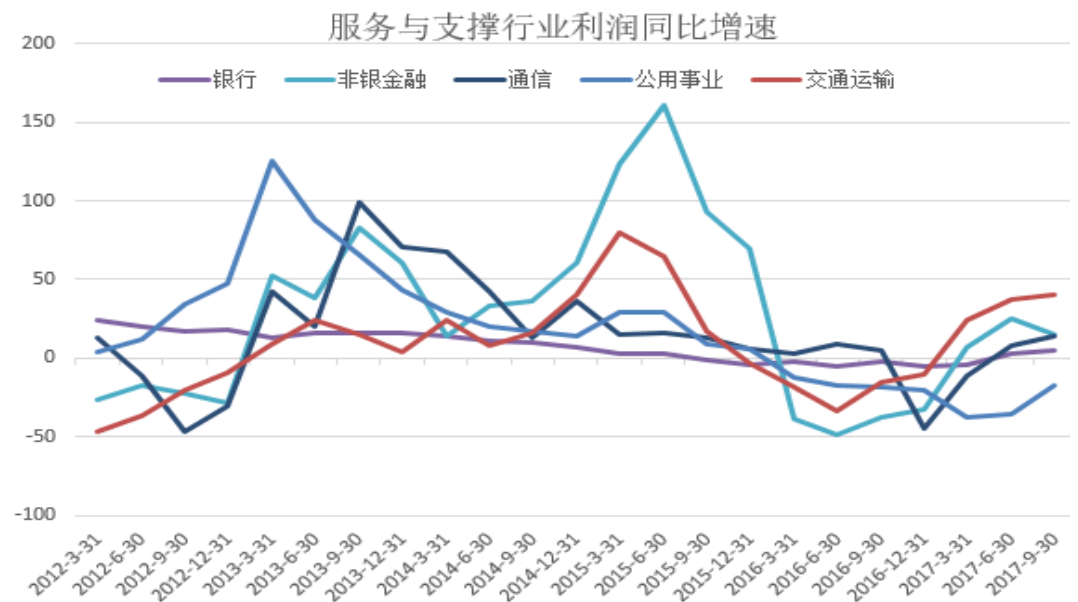
图 3.1.4 下游消费升级相关行业利润同比增速



资料来源: wind 南华研究

关于金融服务板块我们认为2018年盈利情况继续稳定改善。我们认为2018年中国经济周期向下，但是因为出口和消费的预期利好，中国经济将保持极大的韧性，从而市场利率将保持高位，银行和保险继续受益，特别在保险行业因为受益于中国寿险市场的高成长性和相对稳定上行的长端利率，预计保险板块依旧将维持景气的盈利增速。2018 年将是 A 股开始纳入 MSCI 的开始之年，将会有更多的境外资金流入 A 股，提高 A 股的交易量，再者证券板块在 2016–2017 年盈利增速较低，在低基数的效应下也将带领证券板块的盈利好转。

图 3.1.5 服务与支撑行业利润同比增速



资料来源: wind 南华研究

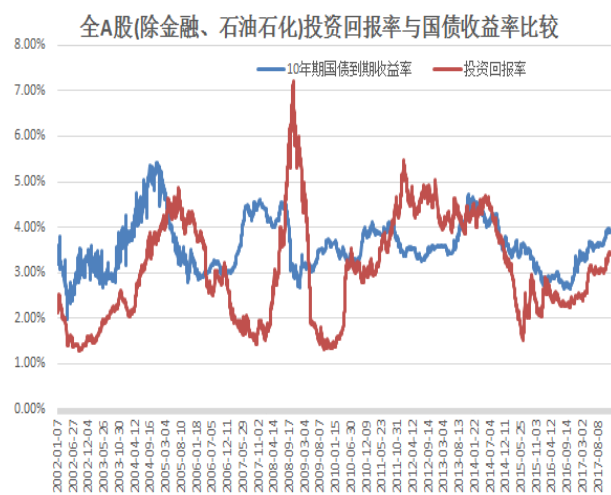
3.2. 利率变成影响市场风格的重要因素

关于经济向好、市场利率与股市投资回报率的关系梳理。我们知道利率与盈利是影响股市趋势的两大核心因素，盈利是决定市场趋势的核心矛盾，股市投资回报率是度量股票市场拐点(包括市场风格表现)的利器，而市场利率(不管是金融监管还是通胀预期引发的利率上行)是次要矛盾，但其短期大幅波动却对股市的短期波动影响很大，可以理解为影响主要矛盾的加速器，而利率变化之前的影响因素，就是管理层对经济复苏的再确认。总结的影响因素的顺序为：管理层对经济判断的再确认——>企业盈利——>市场利率——>股市投资回报率。

我们通过 2016 年以来的全球经济先后全面复苏的关系来理解。本轮全球经济集体复苏，首先启动复苏的是中国，然后是美国(中国大约领先 2 个季度)，继而是日本，最后是欧洲等国家，但是在这个过程中，金融机构对经济的预期起伏很大，并且经济学家同样在这一过程中产生了很大分歧，就连美联储也对经济包括通货膨胀的判断也犹豫不决，甚至到现在都没找出全球通胀迟迟没有预期上升的真实原因，所以这就导致的一个后果，不管是美联储 13、14 年退出 QE 开始加息、缩表，还是中国央行逐渐将货币政策由宽松转向偏紧的过程，大家始终是“犹豫不决”的，每次的加息和抬升政策利率都是在确定经济的好转能够持续的前提下进行的。随着美国加息和资产负债表缩表越演越烈，中国依旧保持不加息的态度或者说用其他方式给中国经济的主要风险点降温(比如房地产泡沫、金融杠杆率)，主要是因为中国经济复苏强劲的力度不够。这也就意味着经济增长和企业盈利的改善，始终领先于利率的变化，调整往往是对经济复苏的“后验”。因此盈利一定跑在利率前面，前者是决定市场中期趋势的核心矛盾，后者是影响市场短期波动的次要矛盾。当市场利率明显上涨后，说明实体经济对资金的需求旺盛，整体实体经济好转，企业盈利将持续上涨，而作为股票投资者则选择投资回报率最高的个股或板块进行投资。

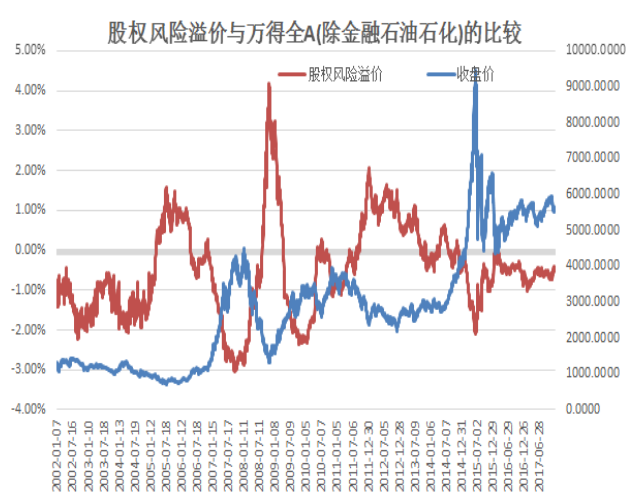
我们从 wind 获取了 2002 年以来全 A 股(除金融、石油石化)的市盈率历史数据，计算其投资回报率，然后于十年期国债收益率进行比较，如图 3.2.1 所示。从图中可以看出股票投资回报率与十年期国债收益率存在比较强的正相关性，其实可以从经济复苏和盈利改善的角度理解这个相关性：当利率在低位上升时，经济复苏和盈利改善的预期主导市场，此时股票投资回报率也开始显现，随着经济从繁荣转移衰退，利率开始下降而此时的股票投资回报率超过市场利率，会导致资金转战股市，当股市经济预期较差时股市才开始回落，期间存在一定的领先和滞后关系，从图中看 2009 年之前明显的看出十年期国债收益率先股票投资回报率 6 个月，而 2009 年之后，这两者的波动趋同性更强，我们将两者之差(股权风险溢价=股票投资回报率-十年期国债收益率)在于 A 股指数(除金融、石油石化)进行比较，即图 3.2.2。蓝线中股权风险溢价较高的点出现在 2005 年、2009 年和 2013 年，而当前的股权风险溢价值为-0.48%，可以看出从整体 A 股的投资回报上看，投资债券的回报率更高。

图 3.2.1 全 A 股投资回报率与国债收益率比较



资料来源：wind 南华研究

图 3.2.2 股权风险溢价与万得全 A 指数比较



资料来源：wind 南华研究

横截面上分析，目前市场利率已经接近 2000 年以来历史高位区域，2018 年利率走势将成为影响 A 股的主要因素。以国债到期收益率为例，截止 12 月 18 日十年期国债到期收益率为 3.8904%，而近期最高值达 3.9851%，从历史波峰来看已经接近 2000 年以来历史高位区域，若利率继续上行，不仅会对经济增长逐渐产生影响(从 1 年期银行间市场利率与 1 年期贷款利率之间的利差达 0.8%，也体现出来对实体经济的负面影响)，更会对股票估值水平形成更显著抑制，那么针对 2018 年市场利率的走势，我们认为有两种假设：

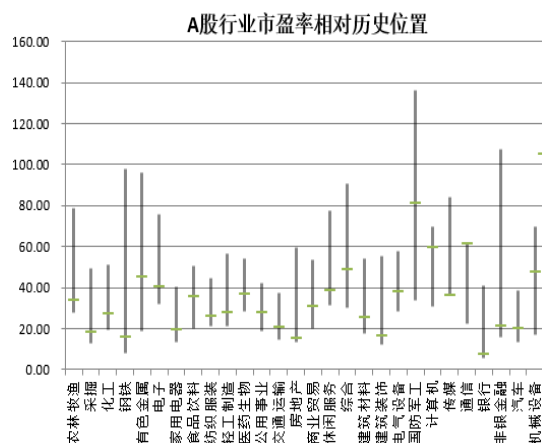
第一种是 2018 年金融去杠杆超预期或者通货膨胀超预期上涨，这样会大概率导致利率继续攀升，将对 A 股形成负面影响，届时 A 股继续延续 2017 年的市场风格，以防御为主，寻找确定性溢价，行业龙头为主要投资标的。当然了若是 2018 年市场利率上升不再是因为经济增长所致而是由于金融监管超预期导致的，这可能会上演 2013 年 6 月份“钱荒”可能会导致 A 股阶段性的系统性下跌，届时的投资逻辑依旧以避险为主，但周期性行业受益于经济复苏的逻辑已经不在，最好的机会在于受经济波动较小的消费类板块；

第二种是 2018 年在经济持续韧性增长的背景下利率见顶回落，则市场风格的投资机会重点将切换至中小盘股。2018 年国内经济增速将下降，企业资金需求将会有所降温，市场利率高位震荡及回落是大概率事件。从 A 股历史统计来看，利率下行时期市场风格将更加青睐于高增长的中小盘股票，届时依旧以盈利的确定性来选择投资标的，而不能泛泛的看好中小盘股票。历史上看，利率从低位上行期市场竞争力较大的龙头股受益的确定性最大，因为利率上涨意味着市场资金流动性趋紧，企业借贷成本不断上升，而大型企业往往可以依靠自身的信用和资产抵押获得成本相对低廉的资金，相反此时中小企业只能面对高额的融资成本，而当利率开始高位下跌时虽然龙头股的业绩增长的确定性还在，但是其股票投资回报率已经变低了，此时的次龙头股融资环境具有更大的改善空间，并且其股票投资回报率最划算，再者我们认为 2018 年管理层依旧维持金融降杠杆政策并且主体投资者为机构投资者，这样靠“讲故事”拉抬股票的机会将越来越少。

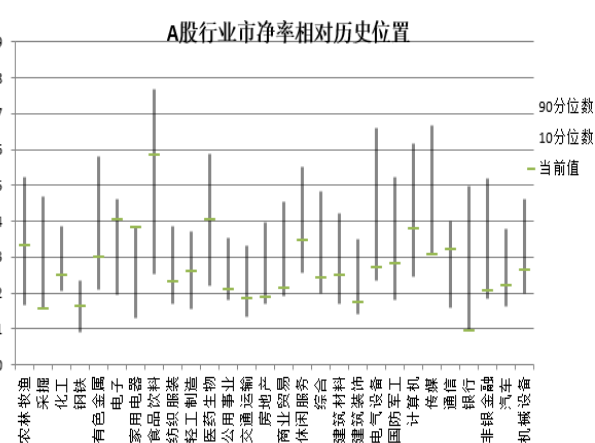
估值是投资回报率度量的尺度，在市场风格定调的前提现用以把握最优投资时机。纵向比较大部分行业属于估值低位，横向比较大部分行业估值相对适中。首先我们来看各个行业当前估值相对于历史所属位置，我们获取了 2002 年以来的市盈率、市净率历史数据，从 90% 的分位数划分两段，与当前值的比较，如图 3.3.3 和图 3.3.4 所示。由图中我们可以看出，传媒、采掘、房地产、建筑装饰、银

行的市盈率相对于历史严重低估；采掘、银行、传媒、房地产、商业贸易的市净率相对历史严重低估，也就是说这些行业潜在的投资回报率都非常高。

图 3.2.3 A 股行业市盈率相对历史位置(截止 2017 年 12 月 15 日) 图 3.2.4 A 股行业市净率相对历史位置(截止 2017 年 12 月 15 日)



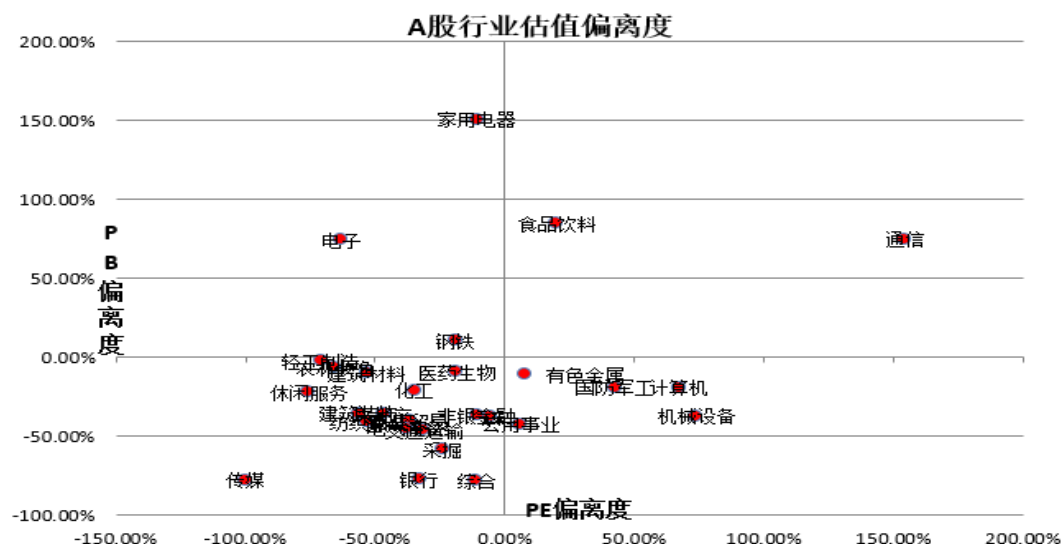
资料来源：wind 南华研究



资料来源：wind 南华研究

在市场流动性偏中性的背景下，应该从低估值里面寻找更低估值的行业，所以我们需要估值横向比较，为了体现市盈率市净率当前偏离历史均值的程度并使得该偏离度在不同行业间具有可比性，我们计算了其偏离度进行比较。即取当前值与历史均值之差，并取该差值与标准差的比值，然后将不同行业当前的 PE、PB 偏离度以散点形式标于坐标系中，如图 3.3.5 所示。从市盈率市净率偏离度的角度看，估值负向偏离度最大(即估值最便宜的行业)集中于第三象限，而估值水平最贵的行业则集中于第一象限。由图中我们可以看到，目前绝大部分行业都集中在第三第四象限，重点集中在第三象限，目前估值最便宜的还属传媒；估值最贵的行业还属家用电器、食品饮料、通信。那么结合前面分析的市场利率与股票投资回报率的关系，2018 年应该侧重选择第三象限中在市场利率高位回落中盈利受益的龙头或次龙头股。

图 3.2.5 A 股行业估值偏离度(截止 2017 年 12 月 15 日)



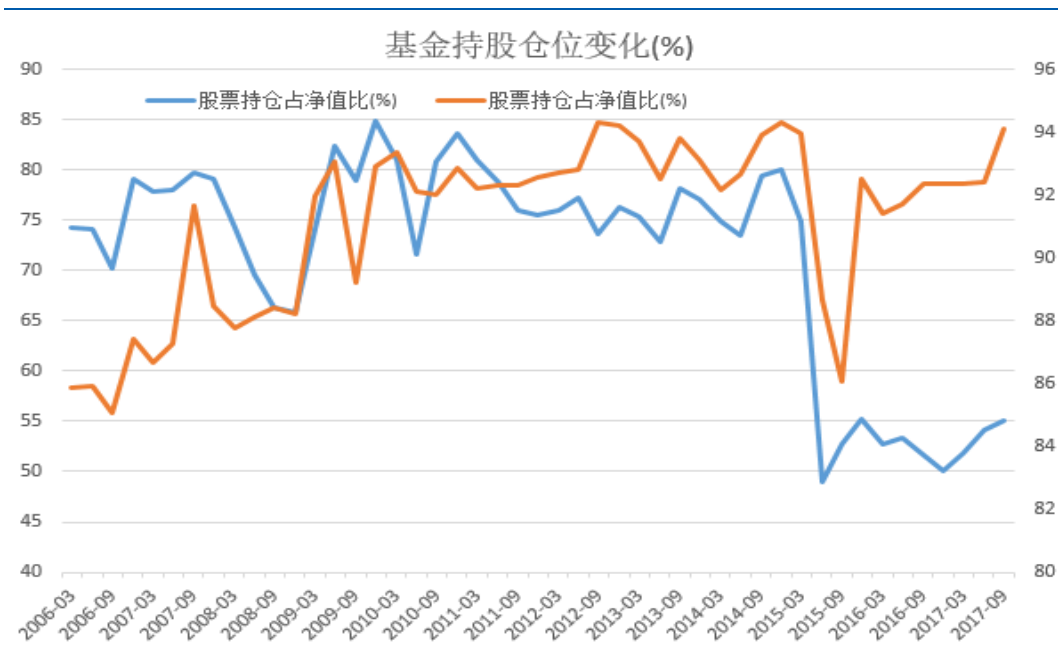
数据来源：wind，南华研究

第4章 机构配置跟踪

4.1. 基金配置回顾

三季度偏股型基金股票仓位接近历史高位，说明市场的股票集中度很高。针对基金三季度报告披露情况，我们以 wind 基金分类为参考对象，选择股票型基金和混合型基金进行统计，如图 4.1.1 所示发现：2017 年三季度股票型基金中股票持仓占净值比为 94.12%，比二季度的 92.42%上升了 1.7 个百分点，与 2015 年一季度、2013 年三季度的历史高位持平；混合型基金中股票持仓占净值比为 55.11%，比二季度的 54.07%上升了 1.04 个百分点，与 2015 年四季度的持平。如果从整体 A 股的筹码集中度来看，目前 A 股的筹码集中度已经接近历史高位区域，假如中国经济持续向好，A 股企业盈利持续改善，点燃一次大幅上涨的概率还是非常大的，关键在于突破口在哪些行业？

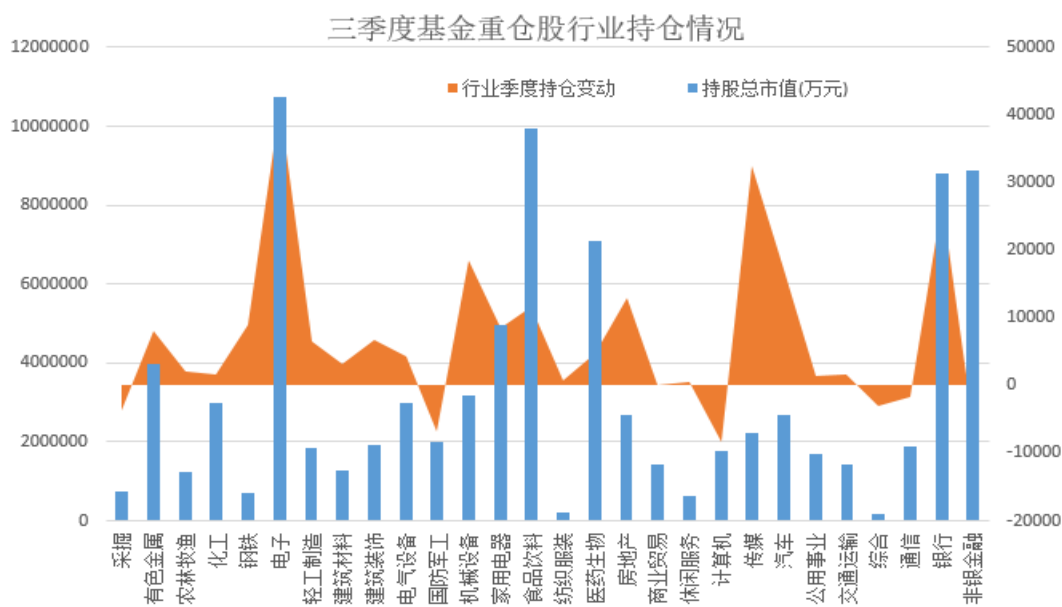
图 4.1.1 基金持股仓位变化(%)



数据来源：wind 南华研究

再从基金重仓股中我们按申万一级行业分类进行统计，发现基金重仓行业主要是电子、食品饮料、银行、非银金融、医药生物，并且三季度基金在电子、传媒、银行三大板块增持的幅度较大。我们认为基金增持电子板块，得益于人工智能、智能制造、新能源汽车等领域的改革预期所致，而银行和非银金融行业受益于经济持续向好，市场利率持续上涨而收益，对于传媒板块，我们认为该板块跌幅较大，并且随着中国人口老龄化扩大娱乐消费需求持续上升，属于战略性做多。

图 4.1.2 三季度基金重仓股行业持仓情况

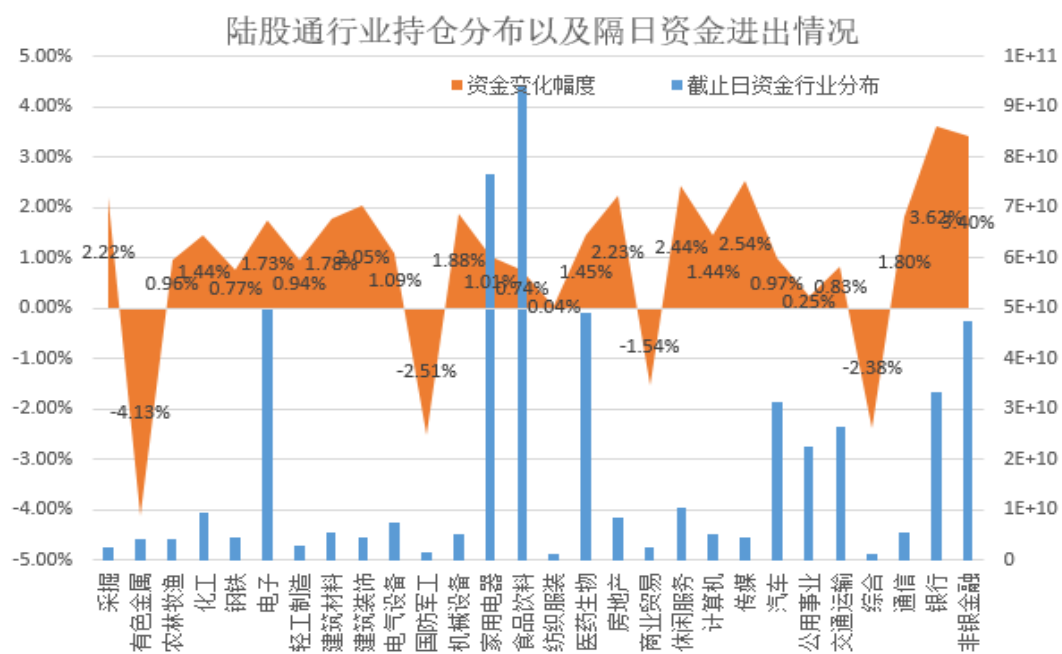


数据来源: wind 南华研究

4.2. 陆股通持仓情况

为了进一步放开中国证券市场，不断放宽境外资金进入国内证券市场门槛以及多渠道引进境外资金进入国内证券市场。目前外资进入 A 股的渠道主要有：QFII、沪港通、深港通，2018 年 A 股正式纳入 MSCI 新兴市场指数，还有正在计划的沪伦通等。所以 2018 年将会有更多外资进入国内证券市场，将会加大投资 A 股的赚钱效应，中国将会进入资本市场蓬勃发展的阶段。

图 4.2.1 陆股通行业持仓分布以及隔日资金进出情况(截止 12 月 18 日)



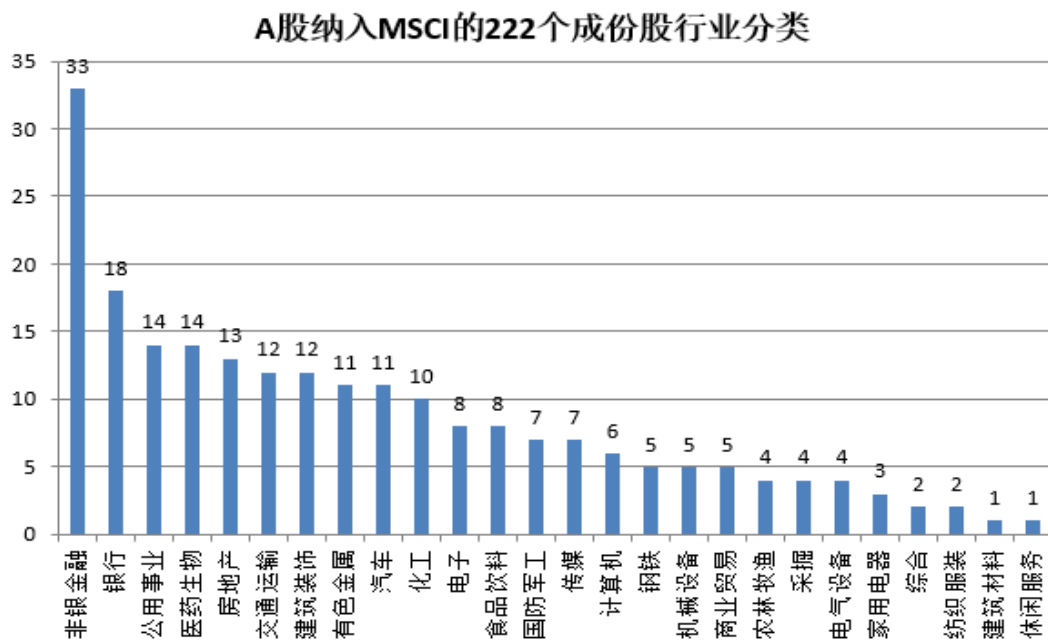
数据来源：wind 南华研究

对比陆股通和基金重仓股行业配置我们发现，两者重仓行业类似，集中配置电子、家用电器、食品饮料、医药生物、银行和非银金融，细微差别就是重仓行业中不同的行业超额配置，比如基金重仓行业配置中重点在电子、食品饮料、银行和非银金融，而陆股通行业配置中重点配置家用电器和食品饮料。

4.3. MSCI 中国 A 股分布

我们统计了 A 股纳入 MSCI 的 222 个成份股所属申万一级行业分类的个数，如图 4.3.1 所示。发现 MSCI 最青睐配置的行业是非银金融、银行，分别占了 33、18 只股票，其次是公用事业、医药生物、房地产、交通运输、建筑装饰、有色金属、汽车、化工行业的股票数量均超过 10 只，配置最少的是休闲服务、建筑材料、纺织服装、家用电器的数量在 3 只及以下，并且在这申万一级行业中，只有轻工制造没有股票被纳入。

图 4.3.1 A 股纳入 MSCI 的 222 个成份股行业分类统计



数据来源：wind 南华研究

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
 客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
 电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
 电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
 电话：021-50431979

普宁营业部

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

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
 电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
 电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
 电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
 电话：022-28378072

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

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

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
 电话：0351-2118001

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
 电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
 电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
 电话：0579-89292777

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

绍兴营业部

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

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
 电话：0577-89971808

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 号
 电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
 电话：0573-89997820

慈溪营业部

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

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
 电话：0574-87274729

台州营业部

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

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

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

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

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

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 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

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
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

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

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

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

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 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

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：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net