

## 2017年投资策略报告

### 2016年市场回顾：

- 2016年国内各大类资产延续了轮动的局面，2015年表现最好的A股在2016年表现最差，而2015年表现较差的大宗商品价格在2016年的表现最为靓丽。国内宏观经济面临诸多挑战，经济增速换挡下行、信用风险不断暴露、汇率波动以及货币政策边际收紧等，海外美联储进入加息周期、黑天鹅事件不断出现，叠加2015年年中出现的A股异常波动，市场风险偏好显著下降，因此如A股之类的风险资产受到抑制，而具有避险属性或低估值特征的资产更加受到资金的青睐。

### 2017年展望：

- 伴随着美联储进入加息周期以及强美元环境，包括中国在内的各经济体货币政策空间将受到制约，我国货币政策流动性或将边际收紧，政策的着力点或将围绕宽财政、基建以及各项改革措施上。供给侧改革、去杠杆和国企改革等将得到进一步的贯彻实施。
- 商品或将受益于再通胀预期升温及相应的库存周期；人民币汇率仍将受到不小的压力；房地产市场受到调控政策影响仍有可能处于调整期；在经历了2016年年底的一轮较深的调整后，债券市场已集中释放了部分风险，需耐心等待配置时机；A股在经历了近一年半的调整后，估值水平已相对合理，运行更加健康，配置价值已经出现。

### 2017年A股市场判断：

- 目前A股市场估值水平较前期已大幅回落，风险得到有效的释放，但投资者的风险偏好仍相对较低，存量博弈和结构性行情为市场的主要特征。我们认为未来改革政策的实际落地将促进风险偏好的提升，包括养老金入市、A股不断与国际市场互联互通等事件都将为市场带来增量资金。但同时也应警惕房地产调控过度、IPO审批速度过快等引发A股下行的风险因素。
- 在选股策略上，建议更加注重自下而上优选投资标的，以公司盈利及行业景气度等层面的变化为选股的侧重点。可从以下几方面积极寻找投资机会：1) 盈利持续修复的中上游行业相关标的；2) 受益于居民消费升级的行业及个股；3) 与政策紧密相连的行业板块，如：一带一路、国企改革、债转股等。
- 风险：通胀过快上行；人民币贬值大幅超预期；房地产过度调控带来的经济下行风险。

免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

## 一、2016年市场回顾

### (一) 美联储进入加息周期，全球“黑天鹅”事件频发。

2015年12月美联储的首次加息标志着美国正式进入加息周期，其具体加息路径成为影响全球各类资产走势的重要因素。美联储货币政策的转向影响了资本在全球范围内的流向并进而对各国经济形势、汇率走势及应对的政策措施等方面产生影响。另一方面，2016年也是“黑天鹅”事件频发的一年，国内在年初出现了指数“熔断”，而海外出现了英国公投宣布“脱欧”以及特朗普赢得美国总统大选等事件，均对金融市场产生重大影响。

### (二) 我国经济走势整体平稳，货币政策边际收紧。

虽然在宏观经济层面遇到诸多挑战，但2016年我国经济走势整体平稳，2016年前三季度GDP同比增长6.7%，基本符合市场预期。2016年固定资产投资增速较前一年有所下滑，但下滑速度得到有效控制。其中房地产投资好于预期，2016年房地产市场表现较为突出，在“去库存”的政策方针以及较为宽松的货币政策背景下，房地产市场吸引了大量居民资金的流入。基础设施建设在2016年贡献明显，其增长保持了较高的强度。

表：近年来我国主要经济数据

		2014	2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	2016E
实际GDP增速	%，同比	7.3	6.9	6.7	6.7	6.7	6.7
名义GDP增速	%，同比	8.2	6.4	7.1	7.3	7.8	8.0
工业增加值	%，同比	8.3	6.3	5.8	6.0	6.0	5.9
名义固定资产投资	%，同比	15.0	9.9	10.7	8.1	7.1	8.2
名义社会消费品零售总额	%，同比	11.9	10.7	10.3	10.2	10.5	10.5
出口	%，同比	6	-2.6	-9.7	-4.4	-6.7	-6.7
进口	%，同比	0.7	-14.4	-13.3	-6.7	-4.7	-7.3
M2增速	%，同比	12.2	13.3	13.4	11.8	11.5	11.8
新增人民币贷款	万亿元	9.8	11.7	4.6	2.9	2.6	12.1
CPI	%，同比	2	1.4	2.1	2.1	1.7	1.9
PPI	%，同比	-1.9	-5.2	-4.8	-2.9	-0.8	-1.6
GDP平减指数	%，同比	0.9	-0.4	0.4	0.6	1	1.1
1年期贷款基准利率	%	5.6	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
1年期存款基准利率	%	2.75	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率(大型机构)	%	20.0	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0
人民币兑美元汇率	市场价格	6.21	6.46	6.46	6.63	6.68	6.9
预算财政赤字率	%，占GDP比例	2.1	2.3	—	—	—	3

数据来源：万得资讯。

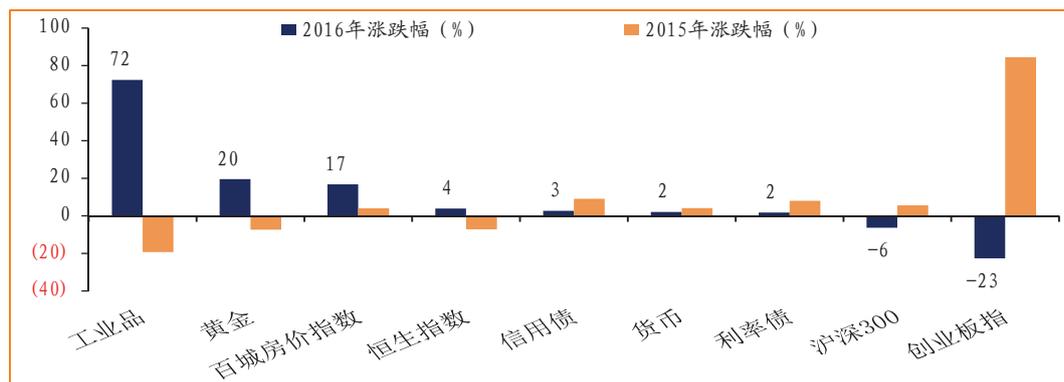
近年来，由于稳增长的需要，我国货币政策保持了极度宽松。但凡事物极必反，流动性极度宽松的弊端开始显现，房地产价格过快上涨、工业品价格暴涨引发了市场对于滞胀的担忧，居民以及金融机构的杠杆比率快速上升。为此，央行的政策开始出现转向，出现边际收紧的态势，央行也明确提出了货币政策“稳健中性”的目标。

### (三) 市场风险偏好处于低位，A股成年度表现最差资产。

2015年年中出现异动以来，A股市场经历了并不平坦的寻底过程，伴随着股市风险的释放以及年初股指“熔断”事件后，市场整体风险偏好受到抑制。市场中的资金更倾向于具有

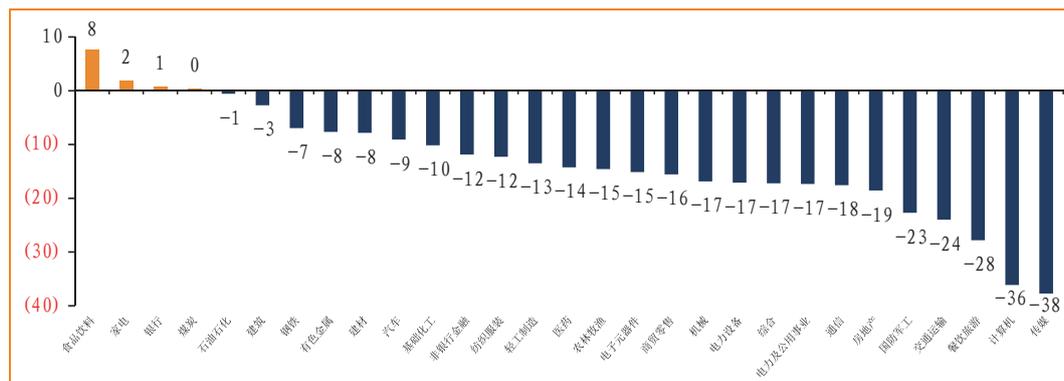
避险属性或者前期表现较差进而估值相对便宜的资产类别，所以从大类资产类别看，国内的大宗商品、黄金以及房地产等表现较好。A股主要指数全年均为负收益，成最差表现资产。A股内部结构分化较为明显，业绩确定性高、估值相对较低的食品饮料、建筑装饰和家电等行业表现相对较优，而前期受到资金追捧且成长属性明显的传媒、计算机等行业整体表现居于末端。

图：大类资产表现对比



数据来源：万得资讯，2016年数据区间为：2016年1月1日-2016年12月9日。

图：2016年A股29个中信一级行业表现 (%)



数据来源：万得资讯。数据日期：2016年1月1日-2016年12月31日。

## 二、2017年基本展望

### (一) 全球经济仍面临诸多挑战。

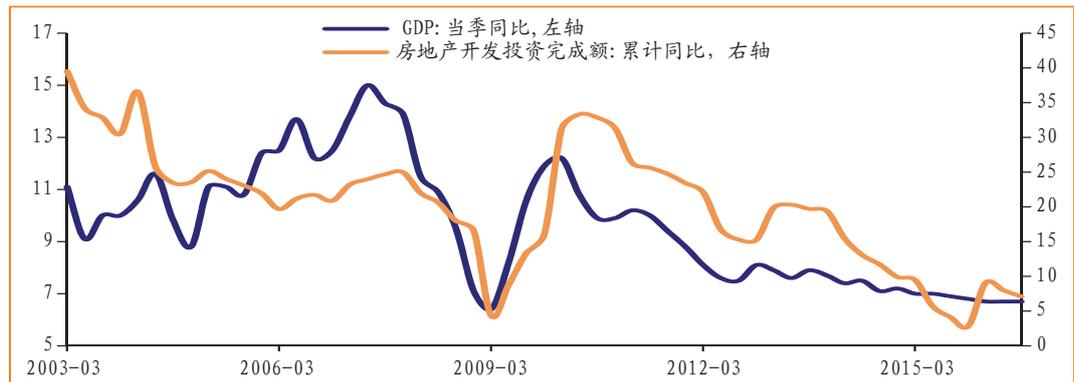
虽然美国经济展现出较为强劲的复苏迹象，但我们认为全球将依然延续自2008年金融危机以来的长周期调整格局，除美国外，其他经济体仍面临不少挑战。主要发达国家政策利率多处于极低水平，日本、欧元区、瑞士、瑞典与丹麦等央行均已实施负利率来遏制通缩。伴随着未来美元持续走强的预期，全球或将进入财政扩张和结构性改革周期。

美国经济虽处于较为健康的复苏阶段，但新政府上台后的政策仍存在不确定性，或将增加全球经济及金融市场的波动性。欧洲方面仍未走出经济寒冬，随着英国“脱欧”，区域一体化出现倒退，民粹主义抬头将加剧政治风险，并激化经济失速、债务及银行业等方面的风险，欧洲经济复苏将面临极大阻力。

## （二）多种政策可对冲地产调控带来的经济下行压力。

房地产行业对我国经济增长具有重大意义，房地产的调控政策将对经济产生一定的下行压力，预计2017年经济政策的着力点将聚焦于财政政策、基建投资以及推进各项改革等措施，以此来抵消地产调控对增长的负面影响，从而实现经济的平稳增长。从长期看，我国经济结构的转型也要求逐渐减少对房地产行业的依赖，但短期挑战不可避免。

图：地产调控将对经济增长带来一定的下行压力

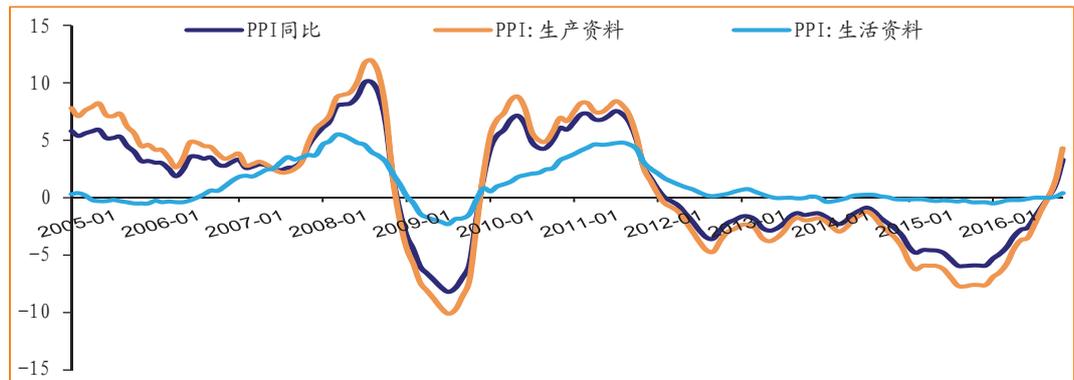


数据来源：万得资讯。

## （三）通胀预期升温。

随着2016年国际大宗商品价格调整见底、国内过剩产能处置不断进展，我国工业品价格上涨显著，我国物价水平，尤其是PPI改变以往连续下跌的趋势，跌幅不断缩小直至由负转正，物价中枢上移，再通胀预期升温。甚至引发人们对可能出现的“经济滞胀”的担忧。

图：PPI同比增速在2016年由负转正

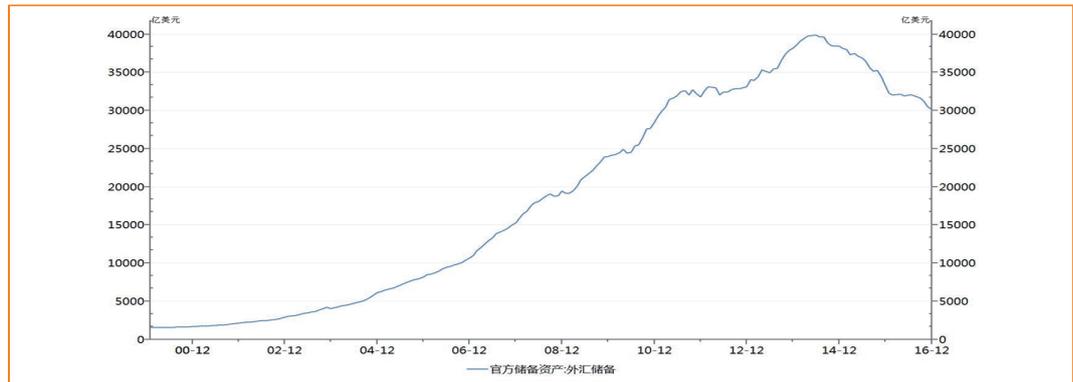


数据来源：万得资讯。数据日期：2005年-2016年。

## （四）人民币仍有贬值压力。

人民币贬值贯穿于2016全年，对宏观经济和金融市场产生较大影响。我国的外汇储备全年缩水约3198亿美元，下降幅度为9.6%，市场认为从全年的情况来看，央行稳定人民币汇率是外汇储备规模下降的最主要原因。

图：我国外汇储备变化情况（单位：亿美元）



数据来源：万得资讯，数据日期：2000年1月-2016年12月。

随着美国经济稳步复苏，美联储的货币政策将逐渐正常化，美元走强预期升温，人民币仍将承受较大的贬值压力。资本外流将对国内流动性造成冲击，为避免资本外流失控，一方面，监管层需对不符合“实需”原则的跨境资本流动进行更加严密的监控和管理，另一方面，央行需加强对市场情绪的引导，令市场重建人民币走势将在中长期基本稳定的信心。

#### （五）货币政策趋于稳健中性，财政政策更加积极。

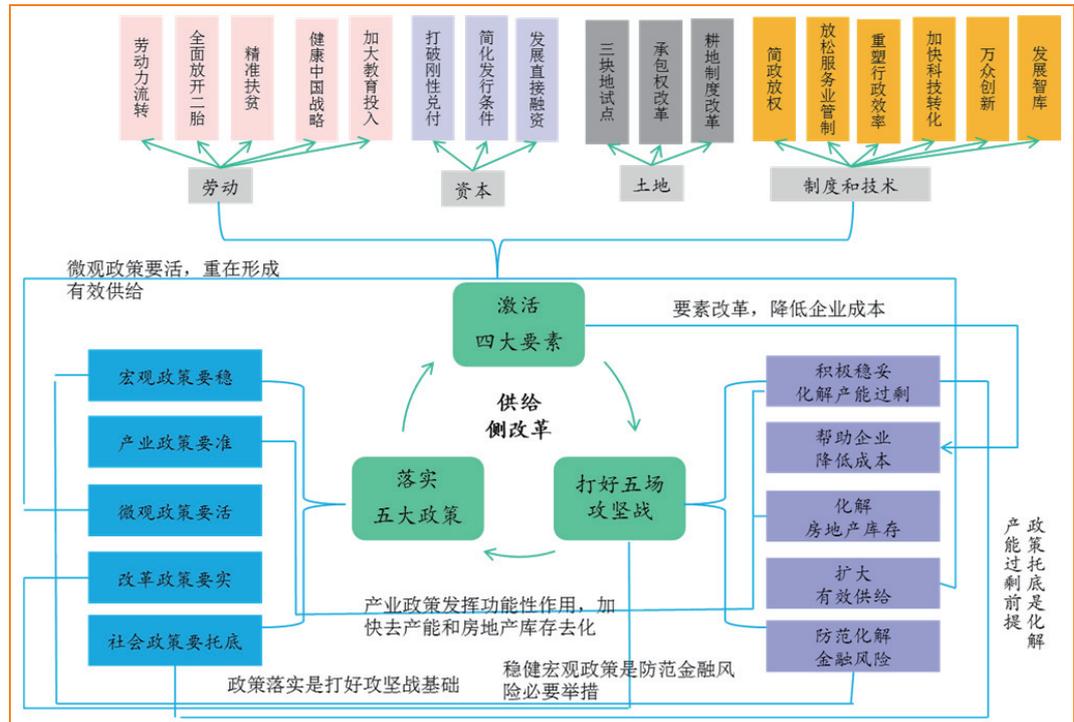
自2014年11月央行降息以来，为了保持经济的稳定增长，央行实施了宽松的货币政策，宽松的流动性使得个别资产价格出现泡沫迹象，如2014年至2015年年中的A股市场，以及房地产市场和债券市场，金融市场局部的泡沫化成为隐患。降低居民和金融机构的杠杆水平成为当务之急，加之目前不断抬升的通胀预期，央行政策开始转向，流动性开始边际收紧，2017年货币政策将维持稳健中性。

2017年是供给侧结构性改革的深化之年，供给侧结构性改革中的五大任务，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板（“三去一降一补”）需要在2017年取得实质性进展，财政政策将扮演更加重要的作用。去年12月，一年一度的中央经济工作会议明确了2017年继续实施积极财政政策，且财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。我们认为2017年财政政策的发力点可能在于以下几个方面：1) 企业降税减费。2) 扩大财政赤字规模。3) PPP项目加速落地。4) 进一步加大中央专项基金对于基础设施建设的投资，预计2017年中央基建投资可达5500亿元。

#### （六）改革措施将持续推进。

2017年将迎来党的“十九大”的召开，市场预计政策环境对金融市场将相对友好。十八届三中全会以来，各项改革已取得了一定的进展，效果还有待进一步体现。2017年的改革重点关注供给侧改革、国企改革、金融改革以及与城镇化推进配套的户籍与土地制度、财税、社保等方面的改革与落实。

图：供给侧改革对我国经济结构转型意义重大



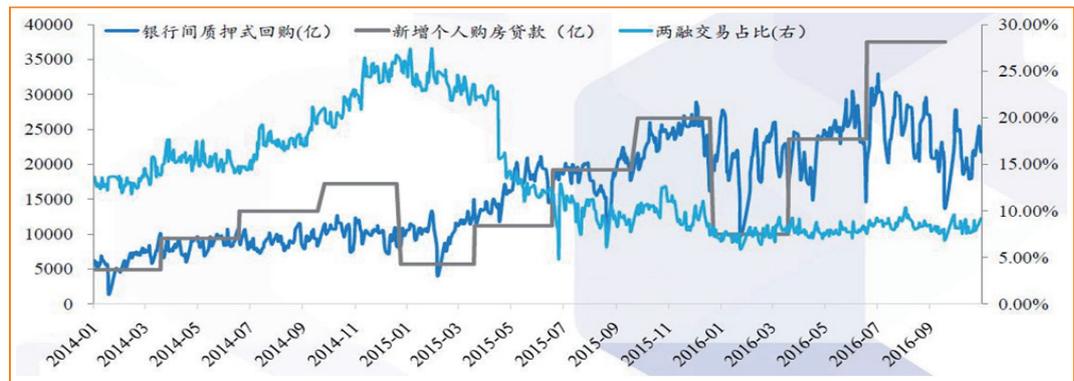
数据来源：万得资讯。

### 三、2017年资本市场形势展望

#### (一) 监管趋严及金融去杠杆背景下，A股性价比提升。

自2015年年中A股发生异常波动以来，市场一直在消化此前积聚的泡沫风险，到目前为止，A股的去杠杆进程已基本完成。相反，房地产市场、商品和债券市场的杠杆水平及泡沫风险均显高于A股。未来一段时间，监管趋严以及相伴的去杠杆政策将会涉及到各资产类别中，对于需要寻找较安全的优质资产进行配置的资金来说，A股的性价比相对较高。

图：A股市场去杠杆过程已基本完成



数据来源：万得资讯，国泰君安证券。

图：A股市场的投资性价比相对较高

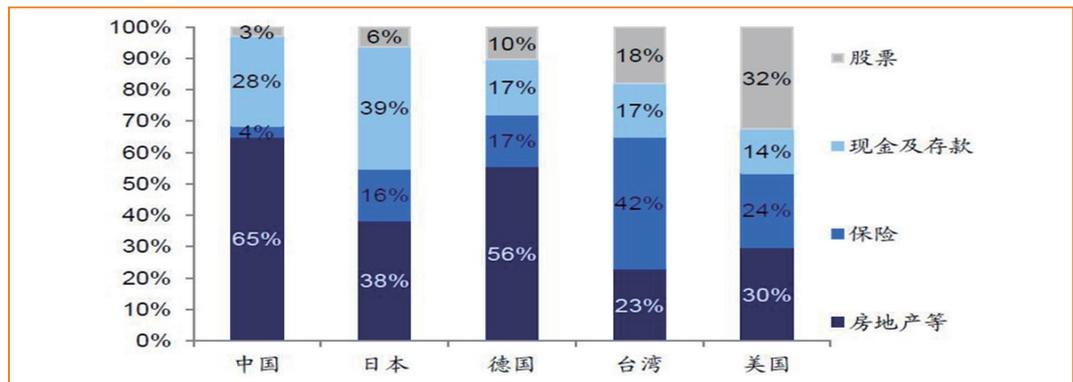


数据来源：万得资讯，海通证券。

## （二）增量资金入市可期。

2016年国庆期间较大范围的房地产调控政策的加码有望带来居民资产配置上的变化。相较于发达国家，我国居民的资产配置情况并不合理，主要体现为权益类资产占比较低，而收益率较低的现金以及房地产等占比过高。历史上，地产周期一般伴随着居民存款向企业存款的转移，2015年以来股市表现和企业存款走势相悖，现今企业存款预期增速将出现向下拐点，但是从企业存款回流居民存款，再到进入股市可能需要一段时间。

图：我国居民的股票资产配置比例较低



数据来源：万得资讯，海通证券。

养老金、企业年金和职业年金入市预计可能带来约1000亿元左右的资金。目前全国社保基金理事会管理资产接近2万亿元，到2020年预计将新增2万亿元左右的地方社保委托，若其中有10%投向股市，增量资金在2000亿元附近，企业年金和职业年金也有望带来近400亿元左右的增量资金。

同时，随着A股市场配套政策措施的不断完善，在连续被拒之门外后，市场普遍预计今年MSCI纳入A股存在较大概率，若真如此，则有望为A股市场带来1500~2500亿元的资金供给。

## （三）改革的不断深入可提升风险偏好。

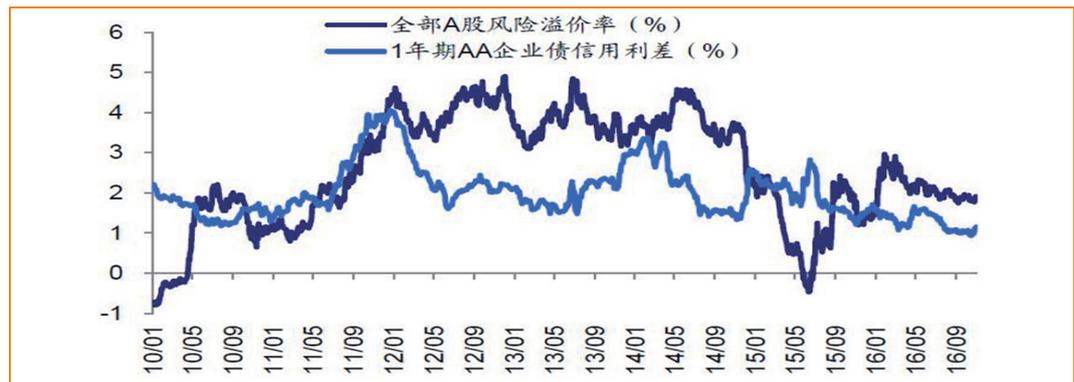
历史上，改革的推进和深入可显著提升市场风险偏好，“十八大”后，新一届领导班子陆续推出各项改革措施，A股市场的风险偏好曾被显著提升并进而形成A股牛市行情。2017年的“十九大”为关键时间点，改革预期或将被再度点燃，市场风险偏好有望得到利好支撑，风险溢价仍有下行的空间。

图：改革预期可显著提升市场风险偏好



数据来源：万得资讯，广发证券。

图：A股风险溢价仍有下降空间



数据来源：万得资讯，海通证券。

## 四、2017年投资策略

虽然A股的配置价值不断提升，但尚未构成牛市行情所需要素条件。市场信心的恢复仍需要时间的配合，海内外的各种不确定因素仍有可能对A股市场形成负面冲击。房地产调控对经济的拖累可能较预期更加严重，A股中新股IPO以及较大规模的限售股解禁或将带来供需的失衡。美国新任总统的对华政策仍有较大不确定性，2017年仍有可能延续2016年全球“黑天鹅”事件频繁发生的态势。

我们认为A股大概率将延续结构性行情，建议更加注重自下而上优选投资标的，以公司盈利及行业景气度等层面的变化为选股的侧重点。目前来看，可通过以下几方面积极把握投资机会：1) 盈利持续修复的中上游行业相关标的；2) 受益于居民消费升级的行业及个股；3) 与政策紧密相连的行业板块，如：一带一路、国企改革、债转股等。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路1号

嘉里建设广场一期二座17楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfn.com.cn