

## 2018年投资策略报告

### 2018年宏观经济展望

- 我们预测明年的GDP增速在6.7%左右；CPI将上行、PPI将下行，但下行幅度有限，PPI-CPI缺口将会收窄。预计明年企业盈利从增速上可能放缓，但向好的趋势不改，构成A股盈利增长的基础。货币政策方面预计将维持稳健中性，利率方面，虽然经济基本面并不支持当前相对高企的利率水平，但短期内在金融监管、金融去杠杆及资管新规尚未实际落地的背景下，或许仍会保持高位震荡，后续尚需观察政策落地的时间窗口。
- 投资方面：房地产短周期回落叠加调控政策的长效机制推出，以及棚改货币化边际影响弱化的背景下，预测2018年地产销售及投资增速继续回落。基建投资宏观调控的逆周期特性减弱，同时较快上升的赤字率和地方政府债务约束长效机制限制了地方政府加大财政支出和进一步举债的空间，基建投资增速或将延续2017年初以来的回落趋势。在新经济占比提升和旧经济经营改善的支撑下，制造业投资增速有望见底回升。同时在全球经济复苏的大背景下，出口或将延续正增长，保持对经济的支撑。

### 2018年大类资产配置

- 基于对经济增长、通胀、改革等方面的判断，中国的经济增长和通胀环境依然利好股票资产；房地产调控政策将继续压制投资房产的回报空间；全球经济同步复苏的趋势利好股票和大宗商品等风险资产。
- 从风险收益效益衡量，建议2018年超配股票，包括A股和港股，标配大宗商品和海外资产，债券在金融监管政策实际落地之后或会迎来配置时机，低配房产类资产。大宗商品中相对看好原油和工业金属。

### 2018年A股投资策略

- A股整体上行因素明显：居民权益类资产配置有望增加；A股纳入MSCI指数有助于海外资金流入；整体市场估值低于历史平均水平；基本面来看盈利有望继续复苏。
- 下行因素：货币政策相对中性偏紧；中小股票解禁资金压力及业绩承诺到期之后的业绩大幅下滑风险；通胀可能过快上升，影响流动性预期。
- 结论：2018年股票市场有望走出以盈利增长为基础、有一定增量资金的慢牛行情。预计全年指数波动幅度不大，以结构化行情为主，在消费、周期、成长和大金融等各个板块都会出现投资机会。

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建议，也不构成任何对投资者的投资建议或担保。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、2018年宏观经济研判

### （一）国内经济总量数据对投资的指导性下降

2017年宏观经济呈现价格快速增长和总量低波动的态势，GDP增速在6.7—6.8的区间内。虽然局部单季度可能出现较高增长，但整体和过去两年相比增速明显回落。预计未来增速中枢在6.5上下，总量数据相对平稳，价格或有较大波动。源于过去两年供给侧改革供给端带来的巨大冲击，价格的上涨使得中上游部门盈利明显改善。

对2018年GDP增速的判断，市场最乐观和最悲观的预测都落在6.5—7窄幅区间。宏观钝化的背后是微观结构的分化，经济结构的亮点在于新旧动能的转换。轻资本的新经济正在加速替代重资本的旧经济。新经济的投入加速产生回报，旧经济的利润得到结构性改善，综合效果体现为经济的较强韧性。

图1：GDP累计同比（%）



数据来源：Wind，国家统计局；数据时间：2007年9月至2017年9月

### （二）2018年地产销售增速继续回落，但底部不低

房地产在短周期回落叠加调控政策的长效机制推出，以及棚改货币化边际影响弱化的背景下，预测2018年地产销售及投资增速将继续回落，投资增速5%左右。但地产投资的底部不低，源于目前房地产行业集中度比较高，开发投资的稳定性上升，同时低库存也会对房地产投资形成底部支撑。近期住建部会议显示明年地产投资可能好于预期，因此对明年经济变化不必过分悲观。

图2：房地产销售与投资累计同比增速（%）



数据来源：Wind，国家统计局；数据时间：2009年7月至2017年10月

### （三）基建投资仍会维持中高增速

基建投资增速预计10%-15%左右。“十九大”对发展提出从量到质的要求，基建投资宏观调控的逆周期特性减弱；同时较快上升的赤字率和地方政府债务约束长效机制限制了地方政府加大财政支出和进一步举债的空间，基建投资增速将延续2017年初以来的回落趋势。另一方面，近期中央经济工作会议提出2018年将维持积极财政政策，因此明年在中央层面的财政支出可能还有一定的增长。综合来看，明年基建或仍将维持中高增速。

### （四）制造业投资增速有望见底回升

制造业投资增速有望见底回升，预计增速4.5%-6%左右。一方面，新经济的资本开支上升后基数占比提升，制造业投资的内容从传统制造向高端制造、精密制造、服务制造等转变；另一方面，旧经济由于价格回升，资产负债率下降，现金流改善，随着经营状况的持续改善，有望逐渐进入设备更新环节。

图3：制造业投资增速



数据来源：Wind，国家统计局；数据时间：2005年2月至2017年10月

### （五）出口延续正增长

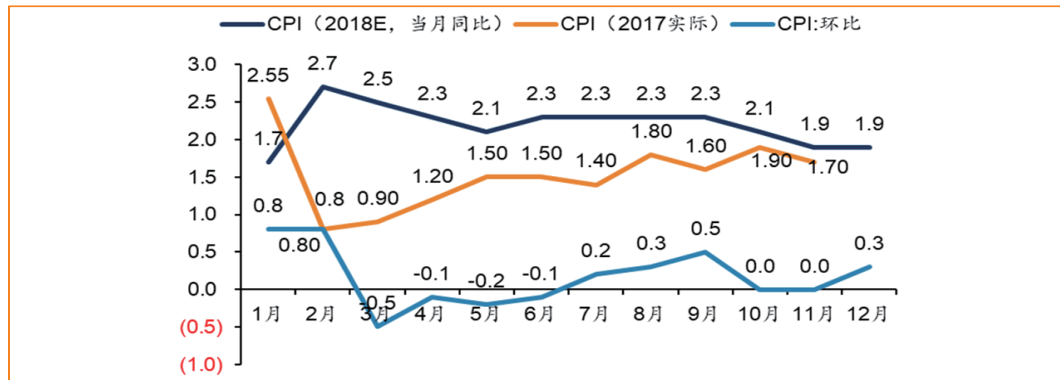
商品价格走强、美元指数走弱，是2017年外贸好转的重要原因，2018年这两方面的积极因素都有所弱化；但全球经济共振回暖的趋势仍比较明确，预计2018年整体仍呈现复苏态势。外部经济体复苏态势甚至可能好于中国。从目前的外需情况来看，出口很有可能成为拉动经济的变量，预计2018年全年出口增速小幅回落至5-7%左右。

### （六）CPI中枢将抬升，预计温和通胀

明年经济最大的变化或是CPI中枢显著抬升，预计将温和通胀。预计2018年CPI同比大概率呈现前高后低，全年CPI同比大约攀升至2.2%。

根据历史经验，在CPI上行周期，CPI受食品价格和油价影响比较大。目前预计猪价全年上行的可能性较低，油价涨幅也有限。仅从基本面出发，明年CPI中枢可能会上移至2.2至2.5的区间，但不会构成经济学意义上的明显通胀，在既定条件下不会影响货币政策的制定。

图4：环比均值法测算2018年CPI

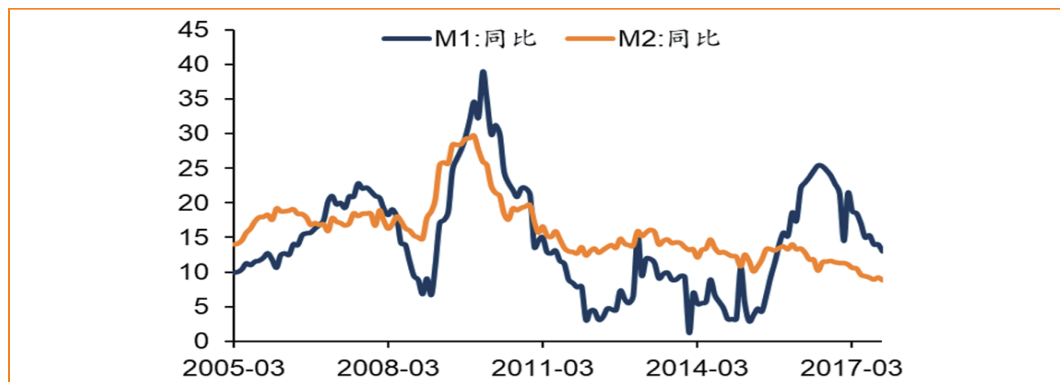


数据来源：Wind，国家统计局；

### （七）M2增速维持较低水平，社融维持良好增长

中央经济工作会议明确2018年金融监管将继续推行，预计M2增速或将维持较低水平，约在9.2%左右。社会融资方面，预计明年能够维持在10%—12%的区间。

图5：M1、M2同比增速



数据来源：Wind；数据时间：2005年3月至2017年10月

### （八）政策展望：“三去一降”后，预计2018年更多围绕“补短板”的任务。

十九大报告更加重视社会公平，强调提高供给质量，要求全面开放、加强金融监管；十八大报告则更加注重效率，强调需求导向，要求推进金融创新等。

|      | 十九大报告                                                                                                      |      | 十八大报告                                                                                |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 公平   | 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<br>实施乡村振兴战略，坚持农业农村优先发展<br>促进收入分配更合理、更有序。扩大中等收入群体<br>确保到2020年我国现行标准下农村贫困人口实现脱贫 | 效率   | 人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾<br>推动经济更有效率、更加公平、更可持续发展<br>多渠道增加居民财产性收入<br>深入推进新农村建设和扶贫开发 |
| 供给质量 | 以供给侧结构性改革为主线<br>把提高供给体系质量作为主攻方向<br>建设质量强国                                                                  | 需求导向 | 强化需求导向<br>使经济发展更多依靠内需<br>以改善需求结构为重点                                                  |
| 全面开放 | 推动形成全面开放新格局<br>坚持引进来和走出去并重<br>推动建设开放型世界经济                                                                  | 开放战略 | 全面提高开放型经济水平<br>实行更加积极主动的开放战略<br>培育开放型经济发展新优势                                         |
| 其他   | 健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线<br>房子是用来住的、不是用来炒的<br>建设生态文明是中华民族永续发展的千年大计                                         | 其他   | 完善金融监管，推进金融创新<br>加强保障性住房建设和管理<br>建设生态文明是关系人民福祉、关乎民族未来的长远大计                           |

资料来源：十九大报告

总体来看，我们预测明年的GDP增速在6.7%左右。投资方面制造业投资修复将是2018年最大亮点，会有小幅提振；外贸仍会保持正向支撑作用；“再通胀”逻辑下消费行业仍维持较高的景气度；农产品价格或已经走出底部，迎来长周期拐点；CPI将上行、PPI将下行，PPI-CPI缺口收窄，但PPI下行幅度有限，因为工业企业过去产能筛选，留存的企业利润水平能够得以保持。预计明年企业盈利增速可能放缓，但向好的趋势不改，构成A股盈利增长的基础。货币政策方面或将维持稳健中性，利率全年会有小幅上行。虽然经济基本面并不支持当前相对高企的利率水平，但短期内在金融监管、金融去杠杆及资管新规尚未实际落地的背景下，或许仍会保持高位震荡，后续尚需观察政策落地的时间窗口。

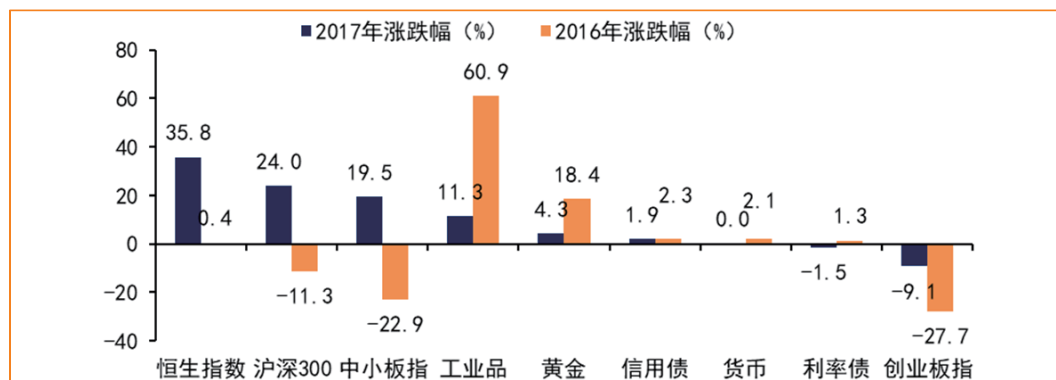
## 二、2018年大类资产配置

### （一）2017年中国大类资产表现回顾

2017年大类资产表现排名：港股>A股>大宗商品>黄金>房地产>货币>信用债>利率债。

造成这种排序的主要原因是：（1）经济韧性好于预期，通胀温和上行，投资时钟指向股票资产；（2）金融监管趋严成为对资产价格影响最大的政策因素，影响了杠杆偏高的债券资产的收益率。

图6：2017年大类资产表现



数据来源：Wind；2017年数据区间为：2017年1月至2017年11月

## （二）债券：并不悲观

1、当前债券票息收益具有安全保护空间，举例来说，半年到一年的短久期债券的票息收益5%—6%，而去年同期在4%—5%。短端收益率已经上行了100个BP左右。

2、从基本面来看，经济存在韧性但具有一定的下行压力；金融监管方面，监管层和市场的沟通协调也会更加充分，市场的恐慌情绪经过今年4月份的杀跌也基本消散；货币政策方面也会延续宽货币紧信用的原则，促进实体经济降杠杆，也有利于债券市场。

3、从负债荒到资产荒和资产荒同时出现，也意味着债市供求力量的再平衡趋向。负债荒体现在银行负债规模增长有限，资产荒体现在中高等级的信用债仍然是稀缺的优质资产。

4、在当前经济韧性较强、资管新规逐步落地的背景下，大概率不会出现货币政策放水，未来债市波动可能会受到负债端是否稳定的影响。

## （三）房地产：交易难度加大，投资效益降低

房地产调控升级，政府加大交易成本，“房子是用来住的、不是用来炒”的定位使得投资房地产的难度提升、效益降低；未来不同区域房地产的投资收益将呈现分化趋势。

图7：不同市场环境对应房产交易成本

| 以深圳一套100平米户型为例            |                       |
|---------------------------|-----------------------|
| 2016年10月份                 | 2017年10月份             |
| 55611元/平米                 | 54288元/平米             |
| 新房均价下跌1323元/平米            |                       |
| 深圳同一套100平米户型房子首推房首付3成前后变化 |                       |
| 9折基准利率                    | 1.1倍基准利率              |
| 等额本息：首付166.833万元          | 等额本息：首付162.864万元      |
| 首付节省3.97万元                |                       |
| （30年）月均还款：19516.47元       | （30年）月均还款：21315.35元   |
| 每月比去年多支付1798.88元          |                       |
| （30年）累计本息：3133159.85元     | （30年）累计本息：3873367.15元 |
| 贷款总额比去年多支付74.02万元         |                       |

数据来源：Wind。

## （四）大宗商品：供给增加慢于需求，价格有上行空间

当前大宗商品价格处于历史底部区间，小幅上涨后盘整阶段。明年供给增加或将慢于需求恢复，预计价格仍有上行空间。需求：中国、美国、欧洲、日本经济增长、通胀水平均有所上升；供给：原油减产协议下供给收缩，进入去库存阶段，铜精矿预计未来三年产能增速维持低位，预计价格均有上行空间。

图8：WTI原油价格走势



数据来源：Wind；数据时间：2008年8月至2017年11月

### （五）股票性价比仍然较高

盈利增长、通胀上行的环境利好股票资产；股票相对于债券的相对吸引力仍未转换；严厉的房地产调控政策、资管新规对理财资金池的影响将促使居民资产配置向金融资产倾斜。

### （六）2018年大类资产建议

基于对经济增长、通胀、改革等方面的判断，中国的经济增长和通胀环境依然利好于股票资产；房地产调控政策将继续压制投资房产的回报空间；全球经济同步复苏的趋势利好股票和大宗商品等风险资产。

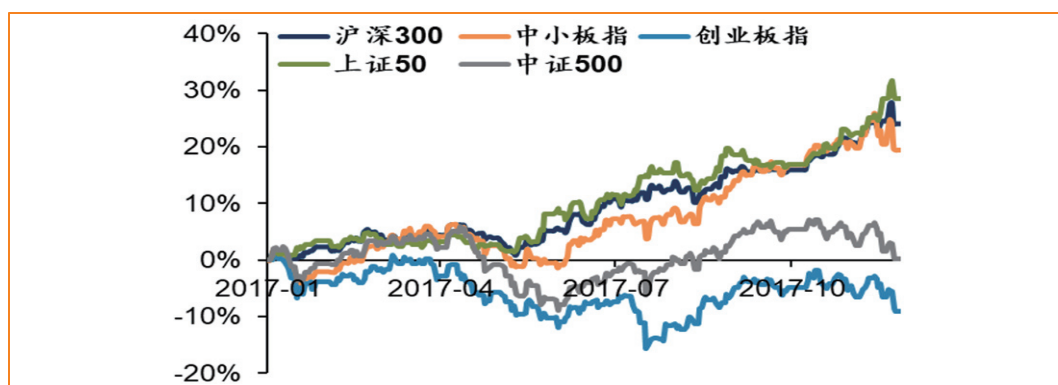
从风险收益效益衡量，建议2018年超配股票，包括A股和港股，标配大宗商品和海外资产，债券在金融监管政策实际落地之后或会迎来配置时机，低配房产类资产。大宗商品中原油和工业金属相对更好。

## 三、2018年A股投资策略

### （一）2017年A股指数表现

2017年市场整体震荡上行，指数呈现结构性牛市特征。大市值股票显著跑赢市场、白马龙头估值快速提升。创业板指数在2017年中见底。

图9：2017年A股指数表现

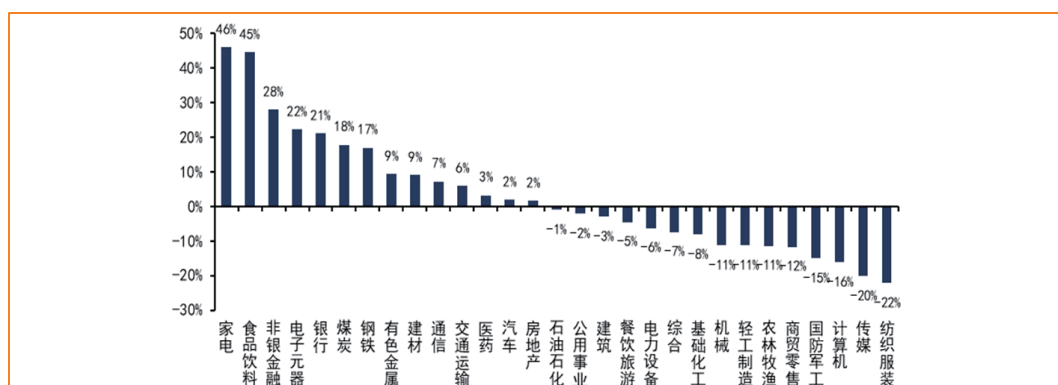


数据来源：Wind；数据时间：2017年1月至2017年11月

## （二）2017年A股分行业表现

2017年A股分行业来看，消费、大金融、电子板块表现最好，其中家电、食品饮料连续两年涨幅居前五。

图10：2017年中信一级行业涨跌幅

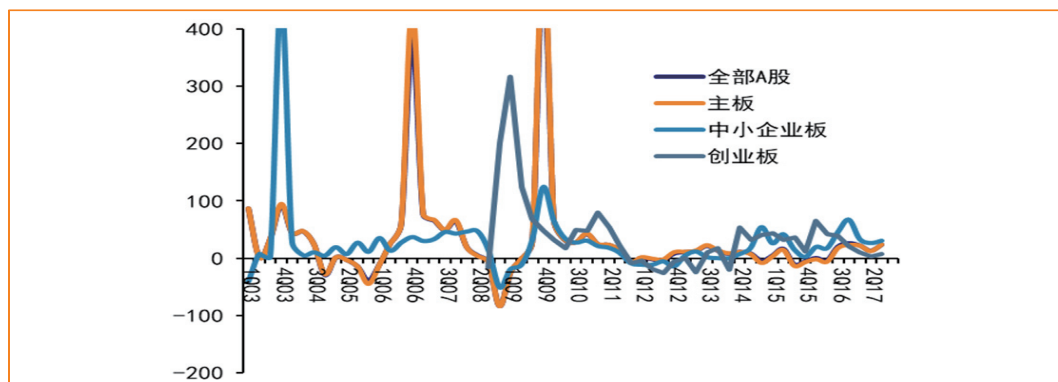


数据来源：Wind；数据时间：2017年1月至2017年11月

## （三）A股市场基本面

盈利增长的趋势仍然十分明显，意味着基本面有所支撑，A股仍处在盈利改善的通道当中；从负债指标看，随着盈利的回升，整体负债率有所下降。

图11：A股单季度净利润同比增速

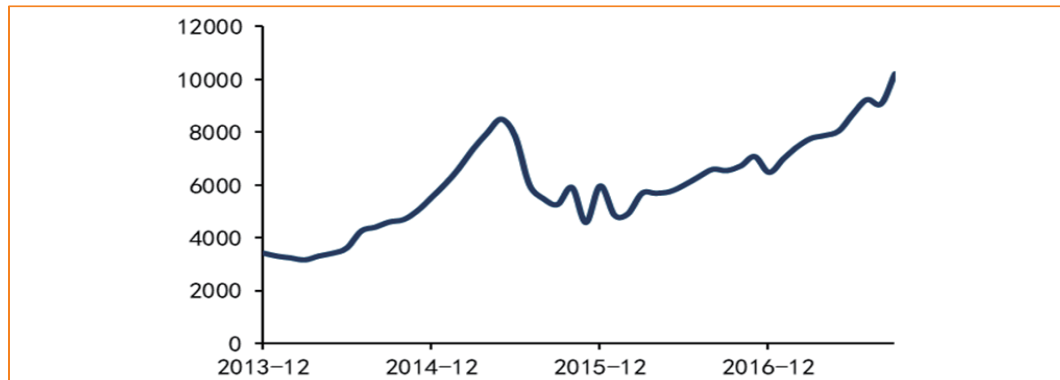


数据来源：Wind；数据时间：2003年一季度至2017年三季度

## （四）A股投资者结构

个人投资者数量减少，机构投资者占比上升。随着A股加入MSCI，海外资金加速流入，持有A股市值2017年前三季度较去年底增加57%，已逾万亿市值，明年海外资金增加A股配置的进程或将持续；另一方面，随着市场几轮异动，目前参与者以机构和绝对受益者为主。同时监管部门严厉打击了部分资金炒作、追涨停板、资本运作等行为，整体市场将倾向于主流投资机构的投资风格。

图12：境外机构和個人持有境内人民币金融资产：股票（亿元）



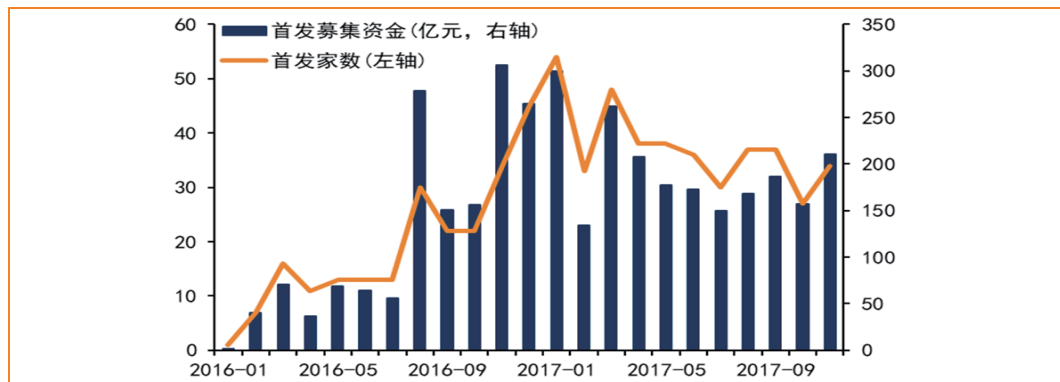
数据来源：Wind；数据时间：2013年12月至2017年9月

## （五）市场资金环境

### 1. 股票供给

当前仍有逾2万亿定增有待到期解禁，因此市场潜在抛压仍重。预计2018年管理层大概率将继续实行“松首发，紧定增”措施，全年有望实现500家左右IPO，A股总上市公司数有望达到4000家。大量的股票供给会使得部分小股票稀缺性消失，单纯炒作的行为会减少。定增募集资金的监管要求依然严格，从市场吸收流动性的行为会有所降低。市场的投资风格将倾向于行业龙头或大市值股票，资金面的压力也将减轻。

图13：A股IPO公司家数及首发募集金额

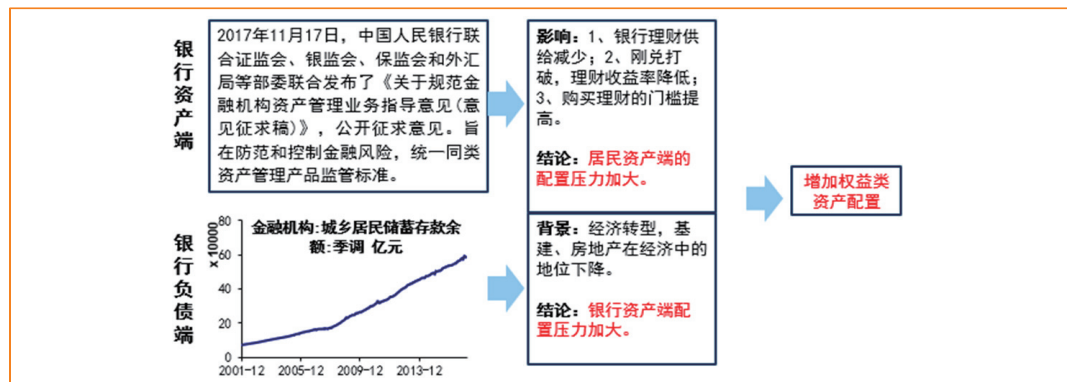


数据来源：Wind；数据时间：2016年1月至2017年11月

### 2. 股票需求

资管新规的出台将使得银行理财供给减少，同时理财收益率的降低和门槛的提高将加大居民资产配置压力。而在经济转型过程中，基建、房地产在经济中的地位下降，银行的配置压力也将提升，两方面资金有望借道专业机构进入权益市场。

图14：银行、居民资产配置变化趋势



数据来源：Wind；数据时间：2001年12月至2017年10月；

## （六）市场估值水平

尽管过去一年A股指数积累了一定涨幅，但整体估值仍然处于合理区间；从绝对估值角度看，全市场估值处于历史中低水平；中小板、创业板绝对估值水平虽然优势尚不明显，但从相对估值角度来看，创业板相对沪深300的估值已经处于历史区间下延。随着时间推移，较高的绝对估值将被消化，中小股票内部会出现分化走势。

图15：A股整体市盈率走势



数据来源：万得资讯；数据时间：2000年1月7日至2017年12月22日

国际估值比较：动态估值依然具有较强吸引力。在相同估值水平下，A股龙头公司盈利增速高于国外龙头。

综合来看，A股整体上行因素明显：居民权益类资产配置有望增加；A股纳入MSCI指数有助于海外资金流入；整体市场估值低于历史平均水平；企业盈利有望继续复苏。

下行因素：货币政策相对中性偏紧；中小股票解禁资金压力及业绩承诺到期之后的业绩大幅下滑风险；通胀可能过快上升，影响流动性预期。

**结论：**2018年股票市场有望走出以盈利增长为基础、有一定增量资金的慢牛行情。预计整年的指数波动或许不大，但其间的赚钱效应比较明显；以结构化行情为主，在消费、周期、成长和大金融等各个板块都会出现投资机会。

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.msfnfunds.com.cn