

## 成长为核 消费为辅 捕捉结构性机会

### 光大保德信基金 2017 年投资策略

#### 一、 2017 年宏观经济基本研判

- 利率周期结束，货币政策与监管的去杠杆冲击已经过半；产能过剩周期结束；盈利弹性的修复已经过半。
- 利率中枢上移，通胀中枢上移是宏观环境最为重要的变量；汇率的波动作为资产负债表和经济增长衍生的结果，将延伸到更为重要国际收支平衡问题上。
- 鉴于以上两个因素的变化，政策核心从央行转向财政，经济核心从金融机构转向企业部门。
- 大概率上我们处在危机后低企业资本支出周期的中后半程，潜在增长水平的周期增长波动性不会太大。
- 国内政府信用重组的完全确立有助于降低不确定性，市场底部强支撑；当信用建设推向私人部门时，内向秩序下的开放系统存在较大的波动。美国与此类同。

#### 二、 2017 年市场环境分析

1、 **企业盈利估算**：扣除金融和两油增长 7%-8%；预计扣除两油和金融后的 A 股上市公司盈利增长大概 7%-8%；包含金融在内的全部 A 股上市公司盈利增长 3%（银行净利润下降 4%）

#### 2、 微观资金面估算：静态测算下资金面有压力

资金需求：1) 未来半年 IPO+增发+配股的资金需求大约 7500 亿；2) 未来半年大约 1.4 万亿的限售股解禁，按照 10%-15%的减持率，资金需求大概 1800 亿。合计资金需求量超过 9000 亿。 资金供给：1) 按照过去半年情形递推，未来半年公募基金偏股产品发行增加 1700 亿，私募基金偏股类产品增加 4500 亿，不考虑存量漏出，增量 6200 亿；2) 保险资金 1-10 月资金运用 12.9 万亿，同比增长 15.5%，股票占比 14.4%，按照此递推假设股票配置比例不变，未来半年保险增量资金 1400 亿。合计资金供给 7500 亿。

### 3、政策环境：货币政策转向与“脱虚入实”

宏观层面强调经济结构调整、去资产价格泡沫化；控制流动性闸门，积极财政政策。微观上，一行三会都强化金融监管。从预期的角度看，货币政策转向和金融监管的冲击已经反映了一半；后面更需要关注的变化是供给改革的正负反馈效应——到底是心血来潮的政策还是有目的有规划的“摸石头过河”。

### 4、估值分析：估值处于中性水平

### 5、交易结构：绝对收益者放大，博弈思维下降

险资影响力加大；私募影响力加大；机构的博弈思维将逐步下降，独立性要求增加。

#### ◆ 市场判断：

- 1) 预计上证指数主要波动区间 2800-3400，即当前位置上下 10% 中枢：主板已经完成了经济基本面相对回到潜在增长水平或是供给改革下的资产重估，伴随着国内从政府部门重构向私人部门的过渡，信仰会逐步回来（市场视线拉长）。
- 2) 市场判断：风格上更加看好创业板的行情：估值上，创业板相对于主板已经回到 2013 年的水平，除非出现持续性的类滞涨导致资金面扭曲性爬升（大小同跌），以及经济信仰的进一步下降，否则不会回落到 2011-2012 年的位置。
- 3) 春季行情可期：资金面在春季后得到修复；周期交易惯性对于春季传统旺季的幻想；两会后地方政治周期完全确立的主题性预期。这将是一个从周期切换到成长的好时点。

## 三、2017 年配置策略：消费与成长

#### ◆ 配置逻辑：

##### 1) A 股自身的轮动规律

以年度行业表现排名来看，2012 年以来 A 股市场就是典型的电风扇轮动特征；市场的风格特征也呈现大小交替的现象。除了股市自身交易结构的因素外，经济环境没有趋势周期性也是原因。

如果 2017 年呈现通胀超预期或是滞涨显性化，那么市场将呈现 2011 年的大小同跌，大盘继续占优的走势；在预期的通胀按照 2%-3% 的上行与经济低位波动走势路径下，谨慎建议 2017 年保留消费，减配周期，换成优质成长。

##### 2) 金融和周期

金融行业和周期行业的超额表现需要：流动性充裕以及经济边际向上强预期两个因素。否则其价格隐含的估值水平 PB 中枢就是 1 倍。没有资本支出周期，就不要用 PE 去衡量金融周期。政策驱动的周期行情，比如国企改革、供给侧改革等等，推动的周期股就是典型的资产重估（重置）行情。低估值高股息资产在利率上升过程中并没有配置价值。同时，利率中枢抬升后，没有人会关注低估值价值蓝筹股

息价值，股票的配置核心在于赚 eps 和风险溢价的波动。

### 3) 成长股的配置逻辑

不同于在经济无趋势背景下周期股走势（政策和流动性驱动没有连接和持续性），成长的配置暗含了比较显著的产业行业逻辑。比如：硬件的进步——内容的市场——软件的驱动——虚幻的场景等待。

对于成长板块来说，从资本市场的长视角逻辑来看（短期和现实逻辑是不会驱动人去创业的），是在经济相对稳定和流动性非极端压力下，解决温饱之后的畅想与偏乐观信仰的回归。

### 4) 消费股的相对收益

消费股的相对收益有两个来源：一是通胀预期的向上攀升；二是后周期的成长。在通胀预期增强的背景下，消费股（食品饮料、部分医药、部分农业、部分零售等）的估值中枢可能还有提升空间。消费股是滞涨背景下的最佳资产。

#### ◆ 配置方向：消费保持不变，将周期换成成长

- 按照宏观基本面逻辑，食品饮料、农业、医药等受益于通胀或消费必需品的维持超配。
- 周期股减配或者不配。
- 金融股低配。
- 成长股从低配回到超配，尤其建议关注传媒（行业上当前都是利空，极度悲观，但政策未来值得关注）
- 主题上，看好国企改革、军工、农村土地改革和二胎等。

风险提示：

基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证上述基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。敬请投资者注意投资风险，投资者购买基金前请参阅该基金的《基金合同》与《招募说明书》。

以上数据仅供参考，未经光大保德信基金管理有限公司书面许可，不得复制或散布本资料的任何部分。所有的这些不能视为建议或推荐，不作为公开宣传推介材料，以及购买或销售任何证券的要约或邀请，也不能视为采纳任何投资策略的建议。