

报告摘要

本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

国内宏观经济基本面回顾及展望

从 17 年的经济运行数据来看，之前“三期叠加”的经济下行已经过去，供给侧改革、消费升级、制造业升级、高质量发展、控制杠杆率、环境保护、住房长效机制将成为新经济发展阶段的特征。

特别是 12 月份举行的中央经济工作会议为未来的工作指明了重点：高质量的经济的发展。因此中期内难以见到经济数据的超预期强劲上行。我们预测 18 年经济整体运行平稳，但是 18 下半年的同比增速会有所下行。

海外宏观经济回顾及展望

随着美国加息缩表、欧洲央行也退出量化宽松的进一步推进，影响全球经济的核心因素正在发生变化，2018 年是趋势发生变化的过渡之年。目前，全球经济复苏态势明显，但是这一轮的增长势头明显不如上一轮的 05-07 年，因此 18 年的全球经济复苏依然带有偏低的增长、低通胀的特点。市场目前预计 2018 年美国继续加息 3 次，但最终能否实现尚取决于实际数据，仍然存在低于预期的可能性。美联储退出宽松将以缩表为主，在下行风险加大时可能会延缓加息。因此，全球流动性快速收紧的风险较低。

A 股市场投资策略

坚守估值与业绩匹配的主线。在流动性总量中性偏紧状态下，资产配置依然会青睐基本面足够优质的资产。虽然经过近两年的修复，行业间估值和业绩的匹配度差异逐步缩小，但我们建议依旧坚守估值业绩匹配的投资主线。大金融（大型银行、保险公司）或将作为基本配置，同时关注大消费和泛科技板块。A 股的地产板块虽然面临政策的不确定性（房地产调控），但是在具有一定催化因素、预期外利好的情形下，预料亦可能会有超预期的表现。

港股市场投资策略

港股随着全球经济复苏、美国股市走强而向上的大趋势在 2018 年保持不变。港股的估值在全球主要市场中偏低，海外资金和大陆资金寻求估值洼地的诉求将抬升港股的估值中枢。不过，港股走势很有可能在 2018 年上半年的势头更强，特别是在 2017 年年报利好的影响下，投资者看多、市场估值倍数进一步提升。但 2018 年上市公司的盈利增速预计会低于 2017 年。

2018 年全年来看，国内由房地产、汽车带来的拉动力量会有所减弱，进而对上游周期品行业的需求下降，再加上供给侧改革政策方面的不确定，市场对原材料板块将变得偏谨慎；但是随着石油价格在 17 年下半年企稳上涨，石油能源相关个股或将会有不错的表现。

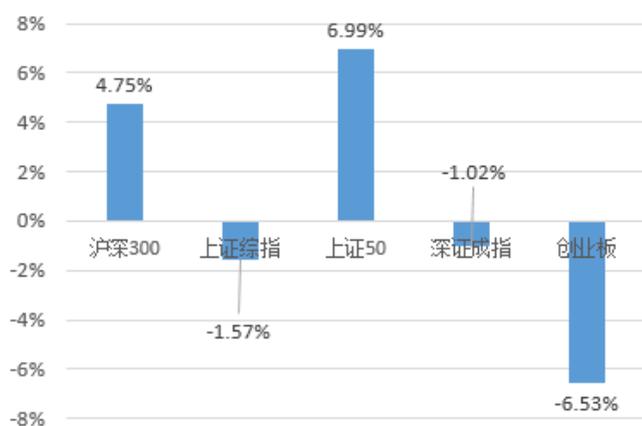
另外，与 A 股相同，我们也相对看好港股的银行和保险、必选消费个股和先进科技主题。公用事业板块含有很多新能源运营商（风电、太阳能），估值较 A 股更低，对资产配置更有吸引力。

2017 年 4 季度 A 股、港股市场回顾

A 股市场年底回调，热点板块转移

在经历了今年第三季度的上升走势后，A 股在 10 月—11 月中旬延续了强劲的态势。但是 11 月中旬以来，A 股经历了调整，特别是主题性概念、成长股的跌幅明显。整个 4 季度来看，沪深 300 指数上涨 4.63%，上证 50 上涨 6.99%，但是其他几个代表性指数均下跌，特别是创业板指数下跌多达 6.53%。

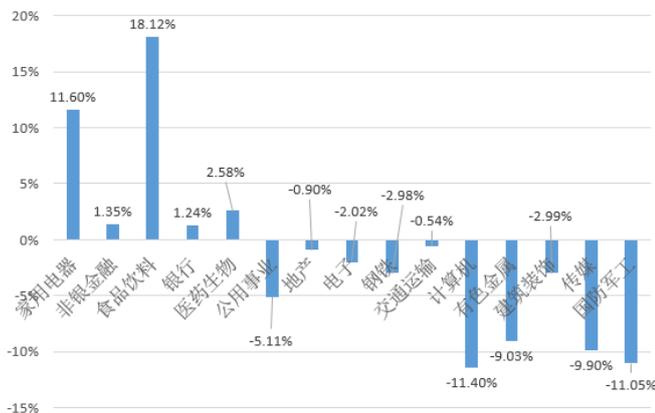
图表 1：17 年 4 季度 A 股市场表现



资料来源：Wind，截至 2017.12.31，恒生前海基金

在市场风格突变、投资者避险情绪升温的背景下，食品饮料和家用电器两个板块再次领涨。而三季度有亮丽表现的计算机、钢铁、有色金属跌幅巨大，高市盈率的国防军工也表现欠佳。银行、医药生物、非银金融板块表现稳健。

图表 2：17 年 4 季度 A 股申万主要行业指数表现

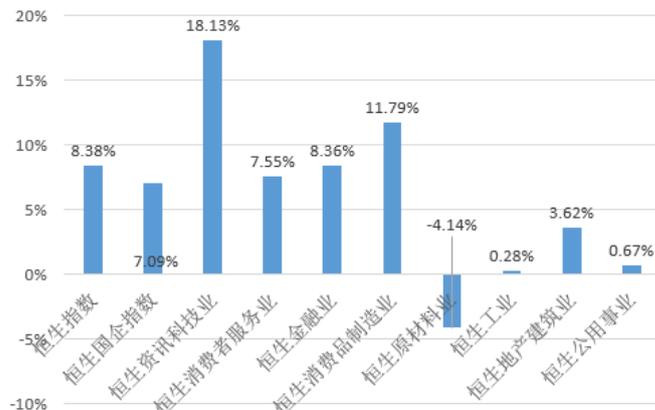


资料来源：Wind，截至 2017.12.31，恒生前海基金

港股市场走势继续强劲

受益于全球流动性宽松、投资者风险偏好的上升，以及美国股市、整个新兴市场股市的上涨，港股 4 季度走势延续了 3 季度的上升。恒指上涨 8.38%，恒生国企指数上涨 7.09%，资讯科技、消费品制造、消费品服务和金融业地产建筑为领涨的板块。

图表 3：17 年 4 季度港股市场表现



资料来源：Wind，截至 2017.12.31，恒生前海基金

对中国宏观经济基本面的回顾和展望

从 17 年的经济运行数据来看，之前“三期叠加”的经济下行已经过去，供给侧改革、消费升级、制造业升级、高质量发展、控制杠杆率、环境保护、住房长效机制将成为新经济发展阶段的特征。

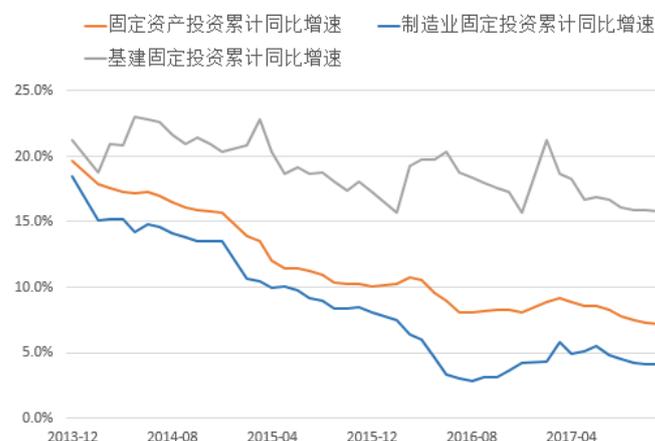
特别是 12 月份举行的中央经济工作会议为未来的工作指明了重点：高质量的经济增长。因此中期内难以见到经济数据的超预期强劲上行。我们预测 18 年经济整体运行平稳，但是 18 下半年的同比增速会有所下行。

受基建投资和房地产投资的影响，固定资产投资增速持续回落

国家统计局公布的数据显示，17 年 1-11 月份固定资产投资累计增长 7.2%，较 17 上半年累计 8.6% 的增速有明显下滑。这其中制造业的固定资产投资基本保持平稳，但是基础设施固定资产投资和房地产投资增速下滑的趋势较明显。

基建投资下滑的主要原因在于地方政府去杠杆，即财政赤字难以继续扩张；地方债务清理力度增大；中央政府要求地方的 PPP 政策收紧，PPP 项目入库新增增速降低。

图表 4：中国历年累计固定资产投资完成额的变化（从年初到某具体月份累计的同比增速）



资料来源：Wind，截至 2017.11.30，恒生前海基金

而地产销售的回落将拖累地产投资。经历 15-16 年的去库存后，当前全国整体的商品房库存量适中。虽然平均销售价格保持平稳，这方面对地产投资带来的压力不大，但资金成本的上行和监管对房地产行业融资的限制会使得地产投资增速有限。

图表 5：中国商品房销售面积和房地产开发投资完成额的累计同比（从年初到某具体月份累计的同比增速）



资料来源：Wind，截至 2017.11.30，恒生前海基金

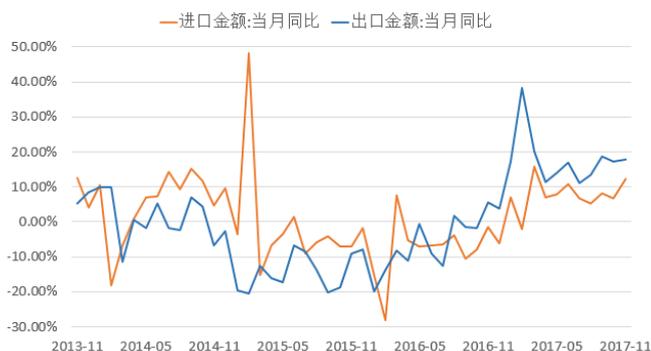
进出口数据保持强劲，PMI 走稳，印证了我国和全球经济活跃度上升，18 年整体经济将大体平稳

11 月份出口额同比增长 12.3%，达到了近年来的高点，出口增加主要来自美国、欧盟、东南亚国家，说明在全球主要经济体经济复苏的大背景下，我国出口走强的形势将维持下去。

11 月公布的欧元区、日本、美国 PMI 数据，继续在较高景气区间。全球制造业复苏态势强劲，继续拉动我国出口。出口存在年底效应，即 11、12 月出口数据好于全年平均，在较高基数下，11 月出口增速仍然较强，17 年全年出口形势较好已成定局。

11 月份进口额同比增长 17.7%，维持了近几个月的高增速。进口增速较高，反映国内需求仍然很强，侧面印证了国内经济的复苏势头。

图表 6：中国进出口数据月度同比变化（按照美元计价）



资料来源：Wind，截至 2017.11.30，恒生前海基金

另外，从 PMI 指数的月份变化来看，采样以大中型企业为主、历史上波动率较小的官方 PMI 近几个月都维持在 51 以上的高位，11 月份官方 PMI 达到了 51.8，12 月份为 51.6。采样以中小企业为主的财新中国 PMI 在 12 月份达到了 17 年下半年的高位。PMI 持续强劲的原因在于：制造业内需增速加快，而外贸出口保持强势，这可以从前述的强劲出口数据得到印证。

图表 7：中国官方制造业采购经理指数和财新中国采购经理指数的变化



资料来源：Wind，截至 2017.11.30，恒生前海基金

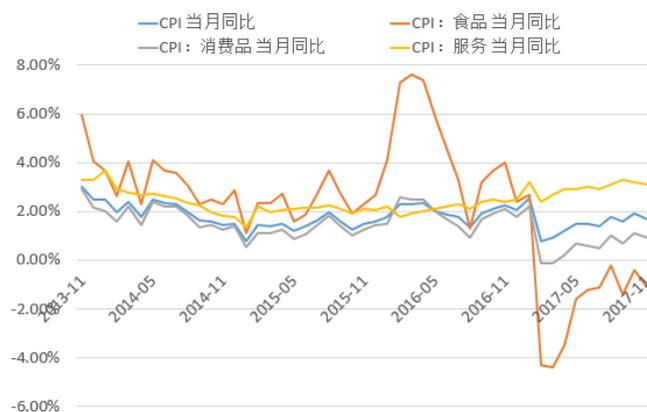
CPI 将适度提升，但是通胀压力不大；CPI-PPI 剪刀差缩窄

PPI 伴随着基数提高，涨幅会逐步回落。PPI 和 CPI 的剪刀差将缩窄。

2017 年 CPI 涨幅偏低主要受食品价格影响，居民食品消费开支处于负增长，预计 18 年蔬菜、猪肉价格会有所复苏，CPI 中枢将有所提高，市场预期在 2.5% 左右。

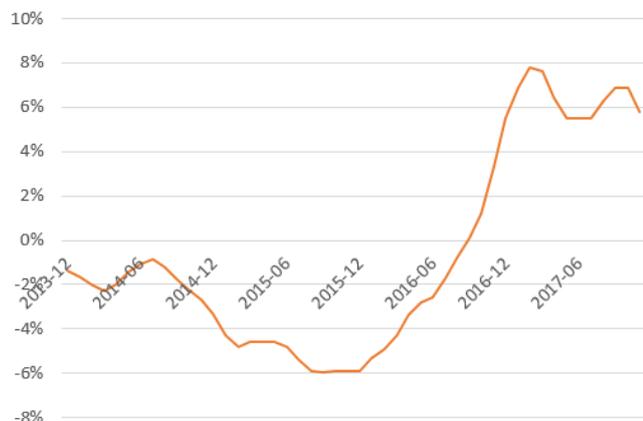
除食品外，原油也是通胀重要构成。原油价格在 18 年会有所上行，不过大涨的可能性较小，因此整体来看通胀压力有限。

图表 8：中国各个月份 CPI 同比增速的变化



资料来源：Wind，截至 2017.11.30，恒生前海基金

图表 9：中国各个月份 PPI 同比增速的变化



资料来源：Wind，截至 2017.11.30，恒生前海基金

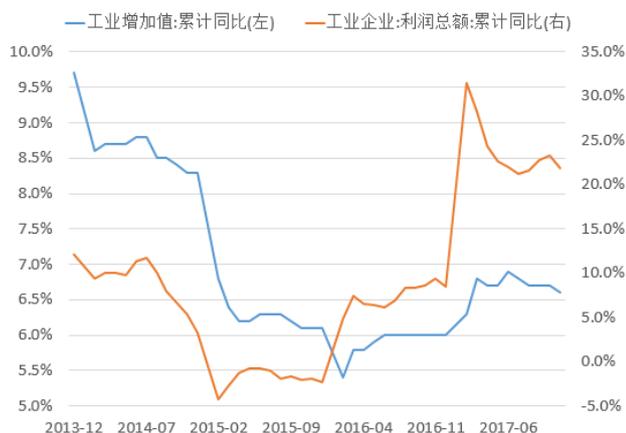
工业增加值稳定，工业企业利润 11 月份有所下滑，18 年这一趋势将延续

2016 年初以来，工业企业利润开始触底反弹。诸多大宗商品价格在 16 年上半年是低点，16 年中期开始出现上涨，17 年第一季度的同比增速达到最高峰，这也是工业企业利润总额同比增速的峰值。

根据最新数据，17 年 1-11 月工业企业利润总额累计增长 21.9%，比 1-10 月的数据 23.3% 回落 1.4%。主要原因在于，从我国 PPI 的走势看出，17 年四季度大宗商品价格已经较低位反弹较多，上游（特别是采矿业企业）的利润基数较高，导致增速下滑；而一些中游行业、下游行业的盈利受到购进价格的挤压。

相比之下，工业增加值的累计同比增速在 17 年保持稳定。

图表 10：规模企业的累计工业增加值的同比变化与累计利润总额的同比变化（从年初到某具体月份累计的同比%）



资料来源：Wind，截至 2017.11.30，恒生前海基金

同样，鉴于 17 年上半年周期类原料的高基数，采矿业企业利润增速在 18 年上半年会大幅度放缓，因此我们预计工业企业利润总额增速下滑的趋势将在 18 年上半年进一步延续。但是如前所述，受 PPI-CPI 剪刀差缩窄的影响，下游行业企业的增速会有所回升。

汇率风险的基本消除

尽管美联储在 17 年累计加息 3 次，但是由于欧洲经济复苏强劲，其他主要经济体也相应加息，欧元及若干欧洲其他币种对美元升值，美元指数从 17 年初的高点大幅度回落。人民币对美元也一改 16 年的单边贬值走势。国际资本对包括中国在内的新兴市场的偏好使得资金持续流入。

这极大缓解了 15 年中期人民币汇改以来一直压制市场的资金外流问题，A 股和港股的走势也印证了这一点。

图表 12：美元指数走势



资料来源：Wind，截至 2017.12.31，恒生前海基金

17 年期间，中国央行也利用货币市场工具，提高了市场中枢利率。中美利差如用 10 年国开与 10 年美债之间息差已上升到 240BP，趋近历史最高水平，高于近 5 年的 200BP 均值。

人民币趋势性贬值结束，未来稳定，外汇占款减少趋势也会随着对外投资的管制而放缓。能够抵消美国税改、加息对全球资金流向的影响。

图表 13：10 年中国国债与美债利差（%） VS 人民币兑美元汇率



资料来源：Wind，截至 2017.12.31，恒生前海基金

海外宏观经济概述

1、欧美日经济复苏

美国已进入充分就业，处于经济扩张周期。欧洲失业率也在逐步接近危机前正常水平。欧美景气度高，制造业 PMI 均达到 55-60 水平，日本也达到 53 的水平，均为金融危机后最高。

美欧日合计人口近 10 亿，GDP 总量占全球的比重很高。PMI 等景气度指标的反转均开始于 2016 年下半年，与中国的出口增速加快步伐一直。海外经济走强也将有力支撑中国的经济增长。

图表 14：发达经济体的 PMI 变化



资料来源：Wind，截至 2017.12.31，恒生前海基金

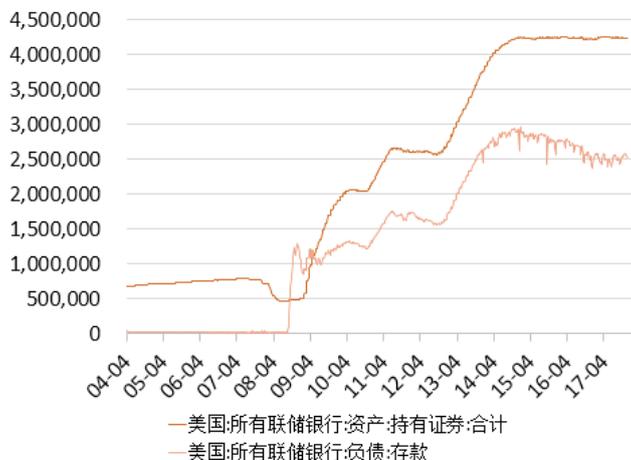
2、欧美相继退出宽松货币政策

美国缩表正在进行中。目前美联储资产负债表是 4.5 万亿美元，其中 4.2 万亿美元是通过三轮 QE 买入的国债和 MBS。缩表通过停止再投资来完成，采用缩表上限逐步提高的方式，初期 60 亿美元国债和 40 亿美元 MBS，此后每季上调 100 亿规模，直至达到 500 亿。预估未来 5 年美联储资产负债表降至 2.86 万亿美元，即缩表 1.64 万亿。

预计缩表对新兴市场影响有限。因 QE 买入资产对应负债都是存款机构准备金，即金融机构把拿到的资金又存回了美联储，该项存款为 2.55 万亿美元，可完全抵消缩表 1.64 万亿的影响。因此不必过于担心美联储缩表对中国国内的影响。

随着欧洲经济的复苏，欧洲央行两次降低 QE 规模，购债规模从 800 亿欧元降至 600 亿欧元，又降至 300 亿欧元。

图表 15：美联储资产负债表



资料来源：Wind，截至 2017.11.30，恒生前海基金

3、宽财政：美国减税

美国税改的力度较大：企业税从 35% 下调至 22%，个人所得税从 39.5% 下调至 35%，废除遗产税，这是 31 年来最大一次税改。

对美国税改的影响分析如下：

- 首先，宽松的财政政策对美国经济无疑有一定提振作用，带来 0.1%-0.45% 的 GDP 增量。
- 其次，降税和加息的结合可能带来美国财政赤字的扩大，经济增速带来的税基扩大未必会有立竿见影的效果。金融危机后美国政府负债率从 56% 升至近 100%，而赤字率则有一定好转，从最高 9.8% 下滑至 3.2%，若税改后赤字率提高则对美元有削弱作用。
- 第三，税改前美国企业汇回利润将要征收 35% 的所得税，所以会把利润留在避税国，而新的利润汇回只需补缴 7.5%-14.5% 左右所得税。如果国内投资收益更高，将对资本流动会带来一定影响。主要是对避税国如爱尔兰、开曼群岛、卢森堡等会有较大影响（分列第 3、第 4 和第 7 大美债持有人）。但对于生产、经营、市场需求等有日常业务的地区如中国、印度等国影响不大。

对 A 股、港股市场的展望与投资策略

1、对 18 年形势的主要判断

“新时代”全面深化改革延续。2018 年将是十九大报告落实的第一年。我们预计此前提出的深化城镇化与振兴乡村、供给侧改革与产业振兴、房地产长效机制、国企改革、财税体制、扶贫与补短板、区域协调、深化金融监管与去杠杆等方面的政策和举措将在 2018 年继续推进。政策和改革旨在逐步化解“发展不充分、不平衡”的矛盾，产业整合、产业升级、消费升级趋势日益明显。

物价水平稳中有升。如前所述，2016 年商品价格见底、2017 年受供给需求双重影响部分上游原材料价格大幅上涨、PPI 指数处于高位，而 2018 年的食品价格受农产品见底回升、肉类如猪肉价格下行趋缓等因素影响，会有一些的上行空间，2018 年整体物价水平可能呈现稳中有升状态。CPI 的温和上行，PPI 的企稳，有利于中下游行业公司。

“紧货币，宽财政”。在决策层目前对增长有信心、对金融监管及去杠杆重视、同时要实现“均衡发展”、“补短板”背景之下，2018 年的政策态势会是货币政策略紧、财政政策灵活积极，总体为“紧货币、宽财政”的格局。虽然当前加强金融监管和金融去杠杆被监管层重点强调，当前市场也对此较为警惕，但我们估计其影响可能已经大部分被市场所消化，实际政策主要在落实层面（如资管监管的统一和升级）而非有较多新的监管措施。

2、对 18 年企业盈利的展望

供给侧改革、国企改革背景下“老经济”的盈利结构继续改善。供给侧改革与国企改革近年逐步落实，特别是国企改革对业绩的贡献有望在 2018 年表现的更为明显。国企业绩增速此前连续 4 年低于民营企业，在 2017 年终于实现反超。根据中金公司的数据，17 年上半年非金融国企净利率为 4.5%，虽然已是近 6 年来的较高水平，但相比同期非国企的 7.1% 仍有提升空间。

偏成长类公司仍将维持稳健增长。受外延式增长受阻以及传媒互联网、计算机等偏成长行业景气度下降影响，17 年创业板整体业绩增速较 2016 年有所下降，上半年增速 5%，扣除温氏及乐视后增速为 25%，在下半年经济温和增长背景下，2017 全年创业板（扣除温氏及乐视）有望维持 20-25% 的业绩增长。2018 年偏成长公司的业绩主要在科技硬件与应用的板块，特别是人工智能、消费电子、物联网、5G、汽车电动化与智能化、新能源技术等落地，可能再催生一轮从硬件到应用的新趋势。

地产调控的压力是非金融盈利的主要扰动因素，主要影响传统周期性行业。房地产调控和政策压力将对原材料（钢铁、建材、有色、煤炭、化工等）、能源、工业（建筑、机械）、与房地产相关的消费（家装家居、家电等）等带来影响，其对 18 年老经济盈利反弹前景的影响需要持续观察。但是，17 年下半年的地产政策框架略有变化，增加供给、试点集体建设用地建设租赁住房等举措的推出也将对地产投资起到一定支持作用，房地产和周期类行业依然存在变数。

3、A 股市场投资策略

坚守估值与业绩匹配的主线。如我们在前文所分析，在流动性总量中性偏紧状态下，资金配置依然会青睐基本面足够优质的资产。虽然经过近两年的修复，行业间估值和业绩的匹配度差异逐步缩小，但我们建议依旧坚守估值业绩匹配的投资主线。

如果分行业来看：

- 以**有色、采掘**为代表的周期性行业 2017 年上半年的净利润增速大幅提高，按照历史平均水平测算，这些行业将在 18 年下半年面临利润增长压力，因此全年表现难以看好。

- **下游消费品行业**将受益于温和 CPI 上行，利润增长有望提速。
- **公用事业、金融**的增速在 2018 年保持稳定。

因此，大金融（大型银行、保险公司）或将作为基本配置，同时关注大消费和泛科技板块。A 股的地产板块虽然面临政策的不确定性（房地产调控），但是在具有一定催化因素、预期外利好的情形下，预料亦可能会有超预期的表现。

关注的 A 股行业	相对看好的原因
大金融(大型国有银行+保险)	大型国有银行：当前估值水平偏低；不良贷款率随着经济增长进一步下滑；市场中枢利率上升，有利于增加大型银行的利差收入 保险：市场中枢利率上升，有利于寿险公司的投资收益；保险行业在我国依然处于高成长期
食品饮料	切合我国中产阶级消费升级的需求；行业整合正在进行，原有的地方性消费品牌正在退出；温和上行的通胀有利于消费品龙头企业提高利润
先进科技主题	人工智能、半导体、自动驾驶、新零售、5G/光通信等具有良好的行业前景、国家政策扶植、推广落地进度加速，会持续受到投资者的追捧
地产	一、二线城市房屋销售情况好于预期；三四线棚改投资继续稳定；部分城市微调限购限贷政策

4、港股市场投资策略

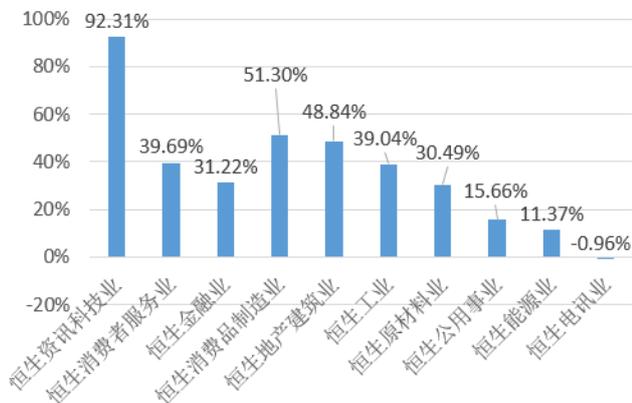
上市公司业绩提升是港股 17 年牛市的基本面基础

根据国信证券的数据，港股上市公司的利润增速在 2017H1 实现了 17% 的同比增长；尽管港股公司大部分没有公布三季度报告，但是参照三季度 A 股上市公司的利润增速，港股公司在 17 年下半年的利润增速依然会很可观。

港股的能源、原材料在大宗商品价格强劲反弹的背景下增速较快，其中原材料板块中走势较好的有纸质品行业，建筑材料、铝和钢铁，这些细分板块均受益于供给侧改革推动的供需格局改善。此外，房地产建筑因为低基数因素增长强劲，信息技术在腾讯、电子元器件行业的带动下也有不俗的表现。

而由于煤炭价格高企，公用事业（火电企业所占权重巨大）的盈利大幅度减少，因此股价表现最差。

图表 16: 香港市场各个版块在 17 年的股价表现



资料来源: Wind, 截至 2017.12.31, 恒生前海基金

外围市场的影响及对港股 18 年的展望

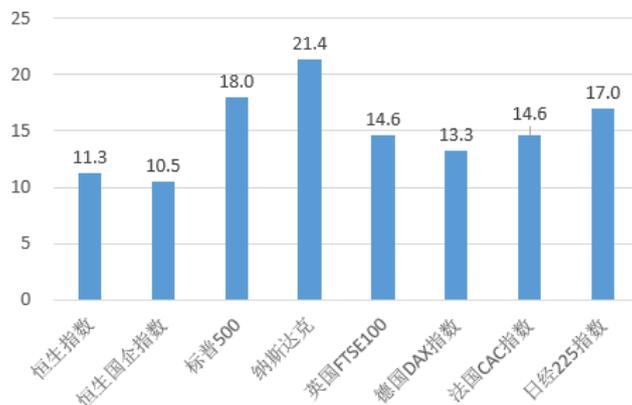
随着美国加息缩表、欧洲央行也退出量化宽松的进一步推进, 影响全球经济的核心因素正在发生变化。可以说 2018 年是趋势发生变化的过渡之年。这在这个过程中, 对关键变量的不同理解将会做成不同的投资决策。我们对 18 年全球宏观经济的判断为:

- 温和通胀。全球经济复苏态势明显, 但是这一轮的增长势头明显不如上一轮的 05-07 年, 因此 18 年的全球经济复苏依然带有偏低的增长、低通胀的特点。
- 全球流动性快速收紧的风险较低。市场目前预计 2018 年美国继续加息 3 次, 但最终能否实现尚取决于实际数据, 仍然存在低于预期的可能性。毕竟本轮美国复苏的基础牢固性不如之前的经济周期, 从 GDP 构成来看, 私人投资和净出口拉动了本轮回升, 但与此同时消费增长低迷, 短期来看无法对投资起到支撑作用, 可能出现周期性回落。美联储退出宽松将以缩表为主, 在下行风险加大时可能会延缓加息。

也正是这一全球经济的背景下, 再考虑到中国宏观经济的情况, 我们认为港股随着全球经济复苏、美国股市走强而向上的大趋势在 18 年保持不变。港股的估值在全球主要市场中偏低, 海外资金和大陆资金寻求估值洼地的诉求将抬升港股的估值中枢。

不过, 港股的走势很有可能在 18 年上半年的势头更强, 特别是在 17 年年报利好的影响下, 投资者看多、市场估值倍数进一步提升。18 年上市公司的盈利增速预计会低于 17 年。

图表 17: 全球主要股市指数的估值情况对比 (18 年市盈率)



资料来源: Wind, 截至 2017.12.31, 恒生前海基金

港股重点关注行业

2018 年全年来看, 国内由房地产、汽车带来的拉动力量会有所减弱, 进而对上游周期品行业的需求下降, 再加上供给侧改革政策方面的不确定, 市场对原材料板块将变得偏谨慎; 但是随着石油价格在 17 年下半年企稳上涨, 石油能源相关个股将会有不错的表现。

另外, 与 A 股相同, 我们也相对看好港股的银行和保险、必选消费个股和先进科技主题。港股的公用事业板块含有很多新能源运营商 (风电、太阳能), 估值较 A 股更低, 对资金配置更有吸引力。

关注的港股行业	相对看好的原因
大金融(保险+大型国有银行)	大型国有银行: 当前估值水平偏低; 不良贷款率随着经济增长进一步下滑; 市场中枢利率上升, 有利于增加大型银行的利差收入 保险: 市场中枢利率上升, 有利于寿险公司的投资收益; 保险行业在我国依然处于高成长期
能源	石油价格自 17 年下半年企稳回升, 上游石油及油田服务等个股预计将有不错的表现
必选消费	切合我国中产阶级消费升级的需求; 行业整合正在进行, 原有的地方性消费品牌正在退出; 温和上行的通胀有利于消费品龙头企业提高利润
先进科技及信息产业主题	部分优质、稀缺的互联网平台公司、电子元器件公司及先进的服务提供商, 成长空间依然巨大
公用事业	板块整体估值偏低 随着特高压输电网的完善、新建火电站的大幅度减少, 风电的弃电现象有很大改善, 国家新能源基金对风电运营商的款项拖欠问题也有可能得到解决