

## 不畏浮云遮望眼，风物长宜放眼量

### ——2018 年度策略展望

#### 一、2017 年度市场回顾

“历史不会重复，但却押着同样的韵脚！”——马克·吐温

2013 年代表价值风格的上证 50 指数下跌 15.23%，沪深 300 指数下跌 7.65%，而代表成长风格的中证 1000 指数上涨 31.59%，创业板指数上涨 82.73%，市场风格可谓冰火两重天。

时隔四年，截至 2017 年 12 月 15 日，年初以来上证 50 指数上涨 23.32%，沪深 300 指数上涨 20.26%，中证 1000 指数下跌 16.11%，创业板指数下跌 9.08%，市场风格再度两极分化。

A 股市场目前共有 3455 家上市公司，剔除近一年内上市新股，剩余 3006 家，涨幅大于 0 的 690 家，占比 22.95%；涨幅超过沪深 300 指数的 339 家，占比 11.28%。申万 28 个一级行业，涨幅为正的 10 个，其中仅食品饮料和家用电器两个行业涨幅超过沪深 300 指数，涨幅居首的食品饮料与跌幅居首的纺织服装，收益率相差 71.74%。

行业内部分化同样明显。以表现最好的食品饮料行业为例，剔除近一年内上市新股，剩余 82 家上市公司，其中涨幅为正的 27 家，占比 32.93%；其中涨幅超过行业涨幅（47.92%）的 14 家，占比 17.07%。

2017 年，在市场风格表现上，整体呈现价值优于成长、低估值优于高估值的风格，各行业内部又呈现大市值龙头强，中小市值弱的风格。个股表现高度分化，与 A 股市场过去一种风格或一个行业内部往往同涨同跌的情况明显不同，这意味着市场的定价逻辑在发生变化。

#### 二、市场格局的转变

分析中短期市场风格变化，我们可以从利率入手，通常利率的上升和下降对成长股估值作用较大，即利率上升时，成长股估值收缩压力更大，利率下降时，成长股估值扩张动力更强。观察利率上升还要区分是短端利率上升较多还是长端利率上升较多。如果是短端利率上升较多，往往意味着市场流动性收紧，此时价值股反而估值压力较大，其原因从估值角度来讲是因为价值股的现金流集中在短端，折现率变大，折现后的净现值就变小，从交易的角度来讲是因为需要抛售冲击成本更小的大盘价值股来获取流动性，典型案例如 2013 年钱荒。如果是长端利率上升较多，则基于折现率上升及融资可获得性下降，成长股估值压力更大。但是 2017 年的情况是少数龙头价值股估值上升，其他股票估值下降，利率变动并不能充分解释风格变化的逻辑。

分析中长期市场风格的变化，我们可以从盈利入手，风格变化背后往往是盈利趋势的此消彼长。例如 2005-2007 年那轮牛市领先的是周期价值风格，原因在于加入 WTO 之后出口高速增长叠加城镇化、房地产业高速发展所驱动的重化工业发展，消费成长股在那一轮牛市中并不耀眼；2009 年-2015 年总体上是偏消费成长风格，尽管其间有 2011 年的下跌，但成长风格总体遥遥领先，背景则是 2009 年四万亿投资导致传统产业产能过剩，企业利润增长低迷，而经济增长中消费服务业贡献占比逐渐提升，同时移动互联网浪潮驱动了新兴消费的高速成长。

由于中长期风格变化的背后是往往是基本面趋势，一种风格一旦形成，就具有相当的持续性，那么 2016 年初以来价值风格持续占优的原因是什么呢？价值股一度在盈利增长趋势上具有相对优势只是一个原因，但如果我们深入价值和成长风格内部去看，就会发现每一类风格内部都有表现很好的股票和表现很差的股票，而表现好的股票都有共同特征：基本面坚实，业绩增长有保证。即风格背后的行业属性相比以往要更为弱化，业绩属性则更强，市场为业绩赋予的权重更高了。所以，我们认为 2017 年 A 股市场风格极致表现的背后除了盈利趋势，更重要的是发生了市场格局的转变，市场格局的转变是因，风格的分化表现是果。

那么，2015 年之后市场格局发生的重大变化有哪些呢？

**1，繁花曾似锦，剩者方为王。**经济增长速度放缓，很多渗透率高的行业由增量经济向存量经济过渡，进入份额争抢阶段，龙头的规模效应和品牌优势有利于市场份额提升，龙头上市公司的融资成本更低，也进一步放大了竞争优势。

**2，市场微观主体投资人结构发生变化。**陆港通的开通使得 A 股真正纳入国际市场，北上资金已达数千亿，外资持股总额超万亿，未来还有万亿规模资金进入，中国经济体量和所接纳的国际资本对比，还有很大空间。国内机构投资者也在快速发展，无论是社保、地方养老金，还是保险公司等机构都是增量资金来源。

**3，市场制度变革。**新股发行几乎无限量供应导致股票供求关系逆转，筹码不再稀缺之后，投资者难以从稀缺性溢价的炒作中获利，逐渐变得更加注重盈利和基本面，对于市场上炒概念、讲故事的公司开始敬而远之。监管机构对操纵市场行为的重罚使得游资盈利模式面临挑战，小市值股票活跃度下降。大小非减持信息披露要求更加严格，使得减持股东与机构资金的合谋减少，公司价值面临更严格的拷问。

市场格局转变的结果表现为市场参与者更加注重价值投资，选股风格上倾向业绩为王。市场先生现在最关注的是业绩，而非风格。

### 三、A 股的未来

在市场格局转变的背景下，A 股的未来发展会如何？

## **(一)、市场生态会演变：港股 A 股化，A 股美股化。**

### **1. A 股将会美股化而非港股化**

A 股国际化的趋势已然开启，不可逆转，在国际化这枚硬币的另一面是中国经济的持续增长和中国经济与全球经济融合度的进一步加深。国际化的方向以美国为标杆，而机构化则与国际化亦步亦趋，这一过程不但体现为机构投资者的持股占比上升，还包括市场制度的完善、投资理念的变迁。

由于国际投资者对中国权益资产的配置与中国经济在全球经济中的比重以及所扮演的角色严重不匹配，当前他们正通过陆港通及 QFII 等通道持续加码进入，A 股市场生态正在发生深刻变化，但其最终演变大概率不是向港股靠拢，而是和美股更为相似。因为中国是一个大国经济体，GDP 总量在可预期的未来将成为全球第一，A 股公司先天有着巨大的市场，A 股有数量庞大且不断多元化的机构投资者群体，中国经济结构和产业梯队更合理，A 股不是离岸市场，国际资金的进出目标更为长期化。全球股市最具可比性的是美国市场，未来我们的制度供给、股市估值分层以及市场波动率都将朝着今天美国股市的方向发展。

### **2. 边际定价权转移**

通过陆港通，A 股投资者会南下接管一部分港股定价权，而国际投资者也会北上接管一部分 A 股定价权。边际定价权转移的趋势不以个体意志为转移，比如今年涨幅近 80% 的创新药龙头恒瑞医药，A 股机构也认同公司的未来，同时认为当前估值偏高，但北上资金在五年期考核框架下觉得可以接受，认为只要中长期持有，盈利最终会消化当前的高估值，于是在年中慢慢接管了边际定价权；港股也是如此，国际大行纷纷看空内房股，这并不妨碍内房股大涨数倍，南下资金同样接管了边际定价权。

分割的市场连通之后，大家都会选择增持原先所在市场买不到的优质品种，因此如果不考虑未来基本面大幅逆转的情况，那些 A 股有独特性的优质龙头，估值已经很难再回到过去的低估状态。市场格局的变化，要求我们不能用僵化的估值体系来评估 A 股核心资产，必须关注到边际定价力量的变化，当前这一重定价过程仍未结束。当然，事务发展总是曲折前行的，即使是优质核心资产，估值明显提升之后，盈利也需要跟上，在基准情景下，这些龙头的股价或许会在阶段高位以时间换空间，绝对下行空间有限。

### **3. 流动性集中**

A 股美股化意味着股票市场流动性的分化集中，流动性向蓝筹股和各行业龙头股集中，而很多小市值股票流动性跟历史相比会大幅降低，这一过程已在进行且会持续，除非进入系统性牛市才会发生明显改变。这种变化会带动市场盈利模式发生变化，对于管理资金规模较大的机构投资者而言，靠交易和事件驱动赚钱的时代渐行渐远，靠选股并长期持有获取企业成长价值将成为更普遍的盈利方式。

## （二）、沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春。

评估中国经济与股票市场的未来，我们显然是既有挑战也有机遇，就挑战而言：

首先是总体债务杠杆偏高：2017年3季度末的全社会债务杠杆率为242%，比16年末再度提升6%。自2009年四万亿投资以来，我们先后经历了几轮加杠杆，当前企业、政府、居民进一步提升杠杆的空间都有限了，去杠杆是摆在我们面前的重要挑战。在国内政府资源调配能力超强的情况下，我们应该可以保住不发生系统性金融风险，用时间来换空间。

其次是人口红利在2010年前后迈过拐点，我们已经进入老龄化社会，可谓未富先老。从人口抚养比的角度，我们既不如美国这样的发达国家，也不如印度这样的发展中国家。人口是未来需求的源头，是发展的决定性力量，当前放开二孩政策已显迟滞，未来还需进一步鼓励。当然更根本的措施是解决我国广大人民后顾之忧，在住房、教育、医疗、养老等方面推行一系列改革，这是巨大的挑战，当然成功了也就能释放出制度红利。

再次，制造业方面我们和世界发达水平还有明显差距，例如半导体芯片、飞机、高铁关键零部件、高端数控机床装备等等。未来我们要提升中国制造整体水平，建设创新型国家，实现高质量发展，还有很漫长的道路。

就机遇而言：

### 1. 庞大的国内市场为公司成长提供了肥沃土壤

中国庞大的人口基数构成了巨大市场，许多在国外难以成功的商业模式也许在中国就能够取得成功；中国作为母国市场，规模效应使得中国公司更可能成为行业内全球最大的公司，即使将来在其他国家、地区遭遇低成本竞争对手，中国本土市场的规模效应也会使得成本压力没那么快到来。

### 2. 高端人力资本有优势

当前自动化流程已经在制造业中纷纷应用，低端劳动力的重要性下降，但要提升中国制造的水平，却离不开大量工程技术人员，2017年中国有800万高等教育毕业生，为制造业输送了源源不断的高端人才，“工程师红利”确实是中国产业升级的强大助推力。

在移动互联时代，大数据、云计算、人工智能等创新制高点跟人口基数和工程师数量有关，但跟平均劳动力成本无关，且当前中国在上述领域的工程师收入已不比国外低多少，人工智能行业的高端人才薪酬已经可以和美国媲美，中国在移动互联网和人工智能领域实现弯道超车完全有可能，何况当前在移动互联网领域已经居于重要地位，领先于欧洲日本等众多发达国家。跟美国相比，中国相对欠缺的是基础研究领域的尖端人才，但随着国内经济发展，近年大量海外专家学者回国科研创业，创新成果转化也在增加。

### 3. 基础设施相对完善，未来将进一步完善

中国的高速铁路网络在世界上处于先进水平，公路运输网络也相对完善，在信息基础设施方面，我们拥有华为、中兴这样的通信设备商，国家也希望在新一代移动通信时代赢在起跑线上，为将来的物联网应用打好基础。互联网和各类基础设施建设实际上统一了中国市场，成本大幅降低，效率大幅提升，在海外工作生活过的人大多有切身感触。

中国就像一个中等发达国家、发展中国家、贫困国家的集合体，需求梯度释放使得产业和公司的增长韧性更强。经济仍会周期性波动，消费对经济的支撑力在增强，尽管有券商经济学家论述了现在离消费型经济还远，但消费对经济增长的贡献日益提升却是不争的事实，毕竟资本市场看的是未来。

年中《战狼》热映，大国崛起的思潮或许仍需冷静思考，但：中国是个大市场，社会稳定，改革措施陆续推出，民众吃苦耐劳、勤奋进取的精神没有改变，我们看好中国经济，看好一批优秀企业将在这片沃土上继续成长为世界龙头。

#### 四、2018 年的 A 股

年年难过年年过，2018 年 A 股也不会一帆风顺。美联储将继续加息缩表，全球货币宽松周期逆转，中国难以置身事外。特朗普减税启动，制造业和资本陆续回流美国，全球各国可能展开竞争性减税，利弊权衡，中国挑战与机遇并存。联储加息缩表叠加特朗普减税会推动美国进入“宽财政、紧货币”周期，美国将带动全球需求，但同时资本回流美国、美元升值又会收缩全球流动性，压低大宗商品价格。国内金融去杠杆深入推进，房地产周期下行，经济将有所回落。当前十年期国债收益率处于高位，金融去杠杆又需要偏紧的货币环境，利率难以支撑市场估值整体扩张，如果经济回落伴随利率下行，则属于衰退性宽松，会抑制风险偏好，估值也难以系统性提升，2018 年我们依然需要聚焦基本面和业绩。如果资管新规能够打破刚性兑付，理财净值化管理将整体有利于权益资产。当进入去杠杆的尾声阶段，叠加经济下行导致的融资需求萎缩，利率将对市场整体构成强支撑。

2017 年蓝筹白马已经累计较高涨幅，估值明显提升，周期性行业也在供给侧改革作用下，利润大幅回升，2018 年我们对这两个板块的基本判断是：白马估值有上限，周期利润无弹性。至于中小市值成长股，分化会继续，因为大力发展直接融资已经成为十九大战略决策，未来筹码供应将继续增加，注册制已在路上。

前文我们论述过市场格局的转变，并认为业绩为王、龙头溢价的时代已经开启，与此同时我们也应关注产业结构变迁，适时纳入新蓝筹，例如一些服务业和战略新兴产业的龙头股。2018 年，我们认为应增加新蓝筹的配置，优质成长龙头取得超额收益的机会更大，其中行业趋势、政策导向、龙头份额提升三者叠加的方向更优，例如制造业中的风电、新能源汽车，创新行业的 5G、半导体等等。在中证 500 指数成分股中，我们能够发现一些二线蓝筹和新

蓝筹，他们有继续成长的广阔空间，盈利增长确定性高且与估值匹配，值得深入挖掘。未来某些时间，也可能出现成长风格集体归来，上涨不分质地，但这只是对市场格局的短暂逆转，毕竟事物发展都是曲折前行的，在这种情形下，能否坚定地淡化风格、坚守业绩将再度成为考验。

2016年初以来，市场已经走出熊市，当前在战略上应保持积极心态。预计全体A股上市公司2018年净利润同比增长幅度将达10%，盈利回升趋势不变，以当前沪深300 TTM市盈率13.97倍来看，估值水平完全可以接受。随着机构资金占比提升，市场波动将趋向平缓，而那些绩优龙头的股价表现将更具韧性，成长龙头会和价值龙头一样受到投资者青睐。

用几句话简单概括一下我们对未来宏观经济、产业趋势、配置方向的判断：

基建仍然有空间，消费已撑半边天；  
居民无力加杠杆，地产销售将放慢；  
币值短期有压力，通胀不足成忧虑；  
周期业绩无弹性，白马估值有上限；  
泱泱大国正崛起，制造强国路漫漫；  
军民融合产业化，集成电路试比肩；  
万物互联在云端，人工智能是挑战。

最后，策略研究不是为了准确预测未来，而是为了更好地应对。通过逻辑梳理进而形成策略的过程可以让我们对市场环境有一个更深刻的认知，当假设条件发生变化时，才可以做到及时调整、优化投资组合。投资世界中，认知尚且不易，遑论知行合一，我们能做的还是怀着对市场的敬畏之心，继续一场没有终点的修行。

于进杰

2017年12月18日