



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

# 经济“L”型探底，关注结构性投资机会

## ----2017年股指期货行情展望

分析师：吕嘉怀

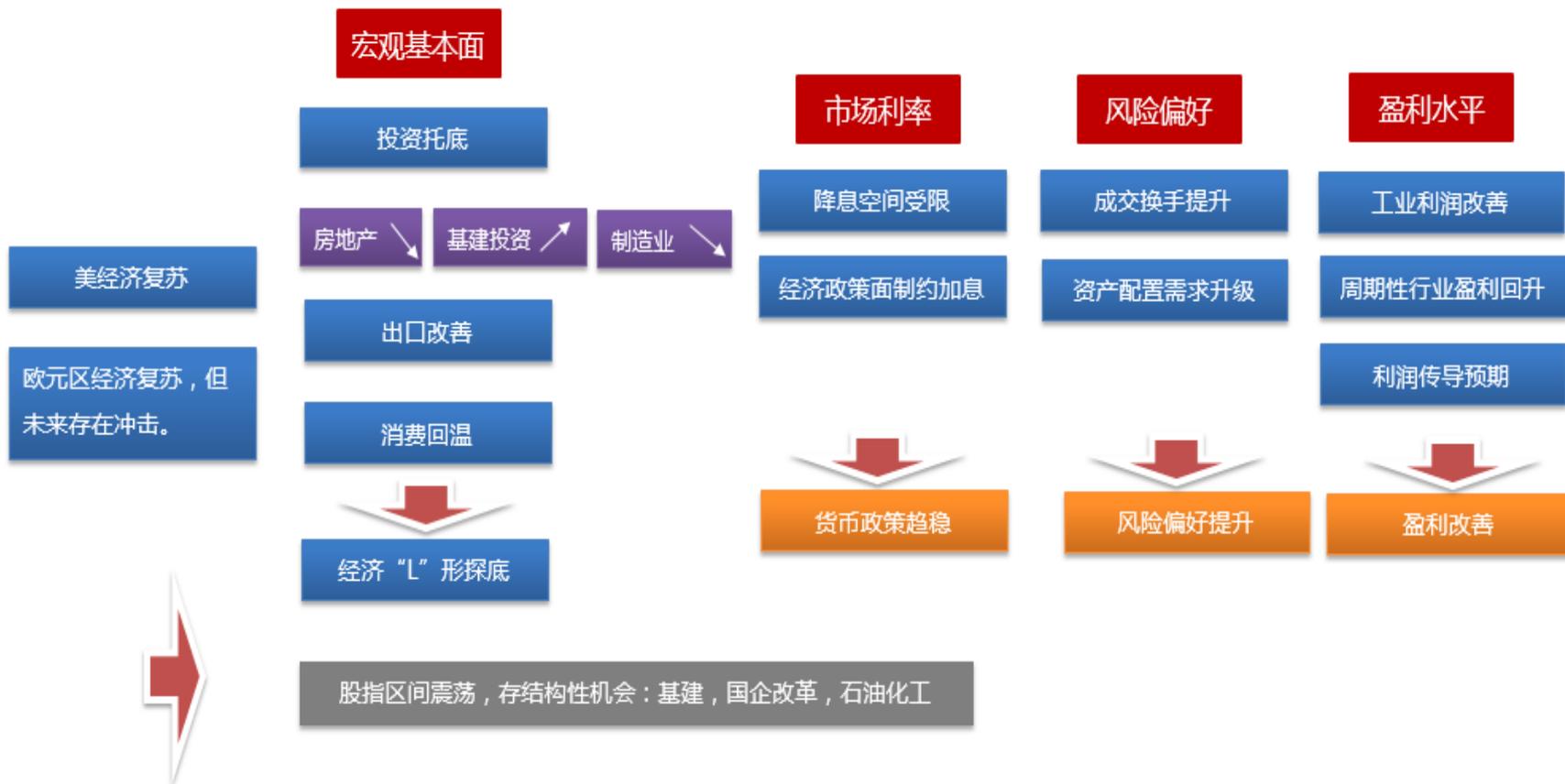
从业资格编号：F3024812

E-mail: lvjh@cifutures.com.cn

Tel：021-80220132

2017.1





**一、基建托底，经济“L”型**

**二、货币政策维持中性判断，利率保持稳定**

**三、市场风险偏好相对提升**

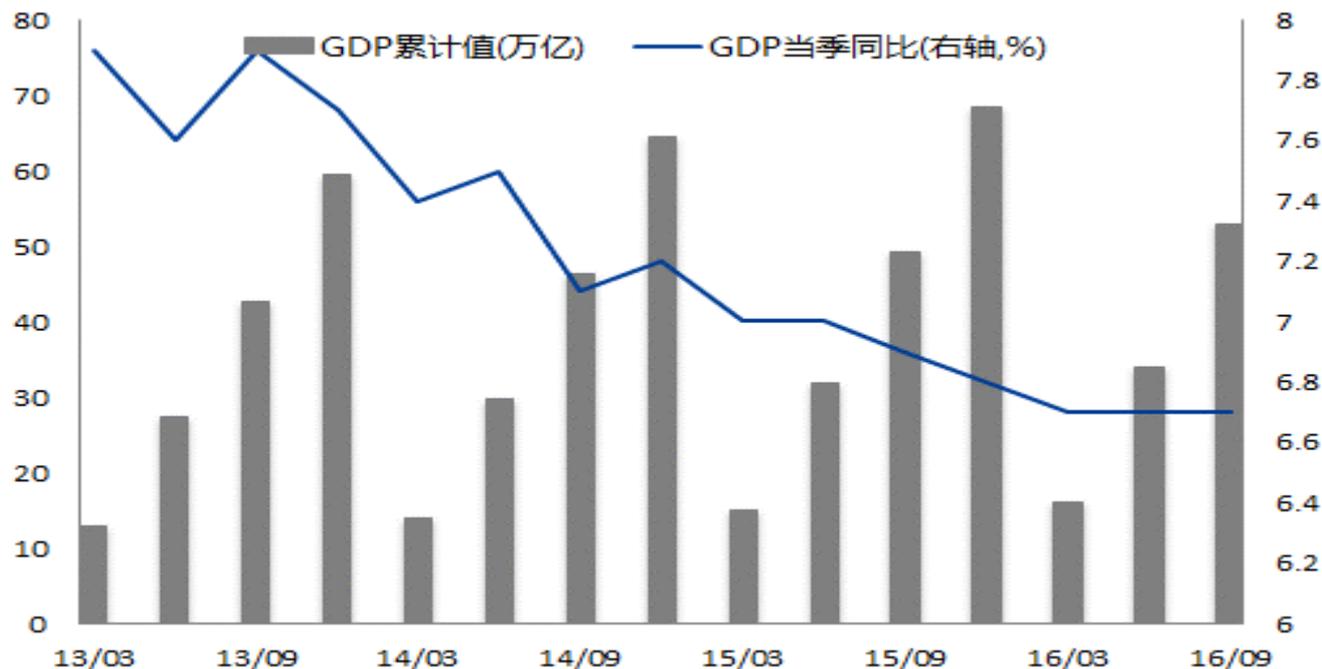
**四、传导顺畅，中下游行业盈利水平将改善**

**五、基建，国改，石油等行业存结构性机会**

**六、操作投资机会总结**

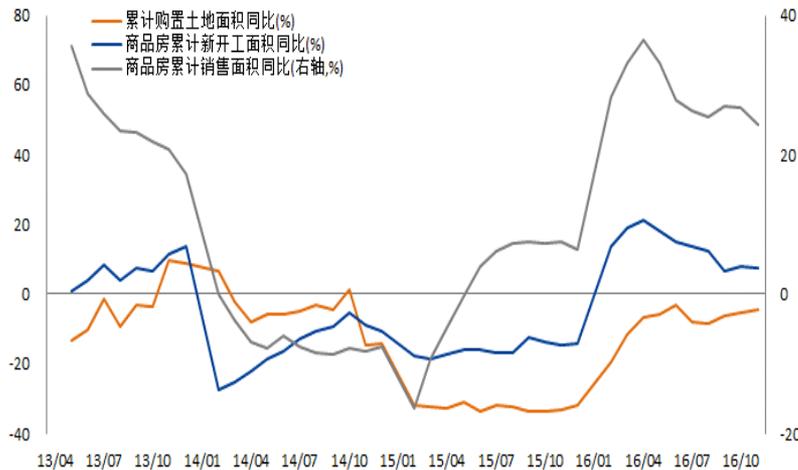
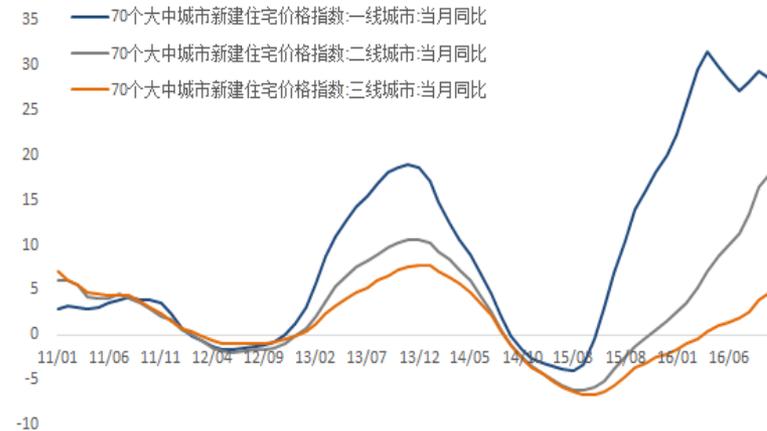
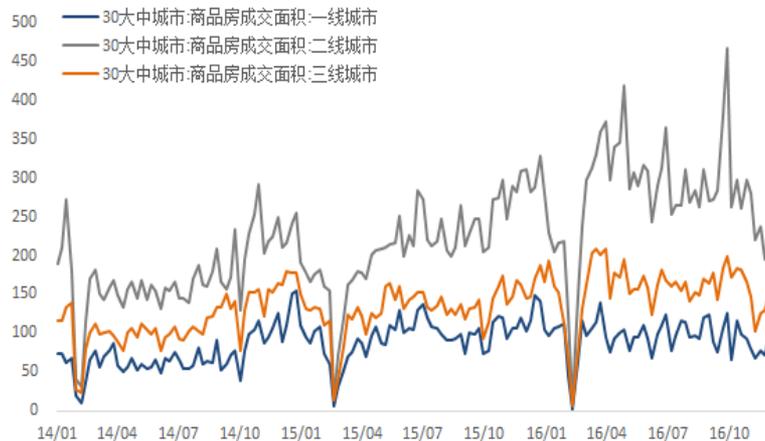


## 1 国内宏观：17年经济预计继续“L”型



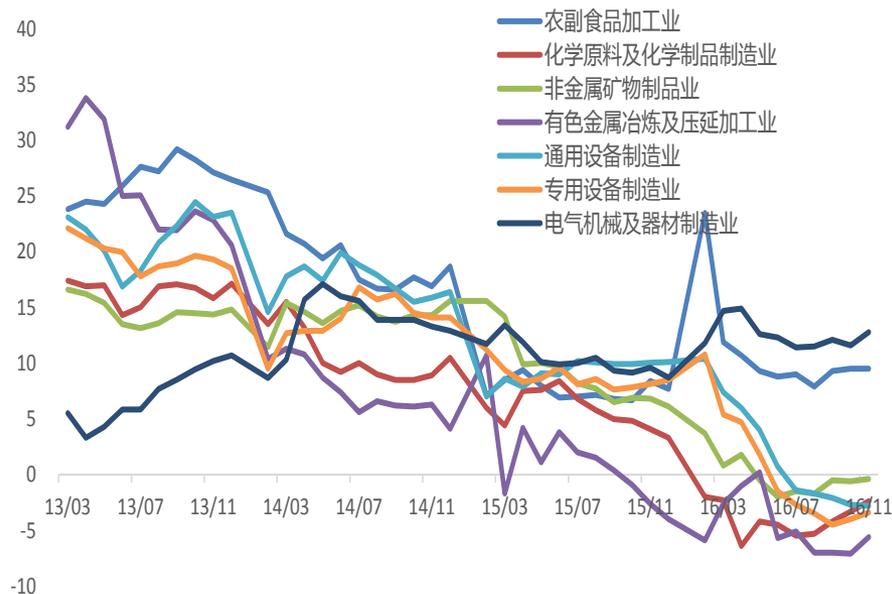
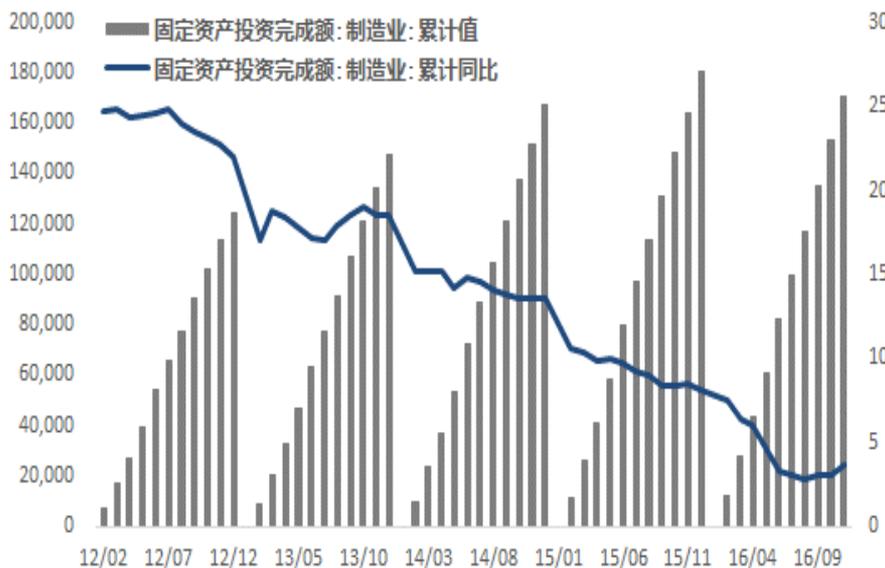
- ✓ 固定投资方面，房地产受限，制造业乏力，17年基建投资将成为托底基本手段。
- ✓ 人民币受贬值压力，出口预计将持续改善，汽车购置税刺激力度减弱，消费疲软。
- ✓ 2016年前三个季度，我国GDP当季度同比增速均保持在6.7%，经济“L”形运行。综合看看，17年经济仍存下行压力，但政府“稳增长”基建刺激有望延续“L”形探底。

# 1.1 房地产投资：受政策面影响，未来投资预计趋缓



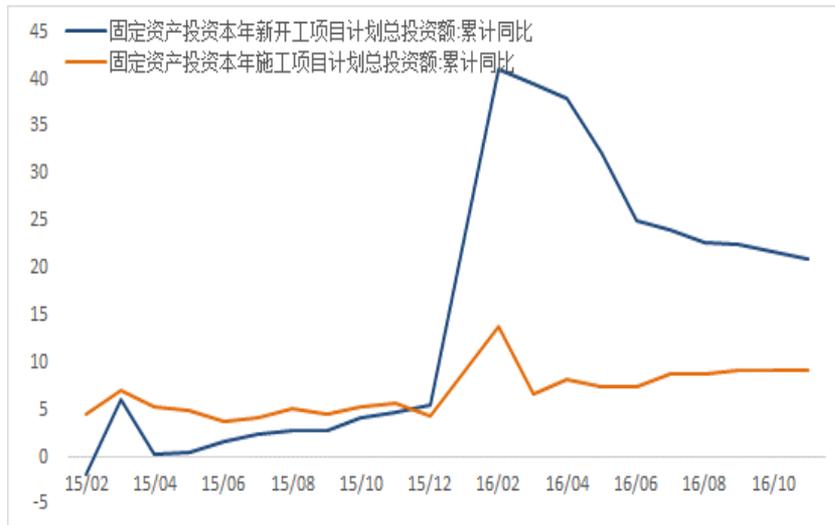
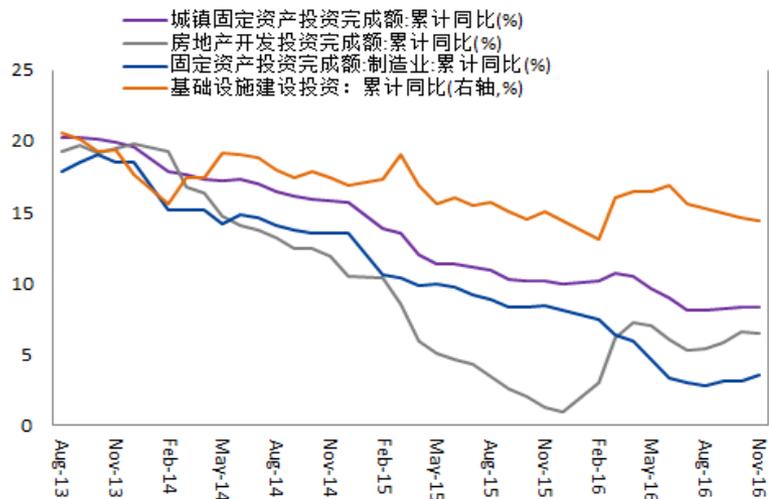
- ✓ **16年房地产市场火热，不同城市商品房价价格指数出现不同程度的上涨，一线城市上涨幅度相对较大，市场过度投机情绪显现。**
- ✓ **但10月初，全国各地城市均出台限购政策，房地产商品房成交面积，新开工面积同比下降，预计17年房地产业投资受冻。**

## 1.2 制造业投资：未改下跌趋势



- ✓ 从总体看，16年制造业固定资产投资完成额处下跌趋势，在产能过剩问题远未有解决的情况下，有色，黑色金属冶炼等制造业投资将持续下滑，而受房地产限购限贷政策影响，专业设备制造与通用设备制造业等也将受到冲击，因此2017年预计制造业投资增速将继续下探。

## 1.3 基建投资：成为对冲房地产下滑基本手段

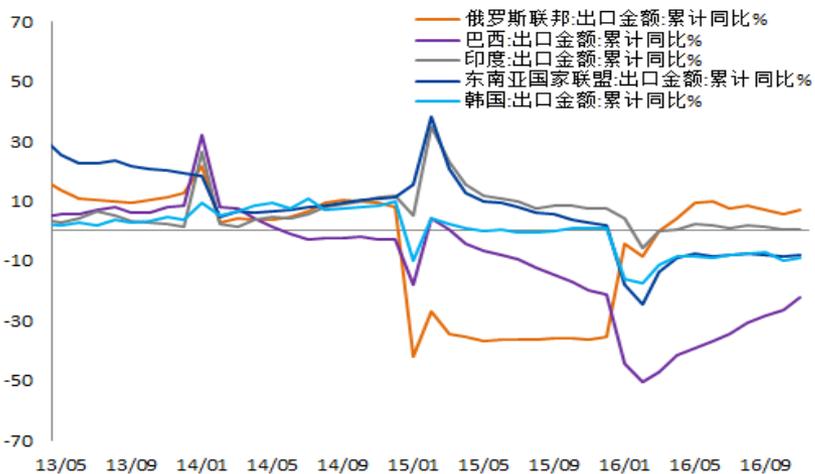
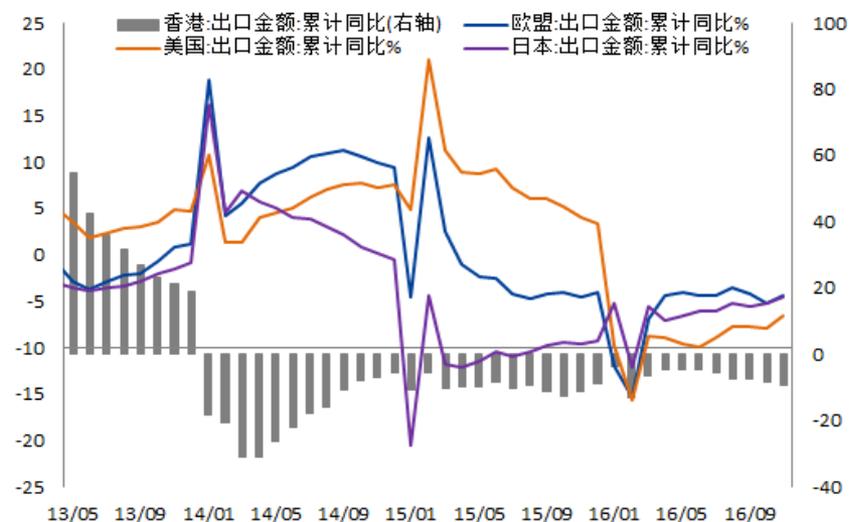


	GDP增速 (%)	固定资产投资增速 (%)	制造业增速 (%)	房地产增速 (%)	基建投资增速 (%)	财政资金增量 (亿元)
2015	6.9	10	8.1	2.5	17.3	23982
2016E	6.7	8.0	3.1	6.6	17.0	22315

2017E    6.7    8.0    2.5    4.0    17.3    26599

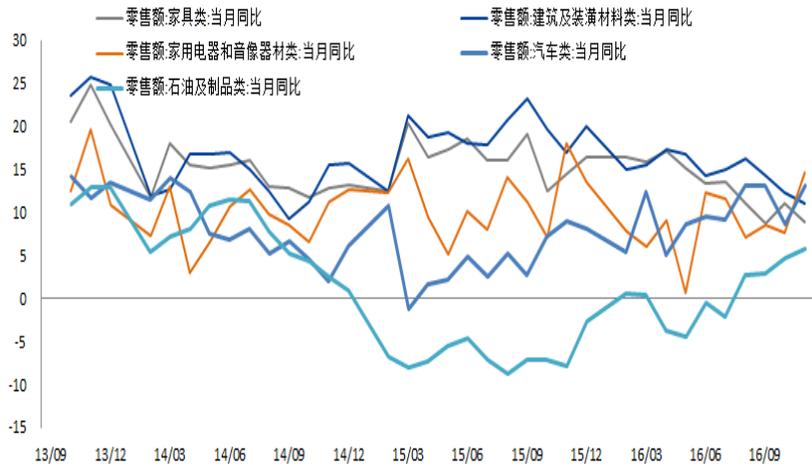
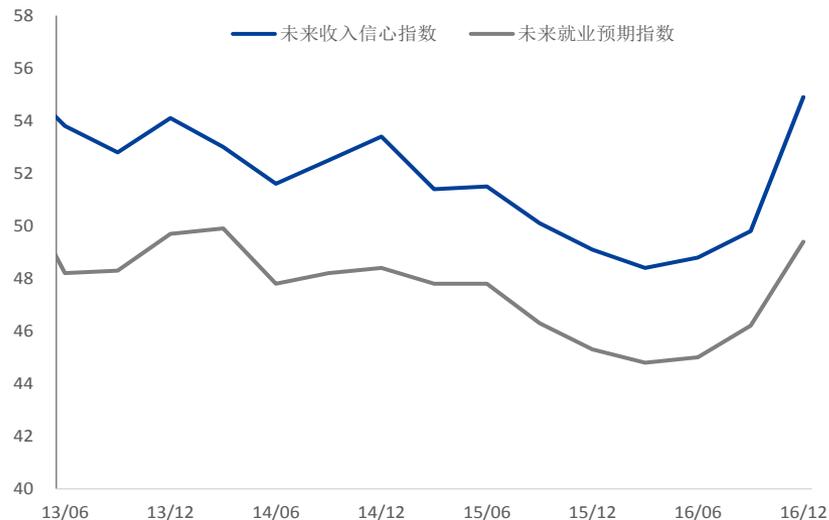
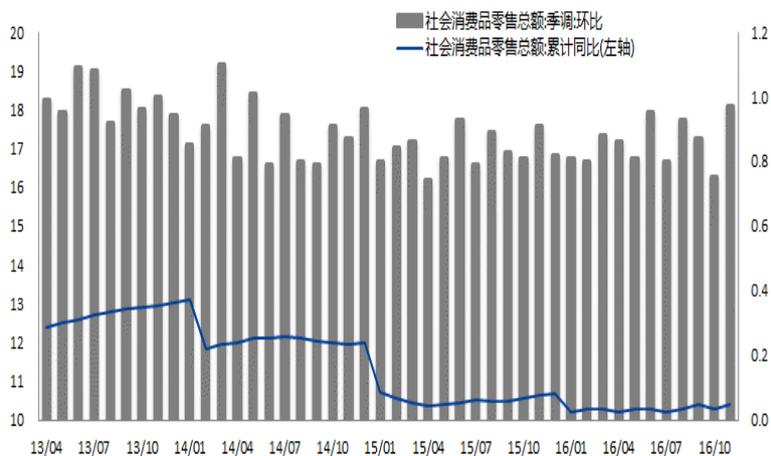
- ✓ 17年因房地产政策影响，投资增速预计将减弱。从历史看，基础设施与房地产投资存对冲关系，预计基建将成为稳增长基本手段。
- ✓ 通过粗略估算，2017年若GDP维持6.7%，相应的基建增速应至少为17.3%，对应的财政支出增量为26599亿元。

## 1.4 出口：出口情况改善有望延续



- ✓ **2016年我国出口情况出现改善，对主要贸易伙伴出口均出现回升。**
- ✓ **17年，在预期全球经济回暖的背景下，同时人民币面临贬值压力，预计我国出口将持续改善。**

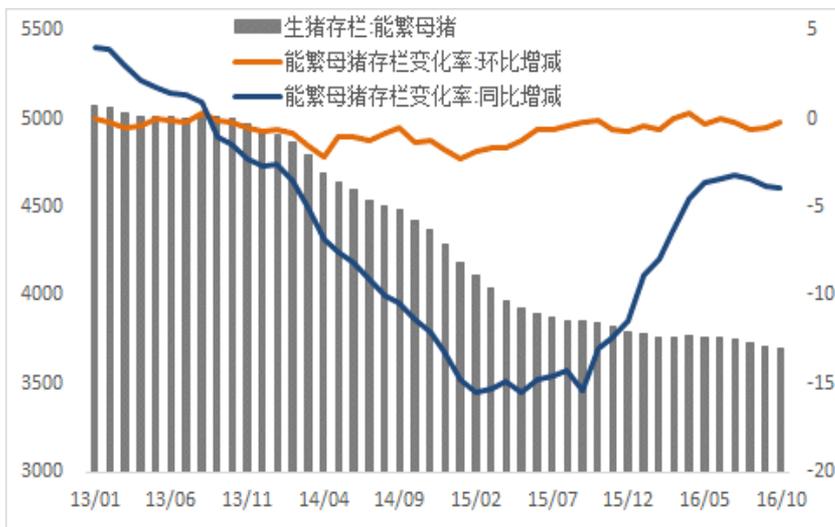
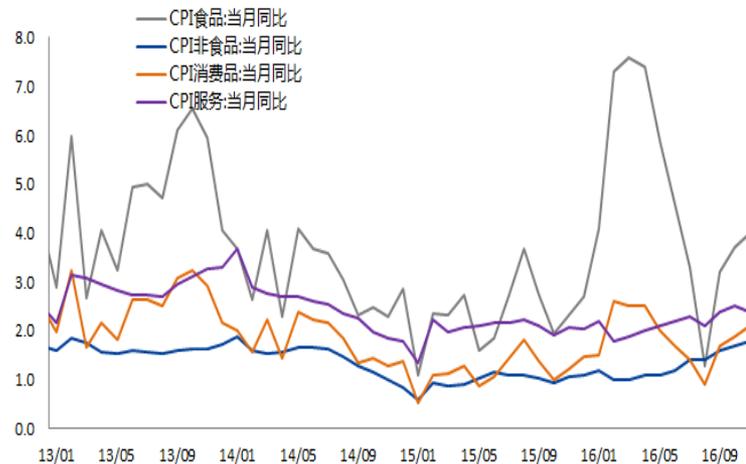
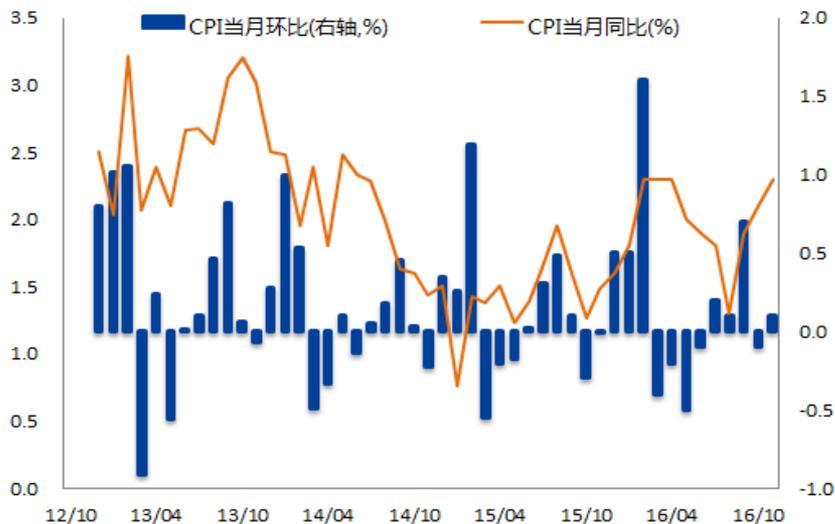
## 1.5 消费：汽车消费持续回温



✓ 随着汽车、家电及石油制品等主要消费分项增速抬头，16年下半年国内社会消费品零售总额增速回升。17年新能源汽车优惠刺激政策延续，汽车消费将持续火热。

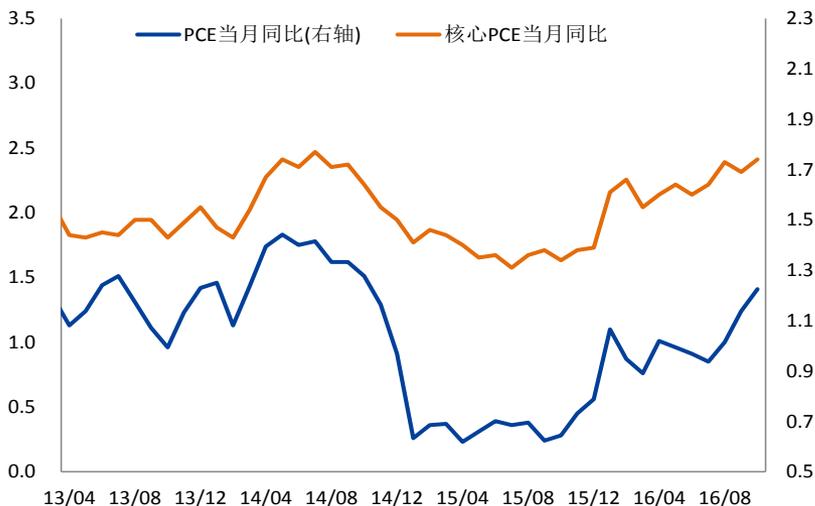
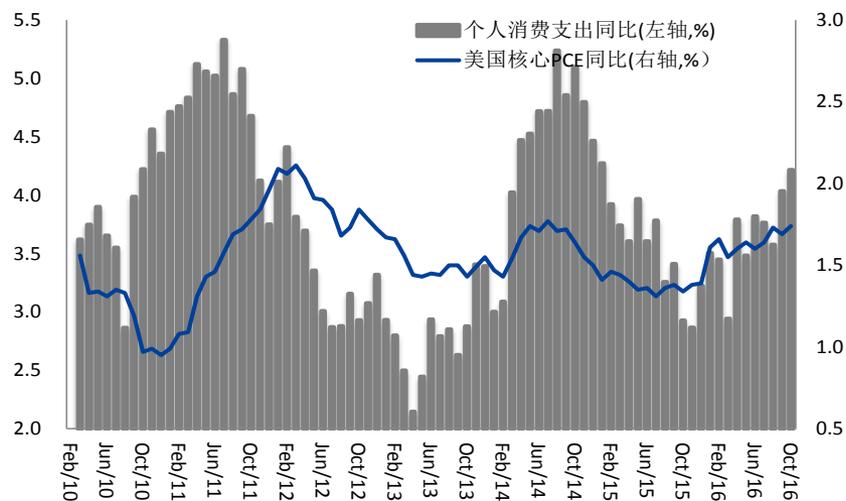
✓ 且从居民就业和收入预期看，预计明年消费增速总体将继续回温。

## 1.6 物价：通胀压力不可忽视



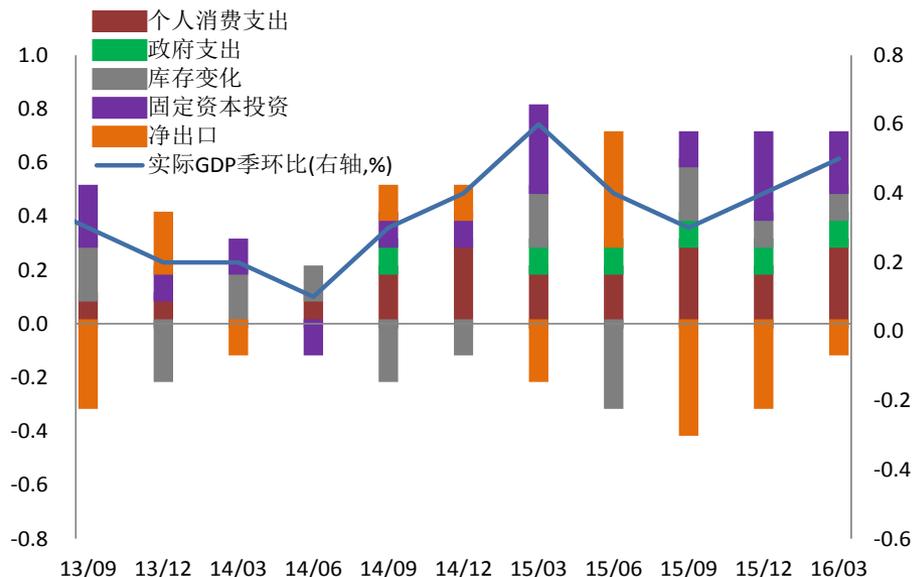
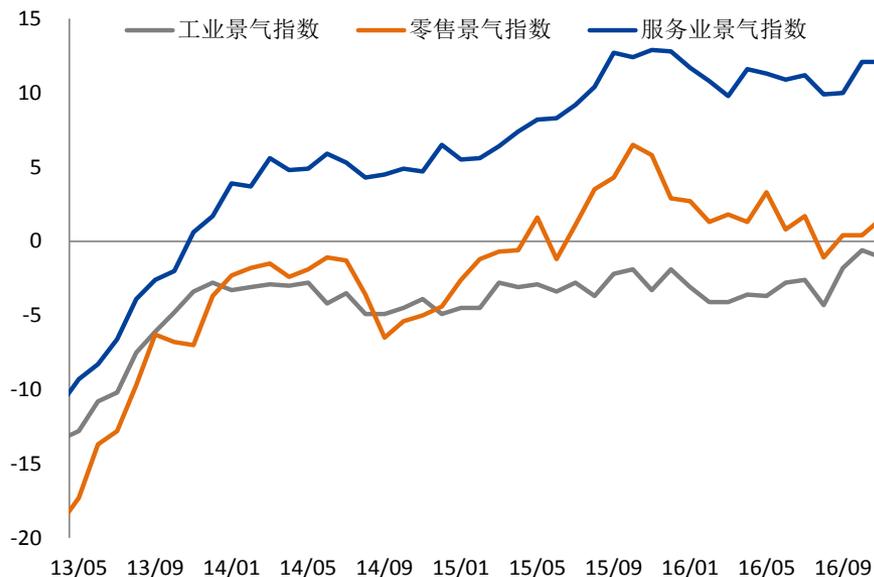
- ✓ 由于去年较低基数的影响，16年CPI指数同比出现增长，其中食品对CPI影响较大，猪肉价格上涨成为主要推动力。
- ✓ 能繁母猪存栏量任然处于低位，通胀压力不可忽视。

## 1.7 国际环境：美国经济复苏企稳



- ✓ 从美联储就业市场状况指数看，其就劳动力市场复苏态势良好。从个人收入和消费数据看，其增速保持平稳。从物价水平看，PCE同比回升，通胀预期增强。
- ✓ 美国经济进入复苏期，进入加息周期。

## 1.8 国际环境：欧元区经济复苏，但存冲击



- ✓ 2016年三季度，在超宽松货币政策、国际能源市场利好的支撑下，欧元区GDP环比增长0.3%，年增长1.6%，基本符合市场预期。
- ✓ 但2017年英国脱欧影响预计将对欧元区经济复苏产生负面影响，欧盟委员会预计至2017年英国“脱欧”或对欧元区GDP增长产生0.25%-0.5%的拖累效应。同时欧洲他国大选，影响欧元区整体经济形势。

**一、基建托底，经济“L”型**

**二、货币政策维持中性判断，利率保持稳定**

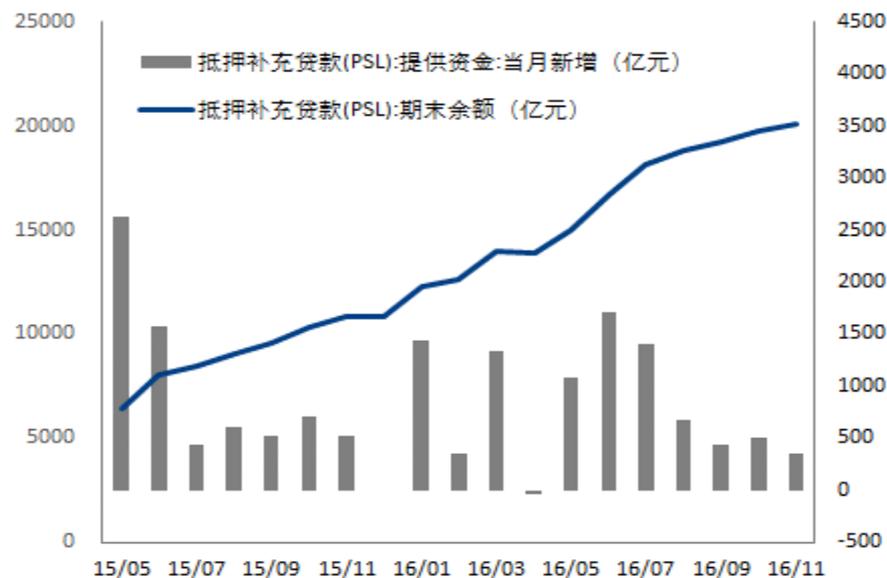
**三、市场风险偏好相对提升**

**四、传导顺畅，中下游行业盈利水平将改善**

**五、基建，国改，石油等行业存结构性机会**

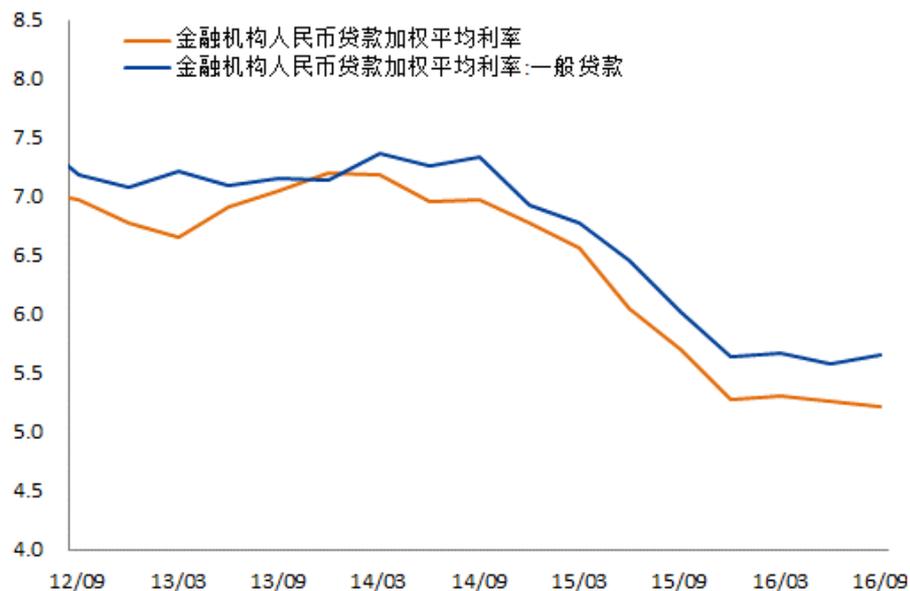
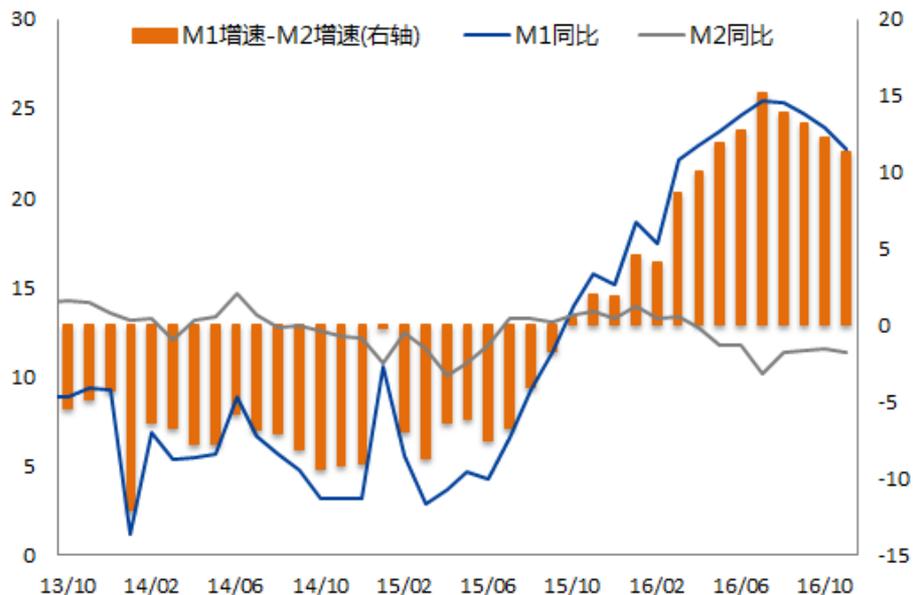
**六、操作投资机会总结**

## 2.1 财政政策：资金投资增加，积极的财政政策予以保障



- ✓ 面对2017经济潜在下行压力，为稳增长，基建投资必须发力，资金投入增长。为此，2017年PSL、PPP等工具将会得到更加广泛运用。
- ✓ 同时，2017年将继续深化税制改革，加快个税改革。

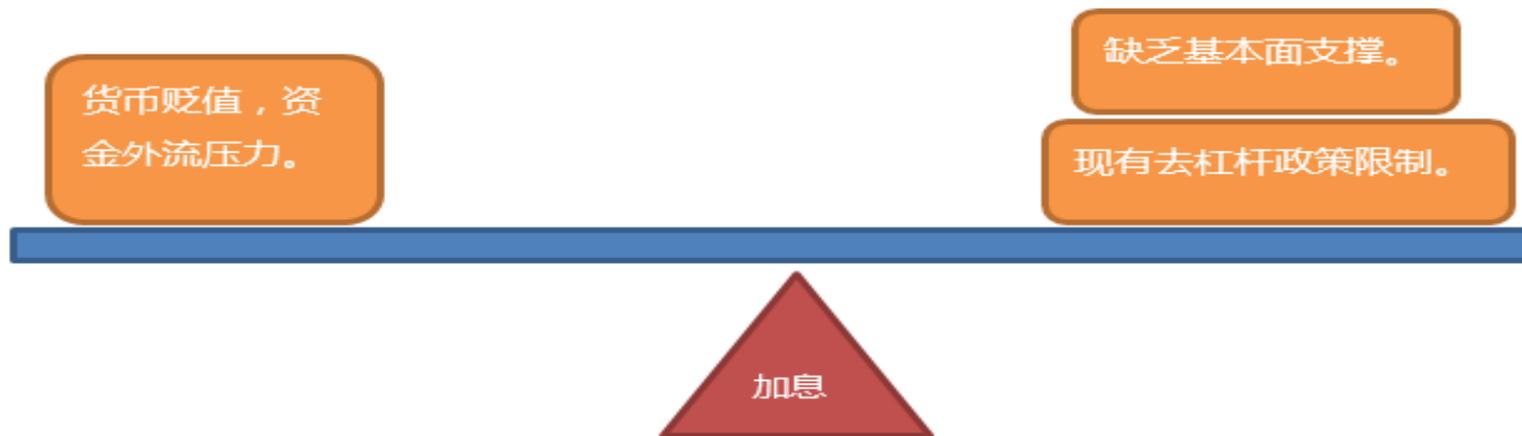
## 2.2 货币政策：抑制资产泡沫，货币政策中性偏紧



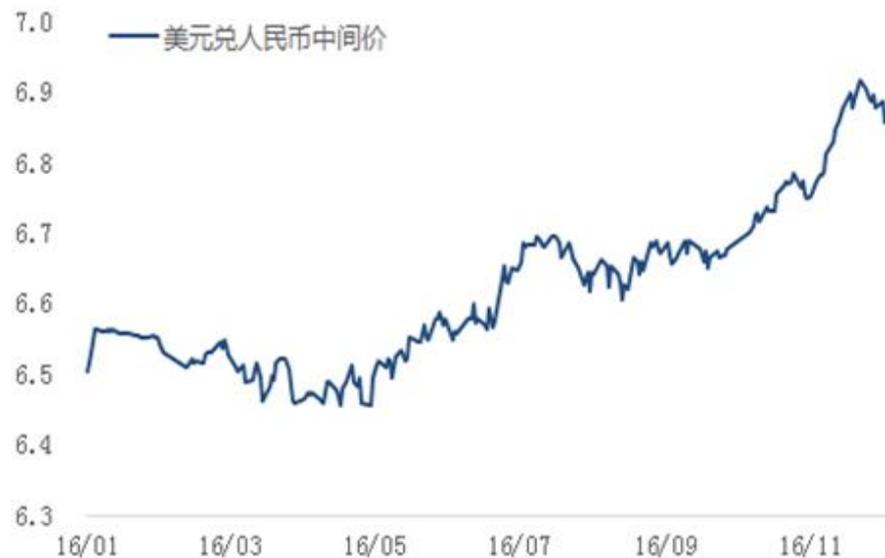
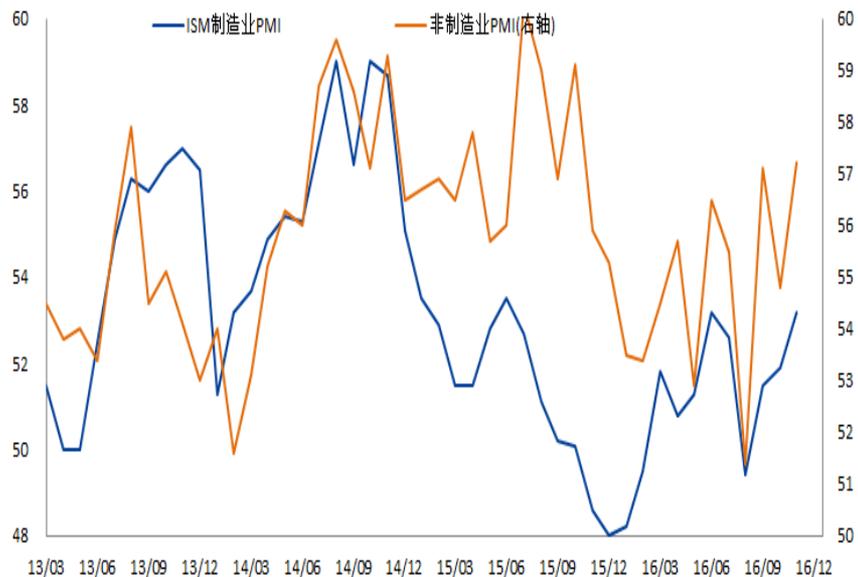
- ✓ 16年，M1和M2出现罕见剪刀差，显示实体企业缺乏中长期投资意愿，宽松货币政策的边际效果不佳，且在2015年央行多次降息、降准后，利率已处低位，再进一步宽松的空间较小。
- ✓ 央行确定2017年十大任务，保持货币政策稳健中性居首。

## 2.2.1 市场利率水平偏稳

- ✓ 国外经济企稳，美元相对强势，出现资金外流压力，出现加息需求。
- ✓ 但短期中国经济仍面临L型底、未来增速存在不确定性、基本面未出现明显长期改善趋势，基本面尚不支撑加息。
- ✓ 资金面已经中性偏紧的背景下，政府更愿意通过公开市场“缩短放长”提高所投放流动性的综合成本，加强影子银行和理财业务监测和限制抑制信用扩张来减杠杆。
- ✓ 预期17年，货币政策保持中性，利率维持低位。

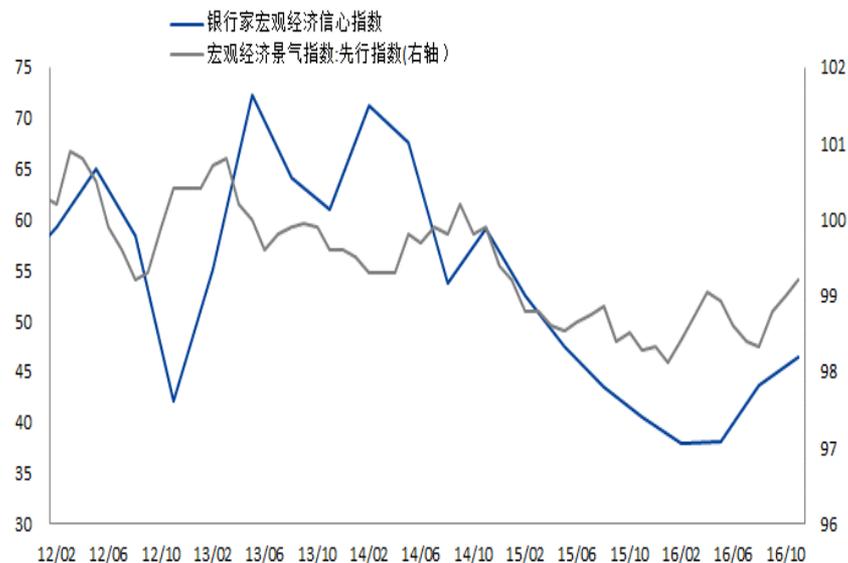
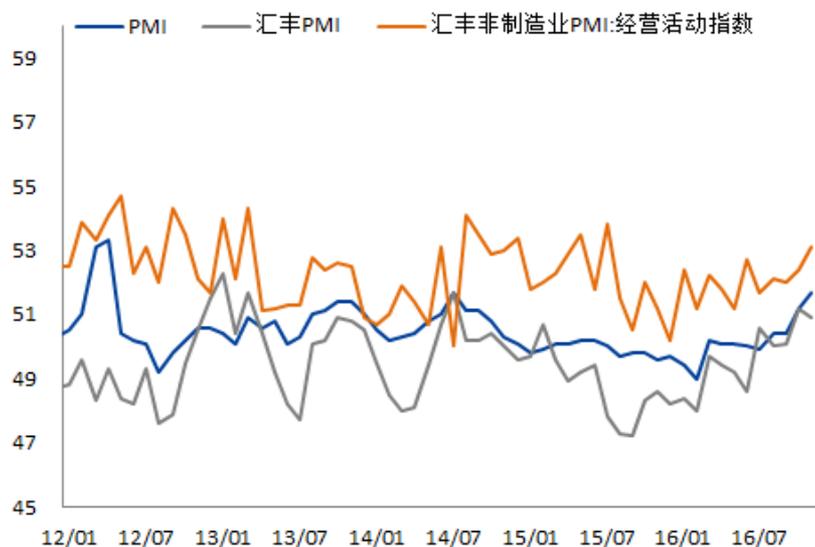


## 2.2.2 利率水平-外部力量施压



✓ **16年，在美国经济复苏美联储加息预期升温，特朗普当选美国总统投资基建产生通胀预期的双重影响下，人民币汇率几乎突破7。人民币汇率持续贬值的预期会引发资本外流，而加息可能是缓解资本外流最快见效的一项措施。但目前来看中国并不具备加息条件。**

## 2.2.3 利率水平-加息暂缺乏基本面支持



✓ 16年10月以来中国各项经济数据总体向好，但随着供给侧结构性改革的持续深入，以及作为经济增长重要引擎的房地产行业陆续出台各地方的调控措施，未来经济增速有出现进一步放缓的可能，经济未见确定性长期向好趋势时，利率预计维持低位。

## 2.2.4 利率水平-政策面并不支持



✓ 虽然“去杠杆、防风险”已成为政策重心，但政府不会“暴力”去杠杆，2015年通过多次降息降准释放的流动性应该不会在短期内通过加息收回。央行采用了在公开市场减少净投放，并通过“锁短放长”的方式抬高资金综合成本，拉长资金期限，造成资金面紧平衡的方式温和引导企业“去杠杆”。

✓ 短期内资金面仍显偏紧格局，加息无疑给资金雪上加霜，利率大概率维持低位。

一、基建托底，经济“L”型

二、货币政策维持中性判断，利率保持稳定

三、市场风险偏好相对提升

四、传导顺畅，中下游行业盈利水平将改善

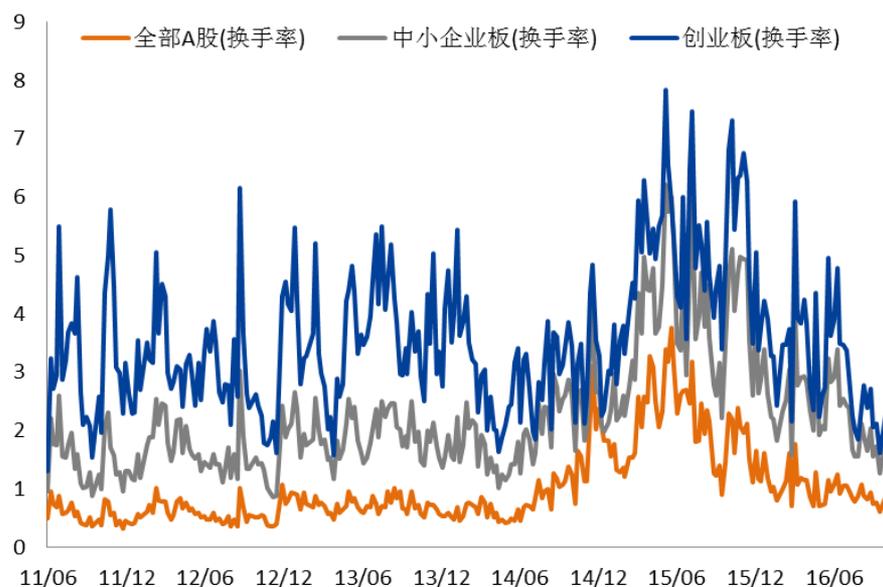
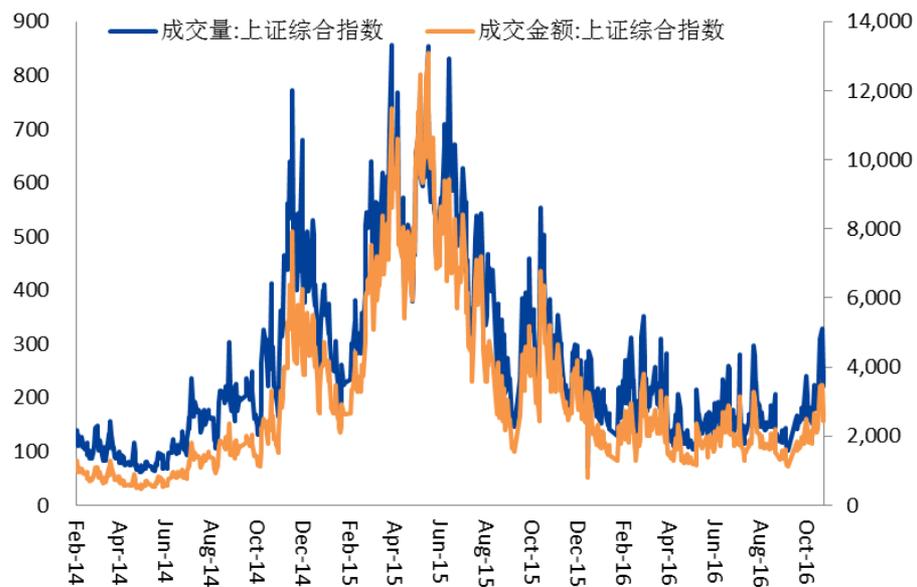
五、基建，国改，石油等行业存结构性机会

六、操作投资机会总结

### 3 市场风险偏好较股灾有提升

- ✓ 国内市场自股灾以来，成交量换手率回升，公募基金份额增长，参与度回升。
- ✓ 资金方面，房地产资金回流，深港通开通，外资参与预期。
- ✓ 资产配置需求提升，A股股息率相对具吸引力。
- ✓ 债券利差扩大，风险偏好已出现上升趋势。

### 3.1 市场风险偏好：国内股指成交量换手率上涨



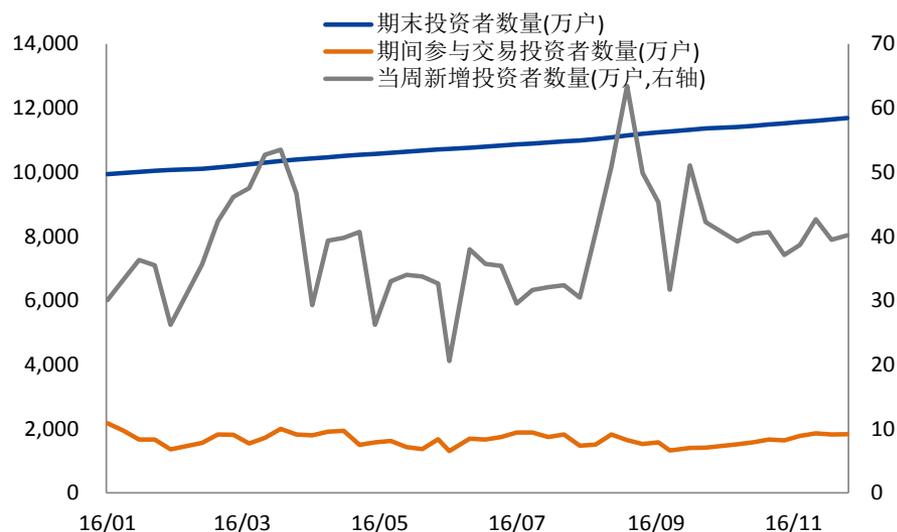
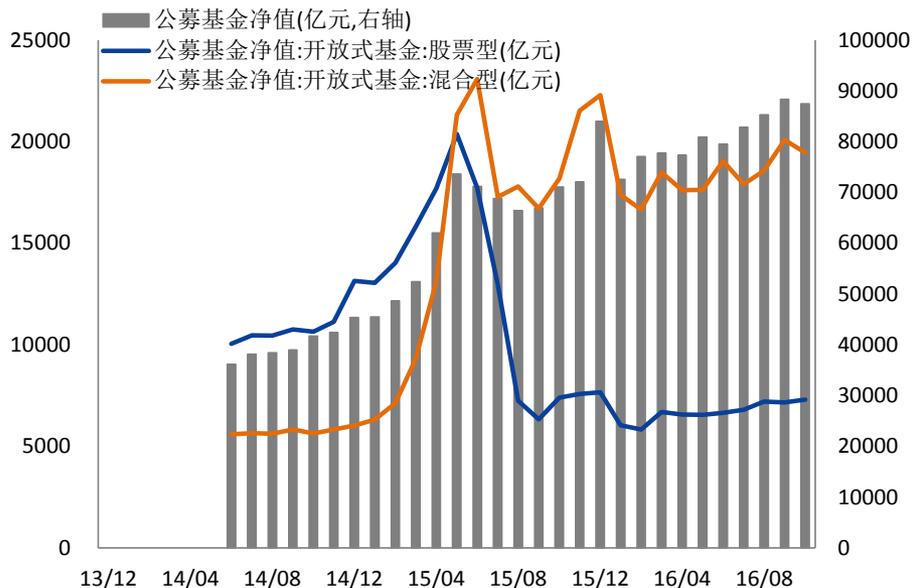
✓ 16年末A股换手率为1.52，中小股换手2.57，创业板换手2.92。从成交量与换手率来看，从股灾之后，成交整体出现回升，情绪得以修复，做多情绪有一定的上升。

## 3.2 市场风险偏好：融资数据，沪股通数据



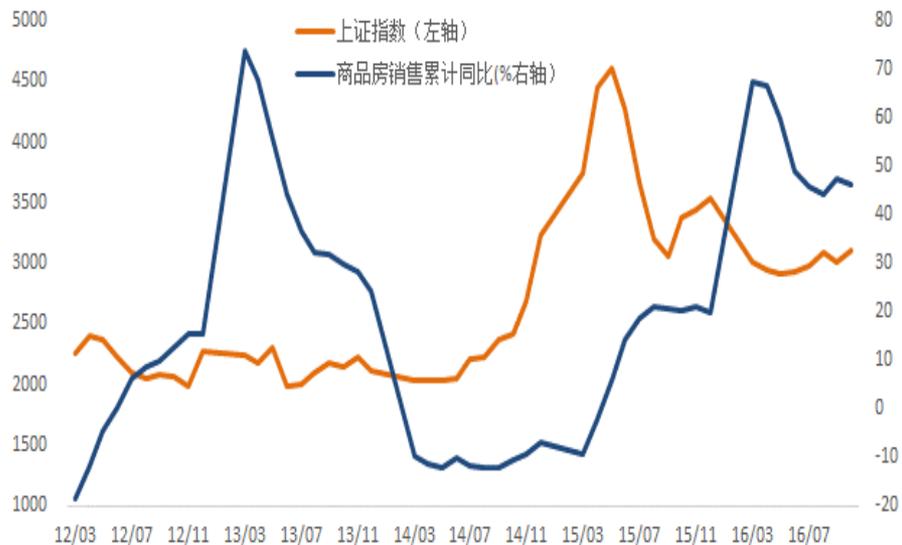
- ✓ 股灾以来，市场交易情绪受到重创，三次股灾促使市场的成交量成交金额降至低位，市场参与热情降低，16年年末随着指数行情出现，成交金额出现回升，成交情绪有所修复。
- ✓ 自沪港通开通至今，沪股通资金流入呈上升趋势，16年年末出现峰值。

### 3.3 市场风险偏好：投资者参与度提升



- ✓ 截止到2016年10月公募股票型开放式基金达5979亿份，总净值约6035.94亿元。
- ✓ 截止至16年12月初，期末投资者数量超1.16亿，16年总体呈回升态势。
- ✓ 由此，股票市场参与者对股票市场的参与热情逐步回升。

### 3.4 市场风险偏好：房地产资金分流A股预期



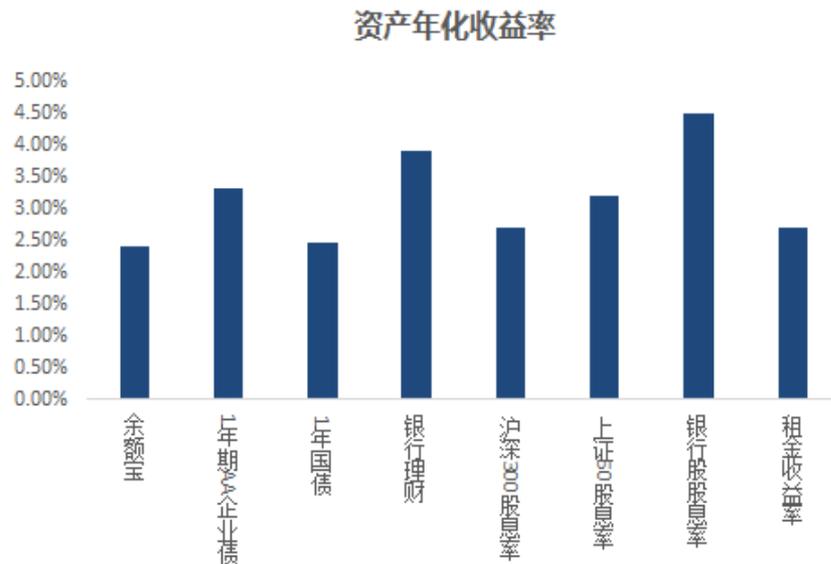
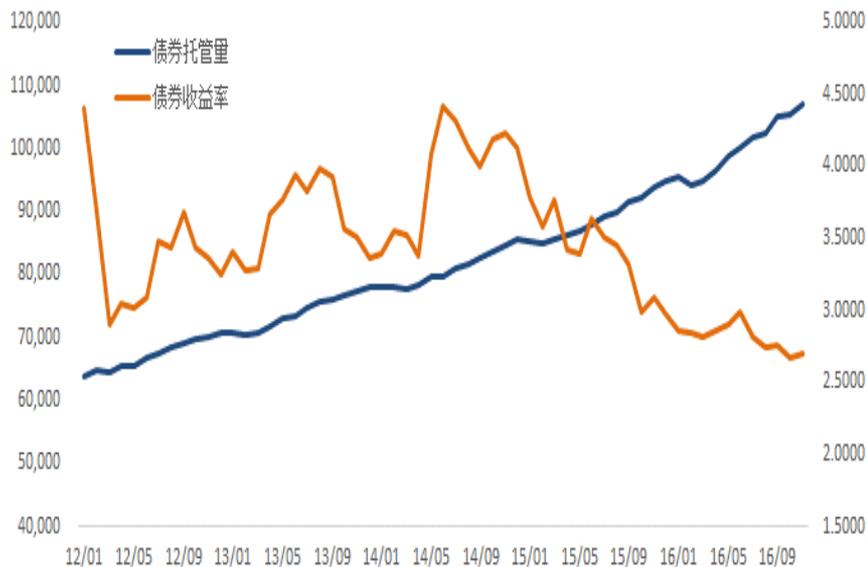
- ✓ 12年以来，A股市场与房地产市场呈现跷跷板效应，16年10月，各地出现限购政策，商品房销售同比下降，房屋新开工面积累计同比下降，房地产投资受限，预期将来部分房地产资金将流入A股。

### 3.5 市场风险偏好：深港通资金流入预期

	沪港通		深港通	
时间	2015年11月17日开通		2016年12月5日开通	
项目	沪股通	港股通	深港通	港股通
额度	3000亿，16年取消	2500亿，16年取消	无	无
单日额度	130亿	105亿	130亿	130亿

- ✓ 深港通于2016年12月5日开通，内地和香港市场的互联互通进一步推进，取消对沪港通深港通的额度限制，资金流动也更加畅通。
- ✓ 就目前来看，A股估值相对处于低位，长期看，境外资金配置人民币资产的需求提升，资金可能由南转北。

### 3.6 市场风险偏好：资产配置需求



✓ 预期市场对债的资金配置需求并不会减弱，会对债券收益率出现压制作用，债券收益率无回升动力，同时上证50平均股息年化收益率达3.3%，银行股股息收益率相比较已超过理财收益率，A股高股息率在17年预计会有更有吸引力，具配置价值。

### 3.7 市场风险偏好：债券利差扩大



- ✓ 从市场来看，AA级企业与一年期国债利差从16年第三季度开始出现大幅度的触底回升达到1.8%。16年十年期与一年期国债利差触底后也震荡上行，达到0.74%。
- ✓ 由此可见，市场风险偏好出现触底回升。

**一、基建托底，经济“L”型**

**二、货币政策维持中性判断，利率保持稳定**

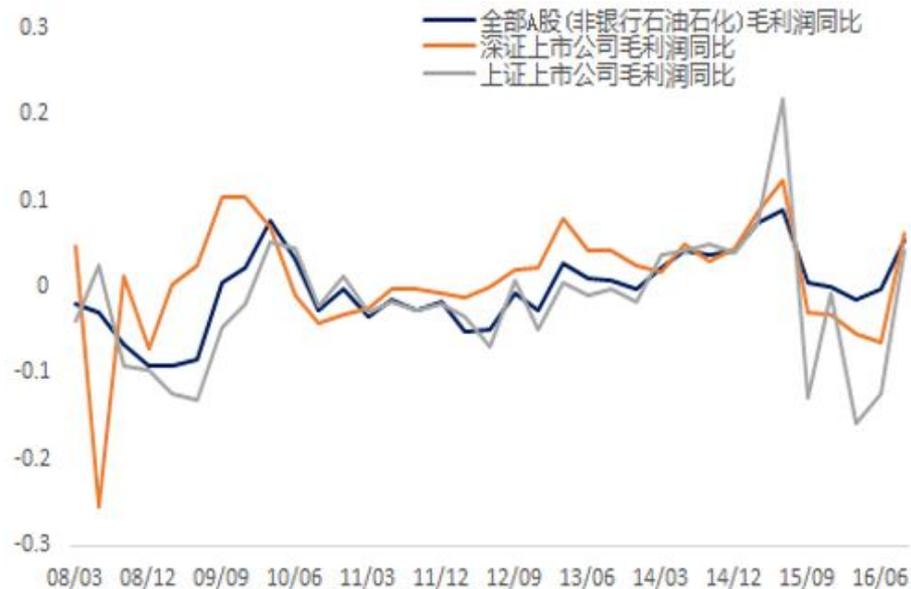
**三、市场风险偏好相对提升**

**四、传导顺畅，中下游行业盈利水平将改善**

**五、基建，国改，石油等行业存结构性机会**

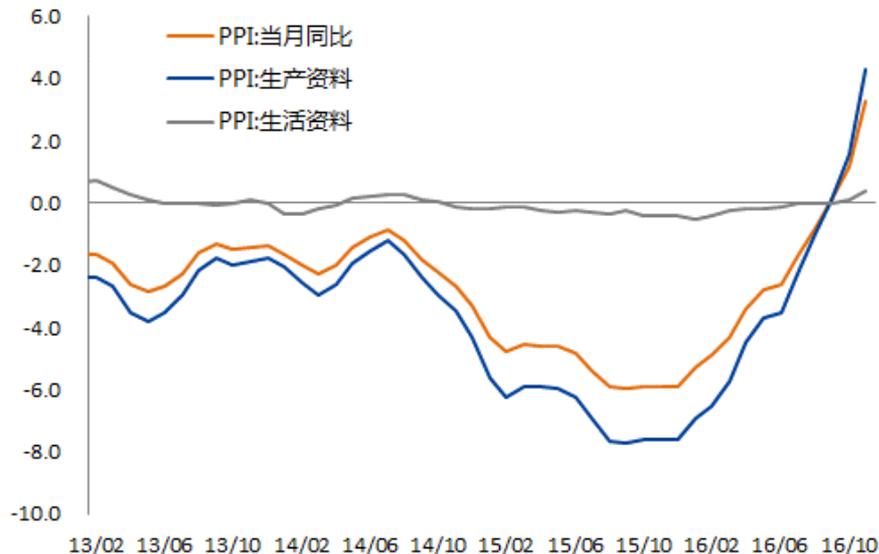
**六、操作投资机会总结**

## 4 企业盈利水平出现回升



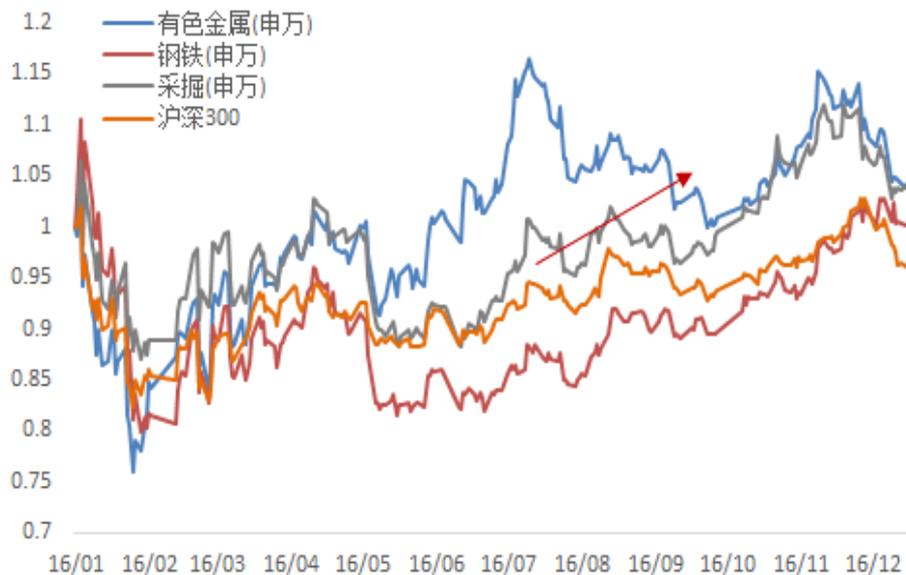
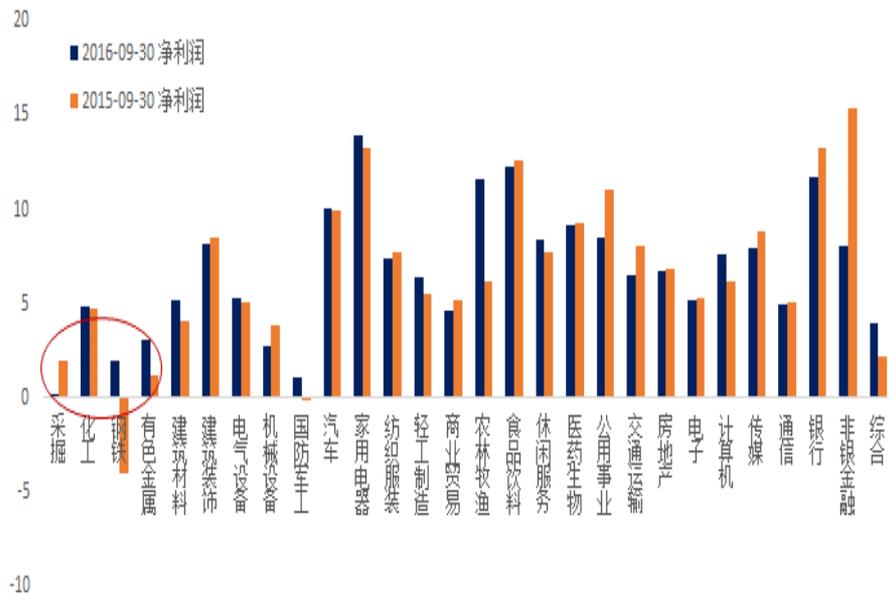
- ✓ 企业毛利润与企业净利润均在16年第二季度触底，同比分别为-0.2%，-0.002%。2016年第三季度，企业盈利与毛利润出现好转，同比分别为-0.09%，0.054%。17年有望延续企稳态势。

## 4.1 企业盈利水平：工业利润增加



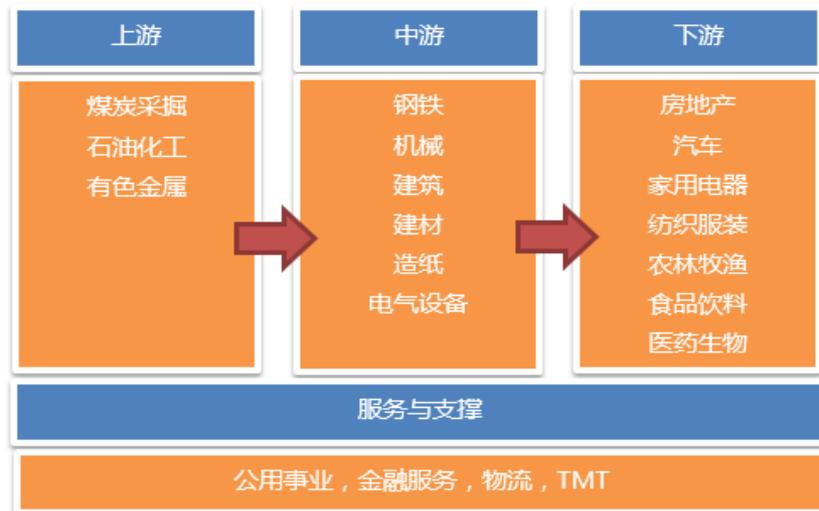
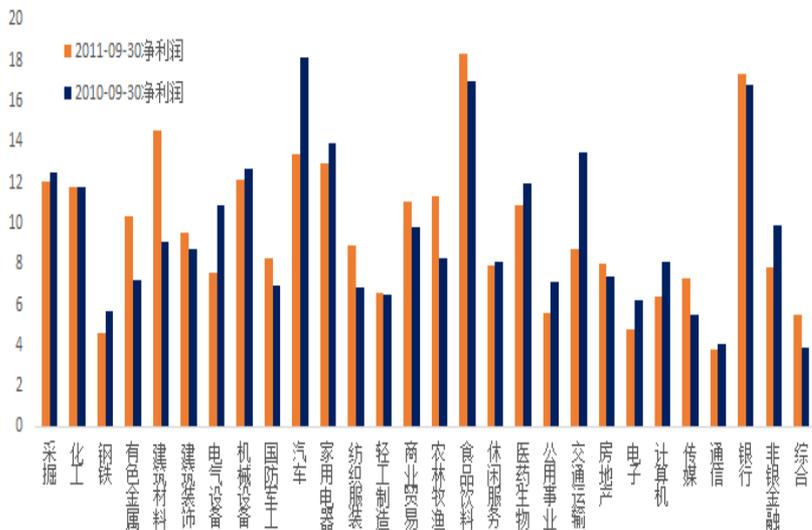
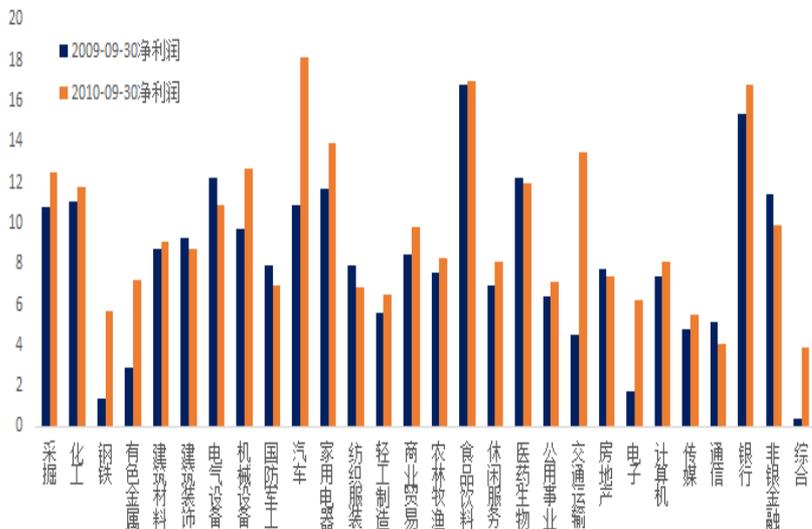
- ✓ **16年工业企业利润16年初随着PPI 累计同比增速回升结束了前期的下跌，9月工业企业利润同比增速8.4%，创23个月以来最高值。未来随着利率维持低位，融资成本降低使得财务费用率有望继续下降，成为支撑企业盈利回升的重要因素。**

## 4.2 企业盈利水平：周期性行业盈利水平上升



- ✓ 从板块来看，今年受供给侧改革影响，周期性企业，煤炭，钢铁，有色金属，石油化工，建筑建材企业利润均出现回升。行业基本面的反转，带动股票上涨。17年在供给侧改革预期且基建投资增速的背景下，周期性行情盈利水平预计仍能维持。

## 4.3 企业盈利水平：利润将传导至中下游



- ✓ **经济复苏期，价格上涨，周期行业最先受益而后将利润传导至中下游企业。**
- 09年我国经济复苏，周期性行业净利润也出现改善，至10年，下游板块食品饮料，纺织服装，农林牧渔等盈利出现改善。17年，预期中下游企业盈利将出现回升。**

一、基建托底，经济“L”型

二、货币政策维持中性判断，利率保持稳定

三、市场风险偏好相对提升

四、传导顺畅，中下游行业盈利水平将改善

五、基建，国改，石油等行业存结构性机会

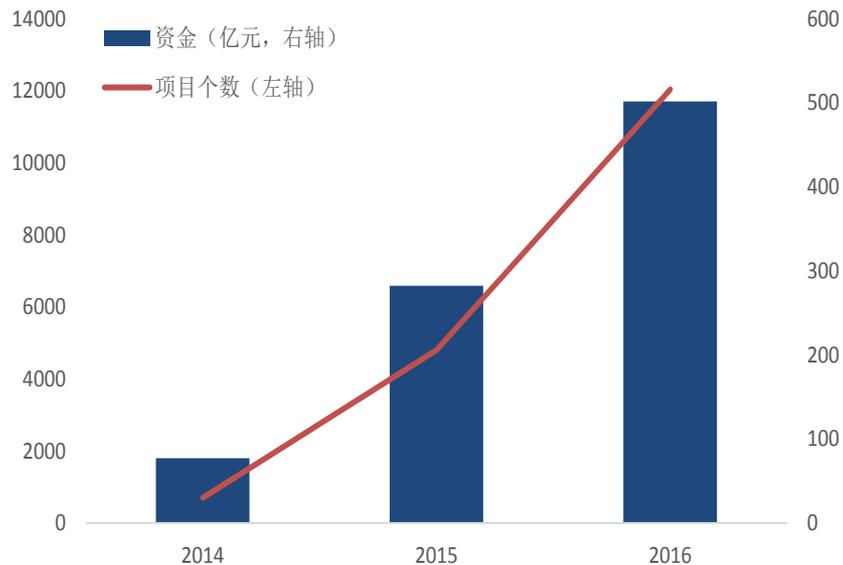
六、操作投资机会总结

## 5.1 策略逻辑: 基建投资托底

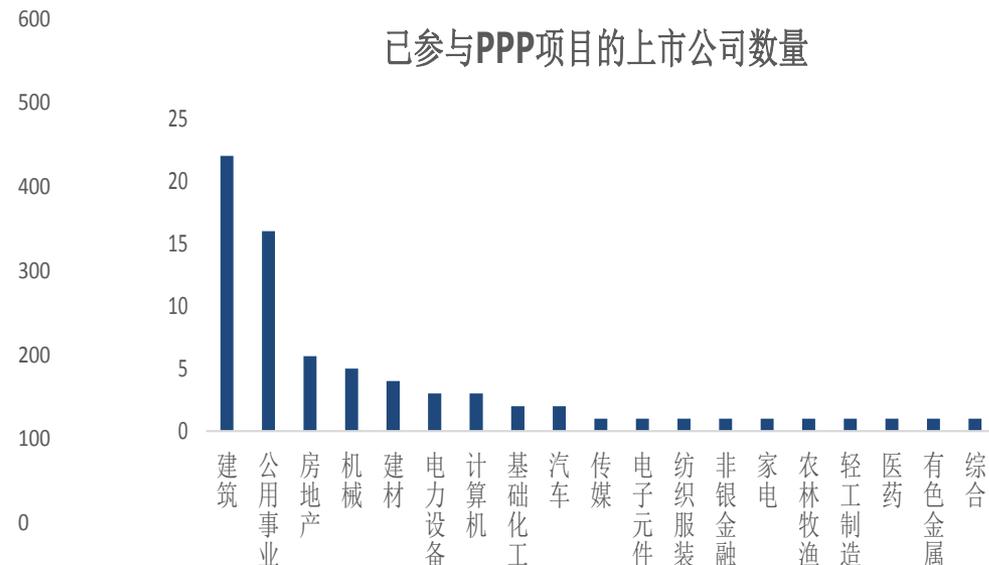


- ✓ 从历史来看，基建与房地产存在一定对冲关系，10月份各地出台限购政策，对房地产出现一定限制，预计17年房地产投资将出现下行，而基建在17年将会有所上升。
- ✓ 加之明年国内经济增速下行压力加大，基建投资成为政府保增长拉动GDP的重要手段，因此投资预期相对较高。

## 5.1.1 基建投资：PPP概念总投入



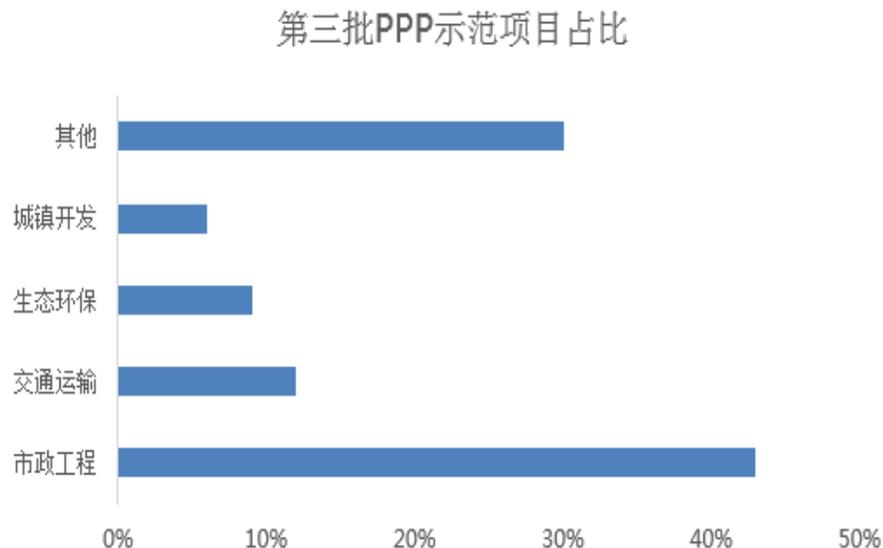
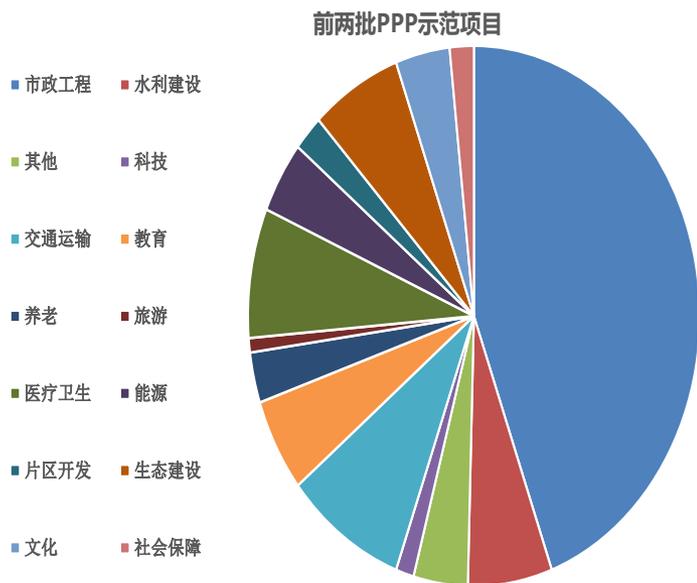
已参与PPP项目的上市公司数量



✓ 2014年财政部推出首批PPP项目30个，投资总额1800亿；2015年9月，第二批PPP项目206个，总投资6589亿；16年10月，第三批PPP示范项目总516个，总体投资11708亿元，投资总量增长迅速。

✓ 按目前参与PPP项目是上市公司看，建筑建材，基建板块公司占比居多。

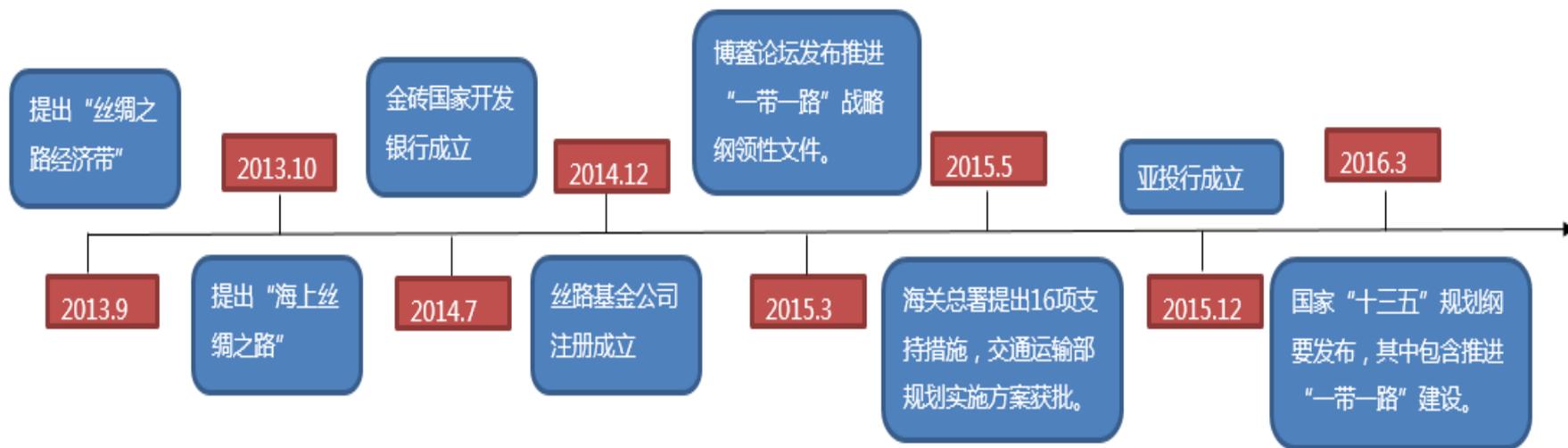
## 5.1.1 基建投资：PPP概念行业分类



✓ 前两批PPP示范项目中，市政工程占比44.4%，交通运输8.62%，水利建设6.03%，基建占比超60%。16年第三批示范项目行业集中度较高，其市政工程、交通运输，生态建设与城镇开发分别占比43%，12%，9%与6%。

✓ 第二批项目预计17年3月完成采购，第三批项目在17年9月前将完成采购。

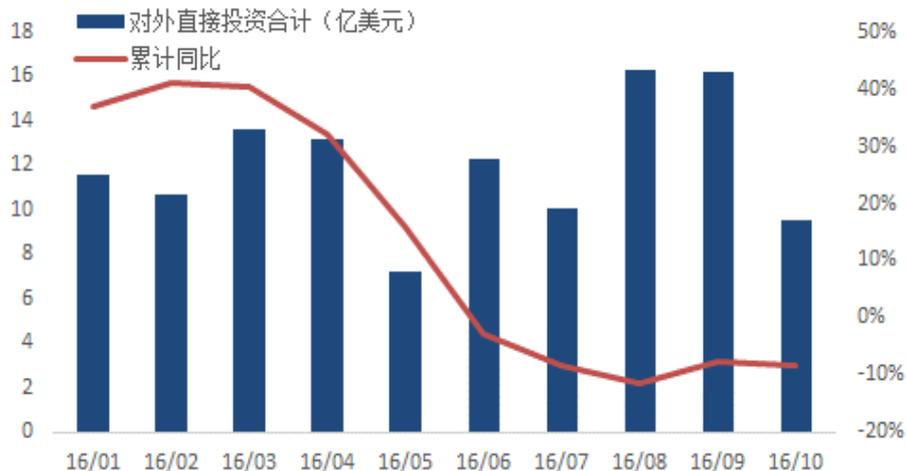
## 5.1.2 基建投资：一带一路政策



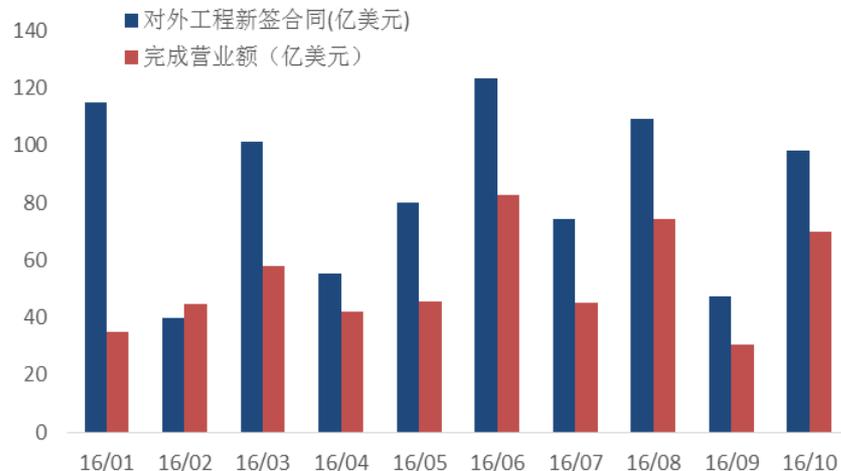
- ✓ 自2013年9月“一带一路”战略提出后，当年11月即被写入十八届三中全会上通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，上升为国家战略。
- ✓ 在今年3月发布的“十三五”规划纲要中，“一带一路”是规划的重要组成部分，这意味着在未来5年，“一带一路”将是中国经济社会发展的重要战略任务。

## 5.1.2 基建投资：一带一路对外工程与投资

### 2016年“一带一路”对外投资



### 2016年“一带一路”对外工程项目



✓ 今年1-10月，我企业对“一带一路”相关的51个国家非金融类直接投资120.7亿美元，对外承包工程方面，我国企业在“一带一路”相关国家新签对外承包工程项目合同6877份，新签合同额843.9亿美元，同比增长30.7%，完成营业额527.4亿美元，同比增长5.6%。

✓ 17年预计对外工程项目，仍然将保持快速增长，对中国基建行业收入进行拉动。

## 5.1.2 基建投资：一带一路受政策支持

特朗普政治主张利好“一带一路”

主张“基建优先”

TPP协议有望搁浅

对亚投行支持态度

人民币成功加入SDR

- ✓ 特朗普当选美国总统，主张“基建优先”，并将在未来十年内对基建投入1万亿美元的资金，中美两国均大力发展基建，或驱动全球基建市场。
- ✓ 特朗普在选举中曾表示一旦当选要主导美国退出该协议，并不考虑与日本等国寻求再度谈判。亚太地区对中国的限制有望减弱。
- ✓ 特朗普顾问对亚投行以及中国的“一带一路”展现积极态度。
- ✓ 人民币加入SDR，有利于助推人民币国际化进程稳步向前，促进“一带一路”在国际上的合作。

## 5.2.1 投资逻辑-国企改革十项试点

十项改革试点	试点企业
落实董事会职权	中国节能，中国建材，国药集团，新兴际华
国有资本投资，运营公司	煤炭：神华集团；钢铁：宝武钢；有色：中国五矿；交运：招商局集团；建筑：军工，保利集团
央企兼并重组	中国建材与中材集团，中远集团和中国海运，中电投集团和国家核电等。
国企信息公开工作	中粮集团，中国建筑
剥离企业版社会职能和解决历史遗留问题	部分省份
部分重要领域混改	联通股份，南方电网，哈电集团，东方航空，中国船舶，中国核建，以及油，气，铁路各一家试点
混合所有制企业员工持股	
市场化选聘经营管理者	
职业经理人制度	
企业薪酬分配差异化改革	

✓ 2014年至2016年，处于国企改革制度设计，顶层设计及配套政策形成体系期。17年起，试点开始进入施工期，十项试点已公布六项，国有资本投资公司和混改将是重点。

## 5.2.2 国企改革需求凸显

- ✓ 供给侧改革之下，产能过剩的周期性行业有整合的需求。煤炭、钢铁、建材等重化工业未来仍将是重组高发行业，这些行业的僵尸企业则是被兼并的标的。
- ✓ 目前降杠杆也是国家首要任务之一，当前国企央企债务庞大，全国工业类企整体资产负债率60%，建筑行业更是长期维持在70%。国企兼并重组，推进债转股，能相对有效的降低负债压力以及去杠杆。
- ✓ “一带一路”已上升为国家战略层面，海外业务占比较高的公司将成为“走出去”的主力，国企整合将增强海外竞争能力。

去产能需求



降杠杆需求

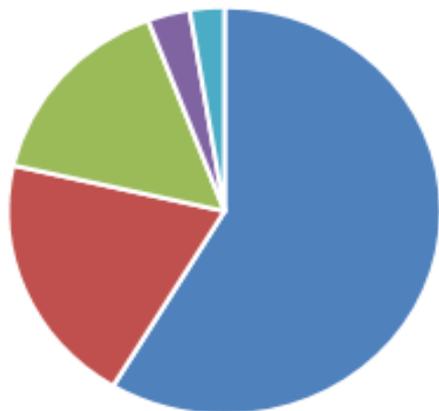


战略需求

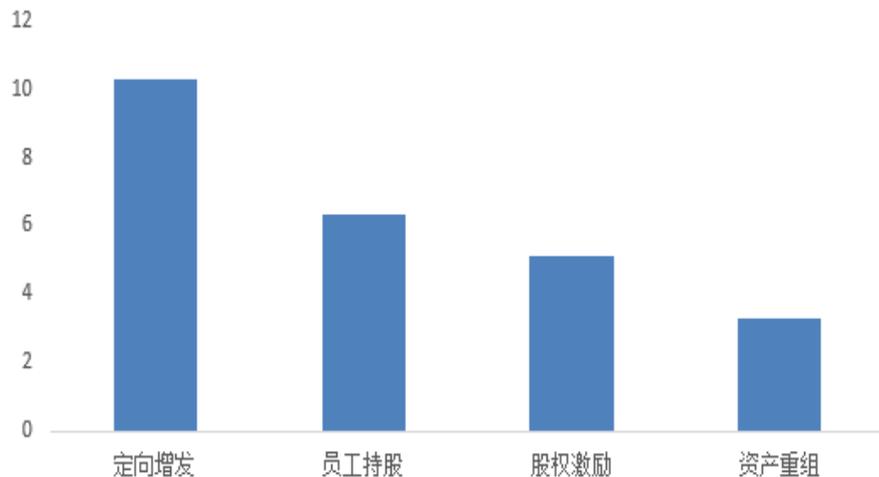
## 5.2.3 国改参与收益

利用二级市场进行国企改革

- 定向增发
- 重大资产重组
- 主营业务转型
- 股权激励
- 员工持股



2016国企个股改革公告后一个月平均涨幅



- ✓ 16年国企资本运作有所加速，二级市场最常用手段为定向增发，重大资产重组也相对较多，参与相关个股能取得相对稳定的收益。
- ✓ 2016年国企改革关注度明显提升，投资机会凸显，7月五项试点落地和上海国改、9月底第六项混改试点宣布，也带来了投资机会。因此，在17年国企改革板块预期会有行情关注。

### 5.3.1 投资逻辑-油价上涨，石油化工行业收益

OPEC减产份额细则			
成员国	减产前产量（万桶）	减产产量（万桶）	2017年1月有效产量（万桶）
阿尔及利亚	108.9	-5	103.9
安哥拉	175.1	-8.7	167.3
厄瓜多尔	54.8	-2.6	52.2
加蓬	20.2	-0.9	19.3
印度尼西亚*	暂停资格	NA	NA
伊朗	397.5	9	379.7
伊拉克	456.1	-21	435.1
科威特	283.8	-13.1	270.7
利比亚*	豁免	NA	NA
尼日利亚*	豁免	NA	NA
卡塔尔	64.8	-3	61.8
沙特阿拉伯	1054.4	-48.6	1005.8
阿联酋	301.3	-13.9	287.4
委内瑞拉	206.7	-9.5	197.2

✓ 2016年11月30日，OPEC内部达成八年来首个减产协议，共计划减产120万桶/日，至3250万桶/日，在需求端保持稳定的背景下，预计2017年国际原油供需平衡持续改善，油价中枢将震荡向上。

## 5.3.2 油价上涨，企业业绩提升

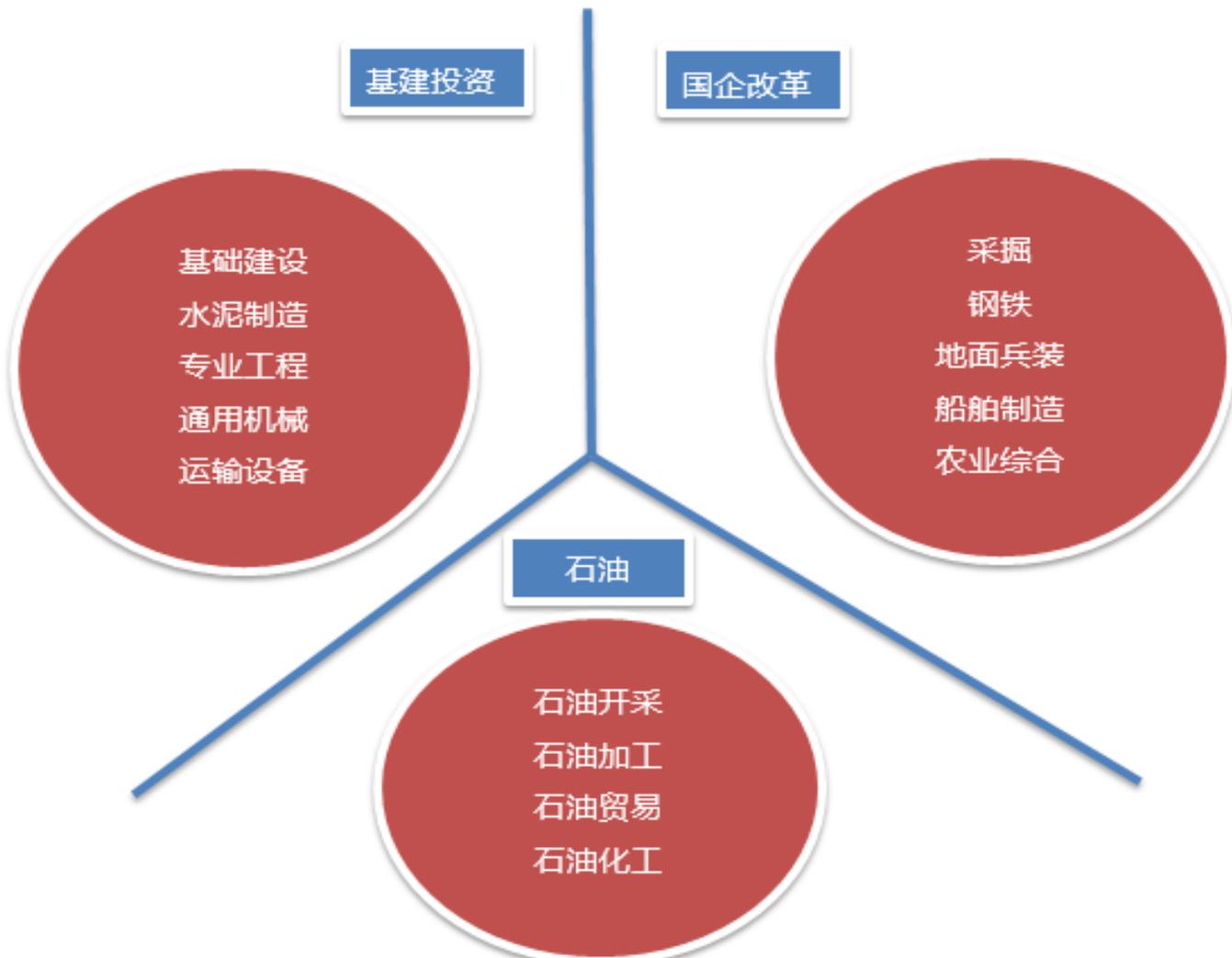


- ✓ **上游：**油价上涨最直接受益的为从事油气生产的企业，另外由于油价上涨，预计企业增加资本开支，有利于相关油气设备企业。
- ✓ **中游：**主要利好贸易类公司，由于石油涨价而库存带来的资产效益。
- ✓ **下游：**上游原材料价格上涨，炼化下游产品普遍涨价，利好相关炼化产品企业。

### 5.3.3 石化央企改革推动



- ✓ 中央经济工作会议将油气行业列入混改重点领域，为进展缓慢的油气改革指明突破口。市场期待已久的油气改革顶层设计已上报高层，近期即将出台。
- ✓ 中石化和中石油销售板块的混改也有望取得关键进展：中石化销售子公司完成增资后预计将择机上市，深化混改。
- ✓ 17年，石油化工行业受改革推动，预计将出现投资机会。



**一、基建托底，经济“L”型**

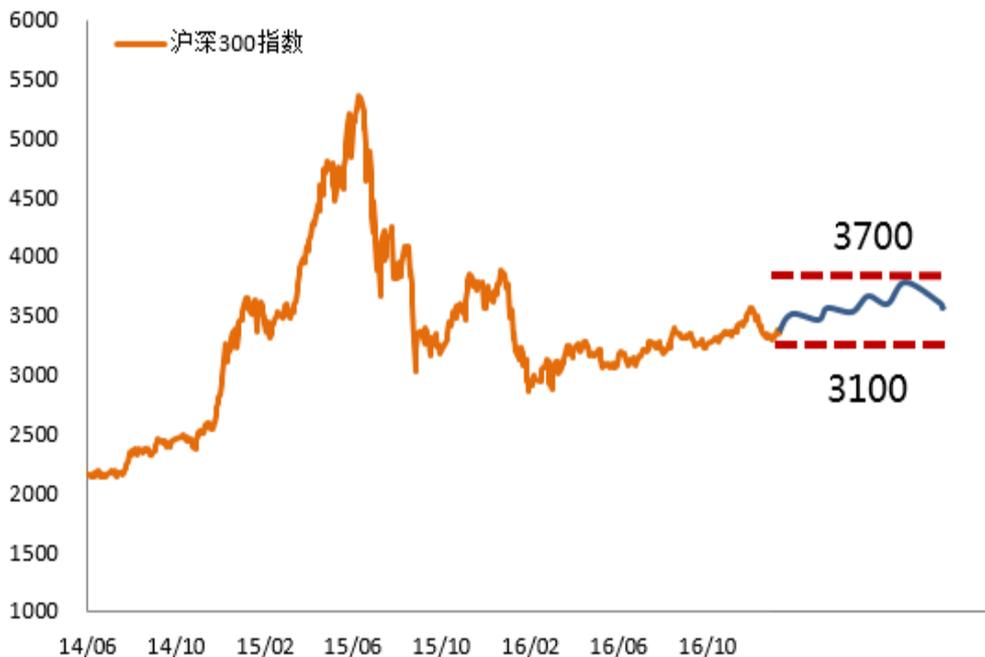
**二、货币政策维持中性判断，利率保持稳定**

**三、市场风险偏好相对提升**

**四、传导顺畅，中下游行业盈利水平将改善**

**五、基建，国改，石油等行业存结构性机会**

**六、操作投资机会总结**



### ✓ 基本逻辑：

1) 市场风险偏好提升，资产对于A股的配置需求提升。

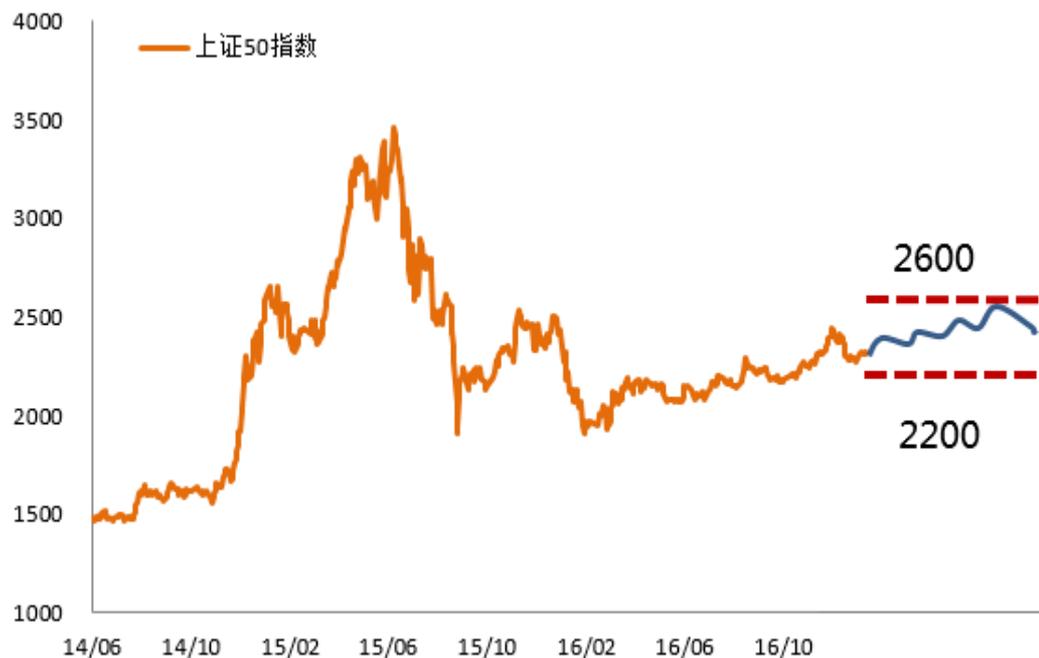
2) 国企改革，一带一路相关概念将成为炒作主题，目标的均为指数权重股。

### ✓ 操作策略：

预计下半年沪深300指数运行区间为[3100,3700]，呈前高后低格局，第一第二季度安全性较高；

### ✓ 风险因素：

房地产受冻导致经济继续下滑；美元持续强势，资本外流。



### ✓ 基本逻辑：

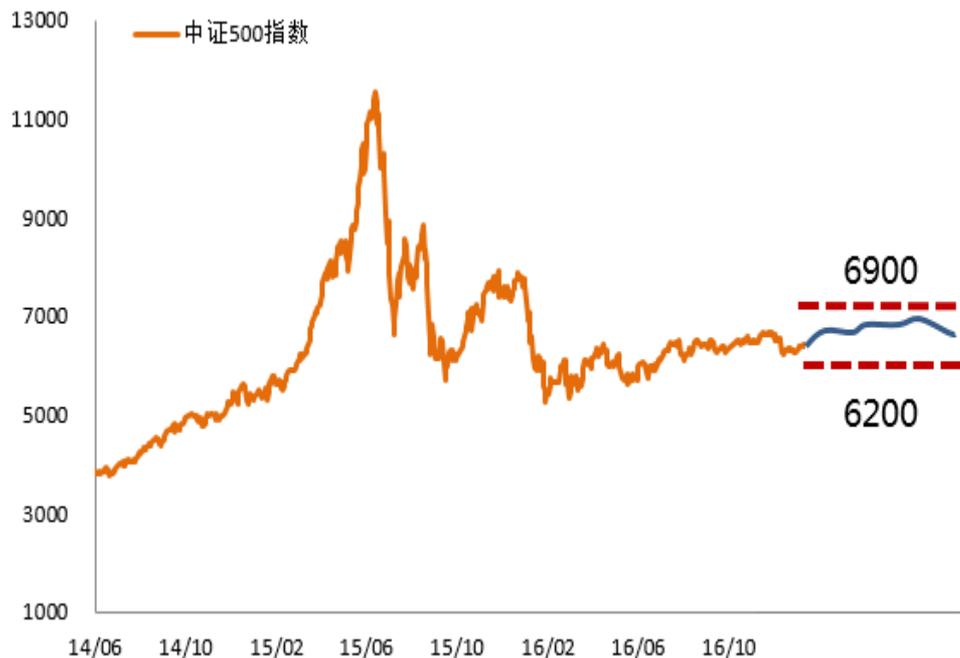
1) 高股息率、低市盈率的银行股占上证50指数板块较大权重，将成为中长期资金配置标的。

### ✓ 操作策略：

预计下半年上证50指数运行区间为[2200,2600]，区间震荡；

### ✓ 风险因素：

经济“L”形探底，全球市场风险加大。



### ✓ 基本逻辑：

1) 盈利由周期性行业向下传导，且成长板块盈利已出现回升、利于支撑提升其估值、股价；

2) 在风险偏好增加的情况下，中小板指将出现加好投资机会；

### ✓ 操作策略：

预计下半年中证500指数运行区间为 [6200,6900]，呈震荡走高格局，下半年逢低做多安全性较高；

### ✓ 风险因素：

大股东减持套现，监管政策从严。

**本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。**

**本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。**

# Thank you!



## 兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼 邮编：200120

邮箱：prefix@cifutures.com.cn

网址：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo, 315040, China

Tel:400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386