

## 2017 宏观判断及投资策略：从黑天鹅湖中寻找白天鹅

2017 年全球政经面临的不确定因素特别多，有人形容之为黑天鹅湖，面对如此巨大的不确定性，寻找白天鹅将是一项困难艰巨的工作！

### ■ 全球经济：密切关注特朗普新政效应

明年全球经济大概率处于弱复苏格局，全球经济增长 3.3%左右。世界政经最大的不确定性来自于特朗普新政效应和去全球化势力的崛起程度。特朗普在减税、基建、贸易和移民等方面的新政落实的折扣度，必然会对中国的汇率、贸易和通胀等方面产生巨大影响。美国整体国策向内的转变，加上明年德法荷意换届的不确定性（民粹和退欧势力上台的可能性），迫使各国尤其新兴市场国家必须调整自己的政策（更多属于从属应对型），去全球化有可能成为中长期趋势。贸易保护、贸易壁垒和军事对抗将会是 2017 年的主旋律词。

### ■ 中国经济：6.5%？

6.5%的经济增长速度是基于党的十八大会议（2012.11）提出的 2020 年全面建成小康社会的远景目标，即实现国内生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番，而倒推出来的增长率下限。

中国经济需要一个较快的和稳定的增速，并在发展中解决问题；更快的增长速度，各方面的压力也更大；而经济过缓将带来失速的风险，更会造成严重的后果。所以，保增长稳增长仍是明年宏观经济的目标，总体上 6.5%左右的经济增速可期。

2017 年，我们不仅要对抗人口老龄化、产业结构变化等一般经济规律的下

行影响，还要面对外需下降（贸易保护主义的抬头）、地产投资下滑（新一轮地产调控）、消费增长也难有作为（可支配收入增长率的下滑）等因素。面对如此多的不确定因素，做为对冲措施的基础设施投资（水利、交通等）也面临财政赤字的约束。明年政府加杠杆，鼓励居民加杠杆消费（地产除外），通过债转股和资产证券化等去企业杠杆，去地产库存。明年经济总体亮点不多，更多表现为稳（防风险）。核心关键词将是：一带一路走出去、基础设施建设、PPP、刺激消费。

#### ■ 货币和财政政策：约束多，空间小

货币政策稳健中性，面临的约束条件比较多，防风险和去杠杆，保汇率和预防输入性通胀，美国加息等因素都制约货币的宽松。明年货币政策整体中性，相对于前两年偏紧。货币政策的中心是保汇率和稳经济，央行的独立性下降，金融领域的市场化停滞，货币政策越来越多服从于高层意志。资金面锁短放长，更多采取“定向滴灌”的方式保证资金流入稳经济项目。整体上不要对货币宽松抱太高期望，货币政策更多体现为结构性，货币政策整体沦为从属应付型调控工具。

受美联储加息周期开启的影响，利率失去下行的弹性，受PPI、CPI上行的影响，利率会有向上的压力。

汇率将继续承受贬值压力，但总体可控。明年全年人民币兑美元将有3-5%的贬值空间。

财政政策偏积极，充当稳经济的主抓手。赤字率有望进一步提高，但边际空间越来越小，配合PPP等财政支出向基础建设领域倾斜，地方政府债务置换仍任重道远。

## ■ 改革：供给侧和国企改革是主角

稳中有进，进主要指供给侧和国企改革。17年是供给侧和国企改革的深化年。高层给出了明确的目标和路径，混改基金已经成立，债转股和资产证券化会大力推进。关于国企做大的目标分歧和争论已经消除。重点在央企以及上海、广东等区域。货币和财政相关政策也会围绕这一核心目标做出努力。这一目标的实施和推进对中国的将来必将产生深远的影响。

## ■ 资本市场：变化和困局

关注资本市场几个重要变化的影响，一是机构化趋势的提速，明年养老金入市，机构投资者的投理念和策略必然对市场产生比较大的影响；二是量化和对冲产品等被动投资产品的比重上升，也会对市场产生深远影响；三是新股发行速度对市场估值的影响；四是监管强化对市场盈利模式的冲击。资本市场会越来越服从于大局，作为有形的手的国家队何去何从仍无预期，市场化改革停滞，这三个因素将是影响市场长远健康发展的重要变量。

## ■ 投资策略：寻找白天鹅

2017年市场仍以结构性机会为主。不确定性多，主题也多，整体机会多于16年，指数收益率不会太高。面对如此多的不确定性，寻找主题交集会提高确定性的概率。一条主线是国企改革、稳经济、军工（地缘紧张）和一带一路。重点是央企中的相关板块，其中很多不仅有估值优势，而且流动性好（机构进出容易），催化剂多，最重要的是隐含了一部分国家信用（高层喜欢）。二是内需方面的大消费，核心指标看估值和成长。三是科学技术变迁和产业升级带来的机会，比如5G、OLED、人工智能、生物制药等。可能的投资机会还包括油价上涨带

来通胀主题、军工、PPP 和去产能过渡带来的中游业绩复苏等。

■ 风险因素：必须重视的因素

未雨绸缪和可能的重大风险考量对投资者而言是必须的。首先要考虑的肯定是特朗普新政超预期的负面影响，贸易保护、地缘政治军事紧张和汇率贬值超预期的可能性是存在的。二是欧洲内部民粹和去全球化力量的上台带来的冲击。其次是地产调控和供给侧改革超预期对经济下行和波动带来的冲击。最重要的是我们所做的一切是否会产生越来越多逆市场化的力量，从而形成越来越一致化的预期，这种预期一旦形成，将很难逆转。总之，明年投资不仅要拿着显微镜看企业，同时也要拿着望远镜看看天空和远方。

祝大家 2017 投资顺利！

深圳市智诚海威资产管理有限公司

2016 年岁末