

寻找预期差

2017年富国基金投资及产品策略

2017-01

摘要

2016，以股市熔断开始，以债市暴跌收尾，市场风风雨雨、大起大落，而整体上看，2016宏观环境却是“小确幸”，我们看到“最美的经济”，我们收到“最宽的信贷”，2017宏观似乎并不乐观，地产限购调控，定调稳健中性的货币政策，都提醒着我们蜜月期已过。

2017年，宏观环境整体比2016年要冷，但后杠杆时代，微观结构变化带来的预期差将成为2017年主要的投资线索。整体看来，我们认为通胀预期高，但实际未必高，实体经济预期差，但实际未必差，流动性预期紧，但实际未必紧，三大预期差下，2017年A股市场将是一个中枢震荡上移的走势，个股分化，强者恒强将成为主要市场特征，尤其2017年是十九大的重要时间窗口，在行业配置上，我们认为首选预期差下风险偏好修复受益的改革主题，其次，选择受益于行业微观结构改变的龙头企业，盈利是核心，回归基本面是重要投资线索。



目录

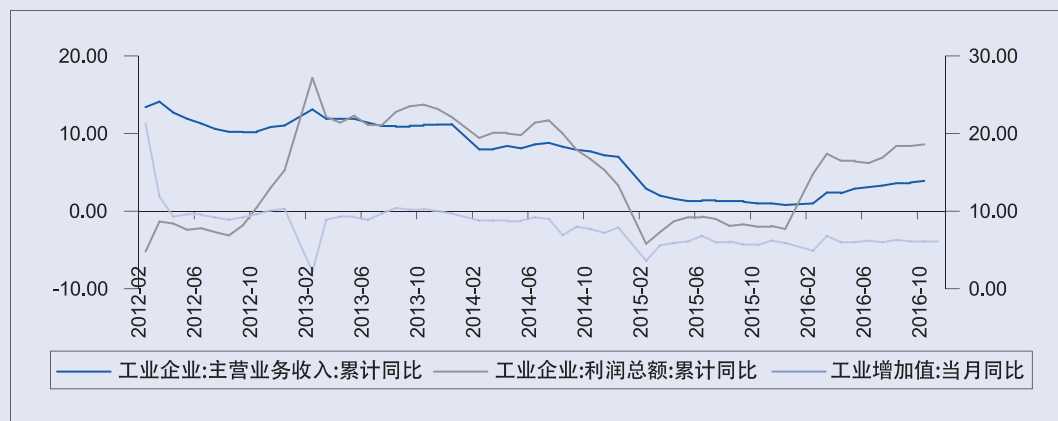
一、宏观环境展望：结束小确幸，开启新纪元.....	2
1、实体经济：地产退、消费难、财政困，维系弱增长压力加大.....	2
2、流动性：货币政策内忧外患，“锁短放长”求稳不乱.....	4
二、A股投资策略展望：寻找预期差.....	6
1、通胀预期高，实际未必高.....	6
2、经济预期差，实际未必差.....	8
3、流动性预期紧，微观未必紧.....	12
三、行业配置展望：抓大放小求变革.....	15
1、医药：看好行业增速“拐点”，供给侧改革再发力.....	15
2、国企改革.....	13
3、军工：大国博弈加剧，军工改革带来核心投资价值.....	14
四、固定收益投资展望：利率债等待时机，信用债防范风险.....	24
1、不利因素尚未完全化解.....	24
2、有利因素逐步显现.....	29
3、投资策略.....	32

一、宏观环境展望：结束小确幸，开启新纪元

2016，以股市熔断开始，以债市暴跌收尾，市场风风雨雨、大起大落，而整体上看，2016宏观环境却是“小确幸”，我们看到“最美的经济”——工业企业利润同比增速全面转正，达到2014年水平；工业企业收入增速回升至接近4%，明显超越2015年1.5%的水平；工业增加值当月同比增速站稳6%，我们收到“最宽的信贷”——在四季度之前，调控主基调仍然是加杠杆，尤其一季度社会融资井喷，预计全年包括政府债务等在内的广义社会融资占GDP的比重高达32%，仅次于09年4万亿大规模刺激时的水平。

2017，怎么走？房地产调控后，“最美的经济”能否维持？“最宽的信贷”是否改变？

图1：2016年工业企业利润增速明显恢复

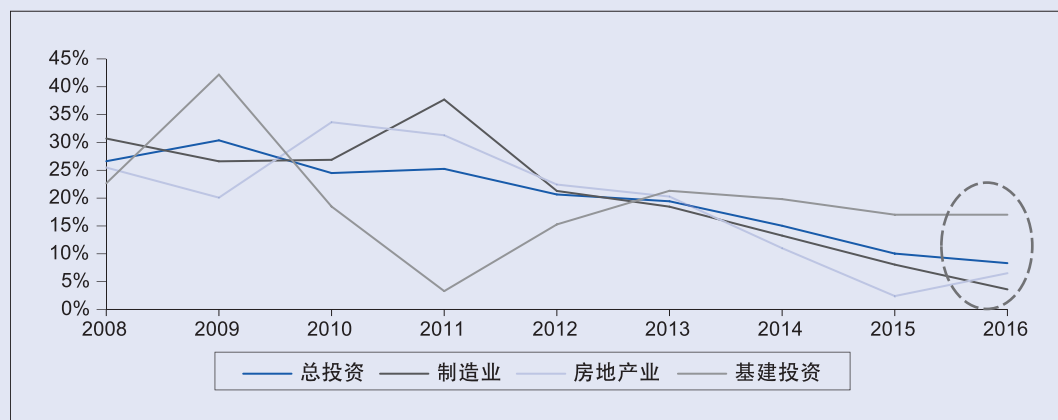


数据来源：Wind, 富国基金

1、实体经济：地产退、消费难、财政困，维系弱增长压力加大 投资：基建托底，财政积极，但空间不大

回顾2016年，房地产投资是宏观“小确幸”的功臣，而基建投资基本持平，制造业投资仍在继续下滑。

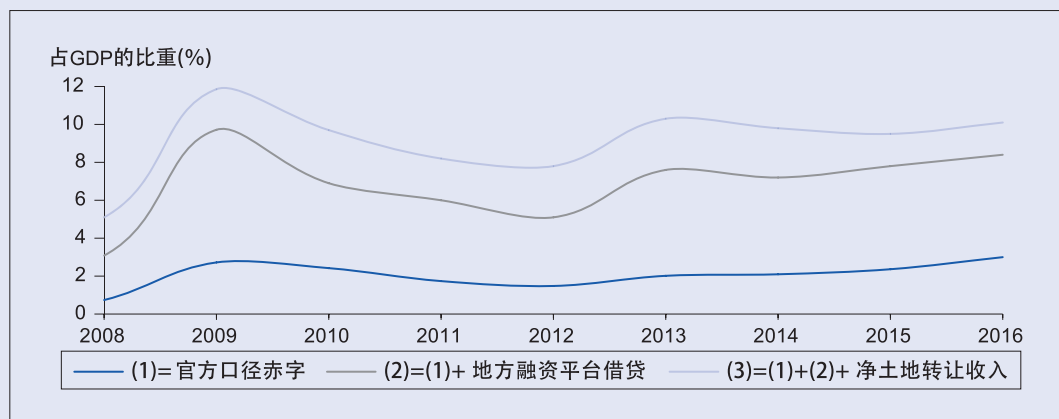
图2：房地产投资是宏观“小确幸”的功臣



数据来源：Wind, 富国基金

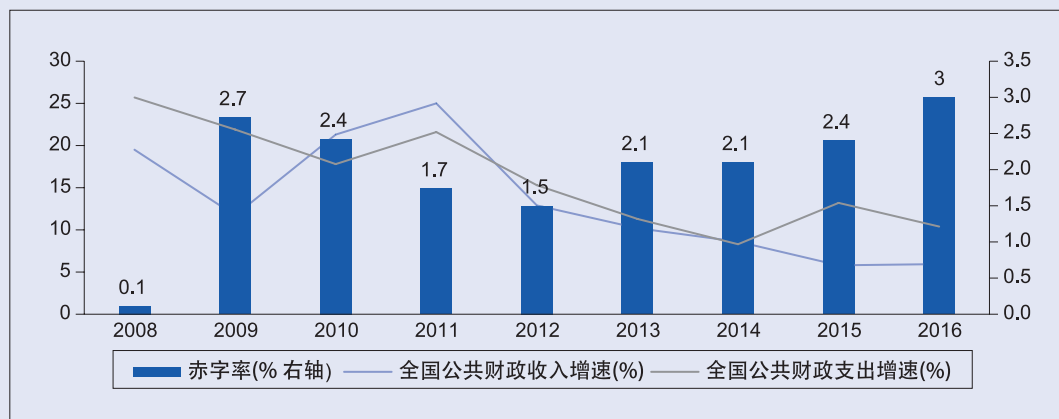
2017 年投资增速首先面对的就是“地产挖坑，财政填坑”的选择，房地产投资 2017 年下滑是大概率事件，基建投资看财政。但财政是否负担得起，虽然中央经济工作会议已经对 2017 年的财政政策定调积极，财政赤字率也进一步上调至 4%，但是财政收入端捉襟见肘的压力已经存在，广义财政赤字率的实际水平也已接近 10%，是 09 年以来最高水平，考虑到地产调控影响地产销量同时也会降低财政税收收入，此外，土地转让收入预计下跌，上游产业价格改善回落也会影响财政收入，因此 2017 年虽是积极财政政策，但加码幅度和力度很难有大幅提升。

图 3：财政政策加码力度很难有大幅提升



数据来源：Wind, 富国基金

图 4：财政支出缺口日益扩大



数据来源：wind, 截至 2016-12-31

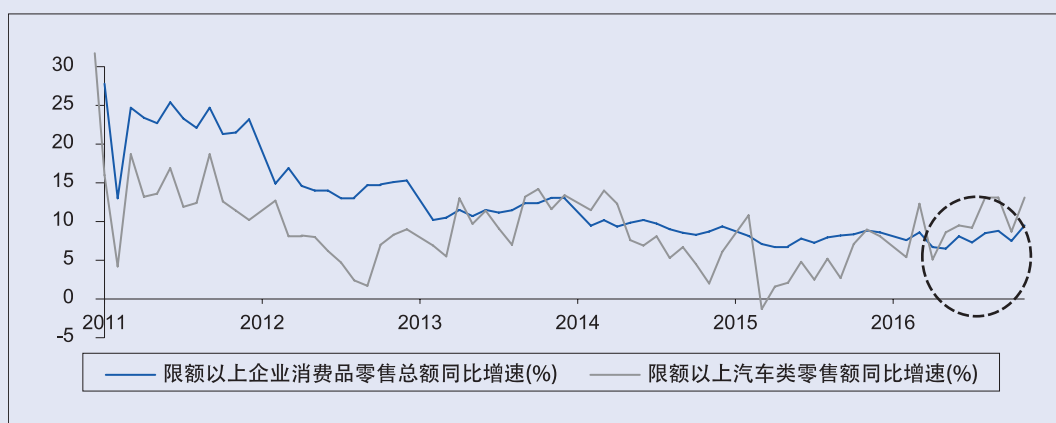
制造业投资持续下滑，底部企稳；制约制造业投资增长的因素逐步减弱，1）工业企业产成品库存低位企稳；工业部门去产能取得实质进展，工业品价格超预期上涨。2）工业企业利润改善，基本面好转支持企业投资扩张。此外营改增等政策逐步减轻企业税负，以及政府通过《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》，有助于改善制造业投资，预计 2017 年制造业投资增速为 4%。（中信预测）

展望 2017 年，我们预计制造业将底部企稳，呈现积极变化，而房地产投资将再次回调；财政支出增长乏力令基建投资后继乏力，因而仅靠制造业投资反弹和基建投资难以支撑投资持续改善，预计 2017 年固定资产投资增长 6.7%。（中信预测）

消费：车辆购置税及高基数影响下汽车销量可能下滑

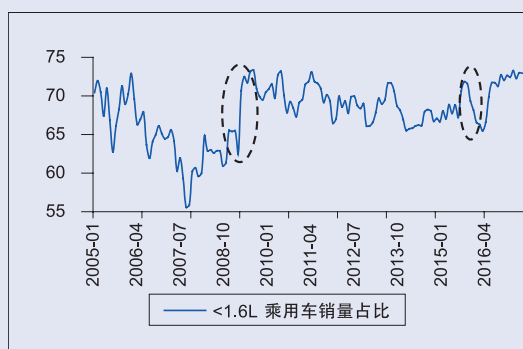
拆解 2016 年消费数据，发现消费小幅回升全靠汽车，2015 年 10 月实施的汽车购置税减半政策，刺激了汽车销售的快速增长。但第四季度由于高基数效应以及 2017 年购置税减半改为 7.5%，预计 2017 年汽车销售进一步回落，社会消费品零售总额增速在 10% 左右。

图 5：受汽车销售的影响，限额以上企业消费品零售额增速上升



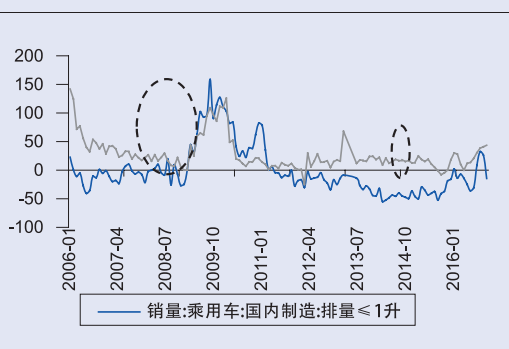
数据来源：wind, 2010.05-2015.11

图 6：1.6L 以下乘用车占乘用车总销量比



数据来自：wind, 截至 2016-12-31

图 7：1.6L 以下乘用车销量累计同比增速



数据来自：wind, 截至 2016-12-31

2、流动性：货币政策内忧外患，“锁短放长”求稳不乱

实体经济“小确幸”的背后是中国经济整体杠杆率的继续上升。整体来看，预计信贷政策将从今年的非常宽松转变为明年的相对宽松。今年 1 季度社会融资井喷，预计全年包括政府债务等在内的广义社会融资占 GDP 的比重高达 32%，仅次于 09 年 4 万亿大规模刺激时的水平，资金脱实入虚，一二线城市房地产价格暴涨，金融加杠杆明显。但是考虑到广义

财政的扩张，信贷政策很难收紧，预计广义信贷仍将维持一定的水平，但增长速度可能明显下降。我们预计社融的增速可能在 11.5% 左右，全年社融规模在 19 万亿，比今年的 17.1 万亿略有增长。

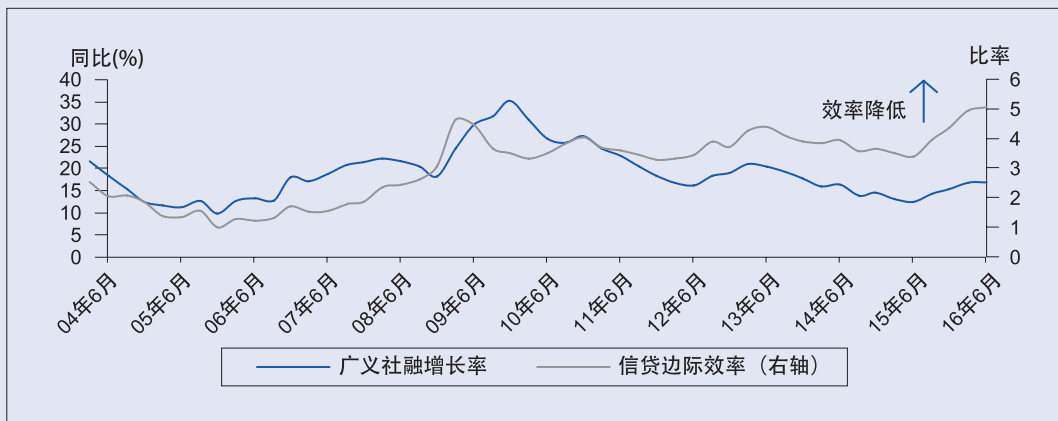
2016 年四季度，央行逐步开展了“锁短放长”的操作策略，即从量上来看，央行着意维持资金面平稳，从价上来看，央行向市场投放的流动性的综合资金成本已被抬升，市场已经越来越难借到便宜的钱，货币市场资金面呈现出量上充裕价上高企的特点。

2017 年是否面临流动性的转向，我们从三个角度考虑：

1) 宽松的货币政策有哪些负面效应？

首先，国内来看，总需求萎缩。例如总需求里面消费的萎缩，是由于贫富差距分化造成的，而贫富差距之所以在今年进一步扩大，就是因为利率太低，资金太便宜，富人利用宽松的货币环境，取得了更多资金才更富裕了，穷人没有这个能力，所以消费需求起不来和宽松政策也有关系，甚至投资需求起不来和宽松政策有关系，也有人说旧的企业就是利用便宜的资金维持运转就是不倒闭，所以就没有取得过投资。内部期限错配下，债市杠杆高企，资产价格泡沫催生不断，脱虚入实低于预期；

图 8：货币宽松的有效性在显著下降



数据来源：Wind, 富国基金

其次，房价飙升、物价上涨，通胀风险上升，如果经济不能持续复苏，那么滞胀风险大幅增加。

2) 人民币贬值压力能否支撑继续宽松的货币政策？

明年稳汇率，也难以放松货币政策。中央经济工作会议提出，人民币汇率要在合理均衡水平上保持基本稳定。我们判断这句话的含义可能预示着，明年人民币对美元名义汇率不能像今年这么大幅贬值了，也意味央行需要加大干预力度，外占会下降，货币条件收紧。在美元明年继续走强的情况下，人民币汇率的管控难度加大，在利率方面，央行会将政策利率保持在较高水平，甚至可能提升公开市场操作利率，缓解人民币对美元的贬值压力。

3) 央行现在的重点是什么？

金融系统的不稳定性大幅上升，12月中央经济工作会议提出从稳增长到防风险的指导思想，政策态度已经比较明确，

- 周小川行长在10月6日的G20第四次会议上表示中国也会对信贷增长有所控制。
- 10月10日，国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，称要强化国有企业降杠杆的考核机制并明确企业降杠杆的主体责任。
- MPA考核框架考虑将理财产品纳入广义信贷的考核办法，此举若实施，则可能限制目前扩张速度较大的中小银行。
- 央行三季度货币政策报告：在保持流动性合理充裕的同时注重抑制资产泡沫和防止经济金融风险，货币政策中性但边际趋紧，下阶段做好“主动调结构、主动去杠杆、主动防泡沫”。
- 种种迹象表明当前政策的基本思路应该还是用积极财政政策托经济、谨慎货币信贷政策加宏观审慎政策控风险。

二、A股投资策略展望：寻找预期差

最美的经济，最宽的信贷，带来2016年最震荡的市场。2017年，宏观环境整体比2016年要冷，但后杠杆时代，微观结构变化带来的预期差将成为2017年主要的投资线索。整体看来，我们认为通胀预期高，但实际未必高，实体经济预期差，但实际未必差，流动性预期紧，但实际未必紧，三大预期差下，2017年A股市场将是一个中枢震荡上移的走势，个股分化，强者恒强将成为主要市场特征。

1、通胀预期高，实际未必高

通胀预期高来源一：PPI向CPI传导？

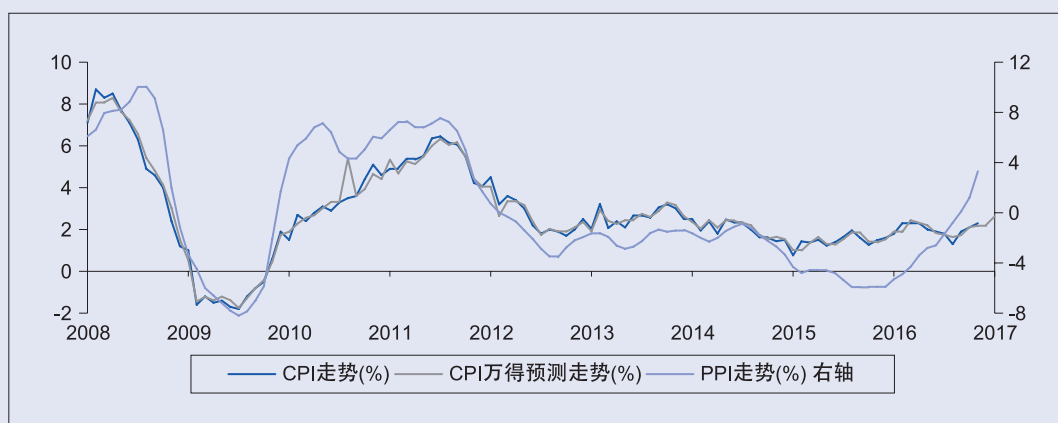
CPI中权重占比达60%的部分与PPI并无直接联系，只有工业制成品价格与PPI存在理论上的联系。在CPI四个大类中，衡量工业品价格的PPI对CPI中的食品、租赁房房租和其他服务三个大类均没有明显的传导逻辑，实际数据也显示PPI与CPI中上述三项并无明显的相关性。而这三个大类在CPI中的权重占到60%，也就是说，理论上，PPI只与CPI中权重为40%的工业制成品价格之间具有一定的联系，这意味着PPI传导到CPI的程度较弱。

在CPI工业制成品大类中，波动最大、PPI传导效应最强的“交通工具用燃料”分项，与PPI基本同步或略领先一个月。我国目前实施的成品油定价模式直接将汽油、柴油等交通工具用燃料价格绑定国际市场原油价格，调整周期和幅度的规定导致成品油价格基本同步或滞后国际原油价格1个月左右；而石油和天然气开采作为PPI波动的主要驱动因素，稳定

滞后国际原油价格 1 个月左右，这意味着 CPI 中“交通工具与燃料”分项基本同步或略领先 PPI 一个月左右。由于在 CPI 各子项目中波动最大，“交通工具用燃料”虽占比不大，但成为导致 CPI 与 PPI 基本同步的主要原因之一。此外，CPI 中包含的“水电燃料”项同样与 PPI 基本同步，这两项合计权重占到 CPI 工业制成品的 21% 以上。

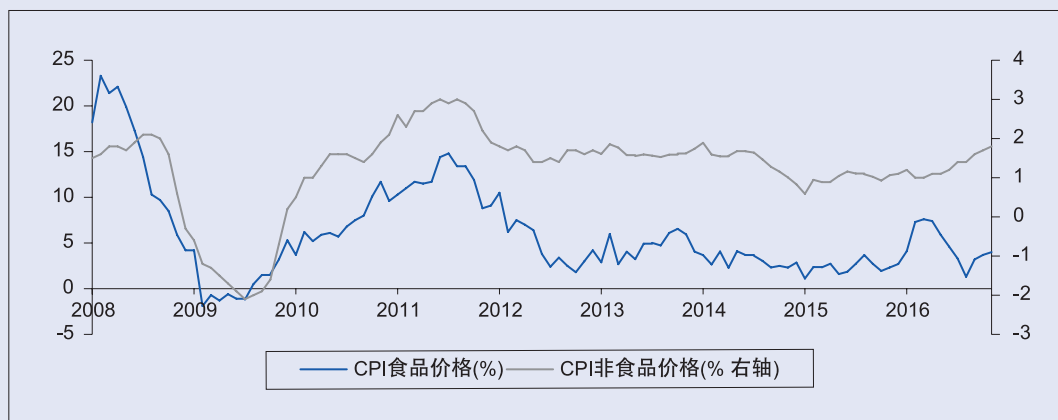
工业制成品中权重最大的衣着类消费，CPI 与 PPI 走势几乎无关。衣着类消费在工业制成品中占比约 24%，而由于衣着类贸易链条较长，流转环节较多，其零售价格中出厂价格占比极低，零售端价格更多受终端需求的影响，与出厂价格之间几乎无关，PPI 向 CPI 传导的程度进一步弱化。

图 9: CPI、PPI 走势



数据来源: wind, 截至 2016-12-31

图 10: CPI 食品价格与非食品价格走势



数据来源: wind, 截至 2016-12-31

通胀预期高来源二：冻产协议达成，油价飙升？

首先，从历史上看，并不是每次限产都被严格执行；其次，与以往最大的不同：页岩油潜在复产，带来供给压力。美国原油产量占全世界比重由 8% 提升至近 13%，其中页岩油占比过

半，成为重要的供给端因素。目前页岩油成本趋于下降，而油价-投资-产出的传导速度似乎越来越快。因此油价一旦超过页岩油 60 美元/桶左右的盈亏平衡点，页岩油的供给就将对油价上涨形成阻力。因此，油价虽有上涨，但幅度能有多大，仍有不确定性。

表格 1：历次冻产协议后的表现

时间	限产状态	结果
82-85 年	失败的减产保价	82 年 3 月 OPEC 首次达成减产协议。但由于非 OPEC 国家趁机增产，OPEC 的市场份额和油价双双下跌
86-04 年	增产保份额中的激烈博弈	86-93 年，欧佩克转而实施增产保额的“价格战”策略，内部博弈激烈，限产协议的执行常常大打折扣，油价也低位震荡。93-97 年冻产协议期间，由于其它国家供给受限，油价温和回升
05 年至今	从不再限产到页岩油冲击	05-13 年，随着中国高速增长带来的大量需求，油价飙升，限产保价渐无必要，原油市场维持适度紧张状态。但 13 年以来，页岩油革命带来了 80 年代以来第一次大规模的正向供给冲击，OPEC 再次面临考验。

数据来源：Wind, 富国基金

各国财政状况不佳，严格减产动力不足。15 年以来油价暴跌，OPEC 成员国的石油收入大幅缩减。沙特石油出口贸易收入 15 年相比 14 年下滑了 46%，各大成员国的赤字率也在恶化，是 2000 年以来的最差情况。因而各成员国是否会严格遵守减产协议、而不偷偷增产，也需谨慎看待。

此外，全球需求尚不强劲，也难支撑油价高涨。未来美国特朗普基建计划的推行将是一个渐进的过程，而中国 17 年面临经济下行的压力，油价上涨已不具备 05-08 年期间大规模需求的基础支撑。且美国商业原油库存处于 4.8 亿桶的历史高位，也将部分削弱减产带来的供需紧张。

通胀预期高来源三：农产品供给侧改革推升粮食价格？

2016 年底的中央经济工作会议提出农产品供给侧改革使得投资者对于农产品价格 2017 年复制工业原材料价格的预期一飞冲天。但我们认为，去库存下的玉米价格：上涨幅度或较有限。首先，农产品的去库存，去的是库存在高位的品种，供给现状不支持大幅涨价。其次，大幅涨价和波动有违国家对粮食生产稳定的要求。再次，政府手握充裕的粮食储备，也有能力将价格控制在合理范围内。最后，国外供给面维持宽松，价格仍将低位，而国内粮食价格整体高于国外，难以大幅上涨。

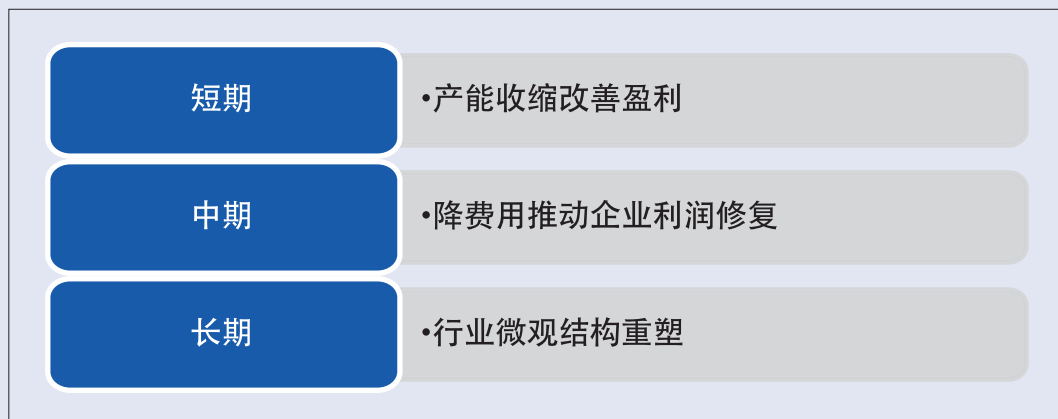
2、经济预期差，实际未必差

10 月以来国内房地产调控措施加强，宏观调控也从稳增长转向防风险，市场担忧转这可能

对实体经济运行造成负面影响。但 2016 年 12 月 27 日，国家统计局发布：2016 年 1-11 月全国规模以上工业企业实现利润同比增长 9.4%，比 1-10 月加快 0.8 个百分点。11 月当月实现利润同比增长 14.5%，比 10 月加快 4.7 个百分点。利润累计增速创下年内新高，远超预期。我们认为，2016 年中国实体经济的恢复有收入端，也有成本端的推动，有外因及房地产投资的拉动，也有供给侧改革带来的产能收缩，甚至竞争格局的改变，而不是单纯只靠地产的推动，所以，房地产调控政策对经济虽有影响，但我们也要看到实体经济自身力量的改变，而这一变化是有一定惯性的，是一定程度可以持续的。

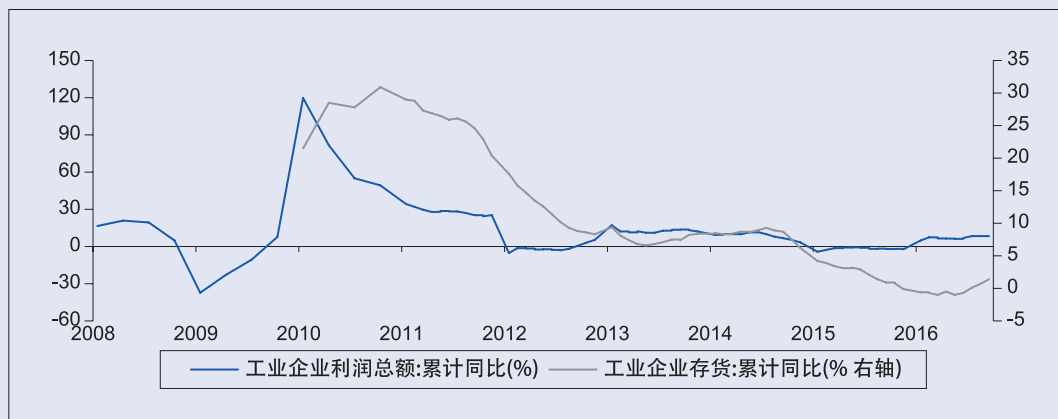
经济仍有自我修复的动力，供给侧改革首先带来了产能收缩，这是短期动力，而中期层面，财务费用与利息支出项将继续释放企业盈利，长期层面供给侧改革下，产能收缩的同时也带来了行业微观结构的调整，我们看到了更多行业市场集中的提高，竞争格局的重塑，落实到尤其是上市公司的微观层面都是未来超预期的因素。

图 11：经济预期差，实际未必差



数据来源：Wind, 富国基金

图 12：利润明显改善，产成品库存低位企稳

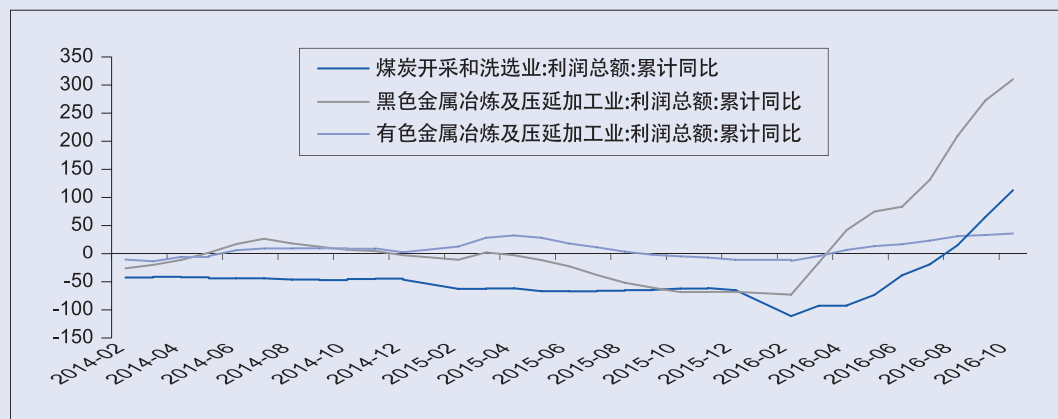


数据来源：wind, 截至 2016-12-31

2.1 短期：供给端去产能带动企业盈利反弹

从 2016 年的情况来看，钢铁、煤炭等上游资源品去产能推进的力度很大。为了实现预定的目标，政府动用了一些行政化的手段，对一些中小企业实行强制关停，造成行业产能快速下滑。叠加运输能力短期不足以及极端天气的影响，煤炭甚至一度出现供不应求的局面，价格随之飙升并带动行业盈利能力明显反弹。

图 13：钢铁、煤炭、有色企业利润明显改善



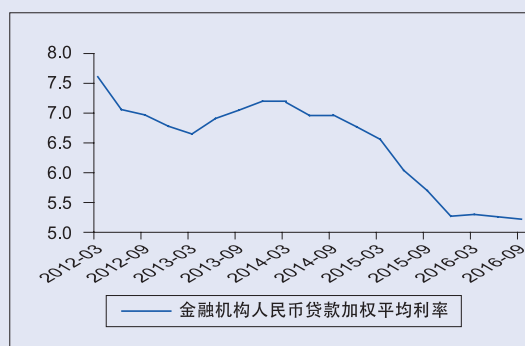
数据来源：Wind, 富国基金

根据近期召开的中央经济工作会议，2017 年我国将继续推进钢铁、煤炭行业去产能，并可能逐步推广至有色和农业领域。因此，我们预计 2017 年将有更多行业受益于供给收缩带来的利润反弹。

2.2 中期：降费用推动企业利润修复

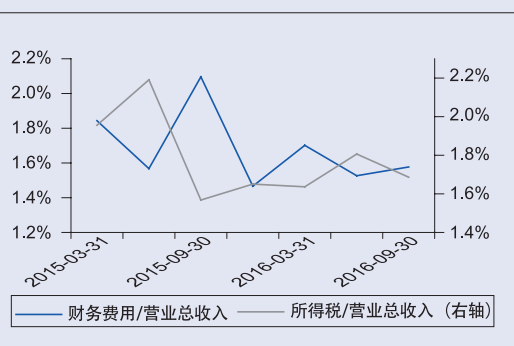
融资难、税负重一直是制约我国企业发展的重要因素，同时也是供给侧改革降成本的重要内容。近年来，在较为宽松的货币环境和营改增等制度安排下，融资难、税负重得到了一定程度的缓解。以融资环境为例，2016 年 3 季度商业银行人民币贷款加权平均利率为 5.22%，为 09 年 4 季度以来的最低水平。随着融资成本、税负负担的下降，上市公司的利润水平已经开始修复。我们预计营商环境将持续改善，对明年企业盈利构成利好。

图 14：金融机构人民币贷款利率持续下降



数据来源：wind，截至 2016-12-31

图 15：财务费用、所得税占比下降



数据来源：wind，截至 2016-12-31

2.3 长期：行业微观结构重塑

行业微观结构重塑，我们首先看到的是越来越多行业的集中度在显著提升，这广泛的发生在中游行业，下游消费行业如医药等。

表格 2：水泥行业集中度逐年提升

	2012	2013	2014	2015
CR8（营收）	47.45	48.59	50.56	52.65（冀东金隅合并后）

表格 3：重型机械行业集中度逐年提升

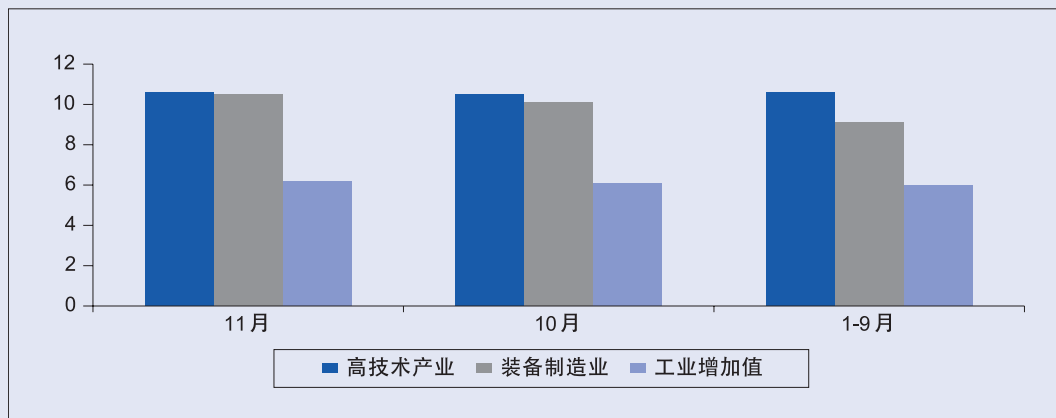
	2012	2013	2014	2015
CR8（营收）	33.21	32.30	33.95	42.65

表格 4：挖掘机行业集中度逐年提高

	2012	2013	2014	2015
CR4（销量）	29.36	38.67	41.75	45.16

此外，新型供给的出现不容忽视。高技术产业、装备制造业等新型供给，则因其科技含量较高，在供给扩大的过程中，有大量的需求与之对接。近年来，在政府鼓励创新的诸多政策支持下，高技术产业、装备制造业增速已经开始明显提升。而随着这些产业的壮大，新型供给的占比将逐步扩大，有利于企业盈利的提升。

图 16：高技术产业、装备制造业增长快于工业增加值



数据来源：国家统计局，截至 2016/11

表格 5：近期高技术产业、装备制造业重要事件一览

时间	主要事件
2016/10/18	2016 首届量子信息产业发展高峰论坛在 10 月 18 日召开。
2016/10/19	由工信部指导的中国区块链技术和产业发展论坛成立大会暨首届开发者大会正式召开，会议发布了《中国区块链技术和应用发展白皮书》。
2016/10/21	科技部举行新闻发布会，介绍专业化众创空间建设情况，公布智能制造、轨道交通、生物医药等领域认定的首批十七家示范性国家专业化众创空间。
2016/10/25	长江流域智能制造与机器人产业联盟 10 月 25 日在上海成立。
2016/10/26	国家制造业创新中心专家组日前召开会议，对国家 3D 打印创新中心建设方案进行专家论证。
2016/10/26	广东正式启动建设珠江三角洲国家大数据综合试验区，这是全国首批确定的跨区域类大数据综合试验区。
2016/10/27	发改委印发《近期推进通航业发展的重点任务》通知，旨在加快提升通用航空服务保障能力，促进产业转型升级。
2016/11/2	中国航天科技集团宣布我国首个北斗全球“厘米级”定位系统建设工作全面启动，该系统命名为“夔龙系统”，分别提供“亚米级、亚分米级、厘米级、航空安全级”服务。
2016/11/16	央行招聘数字货币研发人员，区块链“落地”或加速。除银行外，目前蚂蚁金服、宜信、网信集团、点融网等多家互金平台也纷纷布局区块链技术。
2016/11/18	工信部：深入推进“宽带中国”战略，积极部署全光网，加快 4G 发展，推动部署窄带物联网、5G 等泛在信息基础设施。
2016/12/5	能源局印发《生物质能发展“十三五”规划》，规划指出，到 2020 年，生物质能基本实现商业化和规模化利用，生物质能年利用量约 5800 万吨标准煤。
2016/12/7	工信部在全球智能制造大会上发布了《智能制造发展规划（2016-2020 年）》。2025 年前，推进智能制造实施两步走战略：第一步，到 2020 年，传统制造业重点领域基本实现数字化制造；第二步，到 2025 年，智能制造支撑体系基本建立，重点产业初步实现智能转型。

数据来源：根据公开资料整理

3、流动性预期紧，微观未必紧

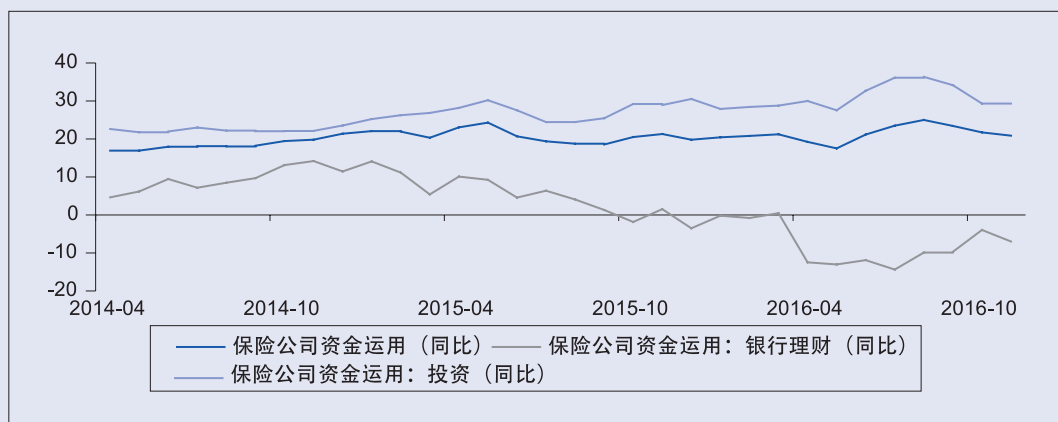
2017 年，在人民币贬值压力与国内通胀预期的制约下，央行的货币政策大概率将保持中性，大幅释放流动性的可能性较低。然而，就 A 股市场而言，仍然存在诸多有利因素，能吸引新增资金流入，有利于市场中枢的上移。

3.1 保险资产配置压力较大，举牌动力上升

近年来，随着我国利率市场化进程的加快以及余额宝等互联网金融的兴起，越来越多的投资者不再满足银行的固定存款利息，开始转向购买理财产品增厚收益。而同时，金融机构在市场竞争的压力下，有强大的激励推出预期收益更高的理财产品，以达到吸引投资者、扩大规模的目的。截至今年上半年，我国资产管理行业规模已接近 95 万亿。

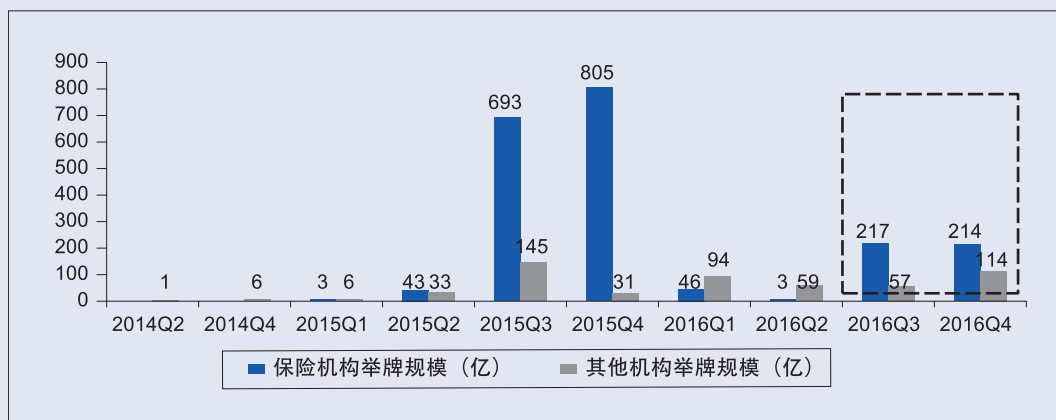
在银行、信托、公募基金、券商、保险、私募基金与期货中，保险的资金成本相对较高，且扩张速度较快。而其在 11 年大量购买的协议存款、12-13 年大量参与的债权计划等高收益产品都即将到期，再配置压力很大。在目前 A 股市场整体估值较为合理，且部分上市公司分红率较高的背景下，险资举牌上市公司的动力越来越大。

图 17：保险理财规模快速扩张



数据来源：wind，截至 2016/11

图 18：保险资金举牌明显加速



数据来源：广发证券《追随险资“举牌风”——基于险资“举牌”的投资机会挖掘》，2016Q4截至2016/11/22

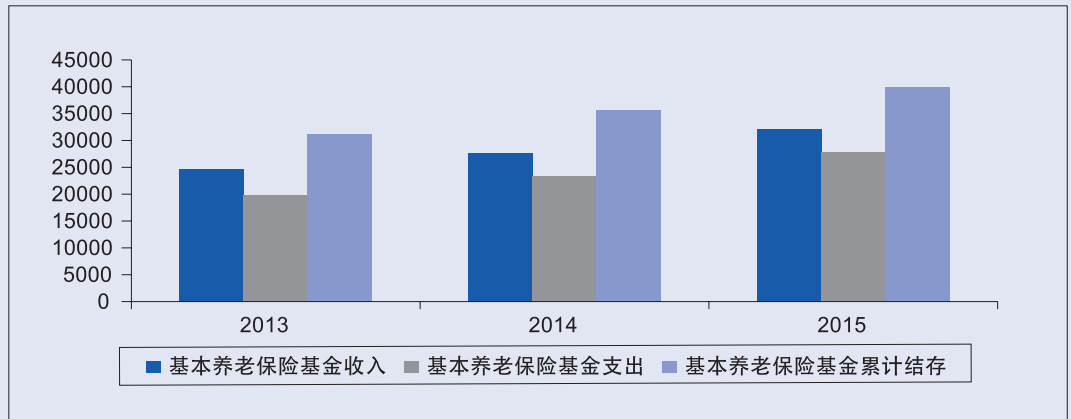
3.2 养老金即将入市，带来增量资金

2016年12月6日，社保基金会发布公告称，根据《基本养老保险基金投资管理办法》和社保基金会相关评审规定，本着公平、公正、公开的原则，经过严格的评审程序，评出21家基本养老保险基金证券投资管理机构，包括14家基金管理公司、6家保险资产管理机构及1家券商。管理机构的正式选定，标志着养老金入市的所有准备工作均已完成。

根据我国基本养老基金累计结余（2015年底为39937亿）以及日常备付金额计算，我们预计可供运营管理的养老资金约为2万亿。按照初始投资A股比例15%计算，预计初始养老金入市规模约为3000亿元，约占当前A股流通市值的0.77%。新增资金本身，以及其对市场信心的提振，将有助于市场中枢上移。

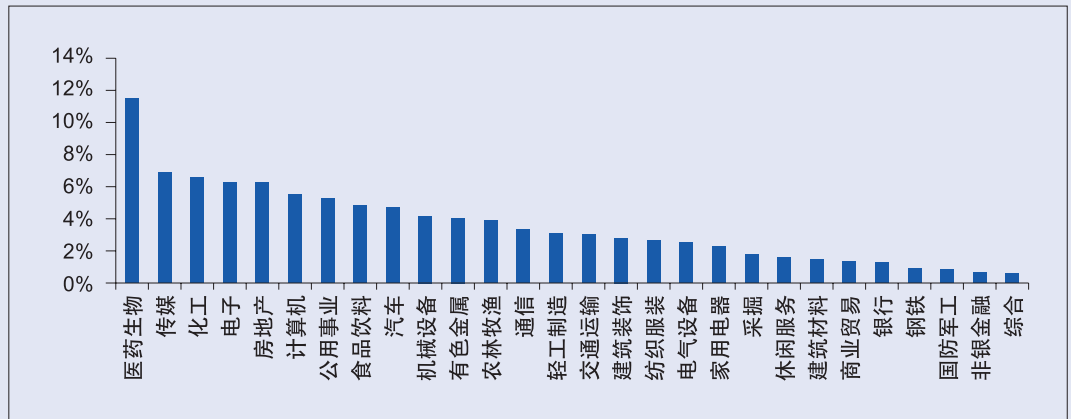
从投资风格来看，养老金应该会与社保基金相类似。从2012年以来社保基金各行业配置比重看，社保基金偏好的行业包括：医药、传媒、化工、电子、房地产、计算机、食品饮料、建筑、汽车等。从社保基金个股选择偏好看，持仓占比较高的个股特征为流通市值高、盈利能力较强、估值较低、防御属性强，即多为大盘股、低估值蓝筹股、行业龙头股。因此，养老金入市将特别有利于医药、传媒和化工中的龙头企业。

图 19：2015 年年底基本养老保险基金结余约为 39937 亿



数据来源：数据来源：Wind，截至 2015 年年底

图 20：2016 年 3 季度社保资金持仓情况



数据来源：Wind，截至 2016Q3

三、行业配置展望：抓大放小求变革

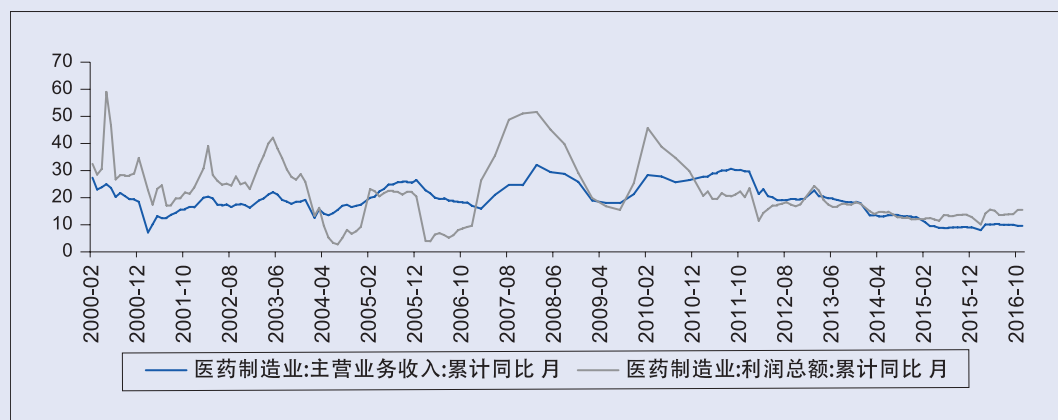
我们认为 2017 年的市场是预期差主导下的中枢震荡上移的过程，而这种预期差的来源主要来自于通胀预期的修复，实体经济盈利的修复，以及流动性的修复，尤其 2017 年是十九大的重要时间窗口，在行业配置上，我们认为首选预期差下风险偏好修复受益的改革主题，其次，选择受益于行业微观结构改变的龙头企业，盈利是核心，回归基本面是重要投资线索。

1、医药：看好行业增速“拐点”，供给侧改革再发力

看好医药行业的长期逻辑在于，医药行业 10-15% 的中长期增速趋势不变。医药行业的整体需求仍在不断增加，中国人口老龄化的趋势不改。医药行业的资金供给在持续增加，2015 年城镇医保依然保持 14.5% 的支出增速，每年相当于新增 2000-3000 亿的市场。同时，商业健康险的扩张将可能为医疗行业提供更多的资金供给。因此，医药行业维持 10-15% 的中长期增速的趋势不变。

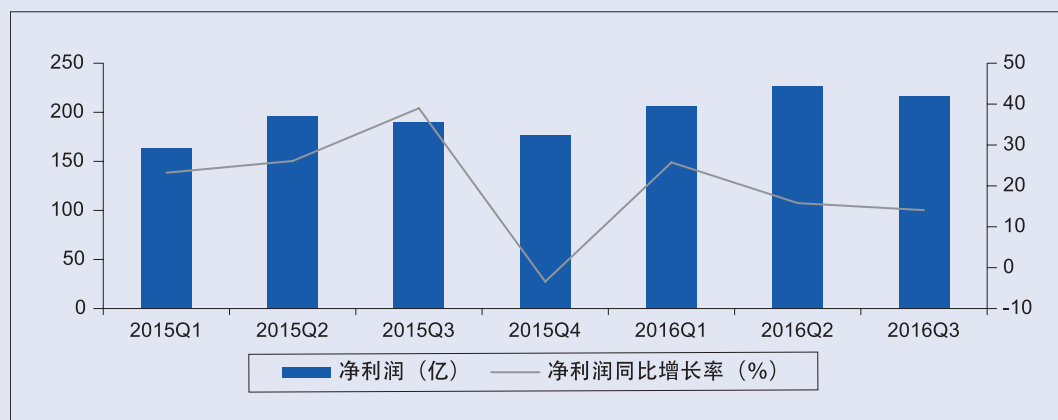
从业绩角度来看，年末业绩仍有看点：第三季度净利润同比增长 14.06%，营业收入同比增长 11.15%；从单月来看，11 月收入及利润同比增速分别为 11.80%、15.70%，与 10 月增速相比分别升高 5.40 个百分点、下降 11.47 个百分点，营业收入增速出现小幅回升。截止到 2016 年 11 月，医药制造业累计营业收入同比增长 9.7%，累计利润总额同比增长 15.3%。

图 21：医药行业营收和利润增速进入 2016 年均有所回暖



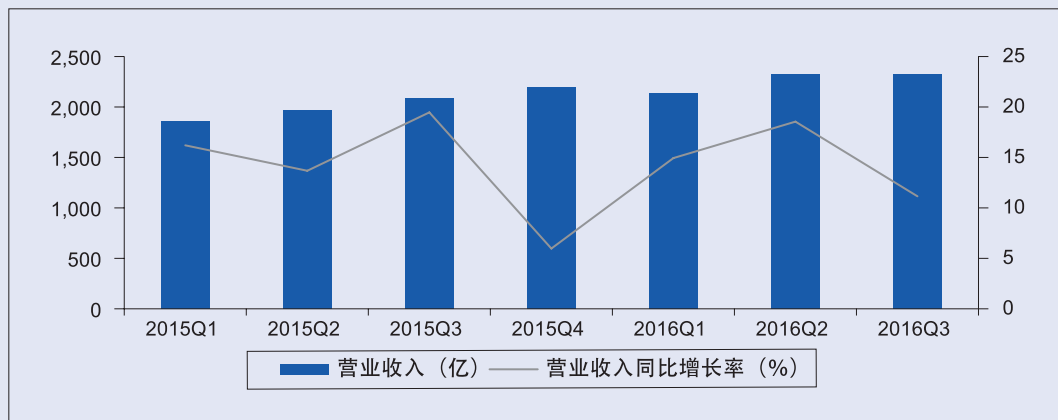
数据来源：Wind，截至 2016-12-31

图 22：医药生物行业三季度净利润同比增长 14.06%



数据来源：Wind，截至 2016-12-31

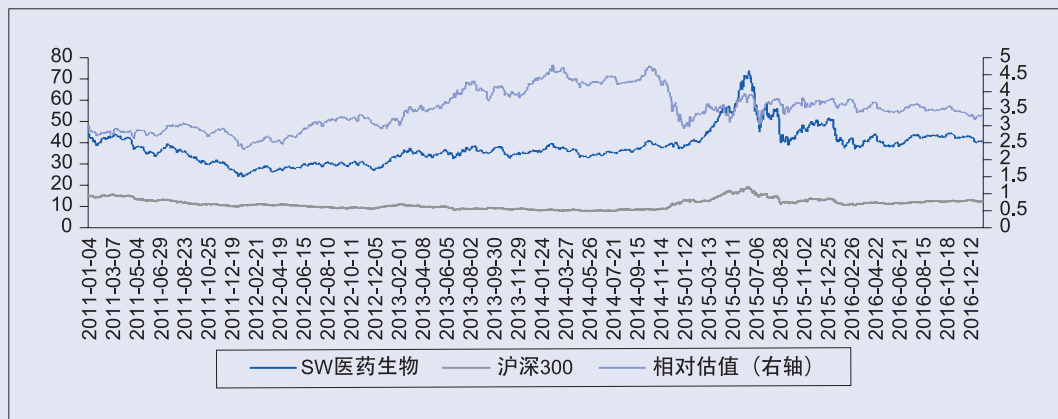
图 23：医药生物行业三季度营业收入同比增长 11.15%



数据来源：Wind，截至 2016-12-31

估值依然很有吸引力。统计数据显示，截至 12 月 30 日，医药板块估值为 40.67 倍（TTM，整体法剔除负值）医药板块对于沪深 300 的估值溢价率为 230.11%；医药板块对于剔除银行后的全部 A 股溢价率为 35.84%，大盘整体震荡下行，医药板块表现类似，估值溢价率也呈下降趋势。结合盈利水平，医药行业上市公司的整体增速依然有望好于其他消费品板块，但食品饮料、家电等板块的前期涨幅明显好于医疗，估值修复较为充分。从行业相对估值溢价率来看，低于最近历史平均溢价率 18 个百分点。相对而言，医药行业中依然有估值修复的动力。

图 24：医药生物 / 沪深 300 的相对 PE 低于历史平均 PE18 个百分点



数据来源：Wind，截至 2016-12-31

基金等机构投资者持股比例较低，考虑到行业轮动未来资金回流概率较高。

2016 年二季报基金重仓股中医药持股比例约在 10.13%，三季度末微幅上升至 10.82%，机构持股比例为 5.35%，相较于医药板块市场配置 6.30%，所以机构投资者持股比例较低，预计医药行业资金回流的可能性在加大。

催化剂：医药板块仍有政策春风。2016 年医药板块药政改革进程加速推进：（1）医保支付标准即将出台，有助于加快国产药品的进口替代步伐，预期利好国产优质仿制药企业。

（2）公立医院采购逐步实行“零差率”、“两票制”，取消药品加成，提高流通企业集中度，加速医药流通行业的并购整合。（3）政府发布《医药工业发展规划指南》，重点推进发展生物药、化学药、医疗器械、制药设备等领域，发展智慧医疗产品。（4）药品审评改革全面落地，优先审评制度和调整医保目录利于重大新药创制专项、儿童用药、肝病 / 艾滋病等重大疾病以及 WHO 消灭脊灰行动计划相关品种、首仿药品种等。（5）首部中医药法出台，17 年 7 月 1 日起施行，利于中药材领域和中医药制药领域等。所以受政策红利影响，研发实力雄厚、优质产品储备丰富的制药企业脱颖而出。

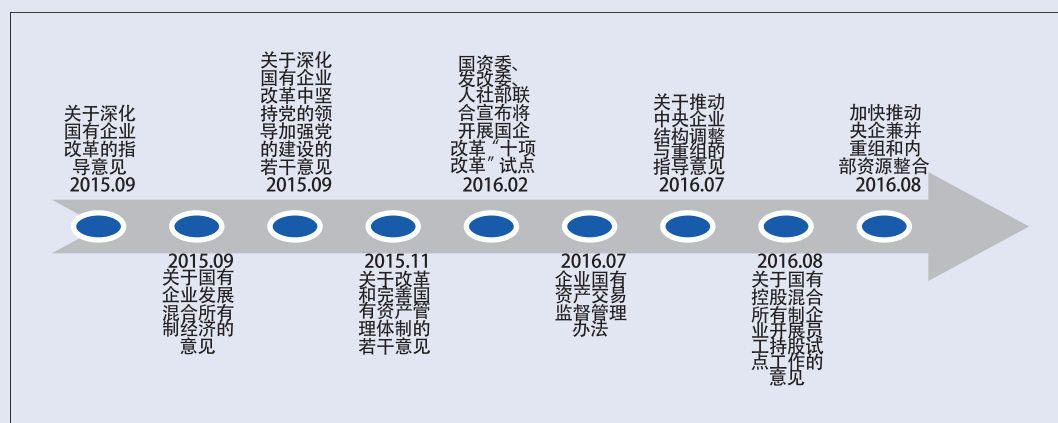
2、国企改革

从各项改革来看，国企改革应该是 2017 年较为确定的投资机会。一方面，国企改革的顶层设计已基本完成，2016 年试点推开已有所提速。另一方面，中央经济工作会议将国企改革列在多项改革之首，显示领导层对国企改革的重视。

国企改革完成顶层设计

本轮国企改革始于 2013 年的十八届三中全会，并且在 14 年启动了“四项改革”试点，但是在后期的推进过程中遇到了一些困难。随着 15 年 9 月的《关于深化国有企业改革的指导意见》的发布，新一轮国企改革逐渐开始发力。2015 年以来是制度设计期，相关的政策措施不断出台。中央政府相继出台了国企改革“1+N”顶层设计方案，多省市的地方政府也出台了一系列的国改方案，相关政策体系基本形成。而 2016 年以来，部分试点工作已经展开，2017 年全面推开的前期准备已经比较充分。

图 25：国企改革流程图



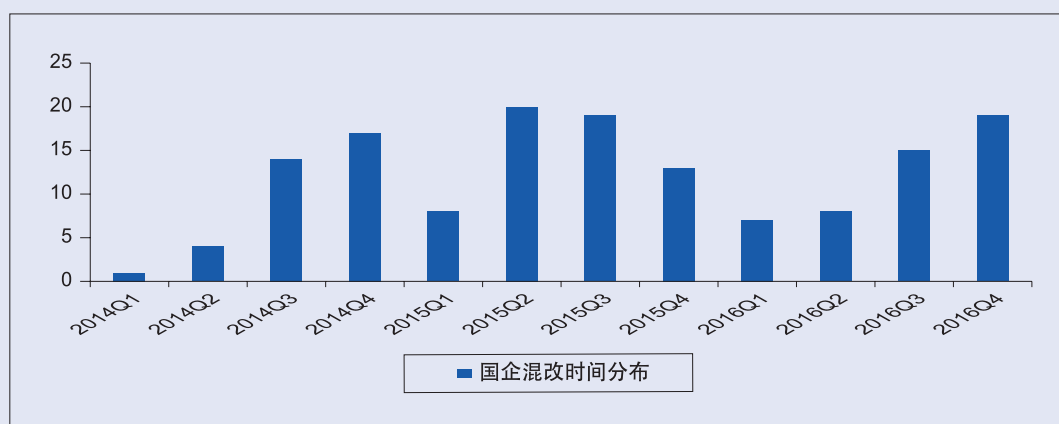
数据来源：根据公开资料整理

混合所有制改革将成为国企改革的重要突破口

2016年9月28日，发改委副主任刘鹤，主持召开了发改委混改试点专题会，首次提出“推进混合所有制改革是深化国企改革的重要突破口”。此后2016年12月召开的中央经济工作会议再次提到“混合所有制改革是国企改革的重要突破口”。说明中央在下一步的工作中将重点推进混合所有制改革。

事实上，2016年下半年以来，混合所有制改革已有明显的加速。随着试点的推进，相关经验有望在2017年加速推广。中央经济工作会议提出在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域的混改工作迈出实质性步伐。我们预计2017年将掀起混合所有制改革的高潮。

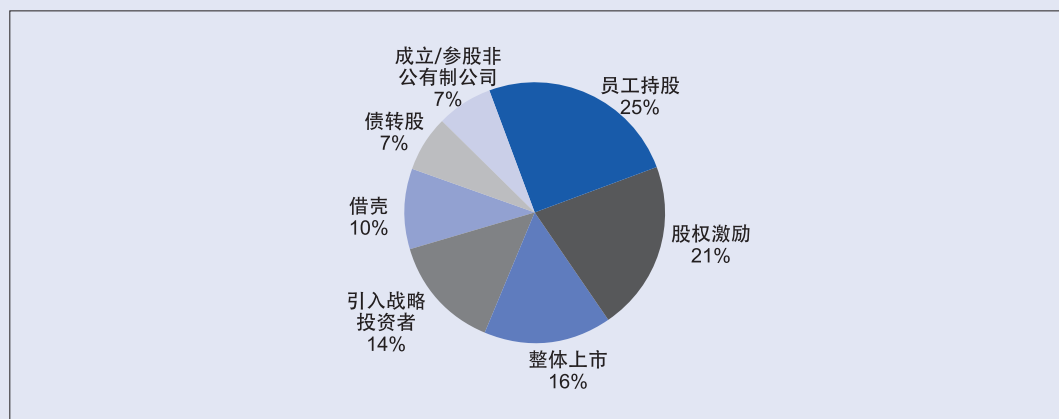
图 26：国企混改时间分布（家）



数据来源：海通证券《混改：国企改革新动力》，2016Q4 截至 2016/12/21

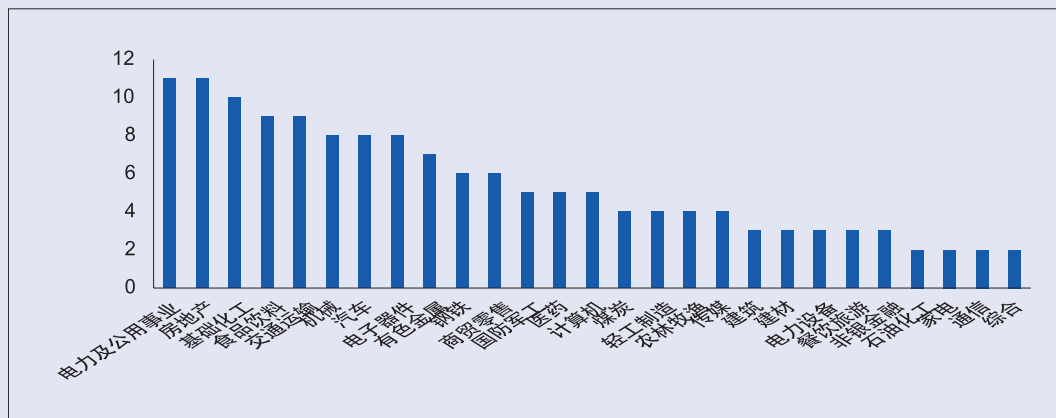
从2013年以来的混改情况来看，按广义的混改类型统计，混改的类型中员工持股占25%、股权激励占21%、整体上市占16%、引入战投占14%、借壳占10%、债转股占7%、成立/参股非国有制公司占7%。从行业分布看，电力、地产、化工、食品饮料和交运等行业混改国企数量较多。

图 27：混合所有制改革类型分布



数据来源：海通证券《混改：国企改革新动力》，2016Q4 截至 2016/12/21

图 28：混合所有制改革行业分布



数据来源：海通证券《混改：国企改革新动力》，2016Q4 截至 2016/12/21

从混改后市场表现来看，借壳、整体上市、员工持股等公告发布后超额收益明显。统计混改各细分领域相关公告首次发布后的上市公司表现，可以看到：借壳、整体上市、员工持股、股权激励四类混改在相关预案公布后 1 周到 1 年内，公司的市场表现大概率超越行业整体，而且超额收益日益走高。债转股在公告发布 1 周到 3 个月内也显示出较明显的超额收益，但债转股集中于 16 年下半年，超额收益是否具备持续性仍待观察。引入战略投资者在公告发布后 1 个月内超额收益明显，参股非上市公司未发现在公告后有明显超额收益。

表格 6：各类混改超额收益

涨跌幅超越行业均值 %	公告后一周	公告后一个月	公告后三个月	公告后一年
借壳	23	30.08	35.07	44.2
整体上市	17.99	19.99	23.97	24.16
员工持股	9.31	17.42	16.55	12.13
股权激励	2.53	0.09	3.26	-1.93
债转股	12	5.3	5.77	-
引入战略投资者	4.32	5.43	-2.58	-14.67
成立 / 参股非公有制公司	-1.05	-5.01	-5.03	-1.43

数据来源：海通证券《混改：国企改革新动力》，截至 2016/12/21

军民融合是国企改革的重点

12 月份的中央经济工作会议明确提出 2017 年要在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。这七大领域自然也就是投资中最值得关注的领域。特别是军工领域，在 2016 年 3 月末，习近平总书记主持召开政治局会议，审议通过《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》。会议指出“把军民融合发展上升为国家战略，是党中央从国家安全和发展战略全局出发做出的重大决策，是在全面建成小康社会进程中实现富国和强军相统一的必由之路”，将军民融合发展提高到了一个新的高度。

图 29：军工混合所有制改革流程图



数据来源：根据公开资料整理

2016 年以来中央也相继出台了一系列的政策推动军工行业的改革。军工行业改革的目标之一就是要推进军民融合，完善军民融合发展体制机制，健全军民融合发展的组织管理、工作运行和政策制度体系。引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域。并提出要在海洋、太空、网络空间等领域推出一批重大项目和举措，打造一批军民融合创新示范区。同时我国军工行业的资产证券化率相对较低，仅有约 30%，而国外军工企业资产证券化率一般在 70%—80%，资产证券化的提升空间巨大。资产证券化的形式将主要是以现有的上市子公司作为资本运作平台，将集团公司的优质资产注入到上市公司中。

3、军工：大国博弈加剧，军工改革带来核心投资价值

基本面逻辑：现阶段看好军工的逻辑主要在于：短期事件概念导向→中期改革导向→长期业绩导向。即军工行业行情推动主要受政治局势、并购重组、产业政策、风险偏好等因素共同影响，最终都将转化为军工企业的业绩。

短期事件：军工企业资本运作频繁，重大资产重组促进行业升温。神州十一号成功发射，捕获美国无人水下潜航器以及预计年末有望看到第一艘国产航空母舰下水，再加上特朗普上台将重塑美国军事战略，成为行业增长的催化剂。

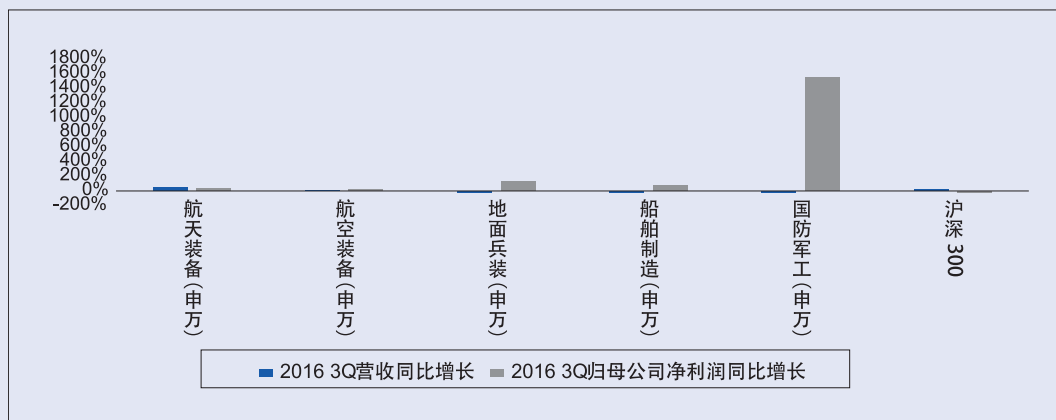
中期改革：国务院在《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》中涉及了空天海洋、信息网络、网络安全、电子器件、基础材料等多个军工领域，并明确持续推进军民融合战略。2017 年年中央经济工作会议明确将混合所有制改革作为国企改革重要突破口，所以 2017 年将是改革见效年，国内改革实质性进展带来的业绩提升将为军工板块带来核心投资价值。1) 军工央企改革，关注实质性进展，兵工集团资产证券化率低，预计 2017 年改革力度大，业绩因陆军换装和出口支撑有超预期可能，或有板块性机会；航空、航天、船舶、核电及核技术领域精选个股；2) “民参军”，重点关注参与系统内军工并购基金及混改的标的。军民融合已上升为国家战略，参与系统内军工并购基金及混改的标的将会享有更多资源和机遇。3)

迎来风口的战略性军工产业链，重点关注海洋环境立体监测系统、核电及核技术应用、大飞机与运 20、航空发动机、通用航空。

长期业绩：2017 年来看，我们认为军工将步入“深改革、真成长”的 2.0 时代。1) 与“信息为王，主要靠分母”的 1.0 时代不同，2.0 时代军工将出现“DDM 分子明显改善，分母共同驱动”的局面。2) 我国正处于装备升级加速期，产业逻辑显现，治理结构改善，消化“无业绩/高估值”担忧。所以看好“改革风口+产业共振”共同促进基本面改善的四大领域：航天战略、海洋装备、信息化、新材料。

2016 年前三季度，国防军工整体营业收入同比下降 3.8%，但是归母净利润同比大幅增长 1537.8%。就各子板块而言，航天装备板块业绩表现最靓丽，营收和归母净利润同比都呈现大幅增长，航天装备板块业绩较为平稳，地面兵装和船舶制造营业收入下滑幅度超过 10%，但是归母净利润都大幅增长。

图 30：2016 年前三季度军工各子板块业绩表现

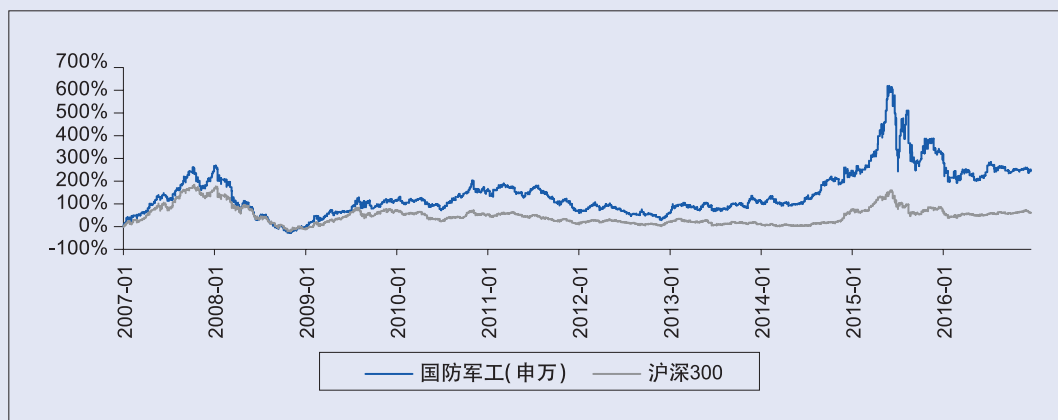


数据来源：根据公开资料整理

估值层面：军工板块指数跑输大盘，估值将趋于合理：长期走势来看，自 2007 年 1 月至 2016 年 12 月 22 日，国防军工板块涨幅达到 251.96%，而同期沪深 300 指数涨幅为 61.37%，国防军工板块的超额收益率为 190.59%。2016 年以来，由于前期涨幅过大，年初熔断后军工板块整体行情走弱，七月受南海仲裁案等事件刺激有所反弹，截止 12 月 22 日国防军工板块年跌幅为 10.90%，显著大于同期沪深 300 指数 3.85% 的跌幅，在年初至今的申万 28 个子行业的涨跌幅排名中位于 23 名。

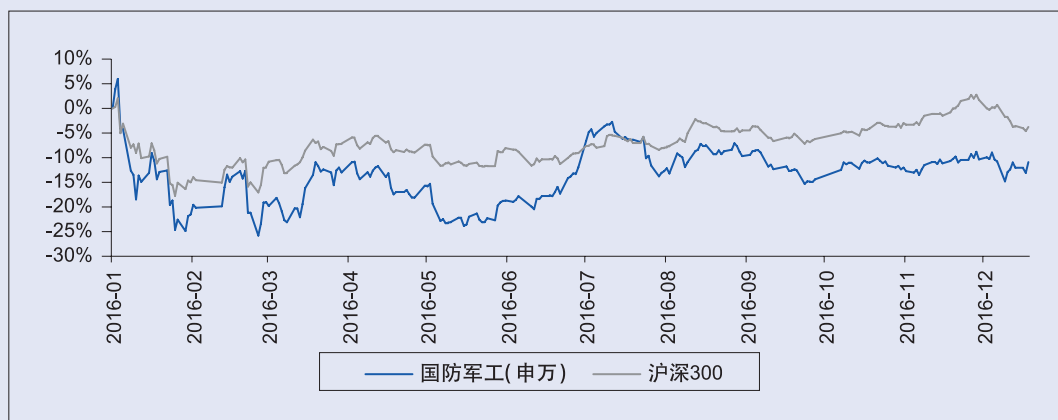
今年年初熔断后军工板块整体行情走弱，市场整体投资风格呈现出低风险、高业绩、高成长偏好等主要特点，而军工行业整体特征与全年主要投资风格背离，业绩表现平淡，估值较高，加之军改对行业成长的远期效应还未显现，截止 12 月 30 日国防军工板块年跌幅为 12.49%，wind 军民融合指数下跌 7.89%，显著大于同期沪深 300 指数 4.94% 的跌幅。考虑到军工行业的周期性，通常二季度和四季度是订单确认的高点，12 月在申万 28 个子行业的涨跌幅排名中位于 4 名。

图 31：国防军工板块长期远超同期沪深 300 指数



数据来源：wind，截至 2016-12-3

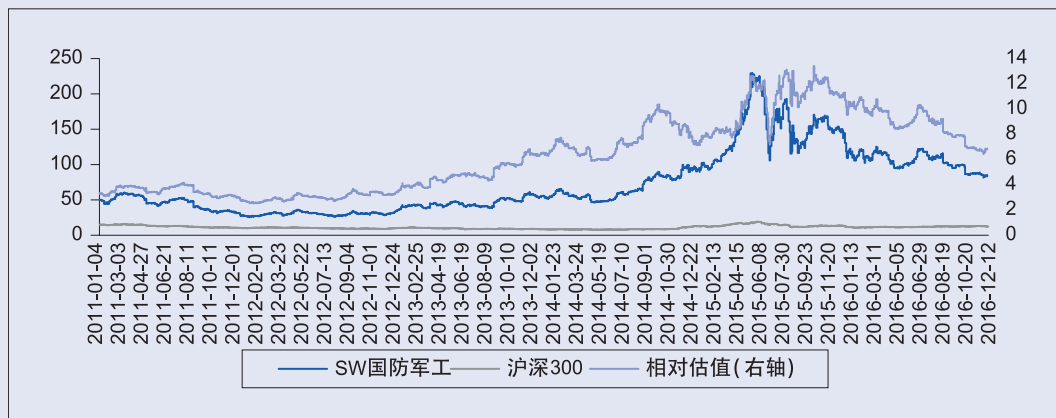
图 32：2016 年国防军工板块走势弱于沪深 300



数据来源：wind，截至 2016-12-3

行业估值偏高，未来军改见效和业绩释放将促估值趋于合理：从 2013 年开始，国防军工行业的估值显著持续走高，在 2015 年 5 月一度达到 229.15 的历史最高值，虽然之后牛市转熊，股市整体持续低迷，但是截至 2016 年 12 月 21 日国防军工行业估值为 85.16 倍（TTM，整体法剔除负值），军工板块对于沪深 300 的估值溢价率为 687.33%；军工板块对于剔除银行后的全部 A 股溢价率为 282.27%。2017 年是军改全面深入推进和见效之年，随着资产注入预期的兑现和订单业绩的释放，行业估值将趋于合理。

图 33：国防军工与沪深 300 估值



数据来源：wind，截至 2016-12-3

四、固定收益投资展望：利率债等待时机，信用债防范风险

10 月开始，国内债券市场由牛转熊。市场调整幅度之大，投资者损失之惨烈，实属多年未遇。幸而近期市场情绪有所修复，债券走势出现了企稳的迹象。这是否意味着本轮调整已经结束？2017 年债券市场又将如何演绎呢？

短期来看，导致债市大跌的因素还没有完全消除。货币政策在房价、通胀与汇率的制约下，宽松的空间不大。前期债券市场加杠杆、加信用导致系统内部稳定性减弱的问题仍然存在。此外，政府去杠杆、防风险的态度十分坚决，2016 年以来，一行三会均已出台针对银行同业、理财、资管机构等的监管政策。而表外理财今年将正式被纳入 MPA 考核，其扩张速度必然受到影响，对债券市场也形成负面影响。

但好在经济下行压力仍然较大，基本面因素利好债市。且作为防风险重点的通胀和汇率，其压力会逐渐减小，为货币政策打开空间。而表外理财，虽然增速将受到限制，但绝对量仍有增长空间。此外政策加强监管，“开正门、堵偏门”也可能引导更多资金从非标等资产转回债券市场。

因此，对 2017 年的操作，我们建议投资者保持耐心，等待不利因素逐步减弱，有利因素增多后的投资机会。就利率债而言，目前 10 年期国债与国开债收益率均已回到历史中枢水平，配置价值已有所修复。如果后续利率债出现超调，则投资者可以逢低建仓。

对信用债而言，需要更加谨慎。虽然前期调整中信用利差已有所走阔，但仍处于历史较低水平。2016 年以来，信用违约事件有所增多，政府兜底的意愿明显下降。而经济下行可能会影响企业偿债能力，需注意防范风险。对不同细分行业，应加强对行业景气度的研究，区别对待。

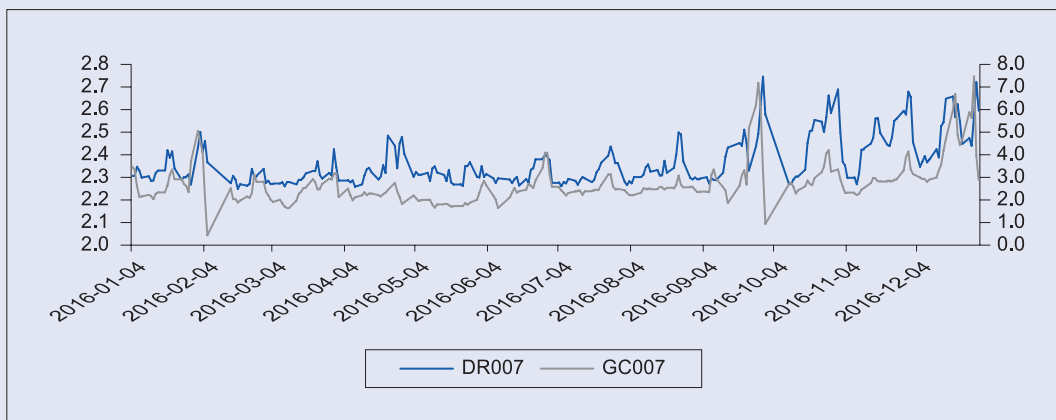
1、不利因素尚未完全化解

货币政策保持中性

本次债券市场大跌，有很多深层次的原因。但就导火索而言，与央行“锁短放长”的公开市场操作是分不开的。自今年8月以来，央行接连重启14天和28天逆回购操作。通过拉长逆回购操作的久期，央行抬升了短期资金的拆借成本，加大了金融机构加杠杆搏收益的难度。

虽然在市场大跌后，央行加大了资金投放量，资金利率有所回落。但在房价处于高位、通胀中枢有所上移和人民币贬值压力较大的制约下，央行降杠杆、防风险的诉求很高。在2016年年末召开的中央经济工作会议上，将货币政策定调为稳健中性，意味着短期内流动性仍将偏紧，资金利率下降的空间有限。

图 34：央行“锁短放长” 资金利率位于高位



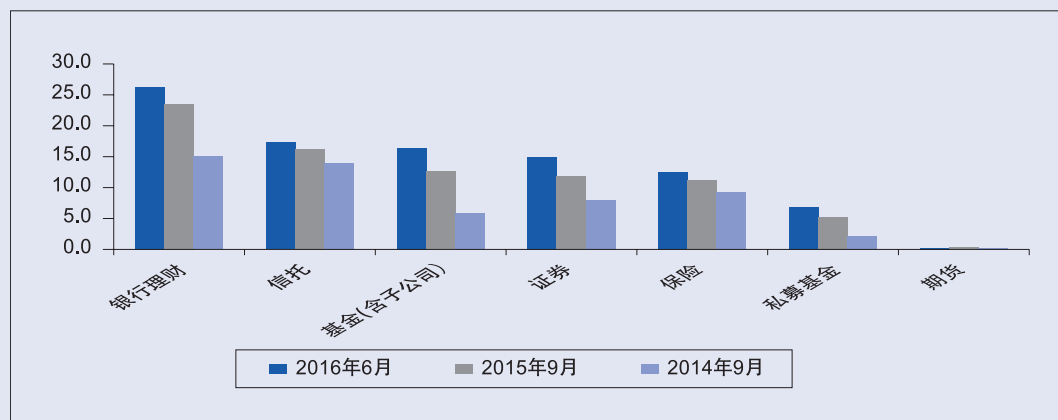
数据来源：wind，截至 2016-12-31

降杠杆尚在途中，体系仍不稳定

从更深层次的原因来看，本次债券市场调整之所以如此惨烈，与金融机构加杠杆导致的体系高度不稳定有关。在利率市场化与互联网金融的冲击下，近年来传统金融机构面临越来越大的竞争压力。在这样的背景下，银行、保险等机构有通过发行高收益理财产品、扩大规模的动力。截至2016年上半年，我国资产管理行业规模接近95万亿。

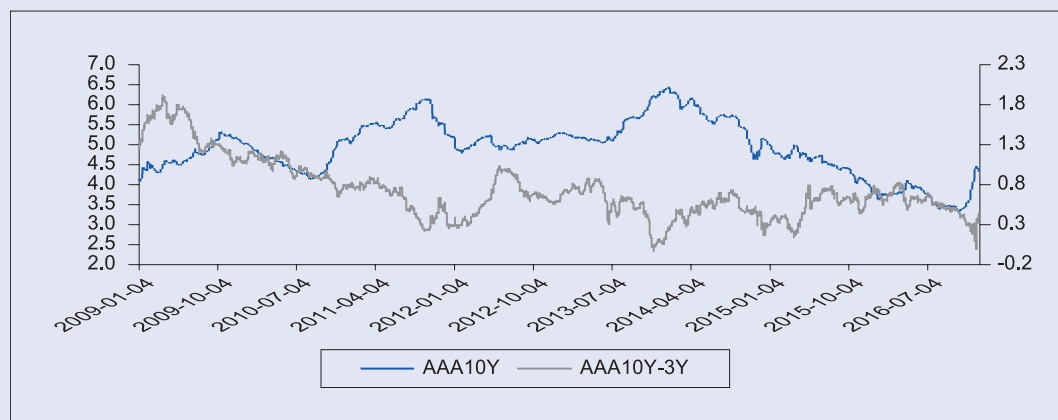
高成本负债端的快速扩张，客观上增加了资产端的配置压力。为了覆盖成本，银行理财与委外，不得不通过加杠杆、加信用的方式来提高投资收益。所谓加杠杆，就是借入央行和同业等较短期限资金，并投资长久期资产，通过期限错配增加收益。所谓加信用，就是不断加大对信用债的配置力度，通过承担违约风险增加收益。这两种方式，使得期限利差与信用利差不断收窄，造成债券市场稳定性的下降，是央行“锁短放长”政策能引发巨大调整的根本原因。

图 35：资管行业规模快速扩张



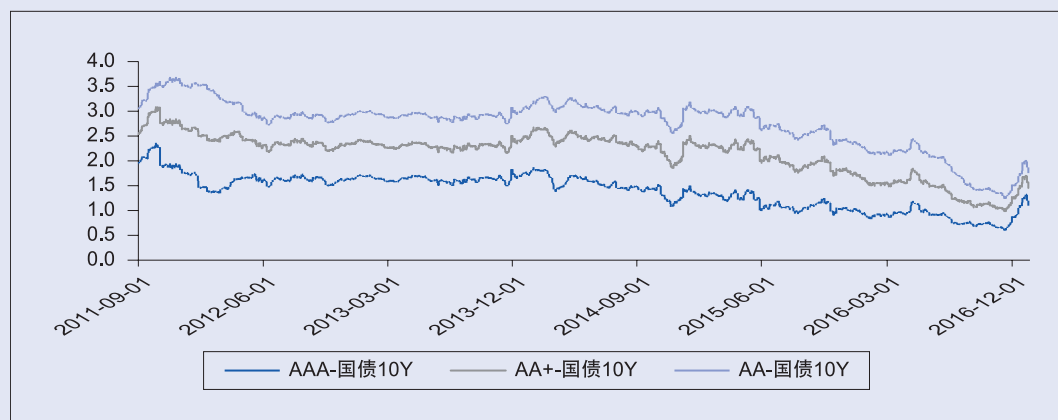
数据来源：wind，截止 2016-06

图 36：期限利差位于低位



数据来源：wind，截止 2016-06

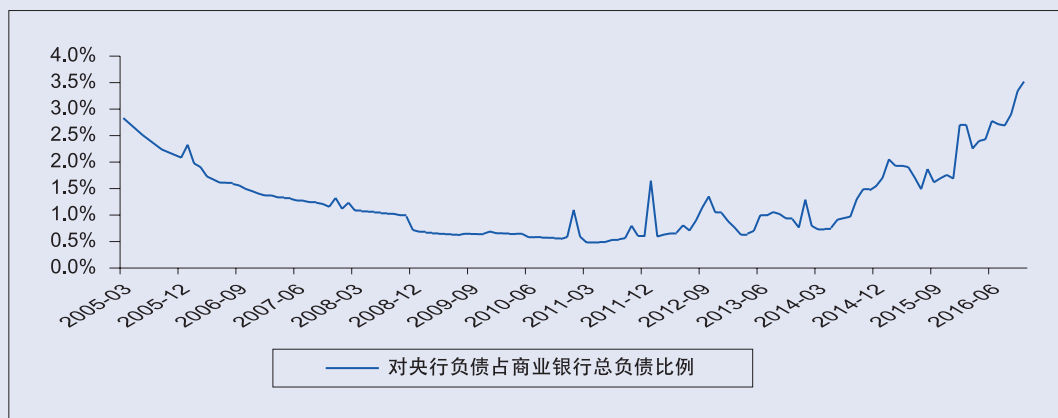
图 37：信用利差位于低位



数据来源：wind，截止 2016-06

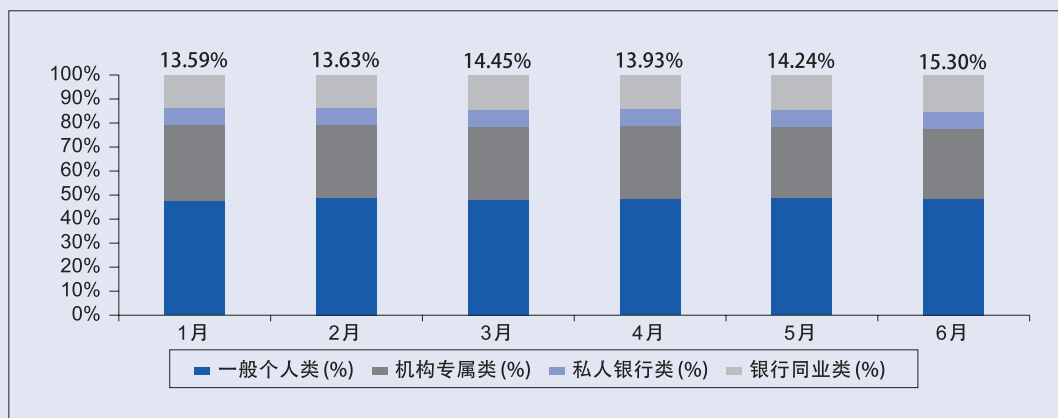
虽然在近期的市场调整中，期限利差与信用利差已经有所走阔，系统风险得到了部分释放。但商业银行负债对央行和同业的依赖仍然很高，如果流动性再次收紧，对系统的稳定性依然会造成巨大冲击。而待回购债券余额尚处于历史高位，也验证了去杠杆尚在途中。且从杠杆分布来看，呈现极度不平衡的态势。券商杠杆率最高，接近 180%；保险杠杆率最低，不足 120%。杠杆过于集中在少数机构，会进一步加大系统的脆弱性。

图 38：商业银行负债对央行依赖度较高



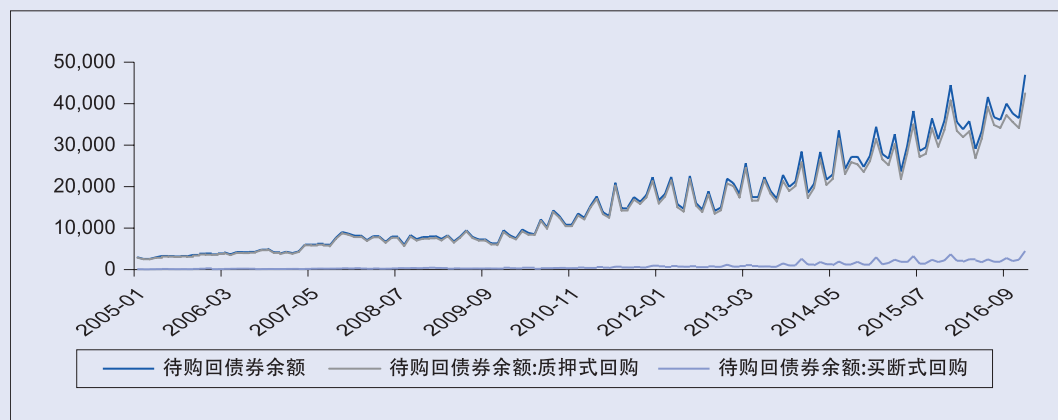
数据来源：wind，截止 2016-11

图 39：同业理财在银行理财中占比不断上升



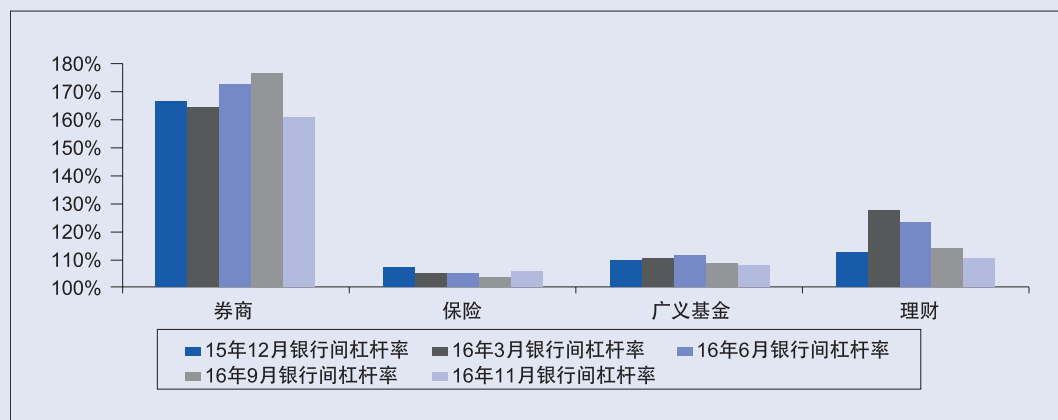
数据来源：《中国银行业理财市场报告(2016上半年)》，截至 2016-06

图 40：待购回债券余额仍在高位



数据来源：wind，截至 2016-12

图 41：杠杆分布不均衡



数据来源：wind，截至 2016-12

理财与同业监管趋严

16 年以来，一行三会均已出台针对银行同业、理财、资管机构等的监管政策，大都涵盖“控杠杆、防风险”。一方面，对各类场外资管类产品和场内质押回购的杠杆率进行控制。另一方面，监管层也陆续出台了针对银行表外业务与资管机构的风险监管。

表格 7：16 年理财和同业相关监管政策

日期	相关监管	主要内容
2016 年 5 月	《证券投资基金管理公司子公司管理规定》和《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引》征求意见稿	对基金子公司的资本金、风险准备金计提等进行规范
2016 年 6 月	《中国保监会关于清理规范保险资产管理公司通道业务有关事项的通知》	对投资风险、信用风险、操作风险和道德风险自查
2016 年 6 月	《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》	禁止出现以下行为：1) 发行具有“资金池”的产品；2) 向非机构投资者发行分级产品；3) 权益类、混合类分级产品杠杆不超过 1 倍，其他类型（包括债券型）杠杆不超过 3 倍。
2016 年 7 月	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则（修订版）》	规定结构化产品杠杆、股票类杠杆不超过 1 倍，固守类杠杆不超过 3 倍；结构化资产杠杆率不超过 140%，一对多非结构化资产杠杆率不超过 200%。
2016 年 7 月	《银行理财业务监督管理办法意见征求意见稿》	1、理财分类管理，基础类理财业务将不能投资非标和权益类资产； 2、银行理财投资非标资产，只能通过信托计划，而不能通过资管计划； 3、理财产品总资产不超过净资产的 140%。
2016 年 11 月	《修订商业银行表外业务风险管理（征求意见稿）》	银行开展表外业务，应遵守全覆盖、分类管理、实质重于形式，银行应将表外业务纳入全面风险管理体系；对担保承诺类以及实质承担信用风险的投融资服务类及中介服务类表外业务计提减值准备。

数据来源：海通证券《17 年债市走向何方？》

16 年 MPA 考核仅监管表内广义信贷和同业负债，银行可以通过同业理财，在表外对接非标和委外进行投资。但央行已经明确，17 年表外理财纳入广义信贷考核，这意味着同业存单 / 负债对接同业理财的“绕道”也将纳入同比增速考核，表外委外的扩张速度将得到监管。

根据海通证券测算，15 年末和 16 年 6 月末，上市银行的表外理财规模的同比增速在 50% 和 40% 以上，国有银行考虑表外理财的广义信贷增速为 12%，股份行为 19%，城商行则达到 31%，按照当前广义信贷同比增速 22% 的上限标准，中小型银行和理财业务较为激进的股份行达标压力较大，17 年表外扩张趋缓可能是趋势。

表格 8：上市银行包含表外理财的广义信贷

	2015 年末表外 理财同比增速	2015 年末含表外 理财的广义信贷 同比增速	2016 年 6 月末表 外理财同比增速	2016 年 6 月末含表 外理财的广义信贷 同比增速
国有银行	52.73%	15.81%	51.08%	11.57%
股份银行	80.29%	22.54%	44.30%	19.07%
城农商行	63.15%	36.06%	50.78%	31.64%
上市银行合计	65.67%	18.19%	47.47%	14.21%

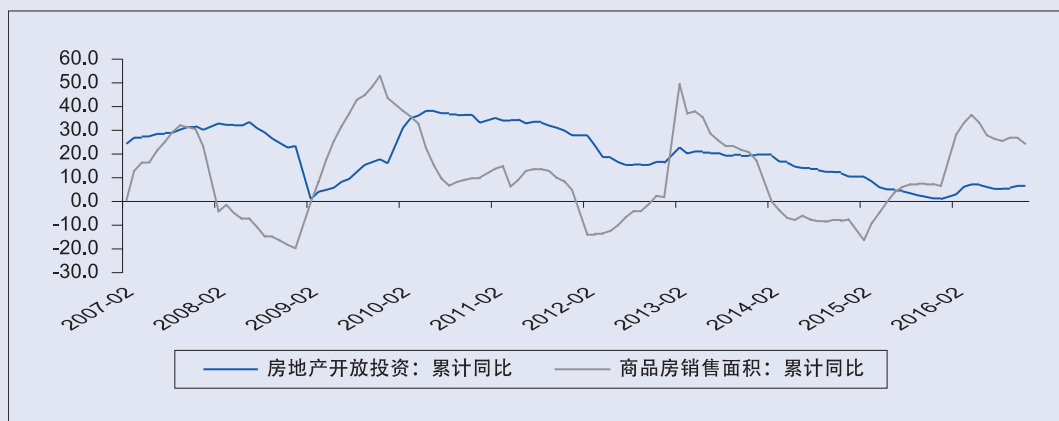
数据来源：海通证券《17 年债市走向何方？》

2、有利因素逐步显现

部分经济指标已开始下滑

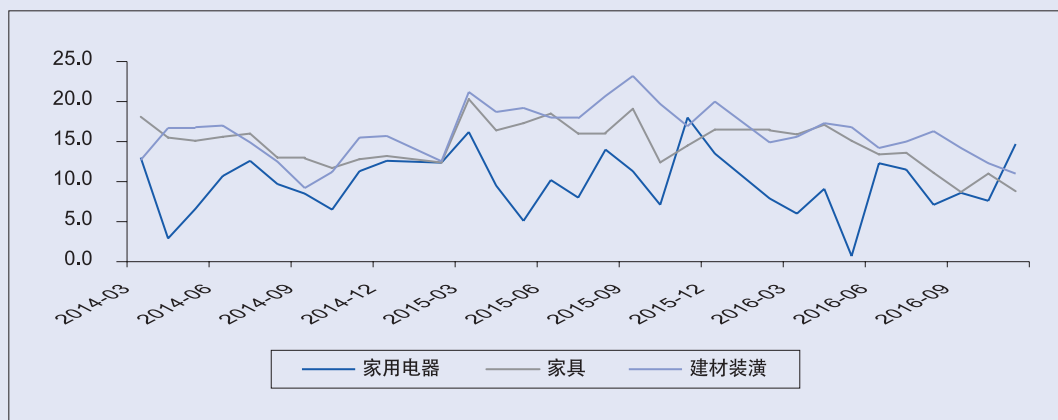
在展望明年的经济运行情况时，我们已经提过，在房地产调控加强、汽车购置税优惠力度减弱、财政扩张受限等因素制约下，经济面临较大的下行压力，基本面利好债券市场。而就目前来看，一些经济指标已经开始下滑。后续经济下滑力度若加大，将有助于债券市场行情。

图 42：房地产销售增速已明显回落



数据来源：wind，截至 2016-11

图 43：住房相关消费除家用电器因双十一促销外，增速均不断下降

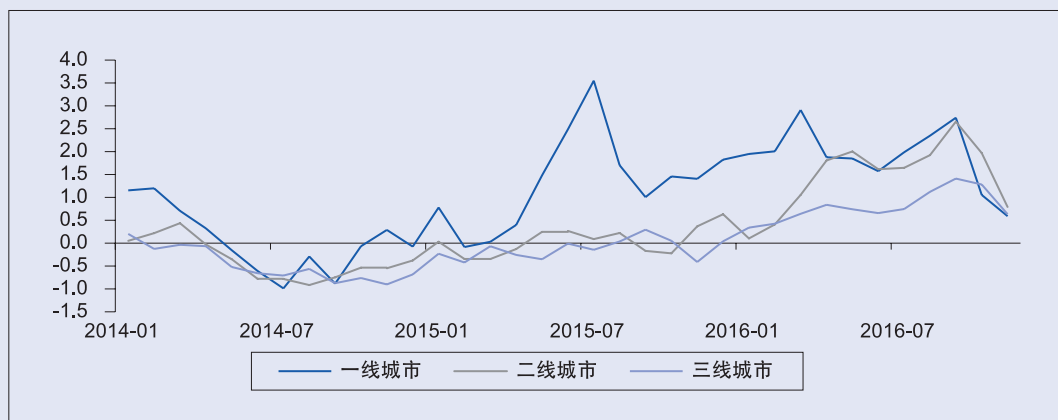


数据来源：wind，截至 2016-11

货币政策制约将逐步减弱

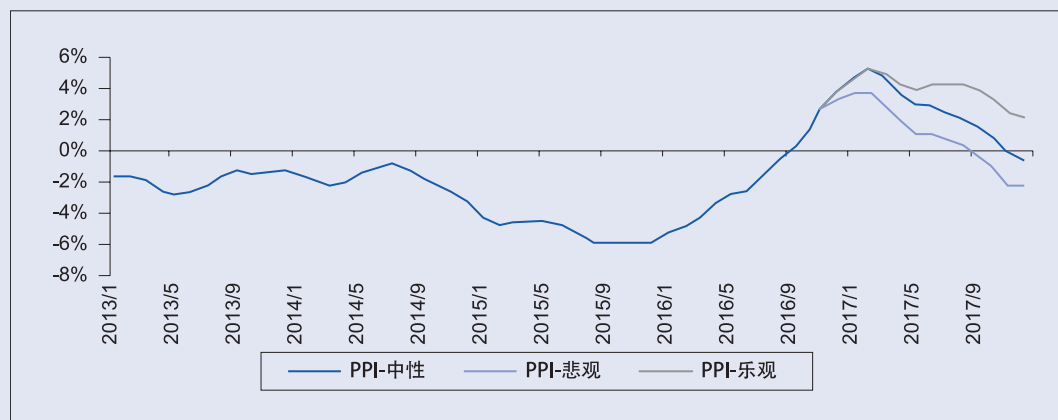
短期内，货币政策在高房价、通胀水平上升与人民币贬值等因素制约下，宽松的空间不大。但应当看到，在一系列调控政策的作用下，房价增速已经有所放缓。而就通胀而言，在目前终端需求不足的背景下，成本推动通胀上升的传导机制并不通畅。而食品价格的上涨，目前来说更多是受季节性因素影响，尚不具备持续上涨的条件。因此，预计短期内物价仍将保持温和上涨，并于 2 月达到顶峰，随后将有所回落。而自“8.11 汇改”以来，人民币贬值幅度已经较大，近期政府又加大了对资本流动的监管，预计人民币贬值压力将逐步减小。综合来看，制约货币政策的因素，很可能将有所减弱。

图 44：房价环比增速已大幅回落



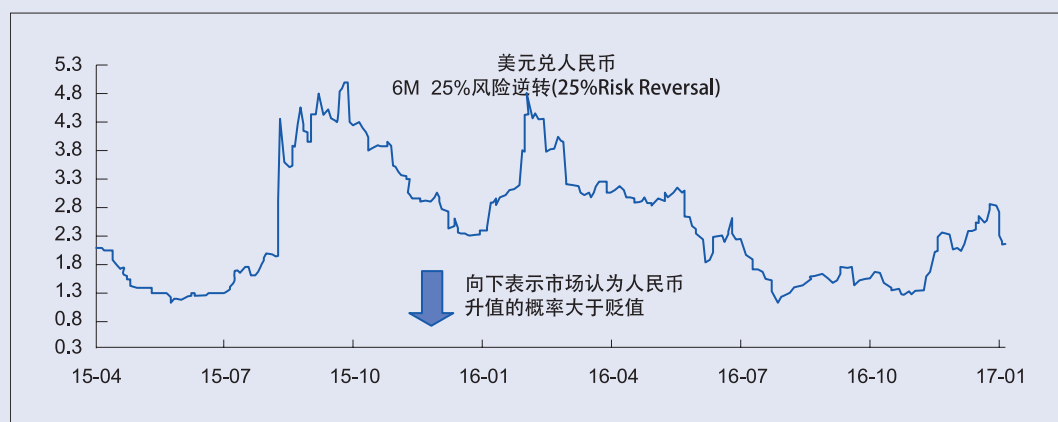
数据来源：wind，截至 2016-11

图 45：预计通胀将于 2 月见顶



数据来源：富国基金

图 46：汇率贬值预期已有所缓和



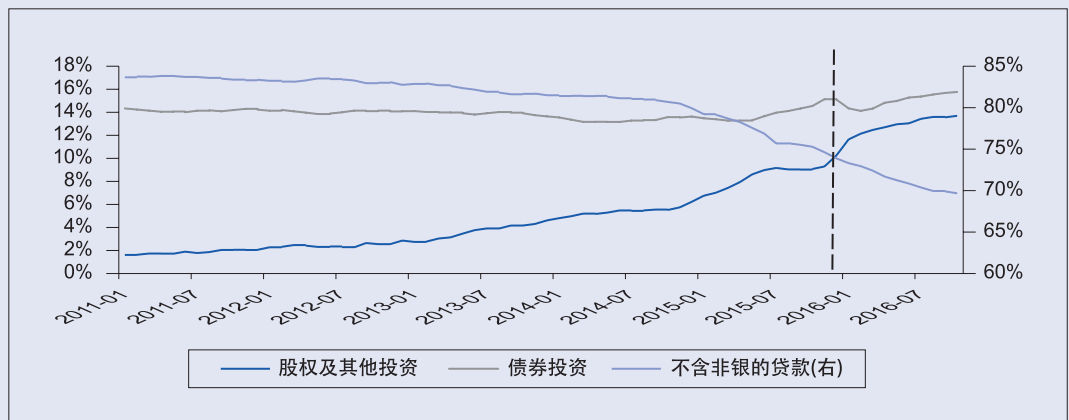
数据来源：wind，截至 2016-11

监管加强将引导资金流向债市

政策加强对银行同业、理财、资管机构的监管，特别是表外理财纳入 MPA 广义信贷考核，将从总量上影响资金对债券市场的配置。但就海通证券的估计来看，表外理财纳入 MPA 广义信贷考核对城农商行以及部分较为激进的股份行影响较大，而对大中型银行影响较为有限。2017 年理财增速大概率会受影响，但影响不会太大。

而另一方面，政策加强监管，实际上会对理财资金在不同投资门类上的分配产生影响。特别是 2016 年 7 月出台的《银行理财业务监督管理办法意见征求意见稿》（见表 7），对理财资金投向权益和非标类资产做了限制。因此，监管加强在影响理财总量资金的同时，也会引导更多资金投向债市。综合来看，监管加强对债券市场的负面影响应相对有限。

图 47：随监管加强，债券投资比例不断上升



数据来源：wind，截至 2016-09

3、投资策略

利率债把握时点

从 2016 年 10 月开始，10 年期国债、10 年期国开债收益率最大调整幅度分别已超过 70 个和 90 个 BP。现在利率债收益率已回到历史中枢附近，对杠杆水平较低的大型商业银行和保险来说，配置价值已经有所修复。如果后续债券市场不稳定造成收益率超调，投资者可以逢低布局。而宏观经济若出现趋势性下滑，将对债券市场形成进一步的基本面支撑。对于投资者而言，耐心等待市场情绪修复，是目前较好的选择。

图 48：10 年期国债与国开债收益率已回到历史中枢



数据来源：wind，截至 2016-12-31

信用债防范风险

对信用债而言，需要更加谨慎。虽然前期调整中信用利差已有所走阔，但仍处于历史较低水平。2016 年以来，信用违约事件有所增多，政府兜底的意愿明显下降。而经济下行可能会影响企业偿债能力，需注意防范风险。对不同细分行业，需加强对行业景气度的研究，区别对待。

表格 9：2016 年首次违约的发行人汇总

发行人	违约时间	最终兑付情况
亚邦投资	2016-02-14	部分兑付
天威集团	2016-02-24	尚未兑付
上海云峰	2016-02-29	尚未兑付
宏达矿业	2016-03-08	兑付完成
广西有色	2016-03-09	尚未兑付
南京雨润	2016-03-17	兑付完成
东北特钢	2016-03-28	尚未兑付
中煤华昱	2016-04-06	兑付完成
蒙奈伦	2016-05-04	尚未兑付
天威英利	2016-05-12	尚未兑付
春和集团	2016-05-16	尚未兑付
川煤集团	2016-06-15	兑付完成
武汉国裕	2016-08-08	尚未兑付
河北物流	2016-11-17	兑付完成
大连机床	2016-11-21	兑付完成
中国城建	2016-11-29	部分兑付

数据来源：根据公开数据整理

表格 10：细分行业分析与策略建议

	四季度基本面 变化(量&价)	四季度信用 利差变化	2017 年基本面 预测(量&价)	策略建议
城投	→	→	↓	行业利差可能扩大，12-14 老城投估值波动风险较大
地产	→	→	↓	政策拐点已现，量价随时下滑，减持高风险、高估值券
交运	↑	→	→	配置为主，规避海运和部分港口企业
煤炭	↑	↓	↓	系统阶段性稳定，内部存在一定超额收益
电力	↓	→	↓	景气度下台阶，长久期债券需要关注风险补偿
钢铁	↑	↓	→	盈利中枢回落，关注债转股企业带来的投资机会
有色	↑	↓	→	行业相对分化，关注行业景气度改善的品种（锌）
建筑	→	→	→	配置为主，回避转型类主体
水泥	↑	→	→	景气度仍处于长期下台阶阶段，中短久期债务为主
汽车	↑	→	↑	行业景气度尚可，建议规避财务风险过高的企业
造纸	↑	↓	→	行业基本面改善，关注细分市场需求向好的个体
机械	↑	↓	↓	景气度中期持续下滑，收入持续收缩的风险仍在
化工	↑	↓	↑	化工品仍维持相对高位震荡，企业盈利改善，建议配置
农产品	→	↓	→	关注行业景气度改善的子行业（饲料动保）
光伏	↑	→	↓	行业存在再次洗牌的风险，行业利差有拉大的可能

数据来源：富国基金

声明：

- 1、本报告版权归富国基金管理有限公司所有，且仅供特定对象使用。
- 2、本报告所载数据资料仅供参考，使用前务必核实。
- 3、本报告纯属本机构及作者个人观点，不构成具体投资建议。
- 4、投资者据此入市，风险自负。

客服中心电话：400-888-0688 021-95105686

E-mail: public@fullgoal.com.cn

网 址: www.fullgoal.com.cn

地 址: 上海市浦东世纪大道8号上海国金中心二期16、17层

电 话: 021-20361818

传 真: 021-20361616

邮 编: 200120