



第 324 期

12/26/2016

投资策略周报

策略周刊：加息初期 A 股必跌

投资顾问： 胡宇
执业证书编号： S1280611120001

策略回顾：

博弈下的估值重构

——2016-12-19

12 月或出现重要拐点

——2016-12-12

12 月调整风险大，防御为主

——2016-12-5

年底行情进入收官阶段

——2016-11-28

战略看多不影响波段战术

——2016-11-21

A 股喜迎年底红包行情

——2016-11-14

本轮上涨至少到 3400 点

——2016-11-7

本轮调整何时结束？

——2016-10-31

深港通打开泄洪的闸门

——2016-10-24

债转股为国企蓝筹带来困境反转机会

——2016-10-17

投资收益的 90%来自于资产配置

——2016-10-10

A 股有望进入秋收模式

——2016-9-26

A 股老千股的两种典型手法

——2016-9-19

股票市场往往存在一定的客观规律。研究过去 10 多年的 A 股走势和货币政策的转向过程，我们有一个重要的发现——在加息初期往往伴随着股市加速见底。比如 2004 年 10 月 29 日中国人民银行从降息周期开始第一次加息，期间股市（上都指上证综合指数）从 1380 点跌至 2005 年年中的最低 998 点，跌幅接近 30%，随后尽管进一步加息，但由于股市泡沫挤压干净，所以，股市反而出现了伴随连续加息而走牛的现象。

另外，2010 年 10 月 20 日，人民银行从降息周期开始的第一加息也是在上证指数 3000 点位置开始的，而随后股市最低跌至 2700 点，跌幅超过 10%。

我们预计，若人民银行要扭转人民币贬值预期，就应该跟随美元加息。所以，不可不提防 2017 年中国央行突然加息对市场的短暂的冲击。



市场策略：加息初期 A 股必跌

股票市场往往存在一定的客观规律。研究过去 10 多年的 A 股走势和货币政策的转向过程，我们有一个重要的发现——在加息初期往往伴随着股市加速见底。比如 2004 年 10 月 29 日中国人民银行从降息周期开始第一次加息，期间股市（以上都指上证综合指数）从 1380 点跌至 2005 年年中的最低 998 点，跌幅接近 30%，随后尽管进一步加息，但由于股市泡沫挤压干净，所以，股市反而出现了伴随连续加息而走牛的现象。

另外，2010 年 10 月 20 日，人民银行从降息周期开始的第一加息也是在上证指数 3000 点位置开始的，而随后股市最低跌至 2700 点，跌幅超过 10%。

加息之初往往都会下跌，之后才会上涨						
中国人民银行人民币存贷款基准利率历次调整一览表						
调整日期	存款基准利率		上证综指	年收益		
	调整后	幅度				
1996年5月1日	9.18%	-1.80%	681			
1996年8月23日	7.47%	-1.71%	804			
1997年10月23日	5.67%	-1.80%	1173			
1998年3月25日	5.22%	-0.45%	1192			
1998年7月1日	4.77%	-0.45%	1316			
1998年12月7日	3.78%	-0.99%	1210			
1999年6月10日	2.25%	-1.53%	1364			
2002年2月21日	1.98%	-0.27%	1507			
2004年10月29日	2.25%	0.27%	1321	-23.24%		
2005年6月3日	0.00%	0.00%	1014			
2006年4月28日	2.25%	0.00%	1440			14.61%
2006年8月19日	2.52%	0.27%	1598			
2007年3月18日	2.79%	0.27%	2930			
2007年5月19日	3.06%	0.27%	4030			
2007年7月21日	3.33%	0.27%	4059			
2007年8月22日	3.60%	0.27%	4980			
2007年9月15日	3.87%	0.27%	5312			
2007年12月21日	4.14%	0.27%	5102			
2008年9月16日	4.14%	0.00%	1987			-38.48%
2008年10月9日	3.87%	-0.27%	2075			
2008年10月30日	3.60%	-0.27%	1764			
2008年11月27日	2.52%	-1.08%	1918			
2008年12月23日	2.25%	-0.27%	1897			
2010年10月20日	2.50%	0.25%	3004	-7.66%		18.24%
2010年12月26日	2.75%	0.25%	2835			
2011年2月9日	3.00%	0.25%	2774			
2011年4月6日	3.25%	0.25%	3001			-26.80%
2011年7月7日	3.50%	0.25%	2794			
2011年12月30日	0.00%	0.00%	2199			-15.20%
2012年6月8日	3.25%	-0.25%	2281			
2012年7月5日	3.00%	-0.25%	2201			
2014年11月21日	2.75%	-0.25%	2487			
2015年2月28日	2.50%	-0.25%	3310			16.63%

我们预计，若人民银行要扭转人民币贬值预期，就应该跟随美元加息。所以，不可不提防 2017 年中国央行突然加息对市场的短暂的冲击。

正值年末中央举行经济工作会议，会议提出要抑制资产泡沫，防范金融风险，避免大起大落。预计 2017 年货币当局会采取从紧偏中性的货币政策。

当然，政策收紧的出发点并不是为了制造金融危机，但房市和股市的资产泡沫过大也会影响产业资本去虚救实，而实体经济的转型更需要适度去杠杆去泡沫。所以，我们预计 2017 年上半年 A 股有望出现 10-20%



的下跌。货币政策由松到紧的转变可能会引起市场风险偏好的下降。

最近外资机构一致唱多 2017 年的 A 股，目标都定到了 4000 点！每次外资唱多 A 股否没好事，比如 2007 年和 2015 年！明面上唱多，暗地里却做空人民币，在新加坡新华 50 股指期货大量开空仓做空 A 股，在香港卖出大量的 A50 认购期权让散户买，继续赚权利金。联想到最近沪深 300 股指期货准备恢复正常功能（即恢复杠杆），显然，2017 年 A 股下跌的概率大增，外资们特点就是先捧后杀！明多暗空，如果大家觉得我这是阴谋论，也可以去论证。

因此，我们切不可盲目乐观，武断认为加息有望刺激泡沫进一步放大。实际上，在加息初期，往往伴随着股市的加速下跌，2017 年或是熊市的最后一段。只有当泡沫得到控制，股价安全边际得到提升之后，随着经济复苏、企业盈利增速恢复上行，股市才有可能伴随通胀上行和加息周期的持续而进入“戴维斯双击”牛市。

从市场层面来看，我们预计，本次小幅反弹过程中，上证 3150 点大概率难以突破。过往经验告诉我们，一旦两桶油启动，行情就进入最后的章节。资金驱动型的本质特点不会改变，在加息周期来临之际，没有新增资金或宽松的预期，交易量的逐步萎缩已经表明光靠“混改”等概念题材是无法调动人气的。换言之，过往两年的混改题材毫无新意，从前面几家央企的混改经验来看，业绩改善的艰难困苦超过市场预期，继续讲故事的逻辑已经受到了监管层严控借壳的执行，导致壳股东纷纷抛售手里的筹码。随着本次监管严格收紧审核上市重组之后，壳资源的价值已经大大降低，很多借壳上市的项目大概率被终止，新股发行加速预示注册制推行山雨欲来，中小创讲故事的企业面临估值大幅回落，未来半年是 A 股去泡沫、与国际接轨的重要时间窗口。

行业配置策略

从货币政策取向和“债转股”等政策来看，综合考虑国企改革、A 股纳入 MSCI 指数及养老金入市事件的影响，高股息板块值得重视，诸如金融消费板块。以基建、电力、石化、能源为主的央企蓝筹股的价值已经凸显，建议配置。

推荐：券商股属于周期性成长股

尽管受经济周期的影响，券商股的弹性较大，但我们仍看好中国券商股未来几年的成长性。从行业长期发展来看，资本市场是供给侧结构性改革的重点，直接融资比例提升有助于中国经济转型，当前各项政策都在支持资本市场的发展。其次，券商业绩成长性确定。证券业是中国经济转型的最大受益者之一。作为资本中介，直接受益于直接融资比例的提升和资本市场的爆炸式发展。尤其是二级市场交易量的爆发式增长，创新步伐进一步加快，发行注册制、衍生品及创新业务等对券商收入增长均是重要驱动因素。考虑到交易量的企稳，上调 2017 年上半年券商业绩预期，建议等估值继续跌落后的价值投资机会。

推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

在中国“一带一路”战略及全球高铁网建设的需求推动下，全球基础设施投资仍是中国及全球经济稳增长的核心要素，尤其是高铁行业及城市轨道交通等投资。因此，高铁及城轨等投资项目仍将是未来 5-10 年中国及各国主要投资的方向，建议关注高铁及相关子行业的机会。另外，中国基础设施技术的出口将为中国化解产能过剩提供有力支持。在最近两年经济增速放缓过程中，轨道交通行业因为国家投资拉动而能够超越传统经济的下行周期。

推荐：核电板块

在日本福岛核电危机过去之后，中国核电的安全技术要求更高，核辐射的威胁降到了最低。核电占中国整体发电量的比重不足 5%，距离美、日、法等发达国家核电占比普遍在 10-15% 而言，仍有较大提升空



间。由于普通投资者对核电的危机意识和风险意识过于强大，也导致了核电板块股价的低估和风险偏好的下降，这对价值投资者而言，或许是个发掘低估的机会。随着国家对清洁能源的不断加大力度的推广，核电的复苏已经开始。

推荐：有色金属、煤炭等大宗商品相关行业

中国经济结构调整，2017年大宗商品价格出现震荡盘升的可能性较大。需关注不同细分品种的下游需求回升带来的价格拉动机会，基本金属和煤炭板块有望迎来供给收缩对应的反弹机会。

推荐：债转股带来银行股中线配置价值

尽管银行业受房地产市场波动的影响很大，但随着经济转型与改革的深入，以及直接融资比例的大幅提升，银行资产出现质量恶化的风险在下降。同时，银行本身的拨备比例较高，能够抵御较强的系统性风险，资产质量的不确定性在降低；加之债转股的推出，银行资产质量风险在下降，拨备降低之后，盈利能力将有大幅改善机会，建议中长线对银行股保持乐观。长期来看，银行股的估值修复机会空间较大。低估值银行股为长线资金提供了买入的机会。但中小银行的差异很大，一些管理不善的银行未来存在破产的风险，建议区别对待。

中性：房地产行业前景中性

房地产市场的救市政策陆续推出，从供给侧改革的取向来看，化解房地产库存成为处理房地产风险的首选。另外货币政策的宽松空间边际下降，随着各地限购和限贷政策的推出，包括房地产税的重新铺开，预计未来房地产市场出现调整的概率加大。密切关注美联储加息幅度和香港房价的下滑态势。考虑到房地产龙头最近升幅较大，建议适当降低房地产行业股票配置比例。

2017年土地流转政策可能出现重大变化，其对房地产市场的长期走势影响较为深远，建议关注土地流转板块的阶段性机会。

推荐：保险，尤其是寿险公司

保险公司利润模式呈双轮驱动，保费收入与投资收益成为推动公司业绩上涨的动力，保费收入的赚钱效应将能够抵挡一部分投资收益下滑带来的对净资产的影响。其风险是由于高权益类资产占比的特性所致，当市场出现深幅调整时，投资收益的赚钱效应无法体现。当股债双牛的市场特征出现之后，保险投资收益将大幅增长，戴维斯双击的特征明显。

推荐：国企改革与电力、石油石化等传统行业的转型

能源改革势在必行，电力、石油石化行业将受益于国企改革。石油价格长期上涨趋势不变，在经济低谷期，能源价格便宜，投资能源企业正逢其时。推荐目前低估值的石油和电力等大蓝筹，尤其是盈利能力强、股息率高的企业。

推荐：交通运输行业

受全球经济不景气影响，交通运输（航运、航空、高速公路）及港口仓储业估值较低，但相比2013、2014年而言，安全边际已经不够理想。2017年国企改革的进一步推进及行业转型的预期将带给交运板块阶段性机会。建议把握机场、高速公路、基础设施建设等高股息率公司的价值投资机会。

推荐：工程机械板块

最近中国工程机械行业已经逐步走出谷底，或将保持稳定发展的势头；过去三年工程机械龙头公司跌



幅普遍超过 70%，目前价值低估。这类国企上市公司，正面临经营、销售转型及国企改革的多重催化剂，值得挖掘。

谨慎推荐：建筑建材

在基建投资的拉动下，建筑行业整体业绩分化，但龙头公司处于复苏期，股价出现分化。在经济下行压力下，稳增长扩大基建投资似乎是必然的趋势，但仅凭城市地下管廊、海绵城市及 PPP 等几方面目前仍旧无法令市场对建筑行业预期发生根本变化。因此，启动铁路、公路、城市轨道交通等基础设施建设仍是稳增长的重点。

建材行业目前处于“L”型走势的右侧，2016 年底部确认后有望阶段性复苏。而 2017 年将继续行业大规模的并购整合，主要来自于两方面，首先是两大央企集团，中国建材集团及中国中材集团的整合，这将涉及 5 亿吨的水泥产能(占全国的约 20%)；其次从供给和需求端发力，不排除 2017 年的传统周期品仍有中等级别行情。

增持：食品饮料及相关消费股

白酒股的龙头企业目前估值合理，CPI 上涨是股价上涨的催化剂，建议增持负债率低、现金流充裕的优质白酒公司，比如茅台、五粮液、泸州老窖。因为在未来白酒行业的淘汰和重组过程中，拥有现金支持的龙头公司将具有更为强大的兼并收购能力。

总结：2017 年继续看好高股息、低估值蓝筹股及国企改革的主题投资机会，阶段性建议关注电力改革、新能源、环保水务及土地流转等受益于国家产业政策的板块和行业，及受益于供给侧结构性改革的煤炭、钢铁、有色等行业的阶段性机会；同时随着直接融资比例的提升、养老金制度和所得税改革的推动，大金融板块也存在系统性机会。

风险提示：

当前 A 股市场处于改革牛 2.0 阶段，改革红利的释放仍是渐进的过程。在经济转型背景下，若上市公司整体业绩增速低于市场预期，或市场整体估值提升过快，以及政策出手干预、抑制泡沫，这些因素的出现都将导致市场波动加大。另外新三板分层交易、注册制发行等供给超预期扩张对高市盈率股票的冲击也应该引起注意。因此，无视市场风险、盲目乐观、过度放大杠杆等，都是危险的做法。投资者在分析及把握投资机会过程中应避免盲从、坚持独立客观的分析，建立一套符合自己特质的、并经过实践检验的、存在较大胜率的交易模式或投资体系。

大类资产配置策略：超配权益类资产

从人民币资产配置策略出发，由于目前经济增速仍处于放缓阶段，但资产泡沫风险隐现，当前的稳增长手段仍以“宽财政、稳货币”为出发点。考虑到一二线城市房价已经处于高位运行态势，随着国家对一二线房地产市场的调控加大，其高估的房价加上紧缩政策带来的影响恐怕不容小觑，我们预计，2017 年一二线房地产市场走熊的概率颇大；而利率长期的下行趋势，或这意味着固定收益产品缺少吸引力，作为中国居民过去的两大人民币资产配置主体——房地产和固定收益等类货币资产——都将面临占比下降的趋势，而股票、保险等资产将有较大的提升空间。

从大类资产配置轮换的角度而言，美元升值导致石油、黄金等大宗商品价格低迷，现金及货币基金、银行理财产品等固定收益类产品年化收益率与股票等权益类资产相比也没有明显优势。从历史对比来看，自 1991 年以来，沪深两市指数年化收益超过 10%，而黄金和人民币的年化收益分别为 2.9%和-4.1%。我们建议长期以股票、股票型基金等权益类资产作为资产配置的方向，配置比例可在 60%以上，给予“超配”评



级。

【资金流向】上周个股资金流向

个股资金流入：

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	主力净流入额 (万元)	成交额(万元)	主力净流入 率(%)	连续流入天 数
603708.SH	家家悦	54.63	111,638.24	239,819.69	46.55	5
300568.SZ	星源材质	-7.50	70,897.45	462,303.52	15.34	-1
002347.SZ	泰尔股份	2.15	59,720.83	395,379.48	15.10	5
603660.SH	苏州科达	1.61	57,017.27	267,828.50	21.29	5
603300.SH	华铁科技	18.52	51,758.18	456,269.44	11.34	3
600050.SH	中国联通	15.02	47,657.42	1,841,356.83	2.59	-1
603928.SH	兴业股份	60.95	44,313.24	102,781.59	43.11	2
600703.SH	三安光电	4.56	43,347.33	209,264.44	20.71	5
002831.SZ	裕同科技	52.46	41,673.17	134,758.92	30.92	5
000612.SZ	焦作万方	11.36	40,525.73	269,190.30	15.05	5

个股资金流出：

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	主力净流入额 (万元)	成交额(万元)	主力净流入 率(%)	连续流入天 数
000651.SZ	格力电器	-3.60	-98,089.01	1,067,010.83	-9.19	-5
600466.SH	蓝光发展	-5.48	-95,990.02	1,079,950.29	-8.89	-5
600909.SH	华安证券	-11.42	-89,621.99	940,826.39	-9.53	-3
300268.SZ	万福生科	-17.94	-77,874.67	546,753.07	-14.24	-5
601766.SH	中国中车	-0.60	-76,206.79	563,826.09	-13.52	-5
300317.SZ	珈伟股份	-7.63	-74,034.41	367,703.22	-20.13	-4
600679.SH	上海凤凰	-16.31	-73,126.32	642,344.59	-11.38	-3
002695.SZ	煌上煌	-12.30	-71,910.68	407,646.90	-17.64	-5
000595.SZ	宝塔实业	-16.02	-61,346.85	511,245.75	-12.00	-5
300059.SZ	东方财富	-6.48	-61,109.81	365,071.52	-16.74	-5

数据来源：WIND



适应对象：本产品属于高风险类产品，适合激进型投资者。

产品简介：以自上而下的分析逻辑，对最新市场及宏观数据、资金流向及估值结构进行分析回顾，并对未来市场走势进行研判，最终给予资产配置建议。

风险提示：每天的盘面变化有很大的不确定性，虽然我们尽力回避可能的风险，尽力寻找可能的机会，但我们无法保证每次投资建议的准确性。

资质申明：

中国证监会核准华林证券有限责任公司证券投资咨询业务资格

作者申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券投资顾问，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、公正及客观，结论不受任何第三方的授意或影响，特此申明。

免责声明：

本报告专供华林证券有限责任公司证券投资顾问及特定客户使用，作为其向客户提供证券投资顾问服务的依据之一，不同于本公司发布的“证券研究报告”。

版权申明：

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构及个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。

风险提示：

市场有风险，投资需谨慎。本公司证券投资顾问可能根据本报告作出投资建议，投资者应当充分了解证券投资顾问业务中的风险：

投资者接受证券投资顾问服务后需自主作出投资决策并独立承担投资风险。

本公司及其证券投资顾问提供的服务不能确保投资者获得盈利或本金不受损失。

本公司及其证券投资顾问提供的投资建议具有针对性和时效性，不能在任何市场环境下长期有效。

本报告作为投资建议依据时，可能存在不准确、不全面或者被误读的风险。

本公司及其证券投资顾问可能存在道德风险，如投资者发现投资顾问存在违法违规行为或利益冲突情形，如泄露客户投资决策计划、传播虚假信息、进行关联交易等，投资者可以像本公司投诉或向有关部门举报。

上述风险揭示仅为列举性质，未能详尽列明投资者接受证券投资顾问服务所面临的全部风险和可能导致投资者投资损失的所有因素。

华林证券财富管理中心

地址：深圳福田区民田路178号华融大厦6楼

邮编：518048

公司网址：www.chinalions.cn