

中财生生资本 2017 年度策略报告

中财生生资本·投资部·丙科

一、 观点概要：

全球面临衰退，唯一处于复苏的美国又进入加息周期，但国际环境对中国经济影响其实非常有限，中国经济更大的问题来源于自身。经济下行压力巨大，改革红利“芳踪难觅”，货币政策已无空间，财政政策受真实赤字率和地方债务率掣肘，2016年飙升的楼市进一步压缩了经济政策的回旋余地。

中央经济工作会议释放明确信息，深化推进“三去一降一补”；促进房地产平稳健康发展，同时大力抑制资产泡沫，既不希望房价大涨，也不希望房价暴跌；混合所有制改革是国企改革的重要突破口，而产权保护顶层制度设计的出台，未来有望提升民间资本参与 PPP 项目和国企混改的积极性。

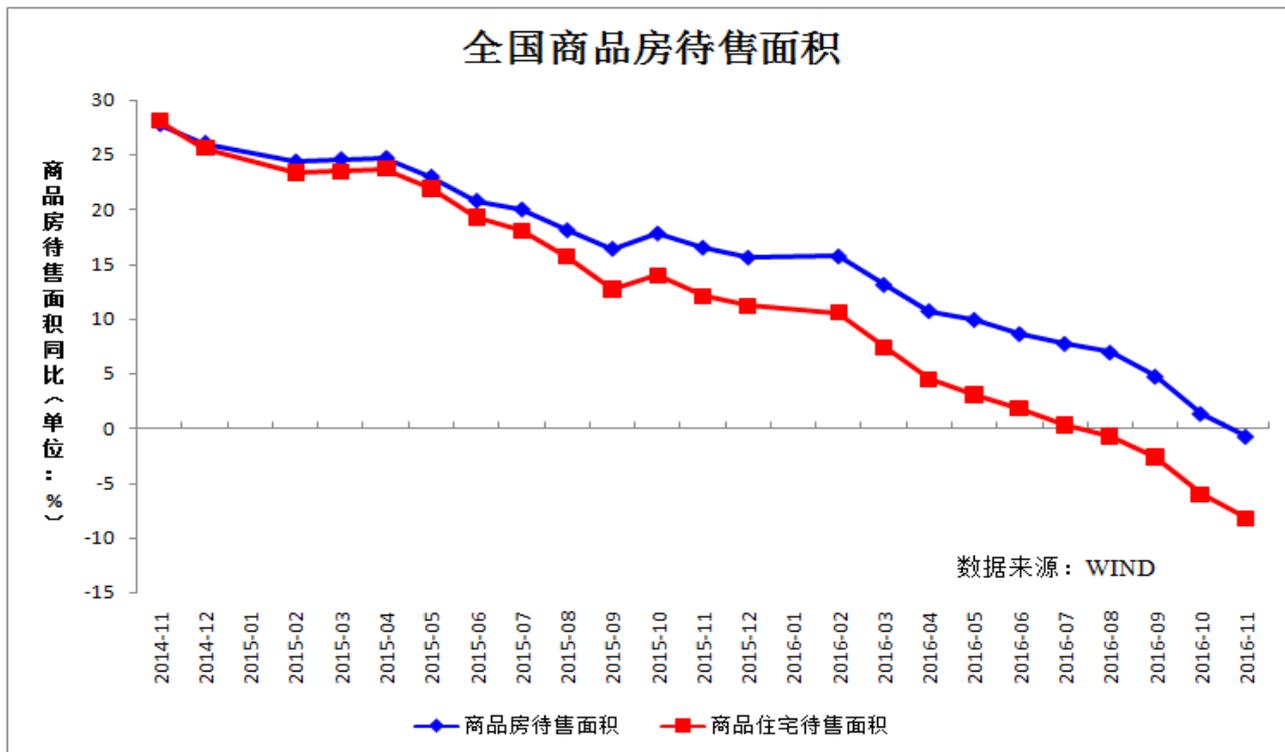
2017 年将是基建大年，也是 PPP 开始发力之年；债转股是“去杠杆”的重要工具之一，可以作长期关注；基本金属熊市周期已经走完，投资机会已有显现；新兴行业孕育着大量的投资机会，但机遇与风险并存，关键还是核心技术的突破和模式的创新。

中国 2017 年经济面临的两大风险：滞胀风险和政策风险。

二、 宏观经济形势简述：

中国的宏观经济形势并不乐观，全世界主要经济体，除美国外，皆处于衰退中，欧元区更是面临分崩离析之虞。全球一体化，使得本就承受极大下行压力的中国在全球经济退潮中势难独善其身。人口红利逐渐消失，经济又缺乏新的增长点，全球性的衰退令本就疲软的出口雪上加霜。最重要的是，市场殷殷以盼的“改革红利”，由于改革步伐远低于预期而迟迟“芳踪难觅”，不得已只得依赖持续的刺激政策来提振经济。殊不知，刺激政策相当于是往快要熄灭的炉火中添纸，烧得一时旺，但转瞬就会烧完，只能不断再添纸，并且得越添越多。想要炉火重新旺起来，不能靠添纸，而得靠添柴。对于中国经济来说，“柴”就是经济改革贯彻实施，以及新的增长点的发掘。

针对中国经济面临的严峻形势，2015 年底的中央经济工作会议曾提出五大经济工作任务：去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。从理论上说，这五大任务定位不可谓不准。但是，实际操作起来，却有相当的难度。甚至可以认为，仅是“三去”，就很难同时完成。

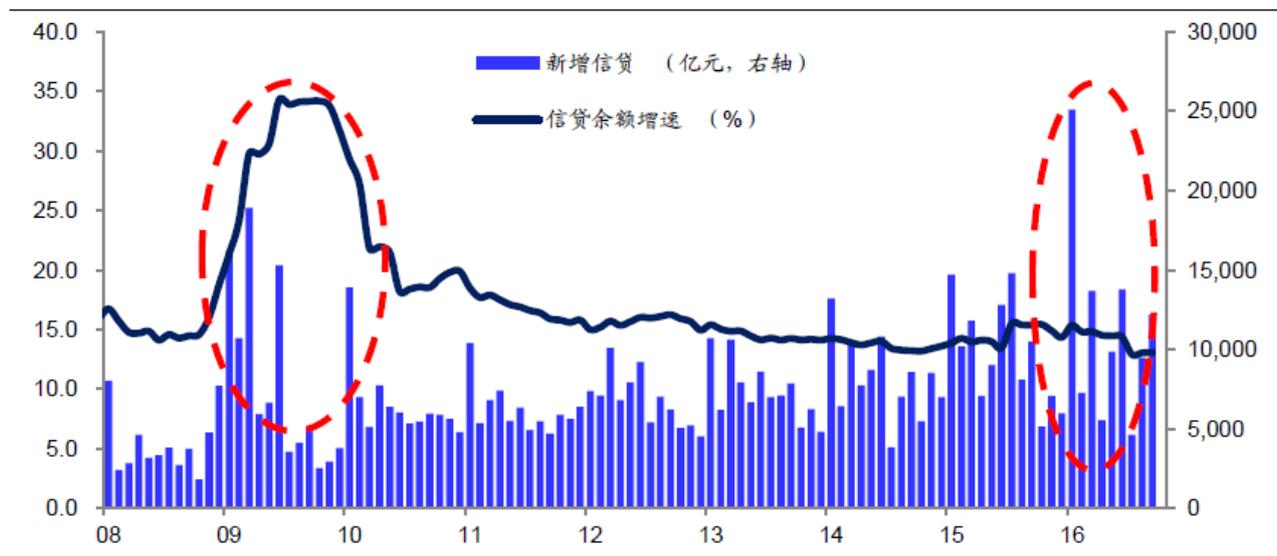


(数据来源: WIND)

图上可以看出,自从2015年底中央经济工作会议提出“三去一降一补”的口号以来,房地产库存的确在持续下降,但下降速度与之前几乎持平,这看上去与“将去库存作为主要经济工作任务之一”的论调有些不甚相合。

而与此同时,2016上半年信贷增速则呈现井喷,仅1月份,信贷新增即达2.5万亿,1季度高达4万亿,均创历史同期新高,唯2009年同期可以与之相比。而2009年发生了什么,我们都清楚:一直以来被各方经济学家诟病不已的四万亿投资。

图20 新增信贷、信贷余额增速

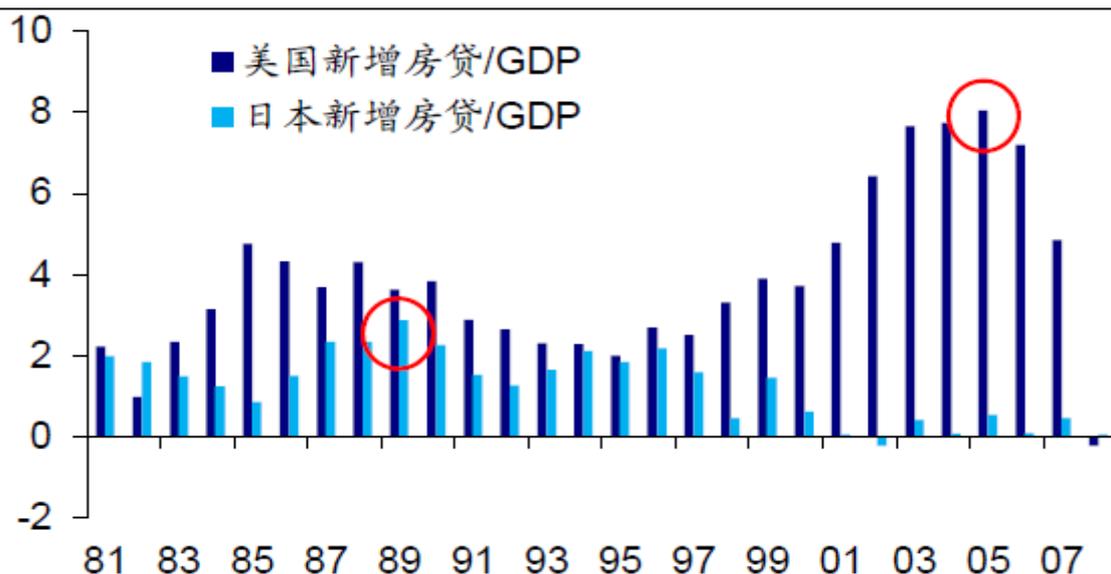


资料来源: Wind, 海通证券研究所

上半年，工农中建四大行合计的新增个人住房贷款，超过合计新增贷款的 50%；七月，全国新增贷款 4636 亿元，几乎全部来自房贷；9 月新增贷款 1.22 万亿，个人住房贷款增量占比 35.7%。前三季度合计，个人住房贷款增量也占总新增贷款超 50%。若不是国庆期间，中央出重拳打压房地产泡沫，并且之后组合拳招招连击，相信四季度的数据会更加触目惊心。

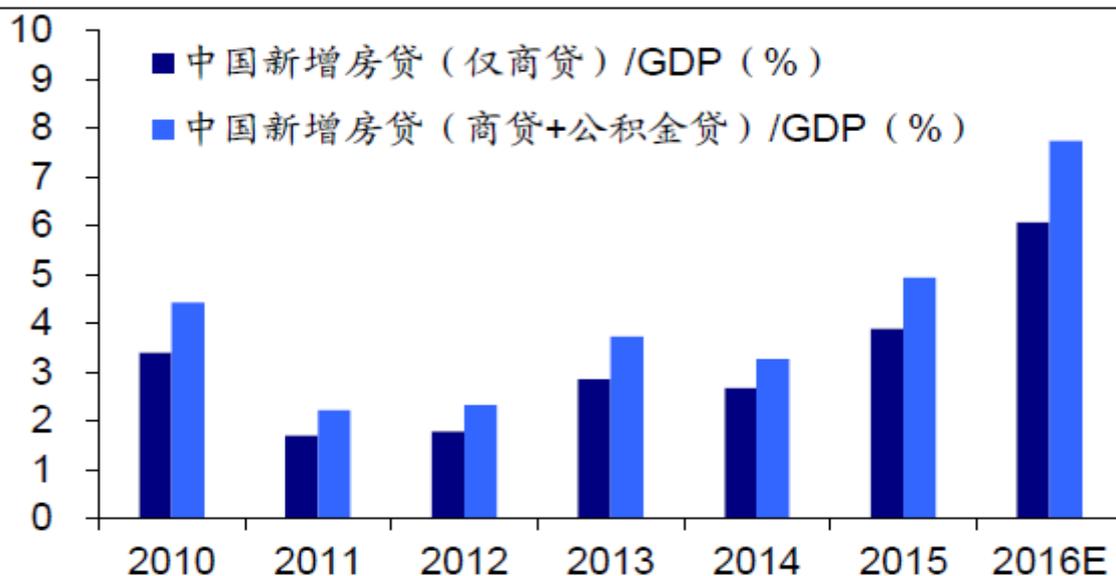
所以，一方面中央在呼吁“去杠杆”，而楼市却在“去库存”的过程中，不遗余力“加杠杆”，显然是与中央的意愿背道而驰的。

图34 美国、日本居民新增房贷/GDP (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图35 中国居民新增房贷/GDP (%)

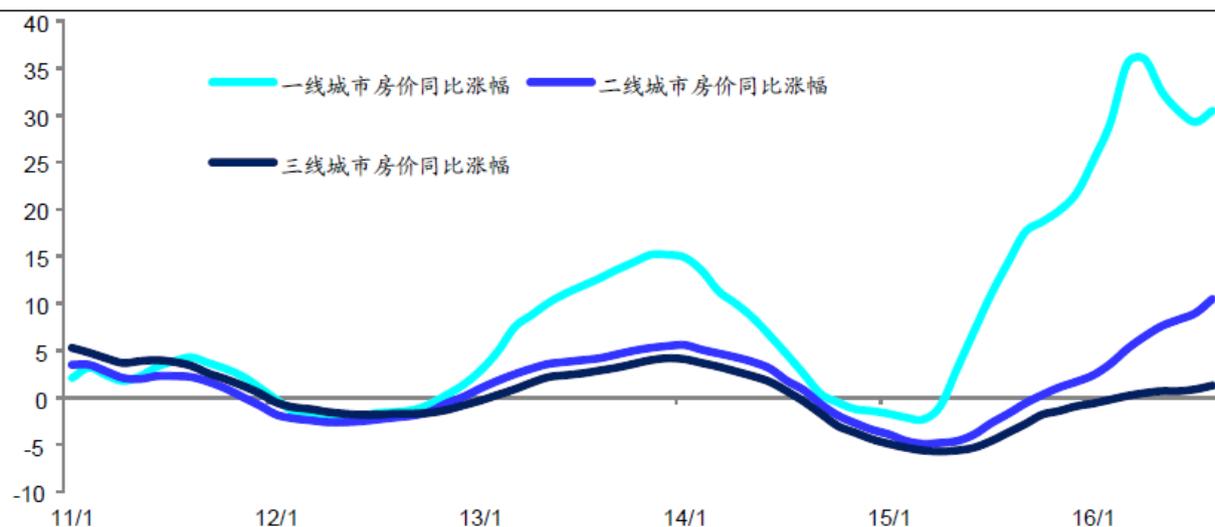


资料来源：Wind，海通证券研究所

判断楼市杠杆率，有一个重要指标，即年内新增房屋贷款占当年 GDP 的比重。日本楼市泡沫最大的 1989 年，这个比值也从未超过 3.0%；美国次贷危机前，泡沫最高峰的 2005 年，也就是 8.0%，而中国仅 2016 上半年，这个比值就达到 8.6%。考虑到四季度中央的重拳打压楼市泡沫，全年可能相比上半年有所回落，但无论如何也预期在 8.0% 上下。

换言之，仅房地产这一块，中国的杠杆率便已接近一个极度危险的区间，而且，即便在这样高的杠杆下，资金总量也已不能支撑整个房地产市场，而仅能提振一二线城市房价上涨而已。

图42 主要 70 城市二手房价涨幅 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

“去库存”未见进一步发力，楼市又在“加杠杆”，我们可以认为，“三去一降一补”的元年，这“去库存、去杠杆”实现得并不怎么样。

再来看看“去产能”，作为 2015 中央经济工作会议的五大经济工作任务之首，2016 年整体执行情况处于“先抑后扬”的态势。发改委数据显示，截至 7 月底，“去产能”任务重中之重的钢铁和煤炭两块，分别完成全年任务量的 47% 和 38%，与中央“时间过半，任务过半”的要求存在差距。8 月，部际联席会议组成 10 个组赴地方开展去产能专项督查。此后，去产能进度明显加快。短短两个月时间，去产能完成全年三分之一以上的进度。在 10 月 25 日的新闻发布会上，国家发改委副秘书长许昆林表示，截至 9 月底，钢铁、煤炭两个行业退出产能均已完成全年目标任务量的 80% 以上，部分地区和中央企业已经提前完成全年任务。

但是，部分调研显示，去产能快速推进的背后，大量长期停产或闲置的产能被列入其中，去产能的实际效果要弱于数据进度。中国联合钢铁网调研称，剔除了宝钢、武钢后，24 个省市宣布炼铁和炼钢去产能目标分别为 4035 万吨和 8180 万吨，其中长期停产或闲置产能占比超过一半，分别为 62% 和 71%，而且在 24 个省市中，有 14 个省压缩的炼钢产能全部为长期停产或闲置产能。

所以说，去产能的执行情况，事实上水分很大。但就在这样的水分下，钢铁和煤炭价格

却迅猛地飙涨起来。涨价的预期，令部分原本面临去产能的钢煤企业不愿意轻易去产能了。进一步探究，如果去掉长期停产或闲置产能，今年 24 省市炼铁炼钢去产能其实只完成了目标的 38% 和 29%，这样的去产能成绩，无论如何不可能推动钢价如此飙升。所以我们认为，钢价的飙升，除了去产能预期之外，还有一二线城市地王频现、房价飙涨、以及市场通胀预期诸多原因。11 月 23 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议时表示，煤炭钢铁去产能工作总体顺利，应充分肯定。但也确实存在个别不守规矩、偷奸耍滑的企业，国务院要派调查组坚决查处、严肃追责，“不能让一颗老鼠屎坏了一锅汤”。



(数据来源：WIND)

尽管李总理对钢煤企业去产能工作总体给予肯定，但他的态度，结合上述调研结果，其实已经充分说明了，2016 年“去产能”这一任务完成情况，顶多只能算差强人意。煤炭价格的飙涨，压低了钢铁企业的利润，无形中也加重了钢铁行业“去产能”的负担。而楼市“去库存”引发的一二线城市房价疯涨，也进一步间接推高了钢铁乃至煤炭行业的涨价预期。我们之前所说，“三去”同时开展，难度非常高，便是此理。还有一点不能忽略的是，“三去”必将触动部分既得利益者的蛋糕，今年的楼市和钢铁煤炭“闹剧”频现，正是为此。坊间流传段子“开足马力去产能，全面涨价去库存，大肆举债去杠杆”，并非完全是愤世嫉俗之言。

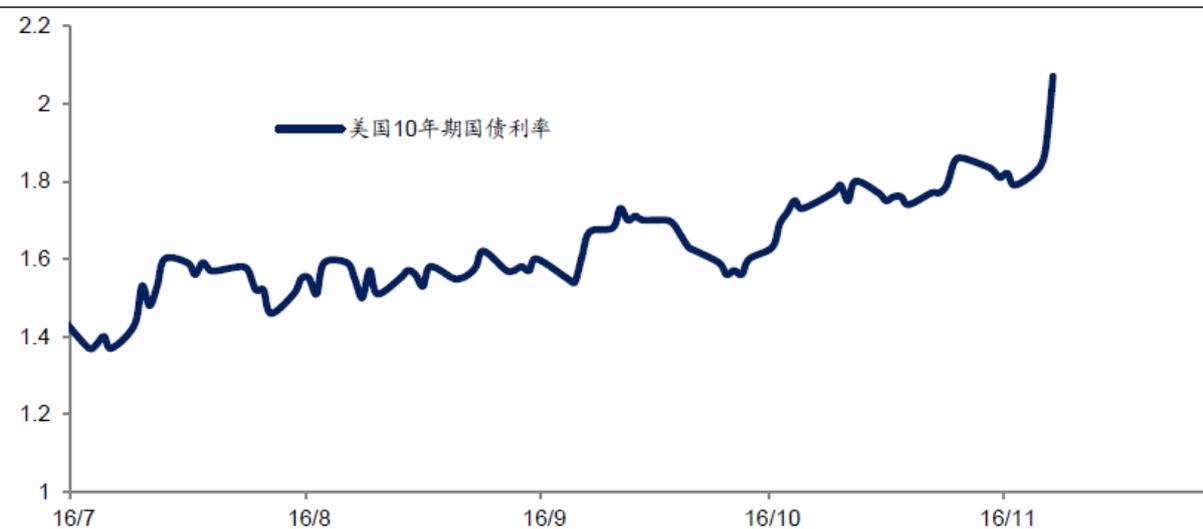
综上所述，“三去一降一补”也好，“结构性改革”也好，任重而道远，并非朝夕可得。但同样也看得出，中央这一次“结构改革”的决心非以往所能比拟。背后深层次的原因，当然是不容乐观的经济形势，再任其发展，甚至可能会影响到国家稳定繁荣和党的领导地位。年初，我们撰写的《2016 宏观经济和 A 股走势展望》中，用了“保守治疗”和“动手术”来

比喻结构性改革，这里，如果继续用这个比喻的话，就是中国经济的肿瘤到了必须要接受手术开刀的时候，否则随时可能威胁生命。

至于外部环境的恶化，我们倒不是太过担心。先说欧盟，即便欧盟真的分崩离析，我国在欧洲的首要贸易伙伴德国，并不会受到太大程度的经济冲激。只是其这么多年以牺牲自身经济利益为代价，试图建立一个以德国为核心领导地位、掌控各国财政大权的经济共同体的种种努力付诸东流了。但从另一个角度说，何尝不是开启了德国甩掉包袱，轻装前行的新纪元？

再说美国，市场之前普遍对美联储 12 月的加息忧心忡忡，更对美联储开启为期三年、每年三次的加息周期耿耿于怀。但我们认为，美联储几乎没有可能完成这项任务。

图3 美国 10 年期国债利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

美国长期国债收益率向来是美国市场利率的风向标，从 2016 年 7 月起，美国 10 年期国债收益率开始稳步攀升，11 月后更是加速狂飙 0.3% 以上，这当然是受美联储 12 月加息预期提振。而美联储 12 月加息，在我们看来不仅仅是对抗通胀风险这么简单，还有美联储挽救信誉的因素在内。

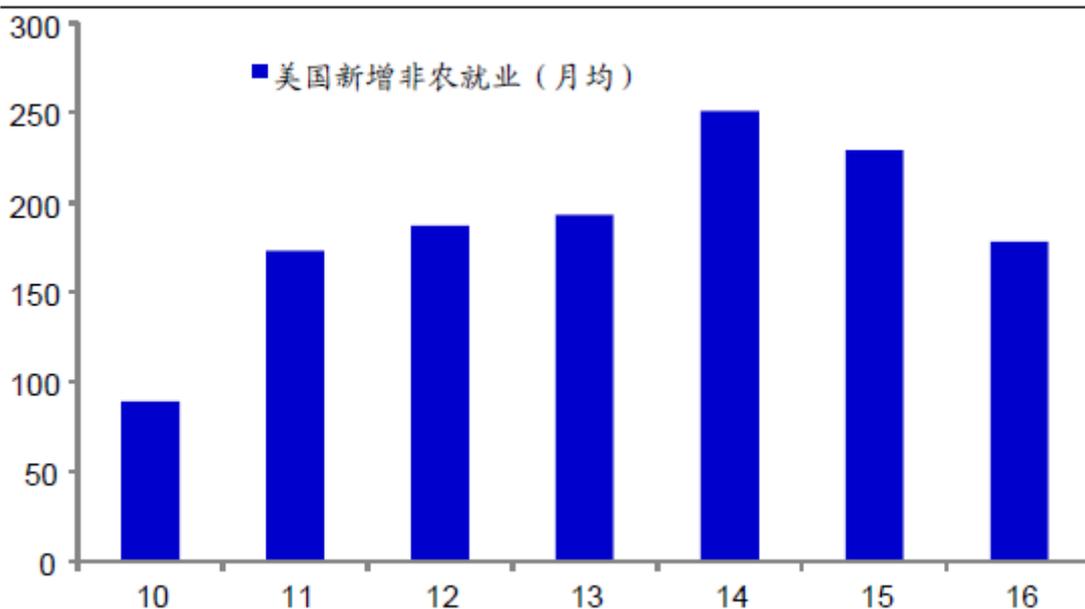
众所周知，自从布雷顿森林体系解体后，美国的经济是建立在美元货币地位的基础之上的，可以说美元的地位和美联储的信用是美国经济这座摩天大楼的基石。而自从次贷危机后，美国为缓解极度紧张的流动性，开启了长达数年的量化宽松（QE）道路，美联储不断印钱。虽然巧妙地利用美元的世界地位，让世界分担了次贷危机所引发的风险，并最终消弭了流动性危机，但代价非常巨大，美联储和美元的信用受到了严重的损害，其他经济体不愿意吃这哑巴亏，各经济体间签订不以美元计价的双边贸易协定之呼声甚嚣尘上。长期来看，势必动摇美国经济赖以生存的基础。所以，在美国经济迎来复苏之际，美联储必须小心翼翼地重拾自身信誉，如此才有可能在维护美元和美国经济的霸主地位。

在这样的前提下，美联储 12 月的加息，仍可谓“千呼万唤始出来”，正说明了美国对于

自身经济复苏步伐信心不足，美联储不敢轻易加息。换言之，12月的加息，“无奈之举”的成分，占了不小的比重。

特朗普在大选中胜出，成为新一届合众国总统。其所宣扬的施政方针中，“大力投入基建”和“制造业回归”是非常重要的两条。而这两条，尤其是基建，恰恰对资金的依赖非常大，而同时特朗普还承诺“减税”，那么必然进一步增大基建投入的资金压力。而随着美国长期国债收益率攀升，不但社会融资成本越来越贵，同时也将导致债券价格下跌，势必打压投资者购买债券的积极性。简言之，就是若长期国债收益率持续攀升，势将导致“融资贵、融资难”的尴尬境况，这势必给特朗普的施政方针带来重大负面影响。

图46 美国新增非农就业（千人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

美国面临的另外一个严峻问题来自于就业。据统计，次贷危机后的2009年以来，美国总共创造了1000万个就业岗位，但退出就业的人口总数达1400万。目前，美国劳动参与率只有约63%，这还只是表象数据。美国在统计失业率的时候，是以“找工作的人数”为分母的。那些放弃找工作者，不计入分母。而次贷危机后的数年，美国人因为长期找不到工作而放弃，不是少数现象。也就是说，实际的劳动参与率，比表象的63%更低。尽管特朗普承诺减税、基建、减少进口和移民，试图增加国民的工作机会，但这可不是一蹴可就的事。美国的就业情况，仍会在相当一段时期内不太乐观，这又给美联储加息套上了一个枷锁。

综上，我们认为，国际环境对中国经济影响其实非常有限，中国经济更大的问题来源于自身。虽然国内经济形势不容乐观，但既身为炎黄子孙，怨天尤人殊为不智，愤世嫉俗更是于事无补。我们能做的，就是首先相信党，相信人民的智慧，然后运用我们自己的头脑和专业能力，在“危”中寻“机”，做精、做细、做优自己的本职工作，小到为自身的成长、和中财的发展，大到为国家民族振兴，贡献一份力量。

三、 2016 中央经济工作会议解读：

2016 年 12 月 14 日至 16 日，中央经济工作会议在京举行。大方向上看，今年的中央经济工作会议，和去年基本大同小异，是去年的一个传承，但细节上，却有着显著的不同。

会议提出的 2017 年第一项工作任务，就是**深入推进“三去一降一补”**。这本身是去年提出的口号。但和去年不同的是，在“去产能”方面，本次会议特地提到“要抓住‘僵尸企业’这个牛鼻子”。这不但在去年会议上讲述“去产能”时没有提到，在近几年的中央经济工作会议上都未曾出现这个词汇。结合李克强总理在国务院常务会议上“不能让一颗老鼠屎坏了一锅汤”的表态，我们认为，2017 年的“去产能”任务，中央会下狠手抓“僵尸企业”的处置，以及面临产能淘汰的企业偷奸耍滑、阳奉阴违的现象。

但是，我们认为，并不能因此就判断钢铁和煤炭价格会继续飙升。今年“去产能”过程中，钢铁煤炭价格狂飙，其实有几分蹊跷。市场上有一种说法是，去产能导致钢铁煤炭“供不应求”，这个说法我们不认可。上文说过，仅钢铁来说，去产能任务的大半本就属于长期停产或闲置的产能，真实的“去产能”非常有限。如此轻易地就改变了供需平衡，焉有是理？若果真如此，钢煤行业还有什么必要继续“去产能”呢？所以我们推断，这很有可能是由于生产企业和中间商一方面看到“去产能”提振的钢煤涨价预期，另一方面甚至也有面临部分产能淘汰企业“偷奸耍滑”对抗中央的因素，从而引发生产企业和中间商囤货惜售的行为。倘若中央重拳整治产能淘汰企业的“偷奸耍滑”，那么首先将消化这些库存。总之，无论如何我们不会相信，今年有限的“去产能”能够如此轻易改变钢煤行业的供需平衡。因此，明年深入推进“去产能”未必能推动钢铁煤炭价格大幅飙升。

2017 年第四项工作任务提到，要**“促进房地产平稳健康发展”**，这和去年会议中“去库存”这项任务提到的“稳定房地产市场”呼应。但所代表的意义大不一样。去年会议中提到，“鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业”今年没有再提“自然人”，只是简单地说要“要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。”与此同时，更加注重强调的是“房子是用来住的，不是用来炒的”、“严格限制信贷流向投资投机性购房”、“既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落”等内容。所以，该项任务当前的重点在于“平稳健康”，而不在于“发展”。

自从国庆期间中央突然出重拳抑制楼市泡沫起，我们当时就推断，中央这次的决心，不同以往，铁了心要整治泡沫了，如果当前政策不奏效，那么后续更严厉严格的政策随之即来。最后一个季度的情况，也证实了我们的推断。

上文提到，中国楼市杠杆率已很高，而资金总量已经托举不起全国范围的房价。在这样的情况下，一方面要抑制泡沫，一方面又要防止大起大落，操作上其实难度很高。我们推测，中央接下来有可能通过制度和法规，将购房的自然人和法人机构区别对待。尤其是在“因地制宜”的大前提下，对于楼市泡沫过高的城市，很有可能对自然人仍严格限购，而对于住房租赁机构限购条件放松，但在卖房年限、租金定价等方面加以限制，如此一方面治理租房市场乱象，另一方面更可以限制楼市炒作的空间。

会议还提出，“把去库存和促进人口城镇化结合起来”。我们认为，促进人口城镇化，需要地域层面上推动发展新的增长极。改革开放三十年，中国城市群的发展，基本是围绕三个增长极呈辐射式铺开，即以深圳、广州为核心的珠三角城市群，以上海为中心的长三角城市群，北京、天津为核心的京津冀城市群。而人民银行金融研究所前所长姚余栋曾表示，如果参考国外，每一亿人口就需要一个 2000 万级的城市与之配比，那么中国的一线城市数量根本不够，城镇化的第一阶段，就至少需要 8 个一线城市。我们认为，除北上广深外，杭州、成都、重庆、武汉最有望成为新的一线城市。杭州本就有向着一线城市发展的趋势，地处长三角城市群，与上海互呈犄角之势，又是浙江省会，金融地位亦非同一般；成都、重庆为成渝经济区核心，作为西部开发战略支撑点，可直接辐射覆盖云贵川陕、两湖乃至青海甘肃；武汉则是中部的领头羊，东承长三角城市群、西连成渝经济区，联系 12 月 7 日李克强总理主持召开国务院常务会议，审议通过“十三五”促进中部地区崛起来看，武汉地位不可小视。且“深入实施西部开发、中部崛起”也恰为本次中央经济工作会议所提及要点之一。

按上述逻辑，东北也应发展一个一线城市，但这点我们有不同看法。会议中也提及“振兴东北”，但按东北目前现状，“振兴东北”更接近于一句政治口号，安抚意义更大于实际作用。以目前现状来看，相比“东部率先”、“西部开发”、“中部崛起”，“东北振兴”可能耗时最长，难度最大。建国后，东北是国家首要的重工业基地，但随着矿产资源的逐渐耗竭，东北的重工业地位不复昔日荣光，缺乏新的经济战略增长点，当地部分大国企体制繁冗，运营效率低下，东北整体上缺乏对人才的吸引力，东三省 GDP 在全国排名也是倒数。在这样的情况下，东北首要任务是“自保”，而非“发展”。相信中央的政策偏向也是沿循“保”的思路，政策倾向会有，但不会太显著。

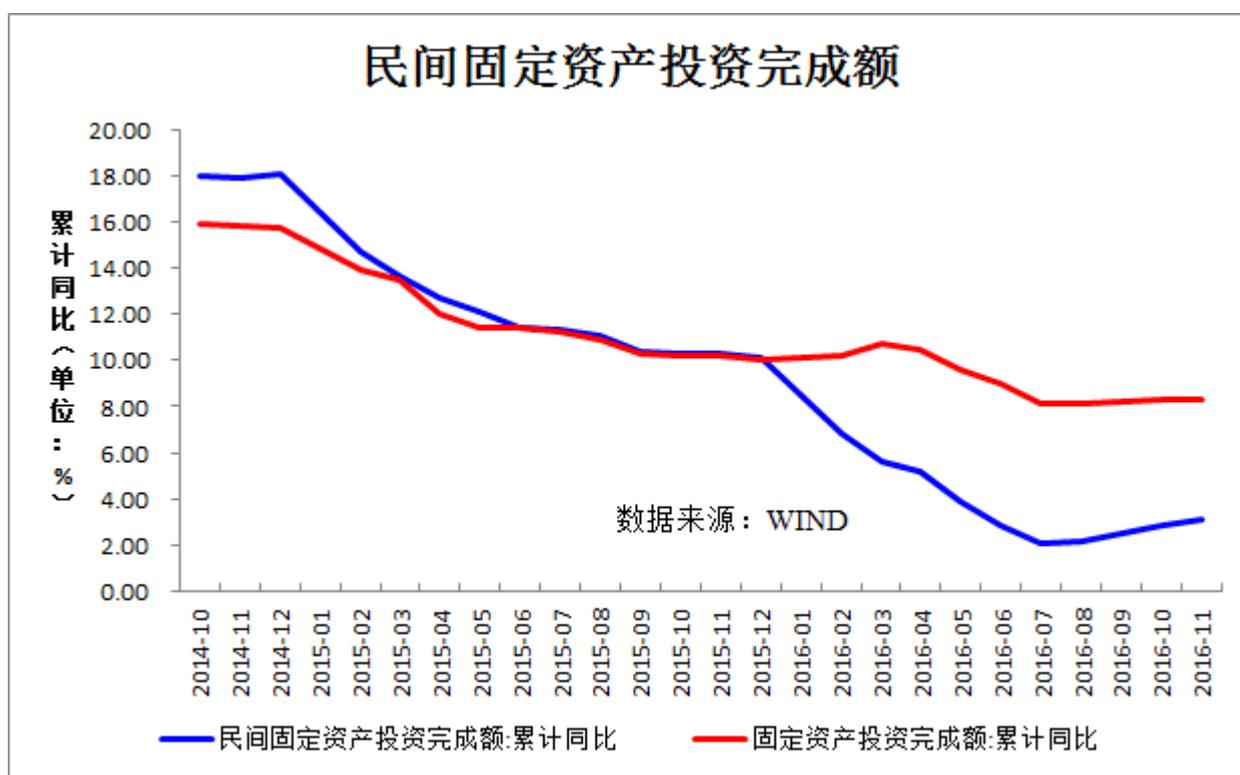
会议还强调，“要按照统筹推进、重点突破的要求加快改革步伐，更好发挥改革牵引作用。要深化国企改革，加快形成有效制衡的公司法人治理结构、灵活高效的市场化经营机制”。并且提到“混合所有制改革是国企改革的重要突破口”。然而，混合所有制改革，如果不能有完善的配套制度和法律法规加以配合，是吸引不了民资的兴趣的。归根结底，是政府的公信力不够，产权区分不明确，相关制度法规欠缺，执行力度更不到位。因此，民资对与国资合作经营，存在极大的顾虑和犹疑。

针对这种现状，11 月 27 日，《中共中央国务院关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》（以下简称《意见》）正式对外公布，对完善产权保护制度、推进产权保护法治化作出了全面部署。从 10 个方面提出了具体的改革措施，既涵盖了加强各种所有制经济产权保护、完善平等保护产权的法律制度等理论层面的举措，也包括诸如妥善处理历史形成的产权案件、严格规范涉案财产处置的法律程序、审慎把握处理产权和经济纠纷的司法政策等操作层面的做法。

《意见》的公布，可以看作是中国市场产权保护制度的顶层设计正式出炉，接下去，就应是具体化精细化，和有力、到位的执行。《意见》中，“妥善处理历史形成的产权案件”这句话引起了我们的兴趣。众所周知，香港 1974 年成立廉政公署（ICAC），但工作开展极其困

难，尤其是执法机关，包括香港皇家警察在内，阳奉阴违，不愿推进甚至明里暗里阻挠廉政工作开展的比比皆是。直到 1977 年 11 月，港督发表声明，对 1977 年 1 月 1 日之前的警方贪污既往不咎，这才开启了廉政工作顺利开展之路。我们认为，《意见》中的“妥善处理历史形成的产权案件”也有类似的目的在内。因此我们相信，产权保护的立法、执法是有一定现实意义基础的。然而，即便如此，也不能保证混合所有制改革能够大刀阔斧的推进。所谓“冰冻三尺，非一日之寒”，产权方面的历史遗留问题太多，民资料仍是不敢轻易涉足混改。这种情况下，就需要树立一些产权保护的“典型案例”，来给民资以信心，信心建立后，才有基础谈混改。

“典型案例”其实不难树立，当下就有一个非常好的机会：政府与社会资本合作下的公共基础设施建设项目融资，即 PPP。



2016 年以来，民间固定资产投资急剧下降，即便政府大力推行 PPP 项目，但民资似乎不太买账，原因与上文所提到的民资参与混改意愿不高的原因类似，害怕与政府合作经营过程中吃哑巴亏。而基建又是国家当前阶段经济发展的重中之重，对资金需求极大。因此，若能够通过产权保护配套制度法规细化来吸引部分民资参与 PPP，并通过执行到位、树立典型案例的方式来保障民资的应得利益，势必产生带动效应，不仅吸引更多民资参与 PPP，还能为混合所有制改革的推进打下制度层面的基础，吸引民资参与到混改中来。这与战国时秦国商君变法的“徙木立信”有异曲同工之妙。

四、 重点投资机会分析：

1、 2017 年为基建大年，PPP 有望开始发力：

中国经济的“三驾马车”：出口、固定资产投资和内需，国际环境的衰退，对出口冲击很大，即便人民币进入贬值周期，但外需不足，便难有显著起色；高昂的房价和生活成本挤压了老百姓的腰包，内需很难有显著提振；如此只剩下固定资产投资独木支撑中国经济了。固定资产投资向来以房地产和基建为主，房地产经过今年的加杠杆狂飙，中央已经意识到问题的严重性，下空前决心，重拳抑制楼市泡沫，所以房地产也无法指望。如此一来，不用说“稳增长”，即便是“稳定经济不让增速下降太多”，也需要基建来独挑大梁。

幸运的是，中国还是发展中国家，基建的需求和空间很大，像美国这样的发达国家，特朗普都有意发展基建，我们在基建方面必然有更乐观的发展前景。但基建同样存在问题，主要问题就是资金来源。长期以来，中央经济工作会议对货币政策的定调，都是“稳健”，但事实上年年都在发钱；而今年则是强调“稳健中性”，我们认为，政府也基本认定，货币政策的空间到头了。会议同时强调，“财政政策要更加积极有效”，但财政政策的施展空间有待商榷，据路透社分析，2016年，中国真实财政赤字率将破3%。此外还有大量地方债务面临到期，其中，债务规模最大的江苏省，全省地方债已突破1万亿。在这样的形势下，继续大肆举债开展基建的道路，未必能走得通。如此，基建必然要依赖PPP项目，从民间资本融资，合作建设和经营，才有望顺利完成。

我们在《2017年PPP模式基建》报告中，对其可行性进行了估算。如果从稳增长的角度去定义明年的经济工作，假设2016年GDP增速保持在6.7%左右，那么总量要达到72.20万亿，基础建设至少要达到11.6万亿。按照2017年稳增长政策达到6.5%，总量要达到76.9万亿，如果预期2017年房地产投资增速缩减到4.4%，制造业增速回暖4.3%，其他增速作相应调整。基础建设高达29.8万亿！再回到表一、表二和表三的数据分析可以得出，如果按照目前的落地率26%是根本无法保证明年6.5%稳增长的目标，必须继续扩充PPP基建项目储备数量和投资额，不断提高落地率，才能达到2017年稳增长的目标，所以可以预测出2017年将是基建大年，中央和地方政府会通过各种方式搞基础设施建设和公共服务拉动内需，另外当下债券市场疲软以及未来不被看好的预期存在，PPP模式将成为最重要的基建融资与经营方式。再者随着人民币继续贬值，外需结构调整结束后，或将会拉动出口的增速，以及基础设施建设对制造业的推动，带动国内的制造业发展。当然这是在保持GDP6.5%稳增长的前提下，明年如果各项投资没有达到预期，基本可以推断想要达到6.5%是非常困难的。

项目估算	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	假设增速	2016年	假设增速	2017年
实际GDP(亿元)						676708	6.70%	722047	6.50%	768981
实际GDP/名义GDP								99%		99%
名义GDP								729341	6.50%	776748
固定资本形成总额/名义GDP	44.99%	44.89%	45.27%	45.51%	45.04%	44.00%		45.14%		45.14%
固定资本形成总额/固定资产投资	76.97%	72.64%	67.04%	62.17%	57.86%	53.7%		49.70%		46%

资总额										
维持 6.5%GDP 增速所需要的固定资产投资(亿元)								662423		765555
房地产投资(亿元)						95979	6.40%	102122	4.40%	106615
制造业投资(亿元)						180365	3.60%	186858	4.3%	194893
其它投资(亿元)						143981	7.4%	154636	7.4%	166079
基建投资最低规模(亿元)								218808		297968

综上，我们认为，2017 年将是基建大年，也是 PPP 项目开始发力之年。推荐长期重点关注 PPP 基建项目。

2、债转股是“去杠杆”的重要工具之一，可以作长期关注：

在 90 年代的第一轮政策性债转股浪潮中，四大资产管理公司作为专业不良处置机构而诞生，至今仍为国内不良处置的主力军。在这轮债转股中，首批规模为 1 万亿元预计在三年甚至更短时间内完成。四大 AMC 受困于资本充足率的红线，本身无法承接那么大的量。再加上政府的目的是降低非金融企业的杠杆率，而非降低银行贷款不良率，这就使得银行占据了主导权。

未来有可能形成债转股市场的分层，高质量贷款银行采用“子公司设立基金”的模式继续持有，低质量贷款则出售给资产管理公司。因为债转股项目动辄上百亿，我们公司无法直接参与。但银行子公司设立基金募集社会资金的模式给了我们间接参与债转股的机会。

在认购债转股基金时，必须要侧重企业的选择，有三个要点可以帮助我们在最大程度上规避风险。第一，所转股的债权必须为正常类贷款，不能是不良贷款。第二，债务人最好是上市公司体内的资产，或是有可能被注入上市公司的资产。第三，与债务人签有回购协议。总之如果债转股针对的对象是有市场活力、但有债务困境的企业，那么债转股会给全社会带来长期价值。地方 AMC 对于本地有丰富的经验，对于地方政府有利益的需求，会导致其会是将来的中流砥柱。例如，11 月批准的浙江第二家 AMC 公司光大金瓯资产管理有限公司注册资本金只有 10 亿元，类似这样的地方 AMC 公司，未来料有望越来越多，我们参与其未来的增资，成为其股东不失为一个不错的投资路径。

3、基本金属熊市周期已经走完，投资机会已有显现：

我们之前完成了一份基本金属行业研报，大致内容如下：

铜：2016 年经过 1-10 月的铜价一直处于疲软低位震荡期后 11 月进入短暂的涨幅高达 25% 的疯狂，最终又在回落中趋于平静，此次铜价上涨主因资金的流动性和避险的需求及周边大宗商品普遍上涨的带动，但基于铜基本面缺乏支撑，应验了报告中分析的铜价的大涨在目前的内外因素和环境下不具有可持续性。2016 年国内仅有三个新增铜冶炼厂投放产能，大部分

铜矿山扩建和停产项目仍没有复产迹象，预计 2017 年将有 100 万吨精炼铜产能会陆续投放，但主要集中在下半年，2018 年的精炼铜产量增速将会受此影响。另外 2017 年铜价受供给量和消费需求的影响，涨幅有限，整体处于调整状态，局部会有一些较明显涨幅波动，具体下半年走势要好于上半年。

铝：2016 年在供给侧的改革下，国内铝锭开启去库存，另外受到国内“921 新运输政策”影响，公路运输成本上涨，导致当地积压库存上升，而现货供给紧张。随着当地积压库存的消化，铝锭的价格会随着供给的增加而下降。对于国内电解铝市场去产能行动，导致今年近 30 家电解铝厂减产的总产量达到 400 多万吨，预计 2017 年的产能能够得以释放，产量增速为 10.06%。受益于供给的紧张铝价整体上涨，行业整体盈利。但随着明年电力、汽车和建筑行业铝等需求增速放缓，铝市场将继续处于产能过剩状态，铝价将受到承压。值得注意的是需要关注明年政府铁路和城市轨道交通 PPP 项目落地情况，可能会消化部分库存，缓解过剩的状态。

锌：2017 年第一季度铅锌矿供应最为紧张的时期，国外基本面较强的原因是因为 2016 年 Century 矿，Lisheen 矿的闭坑以及嘉能可的停产，加之印度 HZL、墨西哥 Pe asquito 产量意外下降。而国内受到国外影响加上环保整治对于矿山产量的释放会有一个明显的压制以及“921 新运输政策”影响的延续。预计 2017 年上半年锌价仍旧看涨，随着嘉能可复产将出现拐点，后期供需趋于平衡状态，锌价将进入回调期。但鉴于锌本身不可再生性以及全球储量寿命较短，维持长期看多。

基本金属作为重要的工业品，本身属性决定了其价格牛转熊时会出现长期的高位宽幅震荡，而熊转牛当中的底部震荡周期较短，幅度也相对偏小。而对于基本金属生产企业来说，金属涨价的预期会提前提振企业的销售和利润。因此我们认为，商品熊市周期走完，中长期的投资机会便已显现。推荐 2017 年重点关注有色行业。

4、新兴行业孕育着大量的投资机会，机遇与风险并存：

近几年，新兴行业风生水起，新能源、人工智能、物联网、虚拟现实……八仙过海，各显神通。在经济发展进入新常态的大环境下，从前低人力成本、低附加值的“中国式加工”一去不返，核心技术的突破和模式的创新，以及建筑在这个基础之上的，高附加值的真正意义上的“中国制造”，才是中国经济长远发展的强大动力。

但是，核心技术的突破和模式的创新，并非朝夕之事，而是一个漫长曲折的过程。我们的研究工作也需要恒心和耐心，长期沉浸在市场一线，深入调研，把握行业企业核心竞争力和市场真实需求。

新兴行业相关的投资策略，我们会在以后的研报中陆续展现给大家。

五、 风险提示：

最主要的风险来自于两方面，一方面是滞胀风险，另一方面是政策风险。

中国经济面临下行压力，但钢铁煤炭行业的“去产能”却推动上游工业品原材料涨价，

另外人民币持续贬值，使进口依存度高的工业原材料，如原油、铜等成本飙升，如此势必挤压中下游企业的利润空间，同时下游需求不振，工业品的中下游面临滞胀压力料来不小。

从上文分析可以看出，2017年，基建的负担非常重，29.8万亿的体量，是一个恐怖的天文数字，靠基建这一块孤军奋战，是无法保障6.5%的GDP增速的。如果政府还是坚持“GDP论”，还是坚持保6.5%，那么恐怕还要在房地产上放松调控。但是房地产再放松调控就太危险了，很有可能引起新一轮类似2016年的报复性反弹。房价高企的一线城市，对优质资源的挤出效应已经开始显现，华为将工厂从深圳搬迁至东莞，就是很好的一个例子，如果房价继续飙升，哪怕仅一二线城市飙升，挤出效应将更加显著，甚至有可能拖垮一大批实体企业。那才是中国经济真正的噩梦。

因此，从风险角度讲，用八个字概括最贴切：如临深渊，如履薄冰。

执笔：徐渤

协助：吴羽、刘福杰、沈晨曦

特别声明：

本报告的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作任何保证，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品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。