

## 2016 年度投资策略 – 平淡之中现精彩

### 观点结论

经历过 2015 年的跌宕起伏，我们即将迎来 2016 丙申猴年。对于明年的宏观经济与资本市场，我们有以下几点判断：

1、利率下行趋势不变，尽管受美联储加息的影响，下行空间有限，但仍有空间。利率下行将继续推动风险资产配置比重的提升和资产价格上涨。

2、经济下行的背景下，宽松的货币和积极的财政环境不会改变，特别是受利率、汇率因素影响导致的资本外流情况也将持续，客观上必将通过降准等手段进行对冲。

3、经济下行的斜率收窄，并有阶段性触底的可能。经济与股市背离的剪刀差会有所改善。

4、明年的任务是稳经济与调结构并重。指导我们采取二元的投资策略。一是上游和传统制造业的产能收缩和基础设施建设投资增加，带来的修复反弹；二是经济增长模式转换和产业结构的调整，带来的新兴产业的快速扩张发展。

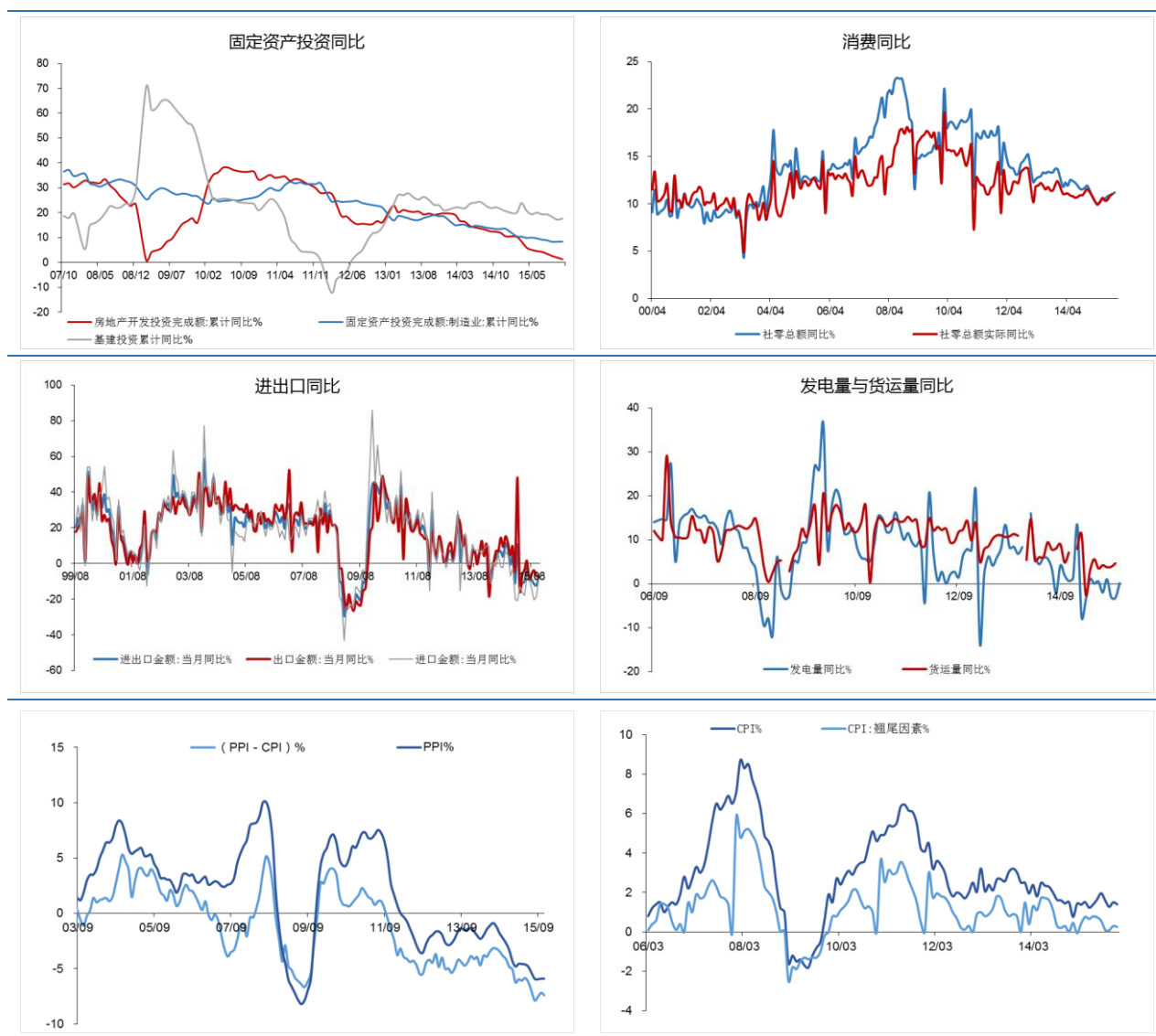
5、总体而言，2016 年 A 股市场将呈现震荡上行格局，较难出现系统性大牛市行情，但围绕传统产业的修复性反弹和产业结构转型的板块主题等投资机会将会精彩纷呈，即平淡之中现精彩。

### 一、宏观现状与展望

中国正处于经济转型的重要时期，同时又面临着诸多困境，如：严重的产能

过剩、房地产的库存高企、经济增长模式的切换、国际经济处于下行周期等。所以，当前经济形势异常严峻，在新增长动力未形成之前，经济增速将表现为阶段平台型式下降。因此客观上需要宽松货币和积极财政的环境支持，而CPI与PPI的下降周期为这样的环境提供了有利的条件，所以在整个转型时期，这种宽松的宏观环境将持续。

## 1、各项经济指标持续下滑



## 2、稳经济是当前的首要任务

从近期中央经济工作会议的内容上看,我们认为 2016 年政府的首要任务是稳经济,其次是调结构。从方向上看,2016 年经济目标是,供给侧与需求侧齐发力,实现去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板五大任务目的。

会议明确提出了实施宽松的货币政策、积极的财政政策、加大基础设施投资力度、吸引民间投资和增加直接融资的比重等系列稳经济的政策方针;同时也强调,供给侧结构化改革、出台配套扶持产业政策和财税政策、加强社会资本的引导等措施实现产业结构的升级与调整。

## 3、经济展望

2016 年,受政策发力的推动,经济下行趋势会得到缓解,不排除阶段性触底的可能。经济结构也会有一定的改善,表现出制造业升级和服务业崛起的特征。

## 二、A 股市场回顾与展望

2015 年 A 股市场跌宕起伏，上证指数上半年由年初的 3235 点，快速上涨至 5178 点，涨幅达到 60%；之后，随着监管部门主动去杠杆，指数在两个月内迅速回落至 2851 点，下跌 45%；又在一系列救市政策的推动下，反弹至 3600 点附近，反弹幅度超过 10%。

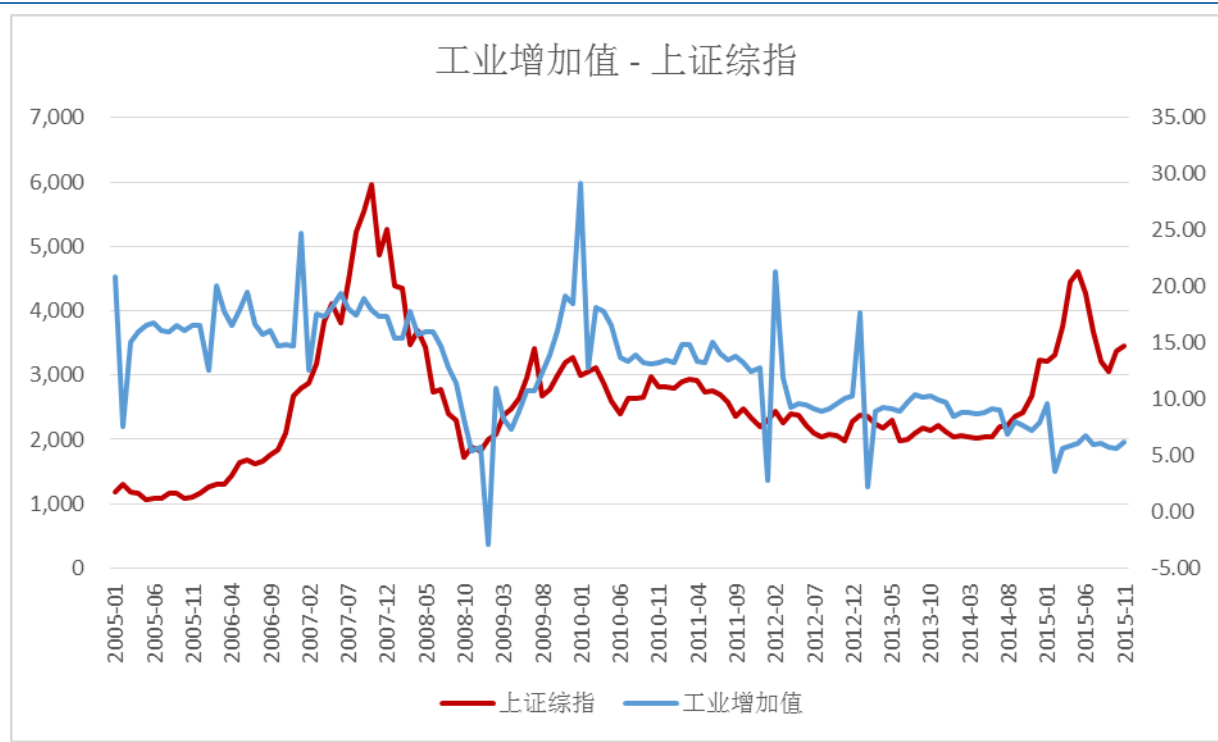


### 1、剪刀差背离

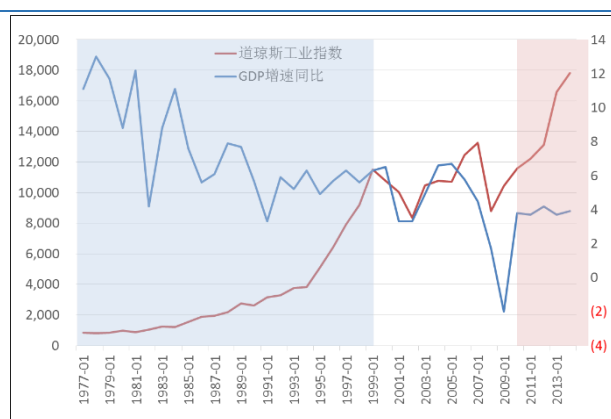
我们考察最近 10 年间的工业增加值数据和上证指数的走势发现，过去 10 年间工业增加值的增速与上证指数走势有两个明显的特征：1、股票市场能提前反应实体经济的走势；2、实体经济与虚拟经济呈现极高的拟合程度。但自 2014 年 4 月份以来，经济增速与股票市场走势出现了明显的背离。

尽管从长周期数据看，经济与股市经常会出现背离，而且背离的周期有时会

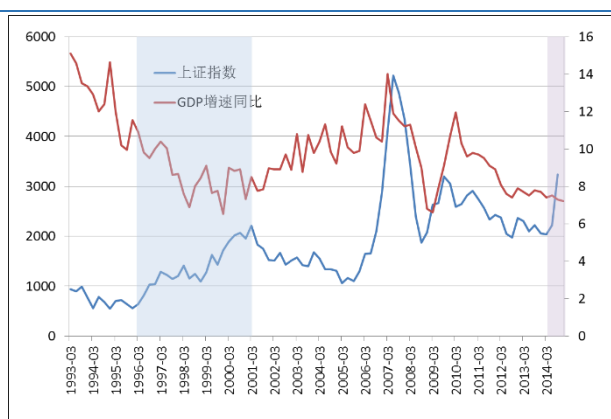
长达数年之久。但是，大牛市通常出现在经济稳定和上升时期，这也正是明年缺乏大牛市行情的基础因素之一。



美国：道指走势与 GDP 增速曲线



中国：上证走势与 GDP 增速曲线



## 2、剪刀差背离的探讨

我们认为，剪刀差背离主要基于两方面的原因：1、利率下行推升风险资产配置比重的上升和股票价格；2、经济结构调整过程中，工业占比收缩，股票上

涨主要动力来自服务业或者对服务业的美好预期。

而转型初期的中国，经济增长与股票市场的背离现象将会长期存在！因为形成背离的原因在转型期将持续发挥作用。

## 2.1 利率、货币供应、GDP 与股票市场

利率作为货币政策的重要手段之一，对资产价格和经济增长具有直接和间接的作用关系。

通常而言，利率的形成机制为货币供给与需求间达成的价格平衡。但我国货币供应量的变化不是真正基于市场对货币供求的反应，而是一种“被动”调节，即由大量对外贸易顺差和资本流入所形成的。近些年来，中国国际收支长期保持盈余，为了将汇率维持在稳定水平，中国人民银行大量买进外汇，导致外汇储备的快速增加。因此，中国人民银行“被动”投放基础货币，加上银行体系的派生功能，造就了 M2 的快速增长。



通过格兰杰 ( Granger ) 因果检验 , 我们知道在统计学意义上银行同业拆借利率与广义货币供应量存在因果关系 , 即银行同业拆借利率变动可以引起广义货币供应量的变动。(《我国货币供应量与利率关系的实证分析》, 谢太峰, 樊若琛, 2015 )

我国利率下行对货币供应、经济、和资本市场存在下述传导逻辑 :

( 1 ) 利率下行 -> 投资上升 -> 货币需求增加 -> 货币供给增加 -> 经济回暖 ;

( 2 ) 利率下行 -> 贴现率下降 -> 资产价格上升 ( CAPM )

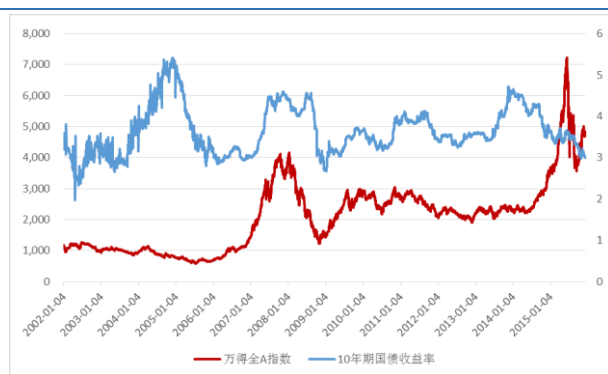
-> 资本再配置 -> 资产价格上升

2016 年 利率仍处于下降通道 较低的 CPI 与 PPI 为利率下行提供了空间 ; 宽松的货币政策和积极的财政政策延续 , 利率下行将继续推升风险资产的配置比重和股票价格。

美国 : 10 年期国债收益率与道指



中国 : 10 年期国债收益率与全 A 指数



## 2.2 转型期服务业占比将持续提升

转型期 , 中国的工业占 GDP 的比重处于长期下降通道 , 特别是近些年工业

化增长模式已经完结，工业占比会有加速下行的趋势，而取而代之的是服务业的崛起。通过与发达经济体的数据比较看，工业占比的下降空间巨大。这也是经济与股市背离的重要因素之一。

工业增加值占 GDP %

	1996-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2015
中国	46.1	45	43.7	42.7
俄罗斯	37.4	37	35.9	35.8
巴西	27.2	25.4	24.4	23.4
印度	33	31.7	30.5	30.1
南非	29.9	29.7	29.9	29.5
美国	20.6	20.6	20.5	
日本	26.1	26	26.2	
英国	21	20.8	21.3	21

数据来源：世界银行

### 3、供给侧结构化改革与经济结构调整

2015年11月10日，习主席在中央财经领导小组第十一次会议上首次提出“供给侧改革”。“供给侧结构化改革”成为近期的热门词汇。那么供给侧与以往的需求侧有何不同？我们认为，无论供给侧还是需求侧都是“有形的手”，但是两个维度对经济结构的调整则差异重大。

需求端更强调通过刺激需求来拉动经济；而供给端则更注重产业结构的调整。通过制度、产业政策、税收等手段引导社会资源的再配置过程，达到解决淘汰过剩落后产能、提高生产效率和战略新兴产业的转型。

近期的中央经济工作会议对供给侧结构性改革明确了方向，产业明确提出“要推进农业现代化、加快制造强国建设、加快服务业发展、提高基础设施网络



化水平等，推动形成新的增长点。”

我们判断供给侧支持的行业 2016 年陆续会有鼓励政策出台，以此为催化剂，对我们 2016 年的投资也指出了方向。

### 三、2016 年负面因素分析

从投资角度看，2016 年注定是复杂的一年。除去自身的诸多问题，我们还将面对复杂的国际环境。这些来自外部的不可控因素带来更大的不确定性。

#### 1、美联储加息和汇率问题

美联储 12 月 16 日宣布将联邦基金利率上调 25 个基点至 0.25% - 0.5% 的水平，正式结束其维持了 7 年的接近零利率的政策，开启了新一轮加息周期。我们认为，美联储的加息周期，伴随着美元的走强，会导致资本的持续性流出。但美联储的加息节奏受本国经济的改善情况及本币回流带来的通胀双重因素制约，因此，加息的节奏不会也不宜过快。另外，人民币并不是可自由兑换货币，所以，我们判断美联储加息与本币汇率贬值问题，整体风险是可控的。当然，对美联储的加息节奏，仍需要密切跟踪美国的经济数据变动情况进行判断调整。

#### 2、股票发行注册制改革

12 月 9 日，证监会发文《积极稳妥推进股票发行注册制改革》，揭开了发行制度注册制改革启动的序幕。并提请国务院常务会议请求全国人大常委会授权，12 月 27 日，授权获通过，在两年内、《证券法》没有修改的前提下，进行注册制试点改革。

从长期看，市场化的注册制改革必定是中国资本市场健康成长的基石。短期看，市场普遍认为股票供给的增加和市场整体估值下降对市场形成负面压力。我们认为，注册制的关键点有三个：1、数量，2、质量，3、责任。这三个关键点在证监会的公告内容中，均有解释。

*“注册制改革将坚持市场导向，放管结合的原则，建立以市场机制为主导的新股发行制度，强化事中事后监管；坚持法治导向，依法治市的原则，逐步形成市场参与各方依法履职尽责和维护自身合法权益的市场环境；坚持披露为本，归位尽责的原则，促进发行人、中介机构、投资者等各市场主体归位尽责；坚持循序渐进，稳步实施的原则，处理好改革的节奏、力度与市场可承受度的关系；坚持统筹协调，守住底线的原则，及时防范和化解市场风险。注册制改革是一个循序渐进的过程，不会一步到位，对新股发行节奏和价格不会一下子放开，不会造成新股大规模扩容。*

*要切实加大执法协作配合，健全行刑衔接机制，对涉嫌犯罪的违法行为坚决移送公安机关，追究刑事责任，实施刑罚制裁。”*

即注册制改革会考虑市场承受度；强调发行人和中介机构的责任及司法手段，保证了上市主体的质量；注册制下，上市公司的估值会有明显的分化，但好公司市场也必然会给出好的价格。

所以，发行制度的注册制改革，对 2016 年的 A 股市场，并不会像普遍解读的那样，带来较大的负面影响，但会加快促进估值分化的形成。

#### 四、总结

总体而言，2016年A股市场将呈现震荡上行格局，较难出现系统性大牛市行情，但围绕传统产业的修复性反弹、产业结构转型和上市公司兼并重组的板块主题投资机会将会精彩纷呈，即平淡之中现精彩。

明年上半年的首要任务是稳经济，次要任务是调结构。指导我们采取二元的投资策略。一是传统制造业的产能收缩和基础设施建设投资增加，带来的修复反弹；二是经济增长模式转换和产业结构的调整，带来的新兴产业的快速扩张发展。我们建议增加家庭资产中权益类资产的配置比例，配置方向集中在：低估值的基建行业、信息技术与互联网（下一代信息通讯、互联网及互联网+、物联网技术与应用）、智能制造（高端数控机床、机器人）、高端装备（航空航天、军工领域）、生物医药、新能源、新材料、节能环保、现代服务业领域。

智诚海威投资有限公司

2015年12月25日