

南方基金 2016 年度投资策略报告

——资产配置荒催生新一轮牛市

- 2016 年是“十三五”规划第一年，而“十三五”规划是本届政府执政以来第一份五年规划，也是实现第一个百年目标的最后一个五年规划。十八届五中全会刚刚审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，提出了经济保持中高速增长，全面建成小康社会新的目标要求，提出了创新、协调、绿色、开放、共享“五大发展”理念。本届政府上台后的历史任务就是要通过改革转型来实现中国经济的可持续发展，改变过去那种依靠“三高”行业来增长的发展模式。“十三五”期间，经济增长将“保量提质”，改善民生提高居民收入，缩小贫富差距。
- 近日，中国外汇交易中心首次公布了 CFETS 人民币汇率指数，这将有助于引导市场改变过去主要关注人民币对美元双边汇率的习惯，逐渐把参考一篮子货币计算的有效汇率作为人民币汇率水平的主要参照系，有利于保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。参考一篮子货币与参考单一货币相比，更能反映一国商品和服务的综合竞争力，也更能发挥汇率调节进出口、投资及国际收支的作用。中国成功加入 SDR 的信号意义重大，表明中国的大国地位被国际社会所认可，有利于人民币国际化，有利于中国企业走出去的战略，带动一带一路战略发展，从而提升国内外投资者对中国经济和股市的信心。加入 SDR 之后，人民币更需要保持币值的稳定性，而不是趋势性贬值，以提高国际社会对于人民币的认可程度。
- 习近平总书记强调，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力，推动我国社会生产力水平实现整体跃升。2016 年，中央经济工作重点将从供需两侧发力推进结构性改革，增强经济持续增长动力。其中，供给侧管理在 2016 年可能更加重要，供给侧改革以创新驱动战略为核心，以制度改革为基础，围绕加快培育新动能和改造提升传统动能两个方面，以大众创业、万众创新带动产业转型升级，使更多新产业、新业态、新模式涌现出来，以优胜劣汰、兼并重组、产能输出带动传统产业中过剩产能的去化，使产能过剩产业平稳过冬，迈向产业链高端。
- 2016 年，A 股发行即将进入注册制时代。注册制改革市场预期已久，意义重大。注册制以及相应配套的惩罚机制和可操作的退市制度，是对市场实实在在的利好，有利于资本市场参与主体的优胜劣汰，有利于市场长期稳定健康发展。无论从转型升级的角度看，还是从创业创新的路径看，都离不开资本市场的作用，而注册制获批无疑将成为鼓励“双创”的重大举措。注册制的推出将优化资本市场资源配置功能，加大对信息披露问题的监管和查处力度，完善股东诉讼赔偿机制，最终将不断优化投资者结构，建立买者自负的投资文化。
- 2016 年 A 股市场回归牛市的动力仍在，上涨逻辑是利率不断下行和资产配置荒。一是整个经济中利率水平仍在下降，而我国居民可投资资产过百万亿元，大类资产配置会倾向于权益类资产投资；二是经济改革转型加速推进，改革红利的释放提升许多受益产业的估值水平；三是宽松货币政策逻辑未改变，未来一年市场流动性充裕。
- 展望 2016 年全年，A 股市场将逐步实现震荡牛市，震荡来源于估值提升后市场波动加大。蓝筹股和小盘股均有机会，但驱动因素不同。近期险资频频举牌地产、金融、消费等领域优质蓝筹股，根本原因是在低利率背景下，蓝筹股的分红收益率很有吸引力，预计在 2015 年底上演的上市公司控股权之争可能在 2016 年更常见。这也表明产业资本对于蓝筹股长期投资价值的认可，投资者可以继续关注白酒、医药、券商等蓝筹股的机会。小盘股目前估值偏高，预计 2016 年会表现分化，但真正有创新能力、学习能力、并购能力和产业选择能力的新兴产业公司，将继续获得高估值溢价。根据“十三五”规划精神和经济转型的要求，建议重点关注环保、新能源、军工、互联网+、VR 等相关行业，主题投资可关注国企改革、工业 4.0、健康中国等。

本报告所载内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成我公司对所述证券买卖发出买卖要约。报告中的信息均来自于我公司认为可靠的来源，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中所载观点、分析、预测、模型和预期价值仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。除另有说明，报告中所阐述的观点和预测反映我公司于最初发布此报告当日的判断，可在未加通知的情况下进行更改。

这里所述任何投资都包含巨大风险或者并不适用于所有投资者。据此投资的证券价值或收入会有波动，过往业绩不代表未来结果。本报告没有考虑单个投资者投资目标、财务状况或个别需求，客户基于此报告作出任何投资决定前应咨询专业财务顾问。

本报告版权为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登或引用。

一、国内经济：经济增速逐步企稳 货币政策保持宽松

2016年是“十三五”规划第一年，而“十三五”规划是本届政府执政以来第一份五年规划，也是实现第一个百年目标的最后一个五年规划。过去三十年，经济增长主要是通过出口、房地产投资和基建拉动的，现在这种重工业时代已经结束，很多传统行业开始走下坡路，所以改革转型、产业升级的要求特别高。本届政府上台后的历史任务就是要通过改革转型来实现中国经济的可持续发展，改变过去那种依靠“三高”行业来增长的发展模式。“十三五”期间，经济增长将“保量提质”，改善民生提高居民收入，缩小贫富差距。

图 1：中国 GDP 增速依然维持在低位运行



数据来源：WIND 资讯，南方基金。截至 2015 年 3 季度

2015 年，我国经济社会发展的主要预期目标是：国内生产总值增长 7%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，这意味着强刺激不会出台，但货币宽松趋势不改，未来仍有较大降息、降准空间。这也表明今年将继续重视改革转型，扶持新兴行业发展，实现经济的高质量增长，不片面追求增长速度高低。我国政府主导的一系列改革，如国企改革、土地改革、国防改革等，将给经济结构带来深层次的改变，同时创造出众多的投资机会。

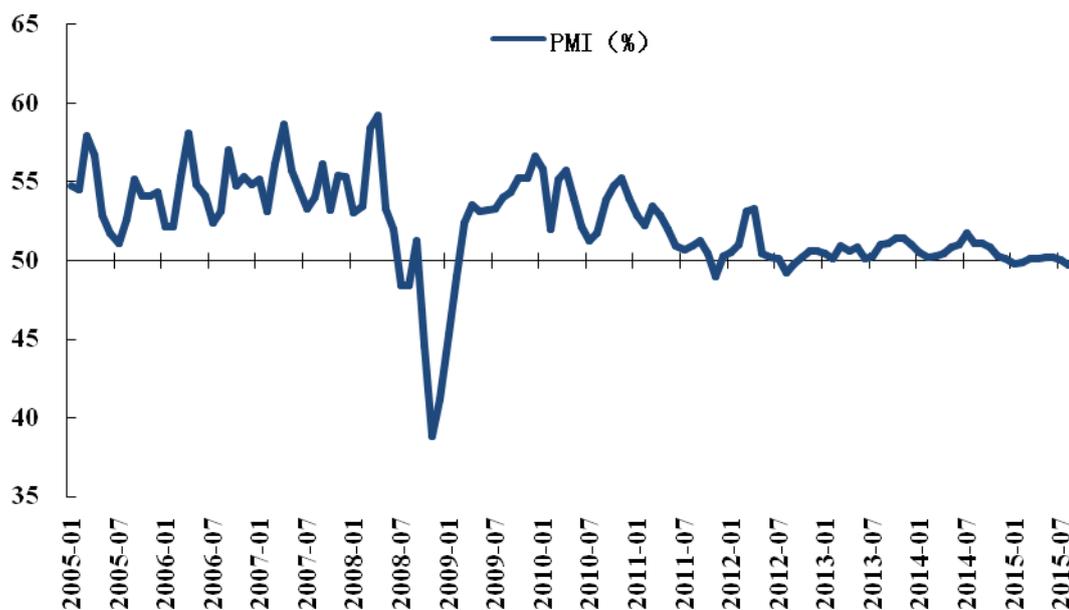
图 2：工业增加值和发电量增速持续低迷



数据来源：WIND 资讯，南方基金。截至 2015 年 11 月

中国成功加入 SDR，将对中国经济产生深远影响。在当前国际政治经济格局下，人民币并不构成对美元的挑战，而人民币国际化有利于中美经济平衡。“入篮”对人民币汇率短期影响不确定，但中长期有利于人民币走强，进而大大提高人民币的国际地位。“入篮”成功的信号意义重大，表明中国的大国地位被国际社会所认可，有利于中国企业走出去的战略，带动一带一路战略发展，从而提升国内外投资者对中国经济和股市的信心。

图 3：制造业 PMI 维持在荣枯线附近

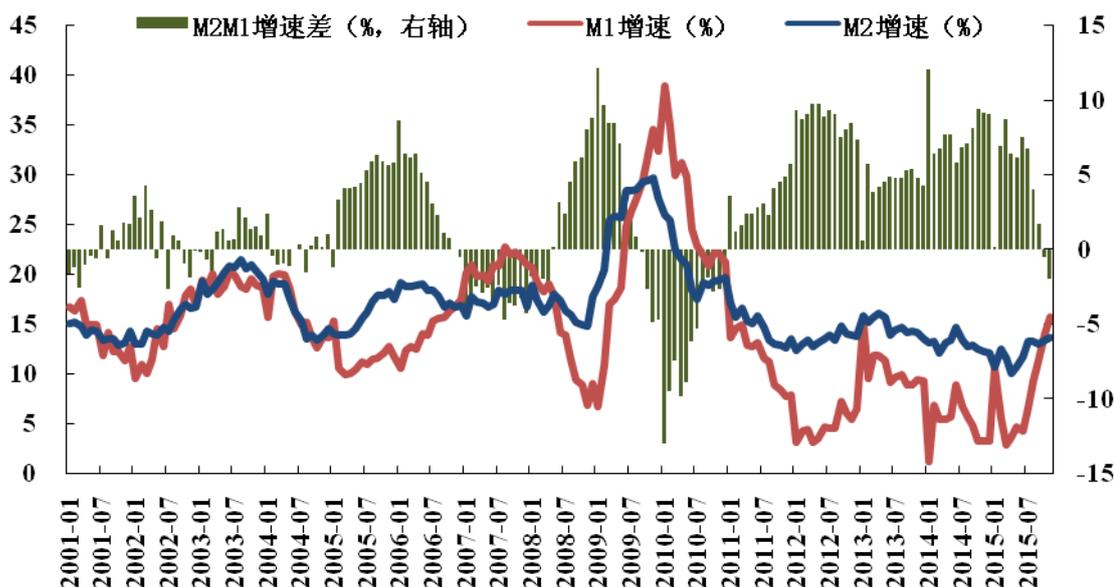


数据来源：WIND 资讯，南方基金。截至 2015 年 11 月

在11月10日中央财经领导小组第十一次会议上，习近平总书记强调，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力，推动我国社会生产力水平实现整体跃升。供给侧结构性改革包含5方面的内容：一是通过改革增加劳动力、资金、土地、资源等生产要素的高效投入；二是通过改革促进技术进步、人力资本提升、知识增长等要素升级；三是通过改革培育企业、创业者、创新型地区或园区、科研院所和高等院校、创新型政府等主体；四是通过改革(如减税、简政放权、放松管制等)激发各主体的积极性和创造性；五是通过改革淘汰落后产业、培育有市场竞争力的新产业和新产品。

2016年，中央经济工作重点将从供需两侧发力推进结构性改革，增强经济持续增长动力。其中，供给侧管理在2016年可能更加重要，供给侧改革以创新驱动战略为核心，以制度改革为基础，围绕加快培育新动能和改造提升传统动能两个方面，以大众创业、万众创新带动产业转型升级，使更多新产业、新业态、新模式涌现出来，以优胜劣汰、兼并重组、产能输出带动传统产业中过剩产能的去化，使产能过剩产业平稳过冬，迈向产业链高端。需求侧管理将不减力度，甚至比2015年适度扩大，需求侧管理的重点是扩大有效投资。

图4：M1、M2增速低迷



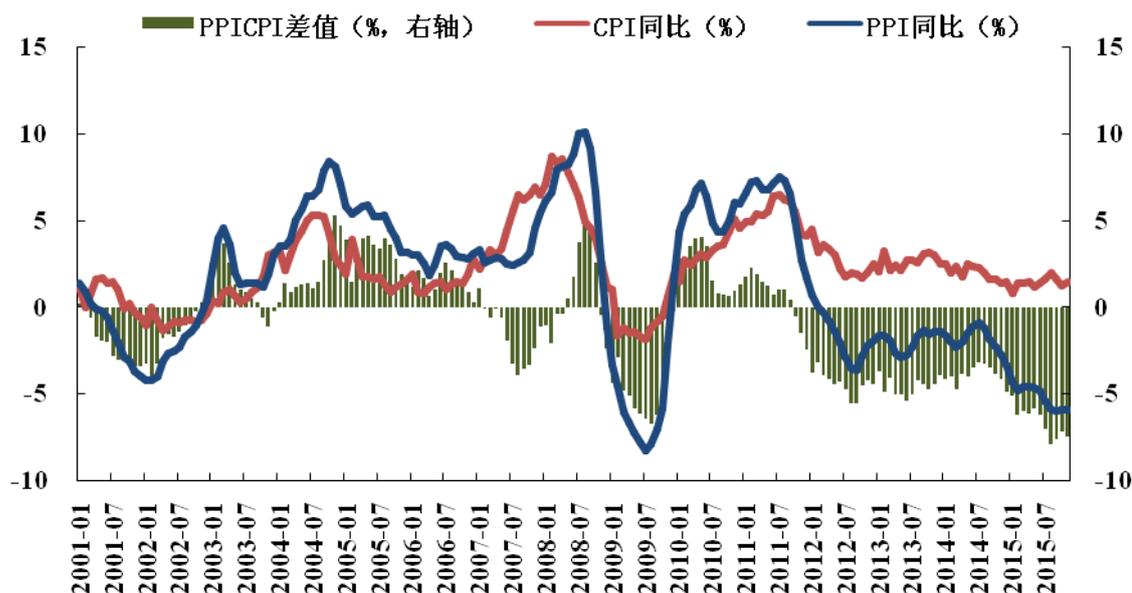
数据来源：WIND 资讯，南方基金。截至2015年11月

房地产方面，近期传言政府可能出台房贷利息抵税，引发地产板块走强。鉴于宏观经济低迷以及政府高层对房地产去库存的罕见指示，我们认为近期地产政策有可能会进一步放松。政策储备包括：1) 首付比进一步下调至20%；2) 降低或免除二手房交易资本利得税/营业税；3) 允许按揭贷款利息抵税；4) 通过将营业税改为增值税，降低开发商税收负担。据《21世纪经济报道》报道，截至目前，个税抵扣个贷利息措施还只是在研讨阶段，并没有出台相关文件。所谓房贷利息抵税，是指在计征个人所得税时，将房贷产生的利息作为税前减除项扣除，对扣除后的收入部分课以个人所得税。事实上，今年发改委《关于2015年深化经济体制改革重点工作的意见》中提出，要研究综合与分类相结合的个税改革方案。各界预期“完

稳·见未来 绩·优生活

善税前扣除”改革，其中重要内容是增加住房按揭贷款利息支出等专项扣除项目。个税方案的出台需要经过多部门，包括财政部的税政司、条法司以及国务院法制办，然后还需要经过人大审议通过，届时才有可能向社会征求意见，因此落地时间仍需期待。这个传言暂时无法证伪，我们认为地产去库存的政策预期实现的可能性跟大，地产基本面修复的逻辑延续。如果房贷利息抵税政策出台，将促进房地产行业好转，进而促进房地产产业链相关产业繁荣，如家电、水泥、建材等。

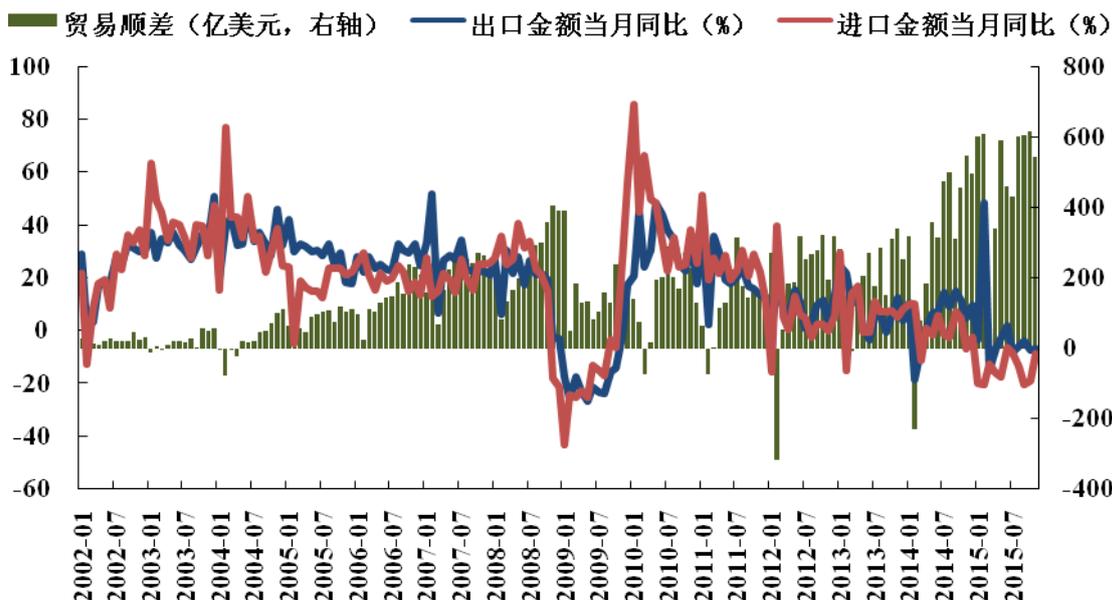
图 5：物价数据显示经济有通缩压力但风险不大



数据来源：WIND 资讯，南方基金。截至 2015 年 11 月

11 月 M2 同比增速从 10 月的 13.5% 上升至 13.7%，超出市场预期。同时，银行间人民币市场同业拆借加权平均利率下降 9 个 bp 至 1.9%，11 月 M1 同比增速从 10 月的 14% 进一步上升至 15.7%。11 月份新增人民币贷款从 10 月的 5136 亿元上升至 7089 亿元。11 月份社会融资总量受对实体经济贷款和企业债券融资上升的带动从 10 月的 4767 亿元回升至 1.02 万亿元。考虑到地方政府债务置换的影响，11 月份贷款及社会融资总量增速均有所上升。考虑到当前的经济状况，货币政策仍将维持宽松态势。

图 6：近期我国出口增速持续低迷



数据来源：WIND 资讯，南方基金。截至 2015 年 11 月

11 月经济数据改善，呈现一定的企稳迹象。11 月份工业增加值同比增速从 10 月的 5.6% 上升至 6.2%，高于市场预计的 5.7%。工业环比增长呈现出小幅改善迹象。名义固定资产投资 11 月同比增速从 10 月的 9.5% 上升至 10.2%。制造业投资增速从 10 月的 8.3% 上升至 9.4%，房地产开发投资从 10 月的 -2.8% 进一步下滑至 -4.5%，基建投资增速从 10 月的 12.9% 大幅上升至 23.3%。11 月社会消费品零售总额名义同比增速为 11.2%，较 10 月的 11% 小幅上升。春节前是传统消费旺季，预计社会消费品零售总额增速上升的趋势可能延续。最新经济数据尽管呈现早期企稳迹象，但经济增长势头依旧疲弱，仍需宽松货币政策和积极财政政策的进一步支持。

2016 年中央经济工作会议召开，如何为明年的经济工作定调是本次会议的重点。2016 年是中国“十三五”规划开局之年，也是中国经济进入深度调整期和转型期的关键之年，预计经济工作总基调可能仍是“稳中求进”。政策以稳为主，为配合供给侧结构性改革和稳增长需要，宏观调控继续采取“积极财政、稳健货币”的组合概率较大。中央经济工作会议召开可能会提高投资者对于经济企稳、改革转型的预期，提高对于股市的信心。

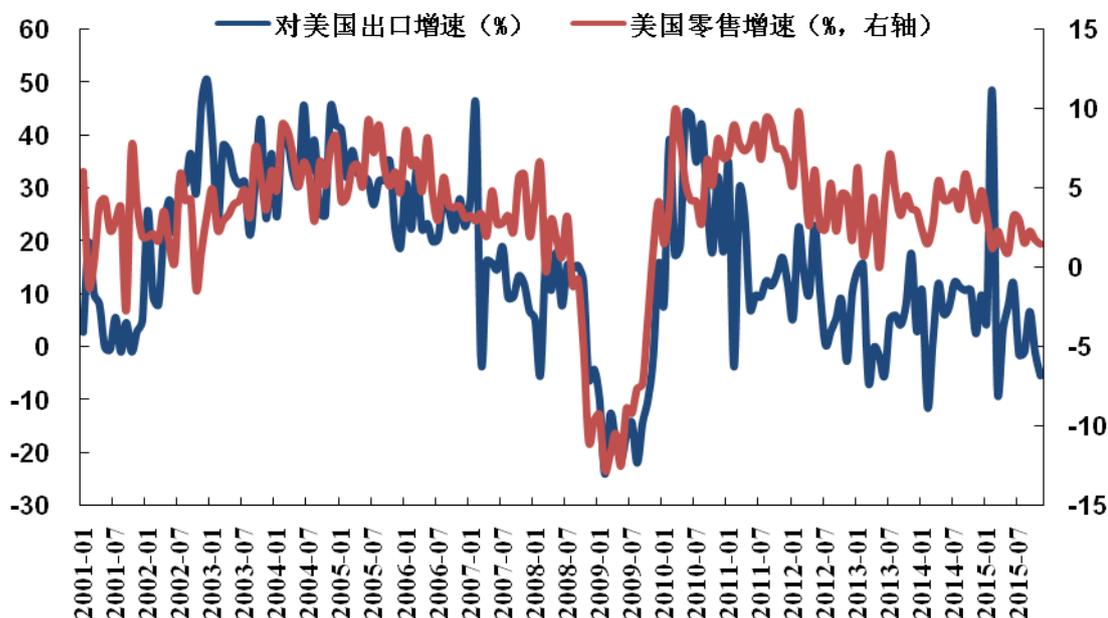
二、世界经济：美国经济复苏较好 欧洲经济相对疲弱

北京时间 17 日凌晨美联储宣布加息 25 个基点，靴子落地，全球投资者都松了一口气。在此次议息会议上，FOMC 决定将基准利率上调至 0.25% 到 0.5% 的目标区间，指出一系列就业市场指标表明这个市场进一步改善，有理由相信通胀率将在中期内上升至该委员会 2% 的目标。声明同时指出，在此次加息以后，FOMC 的货币政策立场仍将保持宽松，从而为就业市场状况的进一步改善和通胀率重返 2% 提供支持。FOMC 还认为，经济活动和就业市场前景所面临的风险已经达到平衡，并指出经济状况的发展仅可令其有理由逐步上调联邦基金利率。预计明年美联储加息步伐将低于目前的市场预期，有可能只加息一次。另外，美联储资产负债表收缩速度将非常缓慢，一年内还不会进行收缩。加息意味着经济面的改善，透露出美联储对经济实力的充分自信，以及其有能力处理更高的借贷成本。对股市来说意味着加息“靴子落地”，有利于提振股票投

稳·见未来 绩·优生活

投资者信心，促使全球股市反弹。加息促使美元走强，黄金价格下降，债券价格下跌。

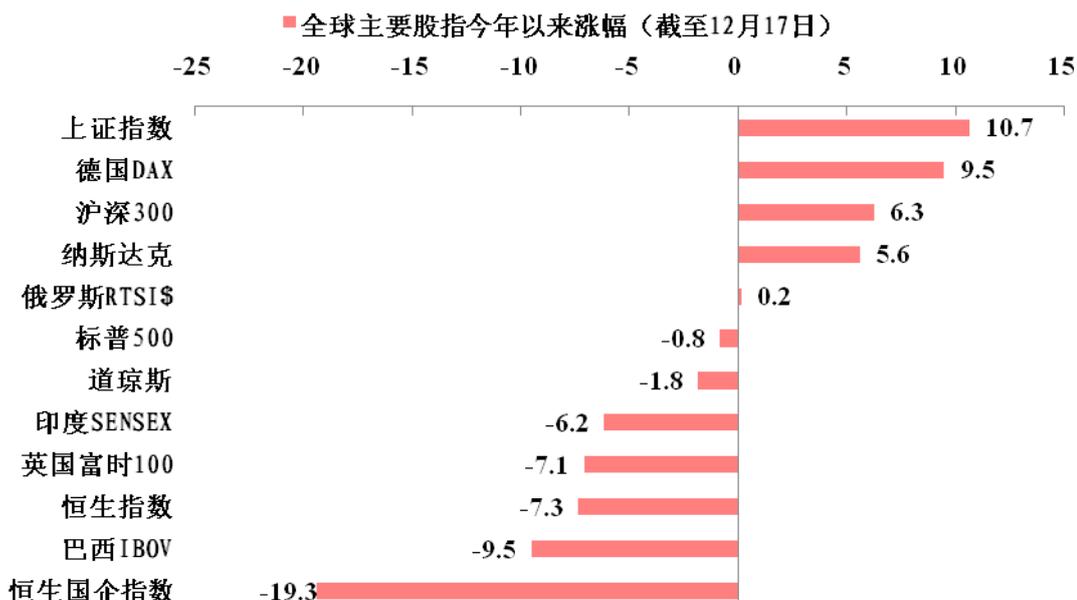
图 7：我国对美国出口增速低迷



数据来源：WIND 资讯，南方基金。截至 2015 年 11 月

欧央行在 12 月份议息会中宣布加码 QE 以对抗显著的通缩压力。除了将 QE 期限由 2016 年 9 月延长至 2017 年 3 月以外，欧央行进一步下调了存款基准利率 10 个基点至 -0.3%，并增加了地方政府债券为符合购买资格的资产类别。欧央行加码 QE 为全球货币政策加速分化的重要一步。展望未来，美国、英国、日本及中国可能的货币政策变动将进一步增加全球货币政策的分化程度。其中，美国与英国是面临收紧货币政策的两个主要发达国家，美联储进入加息周期，而英国很可能紧跟美国的步伐在明年开始货币政策正常化进程。与美、英两国相反，日本央行在可预见的未来将维持货币宽松。尽管安倍经济学致力于推行大规模的货币政策刺激，但经济增速与核心通胀水平却难见起色。这种显著分化的货币政策将进一步推升美元指数，使得美元资产对于国际投资者更具吸引力。

图 8：今年以来 A 股涨幅在主要市场领先



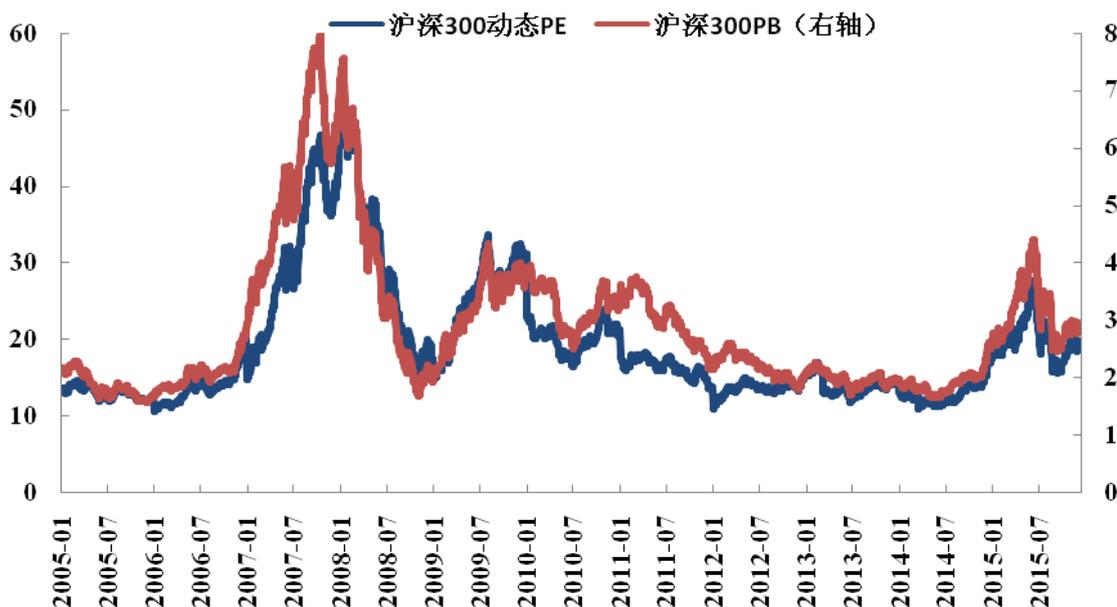
数据来源：WIND 资讯，南方基金

2016年，新兴市场风险与机遇共存，喜忧参半。OPEC等出口几乎全部依赖原油的国家，油价下跌对这些国家的冲击尚未结束，明年增长面临较大风险；以巴西为代表的非原油类大宗商品出口国，中国增长企稳降低了这些国家增长继续下行的风险，可能给市场带来惊喜；印度等大宗商品净进口且有一定改革预期的经济体，增长前景最好。

三、投资策略：选择绩优成长股 分享牛市收益

从2015年9月以来，A股市场转危为安，迎来了难得的反弹机会，主要是由于投资者风险偏好的上升和“资产荒”带来的资金流入。中期来看，在利率下行和改革转型的背景下，A股市场仍有较多投资机会，大盘震荡反弹趋势不变。随着震荡行情的逐步推进，前期大幅上涨的热门题材板块泡沫风险持续加大，而涨幅落后且相对业绩较好的防御板块，势必将成为重点配置的品种，可开始逐步调整仓位配置。

□ 图8：A股整体估值水平依然较低



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至12月15日

2015年9月7日沪深交易所和中金所发布《关于就指数熔断相关规定公开征求意见的通知》。12月4日，三所正式发布指数熔断相关规定，并将于2016年1月1日起正式实施。我国研究制定实施指数熔断机制方案，是在向成熟市场学习经验。美股历史上曾出现过多次大的股灾，股灾发生往往都是因为指数没有熔断机制，短期内出现的暴跌使得投资者没有思考的时间，结果就开始恐慌性的抛售，导致指数出现更大幅度的下跌。美国证券交易委员会也是在总结了经验教训后设立了这种保护机制，即在交易过程中，当价格波动幅度达到某一限定目标时，交易将暂停一段时间，给投资者留下思考的空间。具体的熔断时间可以根据各个交易所来定。从实际经验来看，美国实行熔断机制之后，股灾发生的概率大大下降，近二十多年来几乎没有发生大的股灾。目前A股开始实施指数熔断机制，也是由于今年三季度股市出现了断崖式的下跌，引进这种机制之后，可以减少股灾发生的概率，对维护市场的稳定是有利的。

近期，随着A股的持续反弹，AH股溢价指数不断走高，H股显得更加便宜，一些投资者选择去香港抄底港股，但是令人困惑的是，港股虽然便宜，但是一直涨不起来。A股和港股投资者结构有很大的不同。港股大部分是机构投资者，而A股则是散户的天下，这导致A股整体估值比港股高，而小盘股更是高的离谱。港股走势不仅受A股影响，还受到欧美股市影响，特别是预期月中美联储可能加息，将影响港股走势。相对而言，A股市场日成交量接近一万亿，港股日成交不足一千亿港元，显示A股更加活跃。对投资者来说，如果是长线资金，并且对港股比较熟悉，可以拿一部分资金投资港股；如果对港股不熟悉，建议还是不要轻易转到港股，港股T+0交易、没有涨跌停限制等规则与A股有很大不同，贸然进入港股可能铩羽

稳·见未来 绩·优生活

而归。

□

图 9: AH 股溢价指数大幅上升



数据来源: WIND 资讯, 南方基金。截至 12 月 17 日

深港通离正式启动日期越来越近! 经过半年多的准备, 相关负责人表示, 深港通的众多准备工作已经完成, 启动深港通只是时间问题。近日, 上海证券交易所举办沪港通开通一周年总结暨研讨座谈会。数据显示, 沪港通运行一整年, 累计交易金额 2.13 万亿元人民币。这项打通内地与香港两地股票市场的互联互通机制确实为两地金融市场的重要里程碑。在这一机制之下, 合资格投资者可以在上海及香港股市交易指定范围的 A 股及港股。而深港通的开通将会是对沪港通的有效补充, 是促进两地投资圈进一步完善的又一里程碑。一旦深港通宣布开通, 香港投资者可能会首选配置深交所主板及中小创中的优质个股, 特别是香港稀缺的白酒等投资品种, 将带来较好的投资机会。

未来如果深港通推出, 哪些公司可能入围? 我们预计, 未来纳入深港通的 A 股主要有同时在深港两地上市的个股、深证 100 成分股及部分流动性较佳的中小板和创业板等。其中, 深证 100 指数包含了深圳市场 A 股流通市值最大、成交最活跃的 100 只成分股, 而深证 300 指数则是综合平均流通市值和比重, 以及平均成交金额的比重来选样。综合来看, 深港通一旦开通, 将拓宽 A 股的资金来源, 有三大板块将会受益, 一是两市中相对于对方市场比较独特或者估值较低的板块, 如白酒; 二是直接受益于交易量扩大的券商板块; 三是 A/H 价差比较大的个股。

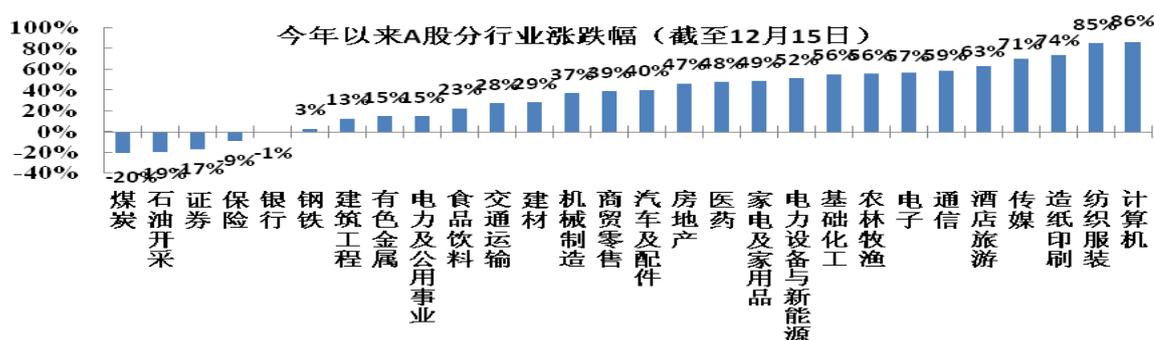
在港股方面, 统计显示, 在深交所和港交所同时上市的公司共有 17 家, 其中折价率比较高的公司可能受到国内投资者关注。而港股投资标的中的一些稀缺性品种未来更容易被市场关注。港股中的独特概念品种, 如博彩股, 无疑最具香港特色。与 A 股市场相比, 港股里的稀缺资源还有股价平稳、分红可观的香港市场独有优质蓝筹股。

和沪港通开通类似, 深港通开通主要给 A 股带来投资理念的变化, 而不是多少增量资金。长期以来, A 股投资者普遍喜欢炒小、炒新、炒差, 小盘股估值高得离谱, 而绩优蓝筹股估值很低。而香港投资者结构

以机构投资者为主，普遍喜欢大盘蓝筹股。深港开通以后，A股蓝筹股估值将有一定修复式上升，从而带来指数上涨。我们认为，结构性牛市行情已经开启，未来投资机会明显增多。

2016年，A股发行即将进入注册制时代。注册制改革市场预期已久，意义重大。注册制以及相应配套的惩罚机制和可操作的退市制度，是对市场实实在在的利好，有利于资本市场参与主体的优胜劣汰，有利于市场长期稳定健康发展。无论从转型升级的角度看，还是从创业创新的路径看，都离不开资本市场的作用，而注册制获批无疑将成为鼓励“双创”的重大举措。注册制的推出将优化资本市场资源配置功能，加大对信息披露问题的监管和查处力度，完善股东诉讼赔偿机制，最终将不断优化投资者结构，建立买者自负的投资文化。

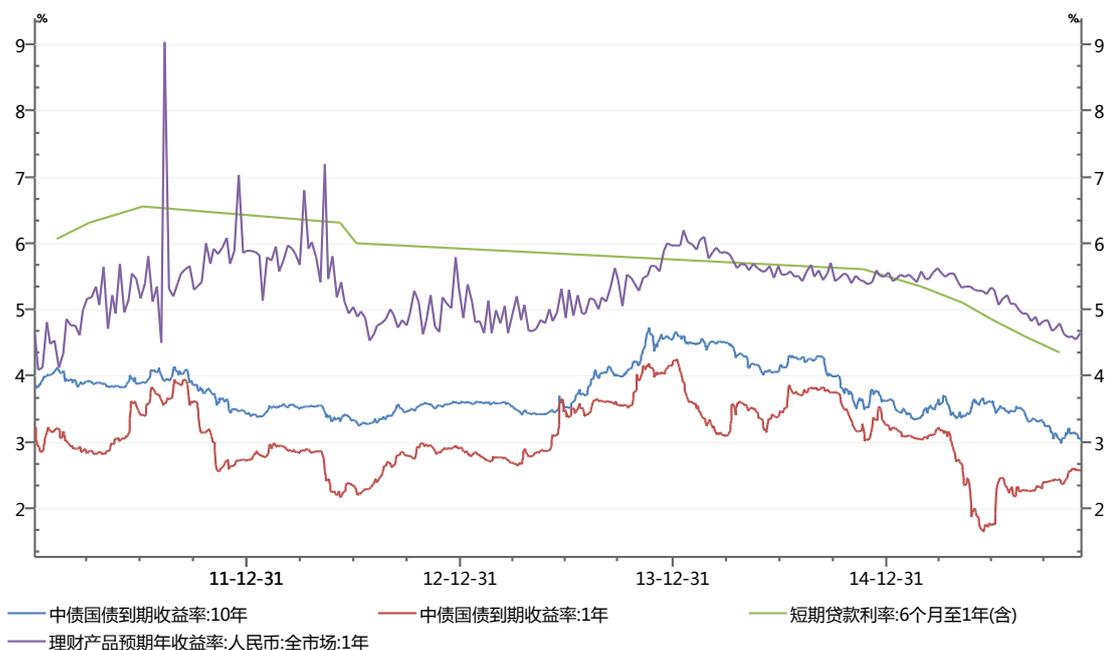
图 10：今年以来 A 股份行业涨跌幅



数据来源：WIND 资讯，南方基金。

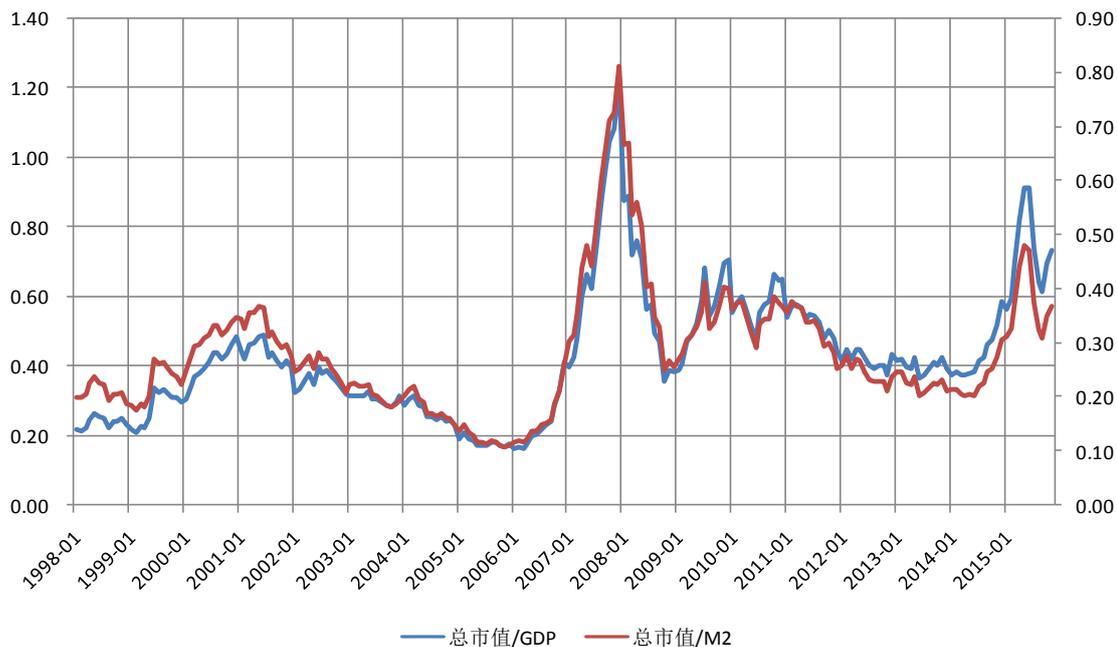
2016年A股市场回归牛市的动力仍在，上涨逻辑是利率不断下行和资产配置荒。一是整个经济中利率水平仍在下降，而我国居民可投资资产过百万亿元，大类资产配置会倾向于权益类资产投资；二是经济改革转型加速推进，改革红利的释放提升许多受益产业的估值水平；三是宽松货币政策逻辑未改变，未来一年市场流动性充裕。

图 11：在经济、物价双偏弱格局下利率水平快速下行



数据来源:Wind资讯 中国债券信息网

图 12：证券化率和历史高点比仍有一定空间



展望 2016 年全年，A 股市场将逐步实现震荡牛市，震荡来源于估值提升后市场波动加大。蓝筹股和小盘股均有机会，但驱动因素不同。近期险资频频举牌地产、金融、消费等领域优质蓝筹股，根本原因是在低利率背景下，蓝筹股的分红收益率很有吸引力，预计在 2015 年底上演的上市公司控股权之争可能在 2016 年更常见。这也表明产业资本对于蓝筹股长期投资价值的认可，投资者可以继续关注白酒、医药、券商等蓝筹股的机会。小盘股目前估值偏高，预计 2016 年会表现分化，但真正有创新能力、学习能力、并购能力和产业选择能力的新兴产业公司，将继续获得高估值溢价。根据“十三五”规划精神和经济转型的要求，建议重点关注环保、新能源、军工、互联网+、VR 等相关行业，主题投资可关注国企改革、工业 4.0、健康中国等。

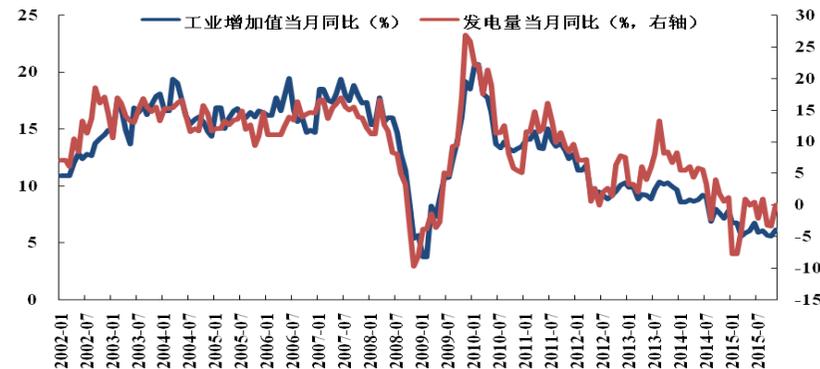
四、宏观经济-GDP与整体经济形势

预计 2016 年 GDP 增速目标下调到 6.5-7%，为改革转型预留空间。



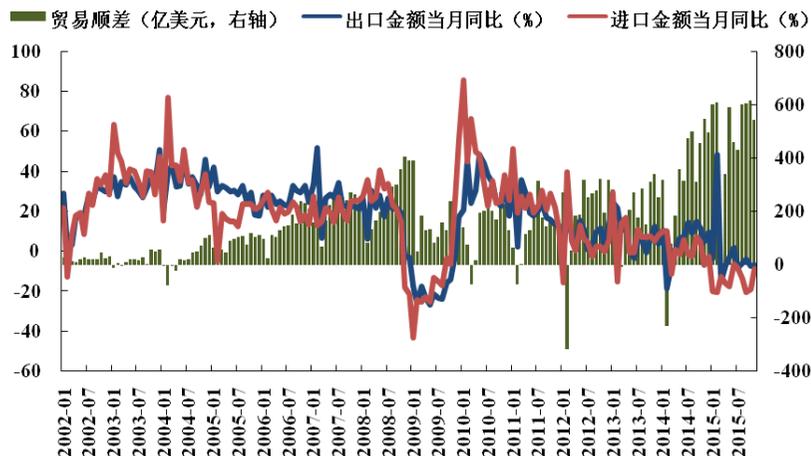
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年3季度

我国工业增加值和发电量月度数据持续走低，稳增长压力较大。



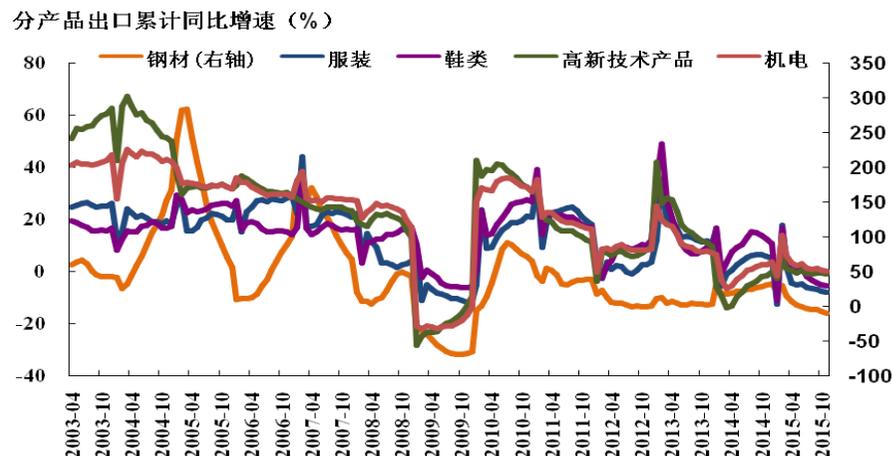
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年11月

我国出口增速仍然较为低迷。



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年11月

我国分产品出口同比增速均较低迷。



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年11月

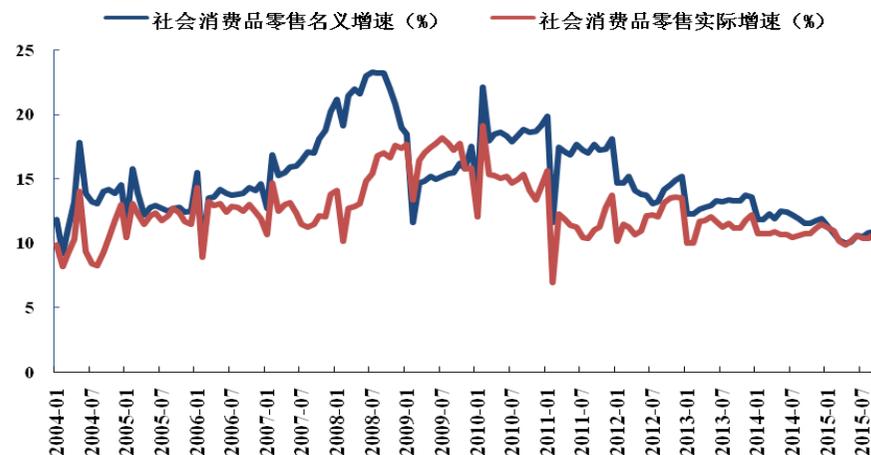
四、宏观经济-投资与消费

我国城镇固定资产投资同比增长继续放缓。其中，房地产开发投资完成额增速大幅回落是主要原因。



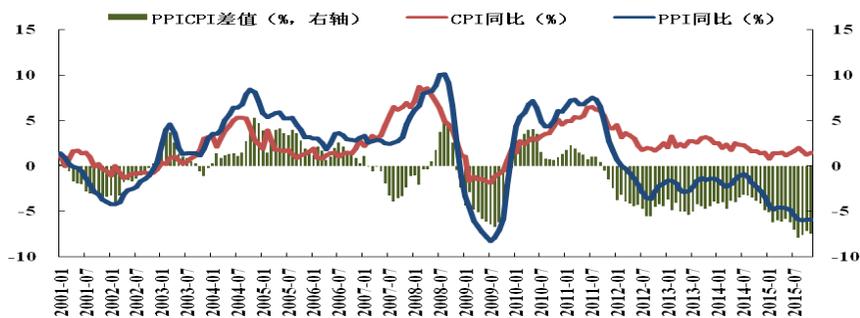
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年11月

我国社会消费品零售总额名义同比增长和实际增速均出现下滑。



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年11月

我国 CPI 回落至 1% 附近，经济通缩压力增加，而 PPI 受大宗商品价格暴跌的影响出现连续负增长。



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年11月

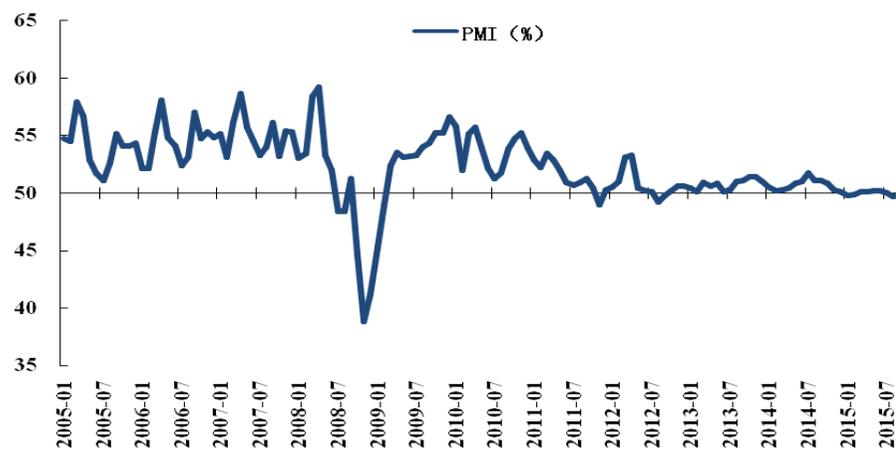
M1M2增速仍较低，但货币政策会保持相对宽松



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年11月

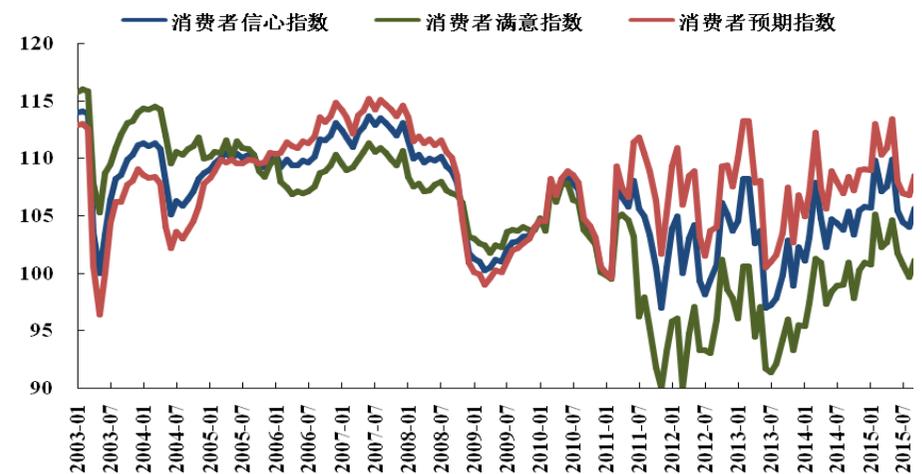
四、宏观经济-其他数据

我国 PMI 在荣枯线附近，表明未来三个月经济增速依旧维持在较低水平。



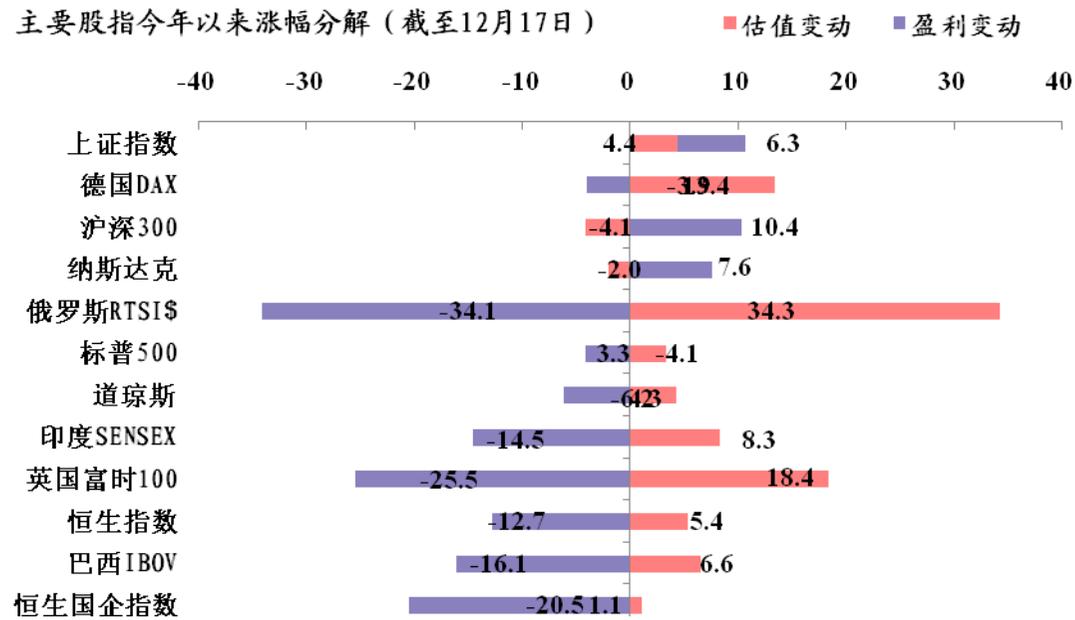
数据来源：WIND 资讯，南方基金。截至 2015 年 11 月

消费者信心、预期、满意三个指数均出现了不同程度的改善。



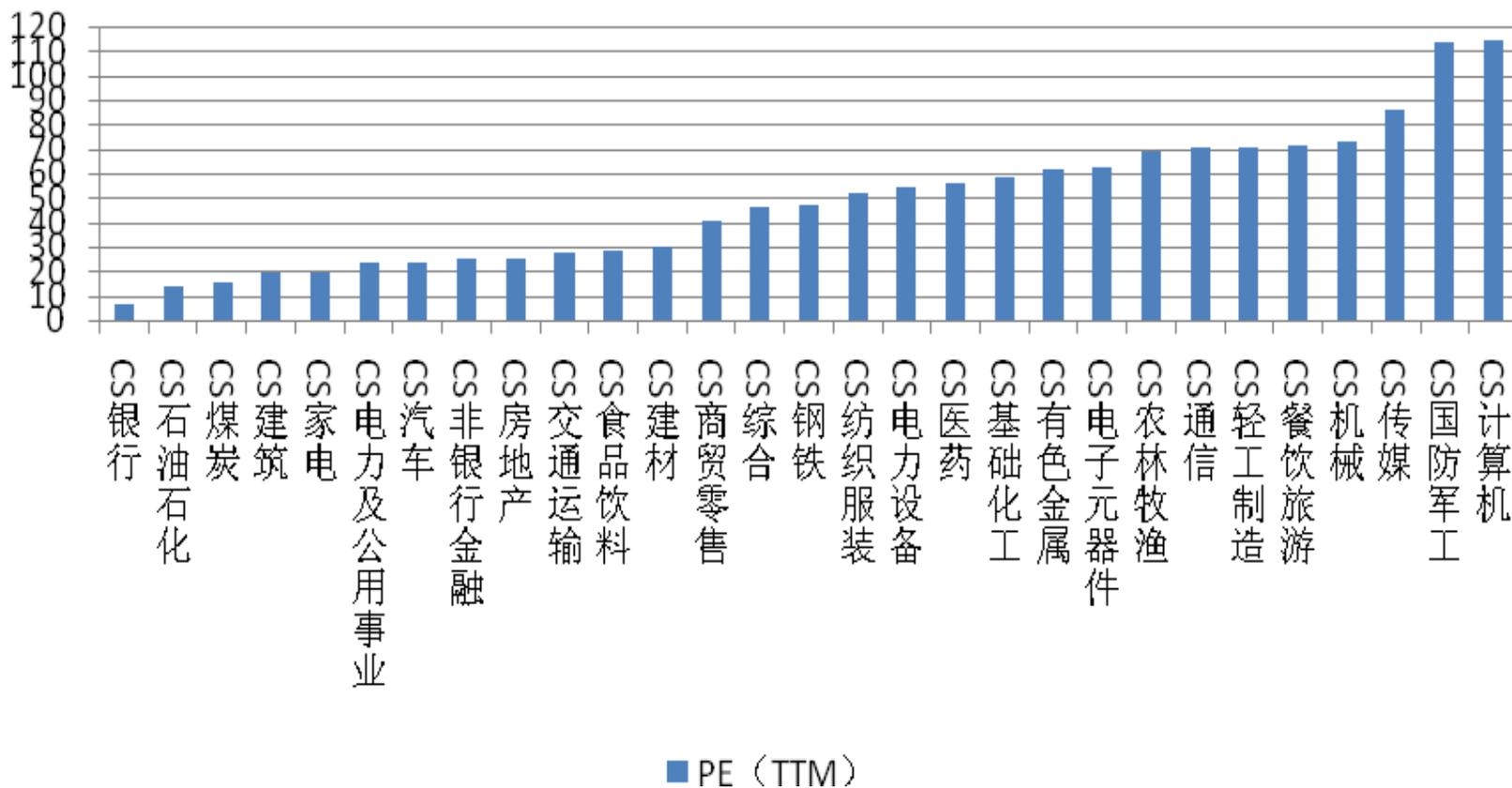
数据来源：WIND 资讯，南方基金。截至 2015 年 11 月

五、证券市场-全球市场表现

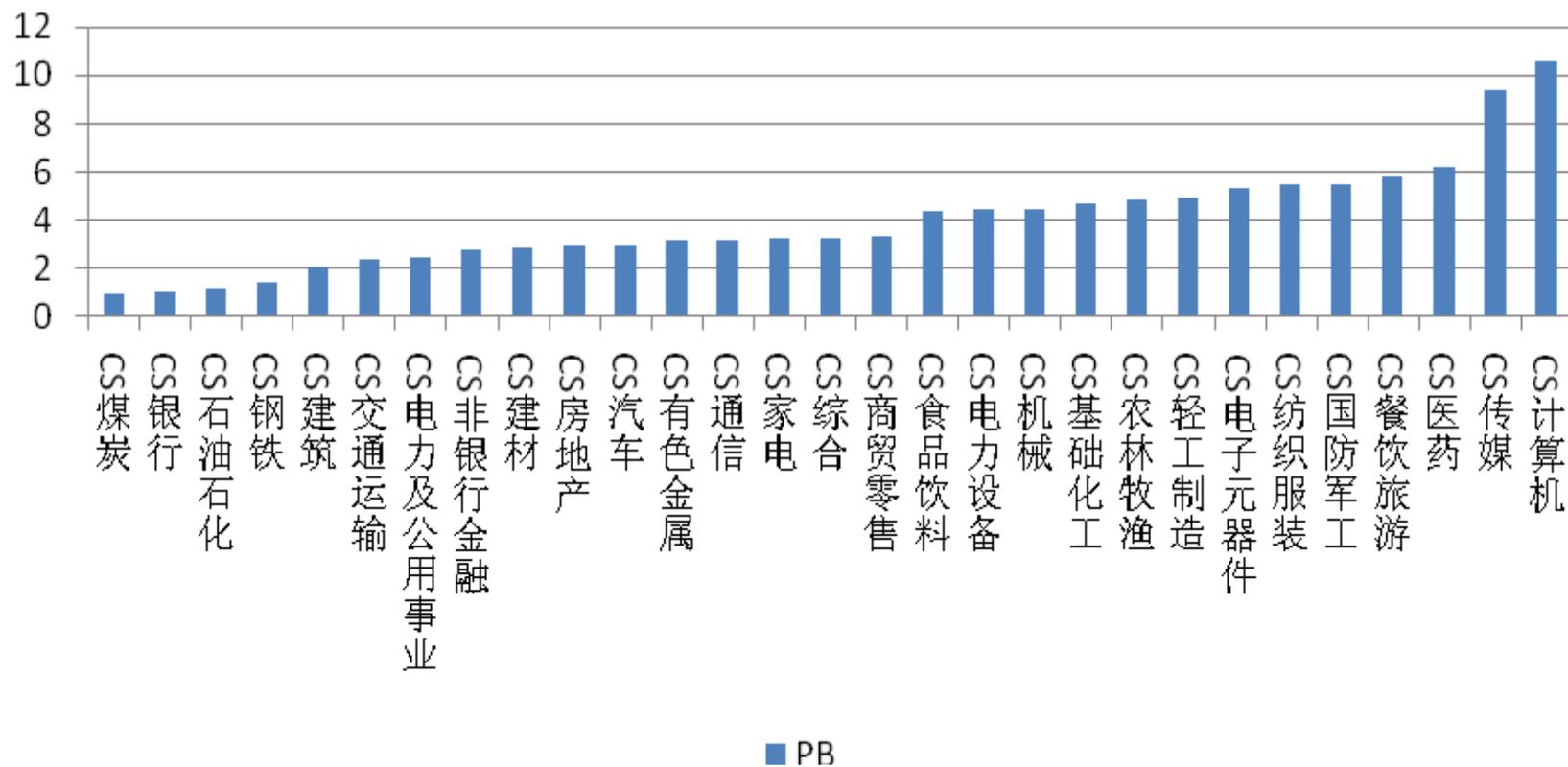


据来源: Bloomberg, 南方基金

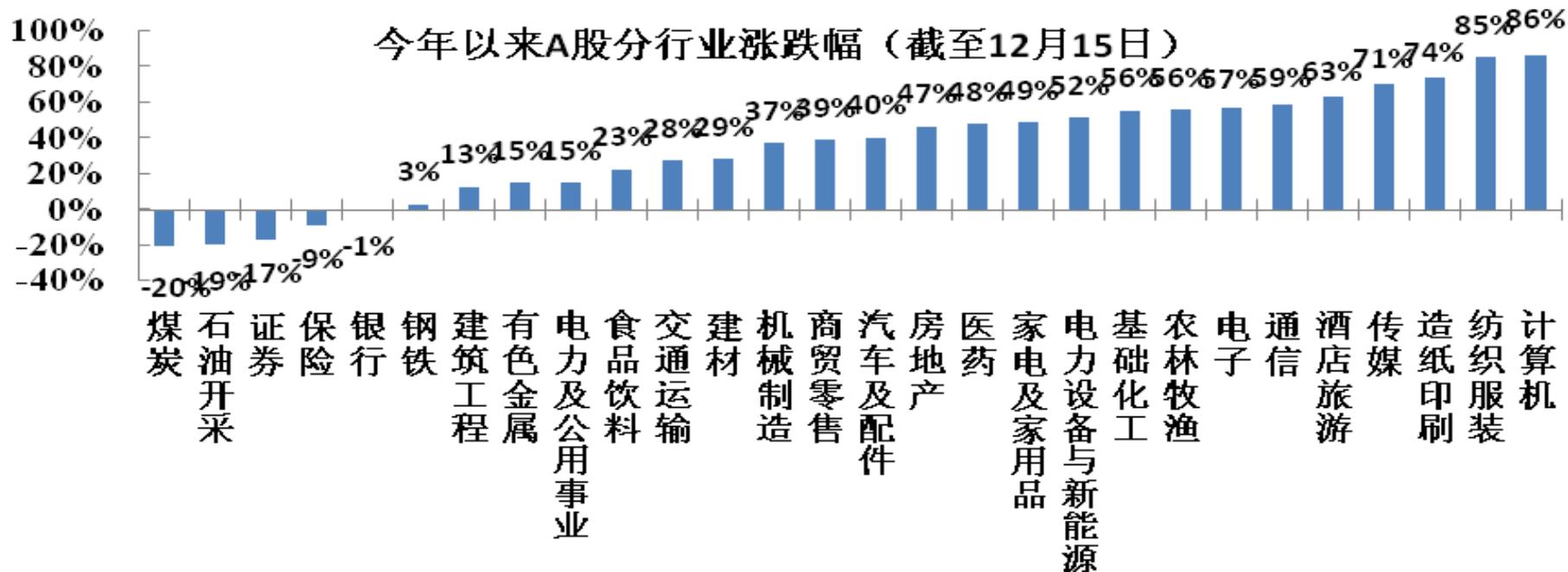
五、证券市场-各行业相对估值情况（截至12月15日）：



数据来源：WIND 资讯，南方基金。



数据来源：WIND 资讯，南方基金。



数据来源：WIND 资讯，南方基金。