

2016 经济展望与投资策略

2016 年 1 月 10 日

核心观点

- ❖ **2015 年：盈利低迷、杠杆波动，利率影响主导。**从资产定价模型的盈利增长、风险偏好和利率三方面分析，利润不是上涨的主要原因；杠杆加减，风险偏好剧烈摆动，难以把握；10 年期国债利率对资本市场的影响较大。
- ❖ **2016 宏观经济与产业展望：**2016 年经济下行压力较大，结构性转型将使产业机会明显分化，服务业和新兴产业仍然将处于高景气阶段，成为中国经济增长的新动力；新经济替代效应显现，“学乐安康美”新需求将带来新机遇；供给侧改革将加速结构转型，技术创新和制度变革是重点；利率下行，“资产荒”有望延续，资产配置转向股市。
- ❖ **2016 年投资策略：**16 年利率下行趋势和转型趋势不变，市场仍充满机会，只是幅度更温和。超配消费板块，其中旅游餐饮和医疗零售选择性超配，其他细分板块标配；超配 TMT 板块，精选细分主线；标配金融地产；公用事业领域低配电力设备，超配环保板块；在周期行业，配置具有结构性机会的板块，包括交通运输中的快递物流、机械领域中的铁路后市场、服务机器人、人工智能以及具有转型潜力的轻工制造行业。



基金管理总部

基金经理 陈磊

电话：021-68591607

邮箱：chenlei@changyucapital.com

基金经理 袁波

电话：021-68591611

邮箱：yuanbo@zongyiholding.com

基金经理 杨朦

电话：021-68591618

邮箱：yangmeng@zongyiholding.com

联络人 刘莉华

电话：021-68591612

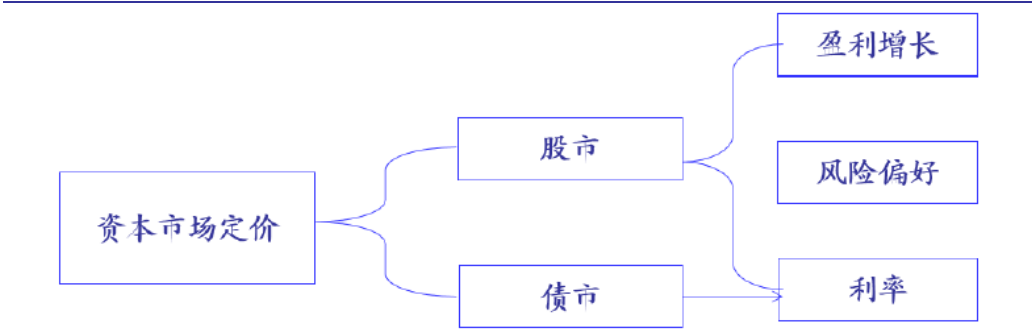
邮箱：liulihua@zongyiholding.com

2016 经济展望与投资策略

一、2015 年：盈利低迷、杠杆波动，利率影响主导

2015 年资本市场中股市的暴涨暴跌原因来自多个方面，我们从资产定价模型的盈利增长、风险偏好和利率来回顾 2015 年资本市场。

图表 1：资本市场定价模型



利润不是上涨的主要原因。近两年 A 股的整体涨幅超过 80%，但是从盈利表现来看，A 股整体在这两年盈利增速仅增长不到 10%，其中 14 年增长了 6%，15 年前 3 季度甚至是负增长。A 股大部分涨幅和盈利没关系，即便成长性最好的创业板，盈利增速也远远赶不上股价的涨幅。

图表 2：驱动股价的分子分母因素分析

$$P = \sum_{k=0}^4 \frac{EPS_k * DVR}{(1+r_f+ERP)^k} + \sum_{k=5}^{\infty} \frac{EPS_4(1+g)^{k-4} * DVR}{(1+r_f+ERP)^k}$$

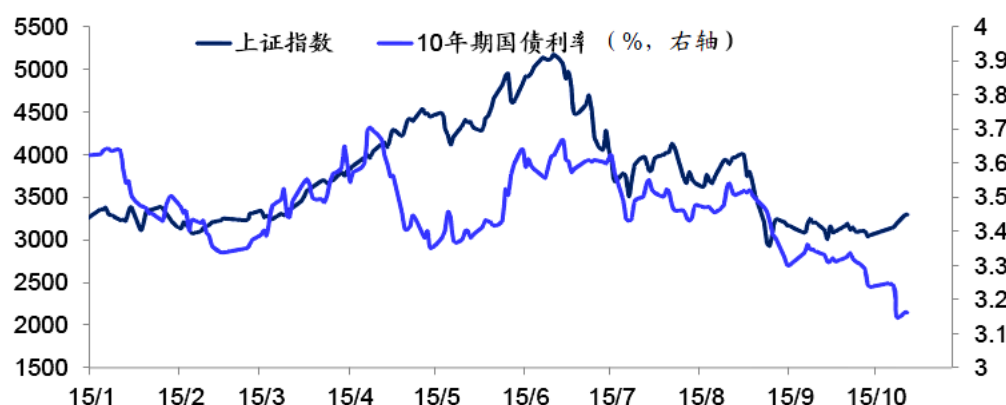
	2013	2014	2015	2016F
EPS (增速)	+14.7%	+6.6%	-0.6%	-5.3%
r _f (5年期国债)	上行 ↑	下行 ↓	下行 ↓	下行 ↓
ERP (风险溢价)	小盘下行 大盘不变	振荡 →	下行 ↓	上行 ↑
杠杆影响	低	中	高	中
股指	风格分化	上涨	上涨	冲高回落

注：1、股权风险溢价 (Equity Risk Premium, ERP)，也称作预期超额收益率，以股息

贴现模型为基础。2、 g 是永续增长率，假设创业板高于主板； DVR 是分红率，假定不变， r_f 是无风险利率，以五年期国债到期收益率代表，2017 年及以后的 EPS 估计用 Wind 一致预期，价格 P 可以代表个股、行业和指数。

杠杆加减，风险偏好剧烈摆动，难以把握。影响本轮风险偏好的一个重要因素是杠杆率。各种加杠杆导致了风险偏好上升、出现疯牛行情，而之后的持续去杠杆导致了风险偏好持续下降、股市出现大幅暴跌。高峰时期 A 股整体杠杆规模约 4 万亿，相对于 6 月上旬 60 万亿的流通市值，A 股杠杆率最高曾经达到 7%，杠杆比率已经远高于美国、台湾。目前场外融资被全面清理，9 月以来融资余额恢复到 1.2 万亿左右，杠杆率从底部的 2.5% 回升到 3% 左右正常水平，但应难以恢复到前期高点。

图表 3：上证指数与 10 年期国债利率



资料来源：公司资料

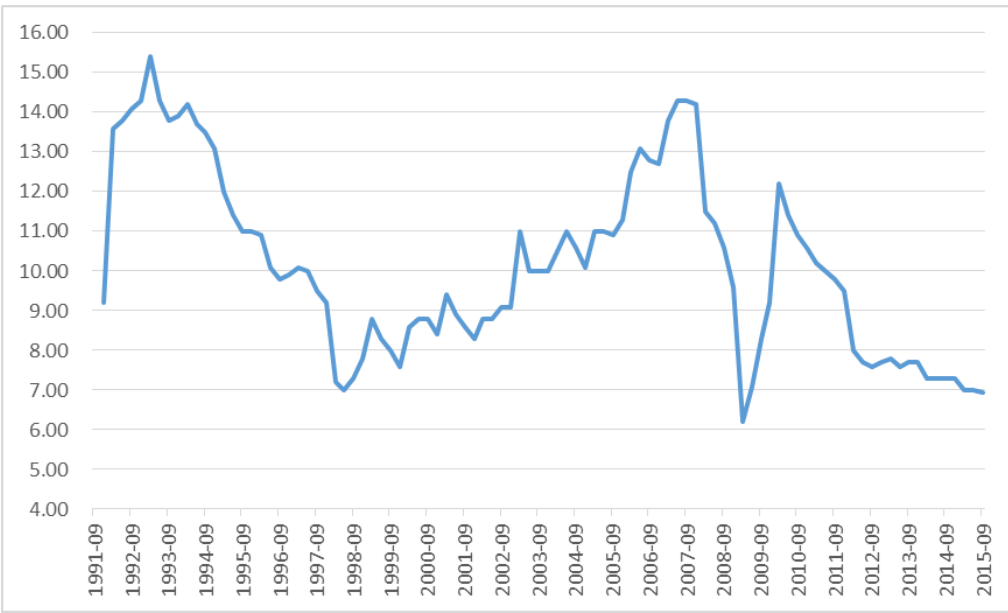
10 年期国债利率对资本市场的影响较大。10 年期国债利率在 5 月下旬显著上升，意味着利率下行受阻、估值见顶，股市出现大幅下跌，而 9 月份以来的股市反弹，在经济基本面上找不到支撑，最好的消息也是来自于 10 年国债利率已创下 2010 年以来的新低水平。

二、2016 宏观经济与产业展望

1、2016 年经济下行压力较大，结构性转型将使产业机会明显分化

在 2009 年 4 万亿投资产生巨量过剩产能之后，政府利用需求管理拉动经济的手段逐渐失效，2015 年以来提出供给侧改革，意在过剩产能进行清理，与此同时需求侧管理托底稳定经济，最终可能的结果是 GDP 增速温和下行，预计近两年 GDP 增速将在 6.5%-7% 之间，中国经济将难以回到高速增长区间，长期经济增速将逐步进入稳定中速区间。

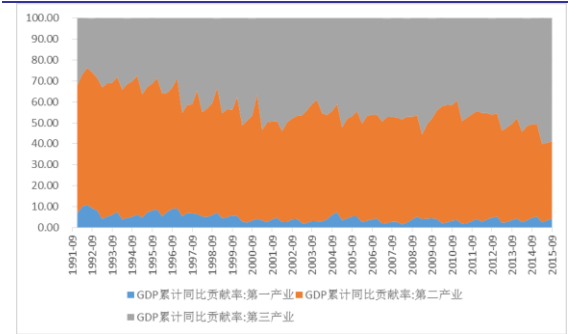
图表 4：GDP 同比增速



资料来源：Wind

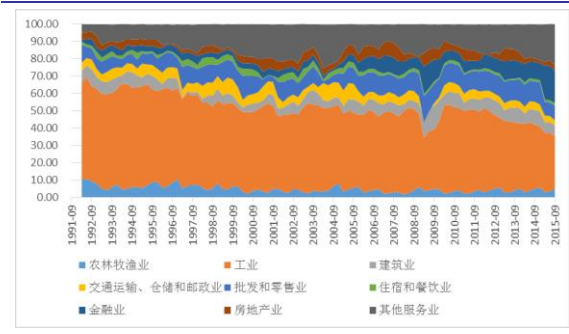
GDP 构成中第二产业占比从 65% 下降到 37%，第三产业占比从 1992 年的 25% 提高到 2015 年的 59%。美欧地区发达国家第三产业占比一般在 70% 以上，中国目前正处于向发达国家产业结构接近的过程中，在未来十年内，中国 GDP 构成中第三产业占比有望达到 70% 以上，迈入发达国家行列。

图表 5：三大产业 GDP 贡献率



资料来源：Wind

图表 6：9 类行业 GDP 贡献率



资料来源：Wind

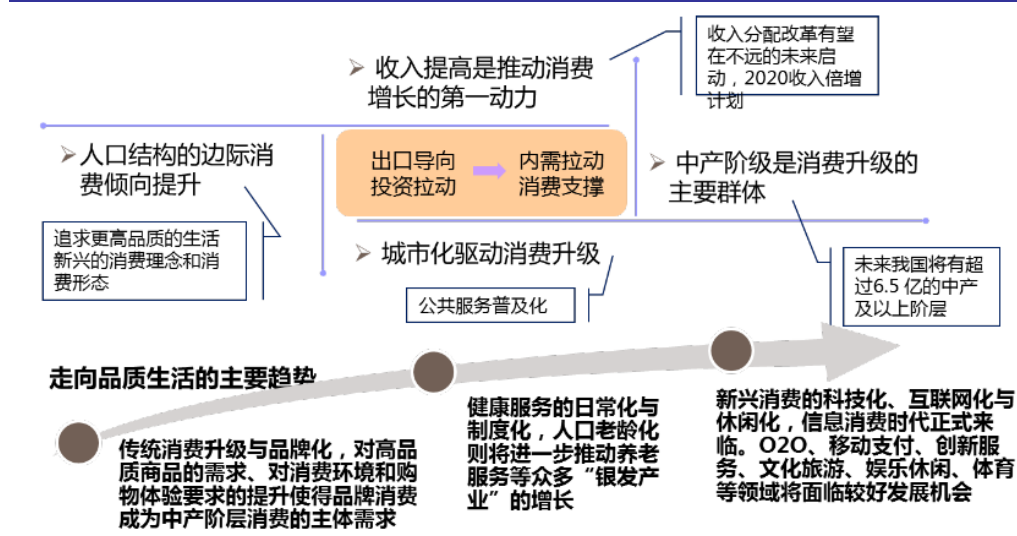
在结构转型的过程中，GDP 将从此前的高速增长下降到中高速增长区间，中国经济的结构性现象区别将越来越明显。除了产能过剩严重的工业制造业和受需求下降价格下降影响的原材料行业外，服务业和新兴产业仍然将处于高景气阶段，成为中国经济增长的新动力。

2、新经济替代效应显现，“学乐安康美”新需求将带来新机遇

随着十二五来政府对新兴产业和新经济支柱行业的扶持，新经济对旧经济的替代效应将逐步显现。新经济不仅仅包括政府着力推动的新兴产业，也包括人民的新兴需求。随着人们生活水平的提高，在“吃穿住行用”五大传统需求之外，“学乐安康美”（学习需求、快乐需求、健康需求、安全需求、美丽需

求) 新五大需求日益凸显, 由此带来诸多新投资机会。

图表 7: 消费、娱乐、健康等领域增长点

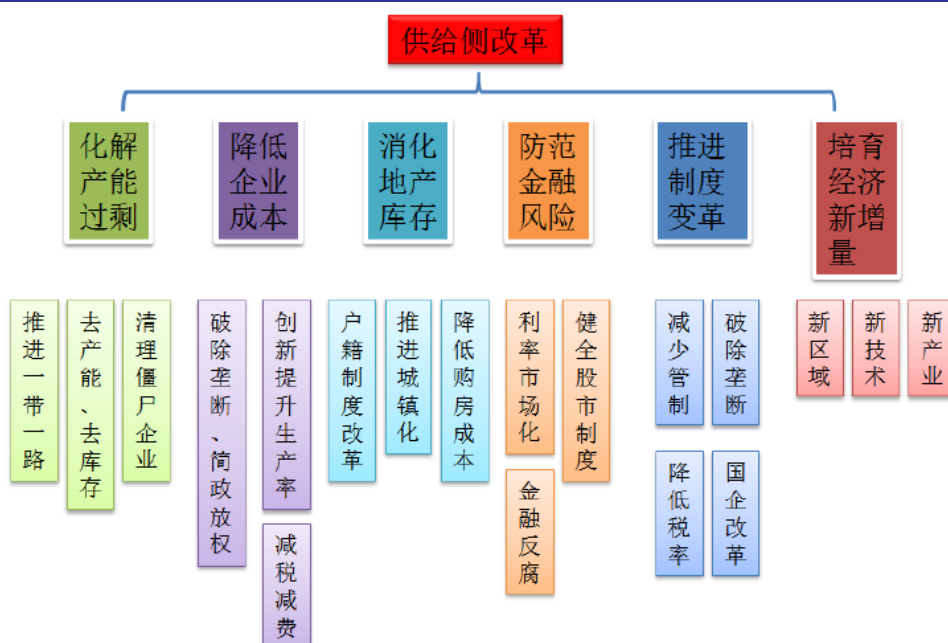


新兴消费的科技化、互联网化和休闲化使得 O2O、移动支付、创新服务、文化旅游、娱乐休闲、体育产业等领域面临较好的发展机会。健康服务的日常化与制度化、人口老龄化将进一步推动养老服务等产业快速增长。

3、供给侧改革将加速结构转型, 技术创新和制度变革是重点

2015 年 4 季度以来高层讲话屡次提出供给侧改革, 在中央财经领导小组会议中习主席也重点强调化解产能过剩、降低企业成本、消化地产库存和防范金融风险。

图表 8: 供给侧改革方向



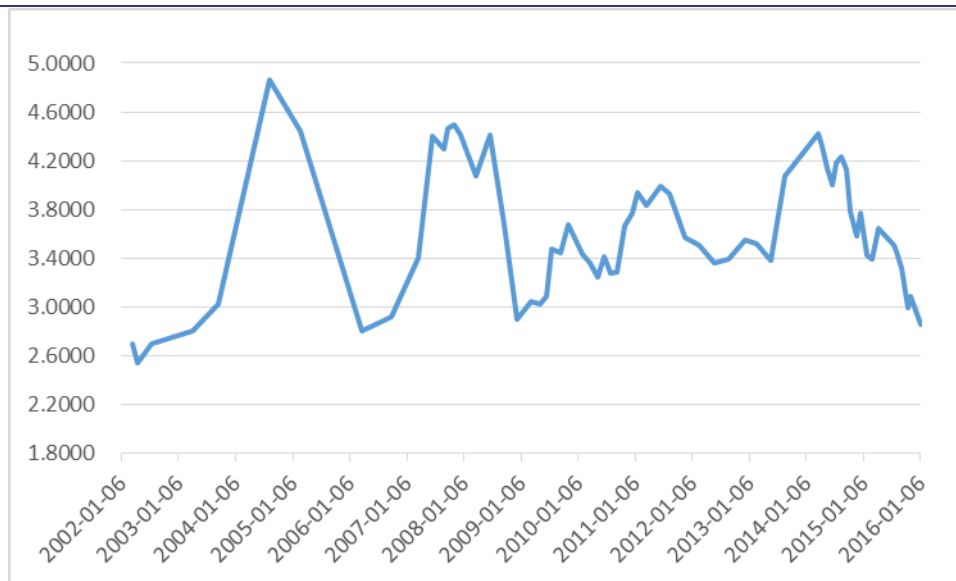
实施供给侧改革意味着中国经济发展的结构转型趋势将加速改变，在转型发展过程中，以往的旧经济、落后产能将不断被清理，过剩产能行业企业数量将不断下降，供需重新平衡，而存活下来的企业也将恢复正常的利润水平。

按照全要素生产率的内容，技术创新和制度变革是重点。从这两个内容来看，未来供给侧改革的主要方向一是技术创新，发展新产业、促进新技术、推广新模式、培育新业态。二是并购重组，引入混合所有制，推进国企改革，淘汰落后产能。就宏观角度而言，这将提升企业生产效率，调整中国产业结构，促进经济增长。从投资角度来看，新行业新概念新模式的 TMT，代表新消费的体育等一直是投资者配置的重要领域。另一个配置方向是现在大家开始关心淘汰过剩产能带来的传统行业机会。然而，如果需求不能起来，供给端的去产能也意味着许多不确定性。

4、利率下行，“资产荒”有望延续，资产配置转向股市

16 年中国资本外逃问题依然严重，降准对冲将是必要选择。我们认为，正如 15 年一样，16 年宏观流动性有望继续保持稳定，一方面央行通过降准对冲，另一方面，国开行专项债以及新的货币工具，如 PSL 和 MLF 等能够为稳增长提供必要资金支持。

图表 9：10 年期国债利率（%）



资料来源：Wind

国债利率将继续下行，但有底支撑。降息的空间不取决于负利率，而是通胀水平，2016 年通缩的风险仍然很大，必要的刺激或不可避免。2016 年，10 年期国债利率依然有望继续下行，利率整体水平有望再下一个台阶，但是顶多从目前的 3% 左右下降到 2.5% 左右。原因之一是预计明年降息在 2 次左右，对应的就是 50bp 左右利率下行，原因之二是历史看 2.5% 是国内长期国债利率的最低点，历史低点或许可以达到，但很难突破，原因之三是外部制约，目前美国的 10 年期国债利率大约在 2.3%，加息之后或会达到 2.5%，很难想象中国的长

期国债利率低于美国，同时汇率不大幅贬值。

在资金方面，预计 16 年资金净流入 3.3 万亿，比 15 年有所回落。过去三年股市资金供求情况，13 年资金净流入-1721 亿，供需整体均衡，是存量资金博弈市场；14 年净流入 8863 亿，下半年增量资金开始入场，市场走牛；15 年净流入 4.4 万亿，资金疯狂入市。预计 16 年新增入市资金约 5.5 万亿，包括银行理财和私人银行配置资金 2 万亿、保险社保和养老金入市资金 6300 亿、储蓄搬家 2.7 万亿、海外资金 1700 亿；预计 16 年资金需求 2.2 万亿，包括 IPO 4000 亿、再融资 1 万亿、交易费用 3200 亿、产业资本净减持 5000 亿。则 16 年资金净流入预计约为 3.3 万亿，资金供给大于需求，牛市格局不变；但相比 15 年 4.4 万亿的资金净流入，年初自由流通市值 14 万亿，16 年资金流入将会更加缓和。

15 年下半年开始的“资产荒”在 16 年有望延续，核心在于低利率环境未变。经济去杠杆和防通缩也使得货币政策趋向宽松，2016 年市场面临的流动性环境仍是宽松。经济转型需要大力发展资本市场，充分发挥资本市场直接融资功能，这有利于降低企业融资成本，有利于新兴行业的快速发展。在资本市场大发展期，利率下行将助推机构投资者资产配置转向股市。

三、2016 年投资策略

13 年是存量博弈市，中小创上涨源于盈利加速增长带动估值提升，14 年估值未变，盈利增长贡献涨幅，15 年股市大涨源于利率大幅下行推高估值。16 年利率下行趋势和转型趋势不变，市场仍充满机会，只是幅度更温和。

图表 10：2016 年整体行业配置建议

行业	配置	盈利增速 2015E	盈利增速 2016E	行业	配置	盈利增速 2015E	盈利增速 2016E
消费类	整体超配			周期类下游	整体低配		
餐饮旅游	超配	28.9%	30.9%	汽车	标配	0.6%	5.0%
食品饮料	标配	7.0%	7.0%	家电	低配	-5.0%	5.0%
商贸零售	标配	30.0%	20.0%	公用事业类	整体低配		
纺织服装	标配	15.0%	20.0%	电力	低配	12.0%	-20.0%
轻工制造	标配	10%~15%	15%~20%	电力设备	标配	20.0%	25.0%
农林牧渔	标配	5.0%	35.0%	环保	超配	30.0%	32.0%
医药	超配	15.0%	20.0%	国防军工	低配	15.0%	15.0%
周期类上游	整体低配			金融地产	整体标配		
煤炭	低配	-90.0%	亏损	银行	标配	1.1%	-3.0%
石油石化	标配	-50.0%	-30.0%	非银（证券）	标配	134.5%	-15.5%
有色金属	低配	-50.0%	亏损	非银（保险）	标配	36.1%	-11.3%
周期类中游	整体标配			房地产	标配	8.0%	5.0%
基础化工	低配	15.0%	10.0%	TMT	整体超配		
钢铁	低配	-200.0%	50.0%	电子元器件	超配	25.0%	25.0%
建筑	标配	5.5%	3.0%	通信	超配	8.0%	25.0%
建材	低配	-35.0%	-10.0%	计算机	标配	20.0%	18.0%
机械	超配	-12.0%	5.0%	传媒	超配	30.0%	27.0%
交通运输	超配	40.4%	20.3%				

超配消费板块，其中旅游餐饮和医疗零售选择性超配，其他细分板块标配。受益于居民生活水平的提高以及国家的扶持，旅游餐饮依旧高景气度，具备较大空间；“健康中国”被列入十三五规划、二孩政策以及老龄化问题将大幅提升医疗服务需求，看好医药行业表现。

超配 TMT 板块，精选细分主线。在通信电子领域，伴随着 4G 的大规模建

设，行业处于快速上升期，配置云计算和大数据；在计算机领域，包括智慧城市、信息安全等在内的子领域依然处于良好发展势头，大数据、互联网金融等有助于金融 IT 领域的快速发展，主要配置人工智能、虚拟现实、信息安全；传媒领域受益于持续提升的泛娱乐化需求，主要配置数字营销、影视院线和智能电视等。

标配金融地产。地产行业传统溢价盈利模式受到挑战，短期难以超预期；金融行业受到央行经济下行周期影响，银行板块在降息和利率市场化的环境下，净息差收入面临压力，不良贷款率可能增加；保险板块，保单负债成本维持高位短期难以下降；券商板块盈利水平可能面临下滑。而深港通、注册制以及混业经营在今年将逐步落地，政策方面的超预期将成为投资机会。

公用事业领域低配电力设备，超配环保板块。电力行业将受到电价下调的影响；而“美丽中国”的实施和严峻的环境问题将进一步提高环保板块景气度。

在周期行业，配置具有结构性机会的板块，包括交通运输中的快递物流、机械领域中的铁路后市场、服务机器人、人工智能以及具有转型潜力的轻工制造行业。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布给的人员。本研究报告仅为参考使用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。综艺控股并不因收件人收到本报告而视其为综艺控股的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但综艺控股不保证其准确性或完整性。综艺控股并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券可能含有重大的风险，可能不易变卖以及适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受到汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了综艺控股在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以再不发通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与综艺控股其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。综艺控股并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。综艺控股通过信息隔离墙控制综艺控股内部一个或多个领域的信息向综艺控股其他领域、单位、集团以及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和综艺控股高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于综艺控股投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若综艺控股以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成综艺控股向发送本报告金融机构之客户提供个投资建议，综艺控股以及综艺控股的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述为金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经综艺控股事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

©2014 Shanghai Zongyi Holding. All rights reserved.
