2016

嘉实基金远见者投资策略报告

HARVEST FUND
VISIONARY INVESTMENT
STRATEGY REPORT

智术之士，必远见而明察。

结构 | 震荡 | 稳健 | 成长

2016年1月16日

结构震荡，稳健、成长
——2016年A股投资策略报告

目录

CON

TENTS

02 一
2015年市场跌宕起伏
不改牛市本色

04 二
2016年市场展望
结构震荡，“危”、“机”并存

1 宏观经济贴地飞行，存在通缩隐忧
2 流动性整体宽松，边际效应较2015年或有所减弱
3 无风险收益率延续下行，保险等机构投资者谋求高收益股票资产
4 从供需角度出发，2016年市场整体有望呈现资金净流入
5 整体估值具有吸引力，结构分化依然较大
6 多风险因素干扰下，2016波动难免
7 从短期来看：把握跌出来的机会，春季行情仍在

11 三
2016年行业配置建议
成长为主，但会分化
周期蓝筹为辅，阶段逆袭

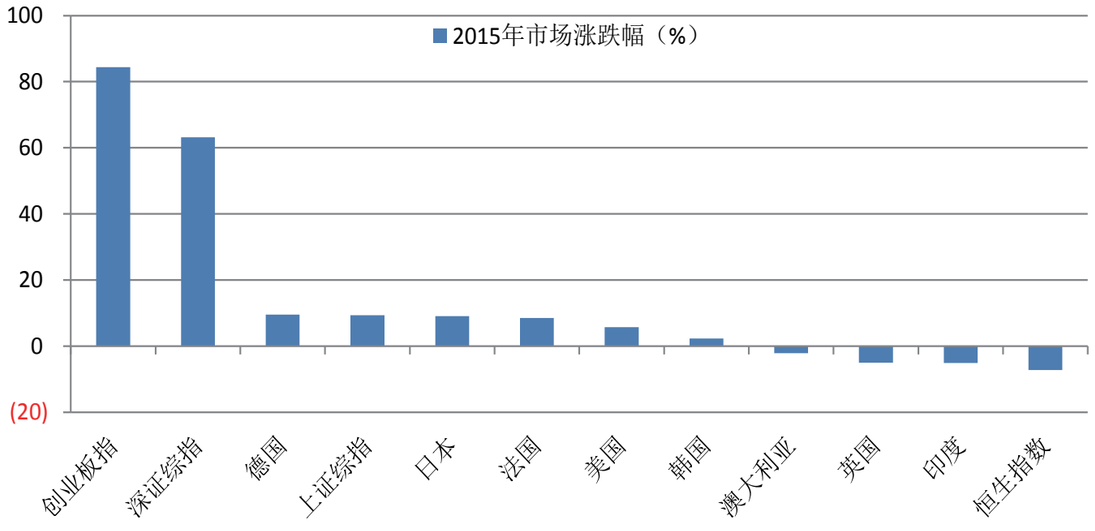
2016
嘉实基金远见者投资策略报告
HARVEST FUND
VISIONARY INVESTMENT
STRATEGY REPORT
智术之士,必远见而明察。

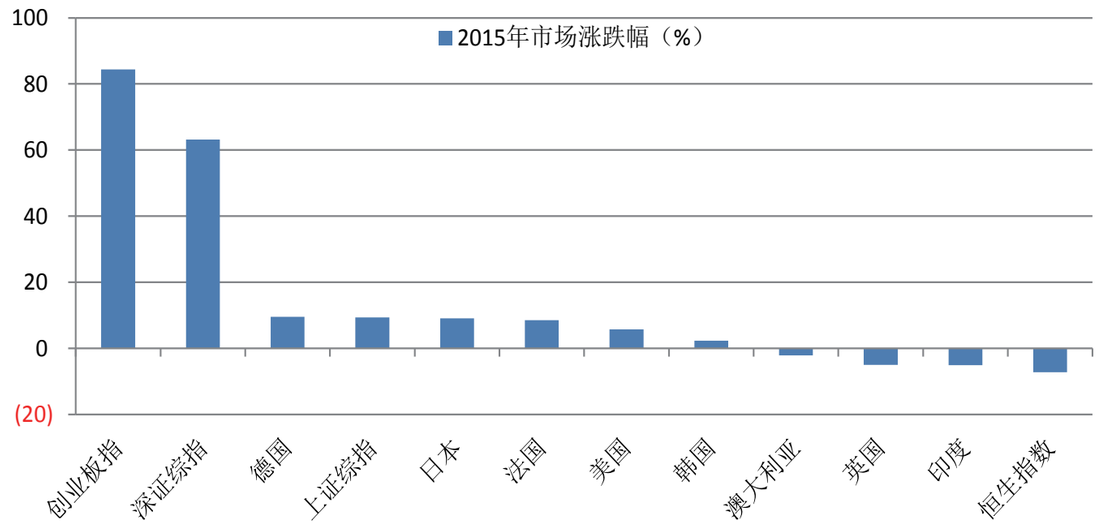
结构震荡，稳健、成长
——2016年A股投资策略报告

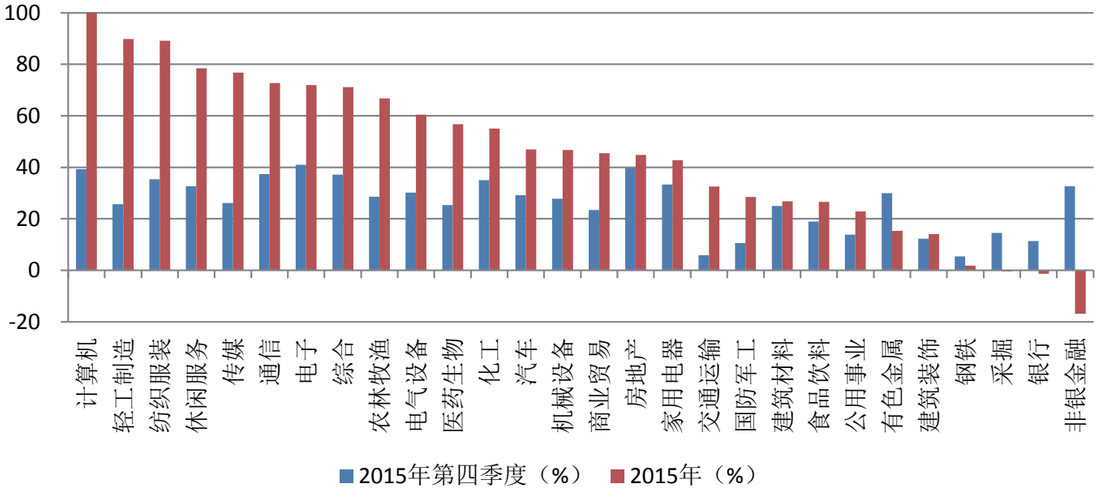
一

2015年市场跌宕起伏
不改牛市本色

在流动性宽松、无风险收益率持续下行、对十三五改革美好憧憬、行业政策利好频出背景下，2015年市场虽跌宕起伏、经历罕见“股灾”，但仍不改牛市本色。全年来看，上证综指上涨9.41%、深证综指上涨63.15%、创业板指上涨84.41%，在全球主要国家中，中国股市表现突出，引领全球。其中，2015年3季度，在股市快速去杠杆、人民币汇率大幅贬值、对经济下行担忧以及美联储政策退出预期等因素影响下， A股延续了6月15日以来的下跌态势，3季度出现了“股灾”。







数据来源 WIND

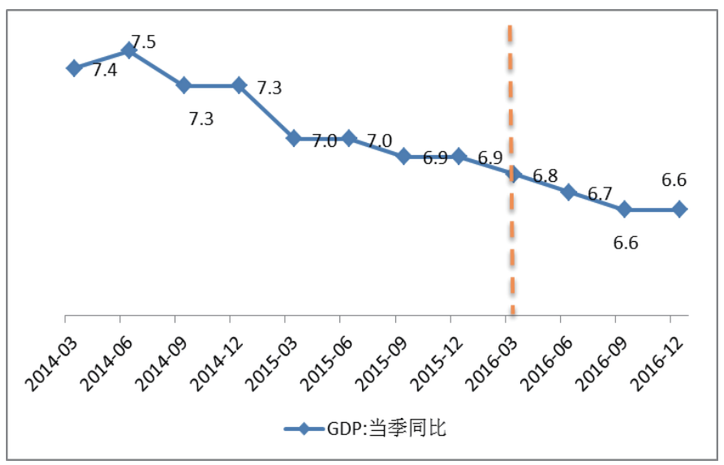
从行业表现看，2015年度28个申万一级行业，仅非银金融、银行、采掘三个板块出现下跌，其余25个行业全部上涨。其中，计算机、轻工制造、纺织服装位居涨幅前三，分别上涨100.29%、89.86%和89.17%，另外休闲服务、传媒、通信、电子、综合板块涨幅也均超过了70%。从2015年4季度来看，各板块全部上涨，电子、房地产、计算机板块涨幅均在39%以上。

二
2016年市场展望
结构震荡，“危”、“机”并存

1 宏观经济贴地飞行，存在通缩隐忧

2016年美国、欧洲经济虽缓慢复苏，但在传统出口产业面临成本上升、高端技术优势尚在孕育背景下，出口很难形成对经济的有力支撑；而受制于居民收入增速的放慢，消费增长也将出现放缓，预计2016年消费增速为10%左右；在去库存以及过剩产能加速出清情况下，固定资产投资的稳定仍将是经济下行托底的重点。在十三五规划6.5%的底限约束下，国家仍有维持经济增长的动力，预计2016年GDP增速为6.7%左右。

考虑到宏观经济延续下行、粮价下调、国际油价维持相对低位、公用事业品价格调整等因素，我们预计2016年CPI约1.4%左右，与2015年基本持平。面临通缩隐忧。



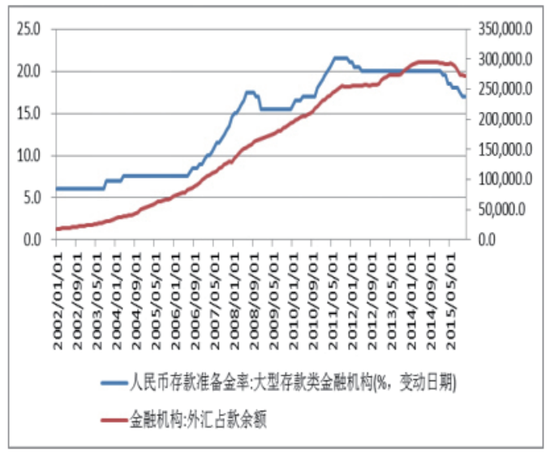
“国民经济不可能通过短期刺激实现V型反弹，可能会经历一个L型增长阶段”。——《人民日报》权威人士7问7答。

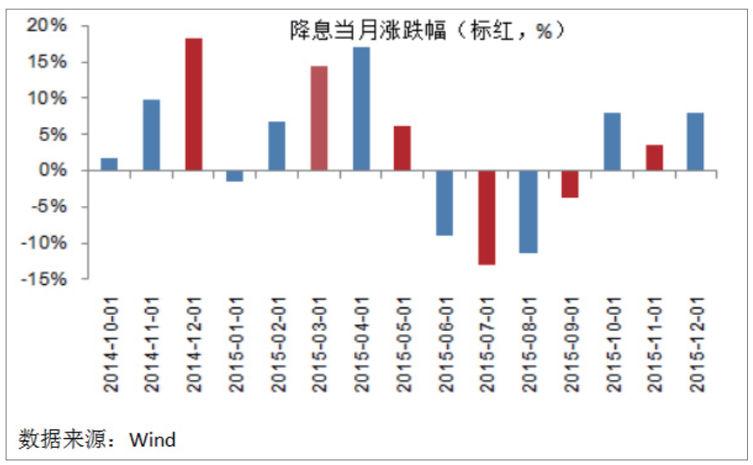
2 流动性整体宽松，边际效应较2015年或有所减弱

在稳定经济增长、降低企业债务负担、避免通缩等因素影响下，货币政策宽松将成为常态，过去12个月降息达6次，2016年降息次数虽会减少，但应不会少于2次。而降准的空间则更大，若2016年外汇占款减少2.5万亿元，则需降准6次左右（目前大、中型银行的存款准备金率分别为17%和15%）。但货币宽松的边际效应较2015年或有所减弱。

从历史上来看，降息或降准对投资者情绪的提振立竿见影，市场以上涨为主（如下图所示）。而且除降息、降准外，央行还会通过逆回购、SLO、SLF、MLF、PSL、信贷资产再贷款等方式向市场释放流动性。







数据来源：Wind

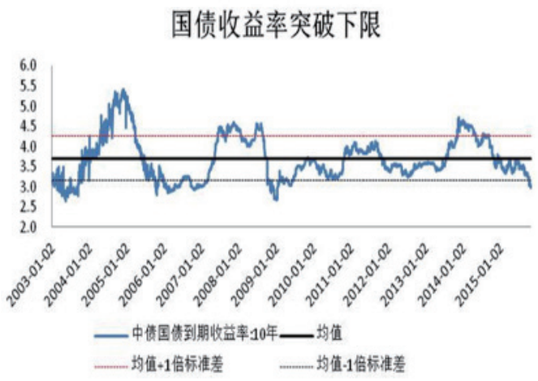
3 无风险收益率延续下行，保险等机构投资者谋求高收益股票资产

2016年美国、欧洲经济虽缓慢复苏，但在传统出口产业面临成本上升、高端技术优势尚在孕育背景下，出口很难形成对经济的有力支撑；而受制于居民收入增速的放慢，消费增长也将出现放缓，预计2016年消费增速为10%左右；在去库存以及过剩产能加速出清情况下，固定资产投资的稳定仍将是经济下行托底的重点。在十三五规划6.5%的底限约束下，国家仍有维持经济增长的动力，预计2016年GDP增速为6.7%左右。

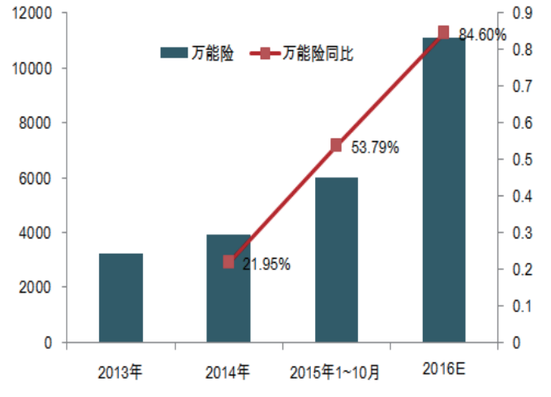
考虑到宏观经济延续下行、粮价下调、国际油价维持相对低位、公用事业品价格调整等因素，我们预计2016年CPI约1.4%左右，与2015年基本持平。面临通缩隐忧。

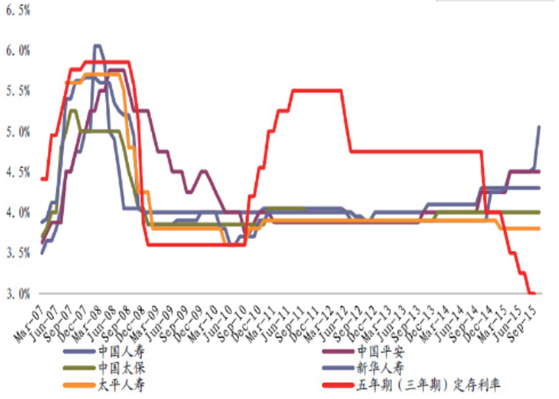


万能险保持超高增长



万能险收益率

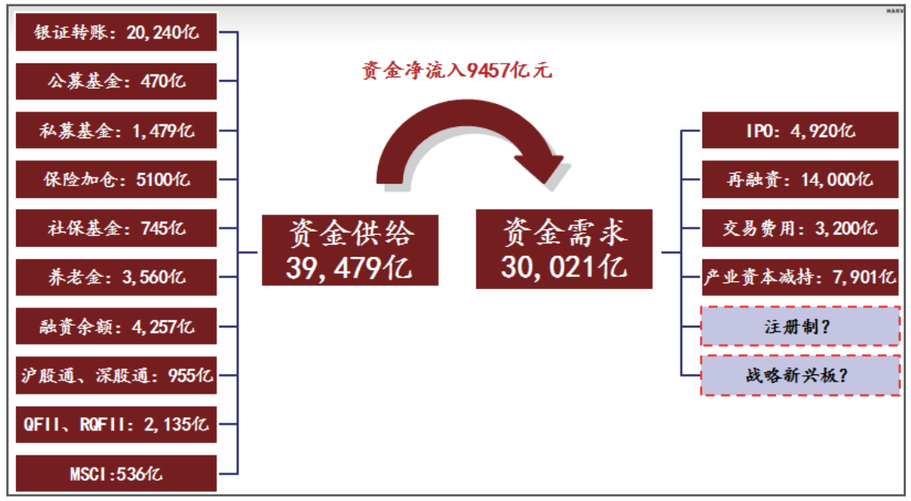




资料来源：华泰证券，广发证券、嘉实基金

4 从供需角度出发，2016年市场整体有望呈现资金净流入

综合考虑2016年资金供需结构，我们预计A股有望整体呈现资金净流入。当然还要防范注册制、战略新兴版超预期情况下的干扰。

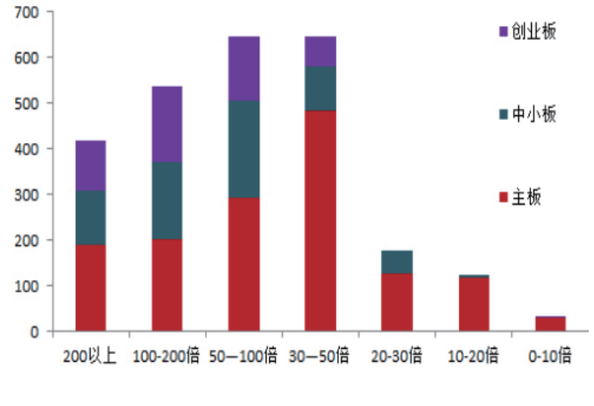


数据来源：嘉实基金

5 整体估值具有吸引力，结构分化依然较大

经过2015年股灾及2016初的市场风险释放，当前A股估值已处于过去10年波动区间的中枢偏下水平，具有一定吸引力。从结构上来看，分化依然较大。具有高成长性的创业板、中小板依然享有较高的市场估值溢价。

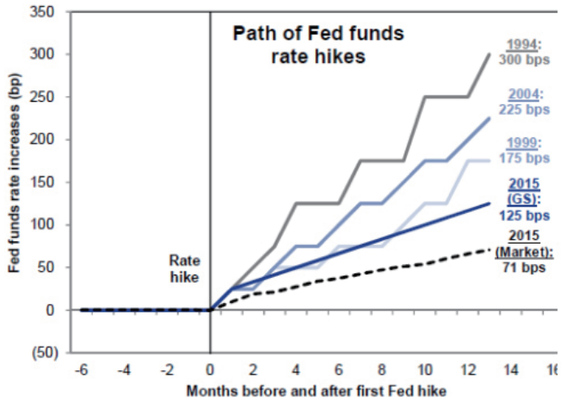




6 多风险因素干扰下，2016波动难免

（1）美联储加息次数可能超市场预期

当前国内普遍认为美联储会很长时间对第二次加息持迟疑态度。但美联储给出的指引显示2016年可能加息4次，而且过去20年美元三次加息周期的第一年，美联储加息从未低于过100BP，2016年美联储加息次数有可能3至4次。

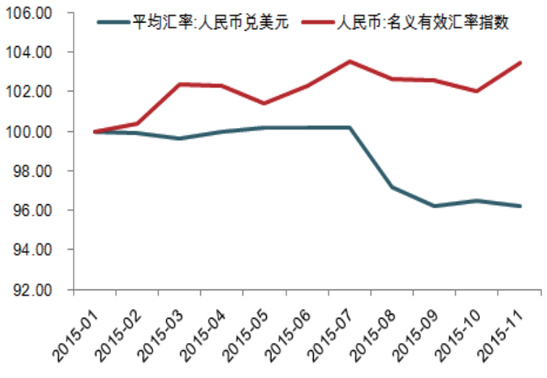


美国最近4次加息周期对比			
时间	经历时长	加息次数	加息幅度:bp
88年3月-89年5月	15个月	16次	331
94年2月-95年2月	12个月	6次	300
99年6月-00年5月	12个月	6次	175
04年6月-06年6月	24个月	17次	425

资料来源：Goldman Sachs, Barclays

（2）人民币存在贬值压力

考虑到中美利差、相对经济增速变化、劳动力成本优势等因素，2016年人民币依然存在贬值压力。加入SDR后，官方部门态度逐步软化，改为盯住一篮子货币(2015年升3.5%）、为兑美元汇率的下调留下了空间。如果人民币兑一篮子货币保持稳定，大约对应美元贬值4%左右。



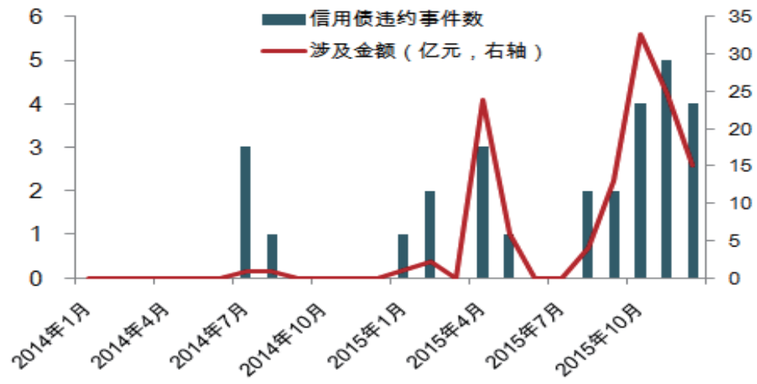
CFETS指数变化	对美元变化				
	假设美元指数变化:				
	-3%	0%	3%	6%	9%
2%	4.2%	2.0%	-0.1%	-2.1%	-4.0%
1%	3.2%	1.0%	-1.1%	-3.1%	-5.0%
0%	2.1%	0.0%	-2.1%	-4.0%	-5.9%
-1%	1.1%	-1.0%	-3.0%	-5.0%	-6.9%
-2%	0.1%	-2.0%	-4.0%	-6.0%	-7.8%
-3%	-0.9%	-3.0%	-5.0%	-6.9%	-8.7%
-4%	-1.9%	-4.0%	-6.0%	-7.9%	-9.7%
-5%	-3.0%	-5.0%	-7.0%	-8.8%	-10.6%

数据来源：中国人民银行、嘉实基金

（3）信用风险压力增大

中央经济工作会议提出“对信用违约风险将依法处置”。2014年以来，信用违约事件和涉及金额均大幅上升。2014年3月超日债利息违约打开了公募债违约的潘多拉魔盒，至今已发生20余起信用事件，其中有8　起最终实质性违约。从券种看，中票、企业债、公司债、超短融均已有实质性违约；从属性看，民企和央企均已有实质性违约。

在国家去杠杆、去产能背景下，2016年上游与中游周期行业将是清理僵尸企业的重灾区，也是信用风险压力最大的领域。清理过程所带来的信用风险若出现短期不可控的蔓延，股票市场的风险偏好同样可能承受冲击。



中国公募债部分违约案例

债券名称	发行人	违约时间	债券类型	企业性质	事件描述	后续进展
11 超日债	超日太阳	2014-03	公司债	民企	利息无法兑付（首例公募债违约）	14 年 10 月公布重组方案，债券全额兑付
12 湘鄂债	中科云网	2015-04	公司债	民企	回售到期无法兑付（首例公募债本金违约）	仍未兑付
11 天威 MTN2	天威集团	2015-04	中票	央企	利息无法兑付（首例国企违约，首例银行间市场违约）	发行人申请破产重整
12 中富 01	珠海中富	2015-05	公司债	公众企业	到期无法兑付，本金违约	15 年 10 月兑付本息
12 二重集 MTN1	中国二重	2015-09	中票	央企	被债权人申请破产重整，债券提前到期	控股股东国机集团在二级市场收购债券但仅兑付本金
10 中钢债	中钢股份	2015-10	企业债	央企	延长回售期，延期付息（首例企业债违约）	追加担保，一再延长回售期
10 英利 MTN1	天威英利	2015-10	中票	民企	未按期足额兑付本息，构成实质违约	仍未兑付
15 山水 SCP001	山水集团	2015-11	超短融	民企	母公司申请清盘，债券本息违约(首例超短融违约）	仍未兑付

资料来源：Wind、海通证券

（4）注册制、战略新兴板有望推出

2016年将是中国资本市场标志性的市场结构巨变的一年。目前尚有600多家存量待发行股票亟需消化，结合注册制、战略新兴板的推进，2016年IPO加快将是大概率事件，股票供应的增加对市场上行将产生抑制作用。

注册制要点	主要变化
审核权下放	取消发行审核制度、由交易所审核上市
修改发行条件	取消发行人财务状况及盈利性要求
监管重点	由审核资质转向审核信息披露
监管阶段	由事前监管为重点转为事中监管和事后监管
定价方式	更为市场化定价

战略新兴板对比创业板	主要区别
规模	关注更小规模、更多初创期的企业
行业	聚焦新兴产业
发行条件	淡化盈利、考核科研支出占比或新兴产业相关收入占比
发行方式	直接采用注册制发行

7、从短期来看：把握跌出来的机会，春季行情仍在

进入2016年后截至1月11日，短短6个交易日上证综指和创业板指分别下跌14.76%和22.39%，市场对于春季行情产生了疑虑。

综合考虑，政策、基本面、资金面等维度的利好与利空因素分布，我们认为相对一季度以后一段时间上半年内相对环境更有利于市场上涨的时间段。（基本面上企业年报真空期，资金面上年初有部分资金增加配置需求，而大股东减持行为也被证监会新规限制。）

年初风格切换概率不大，依然维持成长。总结风格向蓝筹大幅度切换的前提：

1）流动性显著宽松（大规模增量资金入市）；2）对经济周期或资产质量的担忧风险下降；3）切换之前成长至少在半年以上的时间显著跑赢蓝筹行业（至少50%），这三个条件目前都不具备。

时间段	风格强弱	幅度	指数表现	促成切换主因	切换之前	经济	流动性
2010/10/27日~12月16日	成长强于蓝筹	27.05%	大小齐涨	10月美联储启动QE2、七大战略新兴产业规划先后宣布	创业板指数诞生年，伴随当年公布的7大战略新兴产业、市场选择代表未来经济转型方向的股票。小市值成长股在之前一年整体表现领先。	从09年年复苏之后的高点开始略微回落。	平稳略有强化
2010年12月17日~5月27日	蓝筹强于成长	-27.78%	大小齐跌	12月央行加息、货币政策正式进入紧缩周期。			开始收紧
2012年4月21日~8月22日	成长强于蓝筹	26.00%	沪深300下跌创业板弱势震荡	5月降息经济触底企稳		经济回落2年后暂时企稳	开始放松
2012年11月29日~2013年9月30日	成长强于蓝筹	106.00%	沪深300下跌创业板大幅上涨	创业板板连续2年挤泡沫后估值合理创业板业绩触底回升、景气度支持；	大小指数双双下跌、指数阴跌一年半左右。	中途被流动性危机冲击有所波动。	年中被动造成流动性冲击
2013年12月2日~2014年2月24日	成长强于蓝筹	34.25%	沪深300下跌创业板大幅上涨	三中全会后市场维稳预期回落。	无切换，只有休整	经济数据空白期	逐步宽松
2014年10月28日~2015年1月5日	蓝筹强于成长	-36.52%	沪深300大幅上涨创业板回调	降息降准增量资金入市、证监会打击操纵股价	主板之前一年时间显著跑输、	对证券行业景气度预期非常、且市场对国企改革和一带一路热情较高	显著宽松

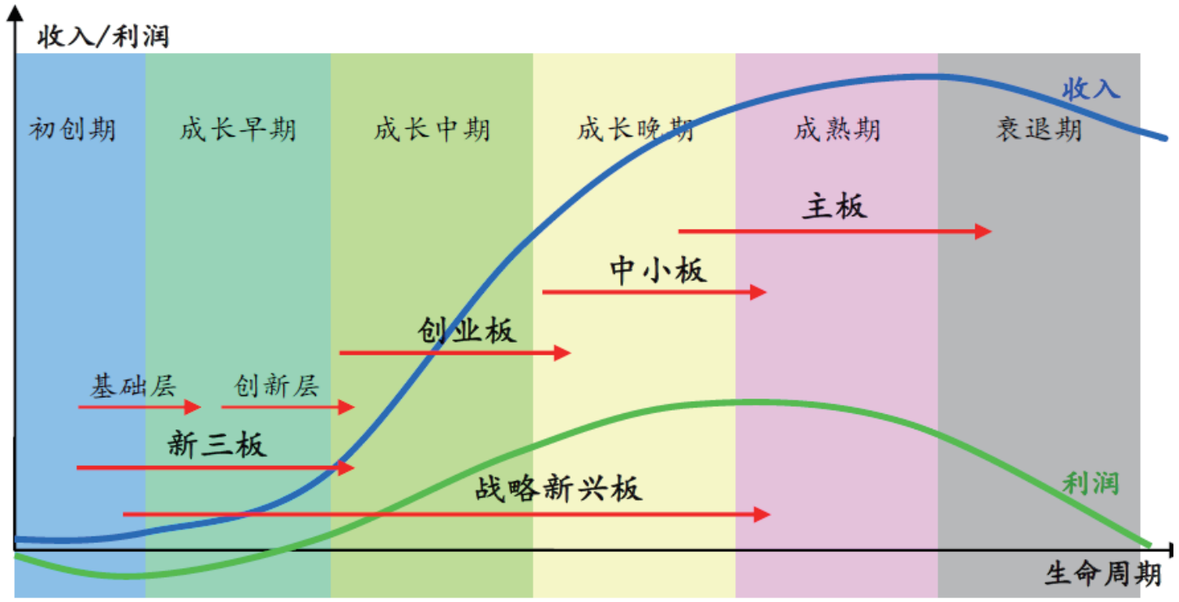
三

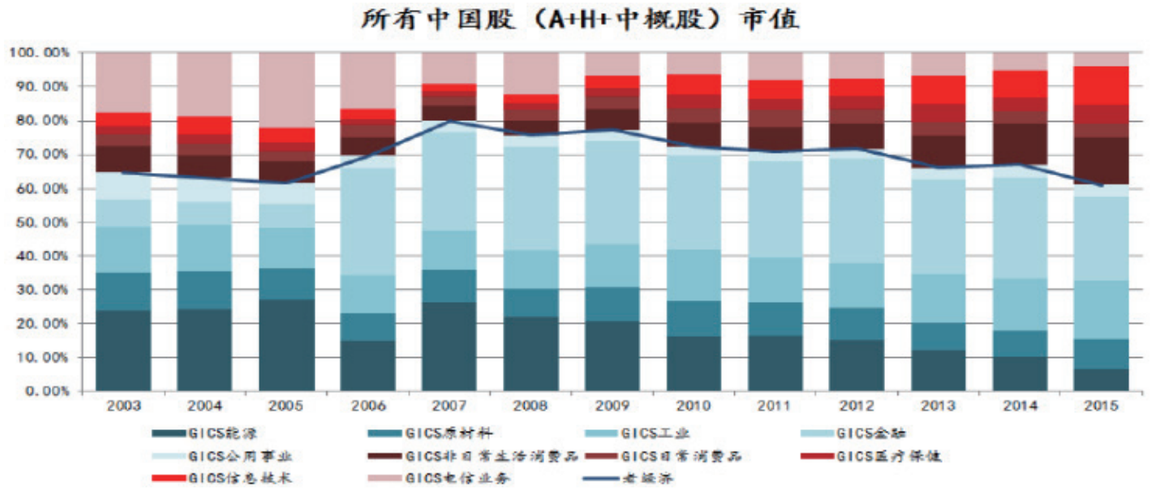
2016年行业配置建议
成长为主，但会分化；周期蓝筹为辅，阶段逆袭

综合来看，2016年在宏观经济贴地飞行，且面临通缩隐忧背景下，稳增长政策有望持续发力，货币宽松成为常态、无风险收益率继续下行、综合考虑资金供求关系A股净流入有望成为大概率事件，另外市场整体估值经过风险释放后也已开始具有吸引力。当然也面临美联储多次加息、人民币贬值、信用风险增多、新股IPO加快等因素的干扰，2016年“危”、“机”并存，结构性机会突出。

从风格来看，成长股将依然成为主导。随着中概股龙头回归、战略新兴版开板、新股供应加快，可能将潜移默化地在长期挤压掉小市值题材股的溢价，但也会增加优质成长股的供应、加速小市值壳公司兑现壳价值。从过去5年表现看，“新经济”板块通过相对“老经济”板块估值溢价的迅速提升在市值结构上相当程度的反映了中国经济结构转型的“前景”。

未来，“新经济”板块通过迅速的证券化率提升（股市扩容带来的新兴产业股票大量供应）将延续这一过程，但“新经济”内部估值的分化将加大。





周期蓝筹股存在阶段逆袭可能。对比2015年中央经济工作会议制定的来年工作重点，有着明显的变化。两会后围绕供给端淘汰落后产能的政策力度大概率会显著加强，政策手段包括：兼并重组、破产重整、债务核销、破产清算等。对于煤炭、钢铁、有色、水泥等典型行业，市场可能预期剩余的幸存者们会受益改善的供求格局，存在阶段逆袭可能。

	2014年中央经济工作会议	2015年中央经济工作会议
国内形势分析	➢ **消费由模仿排浪转变为个性多样，** ➢ **投资机会**由传统产业**转向基础设施互联互通和新技术新业态** ➢ 进出口由低成本比较优势转向培育新的比较优势，	➢ 改革进入攻坚期，在“十三五”开局之年面临了许多困难和挑战，**结构性产能过剩问题突出，到了“绕不过去的历史关口”**
次年总体目标	➢ 坚持稳中求进工作总基调，**工作重点放在改革攻坚和创新驱动，**突出把转方式调结构放在比以往更加重要的位置，	➢ 工作重点**更多偏向稳增长、去产能、惠民生和防风险，**强调提高投资有效性 ➢ 对于供需两侧的判断，在**适度扩大总需求的同时，着力点更在于提高供给体系的质量和效率**
具体工作任务	➢ **积极发现培育新增长点。**提出要依靠市场和产业化完成新增长点的发现培育，同时简政放权营造有利于创新的制度政策环境； ➢ 加快转变农业发展方式。急需解决三农问题，**发展现代农业** ➢ **优化经济发展空间格局。**着力强调了区域政策，重视空间格局对经济的正反馈。	➢ 宏观政策要稳，社会政策要托底 ➢ **积极稳妥化解产能过剩。** ➢ **帮助企业降低成本。** ➢ **化解房地产库存。。** ➢ 扩大有效供给。 ➢ **防范化解金融风险。对信用违约要依法处置。**

从行业和主题来看，2016年我们相对更为看好更新、更炫、更小的成长股和景气度持续提升的成长股，以及高股息率的蓝筹股，同时在供给侧改革加速推进的情况下，强周期上游资源品也具有阶段逆袭机会。

如：1）行业整合加速和资本化率提升的幼儿教育；2）更新、更炫进入产业化爆发阶段的VR；3）存在较多事件催化、国内公司可能逐步掌握核心资源的体育；4）计算机行业的大风口，持续高成长的云计算；5）煤炭、钢铁、有色、水泥等强周期的上游资源品在供给端改革预期推动下的阶段相对收益机会；6）景气度持续提升的畜禽养殖、信息安全、医疗服务、生物药等行业；7）家电、银行等高股息率蓝筹股配置机会。

风险提示

未经嘉实基金管理有限公司（以下简称“嘉实基金”）事先书面许可，任何人不得将本文件或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载、公开或发布，且不得对本文件进行任何有悖原意的删节或修改。

嘉实基金在本文件中的所有观点仅代表嘉实基金在本文件成文时的观点，嘉实基金有权对其进行调整。本文件转载的第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表嘉实基金的立场，嘉实基金不对其准确性或完整性提供直接或隐含的声明或保证。

投资有风险，可能发生投资损失。基金的过往业绩表现都不预示其将来投资结果。 嘉实基金在本文件中所做的业绩模拟是基于历史数据对历史业绩的模拟，不是对基金未来业绩的预测。投资者投资嘉实基金管理有限公司管理的产品时，应认真阅读相关法律文件。

本文件不应被接收者作为其投资决策的依据，本公司或本公司的相关部门、雇员不对任何人使用本文件内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本文件的知识产权由嘉实基金管理有限公司所有，嘉实基金保留对任何侵权行为进行追究的权利。

2016

嘉实基金远见者投资策略报告

HARVEST FUND
VISIONARY INVESTMENT
STRATEGY REPORT

嘉实基金
远见者稳进

嘉实基金管理有限公司成立于1999年3月，是国内最早成立的老十家基金管理公司之一。
嘉实基金首批拥有全国社保基金投资管理人、企业年金投资管理人、
基金公司开展境外证券投资管理业务、
基金管理公司特定客户投资管理业务资格和保险资金投资管理人资格，
拥有基金业务“全牌照”与创新始终走在行业前列。

嘉实旗下管理2只封闭式基金、66只开放式基金及多个社保组合、专户组合和企业年金账户，
共同基金产品线和资产管理业务种类齐全。
截止2015年末，公司各类资产管理规模超6000亿元，为逾三千万投资者提供专业的理财服务。
十六年来，嘉实基金秉承“远见者稳进”的品牌理念，
致力于打造具有国际竞争力和品牌影响力的中国领先资产管理机构。

智术之士,必远见而明察。

嘉实基金管理有限公司 总部地址
北京市建国北大街8号华润大厦16层 | 电话：8610-65215588 | 传真：8610-65185678 | 邮政编码：100005