



长城证券

GREAT WALL SECURITIES

回首向来萧瑟处，也无风雨也无晴

——2016年中期策略报告

长城证券金融研究所 宏观策略部

汪毅 执业证书编号: S1070512120003

彭益 执业证书编号: S1070515010002

包婷 从业证书编号: S1070114100033

目录

- 宏观背景：直面深度去产能
- 政策仍可期，但边际效应或递减
- 市场或波澜不惊，但不缺结构性机会
- 结构性机会或在何处？

主要结论

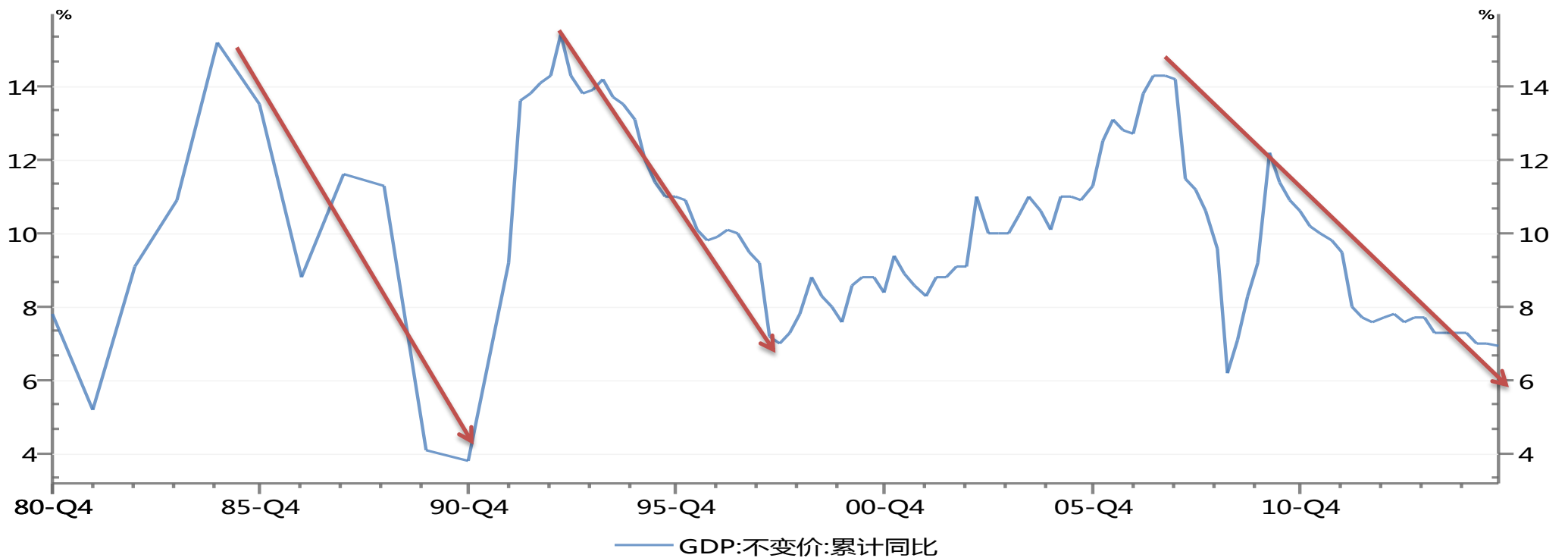
- 中国经济增长已然破7，经过一段时间的下行周期后，目前进入深度去产能阶段。体现在：投资增速总体趋缓，三驾马车推动乏力；消费疲弱；外需环境改善幅度有限。预计3-6个月的短周期经济亦然呈现L型底部状态，三季度前通胀相对温和，四季度为全年高点。
- 下半年还是稳健的货币政策和积极的财政政策。货币政策受到汇率、金融风险、通胀预期三大因素掣肘，虽然短期看海外紧缩程度、通胀数据均低于预期，但向后看趋势仍然确定，下半年货币政策较上半年改善幅度有限。而财政政策依然积极，但是扩张效果受到一系列因素制约。
- 谈及股市，我们认为今年下半年显著创新低的概率比较低。16年前是风险溢价 > 无风险利率 > 企业盈利。16年后是企业盈利 > 风险溢价 > 无风险利率，判断下半年风险偏好难以有明显提升，而无风险利率全年震荡态势概率较大，一季度盈利虽有改善，但未来盈利全面持续回升概率较小，抓住结构性的盈利改善行业更加重要。
- 今年股市走势可能跟2002，2012这样的年份更加类似，一是要把握机构性机会，收获阿尔法。在此基础上我们推荐三条主线：第一条主线：优先配置低估值品种。第二条主线：选择如高端装备，智能汽车产业链等超跌机会。第三条主线：密切关注地方国企改革的主题投资机会。二是要把握好止盈策略，及时兑现盈利，灵活操作，猴年操作离不开一个猴字。

宏观背景：直面深度去产能

深度去产能之路

● 第三次下滑的底部难以预测

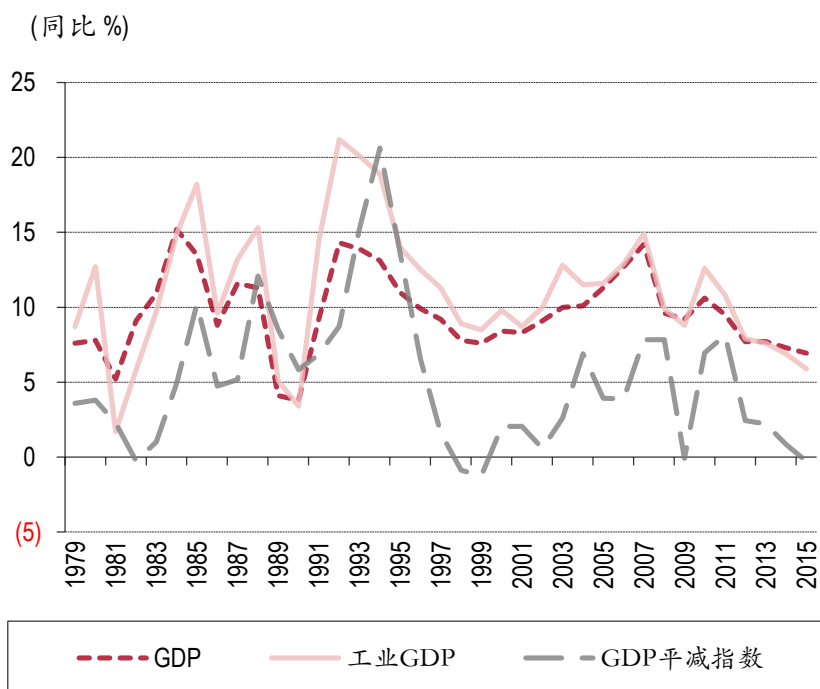
- ✓ 2016年经济增速进入“6”时代，可以预见的是，随着经济体量的增大，在全球尚未完全复苏的情况下，中国经济增速会进一步放缓。经济筑底不意味快速反弹。
- ✓ 经济拉动的“三驾马车”今年拉动GDP能力或将下降，投资、消费、出口这传统的“三驾马车”优势不再。
- ✓ 2016年两会提出的GDP增速在6.5%-7%区间。



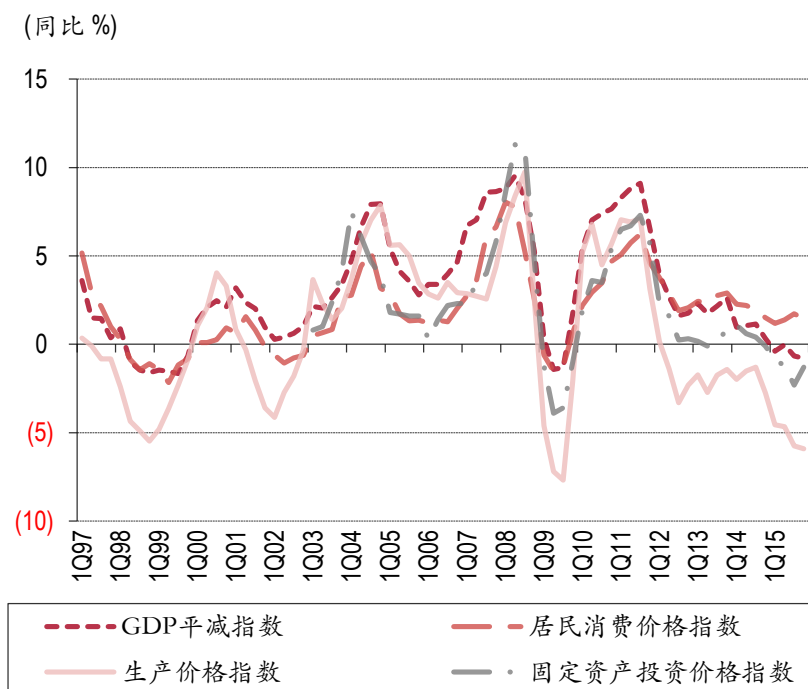
深度去产能之路

- 中国作为全球制造加工中心，连接上游大宗商品、原材料供应国和下游终端需求经济体。2008-2009年大规模刺激短期内稳定了经济，但透支了未来需求空间，形成大量新增产能，加剧了中期内产能过剩和债务风险。在房地产去库存、地方政府债务高企和工业部门产能过剩背景下，投资持续回落，经济短期将延续下行周期

中国经济增长



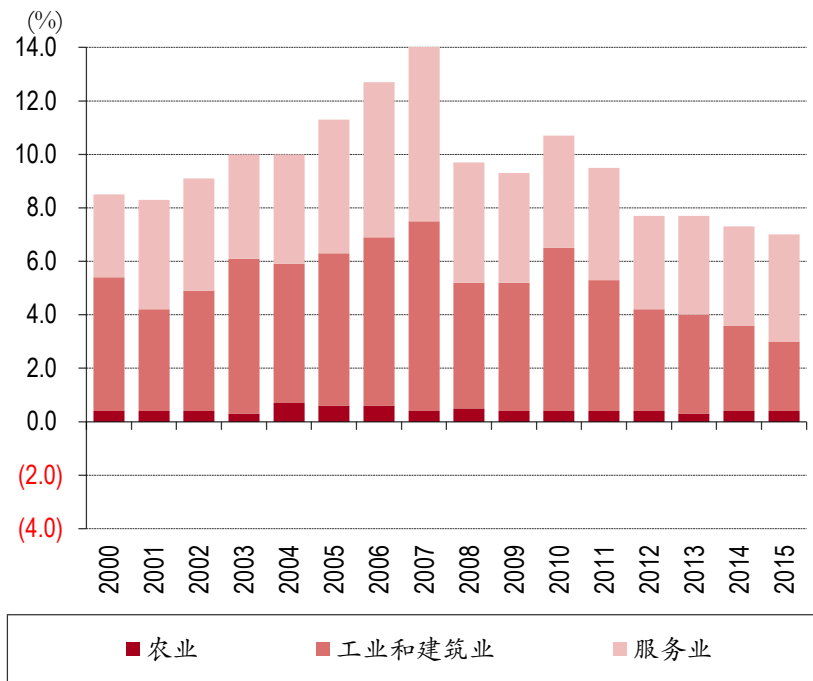
中国通胀水平



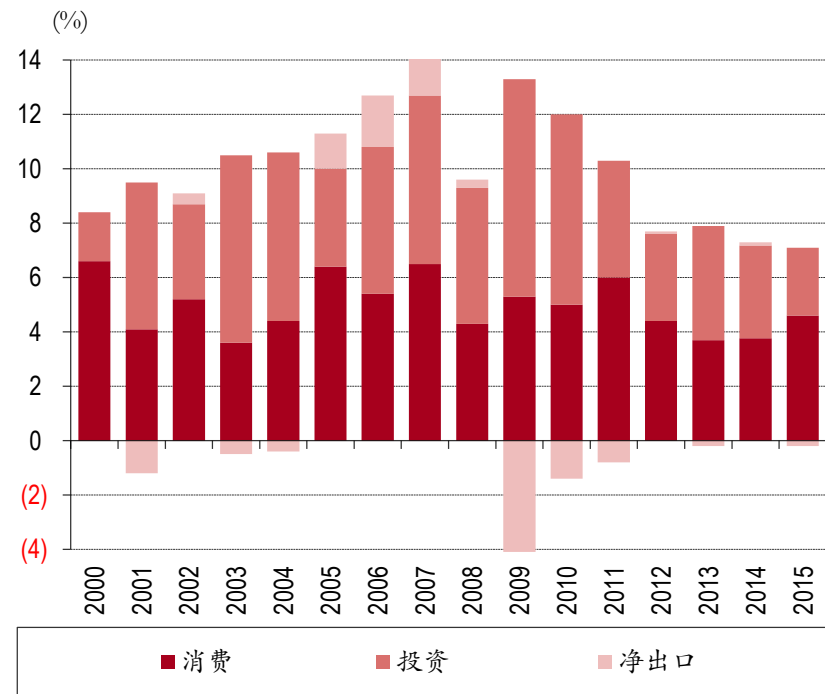
深度去产能之路

- 中国经济正经历深度转型调整，制造业和固定资产投资严重萎缩，服务业和消费的贡献日益上升。

主要部门对GDP增长的贡献



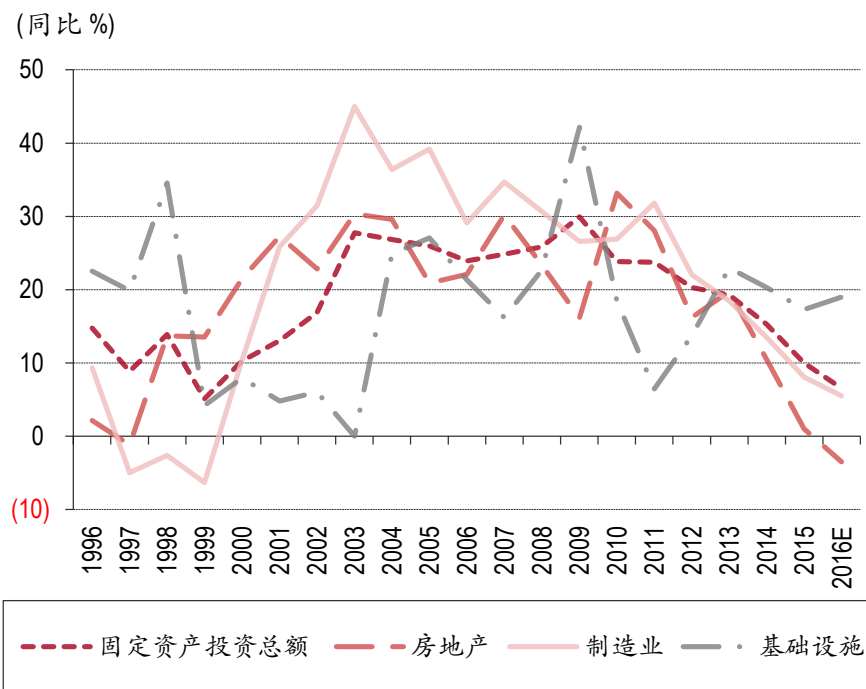
主要支出对GDP增长的贡献



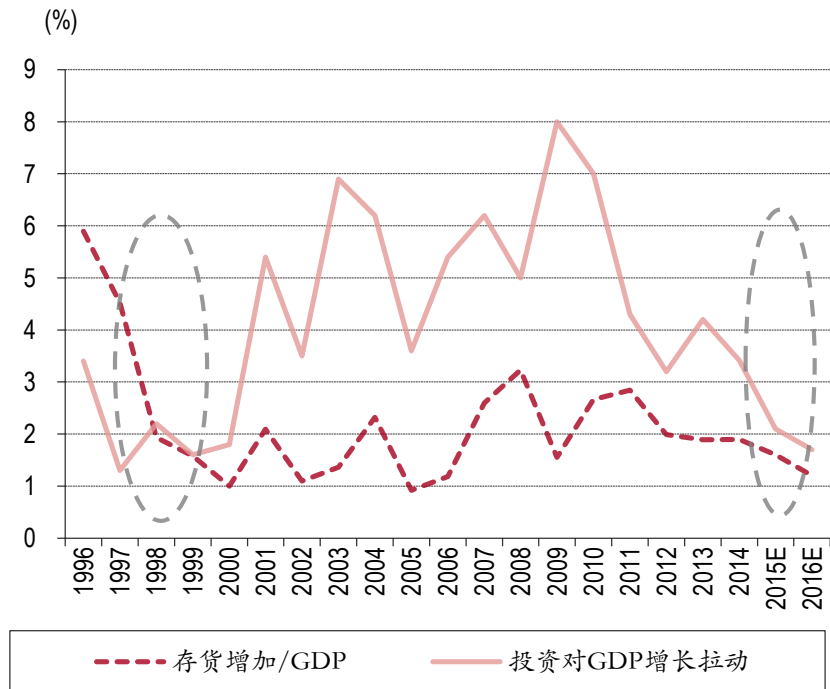
深度去产能之路：投资

- 中国经济经历多轮大规模投资扩张之后，逐步进入深度去产能阶段。投资增速总体趋缓，投资三驾马车推动乏力。
 - ✓ 房地产周期性下滑和结构性拐点叠加
 - ✓ 地方政府在土地财政萎缩和巨大偿债压力下难以推动基础设施投资大幅回升
 - ✓ 房地产和出口两大终端需求低迷持续制约着制造业投资
- 一季度投资增速反弹，4月小幅回落，预计后续大概率仍然乏力。
 - ✓ 2016年1-4月投资增速为10.5%，房地产和基建投资继续起到支撑作用，制造业持续下滑。

中国主要部门投资



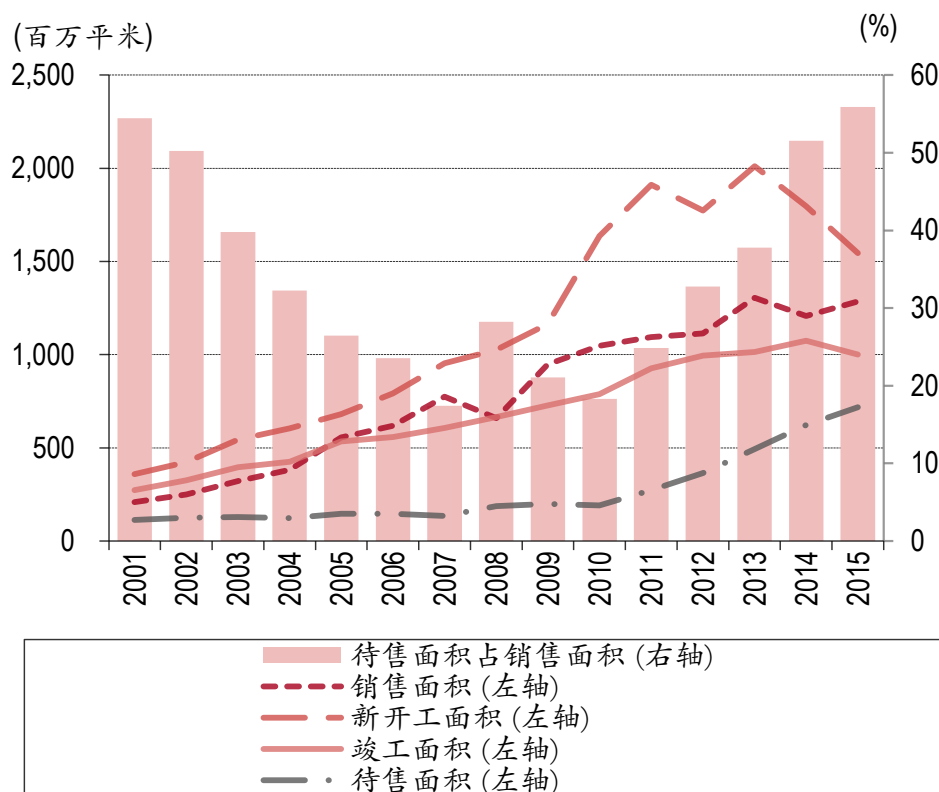
去产能和去库存周期



深度去产能之路：房地产投资

- 大部分城市房地产面临短期去库存和中长期需求拐点，住房有效需求进入阶段性积累和脉冲式释放阶段，土地购置面积总体仍然低迷，预示着房地产投资景气度仍将回落。

房地产供给与需求



土地购置面积

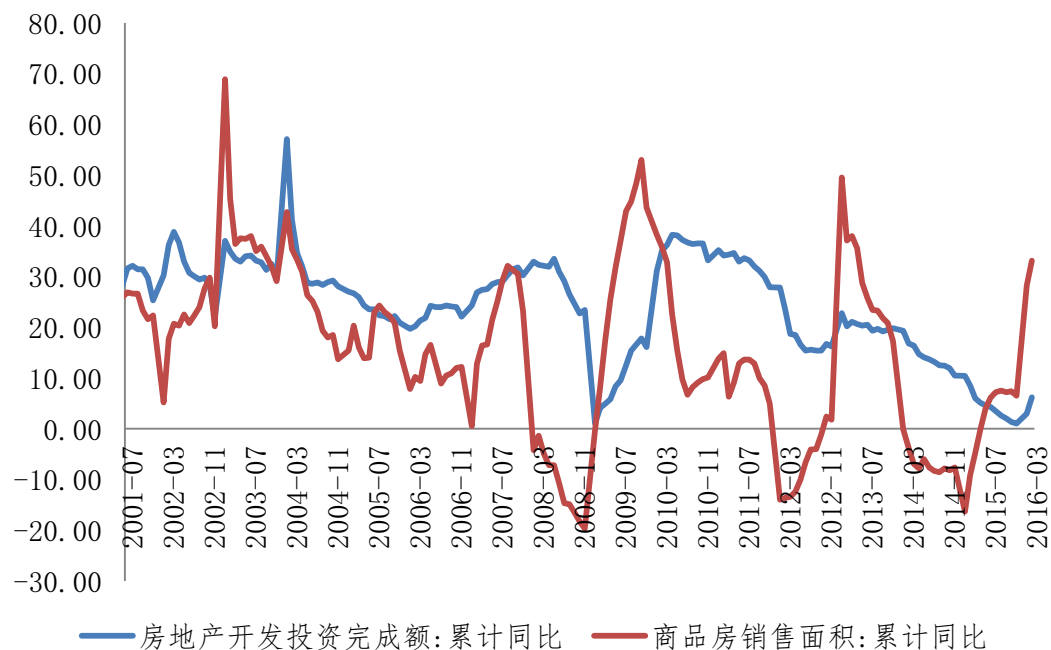


深度去产能之路：房地产投资

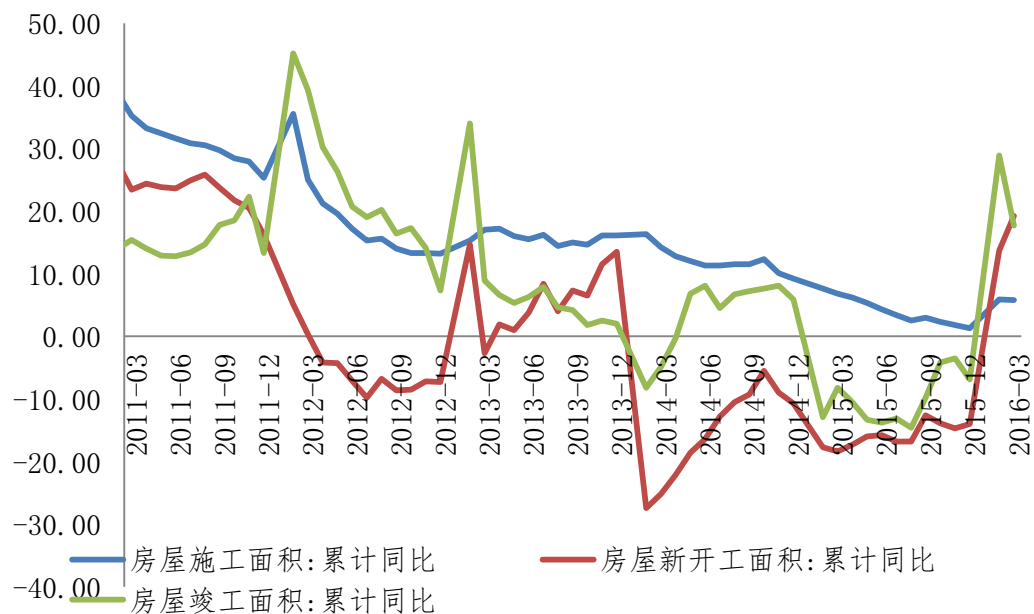
● 房地产投资短期反弹不具有持续性

- ✓ 地产去库存政策及销售逐渐向投资传导背景下，一季度地产投资反弹至6.2%，销售增速高企、新开工回暖、房地产开发到位资金加快等因素有望继续向投资端传导，房地产投资企稳趋势至少有望延续到二季度，但后续仍然难言乐观。
- ✓ 房地产投资制约因素：一方面，近期一线城市陆续出台房地产调控政策，一线城市房地产销售有所降温，地产行情向二线城市转移，但持续性仍待观察；另一方面，四季度面临一定的通胀抬升压力，可能使得未来货币政策边际收紧，将对房地产投资造成压力。

房地产投资与销售



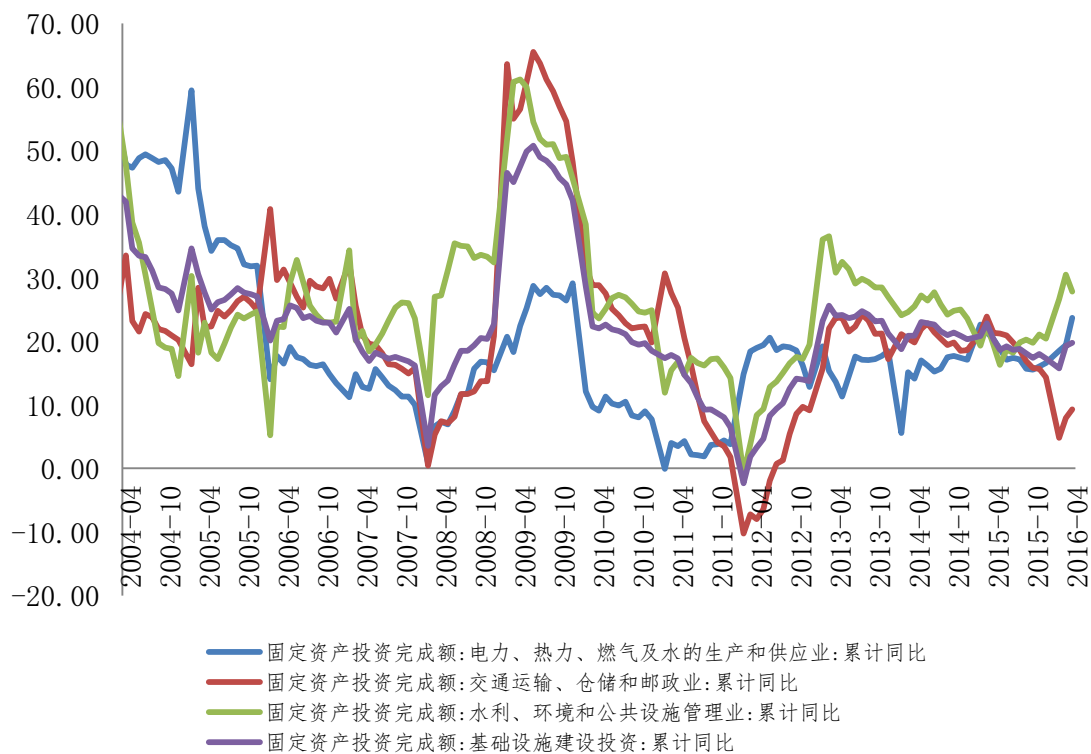
房地产新开工、施工和竣工



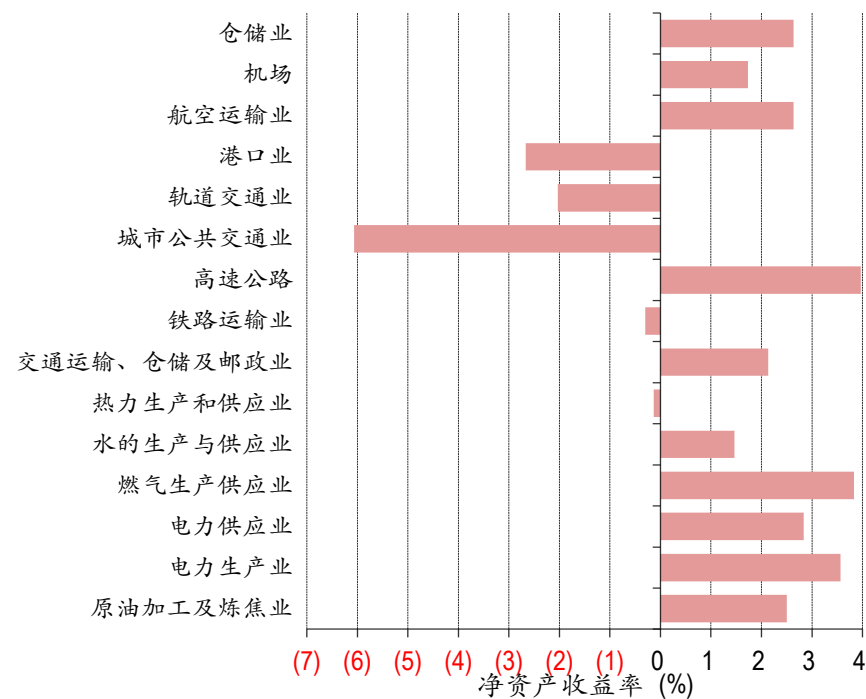
深度去产能之路：基建投资

- 基础设施投资成为政府稳增长的重要渠道，16年政策祭出时点早于往年。
 - ✓ 16年年初政府出台多项稳增长政策，表现为1-4月基建投资增速持续回升至19.73%。
 - ✓ 前几年政府稳增长政策大多二季度开始出台，向实体经济传导大约存在3-4个月时滞；今年一季度政策即开始出台，预计二季度政策效果将有所显现。
- 基建投资成短期“救命稻草”，但进一步回升受制于项目盈利性、地方债务风险控制等因素。

中国基础设施投资



基础设施投资行业盈利能力



深度去产能之路：消费

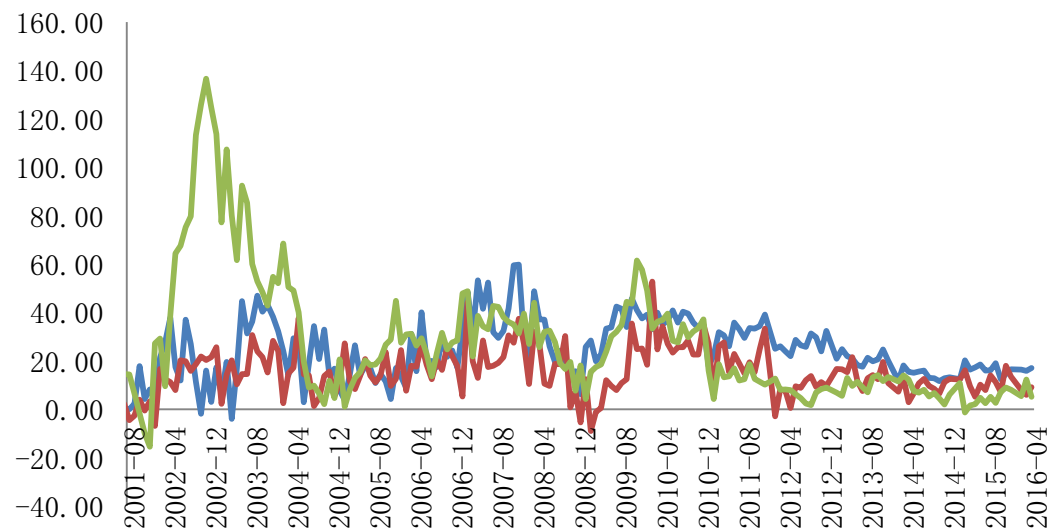
● 国内需求低迷，消费相对疲弱

- ✓ 2016年4月名义消费同比增速10.1%，较3月有所下滑
- ✓ 企业基本面恶化和资本支出下滑将逐步影响新增就业和劳动收入增长
- ✓ 若CPI能持续回升，或将对名义消费增速有所支持，但预计幅度有限

● 结构层面：关注可选消费情况及消费升级的结构性亮点

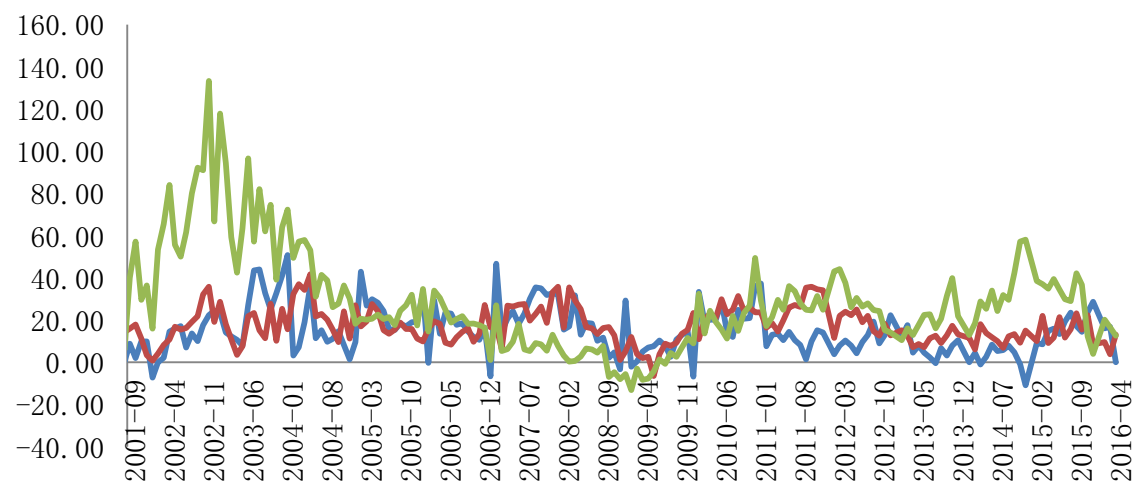
- ✓ 可选消费品：重点关注房地产和汽车产业链
- ✓ 文教体卫、高科技产品、新能源产品等消费升级类需求，有望成为拉动消费的新增长点
- ✓ 必需消费品：相对稳定，弹性较小；奢侈消费品：受制居民收入水平和消费习惯

可选消费品零售额



— 零售额:家具类:当月同比
— 零售额:家用电器和音像器材类:当月同比
— 零售额:汽车类:当月同比

消费升级类零售额

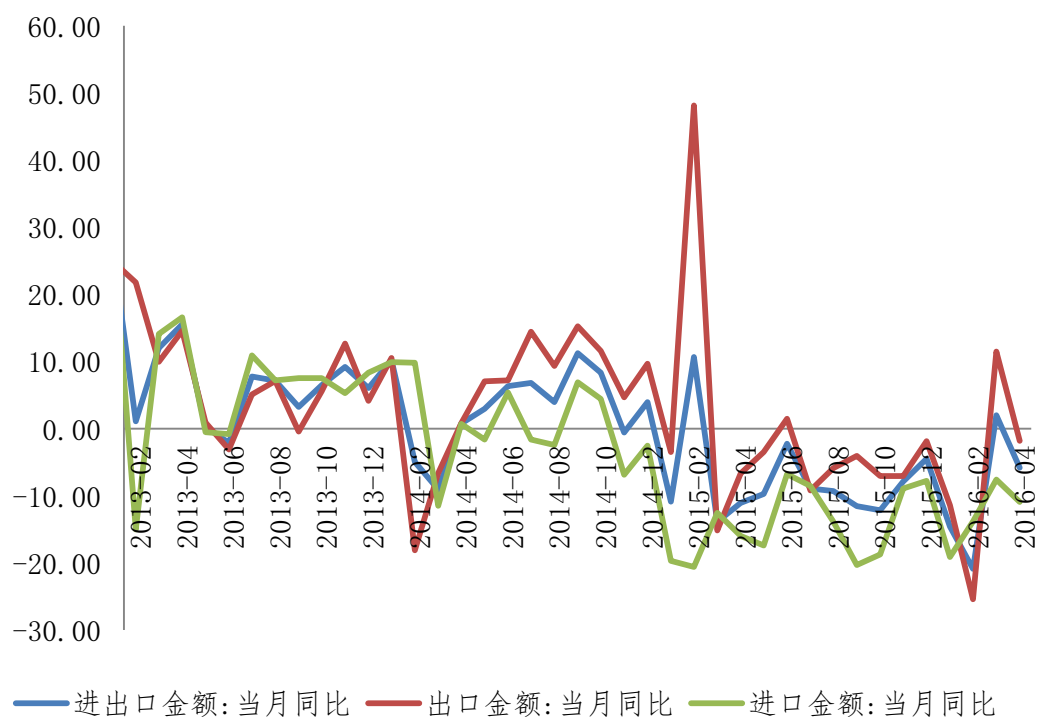


— 零售额:体育、娱乐用品类:当月同比
— 零售额:文化办公用品类:当月同比
— 零售额:通讯器材类:当月同比

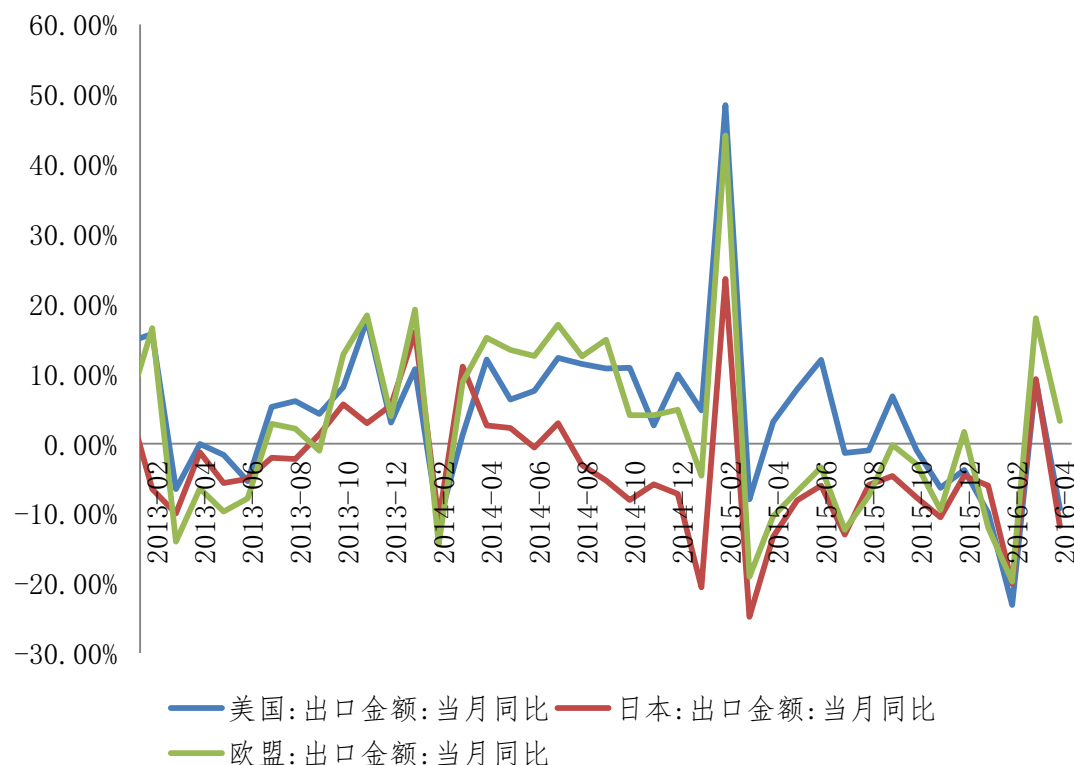
深度去产能之路：外贸

- 2016年全球经济增长仍面临一定下行风险，尤其是新兴市场或延续下行周期，中国面临的外需环境或略有改善，但依然比较疲弱。
- 一季度出口同比-8.4%，较去年明显恶化，季节波动较大，3月出口显著增加主要源于基数效应，4月出口增速又有所回落。预计2016年中国出口同比下降2%-3%，进口同比下降4%-5%。

中国进出口表现



中国对主要发达国家出口表现

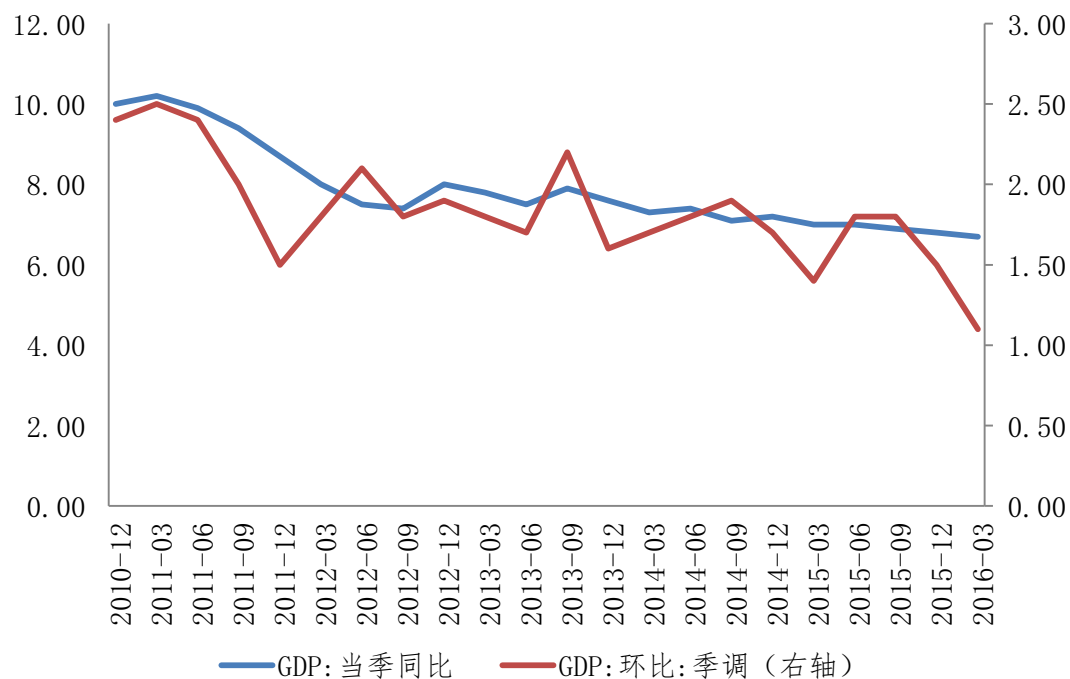


中国经济和通胀水平的预测

● 经济短期回暖，通胀四季度高点但整体压力不大

- ✓ 2016年经济增速进入“6”时代，需求疲弱、产能过剩背景下经济下行压力仍存，各项改革任重道远。一季度GDP为6.7%，3月以来供需两端均有所复苏，3-6个月的短周期经济回暖可期，但实现U型反转概率不大。
- ✓ 4月CPI为2.3%，略低于市场预期，预计三季度前通胀相对温和，四季度为全年高点，在食品权重调低及下半年经济环比动能减弱情况下，16年整体通胀压力不大。预计2016年PPI同比下降3.8%，2016年CPI同比增长2.4%-2.6%。

2016GDP增速短周期回暖



2016年CPI预测

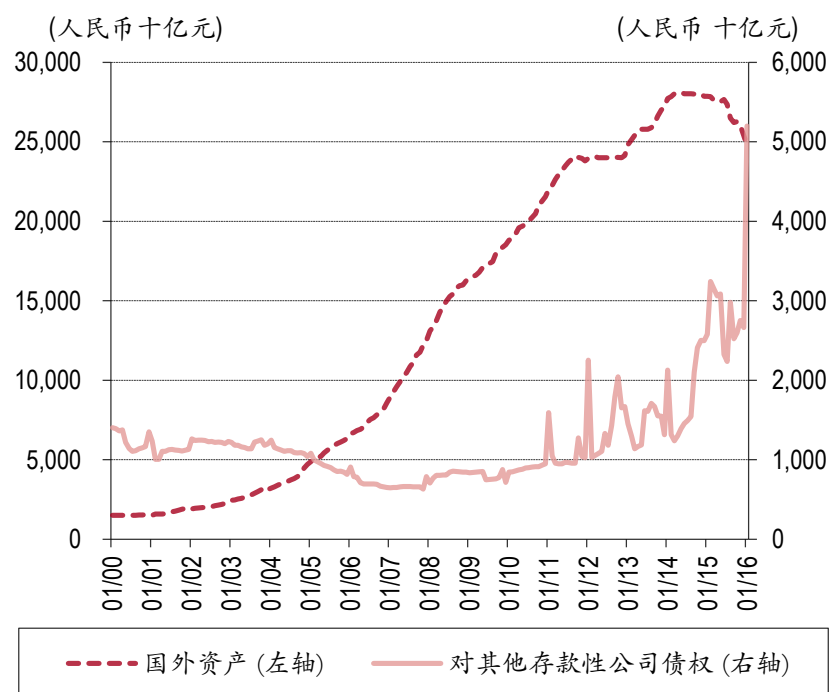
月份	CPI 同比 (环比按历史均值)	CPI 同比 (历史均值-0.05)	CPI 同比 (历史均值+0.05)	CPI 同比 (历史均值+0.1)
2016/01	1.9	1.9	1.9	1.9
2016/02	2.3	2.3	2.3	2.3
2016/03	2.3	2.3	2.3	2.3
2016/04	2.3	2.3	2.3	2.3
2016/05	2.3	2.3	2.4	2.4
2016/06	2.1	2.0	2.2	2.3
2016/07	2.0	1.8	2.2	2.3
2016/08	2.0	1.8	2.2	2.4
2016/09	2.4	2.2	2.7	3.0
2016/10	2.9	2.6	3.2	3.5
2016/11	3.0	2.7	3.4	3.7
2016/12	3.1	2.7	3.5	3.9

2016政策展望：稳健的货币政策，积极的财政政策

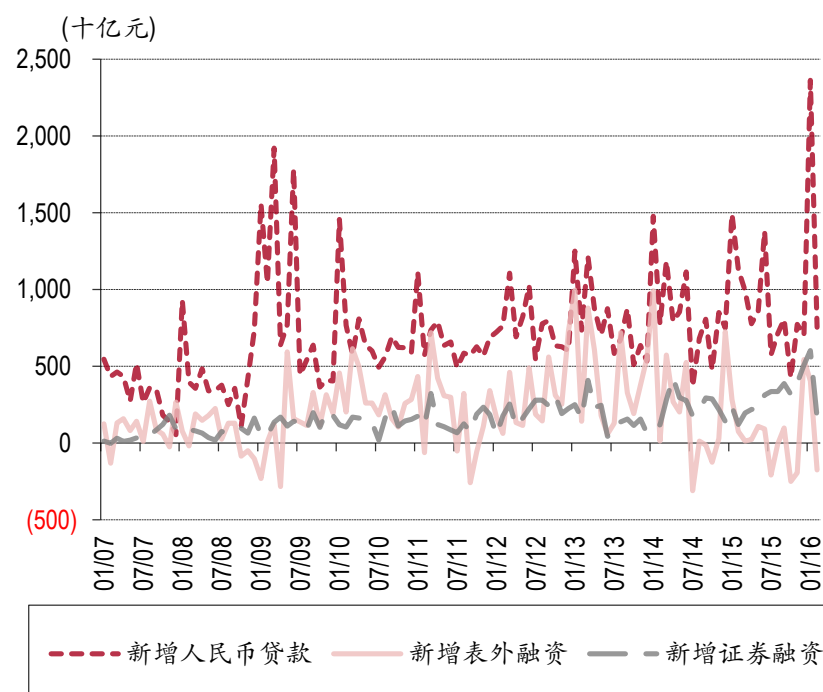
货币政策首要目标是稳增长、防风险

- 2015年以来经济进一步下行，市场波动反应系统性风险上升，稳增长和防风险成为货币政策首要目标。
- 2016一季度新增贷款和社融规模大幅增加，但四月明显回落，且央行表态未来几个月M2增速仍可能明显下降，显示货币政策整体基调偏稳健，与08-09年政策刺激有所不同。

央行国外资产与对银行再融资余额



社会融资规模



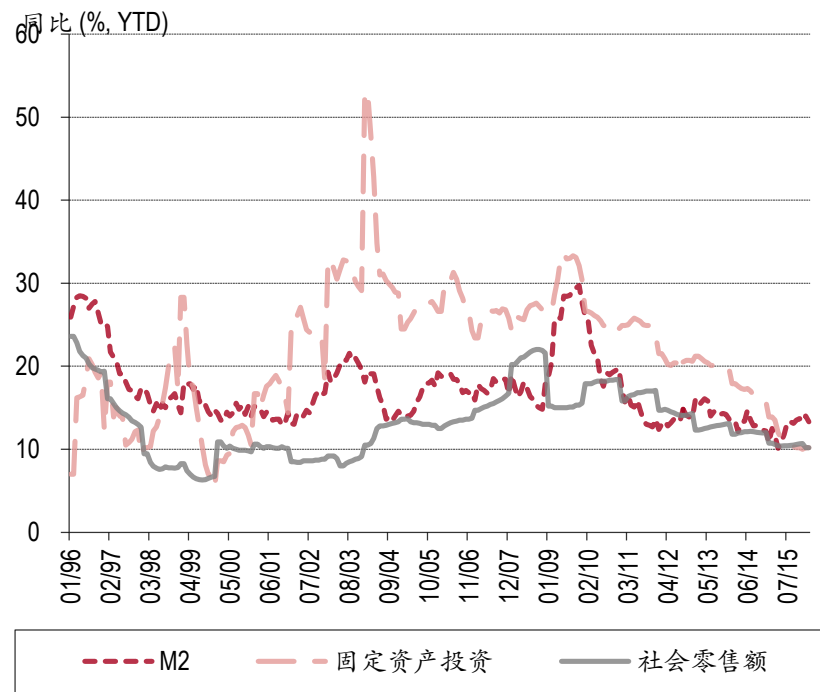
2016年货币政策的三大掣肘

- 汇率因素：美联储的每次加息都会对国内汇率市场预期造成冲击，进一步降息的空间完全被阻隔，降准发生的概率也大大降低，只有在扛不下去的时候才会祭出，预计每季度一次（如一季度仅降准1次）；
- 金融风险因素：降息降准等进一步宽松的货币政策会促使资金流向高风险资产，加剧金融风险因素的积累。本轮房地产销售是一线城市拉动周边二线城市进而带动投资增速回升，一旦货币放松幅度过大，造成一线城市房地产泡沫出现问题，则二线城市的销售回升也不可持续，指望去掉三、四线城市的库存更是不容易。
- 宽松的货币信贷条件可能推升通胀预期。考虑到四季度物价会有所抬升，如果与十年期国债收益率比较的话，届时紧缩的货币周期又可能不远。

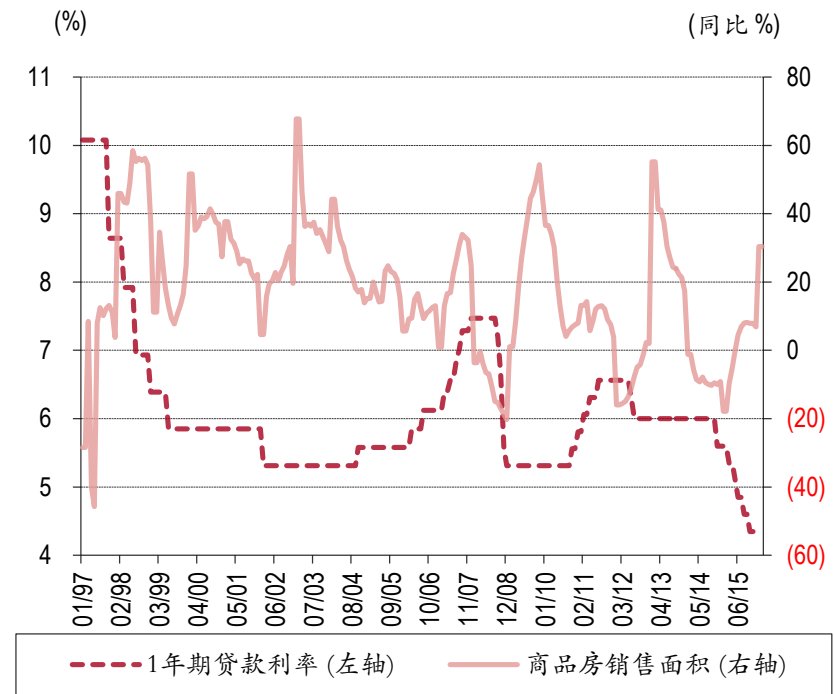
货币政策对实体经济传导

- 货币政策放松对基础设施投资和房地产具有显著短期刺激效应，但能否带动经济可持续性回升仍取决于私人部门对未来预期和支出需求能否持续改善。

货币供应与投资、消费



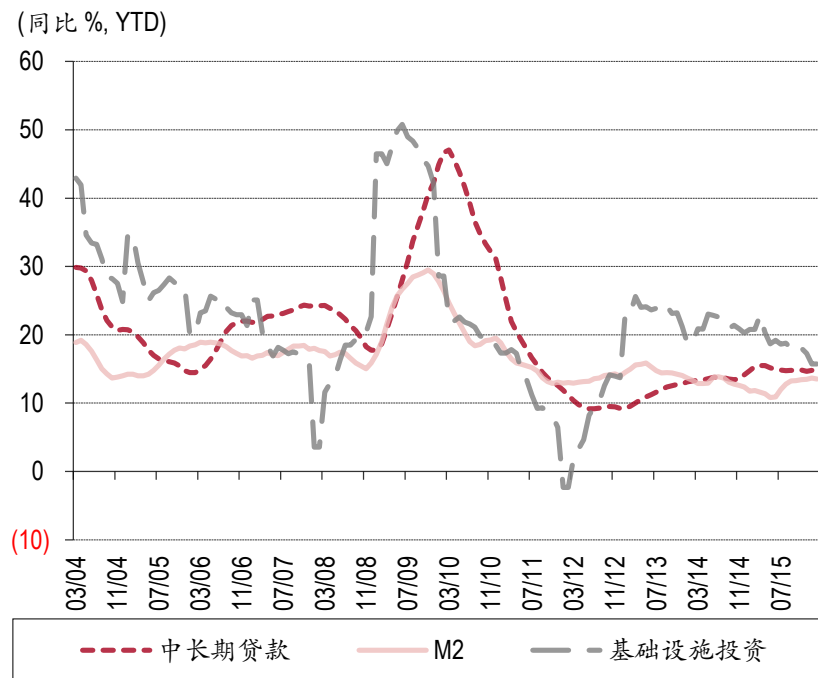
利率与商品房销售



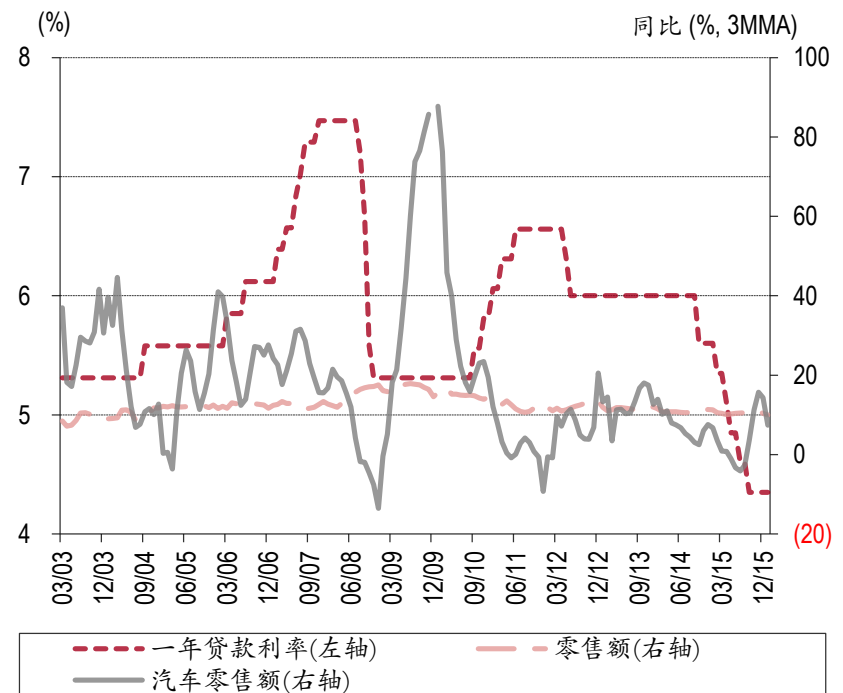
货币政策对实体经济传导

- 在经济下行周期中，宽松政策对私人部门传导相对滞后，私人部门财务硬约束强，资本支出对未来预期前景更加敏感，宽松货币政策最先推动金融、房地产和基础设施部门扩张，国有企业和地方政府是稳增长中的先行军，但私人部门在产能过剩、通货紧缩和盈利下降预期下，普遍压缩资本支出，是经济反弹不能持续的重要原因。

货币信贷与基础设施投资



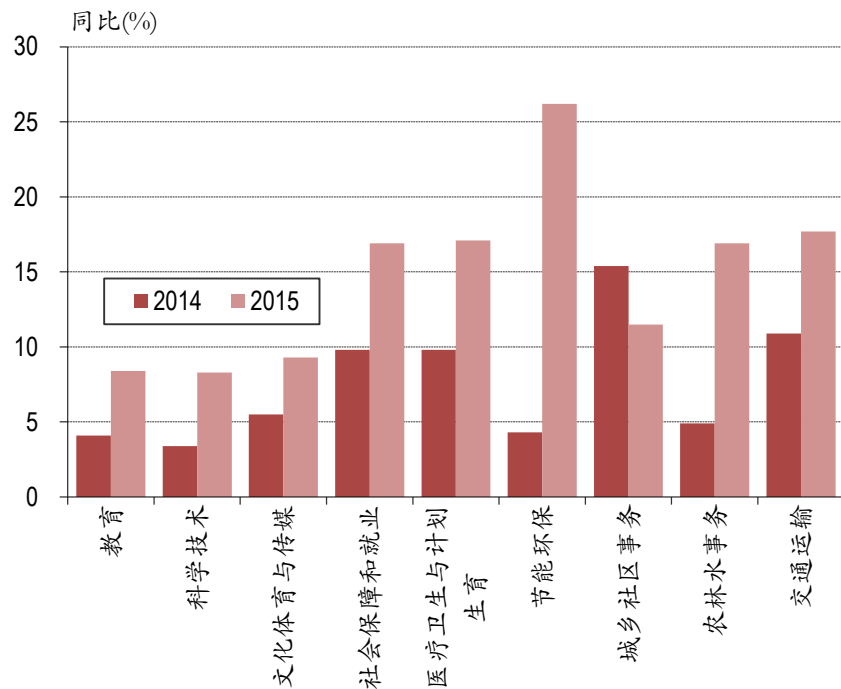
利率水平与消费



财政政策展望：更加积极，但扩张效果受到制约

- 积极财政政策将继续加大在减税降费、优化支出结构和加大财政资金统筹使用等方面的力度，提高在教育、医疗、农业和节能环保等领域的支持，全面实施营改增，加快对中央和地方事权和支出责任的划分和地方税务体系的建立。
- 在财政收入增速放缓明显的背景下，财政支出压力不容小觑。伴随经济下行、通货紧缩和土地市场冷却，财政收入大幅下滑；土地市场冷却和地方政府债务清理规范对地方政府投融资扩张产生了显著抑制。

中国财政支出



中国财税改革

- 减税降费**
 - 2016年5月1日起，实施包括房地产、建筑、金融和生活服务业等领域的全面营改增
 - 2016年取消违规设立的政府性基金，停征和归并一批政府性基金并扩大水利建设基金等免征范围
 - 2016年将18项行政事业性收费的免征范围从小微企业扩大到所有企业和个人
- 财税体制改革**
 - 中央和地方事权和支出责任的划分，包括合理确定增值税中央和地方的分享比例，向地方政府下放合适税种收入和税政管理权限，进一步压缩中央专项转移支付规模。
 - 建立地方税体系和规范地方政府举债融资机制
 - 全面推开资源税从价计征改革
 - 房产税的立法
 - 逐步建立综合与分类相结合的个人所得税制，2016年提交全国人大审议改革草案

市场或波澜不惊，但不缺结构性机会

2016年下半年行情判断：脉冲式的结构性行情

分子因素

- 企业盈利

分母因素

- 无风险利率
- 风险溢价

- 2012年以前，股市走势主要由分子端的企业盈利能力决定。
- 2012年以后，企业盈利对股价的影响有所钝化，股市走势更多由分母端的无风险利率和风险溢价来决定。
- 2015年：上半年牛市源于流动性宽松推升风险偏好；年中调整源于杠杆市预期破灭带动市场情绪恶化；四季度反弹源于市场估值体系重构。

- 16年前，各影响因素中，**风险溢价 > 无风险利率 > 企业盈利**。
- 16年后，**企业盈利 > 风险溢价 > 无风险利率**
- ✓ 企业盈利：一季度盈利虽有改善，但未来盈利全面持续回升概率较小
- ✓ 无风险利率：货币宽松环境持续，但边际效应递减；利率中短期震荡为主
- ✓ 风险溢价：股市走势主导因素，改革的力度暂时并没有超预期，而信用风险、美联储是否加息，以及一些其他因素也会干扰风险偏好，股市波动将加剧。

企业盈利：趋势难续，结构为王

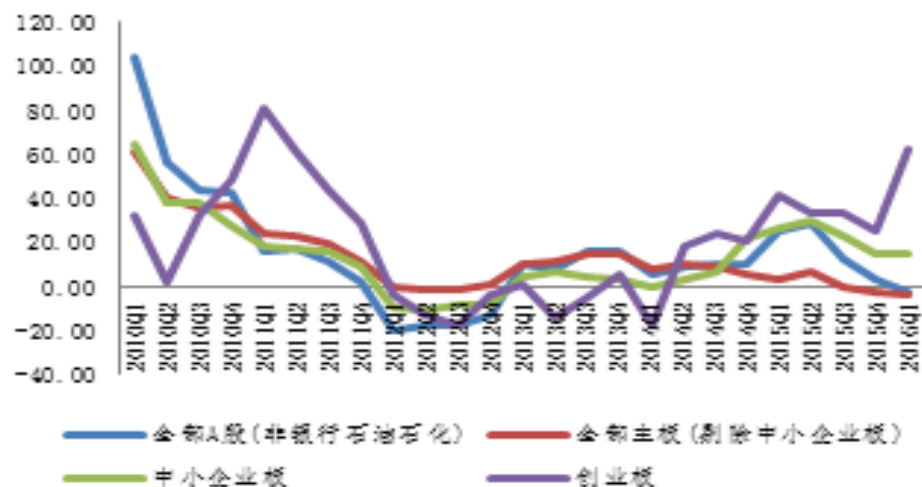
● 盈利与资本市场运行

- ✓ 2013年创业板大涨，与创业板盈利显著提升有直接的关系。但近两年创业板盈利增速高位震荡，估值相对偏高。
- ✓ 近年来经济增速平缓下行，盈利对股市影响有所淡化。但在16年下半年股市相对低迷，高估值讲故事逻辑可能难以为继情况下，经济基本面的波动将成为股市的干扰项。

● 盈利短期回升趋势难续，关注相对好坏

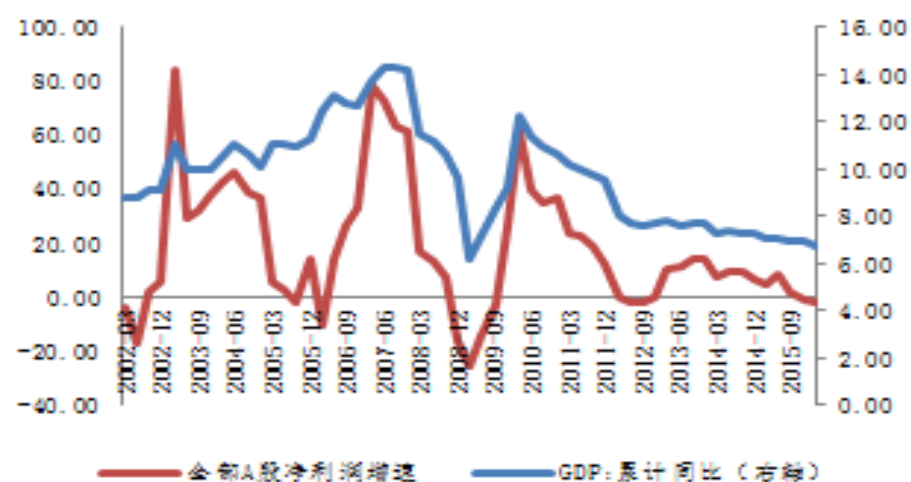
- ✓ 16Q1企业盈利触底回升，营业收入增速回升、毛利率上升是主要原因，但资产周转率和杠杆率水平持续拖累企业ROE水平。
- ✓ 各行业盈利表现：新兴行业和消费升级产业整体表现明显好于传统行业，但传统行业16年一季度环比有所改善。
- ✓ 一季度盈利改善与经济短周期改善息息相关，预计未来盈利全面持续回升概率较小，更多关注结构性的一些变化，包括“新兴+消费升级”行业中业绩靓丽的子行业，以及传统周期性行业受益供给侧改革、产品涨价的结构性机会。

图 1：一季度盈利触底回升



资料来源：长城证券研究所

图 2：全部 A 股净利润增速与 GDP 相关性较高



资料来源：长城证券研究所

企业盈利：关注并购重组变化

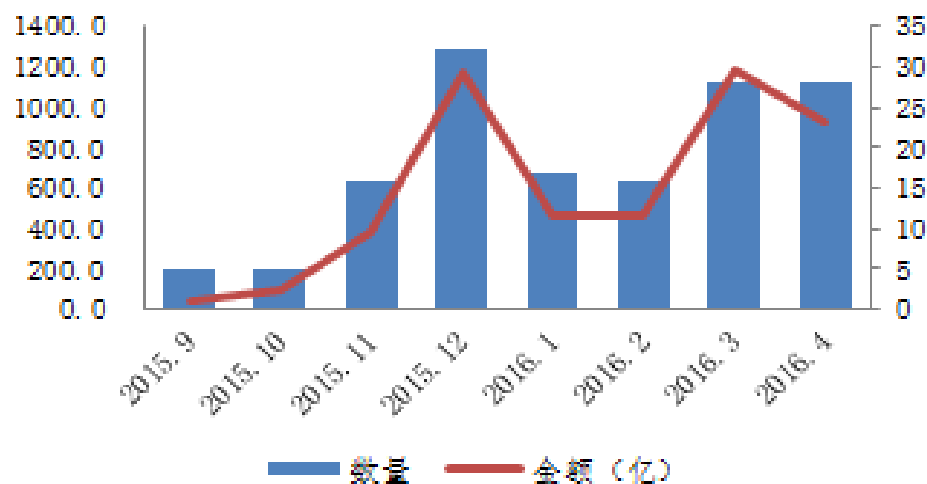
● 近年来并购重组趋于活跃，带动企业业绩提升

- ✓ 2011年以来，并购重组的数量和金额呈现逐年上升的趋势，2015年完成并购重组事件的数量和金额分别同比增长122.4%和216.9%。
- ✓ 并购重组有助于推升企业业绩：超过60%公司完成当年的业绩较前一年有所提升。并购重组多在ROE水平降至历史低点后进行，完成当年ROE水平会有所提升，随后略有下行但维持相对高位。
- ✓ 15年四季度以来并购重组预案维持高位，近期周期性行业并购重组行为有所加速。

● 关注证监会监管态度的变化

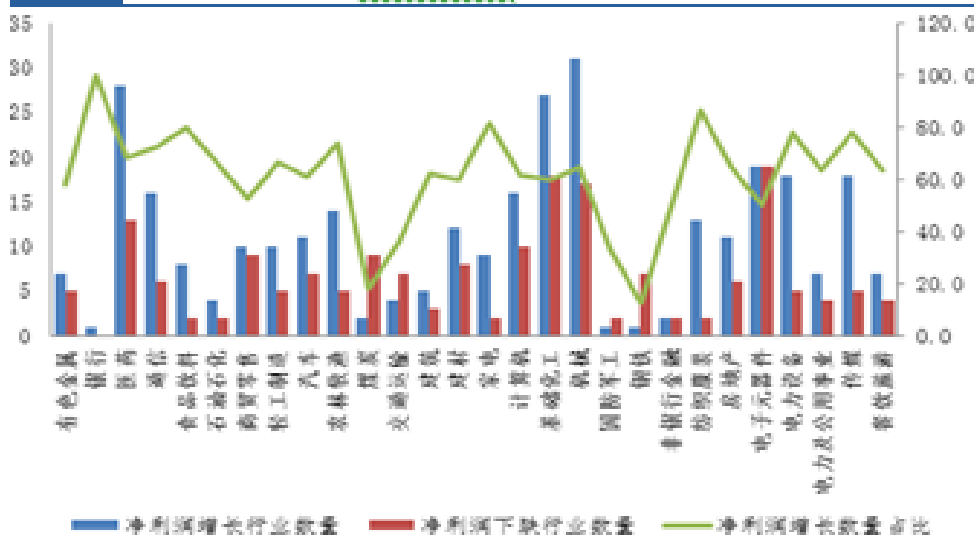
- ✓ 近期市场出现证监会针对中概股回归表态以及收紧跨界定增的传言，意味着通过兼并收购的盈利模式难以为继，对市场壳资源炒作、虚拟产业构成显著冲击。尽管证监会后来回应称目前再融资和并购重组证券并无改变，但未来并购重组推升企业盈利的逻辑可能发生一些边际变化。
- ✓ 证监会监管政策取向是使市场回归各自的功能定位，建立完善的定价体系，未来优质的壳类公司将脱颖而出，内部跷跷板效应可能较大。

图 1：近几个月董事会预案数量维持高位



资料来源：长城证券研究所

图 2：并购重组完成当年业绩变化情况



资料来源：长城证券研究所

流动性环境：宽松延续，但影响有限

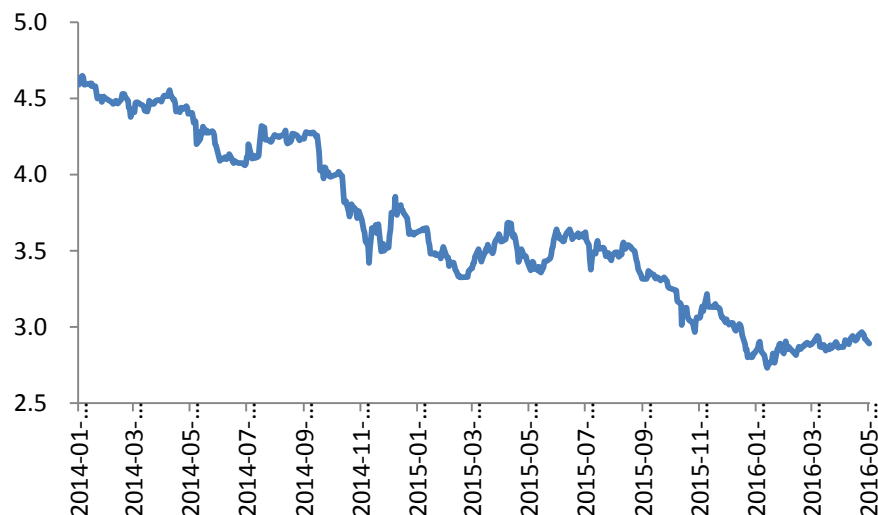
● 无风险收益率今年有所上扬

- ✓ 长端利率：10年期国债收益率自2014年初以来下行，16年1月中旬达到阶段下底部2.73%，此后有所抬升，但是依然在3%以下。
- ✓ 经济企稳预期、通胀的担忧、利率债供给增加以及对信用债的担忧等因素导致今年10年一季度期国债收益率上行。

● 货币政策持续宽松态势，但边际效应递减

- ✓ 货币政策宽松是上一轮牛市的主要推动因素，2014年11月22日以来央行开启了降息降准之路，截止现在央行已经6次降息和4次降准，而此后这波牛市结束与流动性关系也紧密，当时货币宽松预期的下降，股市资金去杠杆，股市流动性变紧。
- ✓ 央行5月6日发布《一季度货币政策执行报告》称，要保持流动性平稳关注物价变化，将继续实施稳健的货币政策。且从央行最近的操作来看，央行现在更倾向于定向调控，而不是全面宽松的政策调控手段。

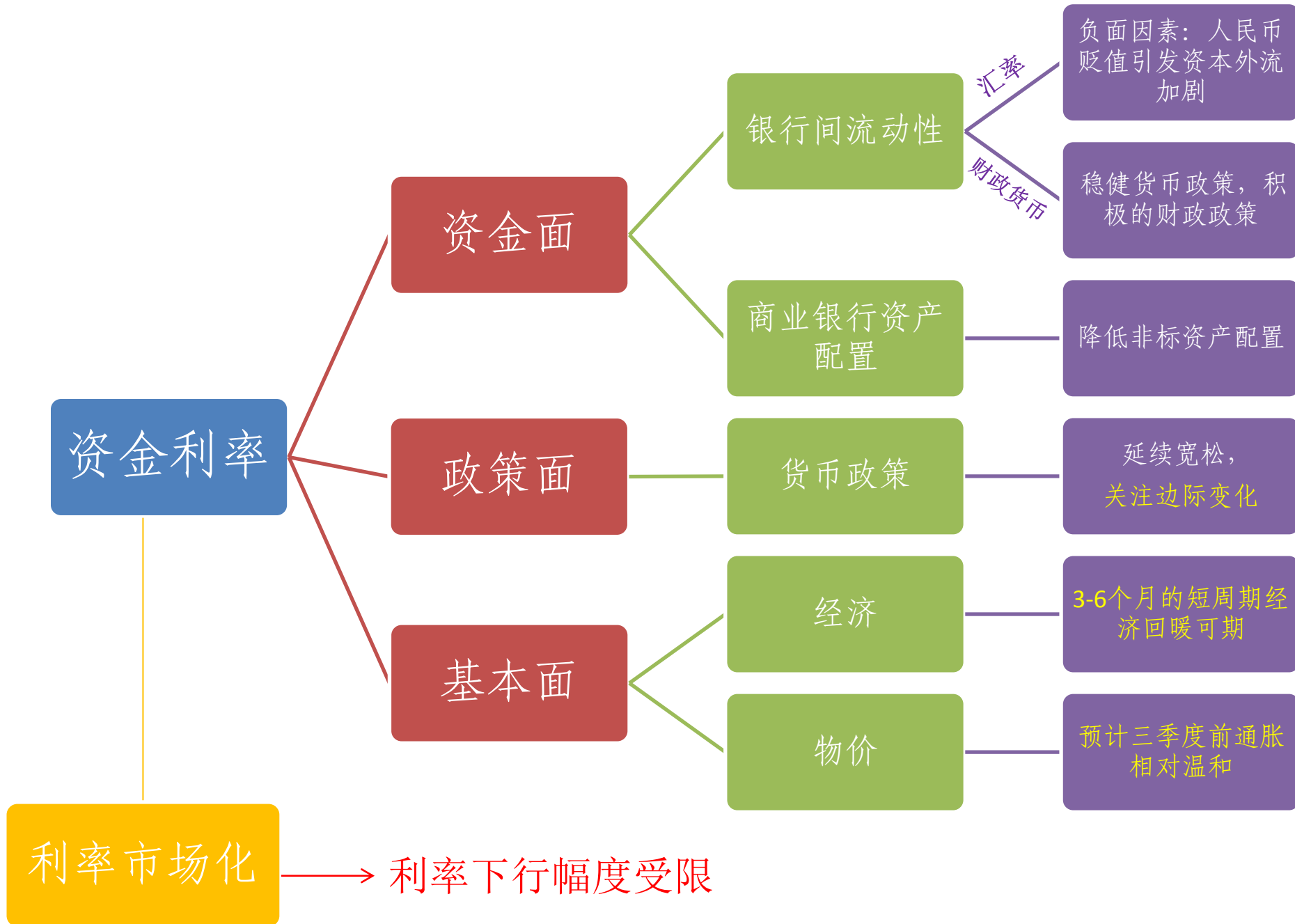
10年期国债收益率曲线



央行2014年以来的六次降息

次数	调整时间	存款	贷款
1	2014年11月22日	下调0.25%	下调0.4%
2	2015年2月28日	下调0.25%	下调0.25%
3	2015年5月10日	下调0.25%	下调0.25%
4	2015年6月27日	下调0.25%	下调0.25%
5	2015年8月26日	下调0.25%	下调0.25%
6	2015年10月24日	下调0.25%	下调0.25%

无风险利率判断：中短期区间震荡



- 1、各国利率市场化期间实际利率趋于上行
- 2、商业银行负债端成本高企转移到资产端
- 3、利率市场化过程中信用利差呈现下降趋势

风险溢价：股市走势重要影响因素

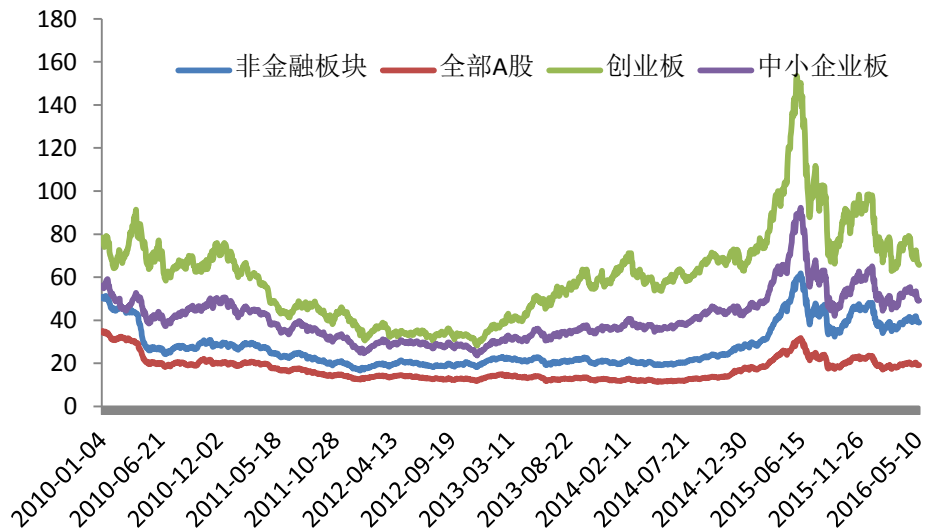
- 用A股估值倒数-10年期国债收益率=风险溢价
- ✓ 2012年初到2014年末，风险溢价已经高位徘徊近3年，风险溢价趋于下行。
- ✓ 2014年末到2015年6月，风险溢价持续下行，对应着A股走牛；2015年6月，去杠杆风波使得风险溢价呈现短期低点，三季度持续上行；2015年四季度股市的反弹，主要源于市场估值体系的重构，对应着风险溢价逐渐下行。
- ✓ 2016年一季度，股市快速下跌后盘整，对应着风险溢价快速上扬后徘徊。



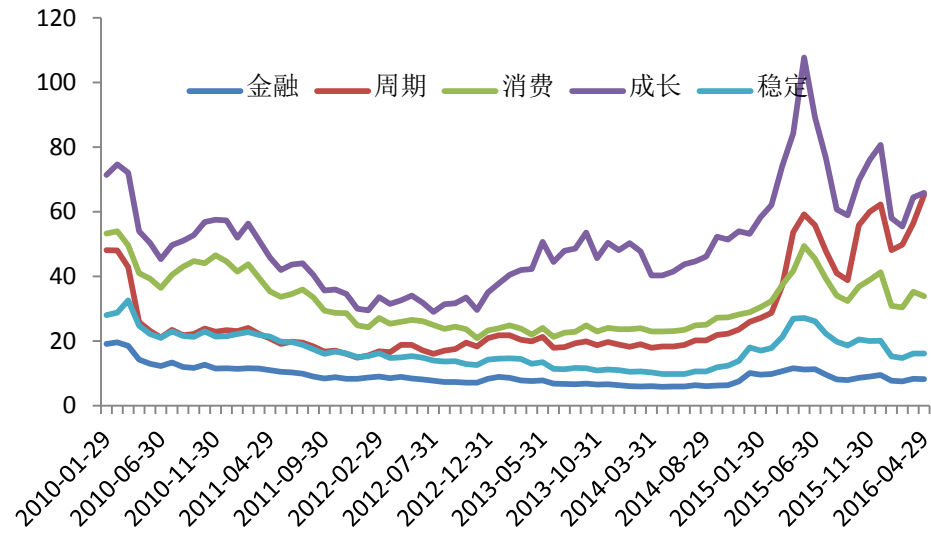
风险溢价：市场估值水平比较

- 截止2016年5月12日，全部A股、创业板、中小企企业板、非金融板块的估值分别是19.18、65.95、49.26、39.07倍，2015年6月以来，全部A股、创业板、中小企企业板、非金融板块的估值最低水平为17.08、62.92、42.11、23.07倍。
- 按股票风格分类，目前金融、周期、消费、长征、稳定的估值分别是8.03、63.26、33.12、60.51、15.63倍。其中，金融风格和稳定风格指数估值低于2010年以来相应风格指数估值的均值，而周期、消费、成长风格指数估值高于2010年以来相应风格指数估值的均值。

主要板块市盈率

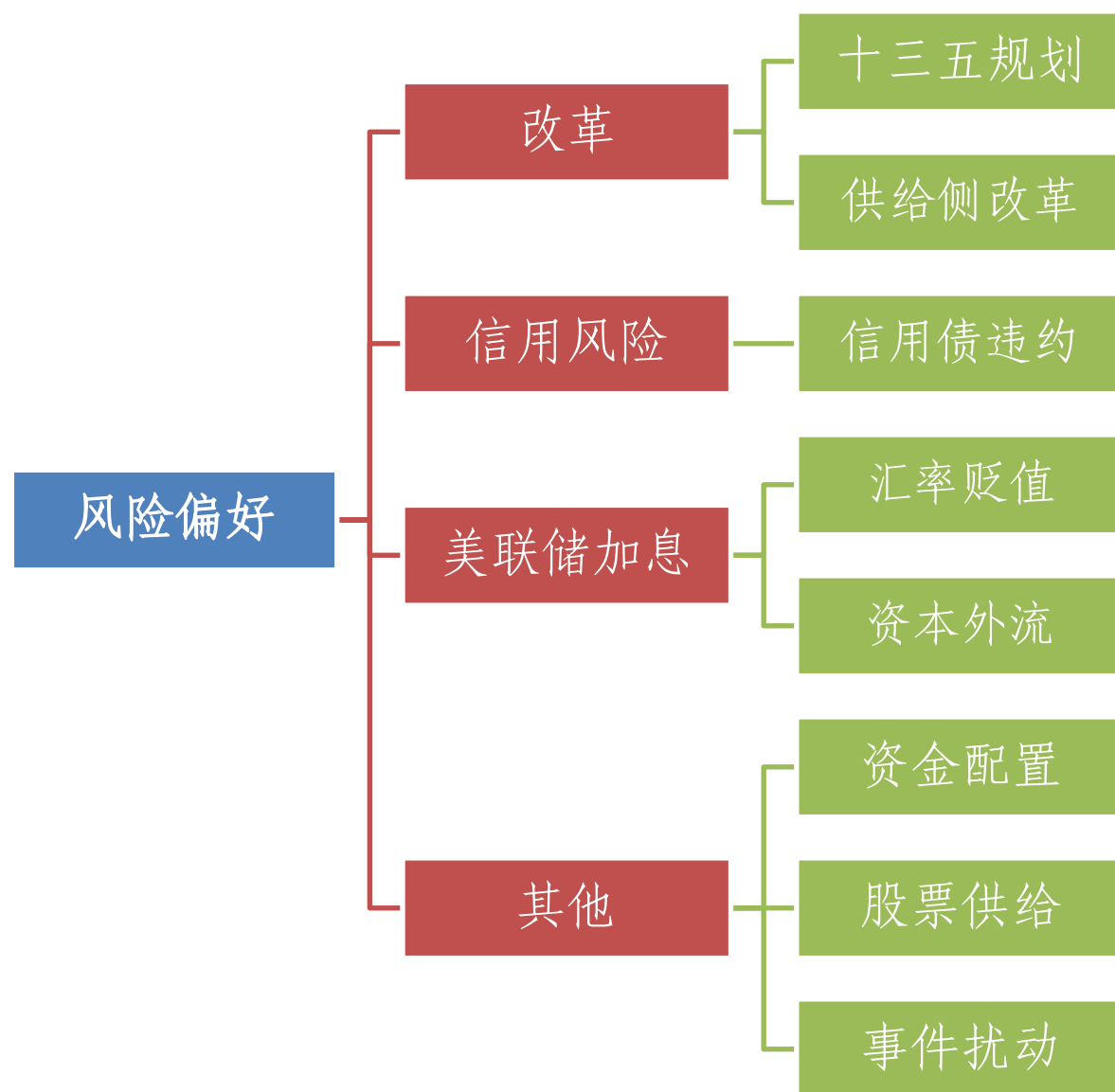


不同风格指数市盈率



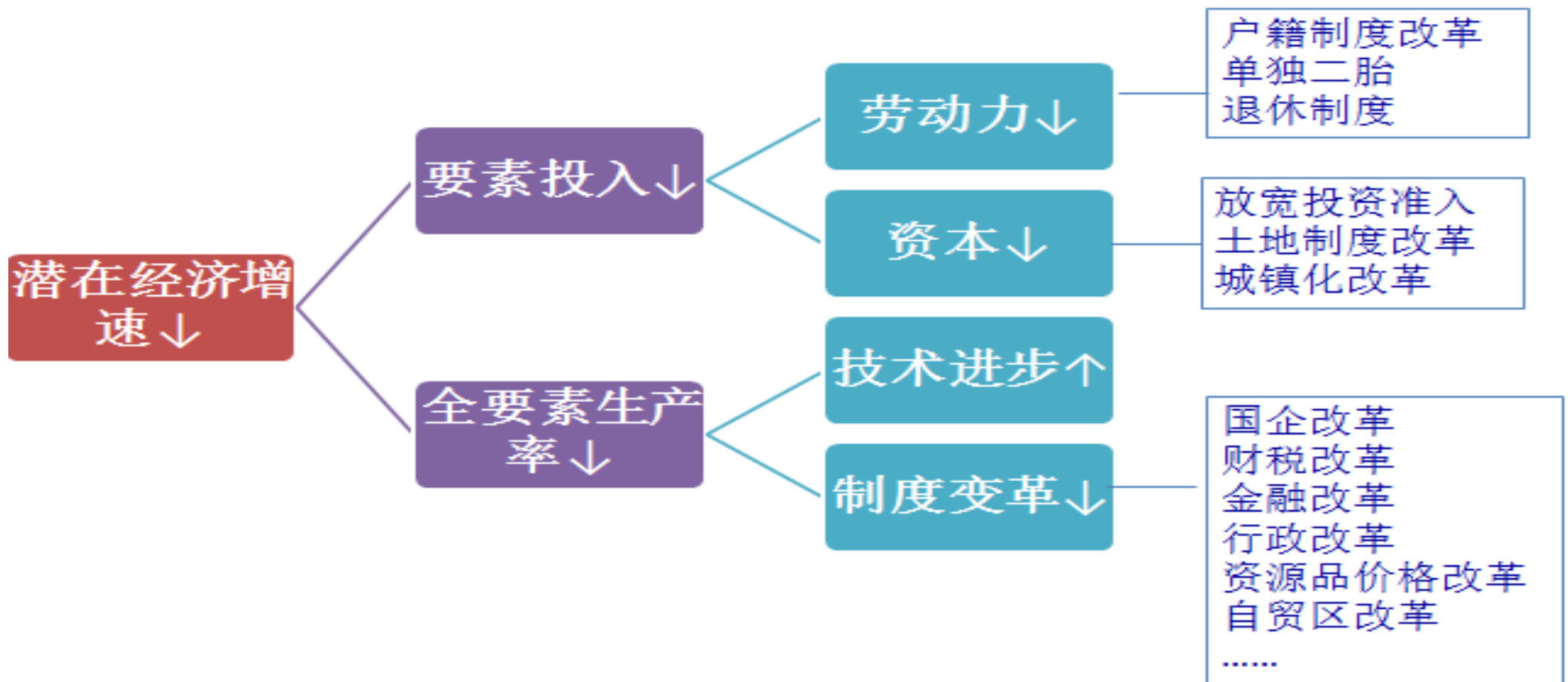
风险偏好判断：扰动因素较多，中短期难以迅速提升

- 影响风险偏好的因素比较多，其中最关键的是改革的力度及预期。而信用风险、美联储是否加息，以及一些其他因素也会影响股市的风险偏好，股市波动将加剧。



风险偏好的主要影响因素：改革

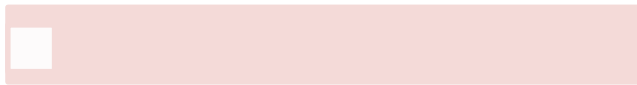
- 2016年是全面建成小康社会决胜阶段的开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。中央经济工作会议提出，抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务。
- 2016年政府工作报告中表示改革将涉及财务体制改革、融资体制改革、国企改革、金融改革、供给端改革等领域。



风险偏好的主要影响因素：改革（十三五规划）

- 按照“十三五规划”中2020年GDP较2010年翻一番的目标，未来五年平均GDP增速至少要达到6.5%左右；除了保持经济中高速增长目标外，城镇化率和服务业占GDP比重也需进一步提高
- 十三五规划强调在经济转型期，要注重产业升级、区域协同发展和节能环保

消费是基础



消费升级

提高消费率

跨境电商

产业升级



制造业2025

互联网+

新能源

投资很重要



基础设施投资，包括城市地下管廊和信息技术网络等。

通过PPP引入私人资本

改革



国企改革：现代公司制度和混合所有制改革

财税改革和政府预算改革

金融改革，提高直接金融比例，降低融资成本

区域一体化



京津冀一体化

长江经济带

对外开放



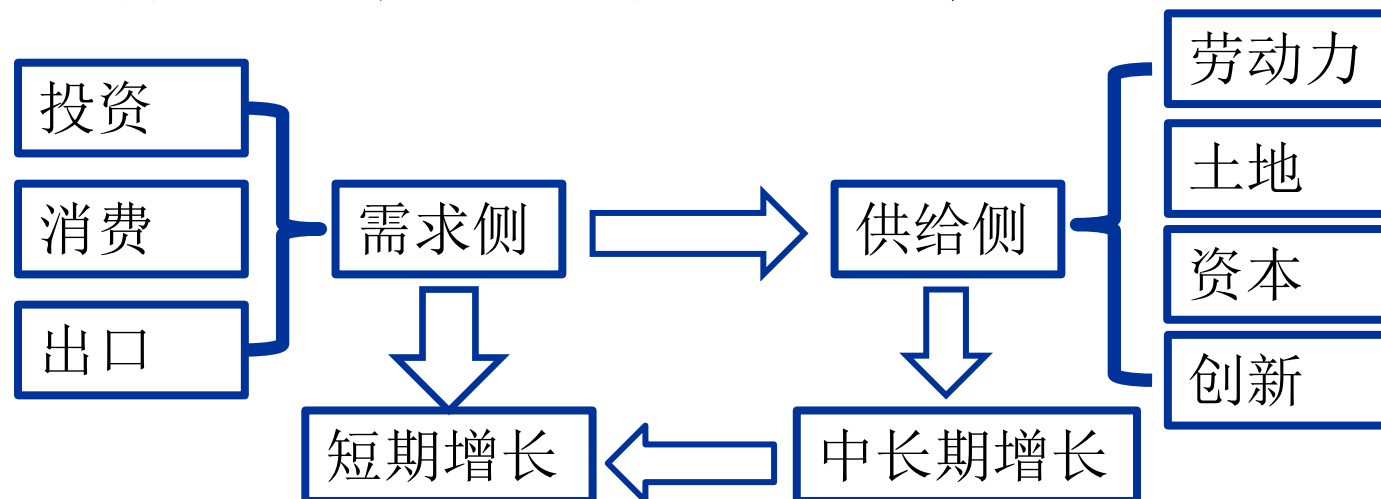
放松FDI管制，提高ODI

有序实现资本账户可开放，推动人民币加入SDR

一带一路加强区域合作和贸易自由化

风险偏好的主要影响因素：改革（供给侧改革）

- 2015年11月10日中央财经工作会议习近平主席正式提出“供给侧结构性改革”，旨在提高我国供给体系的质量和效率，增强经济持续增长动力，推动我国全要素生产率的提高。
- 预计将加大供给侧结构性改革力度、增强经济增长动力
 - ✓ 加大减税和财税体制改革力度，促进经济结构加快调整。今年“营改增”的实行在某些方面实际减轻了企业的税负。
 - ✓ 加大简政放权的力度，降低制度性交易成本。不仅有利于提高政府效率，也加速了企业的市场化运作。
 - ✓ 市场化与行政性手段结合，加大去产能力度
 - ✓ 去杠杆的同时注重金融监管
 - ✓ “债转股”为供给侧改革的实施提供良好金融环境



风险偏好的扰动项：信用风险

- 第一例违约事件是2014年3月4日的超日债违约，但是当时被认为是个别现象，并未对股市的风险偏好产生显著冲击。
- 今年以来，债券违约事件频繁发生，特别是近期东北特钢、中煤华昱以及中铁物资等信用风险事件接连爆发，市场对信用风险和流动性风险的担忧迅速上升，市场恐慌情绪蔓延，投资者的风险偏好将降低。
- 信用风险的违约主体已经包括民企、央企、地方国企。

2016年4月以来的债券违约事件（截止5月5日）

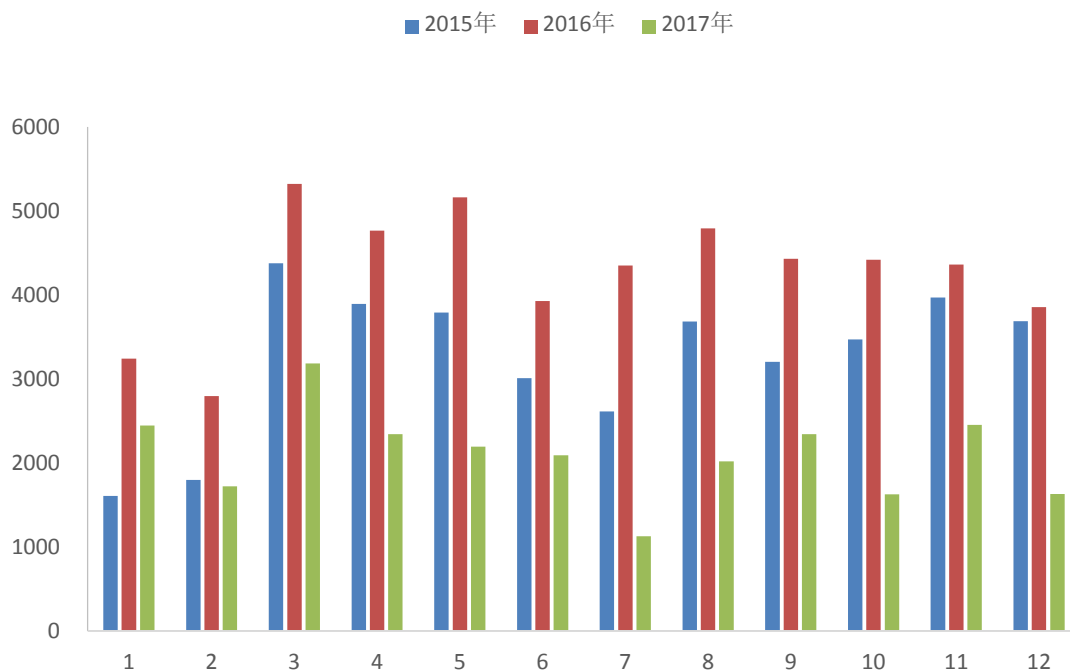
名称	发生日期	规模	发行人
15东特钢CP002	5月5日	7.4116亿	东北特殊钢集团有限责任公司
11蒙奈伦债	5月4日	8亿	内蒙古奈伦集团股份有限公司
13桂有色PPN002	4月22日	5亿元	广西有色金属集团有限公司
11天威MTN2	4月21日	15.85亿	保定天威集团有限公司
13东特钢MTN2	4月12日	4504万（本期利息）	东北特殊钢集团有限责任公司
15华昱CP001	4月6日	6.38亿	中煤集团山西华昱能源有限公司
15东特钢CSP001	4月5日	10.15亿	东北特殊钢集团有限责任公司

数据来源：长城证券研究所，WIND

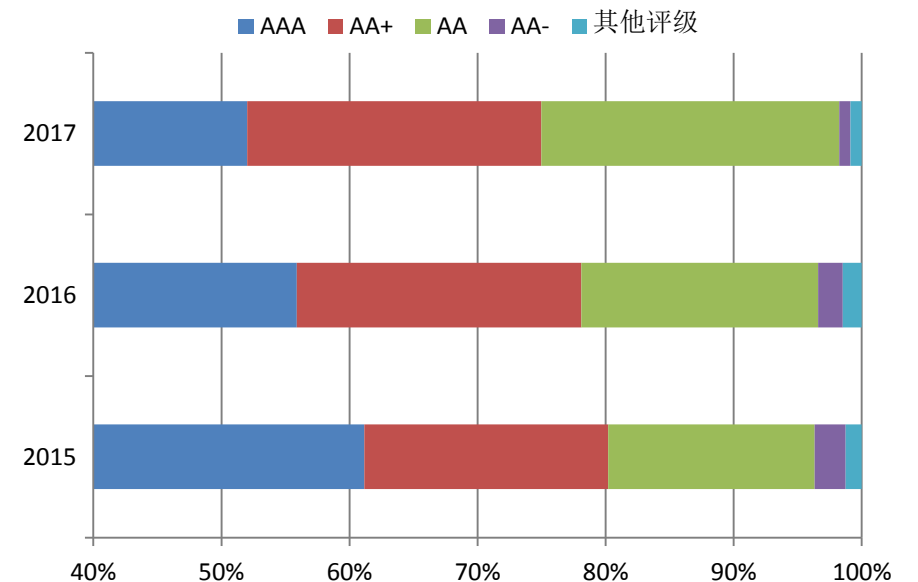
风险偏好的扰动项：信用风险

- 不考虑短期融资券，2015年信用债到期规模增加43.3%，而2016年将继续上升31.51%，下半年除12月以外，信用债到期规模在四千亿以上。
- 评级分布方面，低评级信用债到期规模占比上升。
- 信用风险的释放是个长期的过程。在释放的过程中，将会不断扰动投资者的风险偏好。

2016年信用债到期规模进一步上升

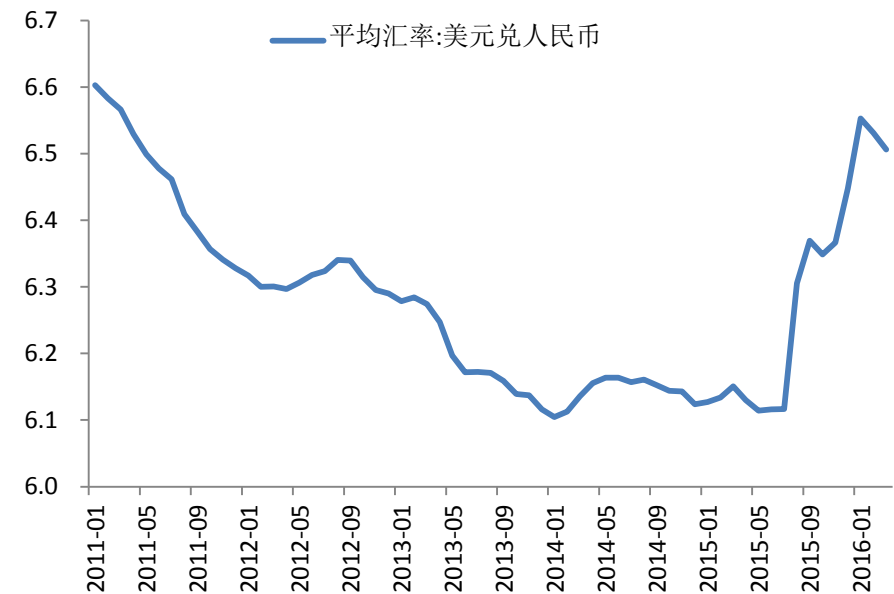
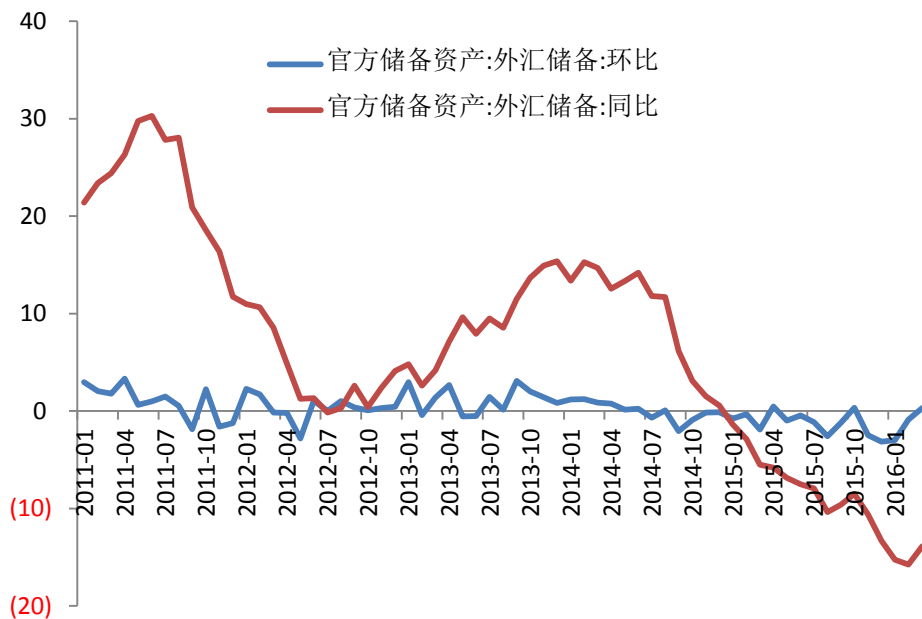


低评级信用债到期规模占比上升



风险偏好的扰动项：美联储加息

- 美国经济已从金融危机中恢复，从不断宽松的负利率时代回到加息周期，美国向全球转嫁风险的机器再一次开动。
- 中国的经济增长放缓已使得热钱迫切寻求下一个能带来超额回报的国家，美联储加息预期正应对了此种需求，国内充裕的资金为寻求避险和追求更高回报，选择了外流。如果美联储继续加息，在美元的持续走强和人民币汇率构成中的其他货币一同贬值的情况出现的话，人民币还有进一步贬值的可能。
- 今年美联储议息会议还有四次，是否加息将影响我国资本外流以及汇率，影响A股的风险偏好。

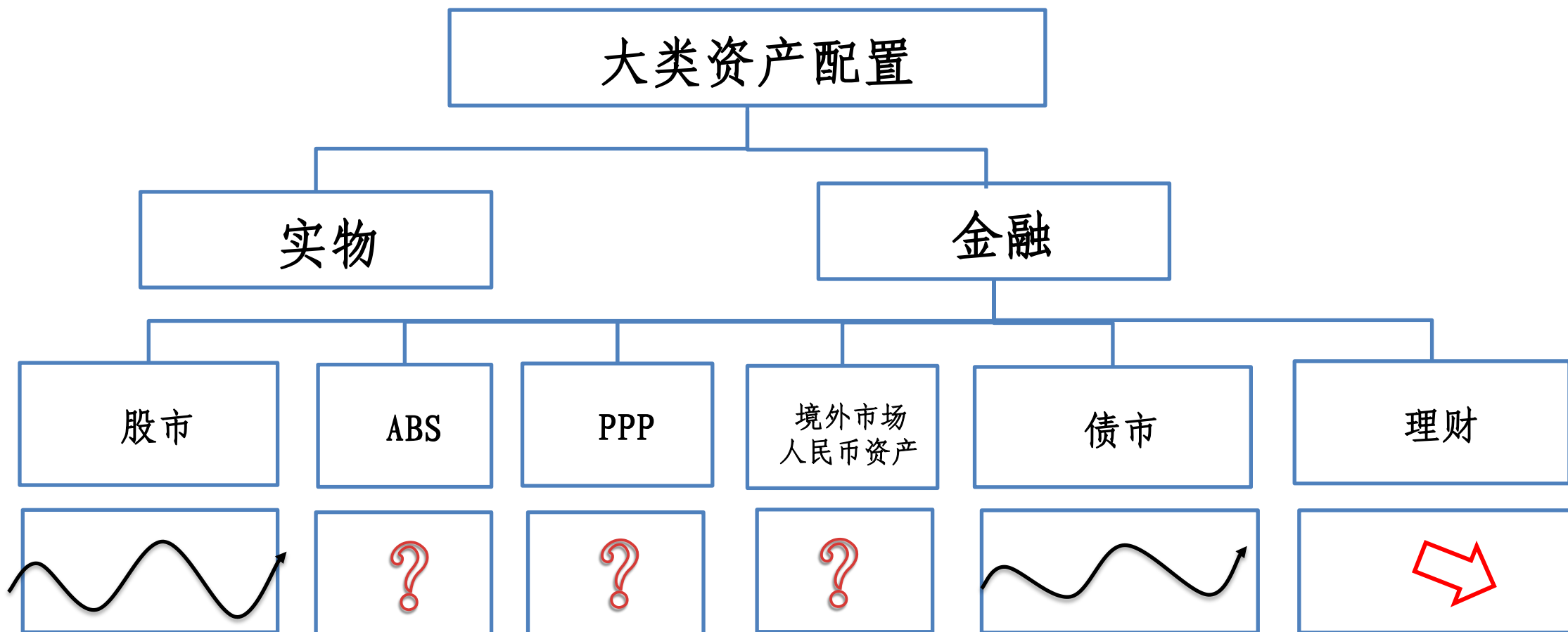


风险偏好的其它扰动项

- 影响风险偏好的因素除了改革、信用风险、美联储是否加息以外，还有许多，比方说资金配置、股票供给、事件冲击。
- 具体都今年的话，资金配置方面，养老金可能入市，深港通有望在今年开通，6月MSCI将宣布纳入A股结果。股票供给方面，今年定增解禁压力较大。另外英国脱欧公投等一些事件也会对风险偏好造成冲击。

其他扰动项	例子
资金配置	境内资金：养老金等
	境外资金：深港通开通预期；A股纳入MSCI指数预期
股票供给	定增解禁、减持
	注册制推迟、战略新兴板搁置
事件冲击项	英国脱欧公投等

中国金融资产配置研判：2016年的展望



震荡市：风险偏好难以短期迅速提升。改革进度仍在酝酿，经济出清过程中，企业盈利回升有限。

主要由企业发行，今年的规模是2000亿左右，存量有限

需要地方政府扩张的冲动，目前处于雷声大，雨点小状态

境外市场的人民币资产：剔除贬值因素后利率较国内高，但政策障碍多

无风险利率有所上扬，总体幅度有限；波动操作为宜。风险点在于信用债违约带来信用风险和流动性风险。

缓慢下行趋势

结构性机会或在何处？

脉冲式结构性行情, 精选主题

- 下半年股市可能为脉冲式结构性行情
 - ✓ 根据DCF模型, 结合盈利、无风险利率以及风险溢价, 我们认为股市很可能表现为脉冲式结构性行情。
 - ✓ 今年股市的表现形态可能跟2012年这样的均衡市更加类似, 底仓必须是有业绩支持的板块, 在此基础上, 把握好每一波的结构性行情
- 在脉冲式结构性行情中, 我们应该精选主题进行投资
 - ✓ 新经济崛起型主题: 新能源、VR、人工智能。
 - ✓ 传统经济焕发新活力型主题: 供给端改革主题、涨价主题。
 - ✓ 很多方向是无效配置

新经济崛起型主题1：新能源

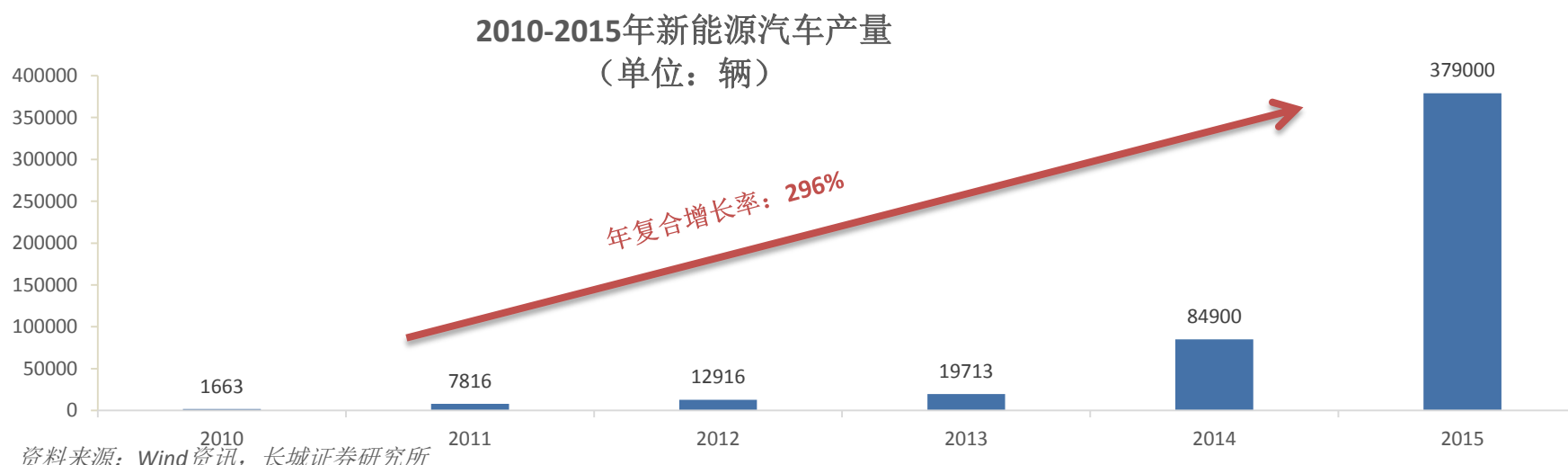
随着政策红利的释放、环保意识的上升，我国新能源汽车的需求将持续释放，市场空间巨大。前期骗补风波导致政策收紧，风险降低的同时使得当前时点成为布局行业发展的良机。

● 政策扶持

- ✓ **符合十三五规划环保要求。**十三五节能部署工作中指出，中央国家机关配备更新公务用车中，新能源汽车的比例要达到50%以上。虽然在发电领域制造的污染加大，但是污染源集中，处理起来更加便捷有效且可与居住用地隔离，对于整个城市的环境改善有重要意义。
- ✓ **符合国家竞争格局提升要求。**房地产市场的空间已然较小，汽车作为仅次于房地产的第二大行业，新能源汽车的需求拉动可与供给侧改革相辅相成，成为又一经济发动机。作为保增长的新抓手，在经济下行的背景下，新能源汽车的崛起可以发挥维持资本市场稳定的作用。

● 需求持续旺盛

- ✓ 2010-2015年新能源汽车产量年复合增长率达到296%，今年三月份销量上年同期增长1.63倍，其中纯电动汽车销量比上年同期增长1.87倍，市场需求旺盛。低价豪华电动车特斯拉的发布，行业搅局者的刺激作用使得各大厂商推出高性能廉价电动车，家庭电动车的普及速度有望进一步加快。

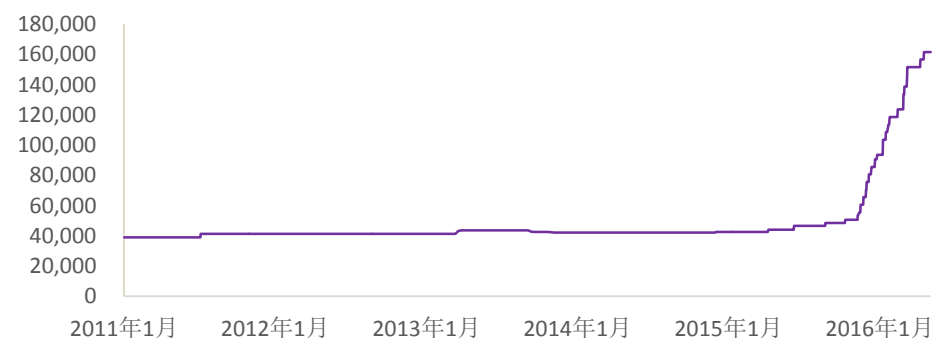
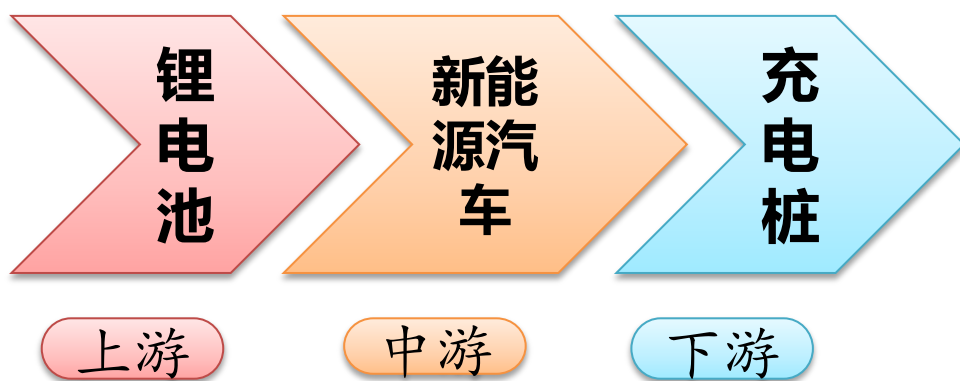


新经济崛起型主题1：新能源

产业链上下游市场前景

- **上游锂电池：市场前景广阔。**随着新能源汽车产量激增带来锂电池相关产能的释放，拥有锂矿的上市公司在一段时间内资源护城河相对难以攻破，六氟磷酸锂等储电材料生产壁垒较高，公司市盈率则相对较低，未来前景可期，主要风险点在于产能释放过快以及技术替代。
- **下游充电桩：**
 - ✓ **市场潜力巨大。**考虑到未来国内新能源汽车的保有量和现有充电桩数量，充电桩市场存在着很大的空间。近日，国家电网揭晓2016年首轮充电桩招标中标候选人，招标总金额约50亿元，远高于往年。最新数据显示2016年全年充电桩增量将达到5.1万个，至今年底全国充电桩保有量可达10万个，比去年多一倍。
 - ✓ **政策扶持：国务院明确意见引导充电桩建设。**2015年10月份，国务院发布关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见，提出“到2020年基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系，满足超过500万辆电动汽车的充电需求”的明确工作目标。

价格:氢氧化锂:LiOH 56.5%:单水,新疆
(单位:元/吨)

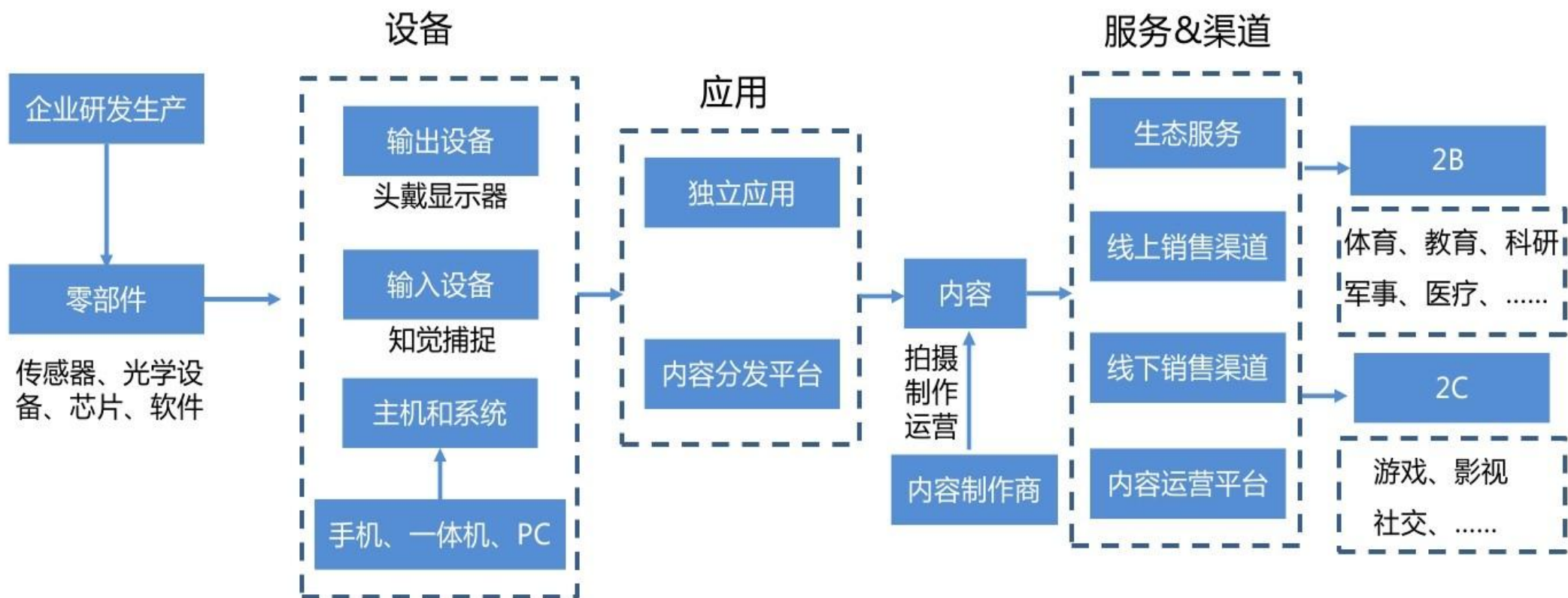


资料来源: Wind资讯, 长城证券研究所

新经济崛起型主题2：虚拟现实

虚拟现实是利用电子设备模拟产生三维立体化的空间世界，同时提供听觉、触觉等器官交互式模拟，让使用者可以在三维图景中沉浸、获取信息。虚拟现实处于一个潜在需求很大、行业布局逐步向最后输出端迈进的阶段。伴随着重磅级的硬件产品发布，人们的关注度逐渐提高。

中国虚拟现实行业产业链分析



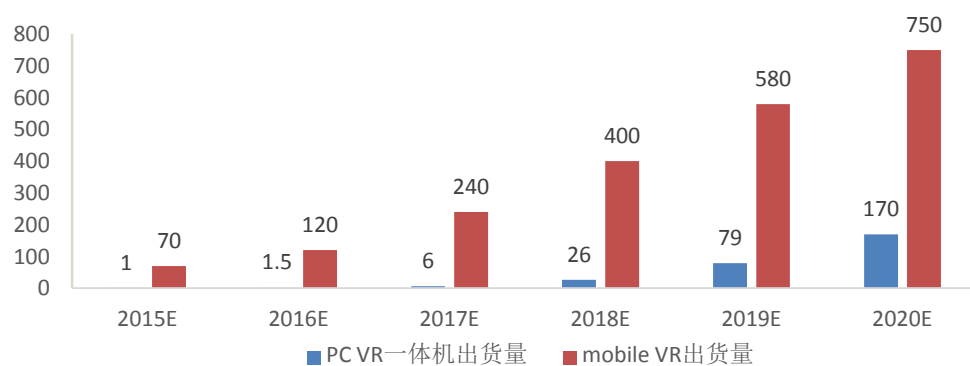
资料来源：艾媒咨询，长城证券研究所

新经济崛起型主题2：虚拟现实

- **行业发展潜力大：期待爆发式增长。**目前硬件升级速度较快，关注度大，各大厂商投入力度亦较大。B端市场，如主题公园，主题网吧等可能将率先爆发，而C端市场暂时属于蛰伏阶段。预计硬件市场将遵循智能手机市场的发展轨迹，从硬件到平台再到内容，直到现象级内容产品出现，行业实现爆发式增长。
- **文化需求提升：消费需求不断释放。**随着消费者对精神文化需求的渴望，沉浸式体验以及多领域结合的人机交互式消费模式发展潜力巨大。从游戏及影视娱乐端的切入，可期待推动一波消费者的热情。
- **资本追捧：产业资本热情高，厂商卡位抢筹。**VR产业链涉及行业广，催化剂多，热点不断涌现，各路产业资本不同程度地陆续介入其中。近期显示领域OLED迎来产业风口，各地厂商纷纷抢占。

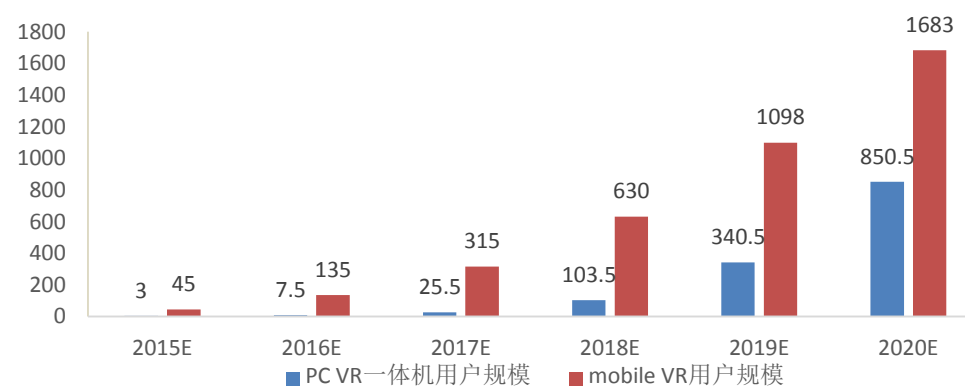
2015-2020年我国VR设备销售量预测

(单位：万台)



2015-2020年我国VR用户规模预测

(单位：万人)



新经济崛起型主题3：人工智能

● 人工智能前景广阔

- ✓ **机器人产业发展迅猛：想象空间广阔。**工业机器人产业市场空间大，服务型机器人也同样增长迅猛，各类“人工智能+”也都有广阔的想象空间。随着人工智能在各行业领域的不断渗透、中国社会老龄化的不断加重，机器人对于简单劳力的替代可望解放更多劳动力，弥补人口红利流失格局。

● AI领导无人驾驶产业

- ✓ **人工智能应用基础逐渐成熟：带动商用。**人工智能算法、运算能力和数据基础已经基本具备，开始带动无人驾驶的商业化应用。目前作为无人驾驶过渡形态的汽车先进驾驶辅助系统（ADAS）已投入使用。
- ✓ **政策可期。**智能汽车产业发展超预期，预计将倒逼政策利好出台。美国已将无人驾驶产业的重要性上升到战略层面，欧洲日本相关法规政策支持也已纷纷出台。我国无人驾驶汽车产业步伐不断加快，预计政策利好将很快涌现。

全球专业服务机器人年销量

(单位：台)



资料来源：Wind资讯，长城证券研究所

全球专业服务机器人年销量

(单位：台)



资料来源：Wind资讯，长城证券研究所

传统经济焕发新活力型主题1：供给侧改革

● 供给侧改革：

- ✓ 主要在于调整生产结构，激发增长动力，优化要素配置，以提高供给体系质量和效率，推动经济增长。供给结构错配、需求编辑递减，除了刺激内需，还需改善供给。
- ✓ 在改革攻坚的大背景下，债转股等等即将落实的扶持政策给供给侧相关行业带来更多新的热点刺激。随着供给侧改革的不断深化，改革红利逐步释放，利好逐步夯实。

- **供给侧主题涉及领域：**迈入2016年中，供给侧改革的主要投资机会还需要关注煤炭、稀土有色和钢铁。中央与地方双轮驱动，债务转化和职工安置两大核心渐次破冰，驱动因素仍在，政策尚未落地，涨价可望持续。



传统经济焕发新活力型主题1：供给侧改革

● 供给侧改革主题投资基本逻辑

- ✓ 存量资产并购重组预期
- ✓ 创造有效供给，更优质地匹配原有需求及潜在需求
- ✓ 整体风险偏好提升

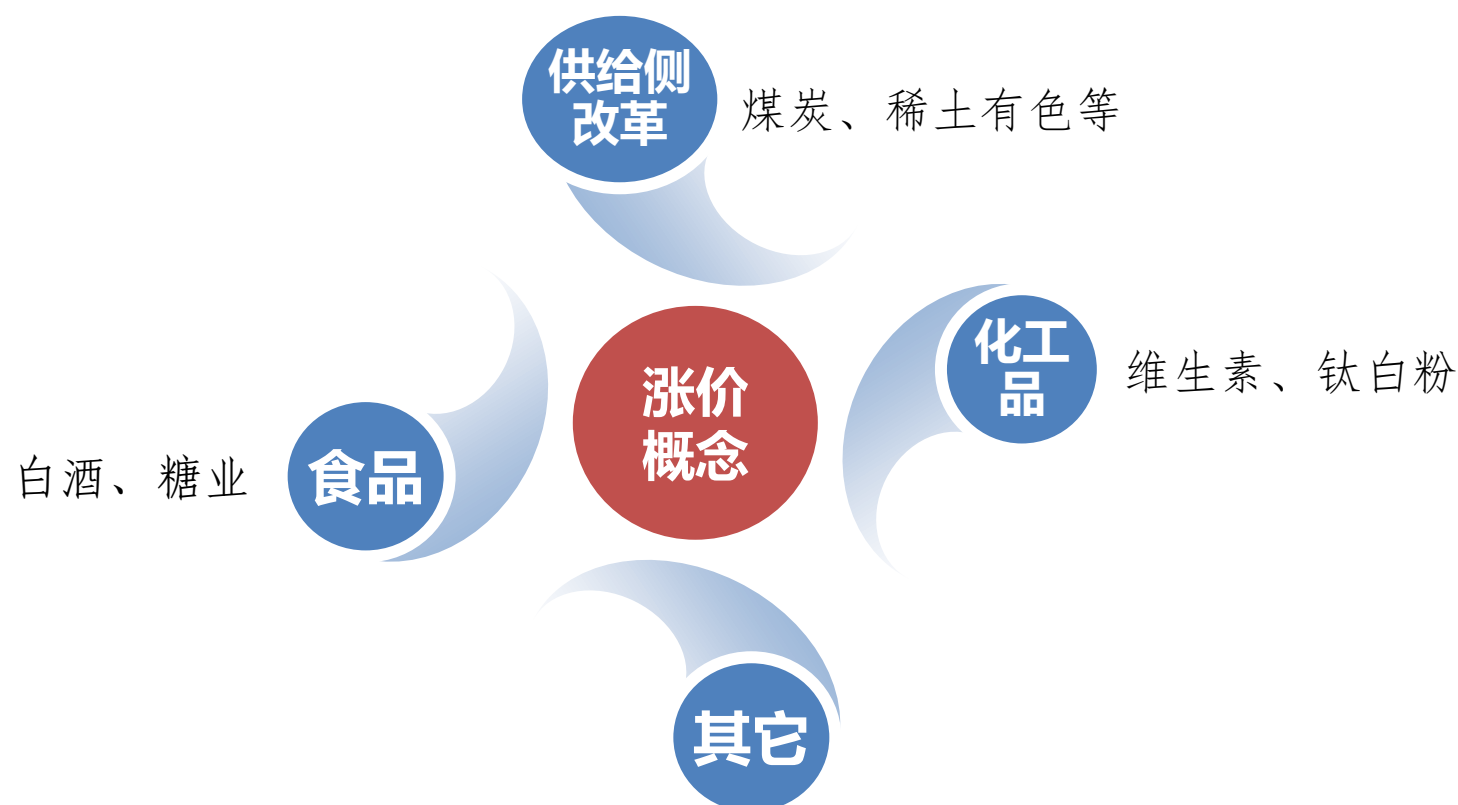
主题	理由	推荐逻辑
煤炭	政策扶持	2016年4月，政府连续出台4个配套文件，涉及产能核减、金融支持、职工安置等多个方面。276个工作日政策的执行、山西整合矿的停产检验将使得供给相对紧张。
	涨价预期	作为能源类大宗商品，随着油价触底后大幅反弹，年初以来与油价关联的逻辑得到体现，短期上涨幅度过快可能有所回调，之后商品价格随通胀预期升温，将掀起下一波行情。
钢铁	价值重估	并购后企业议价能力提高，内在价值提升
	减产关停	供给侧改革下钢铁减产带来价格的稳定，部分竞争者退出市场有利于产业结构升级，行业集中度提高
稀土有色	政策红利	六大稀土集团冶炼分离配额占全国99.57%，行业集中度高。企业库存压力低于预期，而今年稀土纳入国家战略收储范围和打击非法开采实施的配套政策不断升级，有望进一步缓解去库压力。
	涨价预期	大宗商品回暖，价格也逐步企稳回升
	战略意义	作为战略性资源，夺回国际定价权已上升到国家战略高度
	价格谷底	价格处于历史拐点，从长时间序列看来已经跌入谷底

传统经济焕发新活力型主题2：涨价主题

● 涨价主题：

- ✓ 自上而下特殊风险偏好条件下的主题机会：自供给侧改革的推进带来了产能过剩领域暂时性的供需失衡，产品大幅上涨
- ✓ 抗通胀属性的投资品也具备涨价动能：1月份超发的信贷引发通胀预期，同时而新标下国家订立3%的CPI目标，新计算口径下实际调高了通胀目标，意味着政府对消费品价格上涨的预期升温。

- **涨价主题涉及领域**：涨价概念是目前市场的一条主线，贯穿多个周期性行业。这些行业包括了部分供给侧改革标的，比如刚刚所提及的煤炭、稀土有色；价格拐点已然形成的食品类行业，如白酒、糖业等；原油相关的化工品行业，如维生素、钛白粉等。



传统经济焕发新活力型主题2：涨价主题

● 涨价主题投资基本逻辑

- ✓ 高景气行业产品
- ✓ 供需缺口
- ✓ 改革红利

主题	子行业	推荐逻辑
食品类	白酒	业绩复苏，总体价格稳步上行，近年来并购热潮不断升温； 高端白酒价格上升趋势保持良好，可望量价齐升。
	白糖	极端气候厄尔尼诺、拉尼娜轮番肆虐致减产； 对冲避险偏好提升，资金寻求资本洼地。
化工品	钛白粉	库存偏低，外围市场上调价格带动下有望拉涨预期，下游商户拿货积极性高
	维生素类	上游产品供应紧张，部分厂家停止接单保价，价格上涨预期强烈
其它	血制品	供需缺口大：需求11000吨，供给5000吨； 涨价空间大：血制品最高零售限价限制解除后进入涨价通道； 生产壁垒高：行业封闭性高，业绩稳健，估值也相对合理。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券

与您共成长

长城证券研究所

宏观策略团队

2016年5月