



第 280 期

2/15/2016

投资策略周报

【市场策略】猴年全球股市熊出没

投资顾问：胡 宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

大底仍未到

——2016-2-1

大寒已至

——2016-1-25

大跌何时结束

——2016-1-18

短线存在反弹机会

——2016-1-11

牌照放开对券商股的冲击有多大

——2016-1-04

举牌能否举起蓝筹

——2015-12-28

牛在囫途

——2015-12-21

台湾股市大泡沫的启示

——2015-12-14

春节前市场预期节后或有一波反弹行情，但因春节期间外围市场普遍大跌而变得扑朔迷离。尽管中国货币当局发出了对人民币继续贬值的否定答复，而离岸人民币的重新走稳也为人民币资产提供了进一步稳定的预期，但全球市场进入熊市的态势似乎并没有因为上周最后两个交易日的反弹而终止，全球大熊市的趋势反而更加明朗。

尽管美联储否认加息是导致全球股市及大宗商品大跳水的主因，但美元加息无疑扮演着催化剂的角色，而人民币贬值只是其中的一个副现象。从根本层面而言，利率的上升最终是与通胀上行挂钩的。全球央行自 2008 年以来实施的宽松货币政策导致货币泛滥，资产价格处于过度泡沫的状态，而美元的加息不仅仅是扭转市场预期的关键点，也是无风险收益的拐点，因此，我们曾经判断过美国股市可能进入了一个新的 17 年熊市的的可能，如果加息进程进一步确认的话，随着企业财务成本的提升，美国企业盈利占 GDP 的比重已经由 2012 年 11% 的历史最高点逐步下降，这将是美股可能无法整体走牛的内因。

回过头来看港股，前期笔者担忧的两大因素并没有消除，一是香港联系汇率体制下，随着美元加息的影响，香港货币政策无法自由抉择，只能被迫跟随加息，货币政策的收紧将使得香港的房价存在进一步下跌的预期；二是，香港的政局和社会动荡导致资产价格进一步不稳定，股市走牛的可能性不大。当然，从内因角度来看，香港股市的走熊也与过去十几年香港地产霸权与产业空心化有关，这种状态如果继续延续，只会使得港股估值更加便宜，从而为价值投资者提供更好的买入机会。

在港股估值无法提升的情况下，A/H 的溢价率不可能大幅收敛，目前仍处于 140% 左右，A 股估值也不可能抛开国企指数来讲估值。更何况我们指导供给侧改革的成果显现仍需要时间，因此，传统型企业的估值仍会受到业绩下滑因素压制，而成长股的估值在目前转型故事讲述完毕之后便进一步收缩，最终导致市场缺少系统性的做多机会，所以，现在的策略仍然是现金为王。

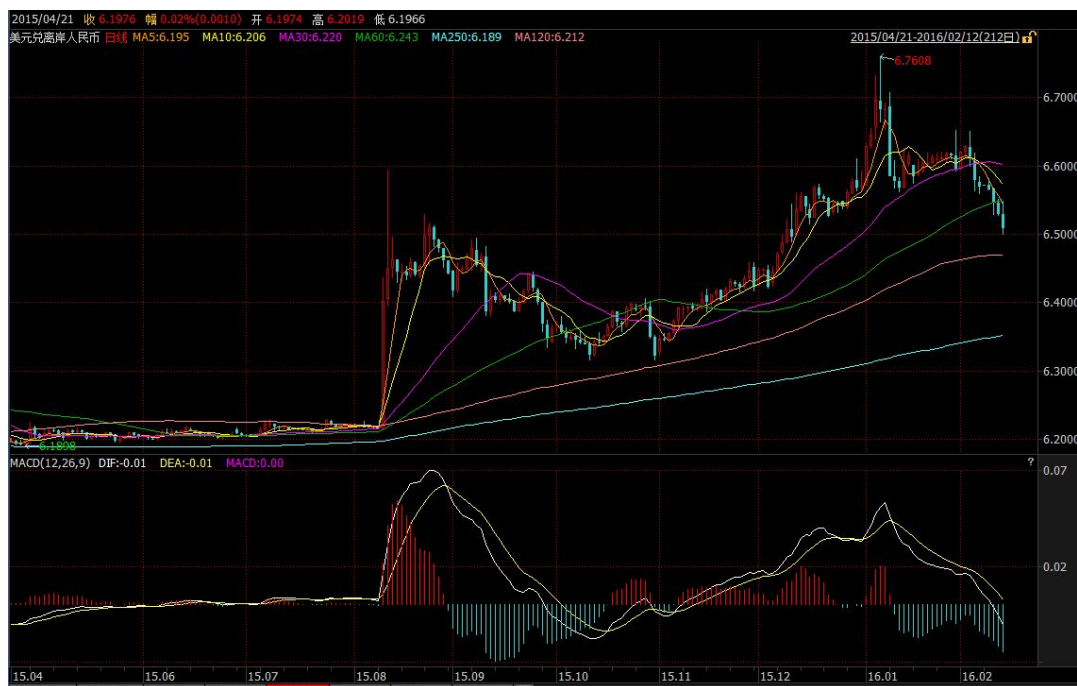
从博弈的角度来看，市场或许选择向下跌出空间，从而为向上做多提供充足的博弈空间，如果距离 2850 点上档套牢盘太近，则很难获得系统性做多机会。所以，对 2016 年 2 月的策略而言，休养生息是值得提倡的，进攻型机会或是选择期权或者分级 A 来对冲市场系统风险。另外如果全球股市不稳定，则黄金的避险功能也会进一步放大。



【市场策略】猴年全球股市熊出没

春节前市场预期节后或有一波反弹行情，但因春节期间外围市场普遍大跌而变得扑朔迷离。尽管中国货币当局发出了对人民币继续贬值的否定答复，而离岸人民币的重新走稳也为人民币资产提供了进一步稳定的预期，但全球市场进入熊市的态势似乎并没有因为上周最后两个交易日的反弹而终止，全球大熊市的趋势反而更加明朗。

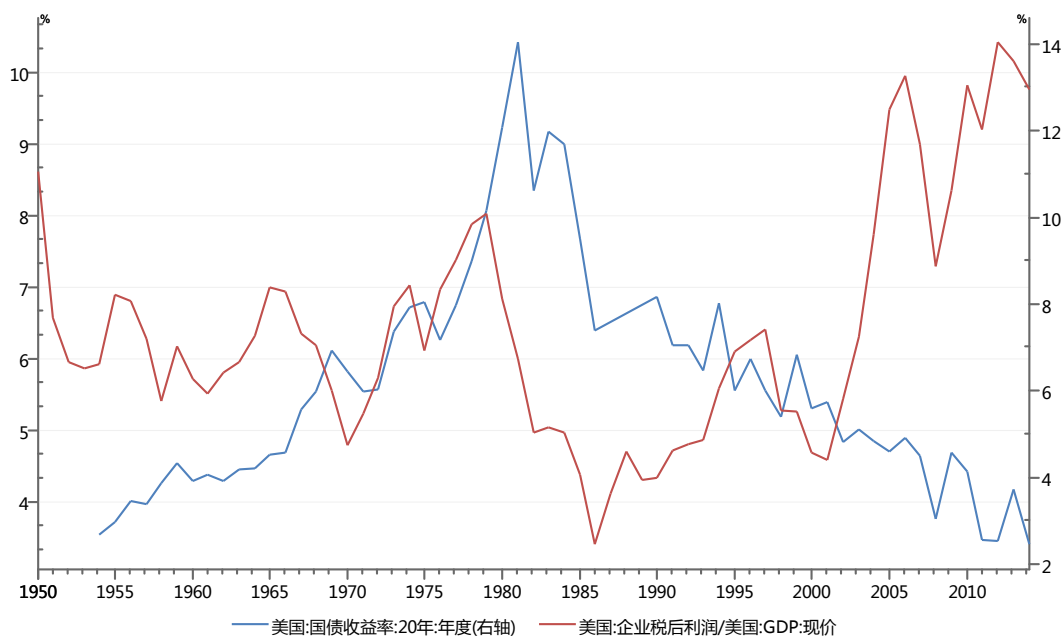
图 1：近期离岸人民币汇率连续上行



数据来源：wind

尽管美联储否认加息是导致全球股市及大宗商品大跳水的主因，但美元加息无疑扮演着催化剂的角色，而人民币贬值只是其中的一个副现象。从根本层面而言，利率的上升最终是与通胀上行挂钩的。全球央行自 2008 年以来实施的宽松货币政策导致货币泛滥，资产价格处于过度泡沫的状态，而美元的加息不仅仅是扭转市场预期的关键点，也是无风险收益的拐点，因此，我们曾经判断过美国股市可能进入了一个新的 17 年熊市的可能，如果加息进程进一步确认的话，随着企业财务成本的提升，美国企业盈利占 GDP 的比重已经由 2012 年 11% 的历史最高点逐步下降，这将是美股可能无法整体走牛的内因。

图 2：1981 年之后伴随着美国国债收益率不断下降，企业税后利润占 GDP 比重不断提升，至 2012 年创出 11% 的历史最高

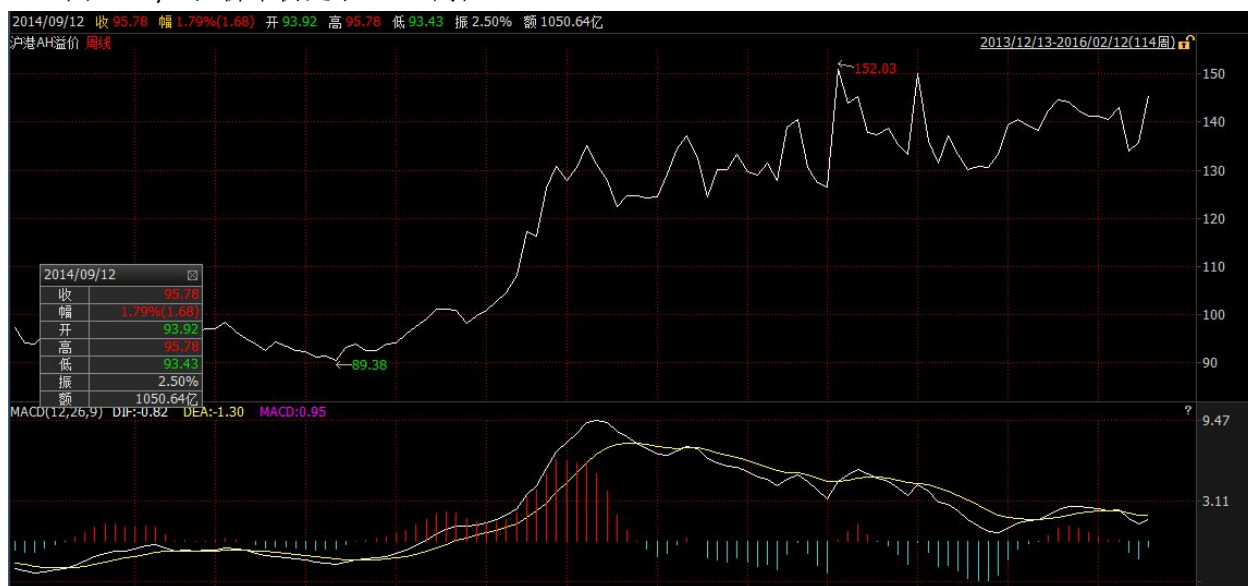


数据来源:Wind资讯

回过头来看港股,前期笔者担忧的两大因素并没有消除,一是香港联系汇率体制下,随着美元加息的影响,香港货币政策无法自由抉择,只能被迫跟随加息,货币政策的收紧将使得香港的房价存在进一步下跌的预期;二是,香港的政局和社会动荡导致资产价格进一步不稳定,股市走牛的可能性不大。当然,从内因角度来看,香港股市的走熊也与过去十几年香港地产霸权与产业空心化有关,这种状态如果继续延续,只会使得港股估值更加便宜,从而为价值投资者提供更好的买入机会。

在港股估值无法提升的情况下,A/H的溢价率不可能大幅收敛,目前仍处于140%左右,A股估值也不可能抛开国企指数来讲估值。更何况我们指导供给侧改革的成果显现仍需要时间,因此,传统型企业的估值仍会受到业绩下滑因素压制,而成长股的估值在目前转型故事讲述完毕之后便进一步收缩,最终导致市场缺少系统性的做多机会,所以,现在的策略仍然是现金为王。

图3: A/H溢价率仍处于145%高位



数据来源:wind



从博弈的角度来看，市场或许选择向下跌出空间，从而为向上做多提供充足的博弈空间，如果距离 2850 点上档套牢盘太近，则很难获得系统性做多机会。2850 点之上的套牢盘是在日均上万亿的成交额堆积出来的，以目前市场的资金供给而言，并没有实力撬动，这会导致市场下跌趋势逐步形成，而下跌趋势的强化也使得成交量进一步萎缩。这里需要时间换空间。

所以，对 2016 年 2 月的策略而言，休养生息是值得提倡的，进攻型机会或是选择期权或者分级 A 来对冲市场系统风险。另外如果全球股市不稳定，则黄金的避险功能也会进一步放大。

大类资产配置策略：

短期市场风险偏好受到压制，权益资产配置比例下降。

由于目前经济增速仍处于放缓阶段，稳增长的手段仍以降息、降准的宽松货币政策和稳健的财政政策为主。考虑到房地产价格仍处于高位运行，且随着人口老龄化的到来，中国房地产市场出现了长期拐点，而利率也出现了长期的下行趋势。这意味着中国居民过去的两大资产配置主体房地产和存款都将面临占比下降的压力，而股票和保险资产将有较大的提升空间。

从大类资产配置的角度来看，美元升值导致石油、黄金等大宗商品价格低迷，现金及货币基金、银行理财产品等固定收益类产品年化收益率与股票等权益类资产相比也没有明显优势。从历史对比来看，自 1991 年以来，沪深两市指数年化收益超过 10%，而黄金和人民币的年化收益分别为 2.9% 和 -4.1%。因此，考虑到最近市场波动较大，我们建议长期以股票、股票型基金等权益类资产作为资产配置的方向，配置比例可在 60% 左右，给予“标配”评级。

行业配置策略

谨慎推荐：银行股长期投资价值确定

尽管银行业受房地产市场波动的影响很大，但随着经济转型与改革的深入，以及直接融资比例的大幅提升，银行资产出现质量恶化的风险在下降。同时，银行本身的拨备比例较高，能够抵御较强的系统性风险，资产质量的不确定性在降低，建议对银行股保持乐观。长期来看，银行股的估值修复机会空间较大。低估值银行股为长线资金提供了买入的机会。但中小银行的差异很大，一些管理不善的银行未来存在破产的风险，建议适当谨慎。

中性：货币宽松空间边际下降，未来房价走势预期不乐观

房地产市场的救市政策陆续推出，从供给侧改革的取向来看，化解房地产库存成为处理房地产风险的首选。另外货币政策的宽松空间边际下降，未来房价下跌的概率加大。密切关注美联储加息和香港房价的下滑态势。考虑到房地产龙头最近升幅较大，建议逢高降低房地产股票配置比例。

推荐：保险，尤其是寿险公司

保险公司利润模式呈双轮驱动，保费收入与投资收益成为推动公司业绩上涨的动力，保费收入的赚钱效应将能够抵挡一部分投资收益下滑带来的对净资产的影响。其风险是由于高权益类资产占比的特性所致，当市场出现深幅调整时，投资收益的赚钱效应无法体现。当股债双牛的市场特征出现之后，保险投资收益将大幅增长，戴维斯双击的特征明显。

谨慎推荐：券商股属于周期性成长股

尽管受经济周期的影响，券商股的弹性较大，但我们仍看好中国券商股未来几年的成长性。从行业长期



发展来看，资本市场是供给侧改革的重点，各项政策都在支持资本市场的发展。其次，券商业绩增速快，成长性确定。证券业是中国经济转型的最大受益者。作为资本中介，直接受益于直接融资比例的提升和资本市场的爆炸式发展。尤其是二级市场交易量的爆发式增长，创新步伐进一步加快，发行注册制、衍生品及创新业务等对券商收入增长均是重要驱动因素。

考虑到交易量的下滑，下调 2016 年上半年券商业绩预期，建议等估值继续跌落后的价值投资机会。关注有具有竞争力的大型券商股：国泰君安、中信证券、华泰证券。

供给侧改革对传统行业的估值有所提升，但仅作为博弈的价值存在，业绩能否复苏暂无法证实。包括有色、煤炭、电力、钢铁、石油石化、工程机械、高端装备、交通运输、公用事业等行业有望出现阶段性反弹。

推荐：有色金属、煤炭等大宗商品相关行业

中国经济结构调整，2016 年大宗商品价格震荡筑底的可能性较大。需关注不同细分品种的下游需求回升带来的价格拉动机会，留意类似锂金属等小品种的阶段性进攻机会。基本金属和煤炭板块有望迎来供给收缩对应的反弹机会。

长期推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

在中国“一带一路”战略及全球高铁网建设的需求推动下，全球基础设施投资仍是中国及全球经济稳增长的核心要素，尤其是高铁行业及城市轨道交通等投资。因此，高铁及城轨等投资项目仍将是未来 5 年中国及各国主要投资的方向，建议关注高铁及相关子行业的机会。另外，中国基础设施技术的出口将为中国化解产能过剩提供有力支持。在最近两年经济增速放缓过程中，轨道交通行业因为国家投资拉动而能够超越传统经济的下行周期。建议关注：中国中车、时代新材、太原重工。

推荐：国企改革与电力、石油石化等传统行业的转型

能源改革势在必行，电力、石油石化行业将受益于国企改革。石油价格长期上涨趋势不变，在经济低谷期，能源价格便宜，投资能源企业正逢其时。推荐目前低估值的石油和电力等大蓝筹，尤其是盈利能力强、股息率高的企业，建议关注：中国石化、长江电力。

推荐：交通运输行业

受全球经济不景气影响，交通运输（航运、航空、高速公路）及港口仓储业估值较低，但相比 2000 点而言，安全边际仍不够理想。2016 年国企改革及行业转型的预期将带给交运板块阶段性机会。建议把握机场、高速公路、基础设施建设等高股息率公司的价值投资机会。

推荐：工程机械板块

最近中国工程机械行业已经逐步走出谷底，或将保持稳定发展的势头；过去三年工程机械龙头公司跌幅普遍超过 70%，目前价值低估。这类国企上市公司，正面临经营、销售转型及国企改革的多重催化剂，值得挖掘。

谨慎推荐：建筑建材

建筑行业整体业绩正处于寒冬期，短期仍旧无企稳迹象。在经济下行压力下，稳增长扩大基建投资似乎是必然的趋势，但仅凭城市地下管廊、海绵城市及 PPP 等几方面目前仍旧无法令市场对建筑行业预期发生根本变化。建筑行业业绩下滑的程度可能超出市场一致预期，但是建筑业公司转型带来的是未来成长的新逻辑，从目前时点来看，一方面行业转型受新常态下的供给侧改革刺激与需求拉动；另外一方面市场风险偏好可能



会趋势性提升，两方面将使得市场对于转型个股的估值重构。建议关注：广田股份。

建材行业目前处于“L”型走势的右侧，2015年中西部地区以水泥为代表的需求断崖式下跌，2016年底部确认后可望有所恢复。而2016年很可能发生行业大规模的并购整合，主要来自于两方面，首先是两大央企集团，中国建材集团及中国中材集团的整合，这将涉及5亿吨的水泥产能(占全国的约20%)；其次从供给和需求端，不排除2016年的传统周期品仍有中级别行情。建议关注：中材旗下公司的整合机会（宁夏建材、天山股份、祁连山）

增持：食品饮料及相关消费股

白酒股的龙头企业目前估值合理，虽然短期缺少上涨的催化剂，但仍然建议增持负债率低、现金流充裕的优质白酒公司，比如茅台、五粮液、泸州老窖。因为在未来白酒行业的淘汰和重组过程中，拥有现金支持的龙头公司将具有更为强大的兼并收购能力。

谨慎推荐：体育、休闲、健康产业的强势归来

中国未来十年是大消费的黄金十年。中国人口结构显示，体育、健康、休闲消费旺盛的30-50岁人群未来十年处于高峰期；人均GDP超过3000美元之后，居民消费升级换代，更加注重体育、健康与休闲消费。自十八届三中全会以来，我国密集出台促进体育产业及体育消费繁荣的各项政策。目前中国体育产业占GDP的比重仅为0.6%，低于全球平均水平2%，更低于欧美发达国家的体育产业占GDP的比重。预计到2025年我国体育产业规模将达到3.55万亿人民币，较目前尚有10倍的增长空间。另外在过去三年当中，传媒是A股市场中增速最高的行业之一，连续几年收入增速超30%，净利润增速超20%。

未来十年大消费产业对经济的贡献比重会提高，高景气消费性服务子行业如影视传媒、出境旅游、体育、在线娱乐等细分子行业机会值得关注。

总结：2016年，继续看好蓝筹股长期投资价值，阶段性建议受益于供给侧改革的煤炭、钢铁、有色等行业的机会。

风险提示：

当前A股市场处于改革牛2.0阶段，改革红利的释放仍是渐进的过程。在经济转型背景下，若上市公司整体业绩增速低于市场预期，或市场整体估值提升过快，以及政策出手干预、抑制泡沫，这些因素的出现都将导致市场波动加大。另外新三板分层交易、注册制发行等供给超预期扩张对高市盈率股票的冲击也应该引起注意。因此，无视市场风险、盲目乐观、过度放大杠杆等，都是危险的做法。投资者在分析及把握投资机会过程中应避免盲从、坚持独立客观的分析，建立一套符合自己特质的、并经过实践检验的、存在较大胜率的交易模式或投资体系。

【资金流向】上周个股资金流向

个股资金流入：

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)	连红天数
600547.SH	山东黄金	23.79	28,913.54	259,808.73	11.13	5
600837.SH	海通证券	2.06	25,397.88	330,426.27	7.69	5



600029.SH	南方航空	5.38	18,035.19	204,247.57	8.83	3
600000.SH	浦发银行	8.76	17,179.37	357,036.75	4.81	-1
002785.SZ	万里石	42.69	16,259.14	290,450.30	5.60	3
002024.SZ	苏宁云商	3.38	16,138.97	291,520.21	5.54	3
600234.SH	山水文化	47.04	13,932.01	175,442.75	7.94	5
600082.SH	海泰发展	7.51	13,867.98	197,888.57	7.01	3
600489.SH	中金黄金	13.42	13,495.37	145,065.66	9.30	5
002640.SZ	跨境通	22.42	12,851.00	121,227.90	10.60	5

个股资金流出：

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)	连红天数
300168.SZ	万达信息	14.42	-47,222.38	1,470,320.26	-3.21	-3
600610.SH	中毅达	4.02	-42,136.26	942,486.09	-4.47	-1
002075.SZ	沙钢股份	-24.84	-38,552.23	472,337.83	-8.16	-3
002407.SZ	多氟多	1.48	-36,190.72	859,166.33	-4.21	-1
300059.SZ	东方财富	1.17	-31,673.20	1,115,926.87	-2.84	-1
600503.SH	华丽家族	2.36	-30,407.82	613,019.57	-4.96	-3
600958.SH	东方证券	-1.98	-27,915.45	424,102.02	-6.58	-5
600978.SH	宜华木业	-6.93	-27,166.76	505,179.73	-5.38	-3
002228.SZ	合兴包装	1.78	-27,023.26	254,218.57	-10.63	-4
600160.SH	巨化股份	-4.58	-24,837.77	314,934.22	-7.89	-1

数据来源：WIND



适应对象：本产品属于高风险类产品，适合激进型投资者。

产品简介：以自上而下的分析逻辑，对最新市场及宏观数据、资金流向及估值结构进行分析回顾，并对未来市场走势进行研判，最终给予资产配置建议。

风险提示：每天的盘面变化有很大的不确定性，虽然我们尽力回避可能的风险，尽力寻找可能的机会，但我们无法保证每次投资建议的准确性。

资质申明：

中国证监会核准华林证券有限责任公司证券投资咨询业务资格

作者申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券投资顾问，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、公正及客观，结论不受任何第三方的授意或影响，特此申明。

免责申明：

本报告专供华林证券有限责任公司证券投资顾问及特定客户使用，作为其向客户提供证券投资顾问服务的依据之一，不同于本公司发布的“证券研究报告”。

版权申明：

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构及个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。

风险提示：

市场有风险，投资需谨慎。本公司证券投资顾问可能根据本报告作出投资建议，投资者应当充分了解证券投资顾问业务中的风险：

投资者接受证券投资顾问服务后需自主作出投资决策并独立承担投资风险。

本公司及其证券投资顾问提供的服务不能确保投资者获得盈利或本金不受损失。

本公司及其证券投资顾问提供的投资建议具有针对性和时效性，不能在任何市场环境下长期有效。

本报告作为投资建议依据时，可能存在不准确、不全面或者被误读的风险。

本公司及其证券投资顾问可能存在道德风险，如投资者发现投资顾问存在违法违规行为或利益冲突情形，如泄露客户投资决策计划、传播虚假信息、进行关联交易等，投资者可以像本公司投诉或向有关部门举报。

上述风险揭示仅为列举性质，未能详尽列明投资者接受证券投资顾问服务所面临的全部风险和可能导致投资者投资损失的所有因素。

华林证券财富管理中心

地址：深圳福田区民田路178号华融大厦6楼

邮编：518048

公司网址：www.chinalions.cn