

2016年投资策略报告

2016年展望：

我们认为2016年我国宏观经济仍将承受较大下行压力，我国正处于经济增速换挡期，旧的产能尚未能出清，工业增长和固定资产投资或延续下行趋势。在新的经济增长模式尚未完全确立之时，货币政策仍将维持宽松的格局，但其刺激经济的边际效用或将减弱。此种情况下，财政政策及改革措施将对经济企稳发挥重要作用，资本市场将在经济转型过程中扮演更加重要的角色。

2016年市场判断：

在实体经济投资回报率下降和货币政策持续宽松的背景下，“资产荒”的情形将会延续，权益类资产对资金将会有更强烈的吸引力，海内外的增量资金有望持续进入A股市场。为了避免对市场产生较大冲击，“注册制”将可能在监管层的窗口指导下循序渐进推行。2016年我们建议沿以下三条主线寻找投资机会：1）：以新能源、高端装备、新材料、新模式为代表的创新行业；2）：以“文、教、体、卫”为代表的消费服务性行业；3）：以供给侧改革、国企改革、一带一路为代表的改革板块。

风险：中国经济复苏进程；注册制推进程度；美联储加息力度与节奏。

免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

一、2016年基本展望

（一）国际经济和金融市场环境复杂

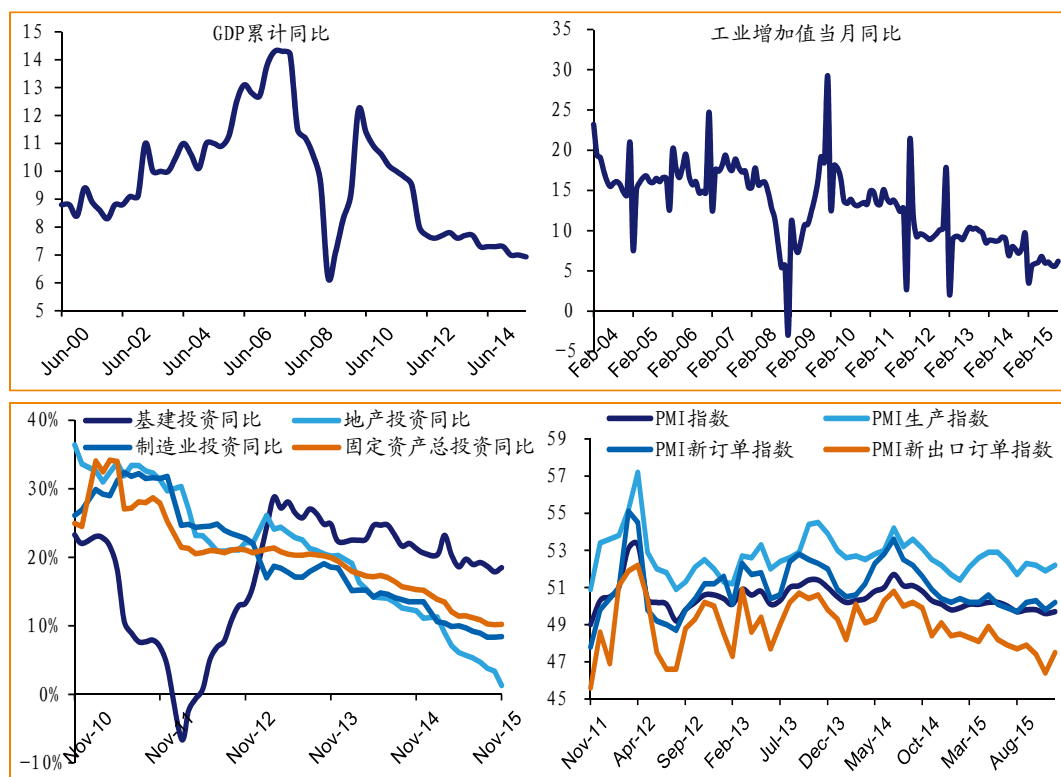
美联储于2015年年末宣布正式进入“加息”周期，结束了维持多年的“零利率”时代，伴随着近年来市场对于美联储货币政策转向的讨论，在金融市场上表现为不同资产走势的分化，大宗商品价格持续疲弱和新兴市场货币贬值是对美联储货币政策预期的重要反应。在2016年，美联储于“加息”进程中的步调节奏将成为全球金融市场最主要的不确定因素。

同时，全球范围内地缘政治带来的冲突扩散和升级的风险值得警惕，尤其是中东地区大国博弈过程中滋生的恐怖主义对全球金融市场信心带来的阶段性负面冲击。

（二）中国宏观经济压力犹存

中国经济结构性改革过程中产生的阵痛难以避免，目前GDP增速“破七”，工业增加值低位运行以及制造业PMI于荣枯分界线下徘徊。2016年我国经济下行压力依旧，旧产能出清带来的挑战并非短期可以解决。受到基建、地产和固定资产投资大幅下滑的拖累，主要经济指标均显示经济下行的趋势未见扭转的迹象。

图：主要经济指标显示我国经济下行压力明显



数据来源：Wind资讯。

（三）我国货币政策仍将以宽松为主

为了使我国经济在增速换挡的进程中不会出现“失速”的局面以及降低企业成本等诸多方面的考虑，“宽松”成为近年来我国货币政策的主基调。2015年央行多次采取降准和降息的操作为经济提供流动性支持。

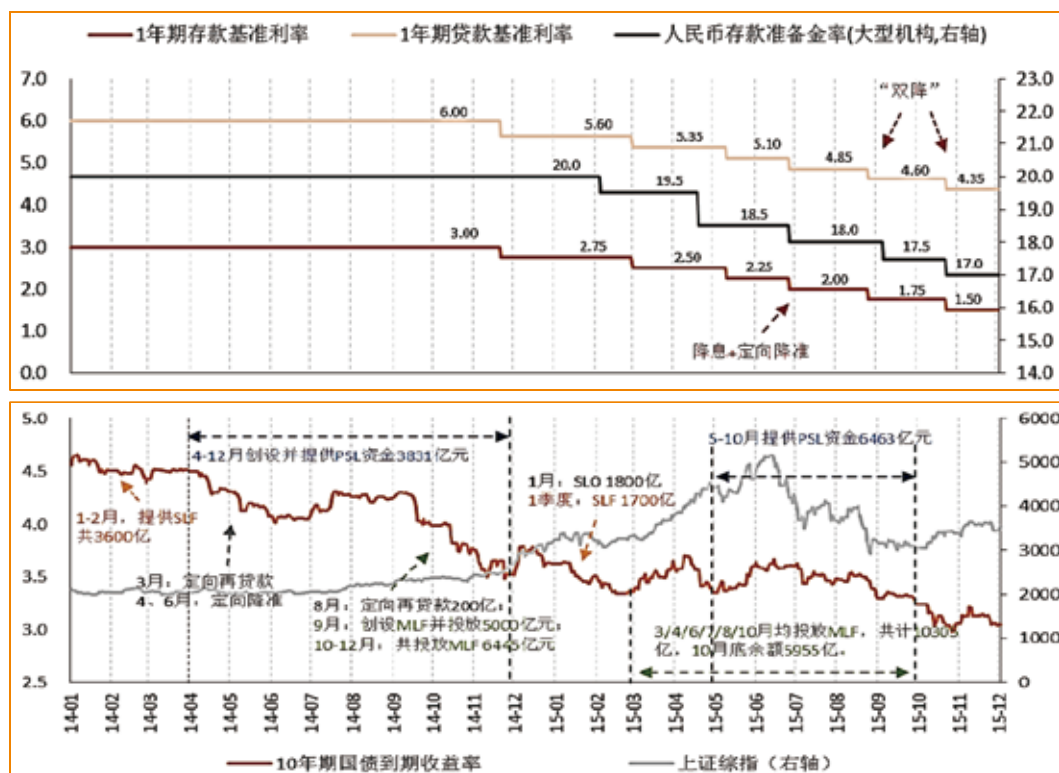
表：2015年央行降准降息一览表

时间	降准/降息	具体内容
2015年2月4日	降准	自2015年2月5日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2015年2月28日	降息	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%。
2015年4月19日	降准	自4月20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。
2015年5月10日	降息	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%。
2015年6月28日	定向降准	自2015年6月28日起针对性地对金融机构实施定向降准。
	降息	金融机构一年贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%。
	降息	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%。
2015年8月26日	降准	普降+定向。央行决定2015年9月6日起,下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时为进一步增强金融机构支持“三农”和小微企业的能力,额外降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构准备金率0.5个百分点。额外下调金融租赁公司和汽车金融公司准备金率3个百分点,鼓励其发挥好扩大消费的作用。
2015年10月24日	降息	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%;一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5%。
	降准	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率0.5个百分点。

数据来源：摩根士丹利华鑫基金。

2016年我国货币政策的主基调仍将是“宽松”，但鉴于经历过多次降准降息措施，未来留给货币政策的空间将愈发有限。另一方面，由于美联储已进入“加息”通道，未来官方对于降准降息的态度将更加审慎，利率继续大幅下降的空间不大。

图：基准利率变化和股债走势图



数据来源：Wind资讯。

（四）资本市场在经济中的作用将更加凸显

2015年12月举行的中央经济工作会议为“十三五”的开局之年指明了结构性改革的方向，同时提出了配合“供给侧”改革实施的五大政策支柱“宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底”以及改革的五大重点任务“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”。

上述经济工作任务均与资本市场关联紧密，其中去产能需要通过资本市场配合进行兼并重组，降成本和去杠杆需要大力发展直接融资，这与政府倡导的大力发展直接融资，完善多层次资本市场相一致。基于资本市场于经济中的作用日益凸显，未来将受到政策方面的更多呵护。

表：2016年经济工作重点任务的具体内容

去产能	要严格控制增量，防止新的产能过剩，同时依法为实施市场化破产程序创造条件，加快破产清算案件审理。要尽可能多兼并重组、少破产清算，做好职工安置工作。亮点一是 资本市场配合兼并重组 ，二是提出破产、再就业以彰显决心。
去库存	从多方面着手提高住房需求，一是落实户籍改革，允许非户籍人口在就业地落户，通过农民工市民化，扩大有效需求；二是鼓励 购买库存商品房出租 ，发展住房租赁市场；三是 鼓励房企适当降价 ；四是取消过时的限制性措施。因此，后续相应的房地产政策出台的可能性较大。
去杠杆，防范化解金融风险	首先去产能攻坚意味着信用风险高发，明确信用违约要依法处置。地方政府债务风险要继续置换、有效化解。规范各类融资、坚决遏制非法集资， 坚决守住不发生系统性和区域性风险的底线 。关于化解产能过剩，政策定位是“积极稳妥”，并强调“多兼并重组，少破产清算”，强调“因地制宜、分类有序处置，妥善处理保持社会稳定和推进结构性改革的关系”，换句话说，不是“一次性出清”而是“阶段性出清”的大思路，或许可以缓解市场此前担心的信用风险过于集中的问题。此外“资本市场要配合企业兼并重组”的形式倡导将带来主题机会。
降成本	降低制度性交易成本、税费负担、社会保险费、财务成本、电力价格和物流成本等6类企业成本。三大亮点： 降低制造业增值税税率 ，精简归并五险一金、推进电价市场化，对应财税改革、社保改革和资源品价改。
补短板，扩大有效供给	通过 支持企业技术改造和设备更新、培育发展新产业 、补齐软硬基础设施短板等提高资本的生产效率。加强农业现代化基础设施建设，把资金和政策重点用在保护和提高农业综合生产能力以及农产品质量、效益上。
适度扩大财政赤字	积极的财政政策要加大力度， 实行减税政策，阶段性提高财政赤字率 ，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任。 稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境 ，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长， 扩大直接融资比重 ，优化信贷结构，完善汇率形成机制。

数据来源：摩根士丹利华鑫基金。

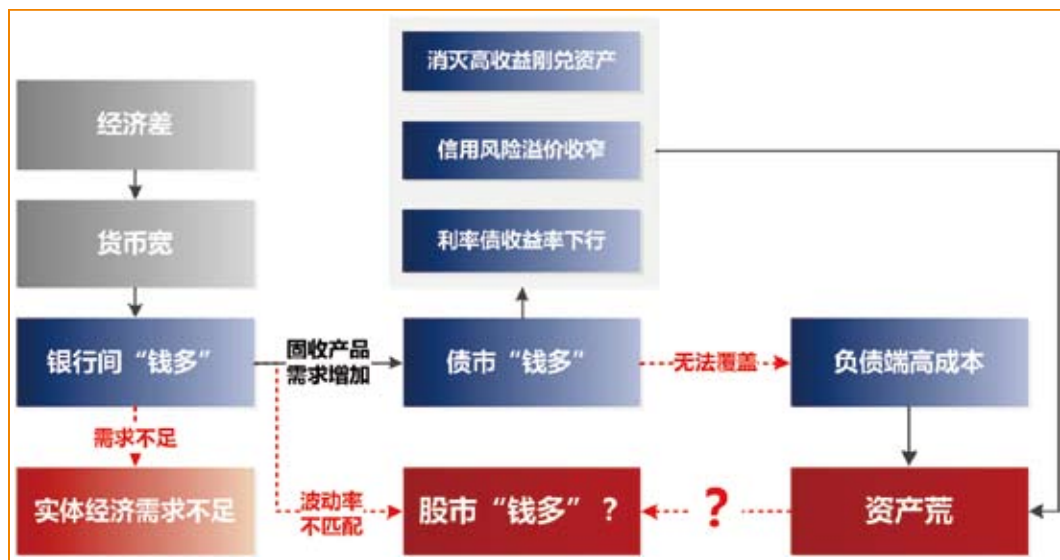
二、2016年资本市场形势展望

（一）“资产荒”情形提升权益类资产配置价值

实体经济景气度不佳使投资回报明显下滑，宽松的货币政策令利率处于阶段性低位，刚性兑付逐渐被打破致使无风险利率下降。截至2015年末，十年期国债收益率时隔近7年后再次降至2.80%附近。大类资产类别角度看，货币市场基金、银行理财产品、债券以及房地产的预期收益率均较之前出现显著回落。大量负债成本和预期收益率较高的资金面临的便是“资产荒”的困局。

对于金融机构来说，加大预期收益率较高的权益类资产的配置比例是走出“资产荒”困局的选择，特别是目前估值水平合理甚至较低的绩优蓝筹板块。我们从2015年末掀起的保险机构频繁举牌地产、商贸等绩优蓝筹股的动作中便可见一斑。在“资产荒”局面未实质解决的情况下，2016年大量资金会将权益类资产作为战略性的配置方向。

图：“钱多” + “资产荒” 股票市场有望开启增量博弈

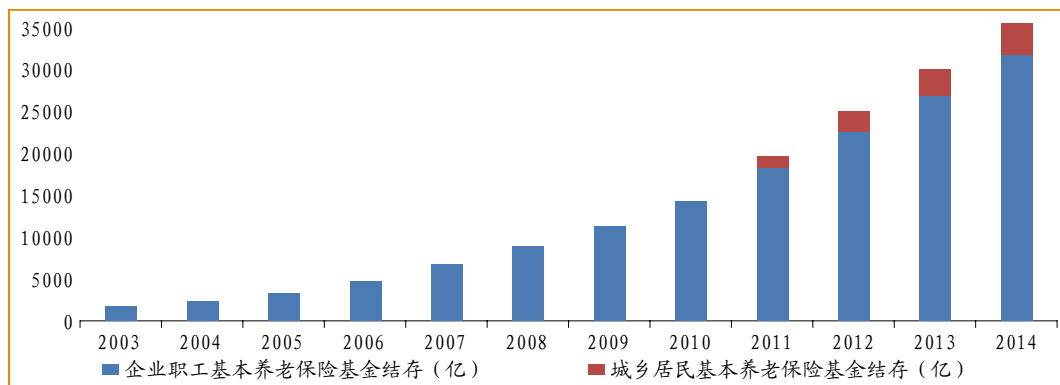


数据来源：申万宏源证券。

（二）增量资金入市可期

我们认为在2016年境内外增量资金进入A股市场将推动大类资产配置转向股市。根据最新数据，全国可纳入投资运营范围的养老金资金总计约2万多亿元，按照《基本养老保险基金投资管理办法》中关于权益类产品投资上限为资产净值30%的规定，未来投资股票、股票基金、混合基金、股票型养老金产品的资金最高可达到6000亿元。对于国内的保险公司等金融机构，由于负债端成本的压力以及其他大类资产预期回报率的趋势性降低，A股市场对于这些机构资金的吸引力越来越大。

基本养老保险基金结存



数据来源：Wind资讯。

沪港通以及中港基金互认的实施见证了中国资本市场的开放正在加速，随着人民币加入SDR及其国际化的不断深入，海外资金配置国内资产的诉求不断加强。作为最能够代表中国经济增长的资产类别，A股在国际上的关注度不断提高，加入MSCI系列指数只是时间问题，据估计，未来仅由于A股加入MSCI系列指数就将带来近2000亿元人民币的配置需求。

表：A股初步加入MSCI系列指数将带来近2000亿元人民币的配置需求

MSCI指数类型	总资产 (亿美元)	A股占各指数市值比		A股配置市值 (亿美元)	
		A股指数加入比例5%	A股指数加入比例100%	A股指数加入比例5%	A股指数加入比例100%
MSCI中国指数	170	4.20%	47.20%	7.14	80.19
MSCI亚洲国家(非日本)	223	1.47%	23.32%	3.28	52.09
MSCI新兴市场指数	17460	1.30%	20.50%	226.98	3579.30
MSCI全球指数	22870	0.14%	2.78%	31.70	636.88
合计(亿美元)		-	-	269.10	4348.47

(三) 股票发行注册制有望稳步推进

2015年12月9日，国务院常务会议审议通过了拟提请全国人大常委会审议的《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用有关规定的决定(草案)》，其中明确在决定施行之日起2年内，授权对拟在沪深交易所上市交易的股票公开发行施行注册制度。证监会明确了注册制“两年”过渡期的安排。表示注册制改革是一个循序渐进的过程，不会一步到位、对新股发行节奏不会一下子放开、新股发行价格不会一下子放开、不会造成新股大规模扩容。

新股发行注册制的实施是完善资本市场功能的必然途径和进步，我们认为初期监管机构将会使用窗口指导等方式维持注册制循序渐进的推进，对A股市场形成的负面冲击将较为有限。

(四) 对信用风险需警惕防范

由于经济持续下行，传统产业的企业盈利不断恶化，国内信用风险高发。2014年3月发生的“超日债”利息违约打开了公募债违约的潘多拉魔盒，短短不到两年的时间，公募债券领域已发生了15起信用事件，其中有8起最终发生实质性违约。

上中游产能过剩行业盈利下降，亏损企业数量增加，由此带来企业资产负债表的恶化，偿债能力受到侵蚀。对于这部分传统产业需要警惕防范信用事件大规模爆发的风险。

部分市场人士认为2016年将是破立之年，去产能大幕逐渐拉开，企业兼并重组或将成为常态。预计政府将通过对企业强力的介入防范系统性风险的发生，从长远看，只能通过供给侧改革加快产能去化速度，以纠正企业资产端收益率和融资成本不匹配的矛盾，从根本上提高企业的持续盈利能力。

表：中国公募债券违约案例汇总

	公司名称	时间	债券类型	企业性质	违约原因	解决方案
11 超日债	超日太阳	2014年3月	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年4月	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年4月	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年5月	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年9月	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年10月	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年10月	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年11月	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

数据来源：Wind资讯，摩根士丹利华鑫基金

（五）人民币存在贬值压力但不必过分担忧

2015年下半年以来，人民币汇率走势成为资本市场关注的焦点之一。截至2015年年末，人民币兑美元中间价和即期汇率均跌至近四年以来最低水平，相应的离岸人民币汇率也处于“8·11汇改”以来最低水平。

随着美联储开启“加息”之门，中国国债收益率触及近年新低，中美两国利差收窄趋势明显。热钱的流出和外汇储备的流失以及由此引发的市场恐慌令人民币自2015年10月中旬以来相对于美元贬值速度加快，并对国内金融市场产生扰动。

中美利差已经收窄至100bp左右

热钱流出压力依然较大

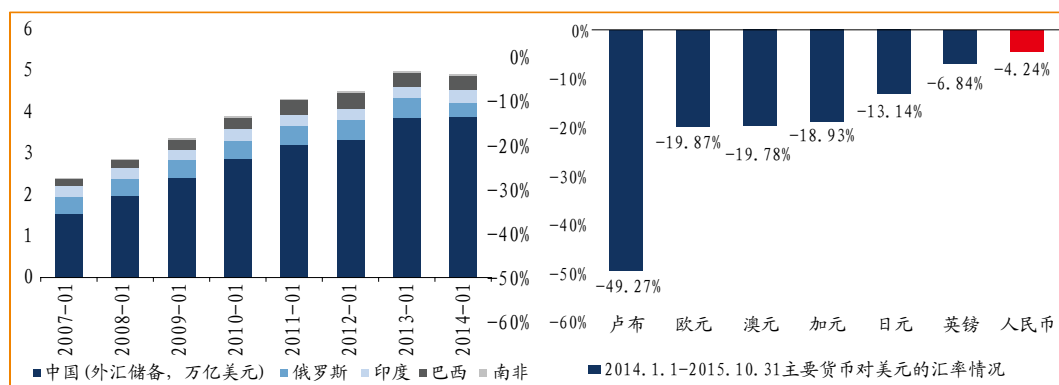


数据来源：Wind资讯，申万宏源证券。

虽然人民币相对于正处于升值通道内的美元存在贬值压力，但市场不必对此过分担忧。我国拥有大量外汇储备，有能力平抑外汇市场波动，维持人民币币值在合理水平范围内。同时，随着中国国力的增强和人民币的国际化，人民币相对于其他新兴市场货币来说依旧较为坚挺，出现币值短期大幅贬值的概率较低。

中国的外汇储备领跑金砖5国

人民币仍是次强货币，不必过分担忧

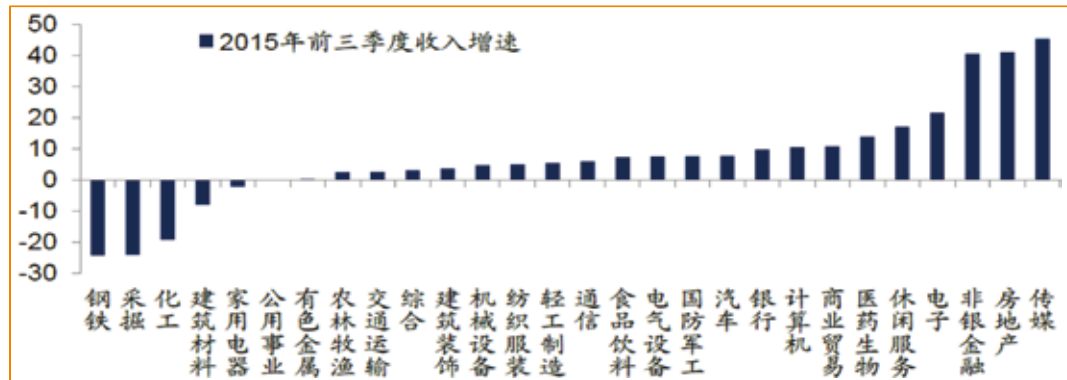


数据来源：Wind资讯，申万宏源证券。

三、2016年投资策略

在经济增速下行的背景下，不同行业间的盈利能力结构分化明显，景气度较高的主要集中在消费服务业和新兴行业，例如传媒、房地产、非银金融、电子、休闲服务、医药生物、计算机、国防军工、电气设备、食品饮料、通信等。而传统的周期性行业，如钢铁、采掘和化工等的盈利能力受到严峻考验。

图：A股各行业2015年前三季度收入增速对比



数据来源：Wind资讯。

我们相对看好代表中国经济未来转型方向的“新经济”行业板块，短期内传统经济行业板块的盈利水平难以显著提升，而在政策推进、产业崛起再到盈利提升，“新经济”行业板块正不断成熟，逐渐成为我国经济中的重要力量。随着我国人口红利消退，地产周期见顶，未来中国的增长动力将逐渐转向1) 通过创新增加需求；2) 发展生产性服务业提高效率以及3) 发展医疗和养老产业对接人口老龄化趋势。

2016年我们将沿着以下三条主线布局投资：1) 以新能源、高端装备、新材料、新模式为代表的创新行业；2) 以“文、教、体、卫”为代表的消费服务性行业；3) 以供给侧改革、国企改革、一带一路为代表的改革板块。此外，我们还将重点关注传统行业的转型、产业资本增持等事件驱动型投资机会。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路1号
嘉里建设广场一期二座17楼
邮编：518048
电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
www.msfnfunds.com.cn