



2016

新年特刊

多空博弈 聚焦三“痛点”

□本报记者 张怡

经历2015年剧烈波动后，2016年的A股市场将逐步恢复正常、趋于平衡，机构预计市场将总体平稳上行、内部波动加剧，意味着多空博弈更为剧烈。而引发这种预期的是以下三个因素：一是资金面双向扩容，在新股、新三板等资金需求大幅增加的同时，资金供给渠道也不断拓展；二是改革攻坚期有破有立，供给侧改革在平缓经济增速的同时提供诸多新的机遇，A股市场中新旧经济的热点均丰富；三是政策预期与市场估值博弈，市场波动加大。



CFP图片

资金面双向扩容

资金是决定行情直接和重要影响因素。在资金面上，A股市场将在2016年双向扩容，有进有出的格局使得市场博弈和波动加剧，行情由此可能产生剧烈波动。

从供给的角度来看，兴业证券指出，一是银行理财产品和保险资金等为代表的负债驱动型资产加大对股市的配置；二是居民财富向A股市场配置热情仍在；三是从全球财富配置的角度看，A股市场目前严重被低配，随着人民币国际化和资本市场对外开放，未来A股市场和债券市场都将迎来大扩容、大发展；四是养老金入市将给股市带来千亿以上级别的增量资金。而招商证券认为，2016年系统性的催化剂可能来自于养老金入市、MSCI加入预期和限售解禁等。

从需求的角度来看，兴业证券指出，一是2016年注册制、上交所的战略新兴板以及新三板发展都将有显著进展，从而加大对资金的需求；二是重要股东“减持禁令”将在2016年年初到期，届时将加大二级市场资金压力。

渤海证券指出，就2016年而言，增发仍然是市场融资的主力，以2015年以来发布增发预案但尚未实施的上市公司为样本加以统计，数据显示，获证监会审核通过的增发方案的预计募资额合计为2354亿元，而股东大会通过的则高达10207亿元。尽管就目前而言，增发仍然是2016年A股市场融资的主要力量，但是相较于IPO扩容速度则更加多变。A股市场加大扩容速度的大势已成，唯一不确定的是其速度和强度。尽管管理层在扩容时会考虑市场的承受能力，在市场活跃时增大供给，而低迷时减少供给，但是管理层对供给的调节可能与同市场感受不统一，并由此导致市场误读，此外考虑到整体流动性的波动、定

增和减持等对市场流动性的分流，基于市场扩容的供给调控对市场短期而言始终是压力而非动力，中长期的优胜劣汰体现在企业经营质量，而非估值，面对供给的不断增大，估值回落应是长期趋势。

相对而言，部分机构对于需求方的看法相对乐观，但波动仍然不可避免。申万宏源证券指出，IPO不会改变股指大波段运行趋势，但短期影响股指。中银国际证券也认为，2016年资本市场最重要的制度变革在于注册制改革。但这不会对市场造成系统性的冲击。从大势判断与投资策略角度，判断2016年资本市场的波动幅度可能较2015年明显收敛，全年行情可能继续呈现“N”形或者“N+V”形走势。

不过总体而言，大类资产配置依旧偏向股市，慢牛格局依旧是众所期盼。长城证券指出，一方面，造成前期股市调整的杠杆风险已经逐渐释放，资金配置需求及供给侧改革预期将提升市场风险偏好，2016年慢牛格局不变。一是境内外资金入市格局不变。在改革红利不断释放的情况下，证监会积极支持养老金、保险资金、QFII、RQFII等各类境内外长期资金入市。二是随着人民币加入SDR，2016年资本市场开放有望加速，深港通开通、纳入MSCI指数概率较大，权益类资产的全球配置价值增加。另一方面，市场不确定性因素有所增加，特别是注册制引起的股市供求变化、美联储持续加息的负面影响以及监管层面相关举措，股市阶段性波动料将加剧。其中，注册制推出将会造成股市扩容，影响股市供求结构，对壳资源、估值较高的小票可能会有所冲击，但考虑到证监会公告将在两年内循序渐进放开注册制，短期冲击可能相对有限。

改革有破有立

2016年的市场所处的主要经济环境是降速转型的深入推进，经济差、利率低的情形在全球蔓延，而中国经济更是处于传统经济出清和向新兴经济转型的关键阶段。在供给侧结构性改革发力的情况下，局部的破与立既是股市最大的机遇所在，也是最大的变数。

经济面上，随着房地产这个引擎的逐步减速，全社会资产回报率下降带来的不确定性令大宗消费和投资明显放缓。传统行业需求持续不振，在产能未能大规模出清的情况下，传统的钢铁、煤炭和有色金属行业的经营状况难以改善，进而对银行的贷款造成了一定的风险。由此，市场开始启动供给侧改革，帮助传统行业摆脱困境，推动经济转型升级；同时关注需求端的新动向，促进新兴产业的成长来培育新的增长点。

2016年转型进入深水区。在政策面上，改革力度加大，有破有立，导致风险溢价提升，但政策托底又使得系统性风险可控。国泰君安认为，信用风险在2016年可能会上升，或使A股市场面临风险，但其中将孕育更高回报的买点。兴业证券指出，2016年A股行情的主要矛盾就是改革有破有立。首先，供给侧改革定点爆破债务风险和信用风险，加速去产能和“僵尸型”企业破产，导致风险溢价提升，2016年较长阶段行情非常不稳定。

其次，为构建有破有立新格局，2016年财政政策将加力托底，资金成本有序降低，使得2016年系统性风险可控，破旧以提高效率，立新驱动新供给、孕育新希望。供给侧结构性改革推进有望打破制度壁垒，将为社会服务业提供巨大机会，教育、医疗、文化、养老、体育等消费需求旺盛的领域将在改革中发展；而且新技术、新模式不断涌现，例如互联网+、人工智能等将催生新的投资空间。

由此，2016年的投资机会主要围绕破旧立新两方面，不仅需要挖掘新趋势新动向，而且还能在旧中找新。申万宏源证券指出，一方面，2016年寻找新经济中高景气的子行业依然能够贡献超额收益，下半年可能出现的战略新兴产业将再次点燃新经济的投资热潮。随着转型经济在资本市场的几何级数反应，新经济行业的市值占比可能突破海外资本市场历史占比，达到前所未有的高度。另一方面，2016年传统经济的投资可能从高股息和转型跨界开始，以MSCI、深港通等A股国际化事件为催化剂，以部分资产配置机构增量资金入场为契机，所以2016年A股可能又是一个“平行世界”，在传统领域仍将看到大量“跨界成长”，春季躁动中也能看到传统行业大市值股票的表现机会。

预期与估值博弈

股市是一个预期引导下的市场，因而其走势往往与经济现状并不匹配，反映着经济预期、政策导向。机构普遍认为，2016年经济增速大概率平缓下滑，经济基本面将对股市的影响料继续淡化；在流动性充裕和经济疲软的情况下，股市仍将延续泡沫此起彼伏的格局。在这种情况下，市场估值将与政策预期交织、博弈，引发市场波动中前行。

2014年下半年以来，宏观经济与股市走势显著偏离，经济出清和转轨使得市场波动加剧，但宽松的货币政策使得全球优质资产价格水涨船高，整体估值上有压力下有支撑。不过在杠杆受限的情形下，国内市场局部估值的表现却可能差异很大，传统产业明显弹性缺失，这是由于预期的不同导致的。当前，被市场普遍看好的预期依旧高涨的板块包括国企改革、智能制造、美丽中国、健康中国、互联网+等，其细分领域更是蕴含着诸多机会。但是预期是随着估值的变化而不断变化的，如果预期高于估值那么显然逐利资金会蜂拥炒作；但若估值快速提升而超过预期，那么就会回调和震荡休整。

申万宏源证券指出，2016年的A股市场将跳一场市场与改革预期的交谊舞。首先，“钱多+资产荒”有助于维持高估值中枢，很难出现新经济估值回落至熊市假设的情况；但最高风险偏好的配资被行政手段限制，新经济估值分化也较为严重。

重回新高的概率同样较低。其次，市场预期的变化快于改革进度，改革扎实推进但仍不及预期的情况依然可能出现，阶段性震荡可能难以避免，所以A股2016年是市场与改革预期的交谊舞。再次，一季度2016年两会前的传统春季躁动仍是做多的时间窗口，将迎来一次改革创新预期修复、增量资金推动的上行；随后市场在融资压力、大非减持压力之下，可能震荡加剧，预计下半年G20杭州峰会时间附近市场仍有一次上行的机会。

由于预期的不同，市场内行业估值水平分化严重，而也将延续这种分化趋势。当前，国防军工、计算机、传媒仍是估值最高的三个行业，金融业是全市场中估值最低的品种。不过爱建证券认为，虽然估值分化严重，但是仍有一定的合理性。一方面，轻资产行业采用市净率指标估值并不合理，其成长性较强，单纯采用市盈率指标估值无法体现其成长性所带来的溢价。而国防军工行业有强烈的改革预期，科研院所等相关优质资产的注入会极大改变现有的国防军工行业上市公司的盈利能力，对改革的强烈预期支持了该行业的高估值。而金融业低PE/PB更多地体现了投资者对其未来盈利能力看衰的预期，在这个预期未被证伪之前金融行业估值很难得到系统性提升。另一方面，传统行业和新兴行业之间的经营业绩分化也较为严重。

券商观点

长城证券：波动加大

从2015年四季度开始，A股正式进入牛市2.0版，即不同于以往的快牛、疯牛格局，整体中枢上升幅度缓慢，但波动率显著加大的市场特点、操作层面的难度加大，传统策略需要作出修正，2016年自下而上的选股能力和适时的止盈能力尤为可贵。

基本上，“流动性相对充裕+资产配置荒”格局未变，无风险利率将在较长时间维持低位运行，叠加2015年底进一步强调的供给侧改革有望提升市场风险偏好。但不确定的因素也有所增加，特别是注册制引起的股市供求变化、美联储持续加息影响及监管层面举措，股市阶段性波动料将加剧，2016将呈现牛市2.0版下的“震荡牛”：上证综指运行区间预计在3300—4800点。

市场风格切换速度可能加快，一季度或呈现多点开花的局面。但考虑到新兴成长小股票估值略高，重点推荐消费类二线白马股；二季度随着注册制和战略新兴板的推出，小票股短期可能会受到冲击，“两会”后建议关注蓝筹股的风格切换机会。

2016年的四只黑天鹅值得密切注意：房地产业泡沫破灭，国际局势动荡（巴西破产、欧洲违约、地缘政治），银行坏账及债券违约风险，信用违约事件不断上升。

平安证券：博弈上行

流动性整体宽松且实体经济吸收流动能力下降，居民资产向权益资产转移配置，实体企业积极向新兴产业转型，政府在国企改革、财税改革以及新提出的供给侧改革的推动，是促成2016年资本市场稳步上行的主要动力。

然而，资本市场在2016年需要防范和应对来自国内外基本面的不稳定因素，从国内实体经济到全球资产价格均危机四伏，国内货币政策单边宽松预期也存在一定变数。注册制的预期变化将在2016年逐渐影响市场。A股市场可能将告别单边流动性宽松预期，市场的博弈将变得更加激烈。

2016年的股票市场将呈现分化博弈波动性大的整体格局。当然，在风格上依然相对更加看好成长股的表现，从健康中国到生活服务业的快速增长，经济转型的方向就是资本市场投资的方向。预计上证综指运行区间3200—4600点，在预期博弈过程中逐渐上行。

2016年A股市场的运行将围绕成长股为主线展开。所谓的风格转换可能是以短期蓝筹股补涨的形式存在。稀缺性、高估值、资本运作频繁、符合经济转型方向，此类成长股的投资价值将持续显现，而民营企业在经济转型过程中利用资本市场平台的能力确实强于国有企业，这给资本市场继续给予成长股高估值提供了基础。

中泰证券：仍是慢牛

2016年市场仍然处于估值驱动牛市的第一阶段。市场流动性充裕以及政策环境宽松，相比其他大类资产品种吸引力仍在，仍以慢牛走势为主。在供给侧改革大力推进的背景下，改革处于破局之年，估值驱动行情仍将继续引导市场走强，而地方政府激励机制的逐步建立和资本市场的制度改革是未来行情慢牛的基础。同时，资本市场向上与盈利向下背景下的资产负债表风险决定了大波动和反弹“一波三折”的格局。明年破坏A股趋势因素：一是企业资产负债表恶化速率超预期。当前实体经济仍然处于下行阶段，而企业在负债刚性之下，而资产端的快速下滑，资产负债表恶化对市场构成盈利估值双杀。二是经济复苏强于预期，投资回报率上升，同时货币政策转向，实体经济资金剪刀差消失，场外资金规模下降。三是海外经济超预期下滑，黑天鹅事件。

稳增长政策与需求端下滑的博弈决定大小盘风格转换。从明年全年角度看，周期性行业缺乏趋势性机会，整体风格仍然偏向中小成长股。同时，对于注册制对中小市场股票估值承压的影响，对投资者心理层面的影响较大，考虑到历史上市场融资需求比，在当前市场成交量不出现大幅度萎缩情况下，注册制推行对市场构成实际冲击有限。因此在实际影响和心理因素的预期差之下，加之注册制节奏的控制，注册制推出对中小成长股估值影响有限。