节奏慢一点 回报低一些

券商眺望2016温情的慢牛

□本报记者 张怡

经过2015年的跌宕起伏，券商对2016年A股市场涨幅的预期明显回落。慷慨激昂的浮华陈词不再，股市回报率降低等表述频现。大类资产配置向A股转移的趋势未变，大熊大牛均不现实，估值回升与阶段震荡交替的“猴市”概率较大，慢牛成为机构憧憬的市场形态。机构看好“大成长”与“大改革”题材，认为传统行业边际改善和转型改革的标的值得关注。

情绪趋稳 预期降低

在经济转型大背景下，券商对2016年行情的展望普遍纠结，大多认为沪综指区间震荡于3000点至4000点之间，最乐观者也只看高到4500点。

从2016年策略报告的标题来看，券商不再亢奋，多了几分平实。海通证券认为，2016年市场将从“激情到温情”；兴业证券则提出“打好‘歼灭战’”；中金公司在指出“穷则思变”的同时呼吁“迎接低回报时代”……

诚然，投资回报预期的回落对2016年市场点位的预测表现得更为直接。相较于2015年上半年激进的预测，机构普遍趋于保守。

国泰君安指出，“十三五”规划为增长预期企稳创造了基础。资金与风险偏好叠加将形成波段性机会。对股票市场的看法仍然较乐观，2016年全年市场将在3200点到4500点的区间内震荡，择时的重要性进一步提升。

申万宏源认为，A股2016年将“跳一场市场与改革预期的交谊舞”，在中性情景假设下，上证综指至少将摸高4000点，创业板指将触及3550点。

招商证券依然维持2016年对于市场合理估值中枢在3400点附近的判断，主体区间在3000点-4000点之间。明年市场的走势将围绕合理估值中枢进行宽幅震荡。同时，也不排除几个催化因素多重共振，导致市场出现类似2015年二季度的阶段性火爆状况。这些催化剂可能包括养老金入市、加入MSCI等因素。

国盛证券指出，2016年证券市场会呈现出一种缓慢的震荡上行的态势，但是在运行和表现的形式上可能跟以前有明显不同，也就是说2016年的证券市场运行波动性相对较大，沪综指大致运行在3000点到4500点之间。

春华秋实 等待慢牛

A股市场当前所处的大环境仍然良好，改革转型的推进意味着牛市并不是遥不可及。当前经济增速放缓、高估值对市场上行形成压力，而政策宽松和改革推进将带来多重机遇，破与立之中A股纠结着，但市场机遇也产生于此。诚如华融证券所言，“杠杆牛”的消失使指数“慢下来”，2016年更多地是看转型牛、资金牛和改革牛的延续能否使行情“牛起来”。此时，市场需要先度过“猴市”的煎熬，才能盼到慢牛的抬头，恰如“春华秋实”需要耐心。

大类资产配置依然倾向于A股市场。海通证券表示，2016年利率下行趋势和转型趋势不变，市场仍充满机会。在低利率环境下，2015年下半年开始的“资产荒”在2016年有望延续，资金中长期将大量富余；而经济去杠杆和防通缩也使得货币政策趋向宽松，低利率时代大类资产配置转向股市的趋势未变。

不过，新形势中市场面临更多矛盾点，大涨与大跌的条件均不具备。针对这诸多矛盾点，申万宏源的阐述较详尽：首先，“钱多+资产荒”有助于维持高估值中枢，很难出现估值回落至熊市假设的情况；但高风险偏好的配资被限制，估值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，改革切实推进但不及预期的情况仍可能出现，阶段性震荡可能难以避免。最后，春季躁动仍是做多窗口，将迎来一次改革创新预期修复、增量资金推动的上行行情；随后市场在融资压力、大非减持压力之下，可能震荡加剧。

在资金面上，A股市场将在2016年双向扩容。兴业证券指出，从需求层面来看，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。从供给层面来看，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。

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年可能出现上升，或使A股市场面临风险，但其中将孕育更高回报的买点。

有券商认为，A股市场在有保有压的情形下，2016年大概率是个“小年”。慢牛格局尽管被万众期盼，但真正来临仍需要时间。

板块轮动 各领风骚

在市场风格方面，成长与蓝筹交替演绎在震荡市中是大概率事件，但到底孰能率先发力分歧较大。对于2016年的投资机遇，机构大多专注于“大改革”与“大成长”两个方面。

国泰君安认为，市场风格将在2016年春季前后发生“春季大切换”，届时应注重配置金融、交运、地产基建链条。因为当前虽然成长股估值恢复迅猛，但从边际上来看，未来低估值蓝筹股在稳增长政策下业绩快速提升正在成为一种可能。外部资金在2015年下半年已经快速下降，这也会成为“春季大切换”的重要催化剂。

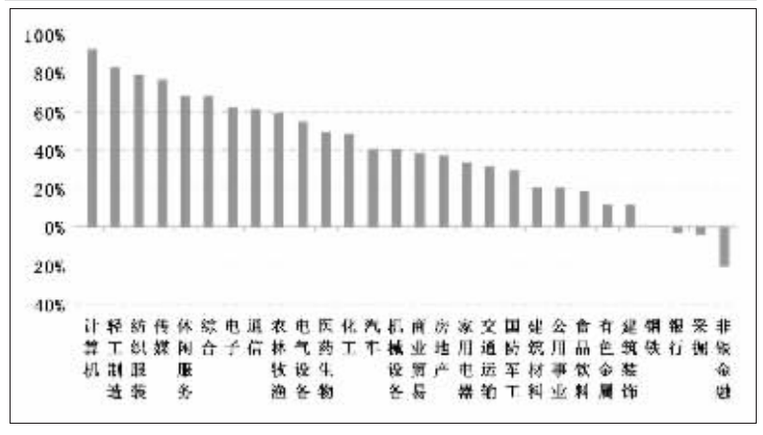
华融证券表示，“杠杆牛”的消失使得指数“慢下来”，2016年更多地是看转型牛、资金牛和改革牛的延续能否使行情“牛起来”。蓝筹成长将各领风骚，板块间的轮动会愈发频繁。蓝筹股有望展开一轮估值修复行情，而成长股可能会出现一定的分化，符合转型方向且“估值合理、业绩增长”才是成长的坚实基础。

不同的是，华泰证券认为，在2016年的宽幅震荡中，上半年行情将优于下半年，上半年成长股优于蓝筹股，下半年蓝筹股优于成长股；市场的一条主线是“大成长”，另一条主线是“大改革”，其中成长股全年涨幅会超越大盘。

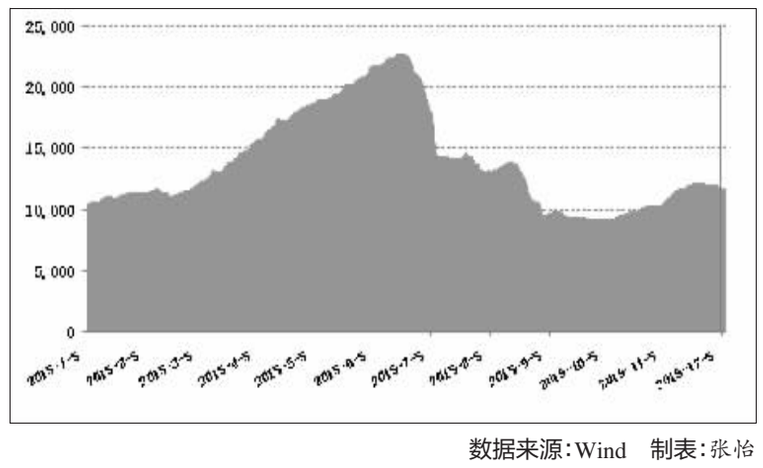
兴业证券建议，淘金“立新破旧”四大领域：一是科技股，二是现代服务业，三是新股相关机会，四是政策主导型机会。中金公司建议，超配两类行业，一是在较弱的宏观背景之下仍能实现增长，且估值相对合理的大消费、大健康相关行业；二是有政策支持或者边际上可能会有变化的偏周期性板块。华融证券认为，投资方向依然是成长与改革，其中改革主要专注于服务业以及制造业升级，国企改革专注于主业转型和供给侧改革。

制图/韩景丰

今年以来申万一级行业涨跌幅



今年以来两融余额走势图（亿元）



数据来源：Wind 制表：张怡

券商认为

明年投资主线：成长+改革

□本报记者 李波

券商对2016年的投资配置建议空前一致，“成长”和“改革”将成为关键词。其中，高端制造、现代服务业、国企改革、“十三五”规划等成为重点配置方向。另外，基于年底震荡市防御需求，蓝筹股短期配置价值提升。

看好新兴产业前景

在改革全面推进的背景下，机构认为成长与改革将是贯穿2016年的投资主线，一致看好新兴产业板块。

华泰证券指出，明年投资方向是“成长”与“改革”。国企改革（包括军工改革）的方向将有两个，一是主业转型，传统行业转新兴；二是供给侧改革，传统行业整合。

兴业证券建议关注四大领域：一是科技股，继续淘金TMT，唯“新”、“炫”不败；二是现代服务业，立足人口结构转变，迎接消费升级新时代，看好传媒、医疗保健、教育、体育、旅游、文化等；三是关注新股相关机会，包括新股、次新股、配置价值受益打新的价值股、中概股回归及海外并购等；四是政策主导型机会，包括新投资（“十三五”规划、智慧城市、新能源汽车等）+国企改革（并购重组）+周期股反弹。

国泰君安表示，坚定长期乐观信念，行业配置侧重成长性：一是高端制造业，如信息技术、生物产业、高端装备、节能环保；二是现代服务业，如大娱乐、大健康、大文化；三是移动信息产业。此外，经济结构转型和对外开放布局勾勒出2016年主题投资的两条清晰主线，着重推荐消费服务升级的“90后”消费、体育、教育、信息经济主题以及自贸区、美丽中国主题。

申万宏源认为，高景气的新兴行业仍是投资布局的最重要方向，强烈推荐高景气的SHAREN组合，即体育、医疗服务、前卫科技、休闲娱乐、教育、新能源。

国海证券也坚定看好新兴成长板块，建议重点关注三大方向：精准医疗、虚拟现实、新材料中的碳纤维和石墨烯。另外，处在市场推广阶段的行业确定性高、爆发性强，建议重点关注四大板块：智慧城市、养老产业、体育产业、互联网金融。

蓝筹配置价值提升

有券商认为，在改革和成长贯穿全年投资主线的同时，蓝筹股仍然具备阶段性的估值修复机会，可成为防御力量。

国泰君安指出，旧常态下，市场往往在施工旺季之前博弈低估值股票的上涨空间。新常态下，市场则需要微观数据的逐步确认，才能够形成明显的风格方向。外部资金价格在2015年下半年已经快速下降，这也会成为“春季大切换”的催化剂。国泰君安预计，未来稳增长路线图有望逐步明晰，增量资金有望在稳增长加力和微观层面验证的带动下出现“切换”。在此期间，应更注重配置业绩基本面逐渐好转的行业及公司，如金融、交运等。

中信建投认为，步入年底收官月份，市场将由前期的稳步上涨转为以调整震荡为主。除了白马成长股之外，有涨价预期、新需求和供给收缩的早周期行业也值得看好。方正证券明确提出，基于防御基调，年底建议超配银行与地产。

另外，华泰证券提出“3511”全攻全守配置策略，即在大力配置成长股的同时，低配蓝筹股防守。具体来看，30%配置制造业升级（其中，机器人10%、无人机5%、新能源汽车5%、新材料10%）；50%配置现代服务业（其中，信息服务业20%、生活服务业15%、医疗服务业10%、财富管理业5%）；10%配置券商；10%配置地方国企改革（关注资产注入型机会）和军工（关注航空航天航海）。当市场的风口发生转向时，充分调整配置的比例，注重板块轮动。

结构性行情料主导后市

□本报记者 徐伟平

业内人士认为，伴随着IPO重启，未来股票供给与增量资金的博弈将影响2016年的结构性行情

华融证券表示，今年上半年牛市最高峰时的两融余额超过2万亿元。从两个通用指标来看：两融余额占流通市值比例为4%-5%，而美国纽交所该比例为1.5%；两融交易占交易额的比例为30%-50%，对比而言，日本股市该比例为20%，中国台湾地区的股市该比例为40%。通过比较，不难发现“杠杆牛”下的A股两融数据比例显著高于其他市场水平。

另一方面，数据显示，此前场外配资活动主要通过恒生公司HOMS系统、上海铭创和同花顺系统接入证券公司进行，三个系统接入的客户资产规模合计近5000亿元。杠杆交易是把“双刃剑”，虽然杠杆无法改变行情的趋势，但加快了行情的节奏——涨时助涨、跌时助跌。

伴随IPO重启，明年市场上股票供给压力将开始凸显。同时，随着人民币国际化和中国资本市场对外开放，未来A股市场将迎来大扩容，股票供给与增量资金的博弈将主导2016年的结构性行情。

兴业证券指出，2016年市场对资金的需求将更为迫切。2015年底IPO已重启，目前排队待审的企业有600多家，按照2015年平均每家融资7.55亿元估计，排队IPO企业融资规模约在4000-5000亿元。此外，证监会7月要求，从即日起6个月内，上市公司控股股东和持股5%以上股东及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持本公司股份。2015年7月至今，上市公司股东合计增持1760亿元，2015年下半年共解禁1.25万亿元，2016年将解禁2.27万亿元，供给压力开始凸显。

从资金供给来看，在实体经济疲弱的环境中，高收益资产稀缺。2015年初至今A股市场的赚钱效应明显，创业板为代表的各种A股指数涨幅也在全球资产配置中遥遥领先，有助于吸引居民继续配置A股。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股市场和债券市场将迎来大扩容。

海通证券表示，人民币加入SDR，A股有望纳入MSCI，新兴市场和全球市场指数中A股权重预计占15.7%和2%，预计2016年资金净流入规模或达3.3万亿元。