

fortune comes true
建设财富生活



财富月报

Fortune Monthly



CCB Principal Asset Management



2016-3

股票市场分析

债券市场分析



股票市场分析

一、市场回顾

2月观点回顾，短期来看，一是各量化指标在市场急跌中纷纷触及极限位置，存在技术性反弹需求。二是外围市场环境略有改善，国内市场悲观情绪逐步释放。三是对反弹高度持以谨慎态度，其持续性需要外部环境共振。四是结构性机会强于指数表现，发掘个股机会。中长期持谨慎态度，有以下几方面需要关注：一是流动性，市场需要加深对央行操作思路的理解，降低宽松预期。二是汇率，当下时间换空间是不得已的选择，信心提振和预期引导都需等待。三是关注供给侧改革推进，经济基本面最终仍需要稳增长和调结构找到平衡点。四是周期波动降低、整体需求低迷的宏观背景下，在更细分的领域发掘基本面有企稳改善的子行业。

2月全球市场表现分化，新兴市场表现相对较好，发达市场受多因素拖累表现弱势。A股市场在最后一周由于资金面担忧引发大跌(2.24及2.26)，回吐此前涨幅。行业整体表现来看，有色、采掘、农业、纺织服装领涨，金融、通信下跌。在2月前期反弹的过程中，表现最强的行业是有色、轻工、农业、纺服、电子，主要集中在周期品强势价格驱动、转型票搏反弹、防御性增加配置三大类。整体风格来看，上证略强于创业板，其中防御性行业（银行、餐饮、家电、农业）、供给侧主题（煤炭、钢铁）、黄金（有色）表现较强。

2月量化指标来看，1) 估值分析来看，创业板估值仍然较高。创业板估值从前期78倍左右回落到75倍，创业板指数估值从55回落到50。历史低位出现在2012年第3季度末期，对应估值30倍。过半行业跌落中枢。部分低估行业可能成为未来经济不确定性反复过程中的避险首选，同时警惕估值陷阱。2) 交易情况来看，市场交易低迷。成交情况和换手率回落显著，充分反应当下市场的低落谨慎情绪。大量筹码并未获得充分换手的情况下，底部盘整的需求较强，或者反弹高度受



限。当下这种交易冷淡的情况下，流通盘缺乏承接能力、极度依赖频繁买卖维持股价的小盘股压力相对更大。3) 从情绪波动来看，风险偏好环比企稳，但没有显著提升。分级基金收益率及交易情况均指示高风险偏好投资者情绪重回下行通道。普通投资者情绪有所缓释，活跃程度回升，新增账户回升，持仓占比企稳；主要是1月急跌后的情绪修复，暂时没有看到风险偏好的显著提升。减持意愿随反弹不断加强，一定程度制约反弹高度；也反应了产业资本信心相对较弱。

从微观结构分析市场，从参与者结构和资金面变化两方面进行分析。从参与者结构来看，1) 公募基金存量规模略有上升。截至2月底全市场所有基金资产净值8.43万亿，环比增加571亿；其中债券型占比8%，股票型占比8%，混合型占比24%，货币型占比59%，结构上无变化。2) 公募仓位变动不大，预估期间曾主动调仓。年初以来数轮下跌中，基金仓位可能并未出现明显降低。从数次上涨来看，基金涨幅与创业板差距拉大、与沪深300接近，可能自1月中下旬开始进行结构调整。3) 私募基金规模增长持续。截至1月底，私募基金管理规模5.3万亿，环比增加5%；二级市场私募基金规模约1.85万亿，环比持续增长。从资金面来看，流出资金变少。1) 资金依然净流出，但流出规模减少；2) 年前11-12月的资金波动仍然受到打新的影响；3) 目前资金情绪是宏观变动的跟随者；重点仍应观察主导变化的基本面因素。



二、市场分析及判断

震荡格局：存在预期差修复的过程

宏观经济方面，国际方面对美国经济的悲观预期可能被修复，客观看待美国经济。此前 PMI 大幅跌落引发经济悲观看法，但是 PMI 数据是企业端信心方面的调研数据，更多反应企业情绪。制造业方面，实际 1 月耐用品订单与出货量均持续反弹，支撑制造业回暖。服务业 PMI 景气，得益于高频数据小时工资反弹，支撑了消费持续性。未来需要关注以下方面，1) 工资、收入的增长能否充分传导、保证消费可持续；2) 制造业自身的复苏存疑，消费向生产的带动效果如何；3) 外溢效应下金融市场波动反制美股，制约程度及联储态度。

国内经济，一是重点关注通胀预期与经济逻辑重回投资框架。PPI 指标可能上行，过去一段时间美元较弱叠加中国信贷刺激需求，对于大宗商品价格有一定提振。我们预计 CPI 维持温和上涨态势。通胀预期回升，建议投资或关注农业与消费品。二是从信贷情况来看，1 月份人民币新增贷款 2.5 万亿，同比多增 1 万亿。商业银行集中在年初投放信贷，存在季节效应。低利率环境放大季节效应，目前央行降息至历史最低水平，商业银行资产收益率不断下行，出于业绩压力，提前投放信贷的意愿显著增强。对信贷数据可持续性的探讨，其实质问题是对宏观调控思路的理解。

宏观调控思路的政策沿革。历年对经济的判断表述来看：2014 年：“增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期”三期叠加的新常态，实行“宏观要稳、微观要活、社会托底”的结构性改革方案，偏重于结构性放权和定向调控，不“大水漫灌”；2015 年：“追求增长的质量”而不是速度，要求通过简政放权等结构性改革措施去产能和去杠杆；2016 年初变更为供给政策和需求政策并重，供给侧注



重长期，需求政策解决短期问题。整体来看，深入推进供给侧改革，同时进行有效需求管理，是比较确定的政府意图，即稳增长与调结构同时进行，并且当前稳增长意愿更强。

财政政策货币化可能是稳增长与调结构的平衡举措。稳增长和调结构有内在诉求的矛盾：主要是因为经济结构转型尚未成功，新的增长点尚未找到，稳增长走老路则会增加无效供给与过剩产能。市场因此对二者能否找到平衡点保留谨慎态度，在宏观调控思路的理解上认为二者互斥，观点比较绝对。但实际上从政策意图来看，结构性财政政策货币化可能成为寻求平衡的举措。财政政策是“动因”，以财政政策主导结构化改革：货币政策在宏观调控方面的本质是一种总量政策，资金的逐利性与自由流动无法保证宽松政策的有效，财政政策在未来可能主导结构化调整与有效需求刺激。



债券市场分析

3月债券市场，短期受到金融数据超预期、基本面预期改善、贬值压力仍在等多重因素影响，长期利率有回调风险。

信用品投资上仍以防控信用风险为首要前提。高等级信用债曲线平坦，走势趋同于利率品，信用利差均处于历史低位。利差可能长期维持在10%分位以下。信用事件频发，市场偏好并未因资金宽松有所提升，低等级信用品信用利差短期难以收敛。

市场展望来看，政策前期刺激效应有待观察，但对基本面预期有一定影响，将在短期内持续影响收益率曲线变陡。流动性问题将成为全年关注重点，也给全年市场带来一定的波动性机会。风险资产（包括转债和长债）需要等待时间窗口。

免责声明：本资讯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，资讯中的信息或所表达的观点并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司不就任何依据本资讯中的任何内容所做出的投资作任何形式的承诺或担保，也不对其可能遭受的损失承担任何形式的责任。本资讯仅供建信基金客户及潜在客户使用。未获得建信基金管理公司事先授权，任何人不得对本资讯中内容进行转载及复制。