

因时而动

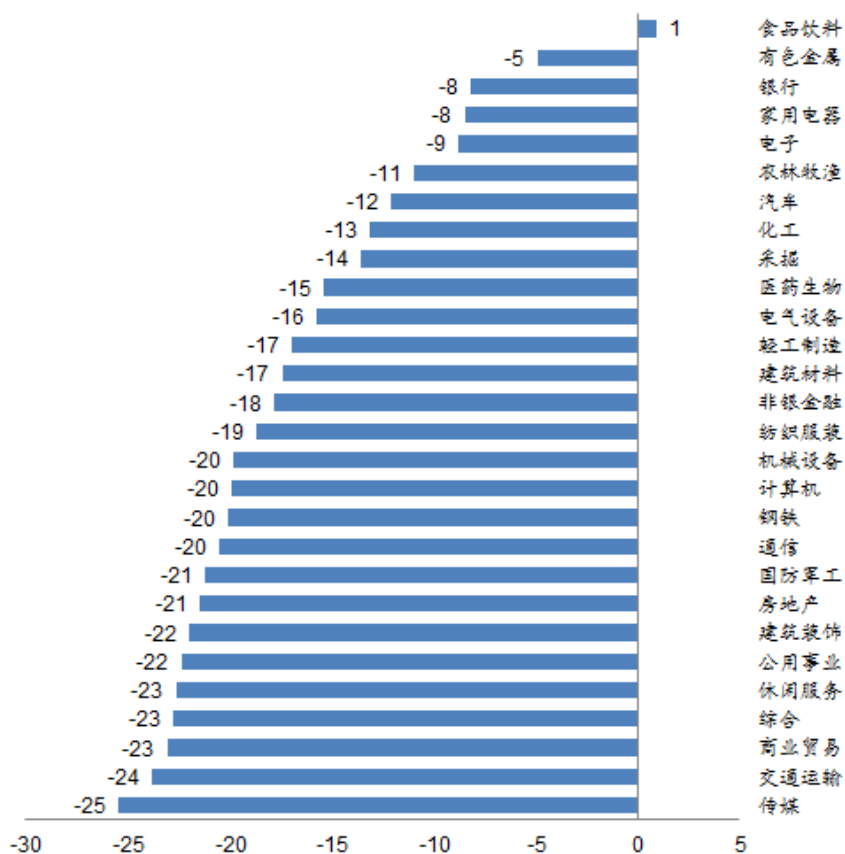
——2016年下半年股票市场投资策略

市场回顾

2016年上半年股票市场跌宕起伏。年初因经济增长预期恶化、人民币汇率波动和机构仓位过高等因素叠加，市场两次熔断。此后随着美联储加息预期的推迟和国内稳增长预期的推动，市场逐步反弹至接近3100点。5月初，权威人士讲话降低了过高的政策刺激预期，周期板块出现明显回落。在度过了英国脱欧、季末资金面等一系列风险事件之后，A股市场在6月开始逐渐活跃。整个上半年，上证综指下跌18%，中小板指下跌19.3%，创业板指下跌19.85%。

分行业来看，上半年市场有三条重要的主线：一是在供给侧改革的需求侧稳增长的双重作用下，以煤炭为代表的大宗商品相关行业异军突起；二是以新能源汽车、电子化学品等为代表的新兴成长主题；三是食品饮料和农林牧渔为代表的消费股，以及以金融为代表的价值股体现出较好的防御价值。

图：2016年上半年各行业涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，统计时间段：2016 年上半年

A 股市场关键变量分析

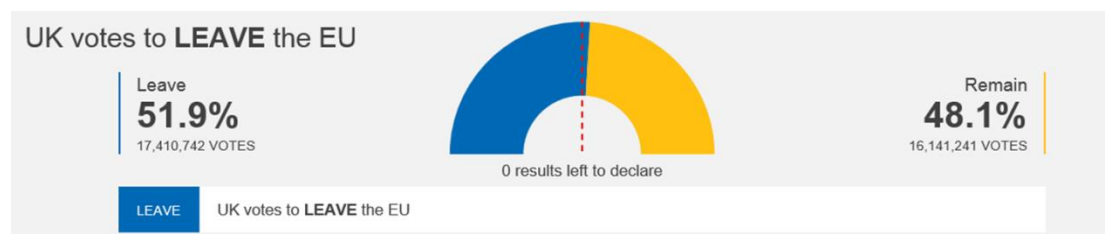
英国公投脱欧加大市场波动

英国公投决定脱离欧盟，超出市场预期。在 4650 万登记选民中有约 3350 万参与投票，投票率 72%。在参与投票的选民中，52%投票脱欧，48%投票留欧，差距不到 4%。从结构来看，英格兰人、农村居民、低学历和中老年是投票支持脱欧的主力，因此深层次的原因是全球化成果的分配不均问题。由于公投前民调显示留欧支持率有所反超，且普遍认为留欧更符合发展趋势，因此全球资本市场都下注在留欧（股市和英镑反弹），最终结果明显超出市场预期。

脱欧公投之后，英国应向欧盟提出退出的意向（这个时间点取决于英国，可能策略性拖延以获取谈判筹码，这也是欧盟敦促英国尽快开始流程的原因）。一旦提出，就将启动相关谈判，谈判时间按规定为两年，若两年未能达成，在欧盟各国同意的情况下可以延长谈判。据此来看，英国脱欧的影响将会长期化。

由于全球经济不确定性加大和美元被动升值，加大了新兴市场汇率的贬值压力。但是，美联储加息的概率进一步下降，年内是否能完成一次加息都存在疑问，为全球风险资产提供了喘息的机会。

图：英国脱欧公投结果

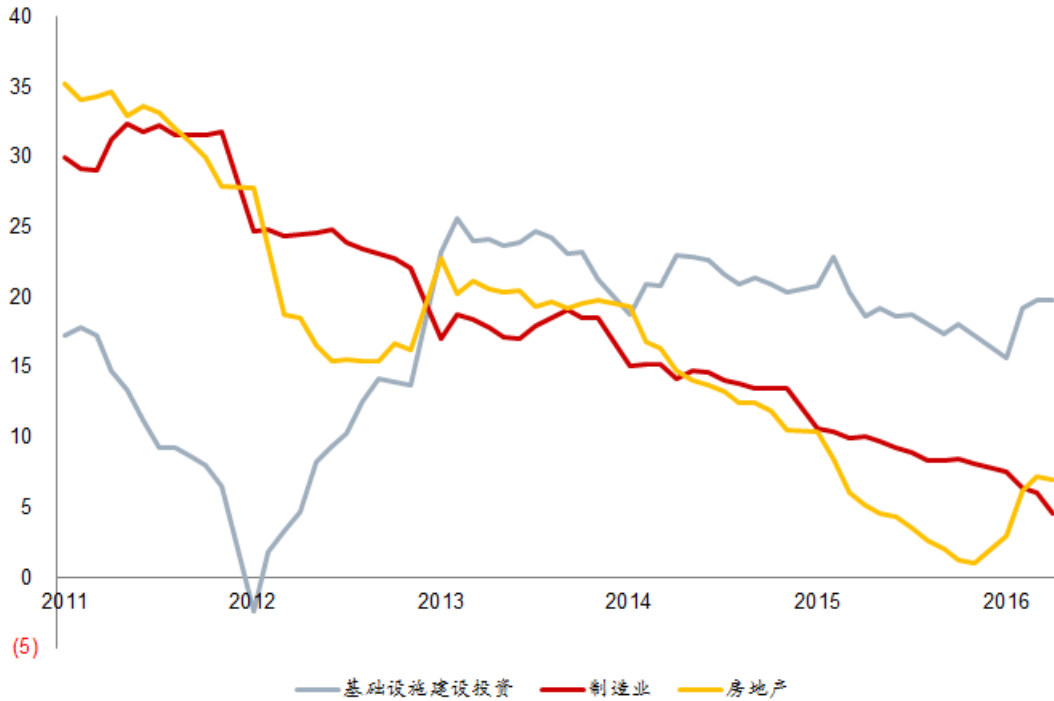


经济下行压力逐步显现

进入二季度，一季度天量信贷和大量项目批复对稳增长的作用逐步减弱，加之英国脱欧使外需的不确定性再次加大，权威人士讲话降低了对国内需求刺激政策的预期，我们认为进入三季度后经济下行压力会重新显现出来。

在总量下行隐忧的同时，结构恶化的趋势也是市场担忧的焦点。从固定资产投资结构中，制造业投资持续下滑。与之相互印证的是，民间投资也出现持续下滑，已逼近于零增长。随着地产投资也在 6 月出现下行的迹象，基建投资独木难支，固定资产投资总体增速后续也存在下行的压力。

图：固定资产投资结构（单位：%）



数据来源：Wind 资讯

监管层加强监管

近期，证监会采取了一系列加强监管的措施：对两家券商和两家律所的违规行为给予处罚；连续对上市公司发出监管问询函；收紧对兼并重组和借壳的监管……我们认为，监管层加强监管是金融政策“脱虚入实”的组成部分，中长期来看无疑有利于资本市场的健康发展，短期会对部分行业和个股产生影响。

A 股市场配置策略

我们认为，三季度前期内外宏观环境相对友好：一是国内增长和通胀下行，政策边际宽松；二是短期无需过分担忧联储加息，时间点最早要到 9 月；三是 G20 峰会前的维稳预期；四是或有的改革政策。

需要关注的敏感时间点：一是 7 月中下旬经济数据出炉和政治局会议，视经济下行压力，确定稳增长力度；二是 9 月 G20 峰会结束、加息预期可能回潮、国内通胀存在回升压力，时间窗口面临关闭。

表：三季度重大事件时间表

时间	事件
7月1日	美国6月就业数据、中国6月PMI
7月15日	中国二季度GDP等经济数据
7月中下旬	二季度政治局会议讨论经济形势
7月26-27日	联储议息会议
7月底	美国民主党全国代表大会
8月1日	中国7月PMI
8月5日	美国7月就业数据
8月12日	中国7月经济数据
9月1日	中国8月PMI
9月2日	美国8月就业数据
9月4-5日	G20杭州峰会
9月13日	中国8月经济数据
9月21日	联储议息会议
下半年	中央金融工作会议

结构上，我们可能积极关注三条主线：一是随着供给侧改革进入落实阶段，叠加阶段性稳增长的效果，PPI 预计将持续回升，年底存在转正的可能性，大宗商品相关行业盈利有望改善；二是成长股的投资要向成长空间大、业绩确定性强或相对比较新颖的子行业或主题龙头集中；三是以食品饮料为代表的消费品和以金融为代表的大盘蓝筹具备配置价值，但需要关注估值水平，在估值区间的相对下沿介入更有安全边际。



地址：深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 28 层
 邮编：518040
 总机：0755-83196666 传真：0755-83196467
 公司网址：www.cmfcchina.com
 电子邮箱：cmf@cmfcchina.com
 客户服务热线：400-887-9555（免长途费）

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意删改。