



# 南方基金2015年四季度 投资策略报告



---

# 南方基金2015年四季度投资策略报告

## ——否极泰来 触底回升

# 南方基金2015年四季度投资策略报告

## ——否极泰来 触底回升

2015年，我国经济社会发展的主要预期目标是：国内生产总值增长7%左右，居民消费价格涨幅3%左右，这意味着强刺激不会出台，但货币宽松趋势不改，未来仍有较大降息、降准空间。这也表明今年将继续重视改革转型，扶持新兴行业发展，实现经济的高质量增长，不片面追求增长速度高低。我国政府主导的一系列改革，如国企改革、土地改革、国防改革等，将给经济结构带来深层次的改变，同时创造出众多的投资机会。

在日前举行的二十国集团(G20)财长和央行行长会议上，中国央行行长周小川指出，目前人民币兑美元汇率已经趋于稳定，股市调整已大致到位，金融市场可望更为稳定。为避免发生系统性风险，中国政府采取了一系列政策措施，包括人民银行通过多个途径向市场提供流动性。中国政府的措施避免了股市断崖式下滑和系统性风险发生。股市调整以来，杠杆率已明显下降，对实体经济也未产生显著影响。李克强总理表示，中国将允许境外央行类机构进入银行间外汇市场，年底前将建成人民币跨境支付系统。

8月全球PMI制造业指数继续分化，发达经济体普遍保持在扩张区间，新兴经济体继续维持在收缩区间并进一步下行。8月新兴市场PMI制造业指数48.6，低于7月的49.1，已经连续5个月维持在收缩区间。在8个主要新兴经济体中，有7个的PMI制造业指数处在收缩区间，有6个的8月PMI制造业指数低于上个月的水平，中国需求弱、大宗商品价格下跌是新兴市场PMI制造业指数普遍疲弱的主要原因。与市场多数预期一致，FOMC会议中美联储选择按兵不动，暂缓加息，并透露出担心短期通胀和海外局势的鸽派信号。但美联储主席耶伦在随后的新闻发布会上，仍然表示预计年底加息，因此没能解决对市场而言最为关键的预期不稳问题。

整体来看，经过两轮大幅下跌，上证指数已跌破年线，跌至3000点附近，将今年以来指数涨幅和整体投资者收益全部抹掉。A股市场去泡沫已经比较彻底，除了小盘股和题材股估值泡沫已经很大外，部分蓝筹股已经跌出价值。可以确认的是，目前低估值蓝筹已经探明了估值底，未来对于市场情绪波动的抵御能力大幅增强。但是短期内估值水平也难以大幅上升，需要等待基本面提供催化剂。

近期国企改革指导意见出台后，辅助性方案有望陆续出台，央企的改革可能加速推进。当前提振经济疲弱态势仍需依靠更为积极的财政政策，后续可能出台更多刺激性财政政策。A股市场基本完成去杠杆过程，场外配资大部分已经主动或被动去杠杆，两融余额已经回到年初起点。当前市场杠杆风险总体可控，不必过度恐慌。当前大盘进入缩量整理、震荡筑底阶段，四季度有望否极泰来，触底回升。投资者可以保持较低仓位耐心等待底部出现，择机加仓业绩增长好的行业和板块，如新能源汽车、医药、食品饮料、中小银行等。

---

本报告所载内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成我公司对所述证券买卖发出买卖要约。报告中的信息均来自于我公司认为可靠的来源，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中所载观点、分析、预测、模型和预期价值仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。除另有说明，报告中所阐述的观点和预测反映我公司于最初发布此报告当日的判断，可在未加通知的情况下进行更改。

这里所述任何投资都包含巨大风险或者并不适用于所有投资者。据此投资的证券价值或收入会有波动，过往业绩不代表未来结果。本报告没有考虑单个投资者投资目标、财务状况或个别需求，客户基于此报告作出任何投资决定前应咨询专业财务顾问。

本报告版权为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登或引用。

## 一、国内经济：经济增速依旧低迷 货币政策保持宽松

2015年，中国经济处于改革转型中的增速下降时期，预计全年GDP在7%左右。针对当前经济状况，中央提出经济“新常态”的概念，即在经济增长方式转变的过程中，旧的增长引擎已经渐渐熄火，而新的经济增长引擎还没有完全启动，经济增长速度必然出现一定的下滑，但增速下降并不意味着增长不如以往，恰恰相反，经济增长方式转变后，新兴产业逐渐替代传统产业成为经济支柱。换言之，不能简单的进行经济增速的比较，“新常态”不同于“旧常态”。我国政府主导的一系列改革，如国企改革、土地改革、国防改革等，将给经济结构带来深层次的改变，同时创造出众多的投资机会。

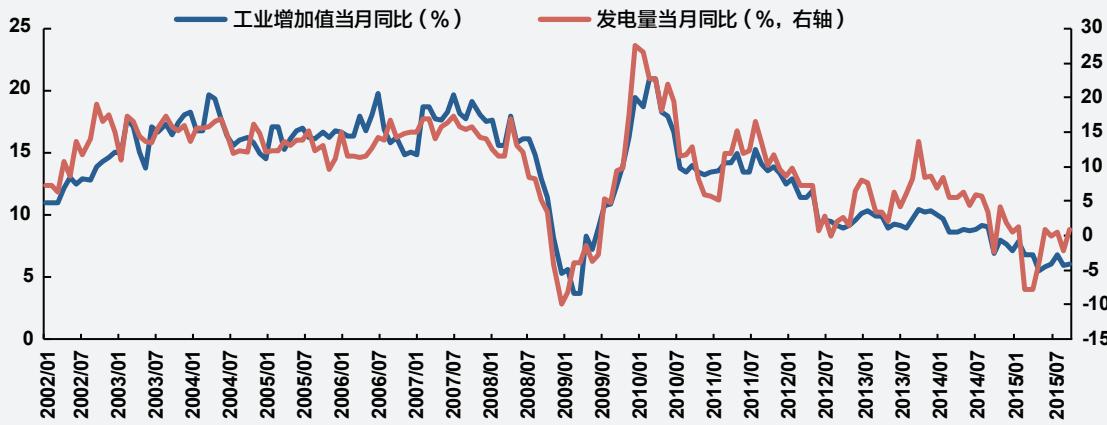
图1：中国GDP增速依然维持在低位运行



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年2季度。

2015年，我国经济社会发展的主要预期目标是：国内生产总值增长7%左右，居民消费价格涨幅3%左右，这意味着强刺激不会出台，但货币宽松趋势不改，未来仍有较大降息、降准空间。这也表明今年将继续重视改革转型，扶持新兴行业发展，实现经济的高质量增长，不片面追求增长速度高低。我国政府主导的一系列改革，如国企改革、土地改革、国防改革等，将给经济结构带来深层次的改变，同时创造出众多的投资机会。

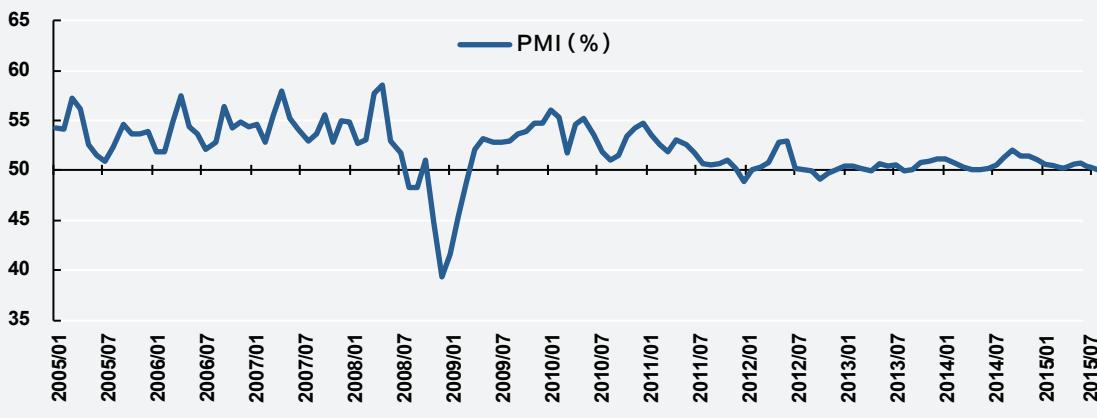
图2：工业增加值和发电量增速持续低迷



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

为了应对当前经济增速低迷的状况，中央可能加大政府投资以提振增长。短期除了财政部提到的中小企业减税、盘活存量资金和推进地方政府债务置换等措施之外，由财政资金牵头的基础设施投资也可能会显著增加。此次财政刺激的规模可能在3年内达到1.2-1.5万亿元，用来补充项目资本金，主要针对发改委已经批复但资本金不足的项目。9月1日国务院下调了部分基础设施投资项目的资本金比例要求，相关项目的加权平均资本金比例可能从原来的接近30%下调至20%-25%。因此，未来3年1.2-1.5万亿元的新增资本金总可能撬动5-7万亿元的基础设施投资。财政刺激带来的投资将主要投向城市基础设施、保障性住房、农业以及交通基础设施项目。

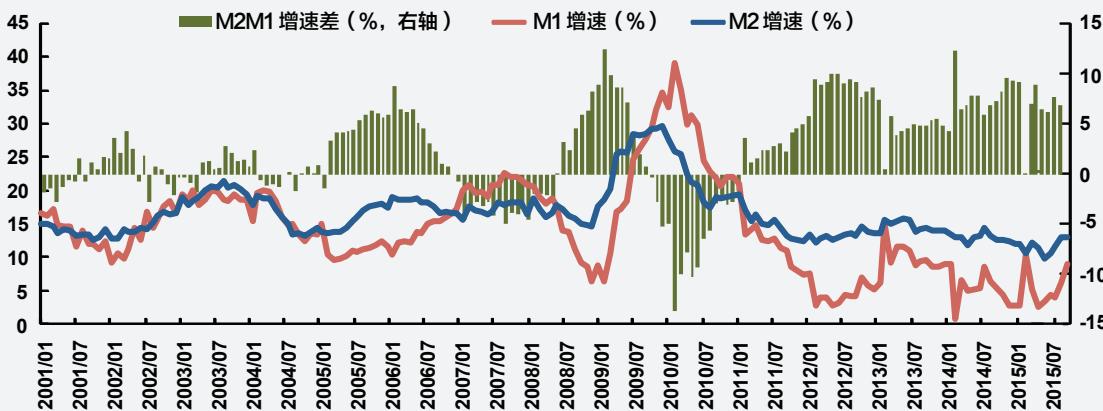
图3：制造业PMI维持在荣枯线附近



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

在日前举行的二十国集团(G20)财长和央行行长会议上，中国央行行长周小川指出，目前人民币兑美元汇率已经趋于稳定，股市调整已大致到位，金融市场可望更为稳定。为避免发生系统性风险，中国政府采取了一系列政策措施，包括人民银行通过多个途径向市场提供流动性。中国政府的措施避免了股市断崖式下滑和系统性风险发生。股市调整以来，杠杆率已明显下降，对实体经济也未产生显著影响。李克强总理表示，中国将允许境外央行类机构进入银行间外汇市场，年底前将建成人民币跨境支付系统。

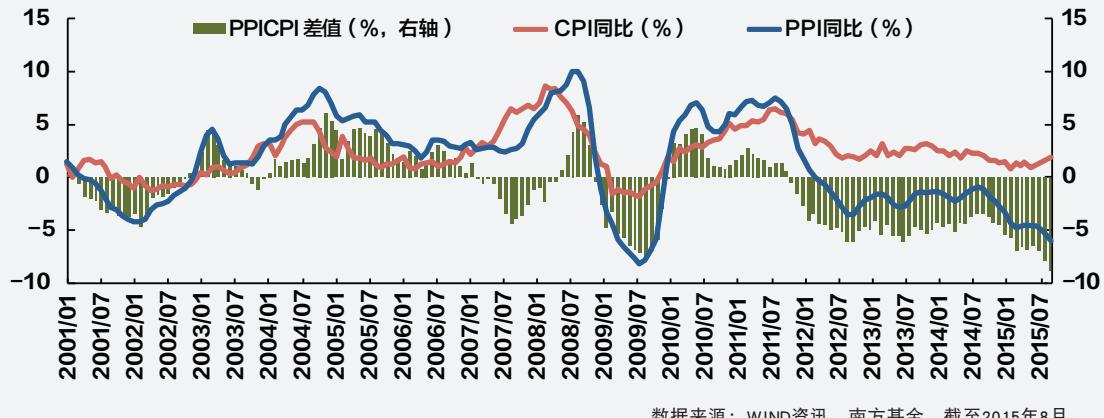
图4：M1、M2增速低迷



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

受市场广泛关注的3万亿地方债置换计划传言，给资本市场带来一剂猛药。财政部新闻发言人表示，报经国务院批准，近期财政部已下达地方存量债务2万亿元置换债券额度，允许地方把一部分到期的高成本债务转换成地方政府债券，政府债券利率一般较低，匡算地方政府一年可减少利息负担500多亿元，这既缓解了部分地方支出压力，也为地方腾出一部分资金用于加大其他支出。地方债务置换本质是以新换旧，使债务久期延长、降低风险，从而有效降低地方政府融资成本。同时，债务置换可以降低银行的坏账率，利好银行板块。债务置换属于财政政策的一种，与欧美日实施的量化宽松（QE）货币政策有本质区别，不应理解为中国版QE。

图5：物价数据显示经济有通缩压力但风险不大



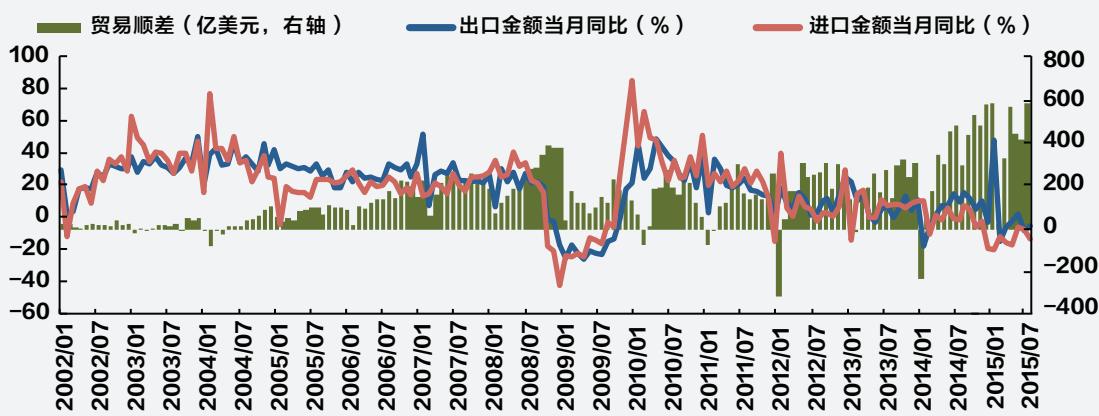
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

8月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.1%，增速较7月份加快0.1个百分点。1-8月份全国固定资产投资（不含农户）338977亿元，同比增长10.9%，比1-7月份回落0.3个百分点；8月社会消费品零售同比增速为10.8%，比上月提高0.3个百分点；环比增速为0.86%，比上月提高0.07个百分点。

对外贸易方面，8月份，我国进出口总值3335.3亿美元，同比下滑9.1%。其中出口1968.8亿美元，同比下跌5.5%；进口1366.5亿美元，同比下滑13.8%；贸易顺差602.4亿美元。

8月份CPI同比增速从7月的1.6%显著上升至2.0%。CPI食品价格显著上涨，非食品价格指数略有下降。8月PPI同比增速从7月的-5.4%跌至-5.9%。由于总需求增长势头放缓，CPI不具备继续大幅上行的动力。考虑到非食品价格指数已停止上涨，预计CPI上涨势头将在2016年1季度达到峰值，目前来看，本轮CPI上涨的峰值应不会高于3%。CPI和PPI的加速分化趋势表明，财政政策需要担起稳增长重任，尤其在对第二产业的扶持上。预计从现在至2016年中，PPI将由于低迷国际商品价格和短期投资偏好的下降而将继续维持在负区间，而CPI很可能受基数效应影响在2016年1季度前继续上行。

图6：近期我国出口增速持续低迷



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

国家统计局数据，1-8月份，全国房地产开发投资61063亿元，同比增长3.5%，增速比1-7月份回落0.8个百分点。1-8月份，全国商品房销售面积同比增长7.2%，增速比1-7月份提高1.1个百分点。1-8月份，房地产开发企业新开工面积同比下降16.8%，降幅与1-7月份持平；土地购置面积下降32.1%，降幅比1-7月份仅扩大0.1个百分点。

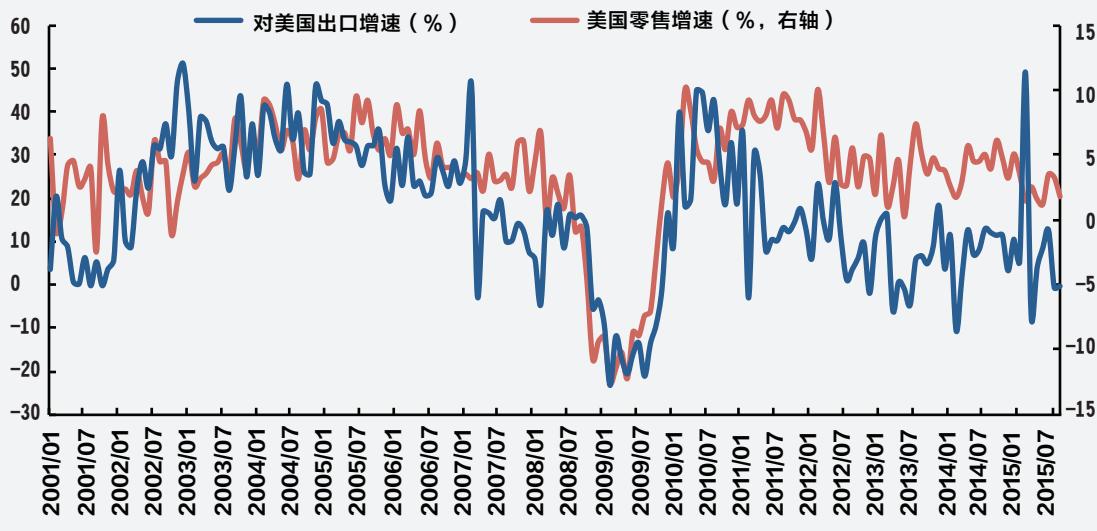
Wind30大中城市成交数据显示，截至2015年9月11日，30个大中城市房地产成交面积累计同比上涨24.23%，相比上周的24.22%基本持平，30个大中城市房地产成交面积月环比上涨4.23%，月同比上涨16.88%，周环比上涨6.9%。

整体来看，中国经济已经从高速增长阶段转入中速增长阶段。这两年，我国增长阶段的转换过程已经开始，东部发达地区的增速均低于全国平均水平。这是潜在增长率的变化，难以通过调控来调高。我们相信，未来十年，我国经济有望保持7%的年均增长率，有效避免陷入“中等收入陷阱”。

## 二、世界经济：美国经济温和复苏 欧洲经济依然疲弱

海外方面，与市场多数预期一致，FOMC会议中美联储选择按兵不动，暂缓加息，并透露出担心短期通胀和海外局势的鸽派信号。但美联储主席耶伦在随后的新闻发布会上，仍然表示预计年底加息，因此没能解决对市场而言最为关键的预期不稳问题。

图7：我国对美国出口有所回升



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

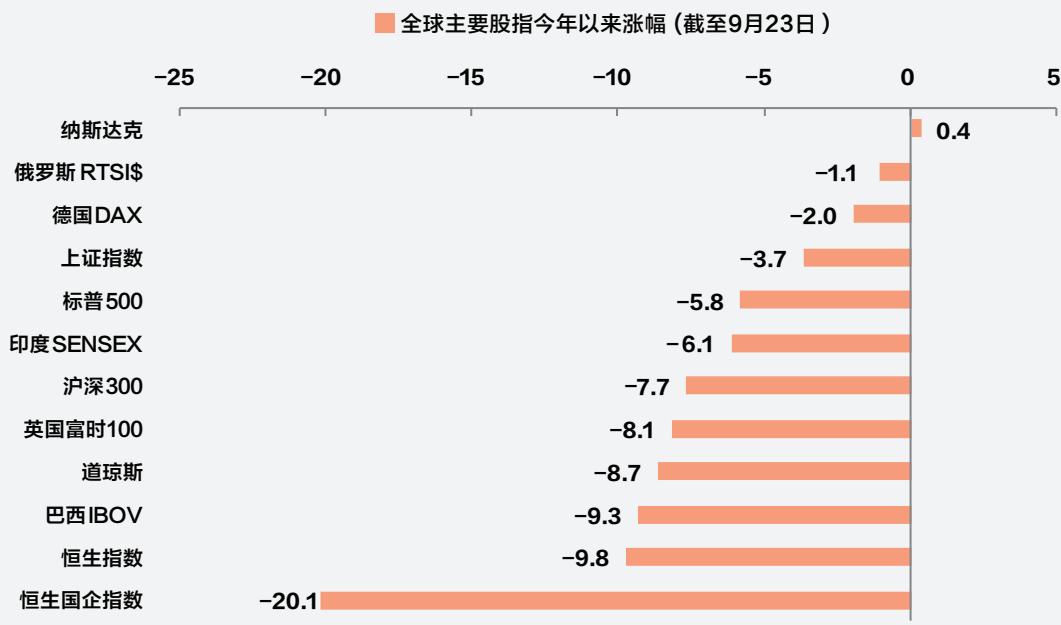
习主席受美国总统奥巴马邀请于9月22日前往美国访问，中国和美国作为合计占全球GDP超过40%的两个最大的经济体，最高领导人的会面广受关注。当前美国已经基本摆脱金融危机的影响，经济逐步恢复、货币政策处于结束超级宽松态势的拐点之上。中国近年经济绝对增速不低，但相对往年增速持续下降，而增长可持续性面临较大质疑。在人民币一次性贬值后，人民币贬值的预期持续存在，外汇储备外流明显。

美国劳工部公布数据，美国8月生产者物价指数(年率)为-0.8%，前值为-0.8%，环比零增长；美国8月出口物价指数(月率)为-1.4%，低于预期，前值为-0.2%；美国商务部数据，美国7月批发库存(月率)为-0.1%，低于预期，前值为0.7%；密歇根大学数据，美国9月密歇根大学现况指数初值为100.3，低于预期，前值为105.1。美国9月密歇根大学消费者信心指数初值85.7，创2014年9月份以来新低。

日本：日本内阁府数据，日本第二季度实际GDP修正值(季率)为-0.3%，高于预期，前值为-0.4%。日本央行公布，日本8月国内企业商品物价指数(年率)为-3.6%，低于预期，前值为-3%；日本财务省数据，日本7月季调后经常帐为13218亿日元，高于预期，前值为13003亿日元。

欧元区：欧盟统计局数据，欧元区第二季度GDP修正值(季率)为0.4%，高于预期，前值为0.3%；欧元区第二季度GDP修正值(年率)为1.5%，高于预期，前值为1.2%；Sentix公司数据，欧元区9月Sentix投资者信心指数为13.6，低于预期，前值为18.4。

图8：全球主要股指今年以来涨幅



### 三、投资策略：耐心等待底部出现 择机加仓绩优股

时隔七年之后，沪指再次站上5000点，之后不久即出现快速大幅回调，强迫投资者去杠杆。去杠杆引发“连锁反应”，最终演化为股灾，多次出现多个股集体跌停的状况。针对市场出现的情况，央行表示给予A股市场无限流动性支持，向市场注入流动性，彻底改变了市场单边下跌的趋势，提振了多头的信心。

图9：A股整体估值水平大幅下降



整体来看，经过两轮大幅下跌，上证指数已跌破年线，跌至3000点附近，将今年以来指数涨幅和整体投资者收益全部抹掉。A股市场去泡沫已经比较彻底，除了小盘股和题材股估值泡沫已经很大外，部分蓝筹股已经跌出价值。可以确认的是，目前低估值蓝筹已经探明了估值底，未来对于市场情绪波动的抵御能力大幅增强。但是短期内估值水平也难以大幅上升，需要等待基本面提供催化剂。

图10：AH股溢价指数大幅上升



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年9月21日。

近期国企改革指导意见出台后，辅助性方案有望陆续出台，央企的改革可能加速推进。当前提振经济疲弱态势仍需依靠更为积极的财政政策，后续可能出台更多刺激性财政政策。A股市场基本完成去杠杆过程，场外配资大部分已经主动或被动去杠杆，两融余额已经回到年初起点。当前市场杠杆风险总体可控，不必过度恐慌。当前大盘进入缩量整理、震荡筑底阶段，四季度有望否极泰来，触底回升。投资者可以保持较低仓位耐心等待底部出现，择机加仓业绩增长好的行业和板块，如新能源汽车、医药、食品饮料、中小银行等。

#### 四、宏观经济-GDP与整体经济形势

2015年GDP增速目标下调到7%，为改革转型预留空间。



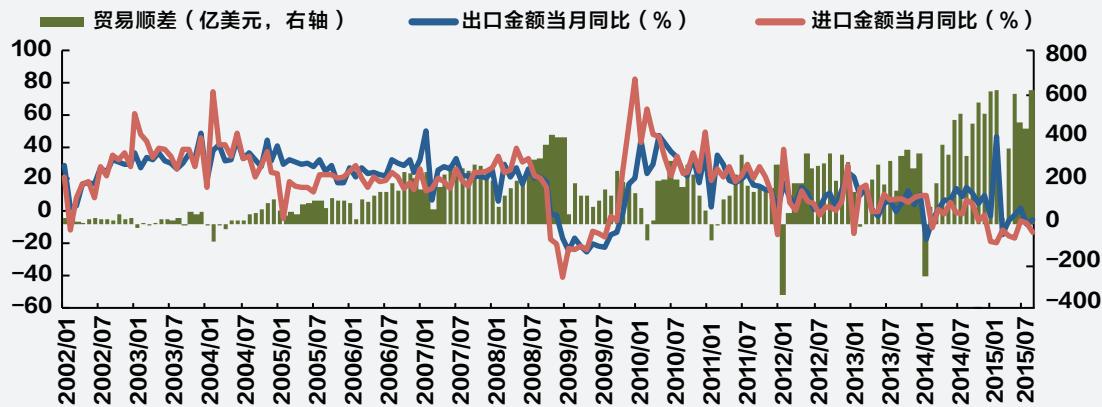
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年2季度。

我国工业增加值和发电量月度数据持续走低，稳增长压力较大。



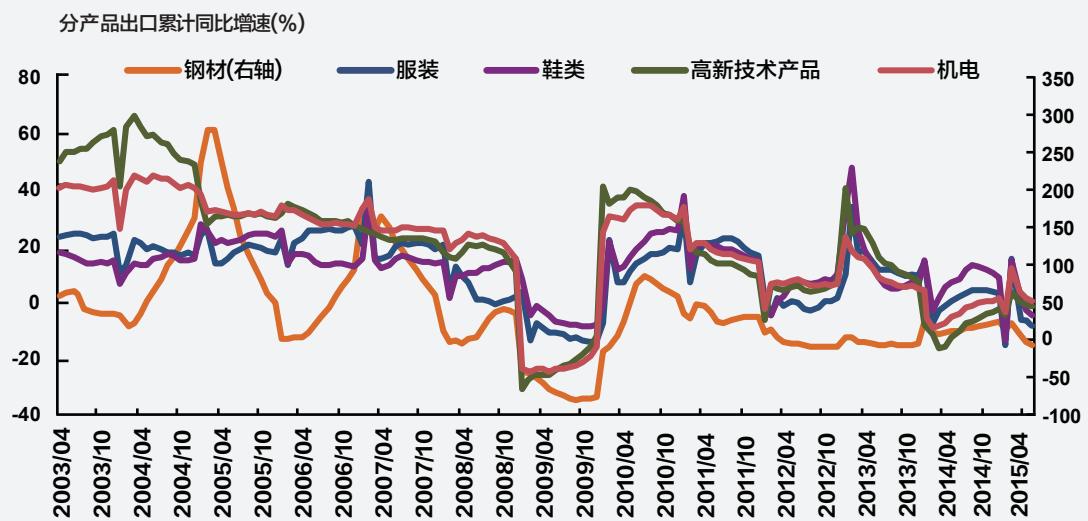
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

我国出口增速略有回升，但仍然较为低迷。



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

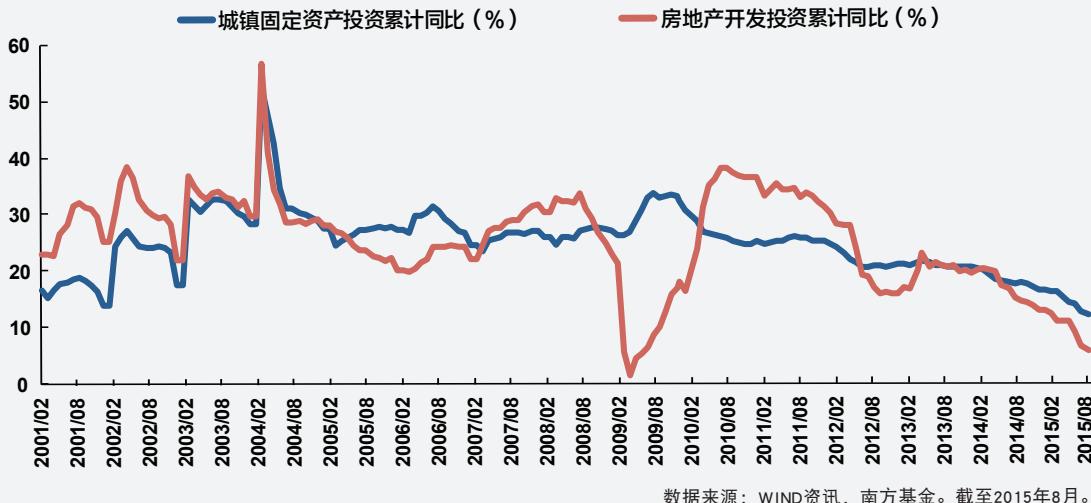
新兴市场资金外流冲击风波暂时过去需求回升，叠加受益欧美复苏，我国各项出口产品增速有所回升。



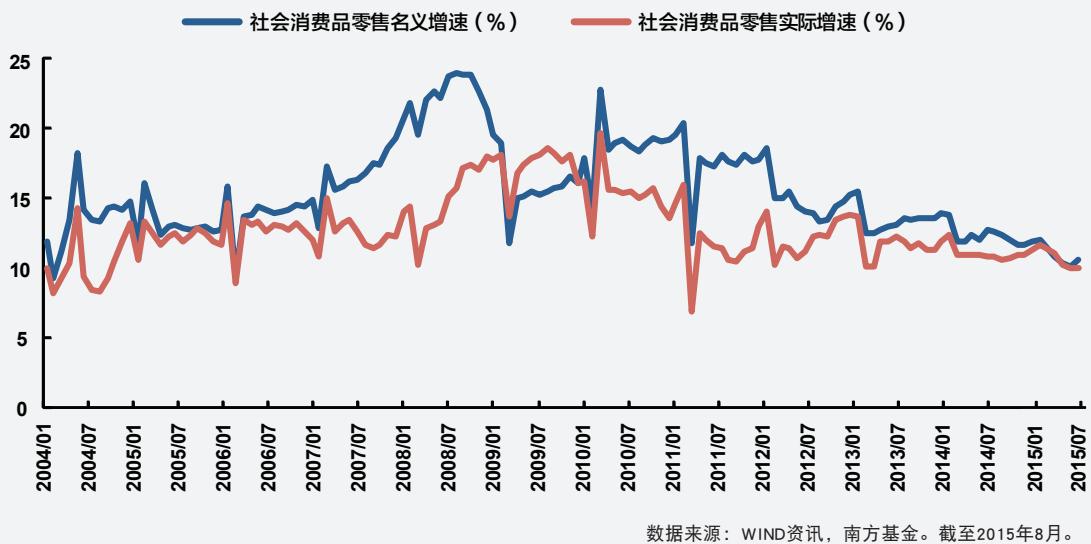
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

#### 四、宏观经济-投资与消费

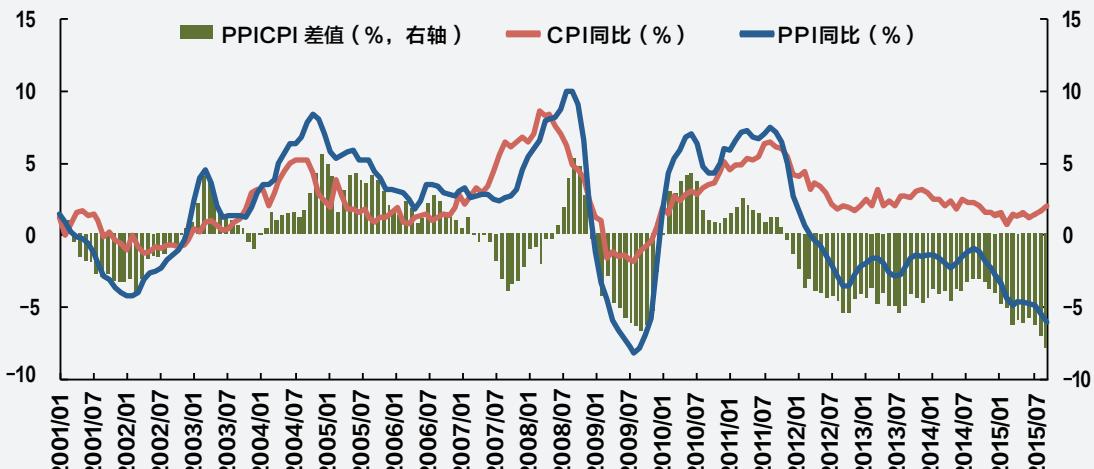
我国城镇固定资产投资同比增长继续放缓。其中，房地产开发投资完成额增速大幅回落是主要原因。



我国社会消费品零售总额名义同比增长和实际增速均出现一定下滑。

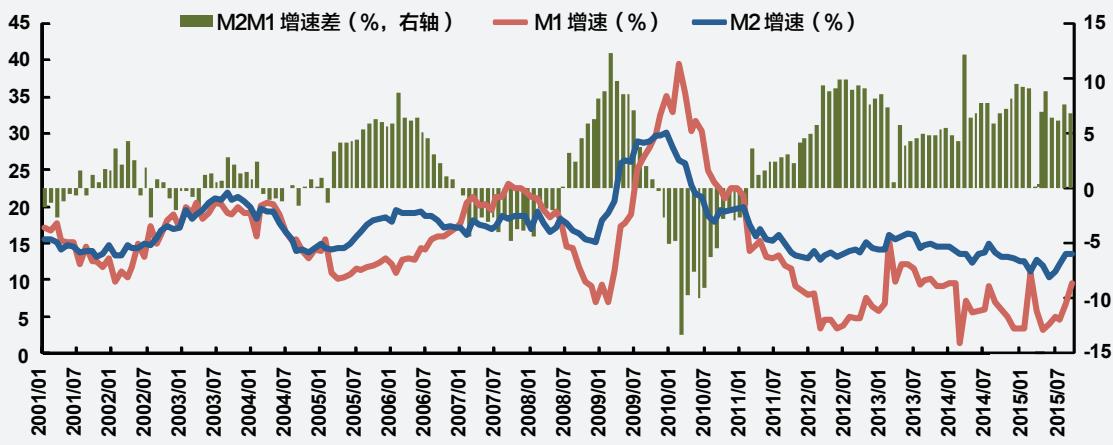


我国CPI回落至1%附近，经济通缩压力增加，而PPI受大宗商品价格暴跌的影响出现连续负增长。



数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

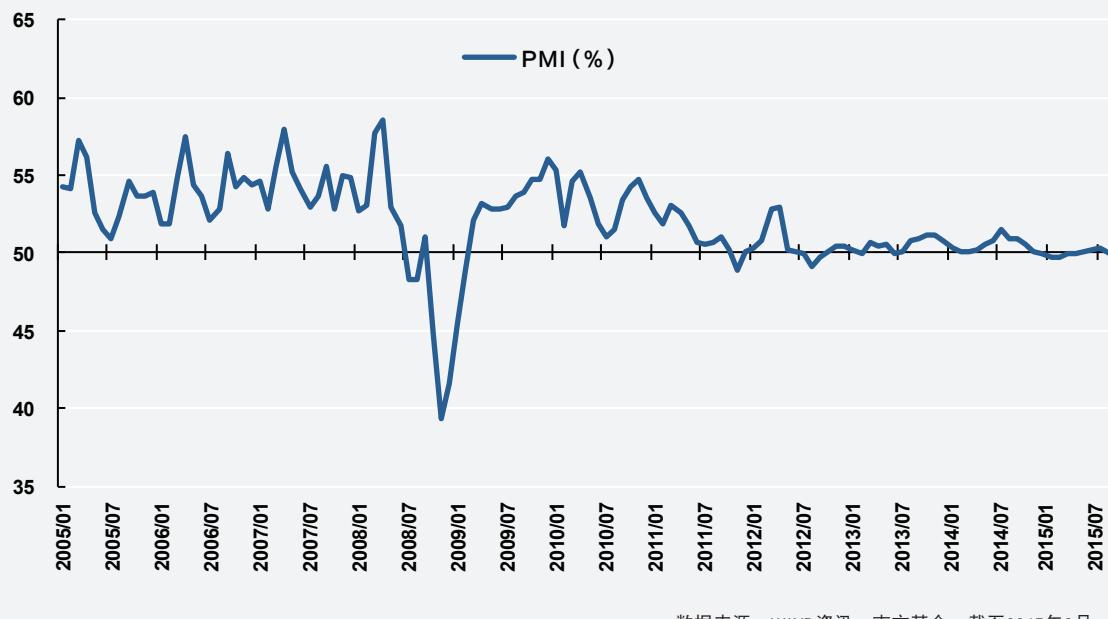
M1M2增速仍较低，但货币政策会保持相对宽松。



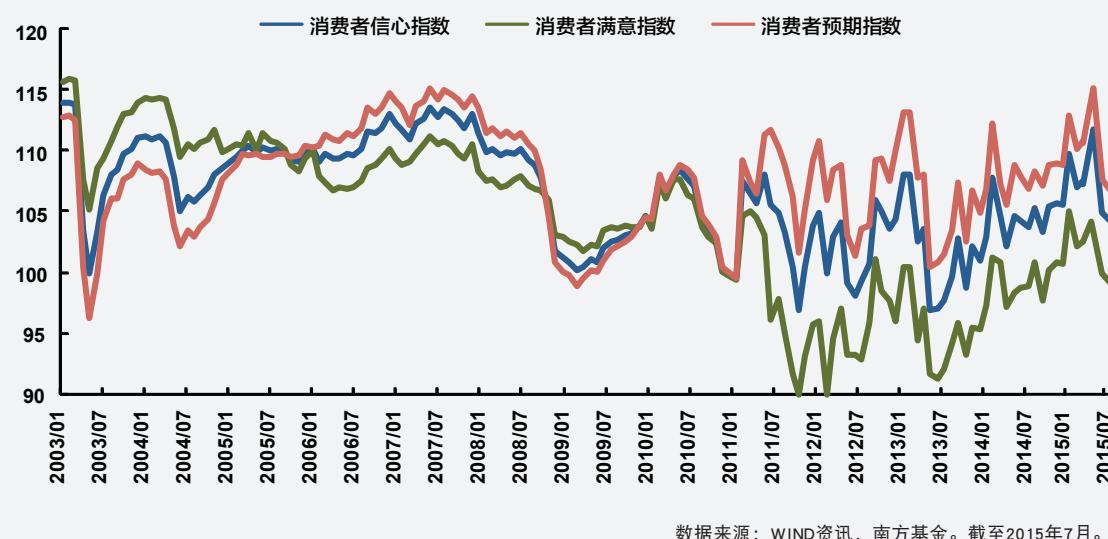
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

#### 四、宏观经济-其他数据

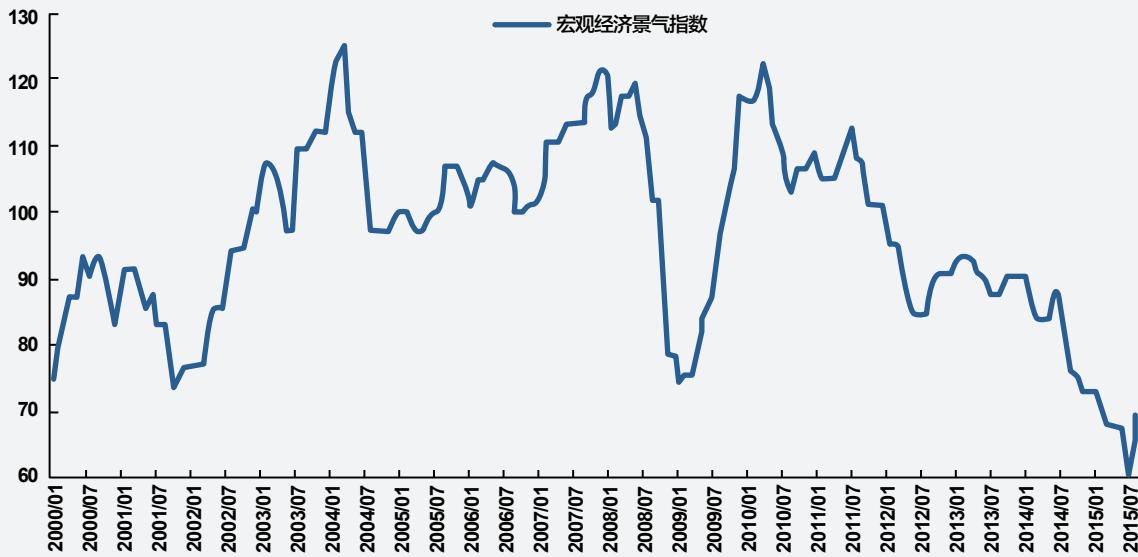
我国PMI在荣枯线附近，表明未来三个月经济增速依旧维持在较低水平。



消费者信心、预期、满意三个指数均出现了不同程度的改善。

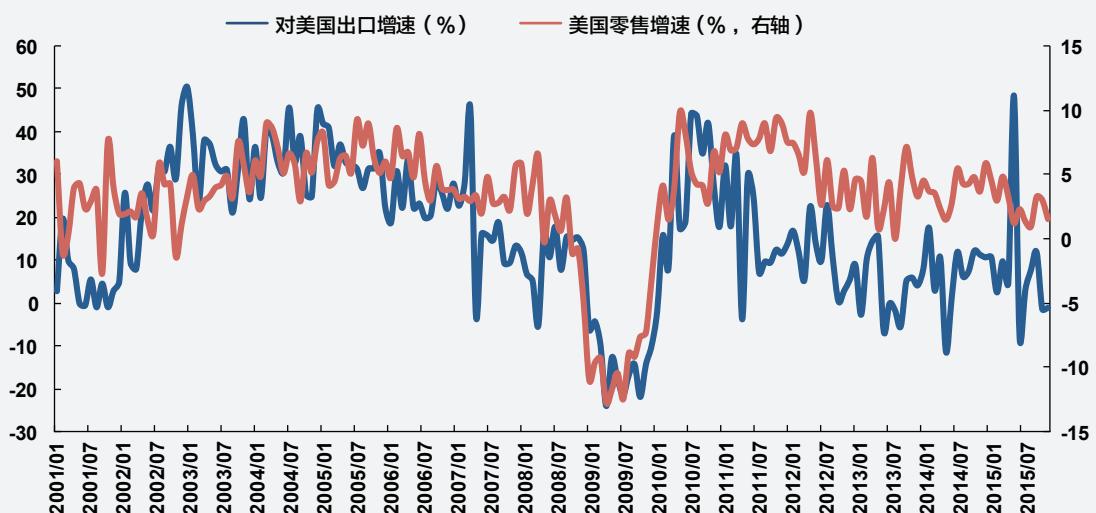


我国宏观经济景气指数继续下降。



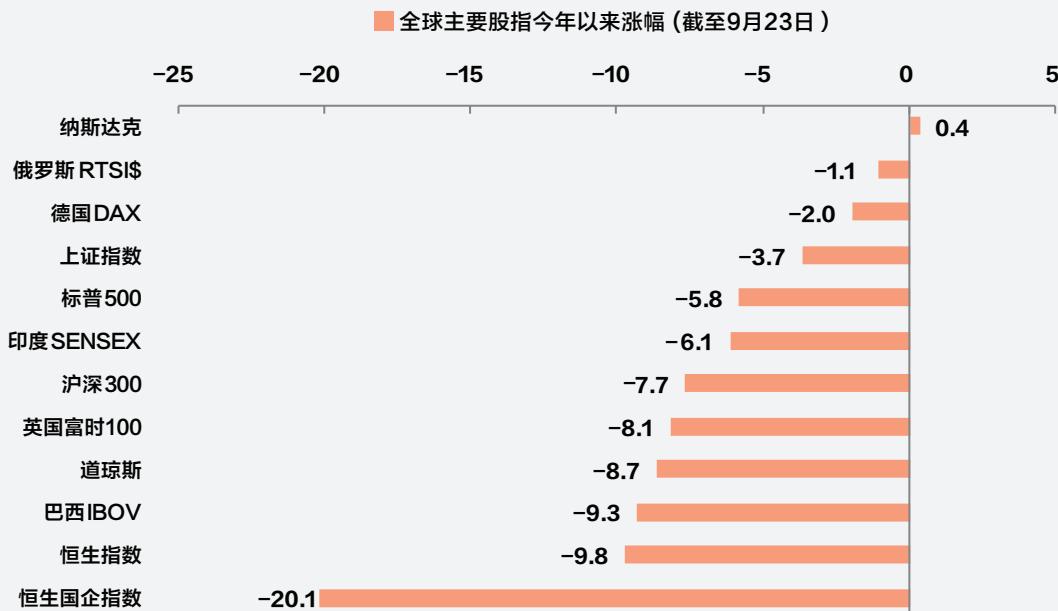
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年7月。

中国对美出口与美国经济密切相关，但拉动效应在变弱。近期美国经济回暖，利好我国对美出口。



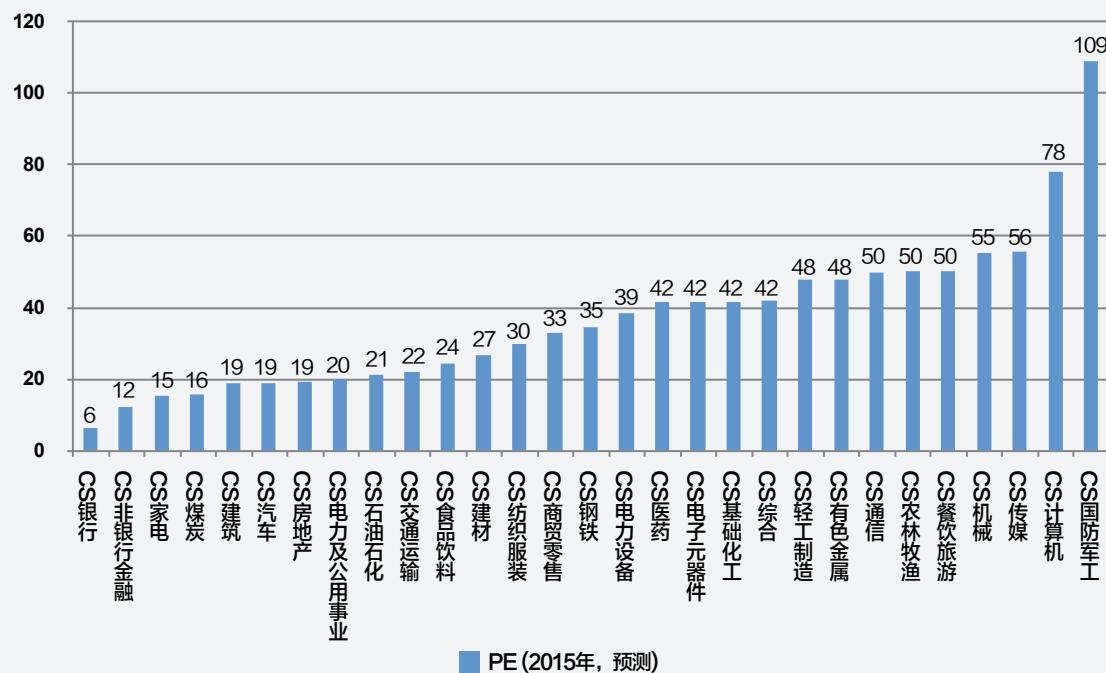
数据来源：WIND资讯，南方基金。截至2015年8月。

## 五、证券市场-全球市场表现

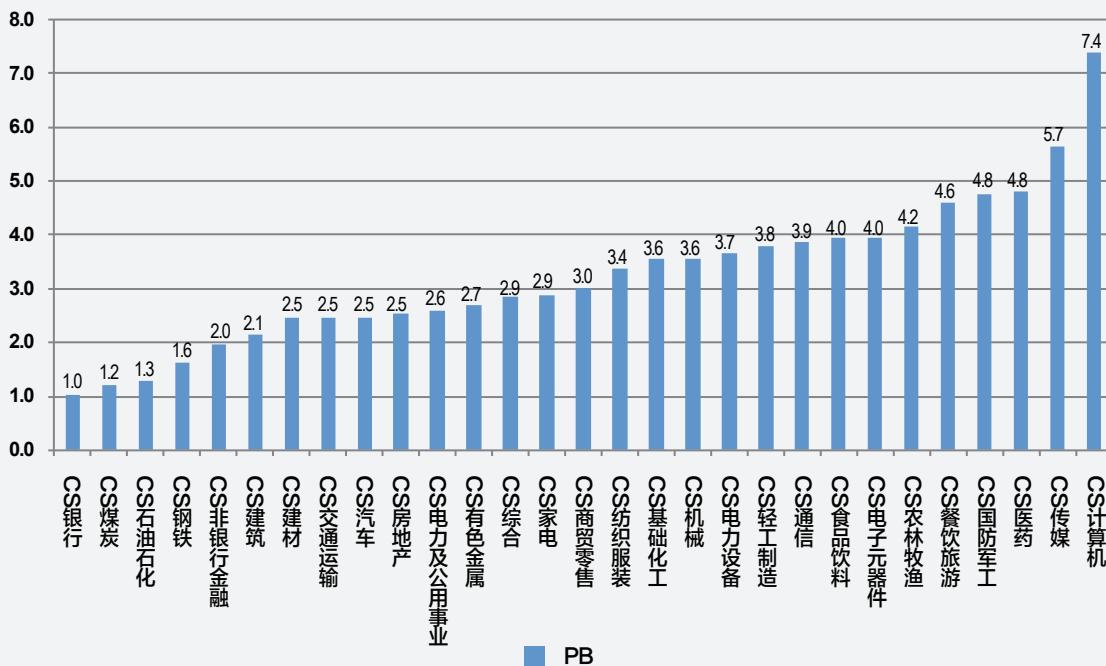


数据来源：Bloomberg，南方基金。

五、证券市场-各行业相对估值情况（中信行业，截至9月23日）：



数据来源：WIND资讯，南方基金。



数据来源：WIND资讯，南方基金。



我是“南方基金”公众号

有人关注我就离不开我，因为资本市场  
最新热点我“包”了

如果您问我还有什么功能，我会告诉您，  
**基金申赎、转换、开户、交易查询**  
等等，我也“包”了

关注我吧！让我做您的随身理财管家！



关注方法

打开微信，如右图所示，点击右上角的“+”  
再点击“扫一扫”，扫描上图，完成扫描后  
点击关注按钮即可



稳·见未来 纲·优生活

 **南方基金管理有限公司**  
CHINA SOUTHERN ASSET MANAGEMENT CO., LTD.

地址：深圳市福华一路六号免税商务大厦22,31-33层

电话：0755-82763888 传真：0755-82763889

邮编：518048

客服电话：400-889-8899

网址：[www.nffund.com](http://www.nffund.com)