

东源嘉盈 2016 年四季度展望及投资策略

3 季度回顾

3 季度，经济基本面可能比股市更乐观。

3 季股市经历了两轮“快速上涨→持续下跌”的过程，但从形态上来看，每次下跌均未创出新低，总体上延续了震荡上行的态势，只是波动率随着成交额的萎缩而显著收窄。

此前国家队救市资金如何退出、何时退出等因素已不再引人瞩目，IPO 提速、大股东减持构成导致当前弱市的重要原因，但更关键的长期因素，可能是监管趋严、赚钱效应减退，影响了市场上的投机情绪，后者一贯是直接驱动市场振荡的边际力量——如果猜测属实，那么当前的弱市震荡，很可能只是市场内在逻辑嬗变的阵痛。

长期来看，严厉的监管，是构筑健康资本市场的基石，是可持续牛市的前提，换言之，没有严厉的监管，牛短熊长是常态；有了严厉的监管，牛长熊短才有实现的可能。

回归经济基本面，8 月份新增信贷数据出台，房地产一枝独秀，加上近期地王频出，业内普遍解读为实业凋零，人们转而投资房地产等虚拟经济，颇有点“待到秋来九月八，我花开后百花杀”的味道，我们对此的看法是不要盲目悲观，经济基本面可能比股市更乐观，主要基于下述细节：

- 1、**PPP 增长迅猛，央企、大型地方国企正在取代地方财政，成为经济增长新引擎。**长期来看，国内仍有巨大的基建缺口，而自 2、3 季度以来，央企领衔，PPP 项目总投资规模迅猛增长，未来即使出台全面、严厉的房地产调控、地方财政哑火，宏观经济增长也有了新的接力者。事实上，对于房地产，政策调控改变的，更多是节奏而非趋势，其间的弹性非常大。
- 2、**宏观经济不是死水一潭，不同地区、不同产业的此消彼长，更多反映了新旧增长动力的更替，而非全面衰退的绝望。**区域经济层面，衰退如东三省者有之，触底反弹如山西等资源大省者有之，经济结构向好、增速领先全国如重庆、江苏等省市者亦有之。产业层面，房价高涨、房地产如日中天，固然令其它产业黯然失色，但若屏蔽了房地产，新能源、环保等战略新兴产业却也不乏亮点，这些产业真正代表了未来，当前的问题，更多还是新兴产业不能完全填补传统产业增长下滑带来的增量缺口。
- 3、**传统产业还处于成熟期、未到衰退期。**三季度，煤钢去产能政策见效，煤钢价格显著上涨，以此为代表，借助政策带来的供给紧缩，传统产业正在走出债务滚雪球的恶性循环。长期来看，人口城镇化率的上升空间，意味着巨大的市场需求，传统产业应该只是到了成熟期，行业增长停滞、出现阶段调整，还远未到产能、产值持续萎缩的衰退阶段。在这样的大周期背景下，叠加供给收缩、财务改善的小周期，以及以推广钢结构建筑为代表的产业升级中周期，传统产业的基本面风险大体可控，经济继续下行的空间不大。
- 4、**经济弱复苏，而政府犹有余力。**在多重因素的共同作用下，8 月份工业企业利润、发电量等指标有了显著改善，叠加房地产热销，系统性金融风险正在缓慢消解，更者政府仍未尽全力，将来即便经济复苏再现波折，也还有余力补救。

4 季度展望

回顾 3 季度，我们不悲观，展望 4 季度，我们也不要盲目乐观。

罗马不是一天建成的，当前的基本面有转机、有变化，但很难说已度过拐点、前途坦荡。毕竟国内、国外需求仍然疲弱，在这样的市场环境中，规模化现代生产很难保证持续、良好的利润回报，为股市提供更坚实的价值支撑。

在博弈层面，监管日趋完善和严厉、IPO 提速、赚钱效应减退等等导致当前的弱市震荡，更远一点，注册制是挥之不去的“乌云”，在此背景下，博弈也只能是“螺蛳壳里做道场”，于方寸间腾挪。虽然如此，乌云的背后，是阳光灿烂。如果说当前的弱市是妊娠期的阵痛，那么注册制就是十月临盆，剧痛之后将是新生，届时我们可能会经历类似美股的长期慢牛，但在此之前，都要耐心、小心。

综上，4 季度大概率会维持震荡行情，不太可能出现重大突破，从已知的重大事件来看，阶段性机会可能集中在 10 月，最晚可至 11 月第一周，这一时段有下述几重因素：

- 1、10 月 1 日，人民币正式加入 SDR，美联储进入政策空窗期。
- 2、投资者在节后习惯性地回归市场。
- 3、10 月解禁股数量环比显著下降。
- 4、上市公司披露 3 季报，从 7、8 月宏观数据来看，3 季度整体业绩大概率环比改善。

11 月 8 日美国大选前后，股市可能进入下半场。年初我们曾判断，A 股中小创估值调整、美股自高位下行，是今年重要的风险点。时至今日，A 股中小创估值调整以一种更温和的形态出现，这也意味着风险的消解进程被拉长，与之同时，美股却创出了历史新高——我们相信，美股调整的风险并未有效化解，还在不断积聚，何时爆发、以何种形态爆发，只能留待时间给出答案，就近期而言，下述因素都可能构成调整的诱因：

- 1、美国国会强行通过 911 法案，为美国公民及机构起诉沙特政府开了绿灯，可能导致沙特抛售在美资产，在市场普遍预期联储加息逼近的情况下，该事件的影响有可能放大，从而导致市场利率上行，使市场领先于美联储加息。
- 2、美国大选，特朗普胜出。这并非不可能，特朗普的优势在于求新求变，而这正是政坛老将希拉里的劣势，更何况民主党执政 8 年，并未带来民众渴望的改变。
- 3、美联储加息，这是确定性很强的已知风险。

除了美股可能调整这一外围风险，4 季度，A 股自身可能还要面对下述问题：

- 1、人民币加入 SDR 后，汇率何去何从，或将再度扰动 A 股。
- 2、房价高涨，一业兴而百业凋零，最终招致大面积的房地产政策调整——这一因素以中央政府发力为前提。
- 3、进入 4 季度，以新能源补贴为代表，可能看到一些新兴产业扶持政策的陆续退潮，诱发中小创的新一轮调整。
- 4、深港通开通，鉴于沪港通并未满负荷运行，深港通应该影响有限。

4 季度策略

综上，10 月我们可能相对乐观，主要结合企业基本面，把握阶段性机会，进入 11 月，我们会重归谨慎。