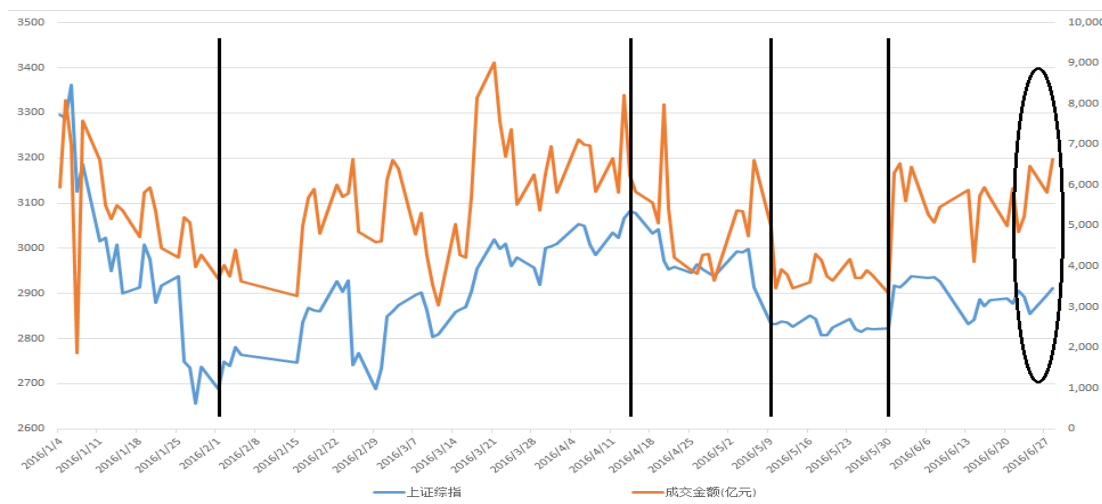


东源嘉盈 2016 年三季度展望及投资策略

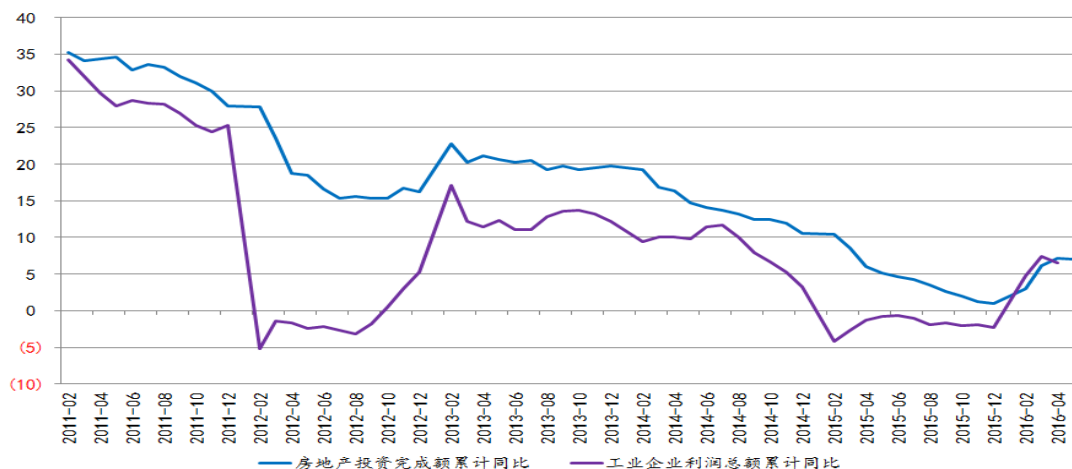
上半年回顾

上半年股市大致分为 5 段：

- ①、1 月，股指熔断触发 A 股快速下跌，最大跌幅逾 20%，两市成交一路下滑；
- ②、2 月初至 4 月 15 日，震荡走高、涨幅 15%，日成交额剧烈变化，最低 3037 亿，最高 9024 亿；
- ③、4 月 16 日至 5 月 9 日，震荡走低，跌幅 8%，成交一度冲高至 6600 亿，但迅速回落；
- ④、5 月 10 日至 5 月 30 日，底部特征显现，低位、地量、窄幅振荡，上证综指最高 2850、最低 2806，两市日成交额大体维持 3、4 千亿的地量；
- ⑤、5 月 31 日至今，冲高、震荡、成交稳定在 5000 亿上方，而在英国脱欧公投后，出现了再度向上突破的迹象，此外，在人民币连贬数日、幅度堪比 8-11 汇改的同时，股市出现了量价齐升的情形。



上半年，受二线城市房地产市场活跃的影响，国内的宏观经济经历了一波为期 3 个月的反弹，但从最新数据来看，反弹趋势可能已经中止，预期下半年经济增长稳定，增速可能小幅下滑，但有政策托底，不太可能爆发硬着陆的风险。



我们认为，当前的宏观背景可概述如下：发达国家集体老龄化并面临严重的债务问题，

消费下滑，导致新兴经济体经济陷入困境，全球需求进一步下滑；上一轮技术革命（信息技术）达到了阶段性顶点，对经济的推动作用减弱，而新一轮的技术革命（新能源、物联网、工业 4.0、大数据）还在酝酿中，缺乏有力的经济增长点。

在此背景下，中、美都只能相对较好，很难一骑绝尘。中国有完备的工业体系、庞大的本地市场、充裕的金融/智力资本、稳定的政治/经济/社会秩序、以及相当大的人口城镇化空间，相比其它大型经济体，日子可能会不太糟，更有可能率先复苏。

改革方面，上半年，我们看到了简政放权，看到了煤钢去产能，看到了电力体制改革，更看到了农村土地制度改革——这是堪比英国圈地运动、美国南北战争的变革，虽然波澜不惊，但绝非没有意义。

上半年，估值方面，中小板、创业板估值仍处于全球高位，估值调整应该还未到位。盈利方面，上游煤钢去产能、油价上涨，自身盈利改善的同时，也在推升中下游成本，而终端需求乏力，会继续制约中下游收入、盈利增长，进而制约上游的提价空间、大盘指数的上行空间。

3 季度展望

2 季度末英国公投脱欧，是重大的历史事件，标志着已持续了二十多年的全球化进程正在面临一个拐点，但辩证地看，否定之否定本就是社会发展的规律，全球化无法逆转，世界也不可能步入新“铁幕时代”，无论在东欧、中东、东南亚还是东亚。

英国脱欧，是对全球政治、经济的一次全方位冲击，是全球资本市场驱动因素的一次新老划断，究竟影响几何，只有时间能给出完整的答案。泛泛而言，资本市场动荡会影响到实体经济的融资、收益预期等等，进而压制实业投资、延缓经济复苏的步伐——欧盟固然首当其冲，作为全球工厂的中国亦不能身事外。

但危机危机，危中有机，欧盟未必不能就此重整旗鼓、加速一体化，中国更不会束手以待、坐看风险酝酿。事实上，自英国公投前一周起，人民银行通过公开市场操作，两周累计净投放了 5150 亿，公投后三个交易日内累计净投放了 2300 亿——当然，这也在一定程度上降低了近期降息降准的可能性。

我们相信，央行公开市场操作，只是中国政府整套组合拳的一小部分。在“供给侧改革”目标下，推动传统产业升级、稳妥去产能及降本增效，吸引国内、国际资本流入战略新兴产业，才是政策的核心目标——产业政策应该在政策体系中占据核心地位，外围风险激荡，则有可能加速此类政策的推出——或许从 3 季度开始，我们就有可能看到更多外科手术式的，财、税、法、规配套的产业政策出台。

回到股市，除了 1 月的大跌，春节以来，A 股大体处于震荡市中，上行下行，区别并不大。更长一点看，股灾以来 A 股已经历了三波大调整，当前上证综指在 2930 附近，较牛市启动前（2054，2014-07-21）上涨 43%，较牛市高点（5178，2016-06-12）下跌也是 43%，而较熊市低点（2638，2016-02-29）涨了 11%，处在相对安全的点位，此时作决策，或许应该采用底部思维：乐观，但依旧谨慎。

3 季度策略

在综合宏观经济、估值、重大事件等多方因素后，我们认为，3 季度 A 股市场仍以震荡性、结构性行情为主，而把握结构性行情要看准（基本面），把握震荡性行情要踏准（市场节拍），就此我们首先需要关注迫在眉睫的中报，以更多、更细致的分析工作，努力把业绩-预期差中蕴含的机遇与风险。

当然，我们还会继续关注宏观经济、汇率、产业政策等因素，跟踪深港通等重大事件。最后，3 季度后半段，里约，本届奥运会有可能充满惊讶。