

## 暴风骤雨之后终会见彩虹

三季度的A股市场再度领跌全球市场，上证指数从4277点下跌到3053点，季度跌幅28.6%，代表中小指数股票的中证500指数下跌31%，代表大盘蓝筹股票的上证50指数下跌25%，可见各风格指数跌幅相对均衡。三季度的主要跌幅发生在8月中旬，并且大盘股与小盘股同步暴跌，引发暴跌的显性因素是人民币突发政策性贬值，深层因素是对国内经济预期的悲观情绪突然加重，导致大蓝筹也未能幸免暴跌。

经过6月以来大股灾的冲击，市场出现显著变化，表现为：一是对主题投资的热情显著下降，这次股灾的重灾区在国企改革板块、创业板、军工板块，国企改革板块指数最大跌幅达到46%，创业板指数最大跌幅更是达到56%，军工板块指数最大跌幅也达到55%，虽然股灾后几次反弹这三大板块又都涨幅居前，但是可持续性和市场影响力大不如前；二是对宏观经济的关注度显著提升，改革牛、国家牛失去号召力，市场涨跌更多受到宏观数据影响，比如几次PMI指数披露都引发市场震荡；三是A股市场的国际影响力显著增强，表现出一定的引领能力，8月中旬一度引发全球市场动荡，但在外部市场转强之际却继续特立独行。

由此可见，判断A股四季度的走向，需要从宏观经济和宏观政策入手，寻找股市上涨的潜在动力。经历四个月的持续大跌，四季度行情基于一个比较合理的估值基础之上，上证指数PE已经从21倍回落到13倍附近，中证300指数PE从17倍回落早11倍左右。这个估值水平比2012年12月初2000点附近的估值仅高出20%，但仍比2014年6月30日行情启动之前估值高出50%，尤其是中小市值股票估值大幅高出这两个行情起点，中小盘综指PE比2012年12月初高出1.47倍、比去年中期高出50%，创业板综指估值则分别高出2.05倍、38%。估值起点较高，对于盈利增长的要求也就较高，否则股价上涨空间就不大。

从国家统计局和国资委公布的数据来看，传统制造业整体业绩增速存在转负的巨大压力。8月规模以上工业企业利润增速为-8.8%，比7月降幅扩大5.9个百分点，创历史新低，上个月数据为-2.9%。1-8月份，全国规模以上工业企业实现利润总额37662.7亿元，同比下降1.9%，降幅比1-7月份也扩大0.9个百分点。在规模以上工业企业中，国有控股企业前8月实现利润总额7564.2亿元，同比下降24.7%；股份制企业实现利润总额25282.6亿元，下降1.7%；外商及港澳台商投资企业实现利润总额9313.4亿元，增长0.7%；私营企业实现利润总额13319.4亿元，增长7.3%。规模以上股份制企业实现利润负增长，基本代表了上市公司中制造业公司的利润增长水平。

再看服务业。我国服务业的格局是，2014服务业500强企业之中，银行业有43家，占有企业数量的8.6%，而银行业的利润12652亿元，占500强利润17832亿元的70.95%。可见银行业的利润增速基本就代表了服务业的利润增长状况。上半年上市银行实现整体净利润7228亿元，同比增长2.76%，增速同比下跌8个百分点。其中，5家大型商业银行平均增速仅为0.97%；8家股份制商业银行平均增速6.45%；7家城商行平均增速15.24%，与去年同期相比基本持平。银行业利润增速从2011年的34%，到2014年的10.76%，再到上半年个位数的低增长，以银行业为代表的服务业利润增速也难以看好。

公司盈利下降的压力来自于宏观经济下行压力。中国1-8月规模以上工业增加值同比增长6.3%，持平于预期6.3%和前值6.3%。前8月，社会消费品零售总额同比10.5%，略高于预期10.4%和前值10.4%；城镇固定资产投资同比10.9%，低于预期11.2%和前值11.2%。1-8月发电量同比仅0.5%。需求端的持续低迷，传导到产出端开工和价格，不但PPI持续48个月为负，7月同比降幅数据首次扩大到5%以上，8月降幅更扩大到5.92%，产成品价格压力达到09年以来最大。而体现采购价格走向的原材料购进价格PMI指数还在45附近，体现原材料补库存意愿的原材料库存指数还在47.5的最低位附近。

对于经济拐点何时到来，市场有两种观点，乐观的认为可能在4季度，三季度经济数据不佳已成事实，但是三季度低于7%后，四季度可能又回到7%附近，全年保7没有问题；但是海外大投行大多没有这么乐观，国际货币基金组织（IMF）十月初发布最新一期《世界经济展望》，报告预计中国经济在今年的增速将为6.8%，而明年的这一速度将进一步下滑至6.3%。最近高层将中国经济转型比喻为凤凰涅槃，表达了推动经济转型的决心，也反映出对于经济增速下滑的容忍度可能超乎想象。虽然年增率5%以上在经济总量上也创造非常可观的增量，但是对于投资者来说，低增速带来的微观盈利压力是非同寻常的。

由此我们判断，股市还要经受较长时间的低增速、转型期煎熬，不具备牛市的宏观基础。在大幅下跌后，也只有反弹机会，中短期内都不会有持续的、全面的牛市行情。尤其是四季度，经济增速压力仍大，未来拐点不明显，盈利增速有转负风险，避险情绪浓重，股市仅有阶段性和结构性机会。

阶段性大盘上涨的动力可能来自积极政策。积极宏观政策可以预期降准降息，目前普遍预计年底前还有一次降准和一次降息，降准将释放6000亿元高能货币，降息将带来资金成本下行。到年底，存款准备金率可能从一年前的19.5%下降到15.5%，一年期存款基准利率可能从一年前的3%下降到1.5%，实际利率从一年期的1.4%下降到-0.5%。持续降准降息的累计效应需要重视。持续向商业银行系统注入高能货币目标是撬动信贷市场，商业银行各项贷款余额增速已经从去年的13.2%回升，今年二月首次越过14%升到14.2%，7月首次越过15%升到15.5%，8月最新数据是15.4%，显示贷款增长已经形成稳定回升势头。

从历史数据来看，贷款余额增速与经济增长、股市回升、债市回升都有很强的先导作用。贷款余额增长，显示银行信贷投放放量，实体经济有机会获得信贷资金支持，但是实体经济未必止跌回升，这要看实体企业是否愿意将信贷资金投向实业，如果企业用信贷资金置换出投在实业的自有资金，则投向实业的增量资金没有增长，经济增速难以提升。今年以来信贷增速回升中，经济增速逐级下滑，可以窥见这种现象在发生。实体企业置换出自有资金用于投机，必导致投机品价格上涨，今年上半年股市上涨，与信贷增长同步，而与经济增长逆向，更说明信贷资金曲线入市。“信贷溢出”在实体投资盈利不确定之际尤其容易导致投机市场炒作，09年初股市行情就是如此，今年上半年行情又如出一辙。这种想象未来还有可能发生，四季度基于暴跌后的估值，这一现象可能是推动大反弹的重要动力。

结构性市场机会主要体现在传统产业和新兴产业的此消彼长上。传统制造业仍在艰苦的去产能，盈利滑向负增长，估值提升无望。因此，四季度机会仍在新兴产业、转型经济领域。一是稳增长和调结构的公约数、十三五规划，重点是先进制造业：新能源、新能源汽车、机器人、核电、高铁、军工等。二是跟随产业资本重点看好互联网消费相关细分机会，包括广告、游戏、支付、娱乐、O2O、在线医疗、智能家居、车联网、在线教育、智能硬件等；现代服务业：体育、传媒、旅游、文化教育等。