

十月小阳不是春

当前市场围绕两个问题有比较大的争议：一是经济新周期是否启动；一是股市是否进入牛市。德邦基金延续去年底判断，2010年开始的全球同步的朱格拉周期，按九年跨度可能要在2018年见底，按十年跨度要到2019年见底。因此新一轮周期启动可能还有待时日。A股牛市乃至全球牛市必备两个前提之一：流动性泛滥和业绩确定大幅提升，目前A股或都不具备。

策略角度研究经济的目的是，判断EPS能否确定的大幅提升。EPS确定的大幅提升，需要经济确定的进入繁荣阶段。经济进入繁荣阶段，社会总需求螺旋式轮番扩张，而总供给由于存在投资周期、产能投放滞后，社会商品和服务长期处于供不应求的短期局面，典型的指标就是物价总水平较高、各行各业都盈利。一旦进入经济繁荣，不但公司价值提升，加之羊群效应的作用，估值提升往往更快，戴维斯双击开启牛市。

但无论从全球联动、产能出清、周期跨度、周期细分四个维度来看，我国和世界经济都还处在2010年开始的朱格拉周期之中。全球经济都处于杠杆率高企的阶段，是符合周期高点特征的。依据海曼·明斯基对于经济危机产生的逻辑推理，美国08年危机后持续宽松，已经步入加息与紧缩阶段，我国持续被高杠杆率困扰，去杠杆压力很大，显然都处于逻辑链条的后半段。这个阶段，经济角度是得不出EPS确定性大幅增长的结论的，也就是说经济角度并不足以判断牛市到来。

我们认为，流动性也不能支持PE大幅走高，启动牛市。经历2014年后的六次降息，一年期存款利率降到1.5%，处于低位，降息空间的确很小。美国进入快速加息通道，中美利差已经从1.25%压缩到0.25%，虽然中美利差不受限，但是大幅逆转仍不可行。此外市场利率已大幅上升，一年期无风险收益率从2.25%提升到3.5%，与一年期存款利率息差从0.75%提升到2.25%，说明市场资金面偏紧，不支持进一步降息。广义通胀重要部分的房价处于泡沫化边缘，控制房价任务艰巨，这也是与2014年很大不同的基本面。其他数量性流动性工具都已经用到了极致，股市也不太敏感，意义都远不及利率走低。因此PE提升开关——降息开启的可能性很小。

在板块选择上，四季度需要重新重视成长的重要性。去年十月以来，大蓝筹显著强于中小市值股票，根本驱动力是国企改革预期。价值股投资确定性建立在低估值基础上，而一旦低估值优势消失，价值股投资失去安全边际，自然也就失去魅力。在成熟行业里，成长股是相对的，相对于国有大银行来讲，业绩增幅还能达到5%甚至更高的股份行，就具备了成长特性。强周期行业，存在周期成长，目前比较确定的是煤炭股。跨周期的成长股，传统消费长期持续上涨已经在高位；新型消费如电子、信息、新能源等，这些股票这一年多以来都在走下坡路，应该是大机会所在。

风险提示：

本报告非基金宣传推介材料，只表达当下市场观点，仅供参考之用，本新闻稿中的信息和意见均不构成对任何投资者的投资建议，所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本新闻稿公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本稿所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本稿所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本稿所载内容和信息，并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本稿及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。