

爬坡过坎

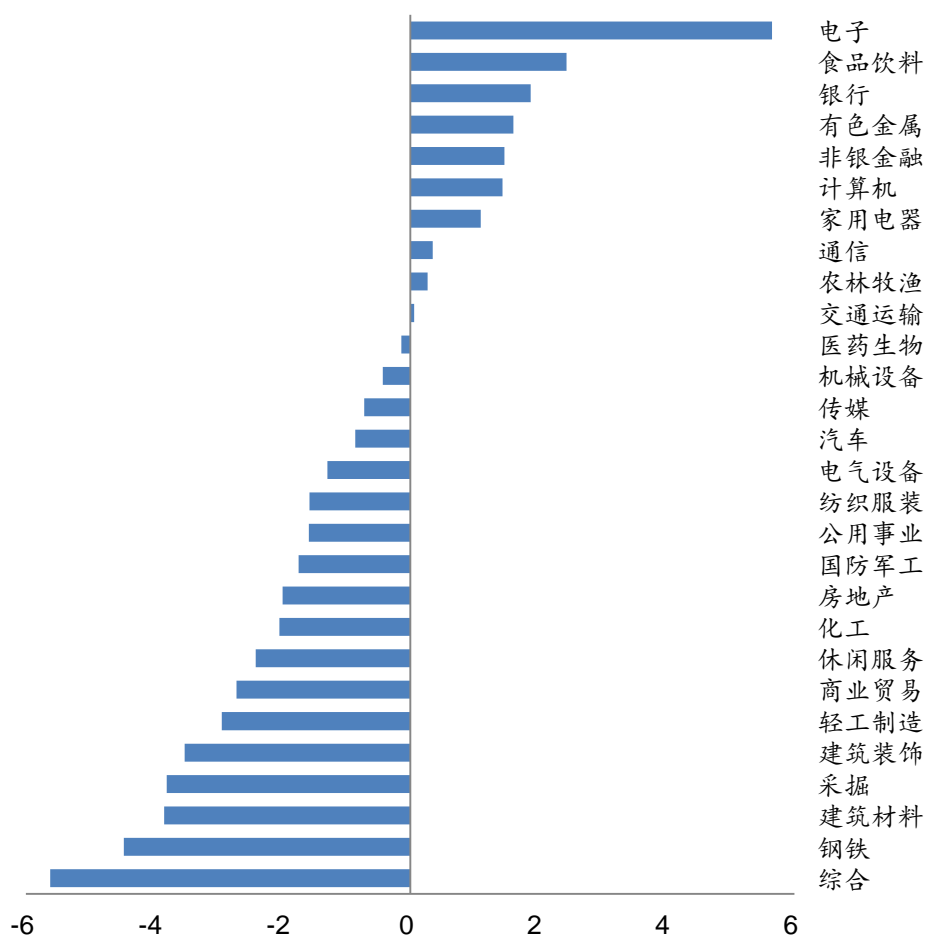
——2016年6月股票市场投资策略

市场回顾

5月市场继续呈现震荡市、结构市特征。全月上证综指下跌0.74%，中小板指上涨0.55%，创业板指上涨0.98%。

从行业来看，5月份市场表现有三方面特征：一是由于权威人士讲话降低了市场对需求刺激的预期，加之前期走势较强，钢铁、煤炭、建材等强周期板块在5月大幅回调；二是受到证监会严控借壳和跨界并购审核的影响，一些依赖于转型和并购的上市公司股价也受到抑制；三是在成长和周期大幅回调的背景下，市场更青睐以食品饮料和农林牧渔为代表的消费股，以及以金融为代表的价值股。

图：5月份行业涨跌幅(单位：%)



数据来源：Wind 资讯

A 股市场关键变量分析

非农就业数据低于预期，加息时点再次推迟

5 月新增非农就业仅 3.8 万人，显著低于市场预期。短期新兴市场、大宗商品再次获得了喘息的时间窗口，人民币贬值压力减轻。

但是我们认为尚不能就此认为美国经济缓慢复苏出了问题，中期加息方向不变。一是非农就业数据的单月波动一直较大；二是其他重要数据变化不大，非官方的 ADP 就业数据当月新增 17 万，小时工资环比增长 0.2%、同比增长 2.5%；三是在目前就业市场已经接近充分就业的状态下，新增就业数据本就存在下行趋势。

此前一个月，耶伦和联储各位委员陆续释放出偏鹰的言论，将加息预期拉回到三季度，被认为加息路径已经基本清晰。但此次非农数据不达预期，使得市场对于三季度能否加息，从基本确认变为存疑。市场乃至联储本身都需要更多的输入来形成新的预期路径，因此中期的不确定性反而加大。

表：联邦利率期货隐含加息概率

	5 月 1 日	5 月 26 日	6 月 5 日
6/15 加息	13%	34%	4%
7/27 加息	30%	57%	31%
9/21 加息	42%	68%	48%
11/2 加息	47%	70%	49%
12/21 加息	62%	82%	63%

数据来源：券商研报，联邦利率期货隐含加息概率为根据美国联邦利率期货（Fed Funds Rate Future）的价格推算出来的概率。

权威人士文章降低经济增长预期

文章提到，“当前及今后一个时期，最重要的是正确理解中央提出的‘在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革’这句话，也就是说，供给侧是主要矛盾，供给侧结构性改革必须加强、必须作为主攻方向。需求侧起着为解决主要矛盾营造环境的作用，投资扩张只能适度，不能过度，决不可越俎代庖、主次不分。”简而言之，文章否定了此前货币宽松、投资驱动的政策刺激思路，要将宏观政策拉回到结构性改革、治本为主的轨道上来。

文章面世当天，A股市场大幅下跌，上证综指跌幅达到2.79%；工业品期货同样大跌，煤钢焦等黑色金属产业链多数跌停；而债券市场显著反弹，国债期货T1606合约反弹0.36%。市场震动如此之大，我们认为主要原因是文章关于中国经济“不可能是U型，更不可能是V型，而是L型的走势”、“这个L型是一个阶段，不是一两年能过去的”等表述降低了市场对未来总需求的预期；文章中“即使不刺激，速度也跌不到哪里去”的观点与市场认识存在一定偏差。因此，市场担忧3月份以来经济增速改善的势头面临环比见顶乃至回落的风险。

证监会收紧跨界并购审核

针对股票市场，权威人士文章特别指出“股市要立足于恢复市场融资功能、充分保护投资者权益，充分发挥市场机制的调节作用，加强发行、退市、交易等基础性制度建设，切实加强市场监管，提高信息披露质量，严厉打击内幕交易、股价操纵等行为”。从这个表述出发，或许有助于我们理解近期证监会对中概股回归、跨界并购等政策做出调整的原因，其核心是要推动金融更多、更好服务实体经济，而不是在资本市场内部“自循环”、套利，形成杠杆和泡沫。证监会的这一政策中长期来看有利于资本市场的健康发展，短期会对依赖转型和并购支撑估值的个股产生影响。

A股市场配置策略

我们认为，6月份仍有一些不确定性需要关注：一是6月联储的议息会议虽然加息的概率几乎为零，但是否修改前瞻指引，为三季度加息留出可能性，仍需要关注；二是英国脱欧公投一旦通过，会对欧洲经济产生较大冲击；三是半年末资金面的波动仍然是需要提防的风险。在这些风险释放或逐步明朗后，市场面临的宏观环境有望得到明显改善。

结构上，我们可能积极关注三个方面：一是周期性行业当中，关注稳增长发力的方向；二是成长股的投资要向成长空间大、业绩确定性强或相对比较新颖的子行业或主题龙头集中；三是以金融为代表的大盘蓝筹估值已进入合理区间，具备配置价值，可能存在修复的机会。



地址：深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 28 层
邮编：518040
总机：0755-83196666 传真：0755-83196467
公司网址：www.cmfcchina.com
电子邮箱：cmf@cmfcchina.com
客户服务热线：400-887-9555（免长途费）

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意删改。