



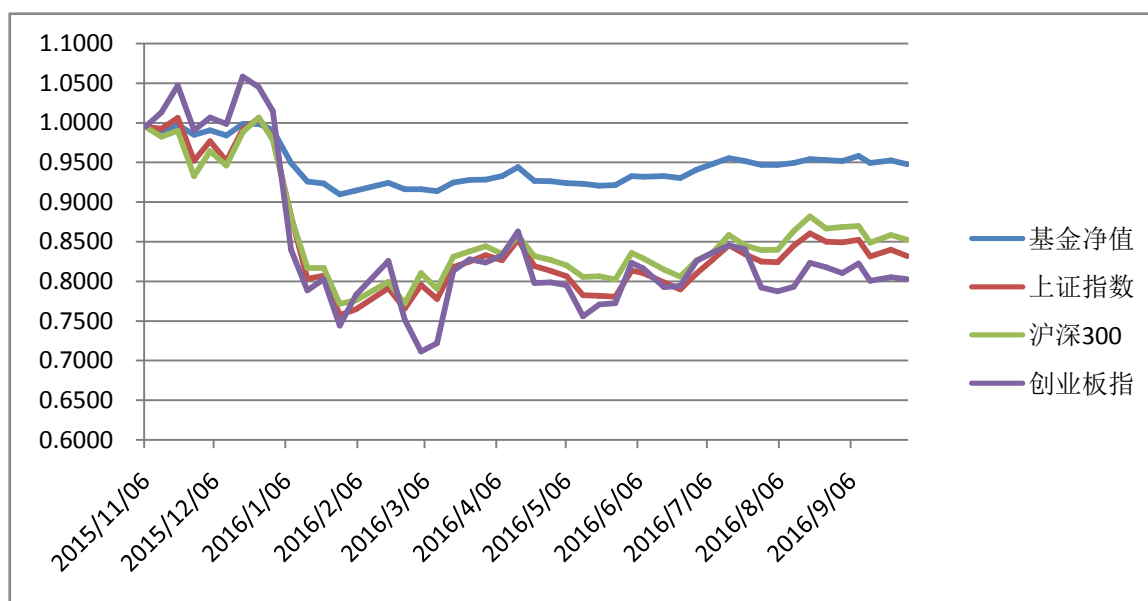
清水源 51 号基金九月运作报告

一. 基金概要

产品名称：清水源 51 号证券投资基金			
成立日期	2015 年 7 月 14 日	9 月 30 日单位净值	0.9477
管理人	深圳清水源投资管理有限公司	9 月 30 日累计净值	0.9477
托管人	兴业银行	封闭期	6 个月
投资经理	张小川	下一开放日	2016 年 12 月 30 日

二. 基金业绩

上月底净值 0.953 本月底净值 0.9477 本月涨幅-0.55%。同期沪深 300 指数的波动幅度为-1.63%。



注：清水源 51 号基金为母基金，子基金投资于母基金进行运作，母子基金净值有一定差异，仅供参考。

三. 操作回顾

9 月市场延续弱势震荡格局，市场未突破上证 3000 点附近的箱体，且开始面临压力。

中期角度看，清水源投资团队认为市场箱体格局仍未打破，这一格局的形成既源于经济转型期估值

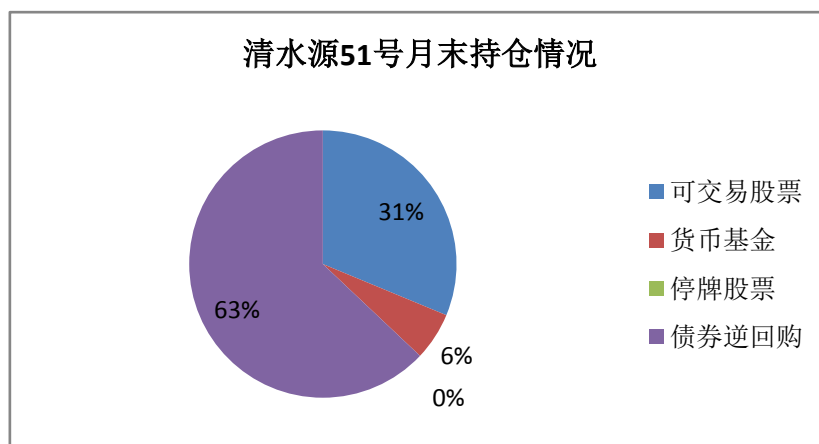
和盈利的反向冲突，也与 2015 年剧烈牛熊转换以及政府干预因素的叠加导致市场未完全出清存在密切关

温馨提示：本材料仅供本产品相关的销售渠道及合格投资者参阅，未经授权，不得转载。投资有风险，请投资者充分认识投资风险，谨慎投资。本报告内容不包含任何收益的承诺。

联。总体看，非牛非熊的震荡模式仍要延续较长时间，在此情境下的最优仓位策略依然是高抛低吸，同时控制极端风险。

短期而言，市场正面临两个不确定因素的干扰：首先是利率因素，主流城市房价的再度走强正在重新引发房地产泡沫化的担忧，并可能倒逼货币政策的暂缓宽松或逐渐转向，前期因为货币宽松驱动无风险利率下降，进而推动股市估值提升的逻辑正面临短期困扰；其次是汇率因素，美联储再次加息的预期又在发酵，虽然 9 月即落地的概率较低，但年内的加息可能也在干扰人民币短期走势，进而对人民币资产配置形成扰动。在利率和汇率不确定性上升的大背景下，短期市场仍将面临一定压力。目前上证 3000 点左右的指数支撑主要来自于房地产和基建带动的经济数据回暖，考虑到统计数据本身的“挤泡沫”因素，短期经济正出现筑底回升势头，而其延续性将主要取决于未来的货币政策导向，如因为房价调控压力而快速收紧货币，则经济和股市都难免受到影响。合理性角度看，清水源投资团队认为未来货币政策会依然倾向于在保增长和调结构之间走钢丝，更加注重结构调整而非总量切割，由此市场不会有大的系统性风险，但更多可能是弱势震荡格局，机会也主要通过结构性方式展开。

配置角度看，遵循前述的逻辑梳理，四季度的结构性机会将大致围绕两条主线展开：一是财政主题，货币政策的困扰会凸显财政政策的作用，PPP 之后，机械、化工等领域仍值得继续挖掘；二是业绩主线，缺乏系统性机会的情况下，三季报对于市场情绪的影响将会增强，景气显著回暖的行业，有业绩验证的个股仍值得重点关注。



回顾 9 月份，我们在未看到系统性机会的情况下，继续坚持“控制仓位，结构为主”的策略。而考虑到箱体格局未打破，8 月也累积了一定获利盘压力，我们在月初集中进行了部分获利个股的减持或挪仓，同时在下半月也挖掘了化工、有色、机械领域的一些优质公司进行了低位逐步增持，产品净值并未因月初的指数调整而出现明显回落，基本保持平稳。展望 10 月，我们将耐心等待利率和汇率这两个关键变量的政策信号，并继续深入挖掘优质个股，选择合适的时机进行加仓和增持，以更好的把握波段性收益和结构性收益。

四、 基金经理观点

我们认为从中长期的角度来看，当前 A 股将是结构性投资机会与结构性泡沫并存的阶段。随着资本开放程度提高，内地市场的估值体系可能从“中国特色”到体现“全球接轨”，市场投资者结构和投资氛围更健康。由于年初 A 股经历两次“熔断”，年初至今的 A 股指数在全球重要股票指数中跌幅居前。风格方面，食品饮料、家用电器、银行等低估值高股息行业表现居前。展望四季度，我们认为低估值、增长稳定的行业有望迎来估值切换行情；受益政策密集支持、成长确定的景气行业有望获得资金关注。

美联储加息推迟、欧英日央行维持利率不变、中国央行回归中性缩短放长，全球央行面对流动性陷阱正徘徊在十字路口。当前全球金融市场最大的挑战来源于美国与其他经济体复苏进程不同步，进而导致货币政策不同轨。

PPP 模式作为国家财政投资重要改革方向，势必随财政投资落实而实现加速；关注建筑、环保等行业投资。当前中国宏观经济初现“流动性陷阱”现象的背景下，货币政策边际效应递减，可以通过财政政策方式，加强政府主导的需求端刺激，帮助经济走出当前困境。财政政策相比货币政策在调结构方面有更大的发挥空间，且我国政府债务水平仍有进一步提升空间。当然，单纯依赖政府资金对经济的刺激可能并不足够，最终还是需要发挥政府资金撬动社会资本的杠杆作用。PPP 模式作为国家财政投资重要改革方向，势必随财政投资落实而实现加速。在未来财政政策仍将以基建为主要发力点的情况下，基建

中实施 PPP 项目的建筑、环保等行业将持续受益。

当前房地产市场火爆，管理层对资产泡沫担忧，二线城市陆续颁布限购令，抑制房价过快上涨。当前楼市调控政策效果不佳，或将出台更加严厉的调控政策，从而引导房地产行业景气度下行。房地产投资下行，对需求影响效应减弱：房地产投资对整体投资端贡献度开始趋势性下行。2008 年金融危机之后，房地产行业周期性的回落，加之政府经济结构调整政策推进，房地产投资完成额占比固定资产投资完成额，较金融危机前 30%以上水平下行至 25%左右；稳增长政策加码下，基础设施建设投资占比开始趋势性上行，弥补房地产投资下滑缺口。地产销售端管控，导致房地产投资下滑对经济需求端影响效应趋弱。

同时，我们关注上市公司制度不完善、大部分中小创公司价值依然高估、美联储或将加息可能导致人民币汇率贬值将带来的市场波动风险。相比大部分欧美发达国家，A 股市场的仍然属于新兴市场，各种制度仍不完善，这在未来相当长一段时间内将是投资者不得不面对的风险。从横向比较或纵向比较的角度来看，大部分 A 股的中小创上市公司估值依然偏贵。未来一段时间内，美联储或将加息仍是投资者需要提防的金融风险。