



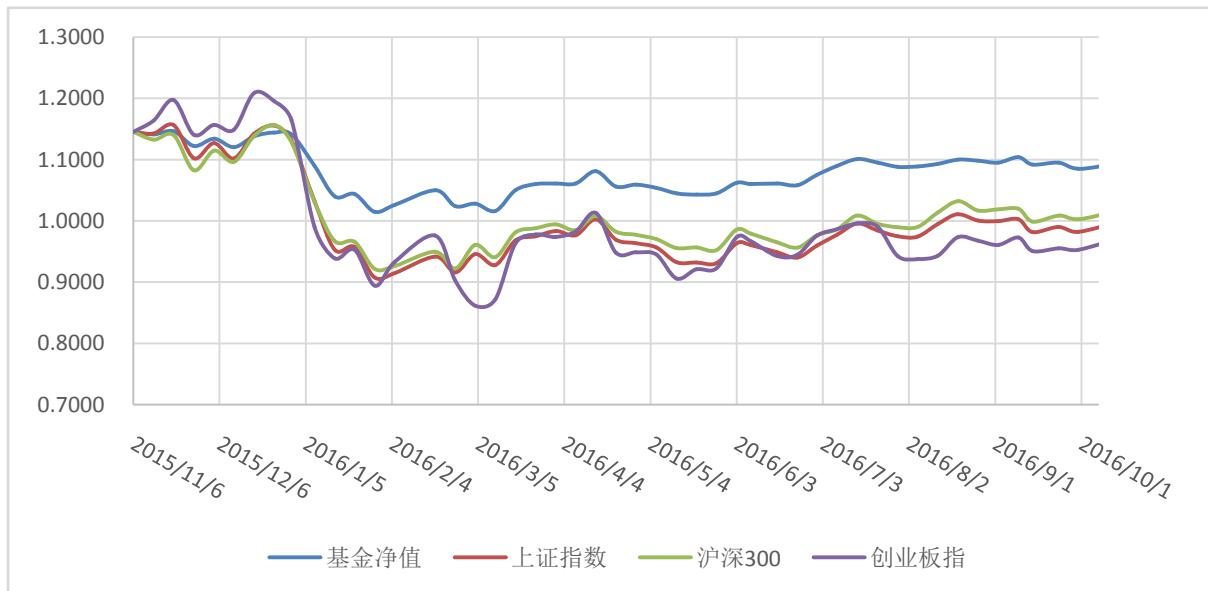
清水源成长基金十月运作报告

一. 基金概要

产品名称：鹏华资产——清水源成长资产管理计划			
成立日期	2014年12月8日	10月28日单位净值	1.097
管理人	鹏华资产管理有限公司	10月28日累计净值	1.097
托管人	招商证券股份有限公司	封闭期	6个月
投资经理	张小川	下一开放日	2016年12月26日

二. 基金业绩

上月底净值 1.085 ,本月底净值 1.097 ,本月涨幅 1.11%。同期沪深 300 指数的波动幅度为 2.67%。



三. 操作回顾

10月市场小幅反弹，但市场风格明显分化，上证指数表现显著强于中小板和创业板指，指数涨幅与市场感知的赚钱效应存在较大背离。伴随市场回暖和个股操作，全月产品净值也有小幅回升。

对于当前市场，清水源投资团队有两点基本判断：第一，市场下限已探明，但上限打开仍需等待。

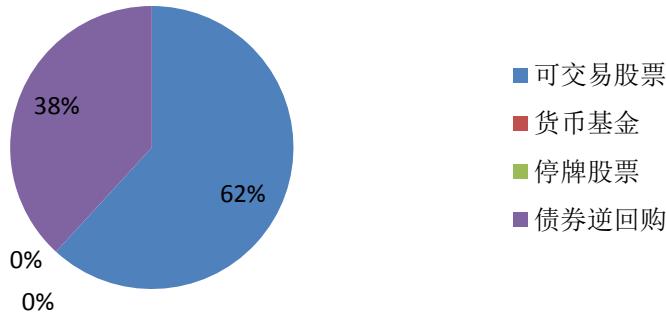


年初的上证 2600 点附近基本是极度悲观的基本面预期、政策面预期及流动性预期产生共振的结果，在经济 L 型、政策渐进改革、流动性总体求稳的背景下，市场再回到前期低点概率极低，也就是指数下限已基本探明；但是，指数上限打开的催化因素依然不足，无论是企业盈利的好转、政策效果的显现等依然需要耐心等待，对应指数整体的区间震荡格局仍未打破，中枢只能以极慢的速度震荡抬升；第二，年末需谨防短期流动性冲击，届时或有更好入场时机。外部而言，美国大选后的再度加息靴子仍未落地，对应人民币贬值预期很难迅速扭转，而 10 月外汇储备继续下降则是对这一潜在风险的续证；内部而言，目前银行体系的超储率极低，很容易因为资金面波动或货币政策微调诱发短期流动性冲击。考虑到潜在的流动性风险，我们并不倾向于太过激进的仓位策略，而将工作重点更多放在提升仓位的有效性方面，通过结构优化和个股遴选，不仅可以保证稳健的超额收益，更可以在入场时机来临时能够快速提升仓位。

对于风格和结构，10 月市场开始呈现较为明显的风格分化，以资源股为代表的周期性行业表现较强，而中小创为代表的成长性股票表现较弱。从基本面趋势看，我们认为周期股的强势具有足够强的延续性，当前阶段周期股的走强主要来自三层因素的共振：一是流动性宽松的尾部释放，商品在流动性周期的尾端都有较好表现，这更多是一种轮动；二是供给侧改革的政策驱动，因为短期快速去产能带来了供求的短期失衡，进而引发价格上涨；三是周期性复苏的滞后表现，中国经济的周期性底部已在今年上半年出现，需求的复苏叠加供给的收缩，提升了周期性行业的短期弹性。但是，这些因素都难言持续性：全球流动性扩张告一段落预示流动性周期的推动很难持续；供给侧改革的目标是供需平衡而非制造短缺经济；周期性复苏并不能解决结构性问题。鉴于以上考虑，当前阶段追高周期股并非合理选择，我们更倾向于挖掘一些具有内生竞争优势，且符合中国经济转型方向的优质个股，作为逢低布局的品种。同时也会密切关注国企改革、制造升级、品牌消费等主题。



清水源成长月末持仓情况



总体而言，10月份因为仓位限制，产品净值的涨幅并未跟上上证指数，但考虑到未来的潜在流动性冲击和周期股的不可持续性，我们在当前位置仍倾向于维持相对稳健的仓位以等待更好入场时机，同时通过调研和深挖遴选一批优质个股，提升仓位的有效性，并准备好未来的弹药。以更为稳健的方式来实现超额收益。

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。展望年底，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。

短期来看，乐观因素主要体现在各种经济数据的回暖。9月份PPI转正，结束四年的下降态势，CPI维持在2%的相对低位，基建和房地产投资保持平稳增长，工业用电量、发电量、货运量等增长加快，宏观经济呈现出企稳回暖的迹象。供给侧改革取得了阶段性的胜利，钢铁和煤炭等过剩产业产品价格回升，行业盈利大幅好转，债转股顺利铺开。困扰中国经济多年的产能过剩问题和潜在坏账率高企的问题，有可能得以逐步缓解。今年前三季度，A股非金融企业整体盈利增速也实现了反超，验证了经济的好转。

从经济基本面来看，短期市场的风险偏好可能会有所提升。

展望未来几个月，不确定因素主要集中在美联储加息、德意志银行危机、退欧公投和全球央行流动性拐点。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。国内的另一个中期风险点是，煤炭、钢铁、水泥、化工品等生产资料价格的快速上涨，可能会在明年造成一定的通胀压力，缩小货币政策的空间。

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。

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。