

## ➤ 国内宏观：基本面运行较平稳，完成目标无忧

三季度中国 GDP 增速保持在 6.7%，运行平稳。社会消费品零售总额 1-9 月累计增速小幅上行至 10.4%；固定资产投资企稳回升，其中 9 月份商品房销售面积大增 34%，带动房地产开发投资累计增速反弹至 5.8%，基础设施投资也维持在 19% 以上。四季度受调控政策升级影响，房地产投资增速或将出现一定的下滑，但预计 2016 年全年 GDP 实现 6.6%-6.7% 的增速并无压力。

## ➤ 国际宏观：美国大选将落地，结果越来越难测

三季度美国 GDP 环比折年率 2.9%，略好于预期。整体上美国经济处于“新常态”的低增长路径中，伴随着的是强劲就业市场和缓慢上升的通胀。11 月 8 日将进行美国总统大选，根据 10 月底的调查数据，民主党候选人希拉里还占据相对的优势（如图 2），但“邮件门”对其冲击还难以估量。希拉里和特朗普在各项政策上存在明显差异（见附录），美国未来经济前景并不明朗。

## ➤ 国内股市：延续震荡行情，关注主题投资机会

限购政策下，市场对地产资金流入股市有所期待，而随着煤炭价格的上涨带动相关板块持续拉升，A 股演绎“红十月”行情。临近年末，全年“稳增长”目标基本完成，货币政策将以稳健为取向，市场监管趋严政策也将持续，人民币持续贬值叠加外部政治不确定性的增加，11 月要注重防范风险，但在低收益的大环境下，股票配置价值仍被看好，上证在 3100 点有相对稳固的支撑。我们认为 A 股将延续震荡行情，但需防范风险，建议关注国企改革及年末的消费品行情。

## ➤ 国际股市：强美元不可持续，股市有企稳可能

国际主要发达市场股市在 10 月普跌，其影响因素是美元汇率的阶段性走强（10 月美元指数上涨 3.05%），但这种走强并不具备持续性——从美联储的实际选择来看，加息路径会相当平坦，2015 年和 2016 年各 1 次，2017 年估计也只有 1 次到 2 次，美元的本次升值的过程应当会告一段落了。回到股市，在强美元的压制结束后，投资者的注意力将重新回到经济基本面上，鉴于美国经济的平稳，以及欧洲和日本大概率维持 QE 政策促进通胀的回升，股市将有企稳机会。

## ➤ 国内债市：关注货币环境及监管政策变动趋向

10 月债券市场先扬后抑，10 年期国债再度降至 2.65% 的 8 月中及 2002 年中以来的历史低位，对长期基本面的悲观预期和机构的配置需求为主要助力；但在最后一周，短期资金利率的持续上行及银行表外理财拟纳入 MPA 考核等因素共振，引发了市场对央行货币政策转向防范风险的担忧，债券市场回吐前期部分涨幅。需密切关注央行监管政策变动趋向以及货币环境的反应。

## ➤ 大宗商品：原油在 50 美元上方压力会越来越大

黄金受到强美元的压制在 10 月下跌 3%，但按照上文的分析逻辑，短期美元走弱后当有反弹，但中期空间有限。原油近期受到的扰动比较大，主要是欧佩克主导的冻产协议进程以及以俄罗斯为代表的非欧佩克产油国参与冻产的态度，都在不断变化。但不管怎样，其一是协议缺乏强制性，其二是油价在 50 美元/桶之上会触及越来越多的收支相抵成本线，供给端会有增产动力。

图1: 三季度GDP 增速持平于6.7%



图2: 美总统大选希拉里 (蓝色) 占优

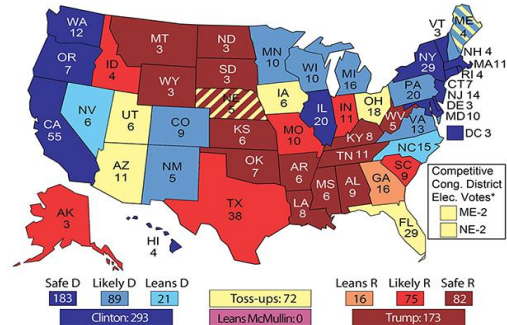


图3: 各指数 (本币计价) 在2016年初定基为100, 美元指数近期的走强对股市的压制较明显

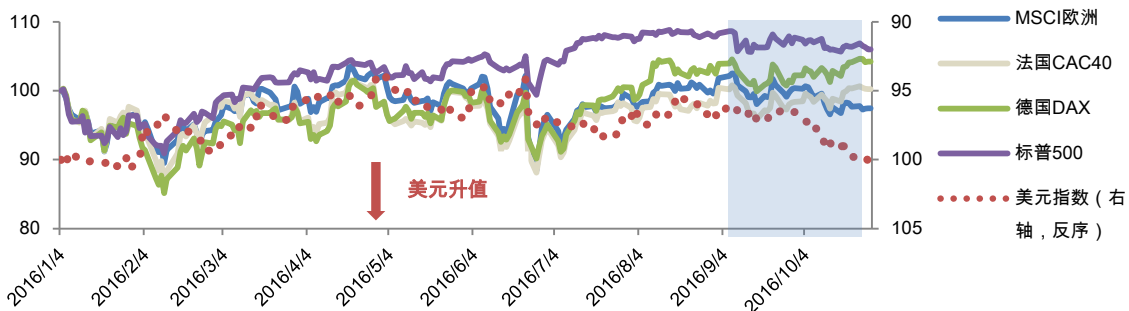


图4: 10月A股震荡上行, 收复上月跌幅

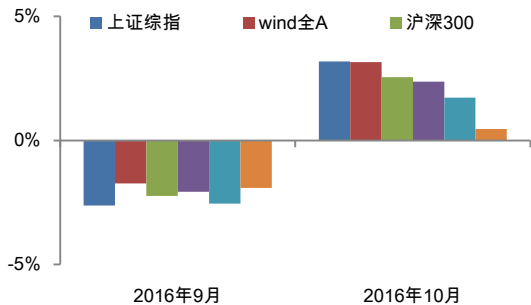


图5: 债券指数延续小幅上涨

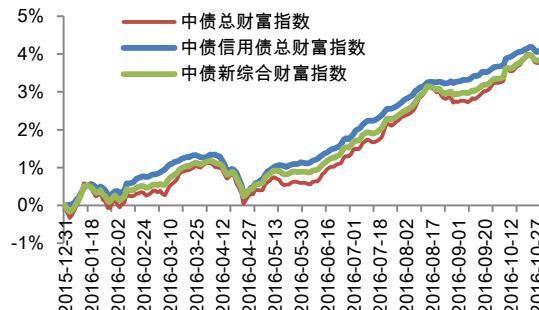
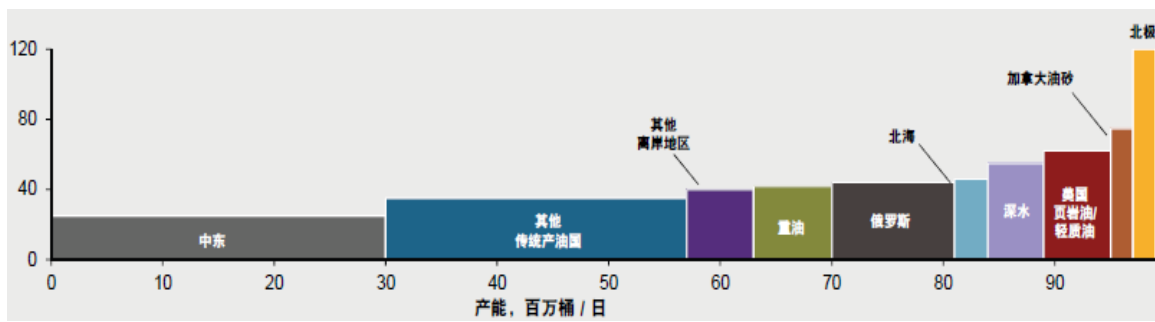


图6: 全球各主要产油国/区域/原油类型的收支相抵成本 (美元/桶)



数据来源: Wind 资讯, 彭博资讯, Sabato's Crystal Ball (截至10-31), J.P.Morgan

## 附录：美国总统候选人希拉里与特朗普的施政方针比较

	希拉里	特朗普
个人 税收	<ul style="list-style-type: none"> <li>•对收入&gt; 500 万美元的人征收 4% 的附加税</li> <li>•对收入&gt; 100 万美元的人适用 30% 的最低有效税率 (“巴菲特规则”)</li> <li>•减税/免税的限额为 28%</li> <li>•对附股权益按所得税征税;衍生品逐日盯市, 每年按所得税征税</li> <li>•对持有&lt;2 年的资本利得按所得税征税, 对持有至少 6 年的按 20% 税率(当前实行的) 征税, 中间的时间段做平滑处理。</li> <li>•对大宗不动产提高税收</li> <li>•增加儿童的税收抵免</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•将合并报税的个人税率降低至 12% (收入&lt;75k 美元), 25% (75k 美元至 225k 美元) 和 33% (&gt; 225k 美元), 对于个人报税, 费率适用于各等级收入水平的 1/2;低收入纳税人免征所得税</li> <li>•废除替代性最低税, 房地产遗产税 (某些资本利得除外), 投资收入的医疗保险税</li> <li>•增加标准扣减额;取消个人豁免;限额分项扣减额;允许儿童/老人税收减免, 对部分儿童抚养提供退税</li> <li>•附股权益按所得税征税</li> <li>•股利和资本利得按 20% 征税</li> </ul>
公司税	<ul style="list-style-type: none"> <li>•对企图避税的公司之前未征税的境外收入征收“出境税”;避税审查所有权变更阈值提高到 50%</li> <li>•通过利息抵扣限制收益剥离</li> <li>•创造额外的研发激励</li> <li>•为经历职位和投资损失的制造业/煤炭团体提供税收减免</li> <li>•允许小企业减少投资费用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•将公司税率降低至 15%</li> <li>•终止企业替代性最低税</li> <li>•废除大多数公司税收优惠</li> <li>•对未回国的境外利润以一次性 10% 征税</li> <li>•允许美国制造商在资本投资费用化与扣减利息成本之间进行选择</li> <li>•提高在职员工儿童抚养额度上限;允许雇主对雇员儿童保育的费用扣除</li> </ul>
贸易	<ul style="list-style-type: none"> <li>•除非加强货币和汽车相关条款, 否则反对 TPP (跨太平洋伙伴关系协定)</li> <li>•重新协商 NAFTA (北美自由贸易协定) 并审查其他贸易协议</li> <li>•对操纵货币的国家施加“关税或其他措施”</li> <li>•采取反倾销措施, 防止倾销</li> <li>•反对中国的“市场经济”身份, 因其影响美国采取反倾销行动的能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•反对 TPP</li> <li>•重新协商 NAFTA</li> <li>•宣布中国是货币操纵者</li> <li>•如果中国不停止“包括窃取美国商业秘密在内的非法活动”, 就将对中国发起贸易诉讼并实施对中国进口的关税</li> </ul>
移民	<ul style="list-style-type: none"> <li>•启动移民改革立法, 提供公民化路径</li> <li>•终止禁止非法移民返美 3 至 10 年的条款, 如果他们离开美国是获得绿卡的过程的一部分</li> <li>•将驱逐出境的重点放在对公共安全</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•允许有选择性的移民, “按历史标准”作为人口的一部分, 本国工人利益优先</li> <li>•在南部国境边界建墙;增强强制驱逐出境;终止奥巴马行政命令推出的暂缓遣返令</li> <li>•要求全国性的工作资格电子审查</li> </ul>

	的威胁（人物）上 •继续实行并可能扩展奥巴马通过行政命令推出的暂缓遣返令	•对没有充分筛选（签证申请）的国家暂停签发签证
<b>基础设施</b>	•通过营业税改革提供资金，在未来5年内增加额外的2750亿美元支出 •建立国家基础设施银行 •恢复建设美国债券计划，该计划提供补贴或税收抵免以激励投资	•实质性提高基建支出，但未宣布具体金额；暗示他的计划将在规模上超过希拉里
<b>最低工资</b>	•提高联邦最低工资到每小时12美元	•立场不清：曾表示支持联邦最低工资10美元/小时，但不在官方竞选文件中
<b>社会保障</b>	•反对通过私有化，削减福利，增税，降低生活费用补贴或提高退休年龄作为弥补赤字的手段 •增加寡妇和护工的福利	•遵守现有政策的承诺 •使用总体经济计划来支持增长和维持社会保障，潜在考虑“后代何种变化是必要的”
<b>医疗保健</b>	•根据“平价医疗法案”ACA提供“公共选择”（由政府管理的保险计划） •增加ACA补贴；降低自付费用 •允许55岁及以上的人购买联邦医疗保险 •在各州扩大医疗补助制度 •允许以移民身份加入ACA系统 •废除高成本健康计划的“凯迪拉克税” •协商处方药价格；扩大药物退税 •允许获得低成本的进口药物 •处罚“不正当提价”的药物公司 •为接受联邦支持的制药公司设定研究目标	•废除ACA（平价医疗法案） •推广个人健康储蓄账户 •允许个人医疗保险费用税收减免 •允许跨州购买医疗保险 •将医疗补助管理留给各州 •允许获得低成本的进口药物 •曾主张协定处方药价格，但该主张不在当前的竞选文件中
<b>助学贷款</b>	•为收入<12.5万美元的家庭免费提供州内四年制公立大学的学费 •在所有社区学院免费提供学费 •为服务少数民族的教育机构提供250亿美元的经费支持 •降低学生贷款利率；允许以当前利率进行再贷款，还款不超过收入的10%，且在20年后免除债务。	•改革方案不明确，针对大学减少教育费用和学生债务负担，“以联邦各税务减免与税款为交换”

<b>金融 监管</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•对资产超过500亿美元的银行的负债征收年度费用, 根据其风险水平进行调整</li> <li>•增加监管对大型金融机构重组/拆分的权力</li> <li>•加强Volcker法规条款(禁止银行业自营交易)</li> <li>•对高频交易征税</li> <li>•对回购施行新的保证金/抵押要求</li> <li>•加强对冲基金, 私募股权公司的监管报告</li> <li>•加强金融稳定监督委员会</li> <li>•增加个人和企业对白领犯罪的责任, 接纳更多的检举源</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•减少总体监管, 并将任何新法规暂时暂停(这也适用于金融部门之外)</li> <li>•特朗普曾提出废除或重大修订Dodd-Frank法案, 尽管目前的竞选文档没有提及</li> </ul>
<b>能源</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•支持可再生能源生产, 包括太阳能发电量的大幅增加, 涉及项目金额达600亿美元</li> <li>•在联邦土地上允许清洁能源生产</li> <li>•增加清洁能源基础设施和相关研发项目的公共投资</li> <li>•提高效率/污染标准; 减少甲烷排放; 减少耗油量</li> <li>•削减石油和天然气公司的税收优惠</li> <li>•花费约300亿美元支持和投资煤炭能源区</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•推进能源独立</li> <li>•允许在联邦土地上租用能源资源</li> <li>•降低钻井限制和增加页岩开采</li> <li>•允许在联邦土地上(目前暂停使用)进行新的煤炭开采租赁; 重新审视其他煤炭法规</li> <li>•重启Keystone管道项目</li> <li>•废除清洁电力计划, 气候行动计划, 美国水域法规</li> <li>•放弃巴黎气候变化协议; 美国停止为联合国气候变化计划提供资金</li> </ul>

## 嘉实财富

**北京：**北京市朝阳区建国路91号金地中心A座6层（100022）

Tel: 010-65215588; Fax: 010-65185678

**上海：**上海市浦东新区世纪大道8号国金中心二期53层12-15单元（200120）

Tel: 021-38789658; Fax: 021-68880023

**广州：**广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心50层05B-06A单元（510623）

Tel: 020-88836780

**深圳：**深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦16层（518038）

Tel: 0755-25870686; Fax: 0755-25870663

**杭州：**杭州市江干区四季青街道钱江路1366号万象城2幢1001B室（310020）

Tel: 0571-88061392

**青岛：**青岛市市南区山东路6号华润大厦3102-03室（266000）

Tel: 0532-66777997; Fax: 0532-66777676

**南京：**南京市新街口汉中路2号亚太商务楼23层B区（210005）

Tel: 025-66685001; Fax: 025-66671100

**成都：**成都市高新区交子大道177号中海国际中心A座2单元21层04-05单元（610041）

Tel: 028-86202100; Fax: 028-86202709

## 免责声明

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。