

等拐点、找支点、抓亮点

2016年资本市场及行业机会分析

2015-12





1. 2015投资市场回顾

2. 2016年宏观经济关键词

3. 2016年投资机会分析

截至11月30日，2015年以来各市场指数收益率

- 创业板综指：81.64%
- 中债总财富：6.13%
- 中证800：10.41%
- 沪深300：0.93%
- 上证综指：6.51%



	2014年12月31日	2015年11月30日	2014年12月31日	2015年11月30日
指标	市盈率	市盈率	市净率	市净率
中证500	27.50	40.92	2.23	3.29
中证800	13.18	14.02	1.89	1.83
中小板综	32.15	56	2.78	4.8
创业板综	47.03	82.73	3.85	7.71
沪深300	12.15	12.02	1.83	1.64
上证指数	13.45	14.56	1.87	1.85

- **脱离宏观基本面的牛市不可持续，人为牛市的泡沫快速破灭，政策影响深远。**
 - ◆ 对于人为牛市泡沫破灭的清算，半年来集中在降杠杆，场外杠杆被禁绝；
 - ◆ 场内杠杆也将受到严控，保证金融资比率提高到100%，是重要政策取向；
 - ◆ 资金牛、杠杆牛被深度否定，未来继续奢望政策上再放杠杆不符合实际。

- **大股灾提醒各方市场主体，股票涨跌必须遵循价值规律，理念影响也将深远。**
 - ◆ 监管层对操纵市场、制造泡沫行为严厉打击，天价罚单大幅提高违规成本；
 - ◆ 利用重组、借壳、市值管理等行为，走在内幕交易、操纵股价的违规边缘；
 - ◆ 树立价值投资任重道远，但是机构投资者审视自身行为，尽量遵循价值规律。

- **大股灾是对过去机制体制的否定，证券市场的深化改革将加速推进。**
 - ◆ 正是由于过度运用政策资源，市场跟随政策大起大落，大幅偏离价值中枢；
 - ◆ 推进股票发行注册制改革，配套以退市制度改革，把供需关系交给市场决定；
 - ◆ 深入利率和汇率形成机制改革，把金融要素价格也交给市场决定。



1. 2015投资市场回顾

2. 2016年宏观经济关键词

3. 2016年投资机会分析

□ 2016年，经济预测悲观者居多。

自2010年1季度经济增速12.2%回落以来，季度增速出现了趋势线下行，此后几乎没有再出现连续两个季度的增速回升，到今年三季度增速降到6.9%。

对于明年经济预测仍然悲观居多，甚至预测明年某个季度增速破6%也不在少数。如瑞银预测明年增速仅6.2%，后年降至5.8%，明年单季增速极其可能低至6%以下；经合组织也预测明年中国经济增速6.5%，四个季度逐级下滑。

□ 对于经济增速的底在哪里，有一个重要的数据：6.5%。

习近平主席在做十三五规划说明的中央全会上强调，中国未来五年年均经济增速不应低于6.5%，方能实现两个“翻一番”目标。这是一个重要的硬约束，是经济增速的底。

颇受倚重的智囊林毅夫表示，就业、金融安全和2020年两个“翻番”目标三大因素确定了“十三五”期间中国经济增速必须要达到6.5%以上，并尽量实现7%左右的增长。从中国的产业空间、政策空间、民间储蓄等多重因素看，“十三五”时期中国经济实现7%左右的中高速增长是完全有可能的。

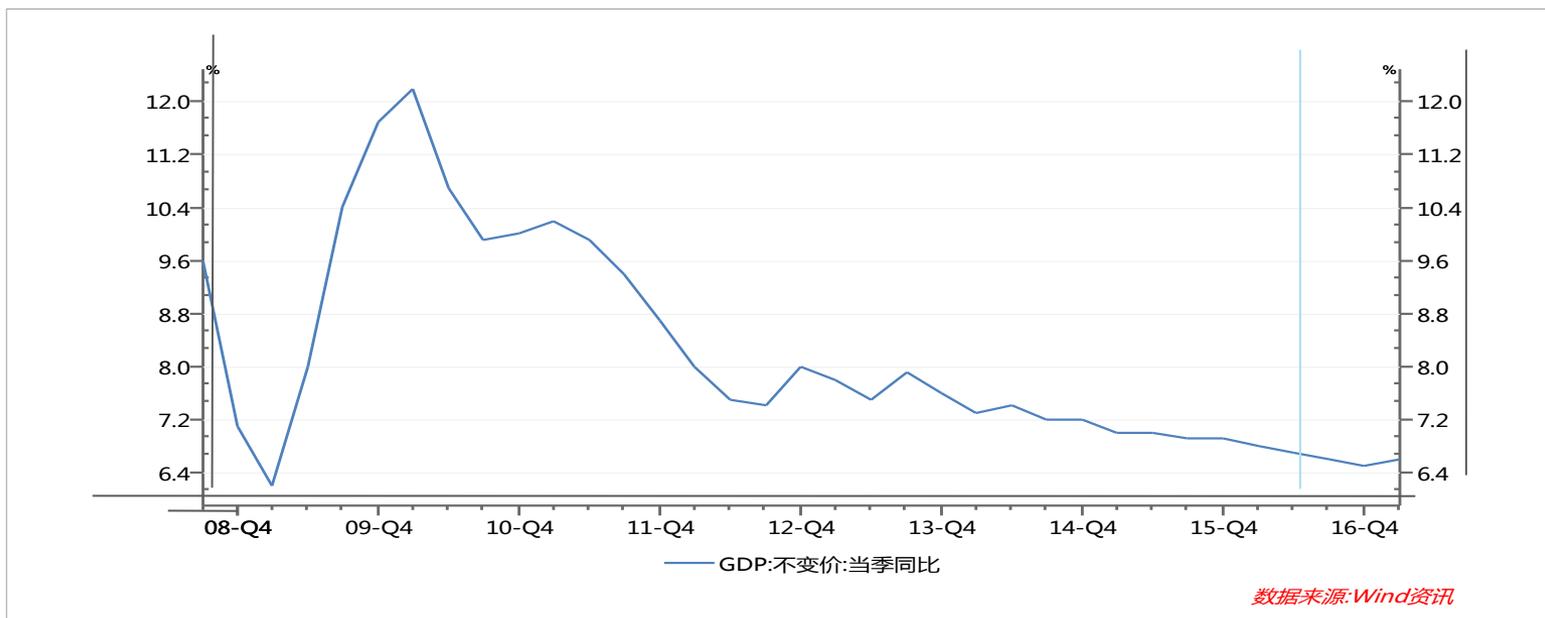
我们倾向于季度增速将在6.5%附近见底。

□ 上一轮经济周期的终点，季度增速最低点09年1季度的6.2%。

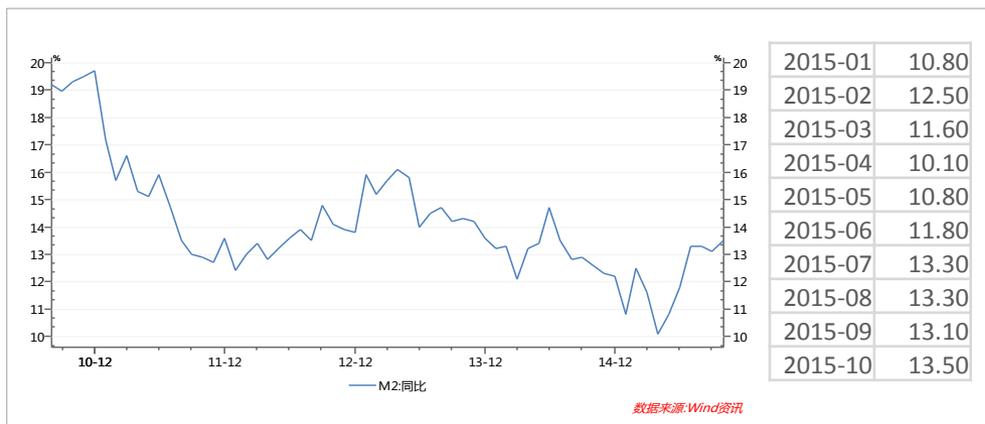
09年以后全球都启动了新的朱格拉周期，美国经济近年甚至出现繁荣迹象。朱格拉周期期间的增速一般不应低于周期起点的极点，否则意味着经济失速。

□ 明年有季度增速拐点，也只可能在下半年，甚至在年末。

客观来讲，目前还没有看到半年内经济见底的明确信号，下行压力仍大。

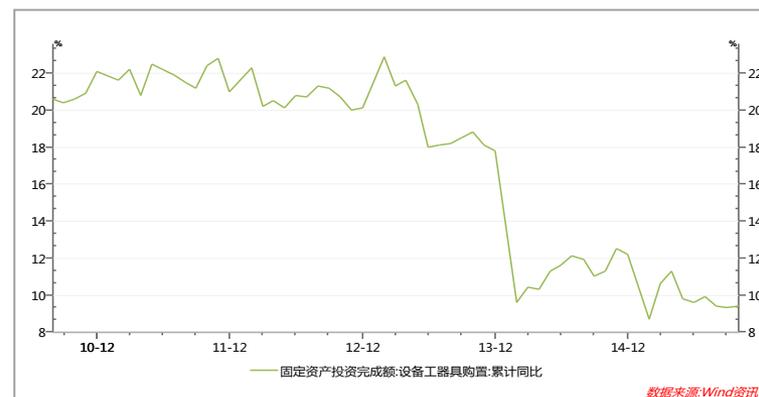
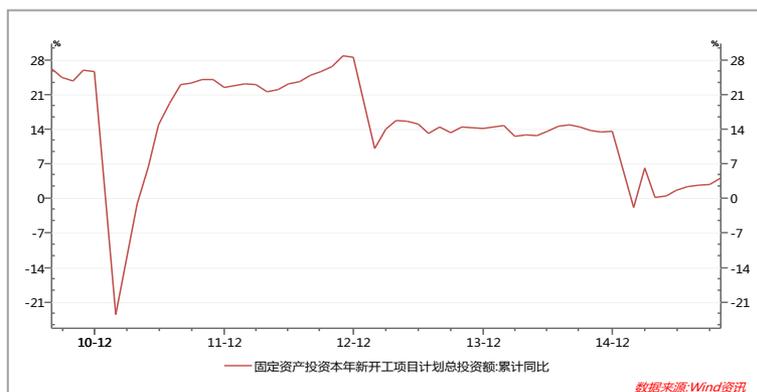


能提示未来半年经济增长态势的主要先行指标



左图表：货币供应量已经连续6个月回升，是目前能看到的唯一乐观指标。

下右图表：设备工具购置额增速继续下滑，意味着未来制造业半年内还难有起色。

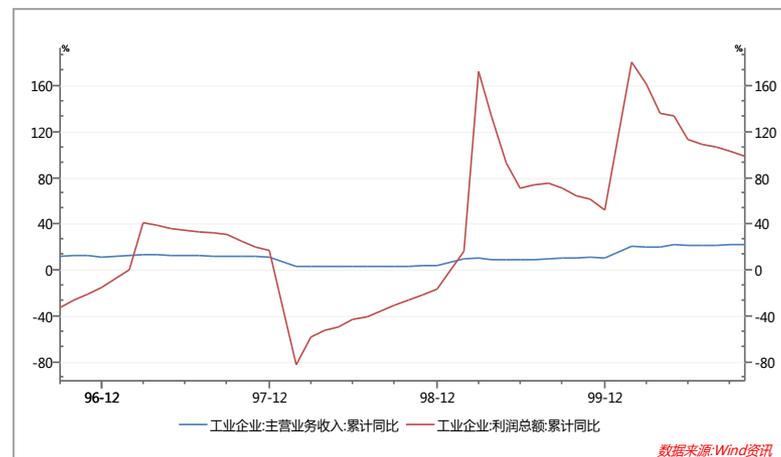
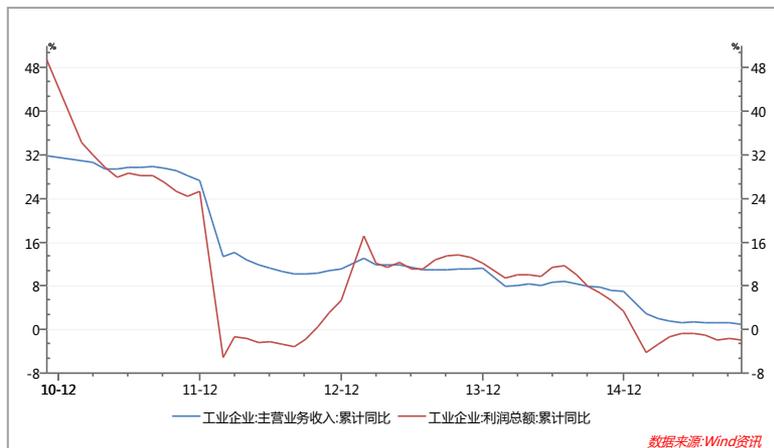


上左图表：固定资产投资新开工项目计划投资额增速缓慢，预示投资半年内难有起色。

主营业务收入：

自10年的32%月度增速，一路下滑到了10月份的1%增速。在过去20年中，只有08年金融风暴期间出现过-3%的负增长，98年最低增速在3%左右。由此可见，非突发性危机中的主动经济调整，1%的工业主营业务收入增速已经接近底部。

利润总额：利润的波动幅度远大于主营业务收入的波动幅度，研究利润的拐点远比收入要复杂的多。而利润增速及其拐点才是决定上市公司投资价值的最重要因子。

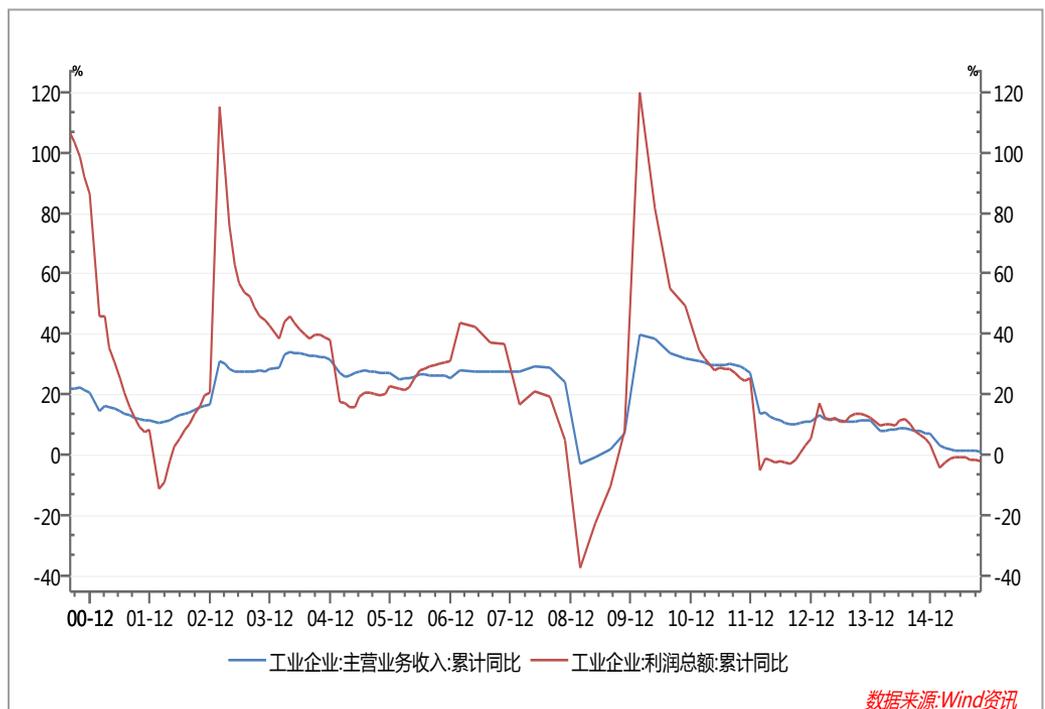


现象之一：收入增速的下降和上升，带来利润总额增速的大幅下降和大幅上升；因此分析收入增速的。

拐点对于分析利润拐点有重要意义。

如果1%月度主营收入增速基本接近底部的判断成立，意味着收入增速拐点将要在未来数月到来。因此盈利拐点也将随之到来。

指标名称	工业企业:主营业务收入:累计同比	工业企业:利润总额:累计同比
频率	月	月
1996-09	11.90	-32.60
1996-10	12.30	-26.50
1996-11	12.30	-21.00
1996-12	10.80	-15.30
1997-02	12.30	0.20
1997-03	13.40	41.20
1997-04	13.10	39.20
1997-05	12.50	35.80
1997-06	12.40	34.50
1997-10	11.60	25.20
1997-11	11.70	19.60
1997-12	10.90	16.80
1998-02	3.20	-82.80
1998-03	3.10	-58.00
1998-04	2.91	-52.59
1998-05	2.74	-49.53
1998-06	3.00	-43.20



现象之二：收入增速有年度基数效应，而利润的年度基数效应远大于收入增速。

指标名称	工业企业:主营业务收入:累计同比	工业企业:利润总额:累计同比
频率	月	月
2013-12	11.24	12.15
2014-02	7.96	9.43
2014-03	8.00	10.10
2014-04	8.40	10.00
2014-05	8.10	9.80
2014-06	8.60	11.40
2014-07	8.80	11.70
2014-08	8.30	10.00
2014-09	7.90	7.90
2014-10	7.70	6.70
2014-11	7.20	5.30
2014-12	7.00	3.30
2015-02	2.90	-4.20
2015-03	2.00	-2.70
2015-04	1.60	-1.30
2015-05	1.30	-0.80
2015-06	1.40	-0.70
2015-07	1.30	-1.00
2015-08	1.30	-1.90
2015-09	1.20	-1.70
2015-10	1.00	-2.00

15年收入增速是建立在14年增速高基数之上，利润增速也建立上年增速高基数基础上，年初两个增速下滑幅度都很大。

进入16年，月度增速都将建立在15年较低基数之上，主营业务增速更是在接近0增长附近，出现大幅回升和逐月回升的可能性都很大。**利润总额增速则建立在上一年负增长基数上，收入增速回升带来更显著的利润增速回升。**

指标名称	工业企业:主营业务收入:累计同比	工业企业:利润总额:累计同比
频率	月	月
2008-11	24.14	4.89
2009-02	-3.12	-37.27
2009-05	-0.81	-22.85
2009-08	1.56	-10.61
2009-11	7.10	7.76
2010-02	39.69	119.69
2010-05	38.17	81.64

服务业：

2014年服务业500强企业之中，银行业有43家，占有企业数量的8.6%，而银行业的利润12652亿元，占500强利润17832亿元的70.95%。即不到一成的企业数量贡献了七成以上利润，利润过度集中在银行业。

银行业：

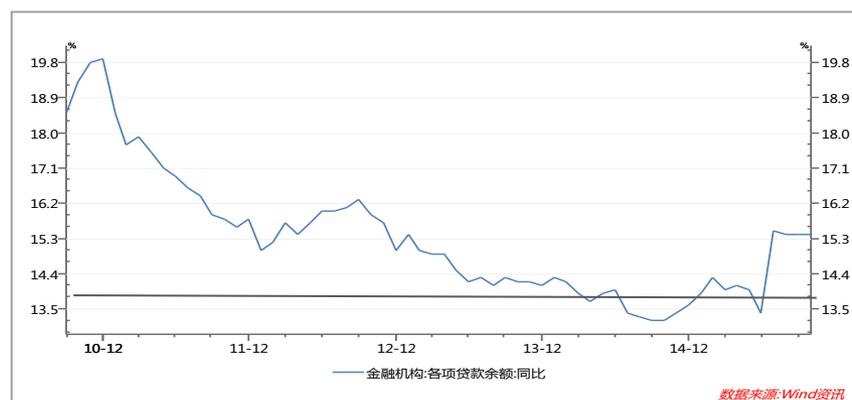
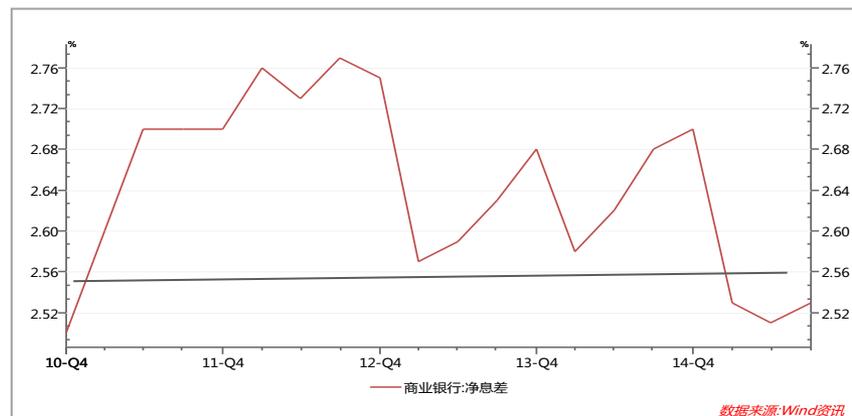
排除经济周期波动引发的坏帐因素，影响银行业盈利的两个重要变量是净息差和贷款余额增速。

□ 净息差

15年比14年有近10%的下降，处于近五年的低谷，预计继续下行的空间不大。

□ 贷款余额增速

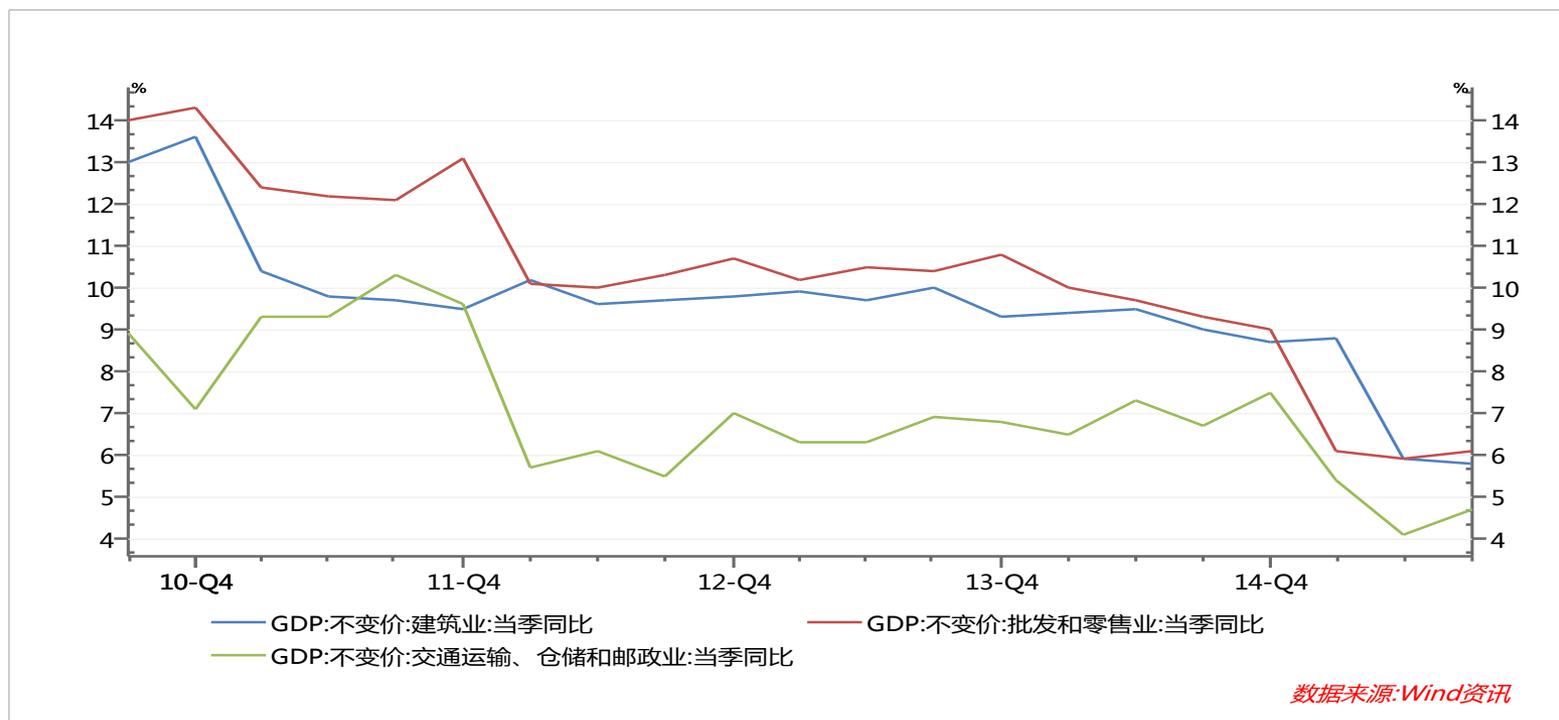
15年以来，尤其是15年下半年以来显著回升，一改联系三年的持续下行趋势。预计16年仍将保持回升势头，以支撑经济。



建筑业：上半年加速下行，年底仍无起色，明年料继续下行。

批发零售业：也在年初加速下行，后持续低位徘徊，明年料继续下行。

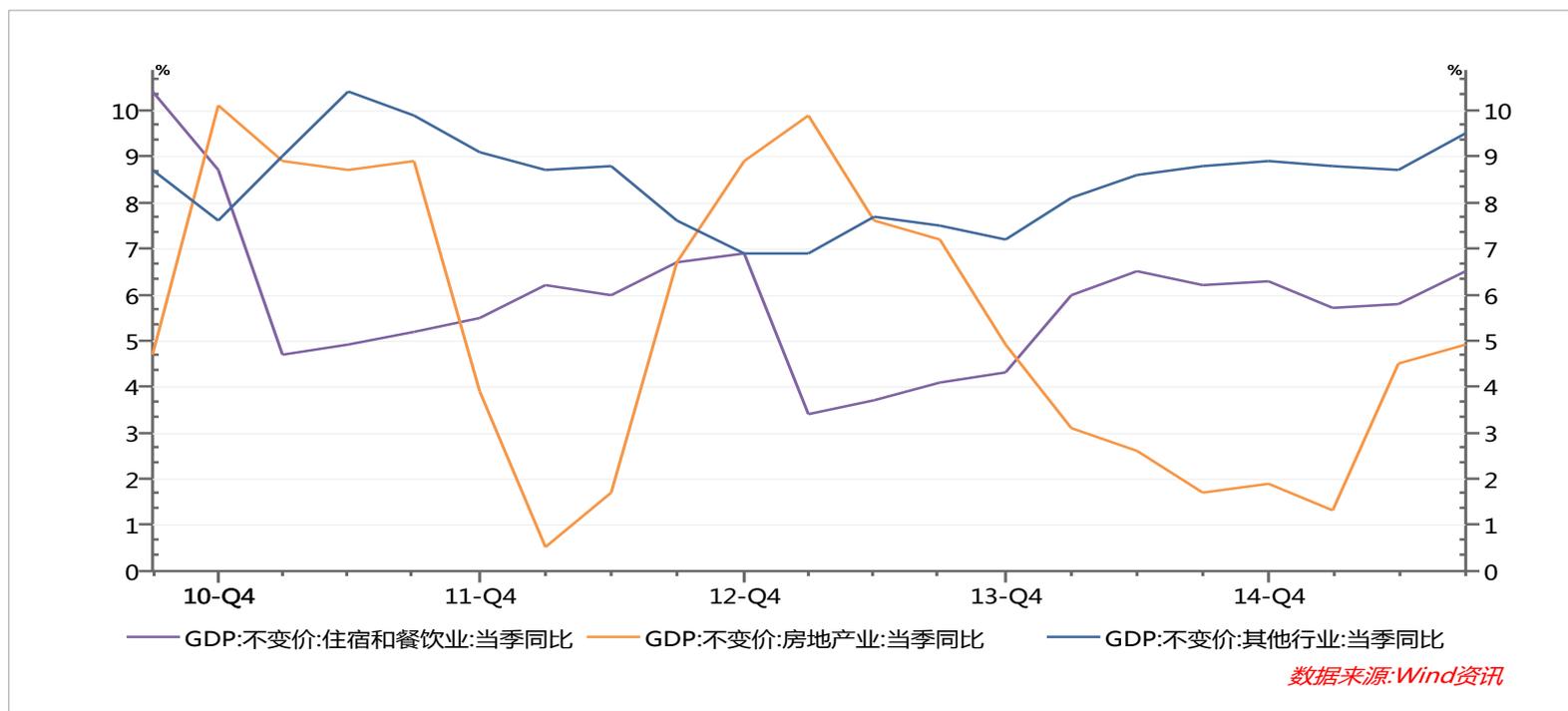
交通仓储邮政业：上半年加速下行，下半年小幅回升，明年料回升。



住宿与餐饮业：保持平稳增长势头，下半年以来增速缓慢回升。

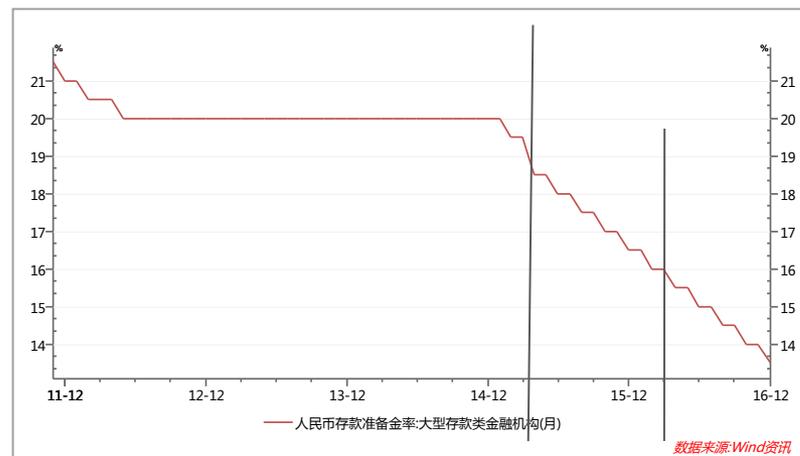
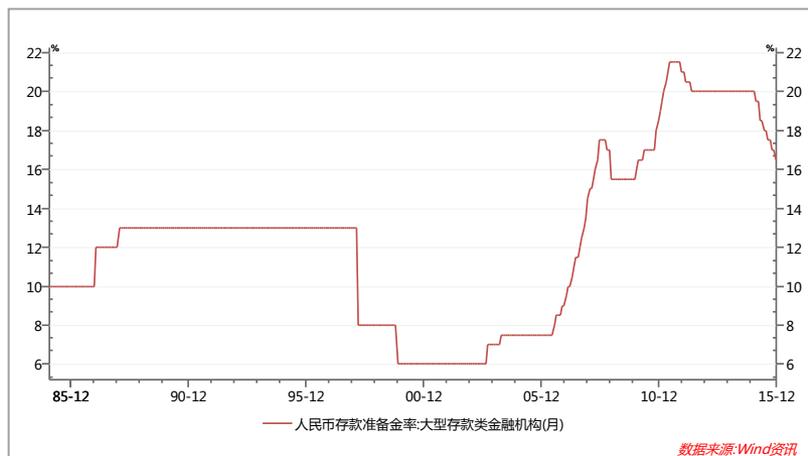
房地产业：二季度显著回升，从房地产业高波动特性来看，未来增长可期。

其他行业：持续保持较高增长势头，处于服务业最好的增长水平。

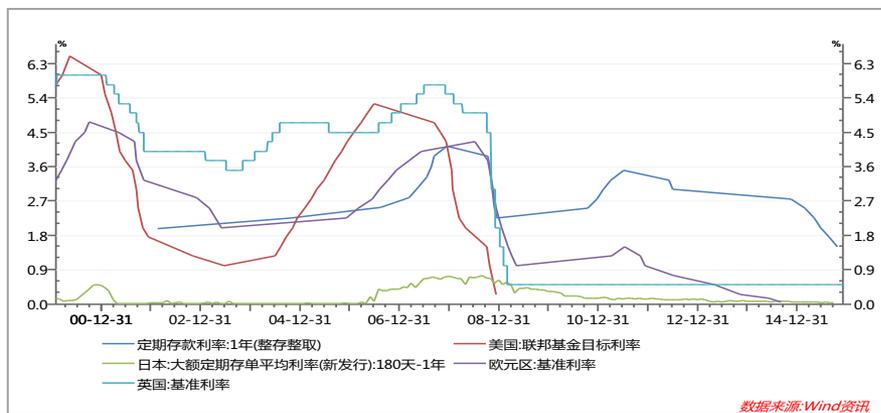


货币政策——继续大幅降准与降息

- 存款准备金仍有很大下行空间，虽然从20%下降到了17%，但是还处于历史峰值；
- 今年初以来，启动了每两个月降一次50个基点准备金的过程，料十二月还有一次；
- 明年还可能继续按照这个进度降六次准备金率，从16.5%下降到13.5%；
- 降准的目的，除了对冲外汇占款减少之外，应对经济活动对基础货币的增量需求是主因，如9月开始外汇占款回升之际，降准步伐也没有停止。因此，那种以为有外汇占款增加就不需要降准的观点是错误的。



- 同为SDR篮子货币，人民币基准利率仍大幅高于其他货币。**其他货币中最高的英镑基准利率也仅0.5%**；
- 08年以后各成熟经济体的基准利率都大幅下降，人民币利率受制于09年、10年经济刺激后有短暂过热，利率高企。经济深幅调整后，14年底开始的利率下行符合潮流；
- 全球经济调整，各国都依托低利率启动投资和消费；我国出现严重产能过剩，本质上是出现资本过剩，降低全社会的资本收益，符合刺激消费、经济转型、低成本参与全球竞争的需要；
- 这轮利率下行的最终目标是对接其他储备货币的0利率，**16年仍可能继续降息到1%以下**。最乐观的西方投行认为明年就可能降到0利率附近。



指标名称	定期存款利率:1年(整存整取)	美国: 联邦基金目标利率	日本: 央行基准利率	欧元区: 基准利率	英国: 基准利率
2015-12-03	1.50	0.25	0.10	0.05	0.50

财政政策——举债与减税

□ 积极财政政策突破束缚走向更加扩张

11月初，财政部副部长朱光耀曾表示，可以反思3%的赤字率红线和60%的负债率红线，是否是绝对科学的标准。这些观念的僵化并不利于改革，要在实践中调整。

预计2015年我国财政赤字16200亿元，比2014年增加2700亿元；赤字规模占GDP比重约为2.3%，相较2014年提高了0.2个百分点。

3%和60%的标准，是当年欧盟成立时，对加入欧盟国家的一个约束，并非一个需要恪守的标准。

□ 如果实现双突破，赤字扩大和举债大幅扩张，将成为明年最大亮点

如果按照2014年底中央债务余额10万亿来计算，我国政府债务占GDP比重仅20%，2015年末中央债务余额增加1万亿，债务水平略高于20%。

但是西方学者认为如果不将地方政府融资平台（LGFV）债务计入在内，那么中国债务占GDP的比重将会被严重低估。

如果加上2015年底地方政府债务限额16万亿，中国政府债务总规模26万亿，与GDP的比率是40%左右，距离60%的约束还有20%的空间，即10万亿的举债扩张空间。

还要注意的是，地方政府债务从2014年底的24万亿，控制目标到2015年底的16万亿，地方财政实际上处于巨大的紧缩之中。如果明年走向扩张，这是方向性的改变。

□ 结构性减税

近年来中央反复强调结构性减税。结构性减税已经成为中央推动差别化产业政策、推动产业结构升级的重要手段。

在十一月底的专家会议上，在供给方面，李克强还再次特别提到要继续运用好结构性减税等手段，推动“双创”和“中国制造2025”、“互联网+”行动计划，促进服务业、先进制造业发展，扶持小微企业成长，发挥制度创新和技术进步对供给升级的倍增效用，扩大有效供给。

结构性减税的载体是营改增之后的增值税，通过提高起征点十分方便的降低甚至减免部分企业的税务负担。增值税实行进项抵扣，也大大降低缴税基数，降低服务业成本。因此已经改为增值税的行业，操作起来比较简单。

已经有众多行业完成了营改增工作，到6月底已经实现累计减税4848亿元。这些行业中包括了交通运输、邮政、电信业以及7个现代服务业，集中了众多的小微企业。

□ 继续推进营改增工作

还没有实现营改增的四个大行业是银行、建筑、房地产和其他生活服务业。涉及营业额约1.6万亿元，占营业税税收总额的67%，预计实现营改增后将降税4000多亿元。

值得注意的是：结构性减税还是供给侧改革的手段之一。

更高水平的全球化战略

□ 从单纯的输出商品，到输出商品和资本并举

2011年底，我国正式加入WTO，这被认为是一个里程碑。中国自此快速成为一个进出口贸易大国、制造业大国。2001年中国出口额2万亿，到2014年底出口14.39万亿，增长了7倍；进出口总额达到26.7万亿，居全球第一位，成了全球最大的贸易国。

但是WTO带给我国的红利即将消耗殆尽。一方面，全球贸易增长显著放缓，2014年世界商品贸易增长率为2.8%，2015年估计3.3%，预计2016年达到4.0%。2014年我国进出口增长仅3.43%，今年以来持续出现负增长，前10月进出口总额下降8%，出口下降2%。另一方面，15年的保护期到2015年就到期了。美国主导的TTP谈判获得重大突破等，都对WTO框架下的贸易增长提出挑战。

在商品出口遇到瓶颈之后，走商品和资本的同步出口，是各发达经济体走过的更高层次开放之路。

□ 人民币入SDR是又一个里程碑，是资本走出去的新开始

11月30日，IMF宣布将人民币纳入SDR篮子货币，并在明年10月1日生效。中国政府为此倾注了巨大精力，最高层出面获得各国最高元首支持，可见对此极为重视。人民币因此获得了IMF的信用背书，成为世界第三大储备和交易货币的硬通货地位。为人民币资本走出去，以人民币进行投资、交易、结算奠定了坚实的基础。人民币未来将成为中国出口的重要“商品”之一。

□ 一带一路战略进入实施阶段

亚投行开业仪式将于1月中旬举行，二季度启动运行第一批项目，计划当年放贷15亿至20亿美元。预计此后的5~6年时间里，每年放贷额可达100亿至150亿美元。重点立足能源、交通、城市发展、农村发展、物流等五大领域，此后才会陆续将项目延伸至其他生产性领域。

金砖银行已经于7月21日开业，预计明年初进入正式运营。起始资金为500亿美元，还建立了1000亿美元外汇储备基金(CRA)，用于在遇到资金问题时向其成员国家提供额外的流动性保护。

丝路基金有限责任公司已经于14年最后一天注册成立，国家外汇管理局、中投公司、中国进出口银行、国开行等四家机构首期出资规模100亿美元，初期规模计划出资400亿美元；全国政协委员、国务院发展研究中心对外经济研究部研究员张小济表示，此类基金总量未来应达到4000亿美元左右。今年4月20日签署的巴基斯坦水电项目是丝路基金首个投资项目。

□ 一带一路是我国发展更高层次开放型经济具有标志性意义的重大战略

是中国以全新的理念，促进亚欧大陆、非洲东部以及南太平洋等地区乃至全球共赢发展。发展更高层次开放型经济，正是以“一带一路”为引领，面向全球实行全方位、多领域、高水平、深层次的大开放。

□ 与各国签订自贸协定，实现中国式的“TTP”谈判

今年6月1日，中国与韩国正式签署自贸协定，这是中国涉及国别贸易额最大、领域范围最为全面的一份自贸协定。中韩自贸协定生效后，中国将在最长20年内实现零关税的产品达到税目的91%、进口额的85%；韩国零关税产品达到税目的92%、进口额的91%。据韩国外交通商部估算，协定生效后，中韩双边贸易额每年将突破3000亿美元，比2012年的2151亿美元增长39.5%。**该协议预计16年1月日正式生效。**中韩双方还承诺在协定生效后将以负面清单模式继续开展服务贸易谈判，并基于准入前国民待遇和负面清单模式开展投资谈判。

今年6月17日，中澳两国政府正式签署《中华人民共和国政府和澳大利亚政府自由贸易协定》，历时十年，共22轮谈判，终于结出硕果。全面、高质量、平衡的自贸协定，是中国近年来水准最高的协定。在货物领域，双方各有占出口贸易额85.4%的产品将在协定生效时立即实现零关税。减税过渡期后，澳大利亚最终实现零关税的税目占比和贸易额占比将达到100%；中国实现零关税的税目占比和贸易额占比将分别达到96.8%和97%。该协议预计在16年1月1日正式生效。中澳自贸协定生效后，双方将在相应的时间，以负面清单的方式启动并尽快完成下一轮服务贸易谈判。

商务部披露：**目前，中国已与包括东盟、智利、瑞士、新西兰、韩国、澳大利亚等22个国家和地区达成14个自贸协定**”，还在与有关国家共同推进《区域全面经济伙伴关系协定》(以下简称RCEP)、中日韩自贸区、中国与东盟的自贸区升级等谈判，逐步打造覆盖全球的高水平自贸区网络。

积极股市政策

□ 注册制改革

注册制改革是这一轮资本市场改革的重头戏。重启新股发行，发行制度改革就进入向两年内施行注册制的过渡期，估计过渡期将从明年初开始。

12月9日，国务院通过提请人大通过提请全国人大常委会授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《证券法》有关规定的决定草案(下称草案)，正式启动注册制改革。并明确证监会将在决定提案获通过后，制定相关规则在公开征求意见后实施。这个规则可视为正式推行注册制前的过渡期规则。

注册制落地对股市是利好还是利空，争论极大。注册制目的是降低上市发行环节的各项成本，将市场监管重心转移到上市后的信息披露质量监管上。所以推行注册制，势必加快IPO速度，增加股票供给，这个角度讲，显而易见是利空于市场的。但是，提高市场信息披露监管质量，严格执行退市制度，实现有序的上市资源优胜劣汰，提高上市公司的质量和盈利水平，如果做到这些理想目标，市场必然焕然一新，又不能过渡悲观。尤其是市场吐故纳新，是股市活跃的基础。

□ 注册制加速出台

今年中期的大股灾，是对过去制度、体制的一次检讨与审视。审批制和核准制下，上市公司上市后监管不到位，股价被操作、形成巨大泡沫的危险同样存在。所以，与其严把上市质量关，不如严查信息披露关，才是杜绝市场弄虚作假、操纵股价、制造泡沫的有效监管。发行审核环节存在巨大的寻租风险。加速注册制出台显得尤为紧迫。

□ 关于过渡期的发行节奏

监管层非常明确，注册制并非股票滥发，同样还是会考虑市场承受力把控发行节奏。估计明年三月份开始，发行制度将进入向注册制过渡的过渡期，届时发行制度和发行节奏都将表现出过渡期的特色。

□ 退市制度建设

退市政策迟迟落不了地是市场的一大难题。由于不能淘汰落后上市公司，各种投机都有不退市这个底托着，市场炒作之风才会一浪高于一浪，出现典型的劣币驱逐良币现象，好公司股价涨不过空壳公司。年中的大股灾，银行等大蓝筹跌幅极其有限，雪崩的都是依托各种题材超高的中小市值股票，它们股价虚高、被操纵出巨大泡沫，是股灾的根本原因。对股灾的总结清算，如果错过对退市政策的建设，意义大打折扣。

退市政策落不了地，是与上市核准制配套的，既然政府给了上市公司IPO发行许可，对发行资格进行了实质性审查，在退市环节，法理上也要走相反的流程。而实际上，上市公司沦落到退市地步，完全是因为市场选择，不应该由政府决定是否退市。因此尽管搞了ST、PT，也象征性的退了几家，但是相比较市场存在的“僵尸”上市公司来说，基本处于上市公司只进不出的状态。

执行注册制后，上市公司的上市与退市都是市场选择，退市是证券市场优胜劣汰的必要环节。因此，注册制的推出，应该配套的就是退市制度的推出。如果退市制度推出，则势必利好高质量上市公司，重树价值投资理念。

进入年底，高层频频放出声音，要清理“僵尸”企业，如果清理证券市场的僵尸企业，就是要退市一大批。在十二月初李克强指出，对旧动能要下决心淘汰一批，更多地改造、升级一批。要有勇气对“僵尸企业”、“绝对过剩产能”的企业狠下刀子。是否会将这把火引到退市制度的建立，目前尚无明确信号。

中国政府网11月23日发布指导意见，积极发挥新消费引领作用，加快培育形成新供给新动力，主要包括服务消费、信息消费、绿色消费、时尚消费、品质消费和农村消费等六个消费升级重点领域和方向。

具体包括：

- ◆ 强化基础设施网络支撑，拓展农村消费市场；
- ◆ 培育壮大节能环保产业；
- ◆ 新一代信息技术服务业；
- ◆ 新能源汽车等战略性新兴产业；
- ◆ 3D打印；
- ◆ 机器人；
- ◆ 基因工程；
- ◆ 可穿戴设备、智能家居、数字媒体等市场前景广阔的新兴消费品。

供给侧改革，将重点扶持这些领域有效供给的快速形成，并引领消费形成新的增长点。可以预见，这些产业将获得更大的政策、税收、金融支持，原本就已经快速崛起的势头，将更加有力的快速增长。

“大气十条”、“水十条”相继发布，计划编制“土十条”，基本原则就是确定了全面控制污染物排放。未来一段时期，环保将深入落实大气十条、水十条和即将出台的土十条；扎实推进总量减，排全面贯彻落实新修订的《环境保护法》。

- ◆ **大气**：超低排放改造快速兴起。新的污染控制技术推广、相关企业发展产生重大影响。相关企业订单和利润增速都可期。十三五期间，大气质量检测设备投资大约100亿元，污染源监测设备投资大约10亿元。
- ◆ **污水**：首提特别排放限制。11月出台的《城市污水处理厂污染物排放标准》，首提二级排放标准与地表四类水质相当。对于以膜技术为代表的深度加工工艺起到推动作用。
- ◆ **建设海绵城市**：2010年要有20%建成区达到海绵城市目标，2030年80%建成区达到目标要求。按每平方公里1-1.5亿元的投资额测算，2020年前投资2万亿元，2030年前投资8万亿元。

德国工业4.0的软件有工业物联网、工业网络安全、工业大数据、云计算平台、EMS系统、虚拟现实、人工智能、知识工作自动化等；

硬件有工业机器人（包括高端零部件）、传感器、RFID、3D打印、机器视觉、智能物流（AGV）\PLC、数据采集器器、工业交换机等。

我国工业2025的十大突破方向：

- ◆ 新一代信息技术产业
集成电路及专用装备：设计出核心通用芯片，掌握高密度封装及三维（3D）微组装技术；信息通信设备；操作系统及工业软件。
- ◆ 高档数控机床和机器人
开发一批精密、高速、高效、柔性数控机床与基础制造装备及集成制造系统。突破机器人本体、减速器、伺服电机、控制器、传感器与驱动器等关键零部件及系统集成设计制造等技术瓶颈。
- ◆ 航空航天装备
- ◆ 海洋工程装备及高技术船舶
- ◆ 先进轨道交通装备
- ◆ 节能与新能源汽车
- ◆ 电力装备
- ◆ 农机装备
- ◆ 新材料：做好超导材料、纳米材料、石墨烯、生物基材料等战略前沿材料提前布局和研制。
- ◆ 生物医药及高性能医疗器械

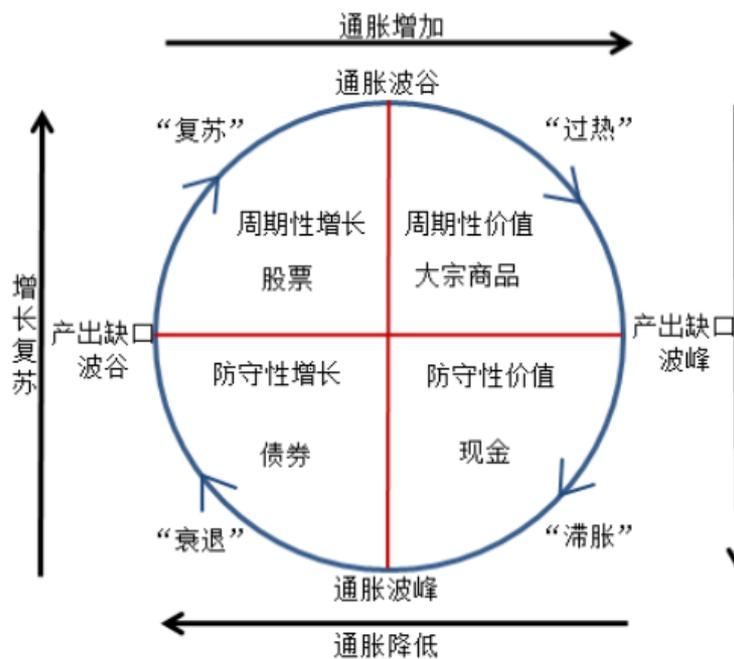


1. 2015投资市场回顾

2. 2016年宏观经济关键词

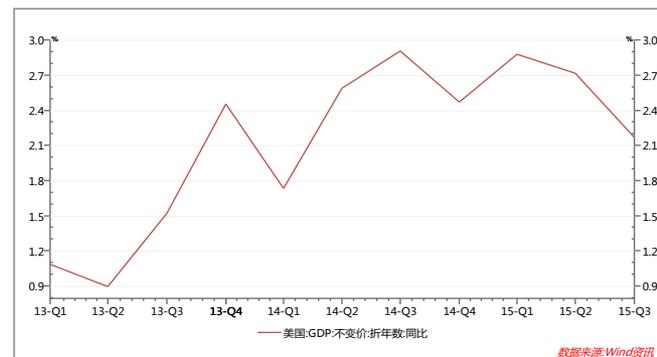
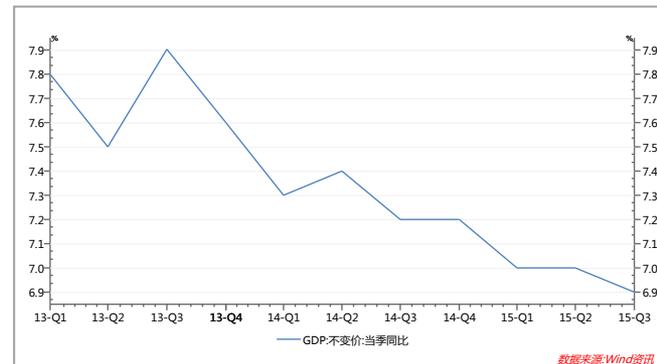
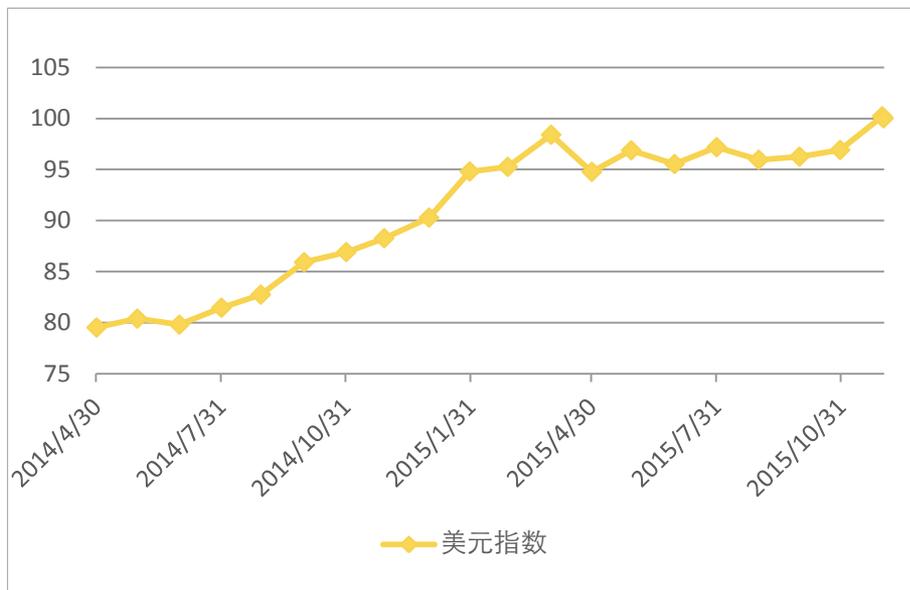
3. 2016年投资机会分析

- 多数机构预计，2016年经济仍将探底。上半年经济季度增速继续下滑概率大，下半年则可能出现弱改善。尤其在增速下行到6.5%附近后，拐点也将逐步临近。
- 经济拐点预期到来，必将带来主要上市公司的盈利拐点预期，进而催生出资本市场的重要拐点。资本市场一般提前3到6个月出现拐点，明年大概率出现在二季度。
- 上证指数3000点之下是较为安全区域，4000点上方又是较重压力区，全年股指大概率在此区间运行，极限波动区间在2800点到4200点。
- 明年的板块行情，微利甚至长期亏损的传统行业，经济拐点带来的盈利改善边际效应最为突出，由于股价长期下跌，将存在较大的机会。重配低PB的制造业和资源行业。
- 低PE的传统高盈利行业，盈利增速面临巨大挑战；高PE的新兴行业，估值偏高对盈利增长要求更高。因此明年或都不占据优势。



美银：人民币明年或贬值10%，实际高估或达30%

高盛：人民币与美元脱钩并大幅贬值是明年最大风险



人民币紧盯美元导致一年内被动升值20%

我国经济处于下行周期，汇率疲软真实反应经济美国经济处于上行周期，美元强势有基本面支撑美元即将进入加息周期，人民币仍处于降息周期人民币紧盯美元，周期不同步过程中，劣势表现的非常突出。

人民币被纳入SDR后，具备了国际储备和交易货币的硬通货地位，与美元脱钩的条件逐渐成熟。在SDR篮子货币中，不仅美元，欧元、英镑、日元都实行独立的汇率政策。



长远来讲，人民币必与美元脱钩

- 作为储备货币，必须要有自身的定价；
- 跨入国际硬通货行列目的也是独立定价；
- 脱钩美元独立定价才可避免美元兑付危机；
- 脱钩美元方可顺应自身经济周期定价；
- 汇率政策独立是大国金融政策独立的一环。

□ 继续放开汇率双向波动区间，以体现市场化改革努力

即期汇率围绕央行公布的中间价 $\pm 2\%$ 波动，虽然因波动达不到而没有什么约束力，但是放大波动区间，仍是体现市场决定汇率的必然。这犹如今年放开存贷款基准利率上下限一样。

□ 央行将实质性依托即期外汇交易市场形成中间价，进而实质性迈向汇率市场化

8月汇改最大的动作是改变央行公布的中间价形成机制，由过去央行基本不考虑即期市场汇率决定次日中间价，改为参考即期外汇市场收市价定出次日中间价。这是人民币汇率迈向市场化定价非常重要的一步。

□ 在即期外汇市场形成中间价机制成熟平稳之后，央行减少市场干预允许适当贬值

8月以后，央行频频干预即期外汇交易市场收盘价，并且干预离岸人民币市场，再通过据此得出的中间价和波动区间，来维持人民币汇率相对稳定。这种干预，也付出了外汇大量流出的代价，尤其在人民币被高估之际。央行未来可能减少这种高成本、又有悖经济规律的干预，允许人民币在可控范围内适当贬值。

□ 人民币被纳入SDR，并非承诺不贬值，人民币未来波动将更加自信

IMF在评估人民币报告中，从来就没有人民币汇率稳定的要求。人民币被纳入SDR，说明中国的经济规模和金融政策都已经达到较高的水平。用伯南克的话说，人民币被戴上了小红花。未来只会在市场化道路上更加自信、更加独立。人民币暂时还不可能脱钩美元，但是适当调整构成汇率的货币篮子，降低美元比重，达到渐进式脱钩，应该是必然的。

10月1日是人民币正式入篮的日子，此前汇率市场化再迈一大步极其有可能。

□ 贬值压力的确存在，贬值预期难以消除

人民币贬值压力来自经济下行压力，明年上半年这个压力仍将有增无减。下半年是否会减轻压力，取决于经济拐点能否显现。

□ 人民币贬值压力将是资产价格压力的重要来源

05年启动汇改以后，人民币升值的同时，股市、房市都走出波澜壮阔的大牛市。8月以后，人民币切换到了贬值模式，股市出现一轮暴跌。本币贬值——股市暴跌，这个逻辑链条的确是存在的。

□ 明年人民币大概率有一定幅度的贬值，时间上是缓慢渐进的

由于外汇市场中间价已经由市场决定，央行依托用外汇储备干预即期市场收市价，来稳定汇价。这个干预成本比直接定中间价昂贵了很多，也要求央行基本尊重市场定价，不可能让汇率长期大幅高于真实汇率。因此人民币未来贬值可能是缓慢的，再来一次如8月的一次性贬值的可能性不大。

□ 累计贬值幅度达到4%以上，资本市场可能承受不住压力而下跌

股市的涨跌也不会跟汇市的小幅涨跌同步，因为有多种因素作用资本市场，作为影响因素之一的人民币汇率贬值幅度达到一定程度，股市才可能产生由此引发动荡。8月人民币汇率一次性贬值4%，引发股市下跌近30%。如果明年人民币汇率出现类似幅度贬值，股市可能再起动荡。

基于以上的分析判断，我们认为16年资本市场具有两条投资主线

- **主线一**：等待经济拐点及随之的盈利拐点，挖掘亏损行业的边际改善机会。
- **主线二**：深化供给侧改革过程中的结构性板块机会。
- **风险一**：人民币走更独立自信的汇率形成之路，顺势贬值或与美元脱钩。
- **风险二**：注册制改革迅猛推进，真实供给或供给预期超出市场承受能力。

等待经济拐点及随之的盈利拐点，挖掘亏损行业的边际改善机会

- 动力之一：加大僵尸企业的淘汰力度，降低产能过剩行业的竞争压力；
- 动力之二：持续降息对于高负债行业财务成本下降的累积效应；
- 动力之三：营业收入同比上升拐点带来的盈利大幅改善；
- 动力之四：利润处于亏损或者微利状态的低基数效应。

四股动力，导致15年处于微利或者亏损行业，在16年某个时点有巨大的盈利改善边际效应。

排名	指数名称	市盈率	市净率	每股收益	每股净资产	净资产收益率[%]
1	其他采掘Ⅱ(申万)	-31.17	2.98	-0.26	2.75	-9.55
2	工业金属(申万)	-55.26	2.32	-0.15	3.54	-4.19
3	造纸Ⅱ(申万)	-1,393.08	2.71	-0.01	3.09	-0.19
4	船舶制造Ⅱ(申万)	356.59	3.09	0.04	4.15	0.87
5	钢铁Ⅱ(申万)	72.70	1.23	0.07	3.94	1.69
6	化学原料(申万)	133.84	3.62	0.08	2.82	2.70
7	黄金Ⅱ(申万)	49.67	3.30	0.13	1.95	6.65
8	光学光电子(申万)	67.16	3.17	0.13	2.82	4.72
9	玻璃制造Ⅱ(申万)	82.45	3.78	0.14	3.07	4.58
10	专业零售(申万)	97.89	3.90	0.16	3.90	3.98

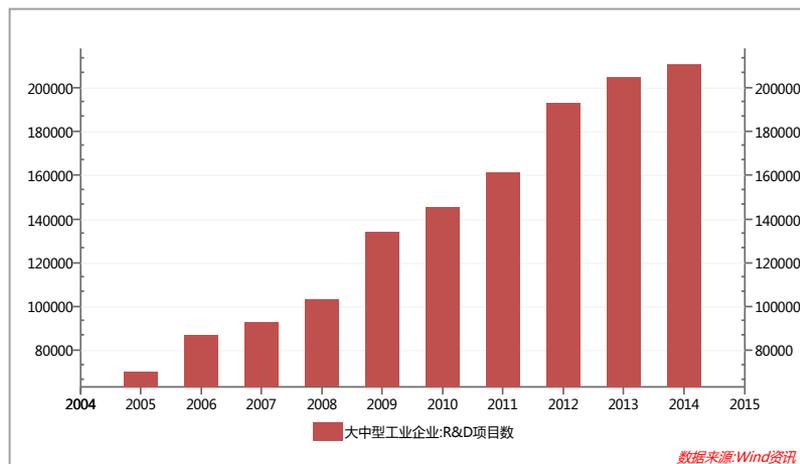
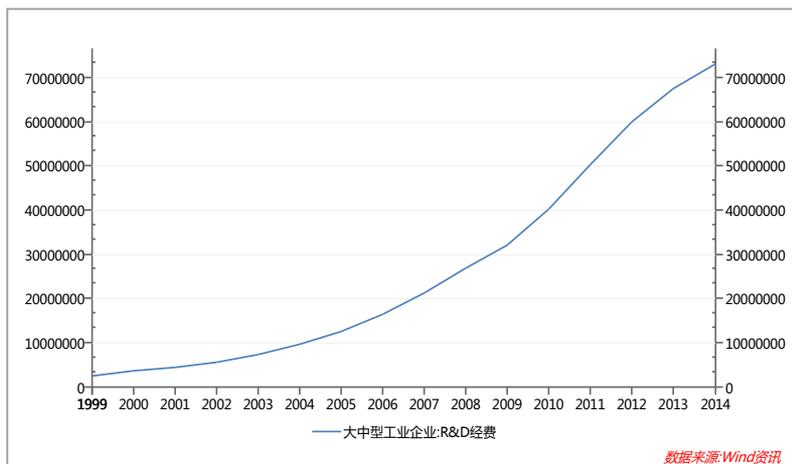
深化供给侧改革带来的行业板块结构性机会

□ **动力之一**：对传统制造业，淘汰僵尸企业和扶持龙头企业并举，形成利润中心。

排名	指数名称	成分个数	市盈率	市净率	每股收益	每股净资产	净资产收益率[%]
1	化学制品(申万)	158	71.04	4.62	0.25	3.82	6.50
2	房地产开发Ⅱ(申万)	132	25.78	3.14	0.48	3.90	12.20
3	专用设备(申万)	116	69.59	3.17	0.18	3.98	4.56
4	计算机应用(申万)	106	102.97	10.00	0.31	3.23	9.72
5	通用机械(申万)	100	83.53	4.82	0.23	3.99	5.77
6	汽车零部件Ⅱ(申万)	79	29.20	3.83	0.69	5.23	13.10
7	化学制药(申万)	68	54.76	4.94	0.44	4.91	9.02
8	电力(申万)	62	18.57	2.34	0.48	3.77	12.62
9	高低压设备(申万)	61	67.06	4.98	0.23	3.05	7.42
10	通信设备(申万)	59	71.34	6.12	0.30	3.52	8.57
11	中药Ⅱ(申万)	58	35.91	5.03	0.62	4.43	14.00
12	一般零售(申万)	49	30.51	2.97	0.50	5.10	9.74
13	综合Ⅱ(申万)	48	110.39	5.88	0.15	2.80	5.33
14	白色家电(申万)	47	15.61	3.23	1.37	6.60	20.72
15	电源设备(申万)	47	53.63	4.10	0.23	3.03	7.65
16	家用轻工(申万)	44	68.13	6.27	0.29	3.14	9.20
17	工业金属(申万)	43	-55.26	2.32	-0.15	3.54	-4.19
18	服装家纺(申万)	43	39.79	4.77	0.47	3.93	11.99
19	光学光电子(申万)	43	67.16	3.17	0.13	2.82	4.72
20	计算机设备Ⅱ(申万)	42	65.06	8.39	0.44	3.38	12.90

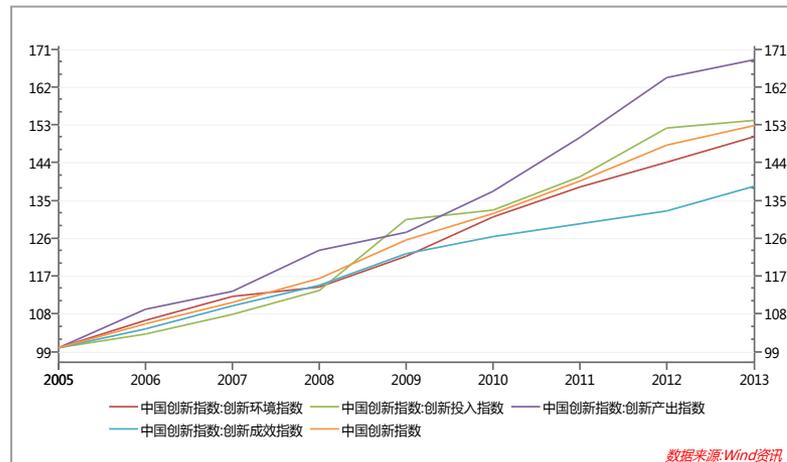
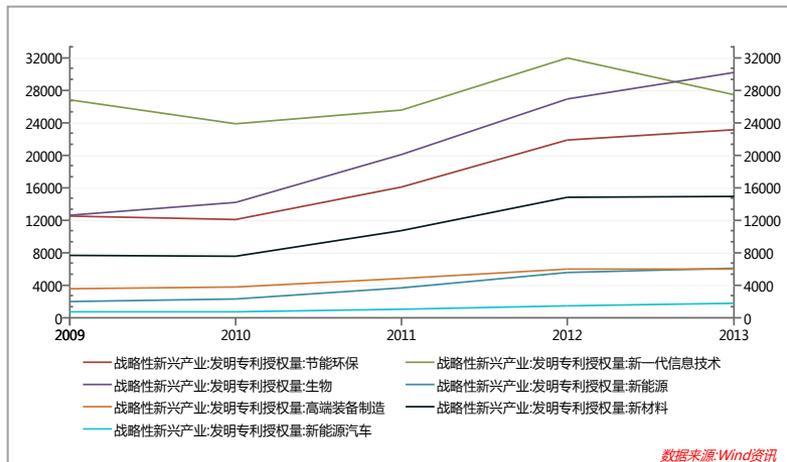
动力之二：推动有实力的传统制造企业转型升级，走产品创新和服务创新引导消费之路措施：加大科研经费抵扣力度，推动有实力的传统企业通过自主创新或者并购有创新能力的企业，走上创新发展之路。

联合国教科文组织最新发布的报告显示，中国研发支出占全球研发支出总额的20%，超过欧盟和日本，**升至全球第二**，仅次于美国的28%。2014年中国研发经费投入总量为13015.6亿元，其中的75%以上来自企业研发支出。



动力之三：扶持七大战略新兴产业，形成新产业龙头企业。

七大战略新兴产业中，生物医药和新一代信息技术发明专利数量最多，节能环保发明专利数量居第三位；但国内外专利比值来看，最高的是生物医药和新能源，说明内外差距不大，形成龙头的可能性也较大。比值最低的新能源汽车和新一代信息技术，说明内外差距还比较大，面临较大的海外竞争压力。



□ **动力之四**：一带一路战略落地，带动新兴优势产业龙头加快走出去。

夏季达沃斯论坛：李克强总理推介中国的高铁、核电、航空、电信等优势产业走出去，对接当地的市场需求。

- ◆ **高铁**：海外高铁进入签约与施工高峰，优势新兴产业走出去形成规模效应。
- ◆ **核电**：新能源产业的优势产业，国家重点走出去的大行业即将结出硕果。
- ◆ **航空**：大飞机、支线飞机已经成为成熟的航空产品，有巨额订单在手。中国航空产品价廉物美，正符合这些国家的需求，中国具备建造各类航空基础设施的能力。
- ◆ **电信**：中国已经有建设和运行大型高速电信网络的能力和 experience。一带一路覆盖的大部分国家网速不及发达国家的十分之一，随着社会的发展，当地具备通信设施建设投入的刚性需求，具有广阔的市场潜力。

“一带一路”覆盖国家人口达到46 亿，相当于多出来2.5个中国的市场，空间十分巨大。相关行业的景气度将随着一带一路战略的铺开、合作项目的推进而提升，是一带一路战略的真正受益者。

THANK YOU

Add:上海市吴淞路218号宝矿国际大厦35楼 (200080)
35/F,BM Tower No.218 Wusong Rd,HongKou District,Shanghai,China (200080)
Tel:(021)26010999 Fax:(021)26010808 www.dbfund.com.cn