

事件推动阶段性行情

2016年 德邦基金年中策略报告

2016.07



- 今年上半年债市上涨乏力，股市大跌20%。导致全盘皆墨的原因是，支撑资产价格的基本面出现了重大变化：经济低迷依旧，但是利率走向预期、股市监管力度、汇率贬值压力都已经积累到相当程度。
- 6月是坏消息最密集的时段，上证指数始终在2900点上下徘徊，抗压性显著增强。在熊市中，利空往往被放大，当市场转变到对利空无动于衷，是市场底临近的典型特征。
- 进入市场底，市场涨跌受经济因素影响度下降，受事件因素影响度加大。下半年应该关注可能影响市场大起大落的非经济因素。G20峰会将于9月初在杭州召开，是年内最重大的国际性事件。
- 宏观背景：国内经济仍然延续偏弱势头，传统制造业需求不足；海外美国一枝独秀，但是回归制造业后对其他经济体拉动效果显著减弱，欧洲和日本在低迷之际冒险执行负利率，目前效果还不明朗。
- 下半年壳资源、高估值股价虚火退去后、最活跃的存量资金将另谋出路。积极防御将从新兴消费向传统消费板块回归，传统消费板块的估值优势、成长优势突出。
- 在配置上：以积极防御把握阶段性行情，8、9月份或是下半年阶段性行情的重要窗口期。
- 下半年的风险仍然是不忘汇率波动：如果人民币的确存在严重高估，一旦集中释放，贬值幅度和速度都会超出常规，尤其是四季度需要特别担心。

一、上半年回顾：回升问题多抑制行情

上半年行情夭折源于多重因素

二、下半年展望：事件推动有反弹机会

三季度事件推动机会值得期待

四季度汇率波动又成潜在风险

三、经济背景：经济疲软 继续探底

国内经济，进入去产能调结构最痛阶段

四、投资主线：关注传统防御板块

虚火退却活跃资金另谋出路

传统防御板块或再演估值神话

五、配置策略：积极防御注意避险

阶段性重仓传统防御

注意汇率波动风险



一、上半年回顾：回升问题多抑制行情



1. 截至6月30日，年初以来各市场指数收益率：

上证指数：-17.22% 沪深300：-15.47% 中小板综：-17.88%
创业板综：-17.92% 中债总财富：1.35%

2. 上半年股市债券市场全盘皆墨：

回顾最近三年，14年上半年债市一枝独秀，14年下半年到15年上半年，债市继续牛市，股市演绎疯牛，股债双牛难得一见。去年下半年债市牛市延续，股市大熊市。今年上半年，债市没行情，股市继续大熊。

降息预期推动债市牛市，大幅降息推动股债双牛，去年下半年仍有降息和预期在，债券还能继续上冲，但是股市泡沫破灭。今年上半年通胀压力回升，降息已无可能，债市上涨乏力，股市则陷入经济低迷漩涡。

今年上半年股市大跌，还有普跌特性，是系统性风险导致。前几年，创业板总能领先几个点，甚至出现正收益。但是今年上半年市场平均大跌18%。导致全盘皆墨的原因是，支撑股市上涨的基本面出现了重大变化：经济低迷依旧，但是利率走向预期、股市监管力度、汇率贬值压力都已经积累到导致股市大跌的程度。

注：以上数据来自大智慧

3. 上半年行情夭折的多重原因:

• 通胀预期到滞涨风险

CPI自去年10月的1.27%回升至2月的2.3%，速度之快远超预期，引发通胀担忧。经济低迷，再加通胀，就会陷入滞涨陷阱，不但不能降息，还有可能加息。广义通胀要考虑房价，降息可能的确大大降低。年初以来，国际油价从28美元上涨到50多美元，大宗商品一度联袂上涨，引发成本上涨、输入性通胀的担忧。但目前同比仍旧下跌，还不足为惧。明年初将有同比大涨的风险。

• 经济回升持续性差，三月行情无果而终

4月份工业增加值同比增速从3月的6.8%回落至6%，固定资产投资4月同比增速从3月的11.1%下滑至10.1%，远低于预期的11.5%；社会消费品零售总额名义同比增速从3月的10.5%下降至10.1%，大大低于预期的10.7%；金融机构新增信贷5556亿，环比与同比分别少增1523亿和8144亿，大幅不及预期。社融本月新增7510亿，环比少增1.58万亿。

二、下半年展望：事件推动有反弹机会



• 坏消息来袭，市场不跌就是好消息

6月是坏消息最密集的时段，先是纳入MSCI预期落空，后又有最严资产重组新规征求意见，外储下跌、社融不及预期等一系列坏消息。但是，上证指数始终在2900点上下徘徊，抗压性显著增强。在弱势市场中，利空往往被放大，当转变到对利空无动于衷，是市场底临近的典型特征。

• 股市进入市场底，行情对经济的依赖度会下降

经济处于去产能、调结构的最艰苦阶段，季度增速将再创新低，是市场预期。这种预期已经在市场中得到体现，传统产业估值低、交易清淡，银行板块持续横盘、估值起不来，都对传统产业的风险有所体现。不出意外事件，不至于出现受传统产业冲击而大跌的情形。市场进入市场底，实际上就是对于宏观负面因素充分体现，常规利空不足以大幅打击市场。因此，市场涨跌受经济因素影响度下降，受事件因素影响度加大。下半年应该关注可能影响市场大起大落的非经济因素。

• G20峰会是目前可预期的重要事件

G20峰会将在9月初在杭州召开，是年内最重大的国际性事件，国家十分重视，从近年来逢大事股市异动的情况来看，G20峰会前应该是下半年重要机遇期。G20峰会由一系列会议组成，不是一个独立事件，利好效应持续时间长。

• 10月1日人民币正式加入SDR前，人民币预计稳定

最近一次雅各卢布对中国汇率政策的评论认为：中美已经在人民币汇率上达成了共识。意味着去年底以来的人民币汇率波动，获得了主要贸易伙伴的认可。人民币紧盯一篮子货币和美元指数（其实也是一篮子货币）双向波动，使这半年多以来的汇率走势有据可依，减少了人为干预的嫌疑。正式纳入SDR以前，这个轨迹将很好延续。

• 人民币汇率高估累积的风险将可能在四季度后期释放

人民币是否高估，看国际资本的取舍，国际资本取则说明低估、国际资本舍的说明高估，市场是衡量一种货币真实价值最有用的天平。五月外储下降279亿美元，当月贸易顺差500亿美元，当月实际使用外资大约在100亿美元，金融系统外汇存款下降88亿元，综合算下来5月热钱流出967亿美元。接近去年热钱流出最猛的年底水平。数据说明，人民币被国际资本大规模抛售，贬值预期强烈。

• 贬值压力最可能在四季度后两个月集中释放

9月3日G20会议之前，为了避免汇率议题分散其他更重要议题的注意力，人民币保持相对稳定实属必要；10月1日人民币正式加入SDR前，为了减轻加入SDR阻力、增强国际社会对人民币信心，维持人民币相对稳定也十分必要；但是如果人民币的确存在严重高估，后面四个月国际热钱极其可能利用央行硬撑汇率之际套利，加剧人民币贬值压力。一旦集中释放，贬值幅度和速度都会超出常规。

三、经济背景：经济疲软 继续探底

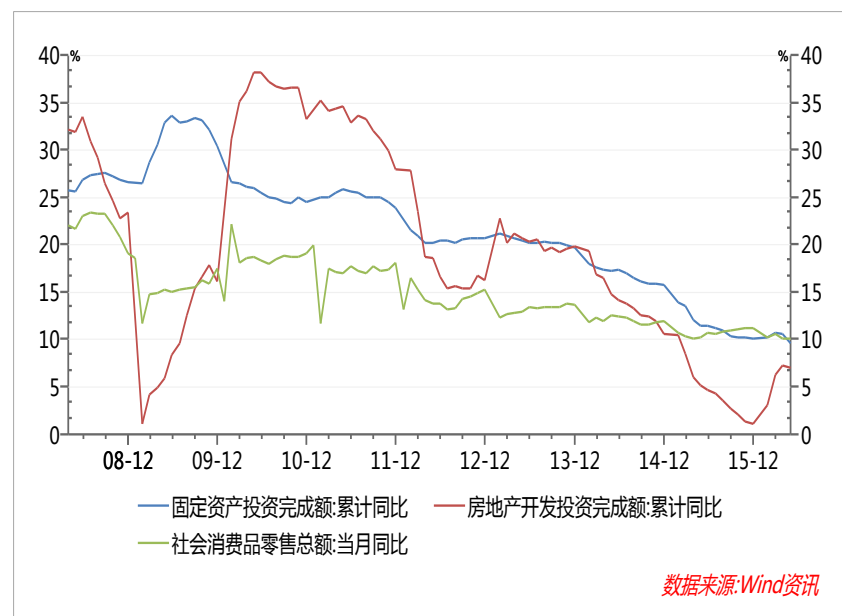
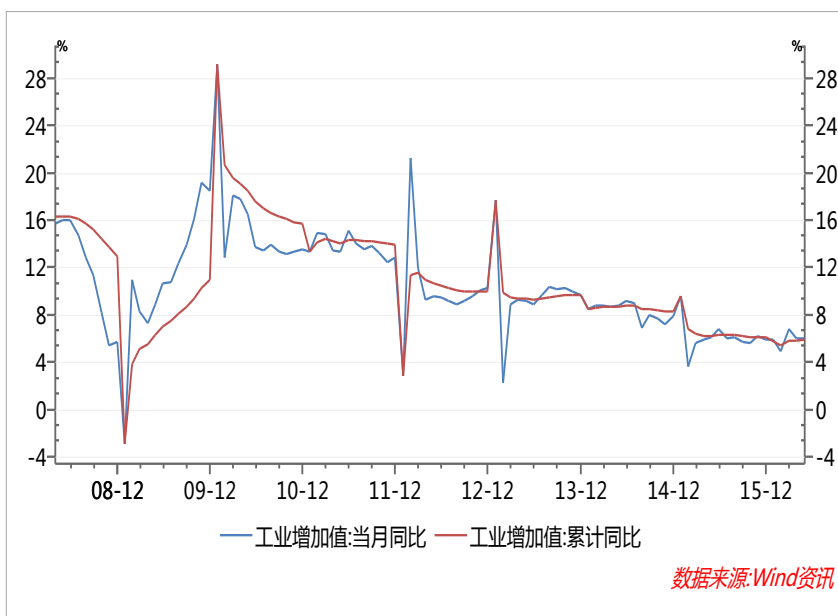


经济L型新常态毋庸置疑

- 权威人士五月初发文，再度确认经济增速L型，不要有V型和U型预期。

供给端：工业增速持续下台阶，起色不大。

需求端：投资和消费都低迷不振，房地产投资回升可能昙花一现。



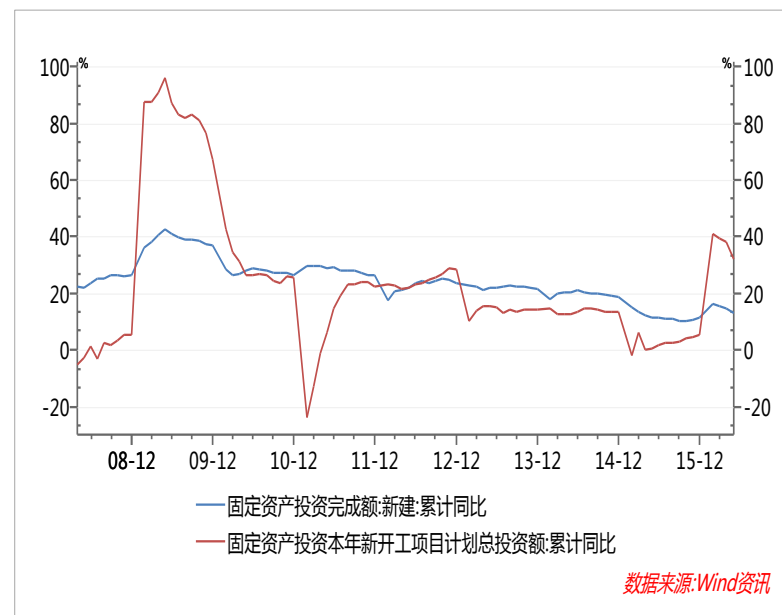
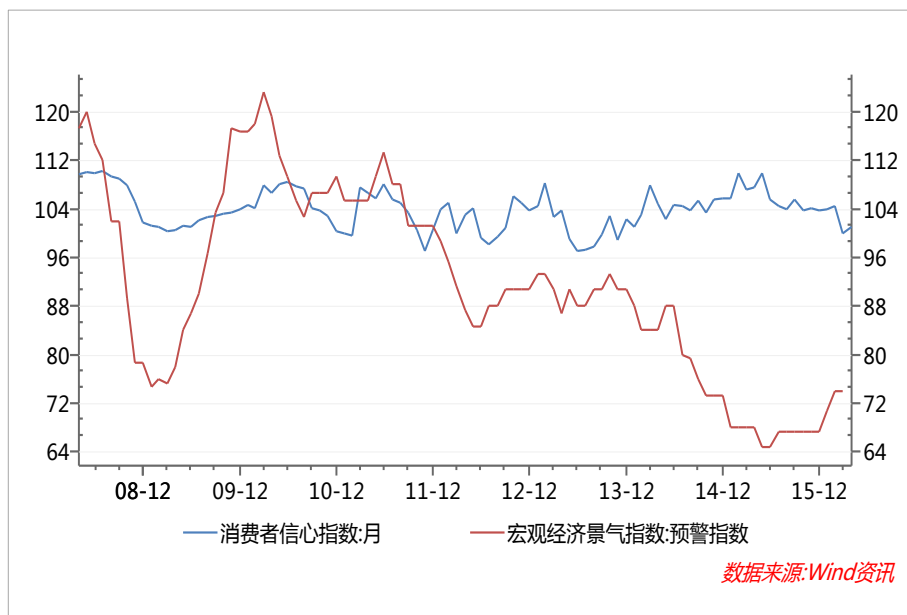
• 内需

消费者信心指数持续下滑，处于08年以来的低位水平。

宏观景气预警指数虽有回升，但是头很弱，处于08年以来的低位水平。

固定资产投资新建项目完成额因基数效应年初回升后持续半年下行。

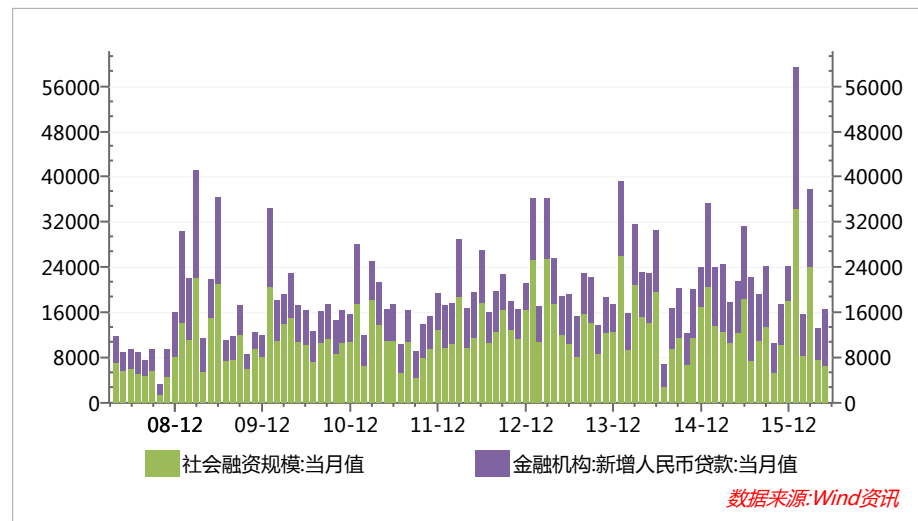
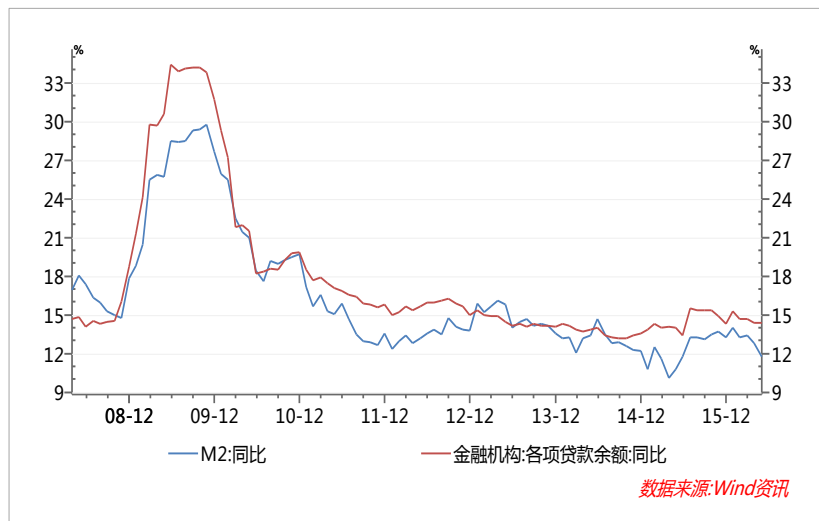
固定资产投资新开工计划投资额年初回升也仅仅是因为基数效应，持续下滑。



• 金融支持

二季度金融机构各项贷款余额增速持续低位徘徊落；M2增速也在同期回落。基础货币投放和货币创造都十分疲软。

上半年社会融资规模大起大落，二季度显著偏低的社融总规模和新代增量，显示出实体经济融资欲望不强。金融资源投放是实体经济增长的基础，金融数据低迷，基本可以判断三季度经济难以显著改善。由于房价大涨，广义通胀事实存在，降息可能性较小。



• 经济可以用繁荣来形容

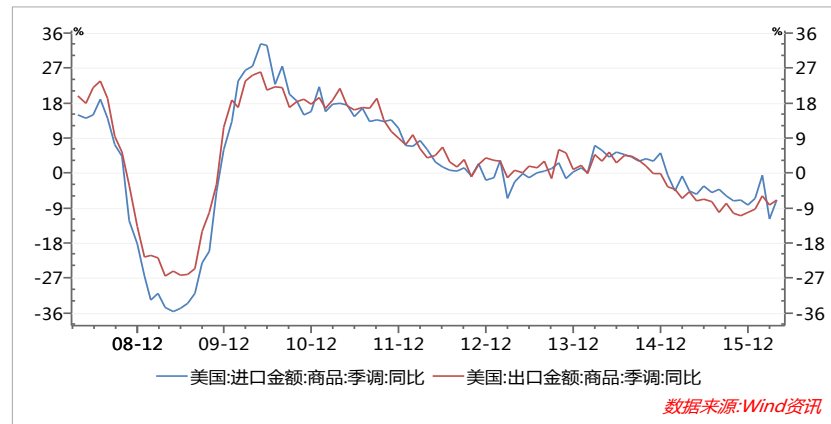
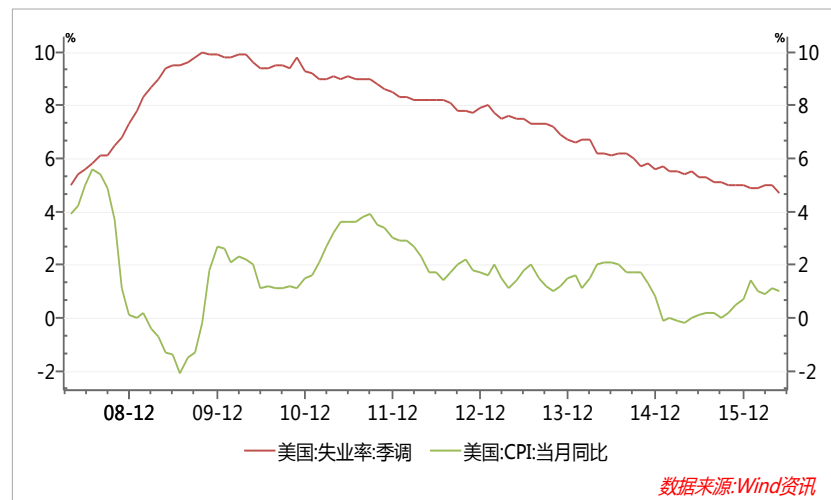
美国失业率连续5个月在5%及以下，七年以来最低水平，5%被认为是不会导致通胀的最低失业率水平。

美国的通胀目标是2%，目前仅1.1%，还远离通胀目标。各国都为价格远离通胀目标而努力，美联储设定通胀目标是为了保持经济活力、避免陷入通缩。

美国经济处于低通胀的充分就业状态。

美国这轮繁荣对于进出口的依赖程度大大降低，表现为进出口都没有显著放量背景下的繁荣。这是美国回归制造业后的新态势。

对于他国经济的影响就是，其他各国经济难以在美国繁荣中受益，包括欧日等传统贸易伙伴和中国等主要进口来源国。

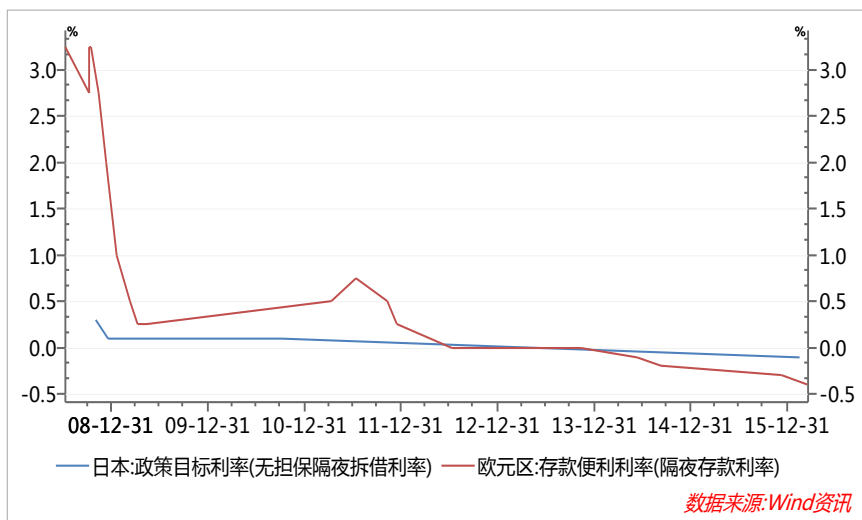


• 欧洲、日本

日本2月16日宣布将基准利率下降到-0.1%，欧洲央行在3月16日将基准利率降至-0.4%，负利率在两个发达经济体出现。历史上出现过0利率，没有出现过负利率。

令日本央行始料不及的是，日元执行负利率后，日元大幅升值，目前升值幅度已经达到12%；欧元执行负利率后，兑美元相对平稳，没有显著升值和贬值。由此可见，息差不是导致一国货币币值的主要因素，套息交易影响实际上极其有限。

负利率到底会带来什么？政策目标无疑是促使储蓄转变为投资和消费，效果到底如何？由于时间太短，目前还看不出来。日本有些信心指数的确回升，景气动向先行指标从二月的27回升到5月的55，不过这个指数原本就波动很大；其他先行指标变化都不大。欧元区各项调查指数变化也不明显。



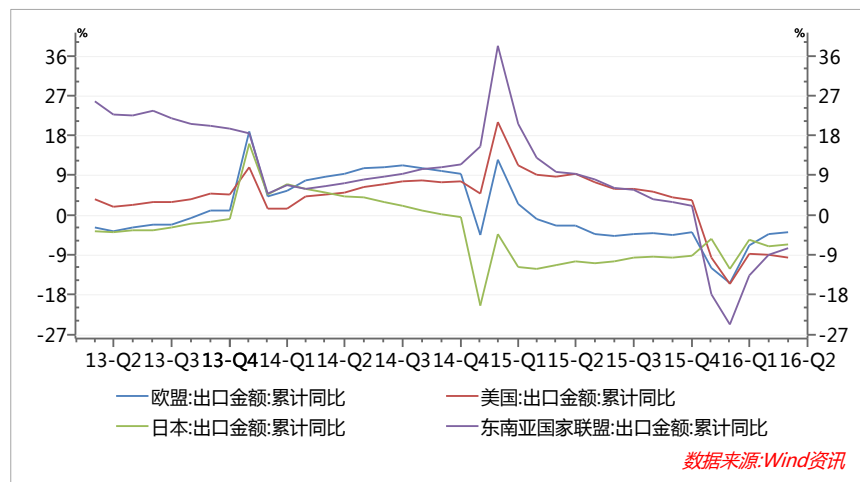
• 中国出口：同比全面回落

对美：接近两位数负增长。

对东盟：年初回落25%，最近回落7%。

对日：持续28个月负增长，最近下降7%。

对欧盟：连续12个月负增长，最近下降4.4%。



宏观总结

国内经济仍然延续偏弱势头，传统制造业需求不足，导致供给端低迷，现有产能利用率低，制造业投资积极性也很低，从投资和融资数据都得到验证。

海外经济美国一枝独秀，但是回归制造业后对其他经济体拉动效果显著减弱，欧洲和日本在低迷之际冒险执行负利率，目前效果还不明朗。我国对主要贸易伙伴出口都同比下降，外需不足增大经济压力。

四、投资主线：关注传统防御板块



• 壳公司：最严借壳新规将之价值推向零值

除原有的总资产100%变更外，再加营业收入、净利润、净资产及对价股份占交易前总股本等四项，五项指标任一指标100%变更都构成借壳，另即使五项指标变更都未超100%，但证监会认定主营业务变更同样构成借壳，都等同IPO标准审核。这大大增加了资产重组规避借壳的难度。

明确借壳不得募集配套资金，意味着必须现金收购资产，原来的定向增发收购资产的惯用模式将无法施展。

另外，上市公司或其实际控制人三年内有违法违规行为或一年内被交易所公开谴责的，不得卖壳，据统计有30多家壳公司直接被此新规打入冷宫。

• 高估值新兴产业：依靠外延并购扩张有极限

明确创业板不得借壳，创业板公司收购资产需要规避借壳红线。

中小市值公司估值严重偏高。创业板综指仍有72倍PE,中小板综指仍有56倍PE。

热门板块估值很高：军工估值144倍，半导体估值113倍，计算机应用估值81倍，互联网传媒估值71倍。

• 市场整体估值偏高：102个二级子行业，有63个子行业估值在40倍以上

强周期行业处于估值最高行列，业绩不佳甚至亏损，导致PE估值奇高。

• 大波动后的活跃资金策略十分灵活

去年，市场大波动中得以逃脱，面临变局果断处置，这批资金成为近一年以来的市场主流资金。

大波动后，市场热点全面转向投机性很强的概念炒作，炒壳公司是这种概念炒作的最集中体现。去年九月拉动创业板指数反弹64%，然后又任由该指数在年初大跌回原地，可见其风格彪悍、出手极快。

这批资金集中流向某一板块，都将在该板块掀起狂风巨浪，去年创业板如此，今年的壳资源炒作同样如此。把握这些资金流向，在存量博弈时期，有着比价值判断更为现实的作用。

存量资金一旦从某一大概概念撤离，会引发这一板块大跌；一旦新进某一概念，将引发该板块大涨，涨幅往往超出预期。

• 炒壳资金已经开始另谋出路

从亏损股指数运行轨迹来看，2月初到四月中旬上涨20%，涨幅领先。但自4月中旬以后，快速回落12%，并且在有关中概股回归受限传闻出来后，持续低位徘徊。

从交易来看，换手率也从2%以上，回落到1.2%附近，交易活跃度显著转向。

这些资金的敏感程度极高，对政策理解深入透彻，一旦确认政策红利不多、甚至成为政策打压对象，这些资金会义无反顾的撤离，转向其他战场。这也是它们能从大波动中撤离的原因。

• 跟随这些资金的流向，寻找下一个绿洲

	换手率 [单位] %	涨跌 [单位] 元	收盘价 [单位] 元
时间	亏损股指数(申万)	亏损股指数(申万)	亏损股指数(申万)
2016-01-08	3.3281	34.38	3753.36
2016-01-15	2.335	-139.67	3291.82
2016-01-22	1.92	53.47	3364.64
2016-01-29	1.9974	93.95	3063.73
2016-02-05	1.676	-15.09	3163.42
2016-02-19	2.1013	17.41	3383.54
2016-02-26	2.278	-12.52	3216.59
2016-03-04	2.8769	-92.37	3176.01
2016-03-11	1.4139	-14.57	3110.64
2016-03-18	3.0652	118.35	3368.39
2016-03-25	1.8391	32.14	3445.78
2016-04-01	1.9325	-7.13	3469.9
2016-04-08	2.1274	-21.14	3494.22
2016-04-15	2.1838	5.85	3653.57

	换手率 [单位] %	涨跌 [单位] 元	收盘价 [单位] 元
时间	亏损股指数 (申万)	亏损股指数 (申万)	亏损股指数 (申万)
2016-04-22	1.6547	20.89	3453.45
2016-04-29	1.143	3.01	3456.82
2016-05-06	2.3993	-133.51	3426.29
2016-05-13	1.2254	-1.68	3204.44
2016-05-20	1.1603	24.22	3211.08
2016-05-27	1.1572	3.4	3235.33
2016-06-03	1.6552	-3.62	3402.64
2016-06-08	1.2942	-19.46	3393.5
2016-06-17	1.4554	24.5	3367.73
2016-06-21	1.2169	0	3344.93

数据来源：Wind资讯

• 防御从新兴消费转向传统消费

新兴消费估值太高，失去防御性。比如电影指数股灾之初115倍PE,三轮股灾后跌到50倍PE，当前在60倍PE附近起伏。电影消费是近年增长最快的行业，是新兴消费的代表，但是其在牛市中充分炒作后，同样需要消化高估值。

传统消费估值相对合理，稳定性良好，过去市场低迷时都是防御性行业。比如：国证白酒指数PE在牛市最高点20倍，三轮股灾后估值跌到18倍附近，当前估值在22倍左右。

白酒行业是传统防御板块中最核心的部分，但由于受八项规定沉重打击后，股价长期表现欠佳，但是年初以来却有明显的复活特性。

传统的防御板块还有医疗保健、旅游休闲,生物制药,食品饮料,商业零售,白色家电、农业化肥种子类等，估值弹性最大的是生物医药、医疗保健。

时间	国证白酒R	国证电影R
2016-01-29	17.3754	56.6798
2016-02-05	17.5834	59.4042
2016-02-19	17.4761	61.7581
2016-02-26	18.0398	57.2694
2016-03-04	19.497	49.3854
2016-03-11	19.0571	51.7525
2016-03-18	19.1416	57.7441
2016-03-25	20.7328	57.5271
2016-04-01	20.5275	56.6259
2016-04-08	20.4969	54.6776
2016-04-15	20.4367	57.8351
2016-04-22	20.0288	52.1113
2016-04-29	19.3668	63.3208
2016-05-06	19.6033	61.5205
2016-05-13	19.7319	56.01
2016-05-20	19.6362	57.7849
2016-05-27	19.5326	59.7352
2016-06-03	21.6544	64.0269
2016-06-08	21.169	62.8404
2016-06-17	21.9795	61.1657
2016-06-21	21.7188	60.866

- 在估值合理的行业寻找盈利稳定的公司

时间	生物制品 II(申万)	医疗器械 II(申万)	食品加工(申 万)	饮料制造(申 万)	白色家电(申 万)	种植业(申万)	一般零售(申 万)	旅游综合 II(申万)
2016-06-17	52.87	68.45	28.4	27.18	15.14	79.13	36.49	55.68
2016-06-08	53.07	67.87	28.85	26.33	15.18	77.95	36.77	56.25
2016-06-03	53.62	68.52	29.04	26.8	15.17	78.23	35.41	56.31
2016-05-27	51.83	64.07	27.39	24.41	14.47	74.16	34.94	56.66
2016-05-20	51.75	63.33	28.11	24.53	14.46	72.88	34.88	55.9
2016-05-13	52.04	61.69	28.27	24.79	14.54	74.94	35.39	56.58
2016-05-06	52.2	65.43	28.11	24.74	14.72	77.31	37.1	58.86
2016-04-29	52	66.5	29.66	25.89	15.58	77.1	35.06	59.26
2016-04-22	52.25	66.73	29.08	25.89	14.36	76.55	34.45	58.21
2016-04-15	54.94	72.16	30.23	26.29	14.69	80.17	36.11	59.55
2016-04-08	52.53	68.29	29.36	25.99	14.34	76.54	34.26	57.73
2016-04-01	52.33	67.53	29.65	25.96	14.38	80.86	33.2	57.69
2016-03-25	52.76	69.14	31.21	26.09	14.37	81.25	32.19	57.83
2016-03-18	52.16	68.2	30.88	24.42	14.05	86.61	31.31	57.38
2016-03-11	48.01	58.75	29.08	23.82	13.36	83.93	28.83	54.23
2016-03-04	47.85	58.74	29.87	24.27	13.47	85.93	29.64	53.68
2016-02-26	49.56	61.23	28.54	22.9	13.29	83.59	30.23	56.33
2016-02-19	52.9	65.37	29.9	22.78	13.88	88.07	32.5	58.8
2016-02-05	50.29	62.5	29.1	22.56	13.51	84.47	31.06	57.95
2016-01-29	48.68	59.88	28.47	22.16	13.47	80.23	30.23	54.59

五、配置策略：积极防御规避风险



• 阶段性行情契机

7月披露上半年经济数据，季度增速渐次下滑应该在预料之中，二季度增速大概在6.6%左右。经济数据对于股市投资热钱的激发能力有限；

8月以后进入G20会议档期，重大事件的激发效应将显现；

8、9月份或是下半年比较重要的时间段，是阶段性行情的重要窗口期。

• 当前有利的信息

国家对于行情的掌控能力显而易见，对于指数的调控上半年多次出现；

国家稳住大势、甚至适当引领市场上涨，市场存量资金就具备了较好的市场环境，积极参与到少数几个板块炒作，很容易出现赚钱效应；

• 风险考量

- 一：宏观基本面决定股市难以持续上行
- 二：风险积累和诱因爆发存在必然性
- 三：阶段性机会有突出的结构性特征
- 四：存量资金博弈，规避结构性风险

• 系统性风险

首推汇率风险，去年八月与今年一月，股灾的第二轮、第三轮都由贬值引发。

汇率风险的特征是长期积累、快速释放，如果不能在长期积累过程中甄别风险、在快速释放阶段就可能深陷泥足、损失巨大。

汇率风险爆发有迹可循，只需要时刻注意，及时对汇率政策作出反应就可以规避。

其他系统性风险，是经济超预期的下滑，宏观数据远低出预期。目前来看，发生概率不大

结构性风险：

高估值板块挤泡沫风险：壳公司、创业板估值严重偏高，政策挤泡沫非常坚决，估值风险不容忽视。

传统产业处于去产能最痛苦阶段，降杠杆、核资产都将对一些僵尸企业和上市公司部分资产构成损失。微观上需要逐家公司甄别风险。总体来看，传统产业盈利暂时还看不到拐点，估值回升动力也不足，风险大于机遇。

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