



德 · 助 天 下

# 面临政策压力

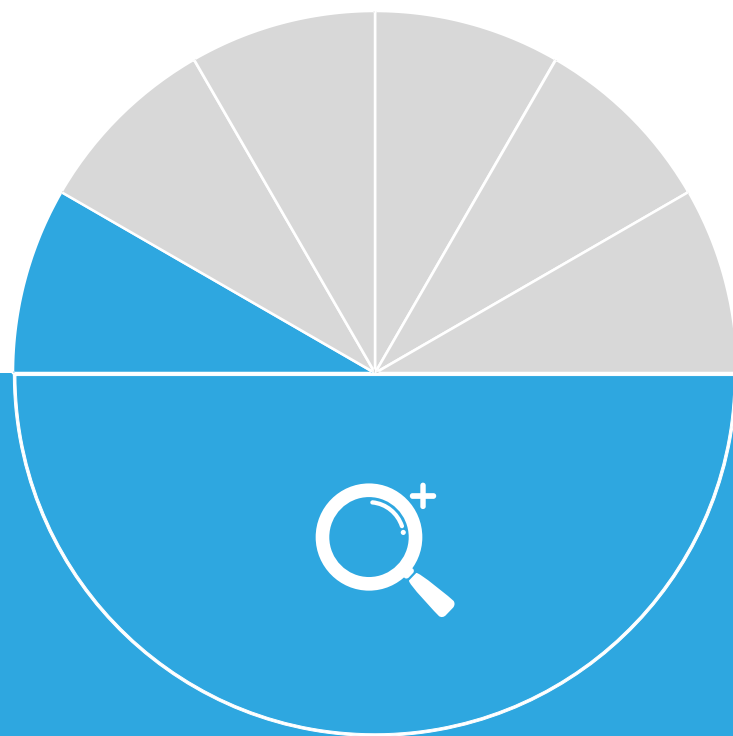
2016年德邦基金四季度策略报告



## 目录页

Contents Page

- 一、央行年内降准降息预期下降
- 二、人民币年内还有较大贬值空间
- 三、房价上涨对经济和股市都构成挤出效应
- 四、股市四季度面临较大政策压力
- 五、债市走强空间有限
- 六、破解困局期待改革提速



## 一、央行年内降准降息预期下降

## 1.1 年中降准降息预期的来头

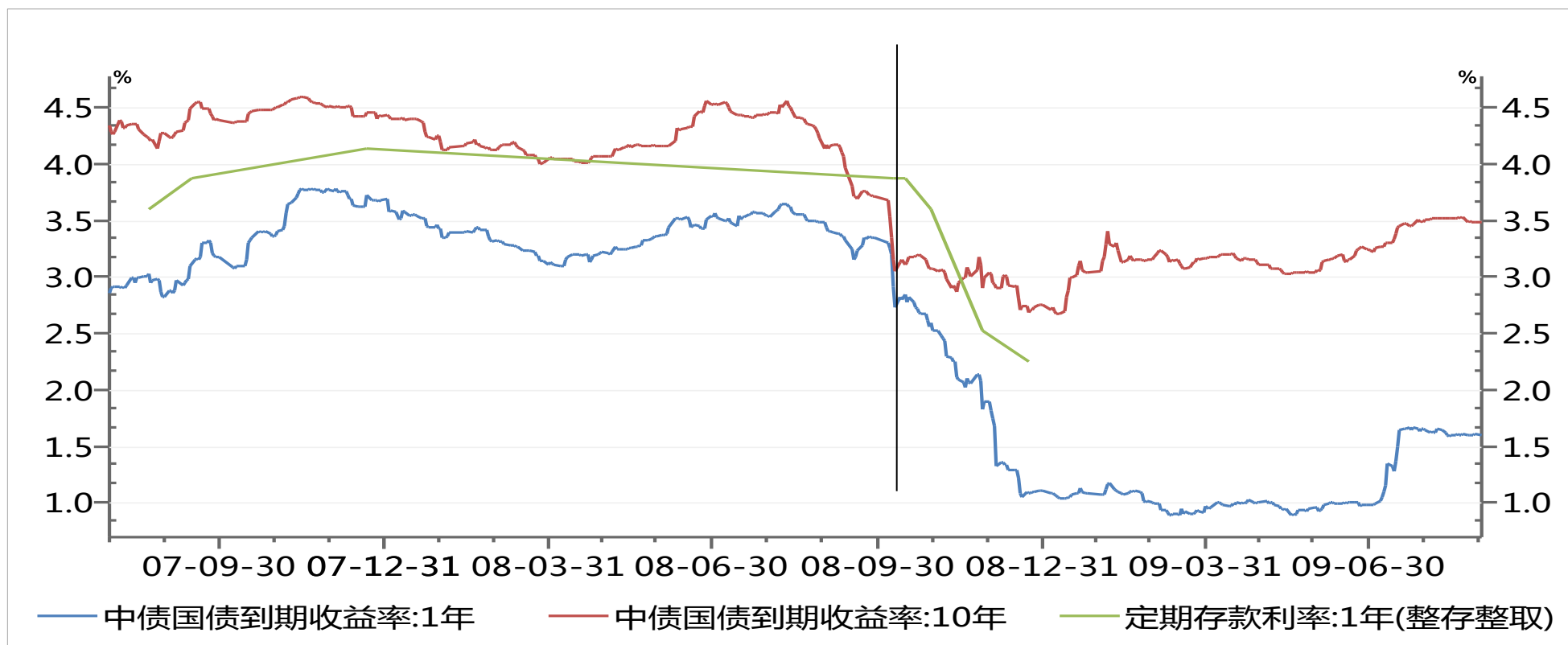
- 降息预期再起：国债收益率持续下行
- 降准预期再起：M2增速持续创新低
- 降准降息由头：投资增速大幅下滑



数据来源：Wind资讯，中国债券信息网，统计时间截至：2016年9月28日

## 1.2 降息：受制于房价和物价

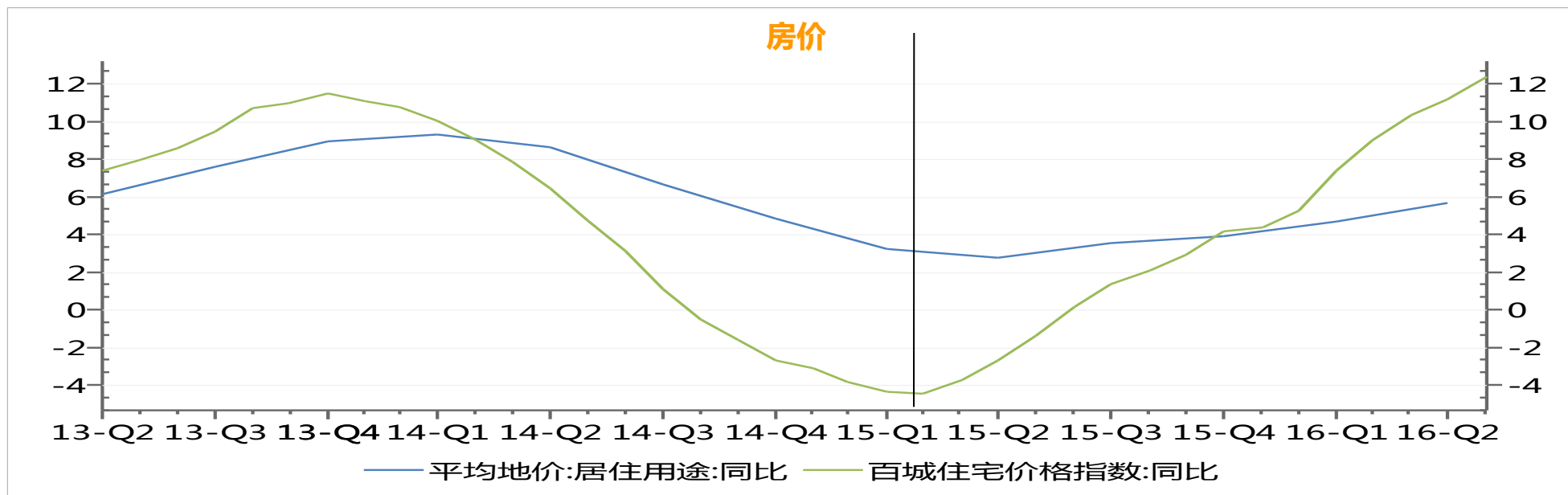
- 08年下半年降息，长端利率先下，短端利率在降息后下的更快更多14年降息前后也是，短端利率下更大。



数据来源：Wind资讯，中国债券信息网，统计时间截至：2016年9月28日

## 1.2.1 关于利率的几点结论

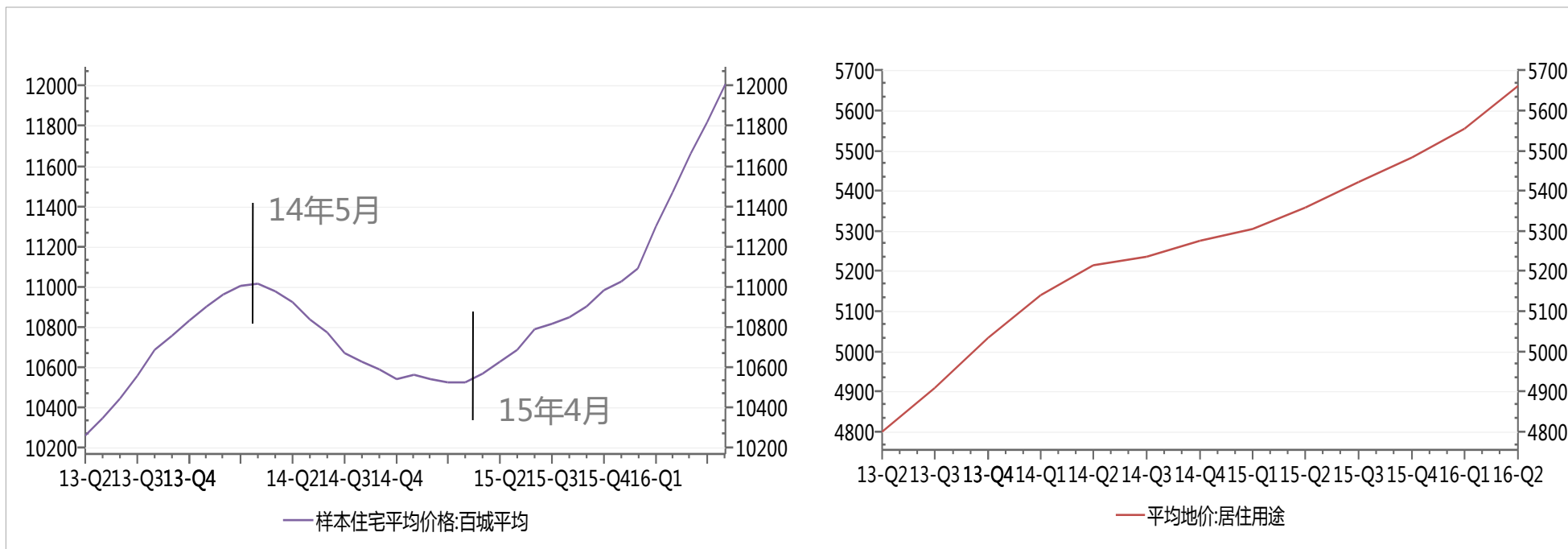
- 长端利率下行代表一种预期，由于久期长，利率下行预期带来价格波动大。
- 前期长端利率下行的确强化了降息预期，这种预期从5月开始走强。
- 短端收益率受到同期基准利率的显著影响，基准利率不降短端利率就没有空间。
- 长端与短端收益利差缩减后，就看基准利率能否下降，下降空间能否打开。
- 启动基准利率下降，要看广义通胀。目前房价上涨过快，物价隐忧未除。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

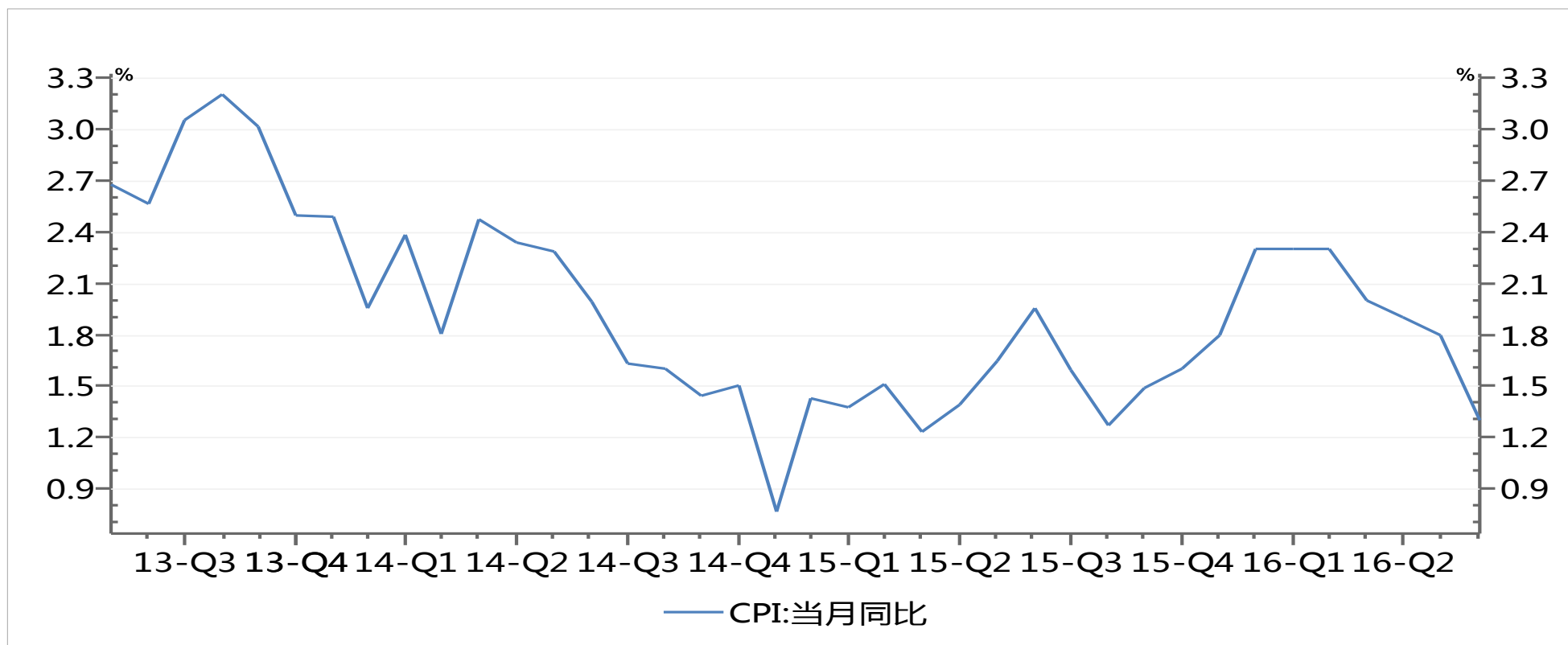
## 1.2.2 对比14年的房价走势

- 14年房价下跌，地价平稳，如今房价持续上涨，地价地王频现。
- 国家提出要抑制资产泡沫，直指房地产泡沫。
- 15年以来房价上涨的根本动因是，大幅降息后居民资产再配置，资金涌入房市。
- 此时再降息，势必进一步刺激房价泡沫。房价是当前制约降息的最重要因素。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

国际油价已经从年初上涨60%，虽同比数据仍下跌15%仍对目前通胀构成抑制，但是往后推半年，同比涨幅就可能高达60%，将对通胀构成显著影响，有可能大幅推高通胀水平。

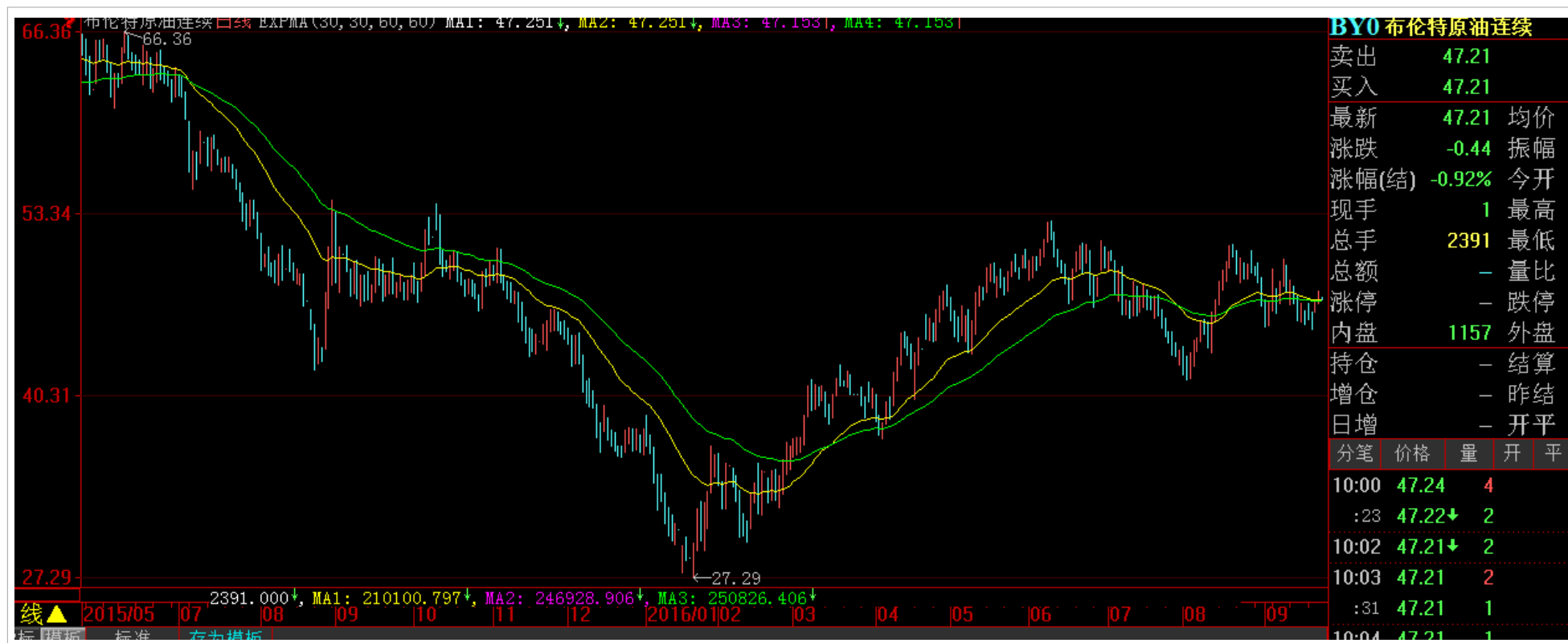


数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日



## 1.2.4 未来国际油价对通胀影响将上市

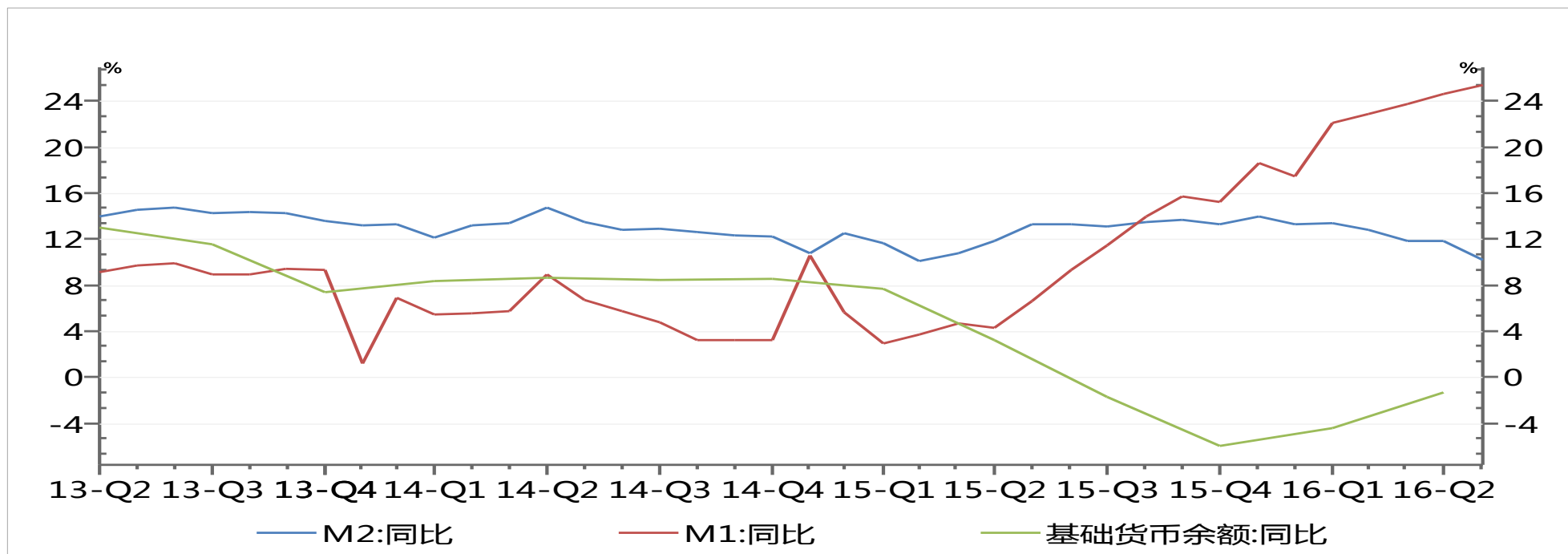
- 9月底，国际油价同比涨幅基本持平，对通胀影响几无；
- 但是，比年初上涨近20美元，油价持平到明年初，届时同比涨幅降到75%，将对通胀产生显著推动。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

## 1.3 降准：数量型工具弊大于利

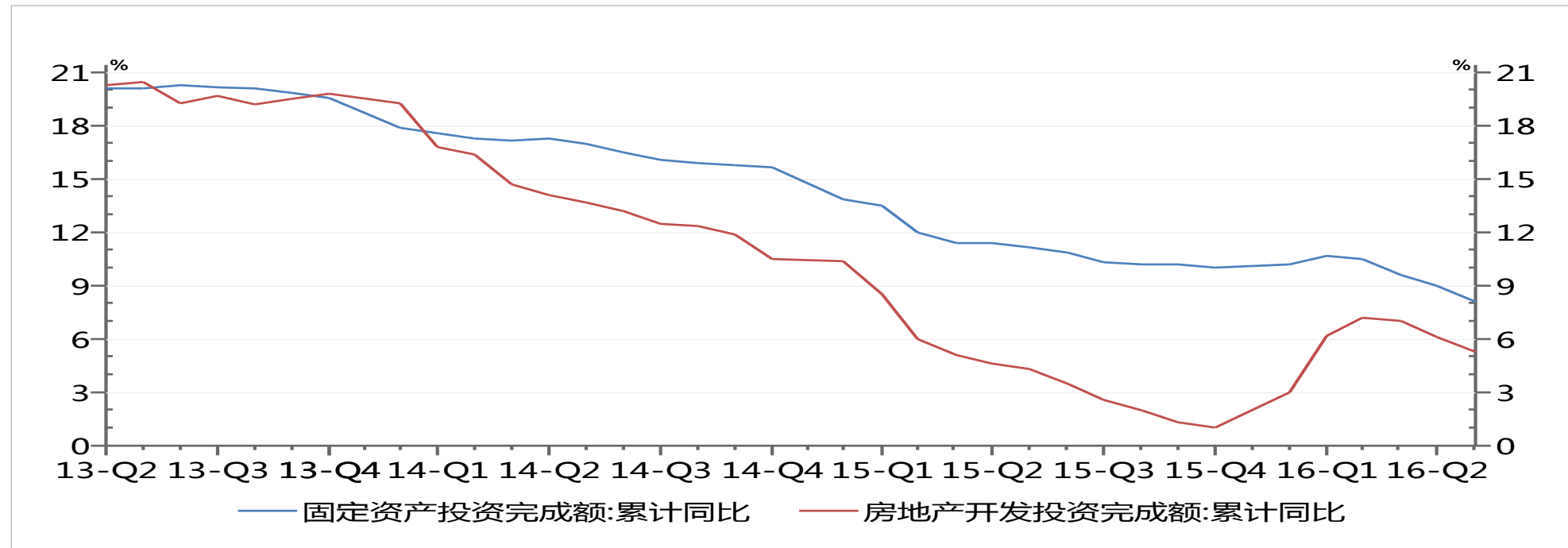
- M2增速偏低，或是去年二季度基数高造成，救市投放货币过多。
- M1持续高涨，货币活化情况严重，说明企业大量活期存款滞留，缺乏投资方向。
- 大量现金滞留，容易产生资产泡沫。资金如洪流，趋利附势。可以解释房价暴涨，而投资低迷。
- 基础货币自去年二季度后持续负增长，说明央行在收紧基础货币，降准不符合收紧政策取向。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

## 1.4 双降不是遏制投资增速下滑的药方

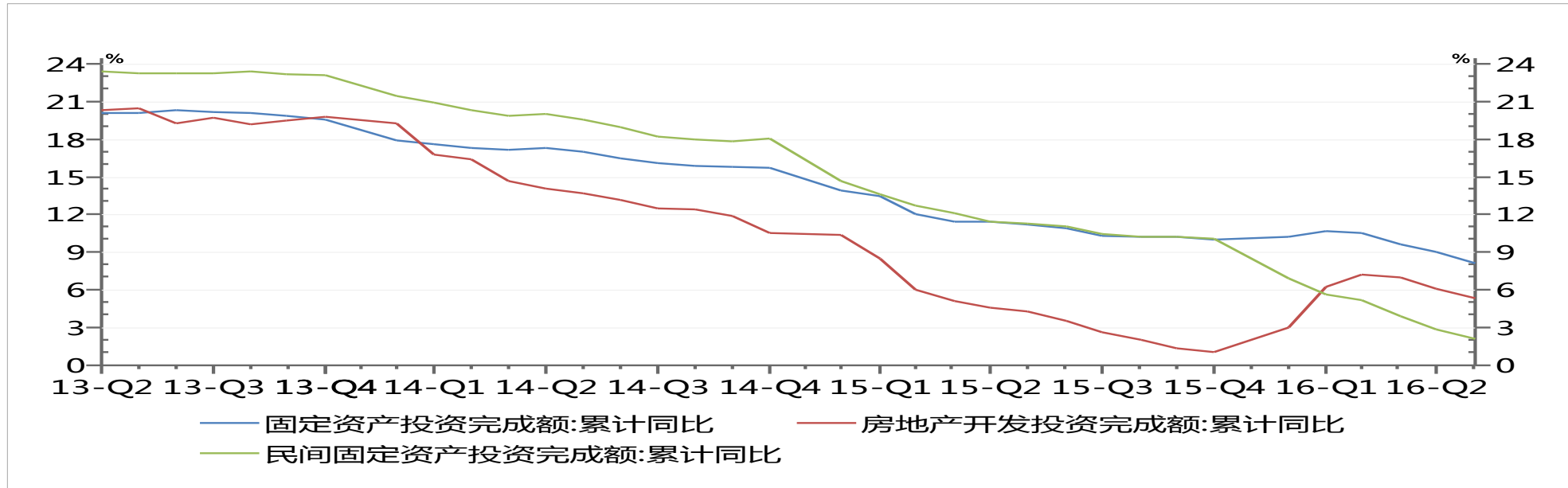
- 从收益率上考虑，投资增速有成本推动和收益拉动两个手段。成本推动法为降息，尤其大幅降息，14年11月开始存款利息下降一半，贷款利率下降三分之一，但是投资增速持续下行，成本推动效果极其不明显。未来空间不大。
- 15年四季度开始，房价上涨，房地产投资收益增长拉动房地产投资回升，整个投资增速企稳回升。但是制造业投资、民间投资增速不济，增速不显著。收益拉动对投资的影响出现典型的此消彼长，房地产投资增长有明显的挤出效应。



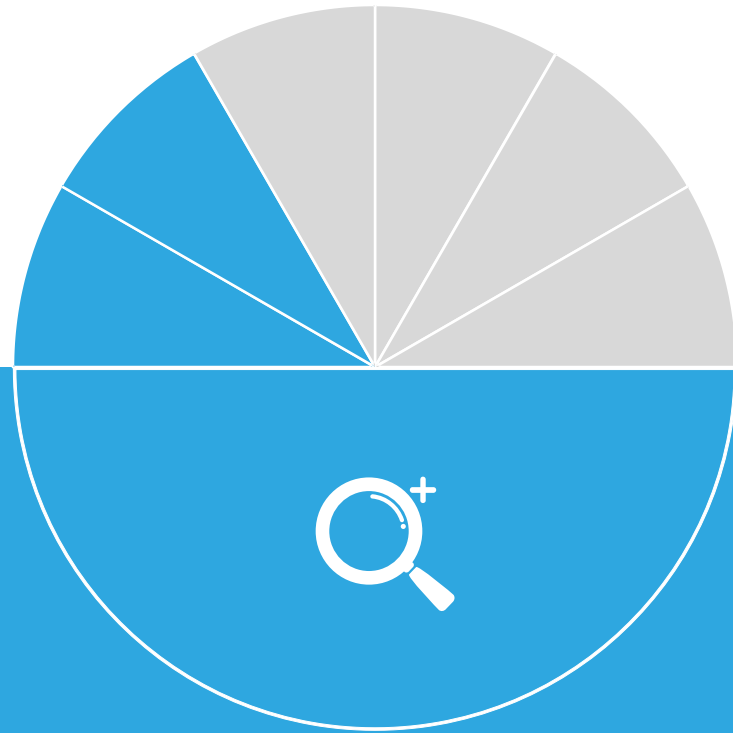
数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

## 1.5 收益拉动对投资的影响此消彼长

- 15年四季度房地产投资回升同时，民间投资开始失速，从10%增速快速滑向负增长。进一步体现多数行业收益拉动不足导致投资增长大幅下滑。
- 房地产投资畸形高收益，实际上挤压了民间制造业投资，最终的恶果是整体投资回升昙花一现。所以解决投资增速下滑，归根到底是合理均衡产出收益率，让制造业投资有利可图，不让金融、地产等服务业过度挤占制造业利润。这只能依靠改革，而不能依靠放水。



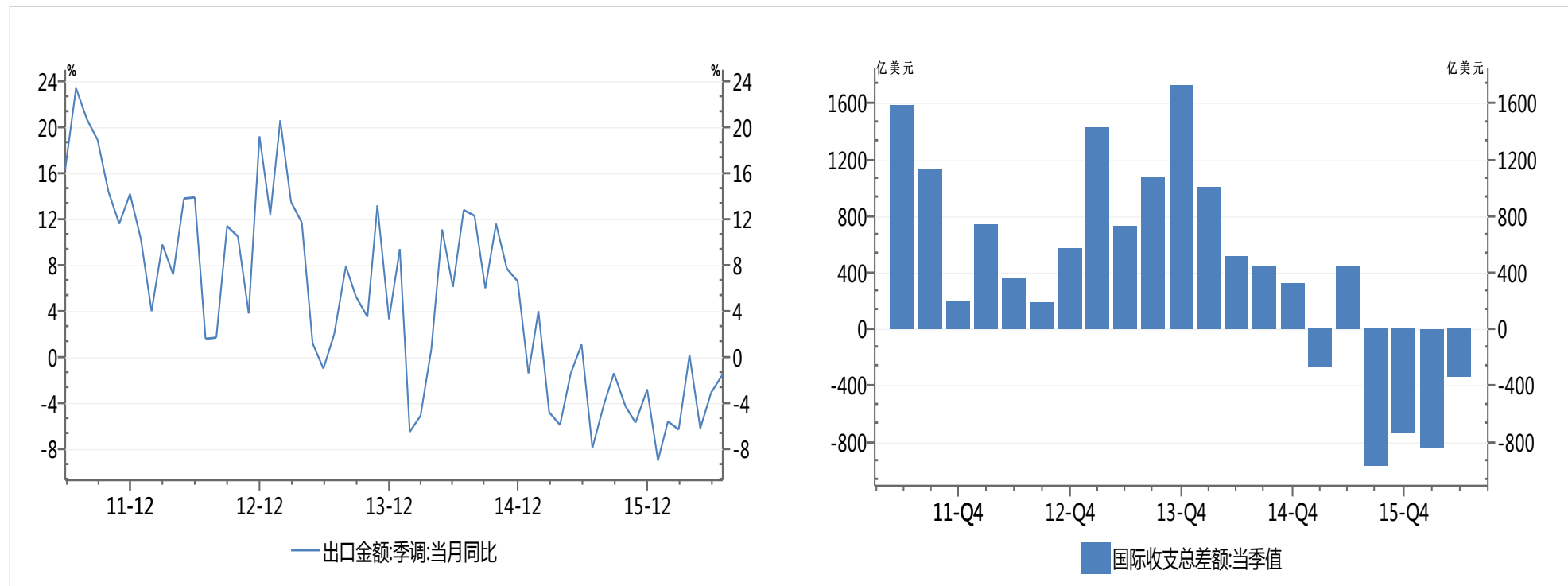
数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日



## 二、人民币年内有快速贬值空间

## 2.1 人民币仍然被高估

- 出口增长乏力，近20个月负增长。币值高估导致出口竞争力下降，出口总体处于弱势。
- 在双顺差背景下，国际收支连续4个季度大规模净流出，说明热钱流出。国际热钱选择抛售人民币，最大季度抛售规模接近千亿，也是人民币高估的明证。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

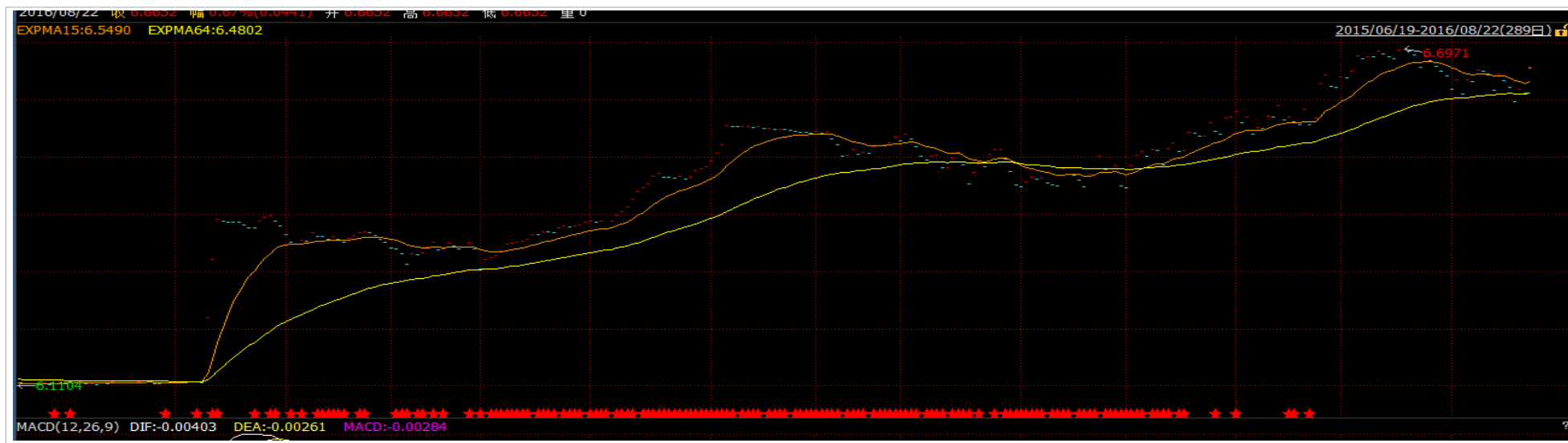
## 2.2 人民币贬值路径

### □ 长期横盘，快速贬值

人民币中间价总体仍由央行决定，央行让中间价多数时间横盘，一旦启动贬值便快速到位，贬值有突发性，避免短期做空套利。

### □ 控制幅度，长空微利

为了控制长期做空人民币的收益率，也避免人民币贬值失控，央行依托外汇储备，将贬值幅度控制在一定幅度内，长期做空人民币并获不了暴利。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

□ **空间：一年5%幅度，年内目标是6.83**

□ **节奏：**

G20会议对货币贬值作出原则性协调：各国不采取竞争性贬值。

10月1日，人民币加入SDR，之前不会贬值。

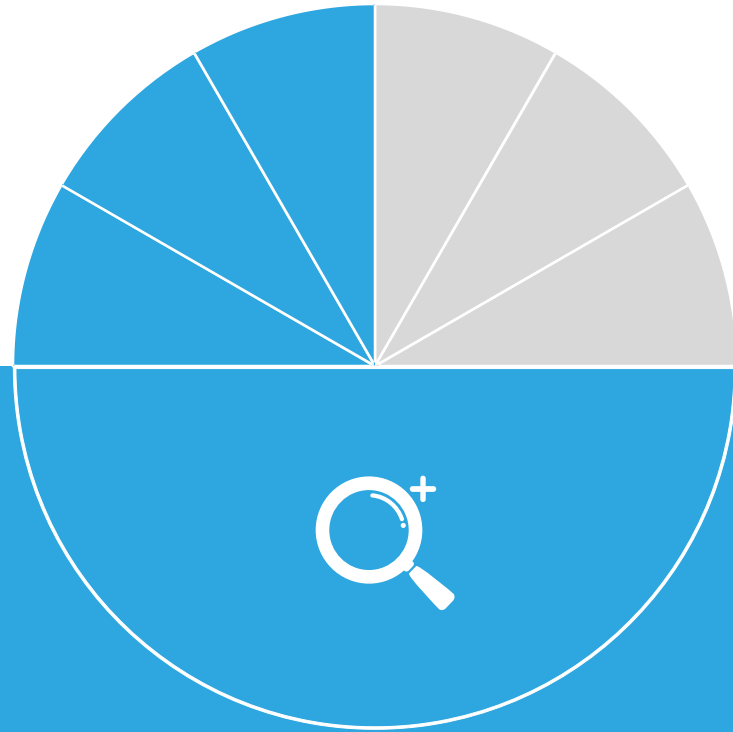
但是贬值预期逐步增强，央行在香港市场上干预短期利率。

最可能效仿去年，11月开始启动贬值，年关前完成贬值目标。

**因此，我们认为四季度是汇率风险最高的时段。**



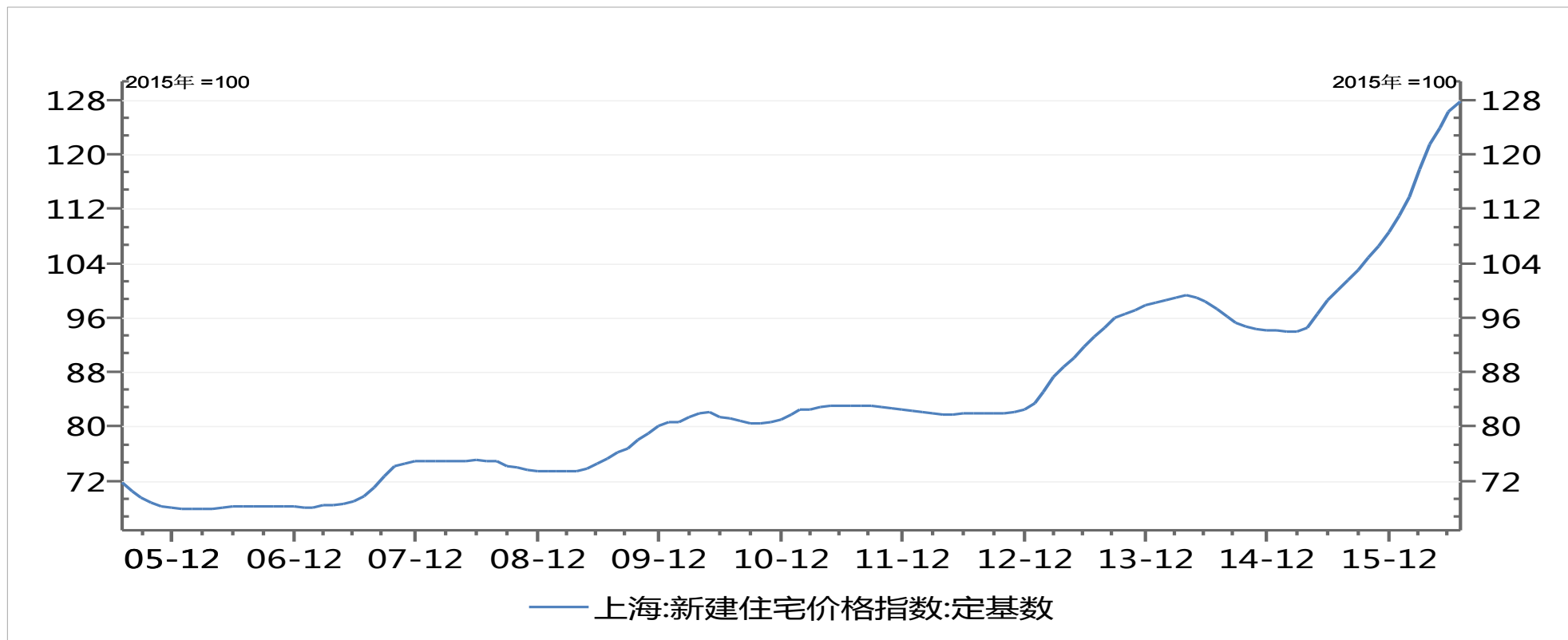




### 三、房价快速上涨仍有挤出效应

## 3.1 房价：泡沫化的资产价格

- 房价上涨的基本动力：货币超发
- 房价上涨的本质：广义通胀下的财富分配
- 房价上涨的副作用：消费和投资的挤出效应



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

## 3.2 推动房价：地价+预期

### □ 疯狂买地：地王现象

开放商抢地，地王大多高溢价成交。

7月后半个月，不仅南京、杭州、苏州、合肥等重点二线城市“地王”频出，而且武汉、郑州、嘉兴、温州、南昌、青岛、南宁、昆山、珠海、长春等十余个城市先后诞生12个单价或总价“地王”。

地王频现，是实体资金大举流入房地产市场的体现。

### □ 疯狂买房

7月份的新增中长期贷款4636亿元，住户部门就占到4575亿元，其中住户中长期贷款到4773亿元，依据经验，这些贷款几乎全部流向了房贷。

而非金融企业部门贷款下降26亿元，实体经济金融资源流入几近枯竭。

8月份情况也类似，当月人民币贷款增加9487亿元，同比多增1391亿元。住户部门贷款增加6755亿元，占总新增贷款的71.2%，其中住户中长期贷款新增5286亿，也都流向了房贷。非金融企业及机关团体贷款仅增加1209亿元，其中中长期贷款减少80亿元，投资信贷流入再现负数。

### □ 不采取措施，房价将进一步泡沫化。

- **避免金融政策进一步刺激房价上涨**：暂不降准降息
- **重启限购限贷政策**：已经有杭州等城市重启限购。
- 2014年930重启房地产政策放松，限购限贷政策全部取消，政策上造就了目前房价上涨制度环境。
- 但是北上广深仍然严格执行限购限贷，房价上涨就是受到大幅度降息的刺激。说明房价上涨根本原因是货币超发、利率下行等宏观因素所致。
- 进一步收紧货币，暂不降准降息，服从于抑制资产泡沫这个大局，容忍经济增速继续下行。

### 3.4 房价牛市和股市熊市相随

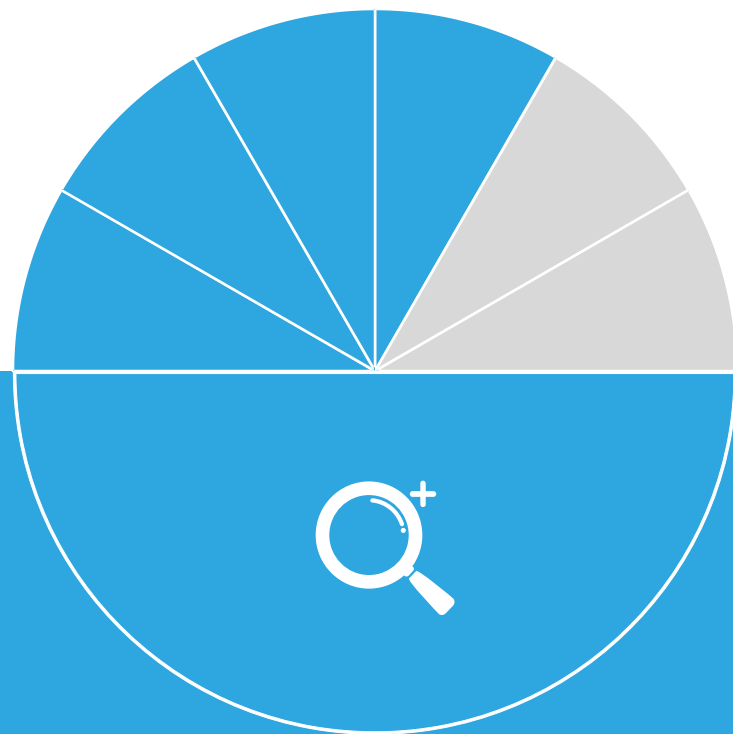
- 有较长记录的上海二手房指数此前有过两个快速上涨期，第一个是01年底到05年四月，从1000点附近上涨到1700点，上涨70%，也是房改后全国房价第一波上涨，期间股市都了5年熊市。
- 第二个快速上涨期在07年7月从1657点启动，到08年8月上涨到2400点，13个月上涨45%，这个时期股市在07年10月见6124点大顶后跌回到了2300点，房地产牛市再度与股市熊市同期出现。

这一次上海二手房指数快速上涨开始于2015年5月的2932点，8月底已经涨至3857点，14个月上涨32%，股市则从去年6月的5178点跌到目前的3000点附近。

由此可见，房地产牛市与股市熊市相伴相随并非偶然，未来也很难改变这一规律。房价上涨导致股市存量资金外流、货币紧缩预期增强，是股市下跌的根本原因。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日



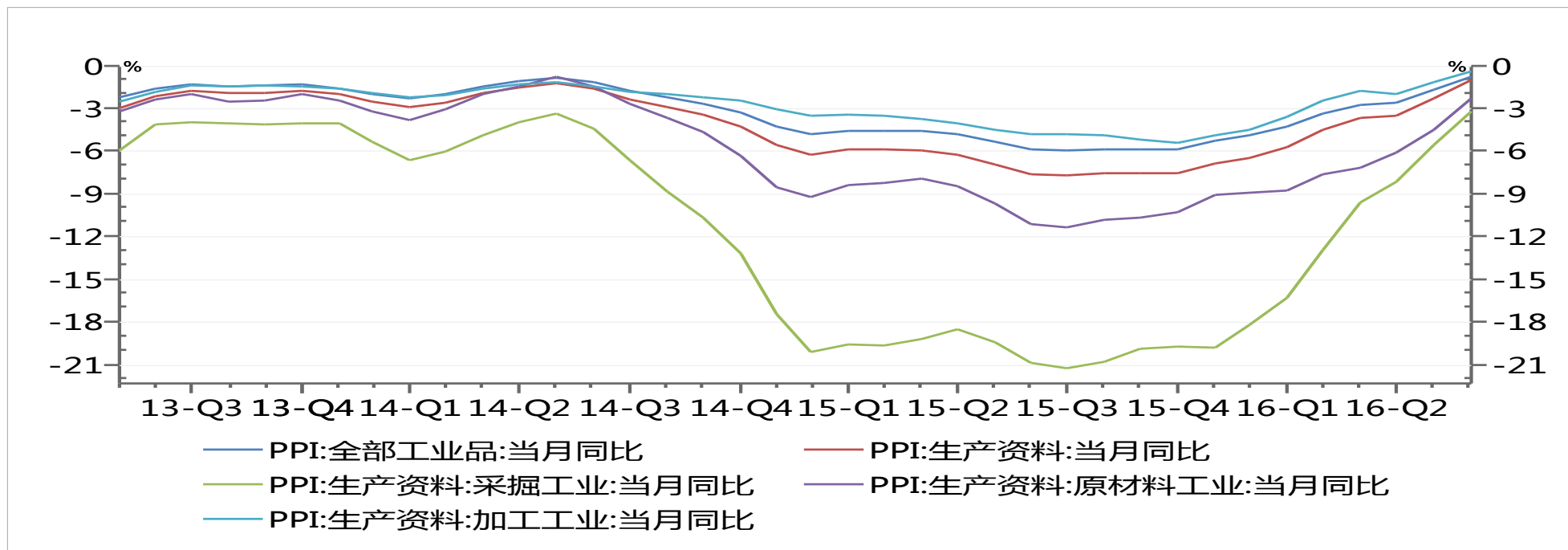
## 四、股市暂别经济压力迎来政策压力

## 4.1 经济指标改善，下行压力暂缓

- 8月制造业PMI较前值上升0.5个百分点至50.4，回升到荣枯线之上；分项数据整体回升，新订单、生产、原材料库存分别回升0.9个、0.5个和0.3个百分点，产成品库存小幅回落0.2个百分点。
- 8月规模以上工业增加值创今年3月以来新高；按可比价格计算同比增长6.3%，增速比上月加快0.3个百分点，比上年同期加快0.2个百分点。
- 8月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长8.2%，比上月加快4.3个百分点；其中，制造业投资增长2.1%，加快0.5个百分点。1-8月固定资产投资同比增速8.1%，好于预期的7.9%；备受关注的民间投资数据，8月同比增长2.3%，加快3.5%，结束了6月、7月负增长的态势。新开工项目计划总投资323037亿元，同比增长22.7%。
- 住宅投资增长4.8%，房屋新开工面积同比增长12.2%，其中住宅新开工面积增长11.7%。全国商品房销售面积同比增长25.5%，其中住宅销售面积增长25.6%。
- 8月份，进出口总额21960亿元，同比增长7.9%。其中，出口12710亿元，增长5.9%，比上月加快4.2个百分点；进口9250亿元，增长10.8%，上月为同比下降5.7%。
- 8月份，社会消费品零售总额同比名义增长10.6%，增速比上月加快0.4个百分点，比上年同期回落0.2个百分点（扣除价格因素实际增长10.2%）。

## 4.2 EPS : PPI降幅回升能带来EPS回升吗？

- 能源为首的采掘业出产价格回升幅度特别大，其次是原材料工业
- 加工工业回升幅度特别小。意味着上游价格降幅显著收敛，而下游价格降幅收敛不明显，加工业面临成本降不下去、产品价格涨不上去的风险。
- 上游产业有EPS回升预期，中下游产业EPS回升预期不强。

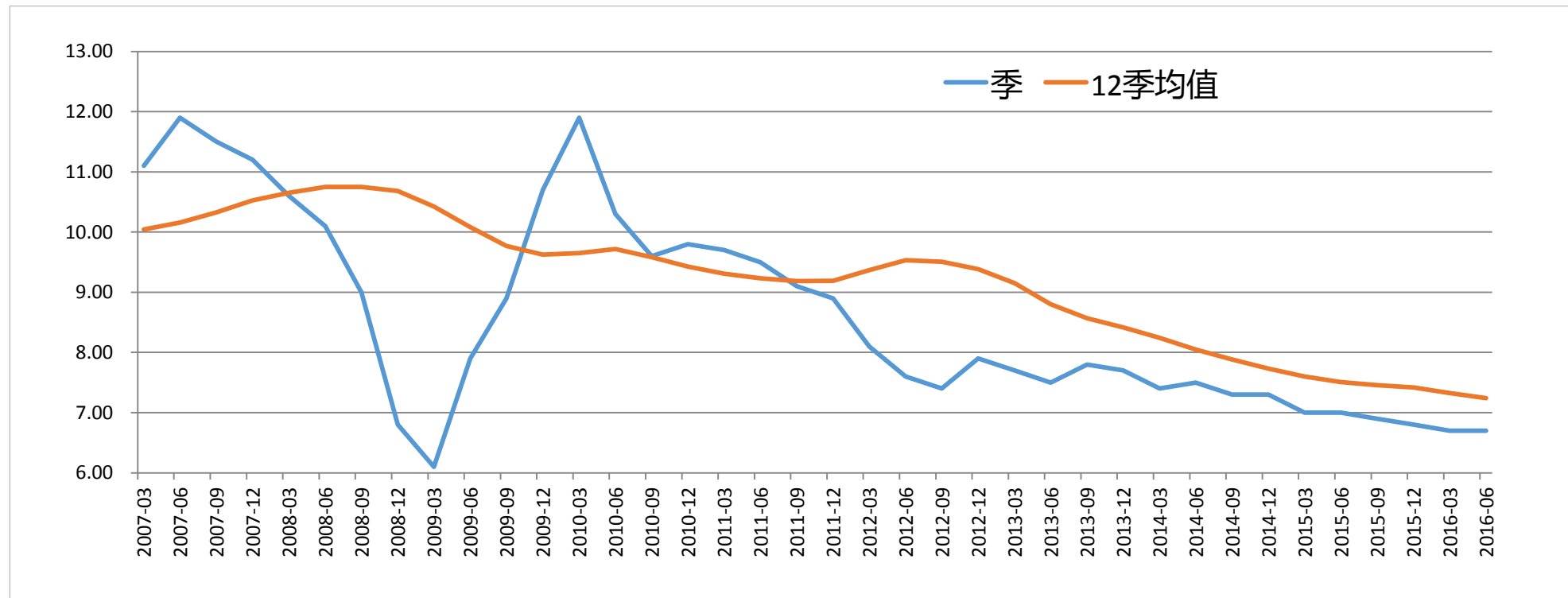


数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日



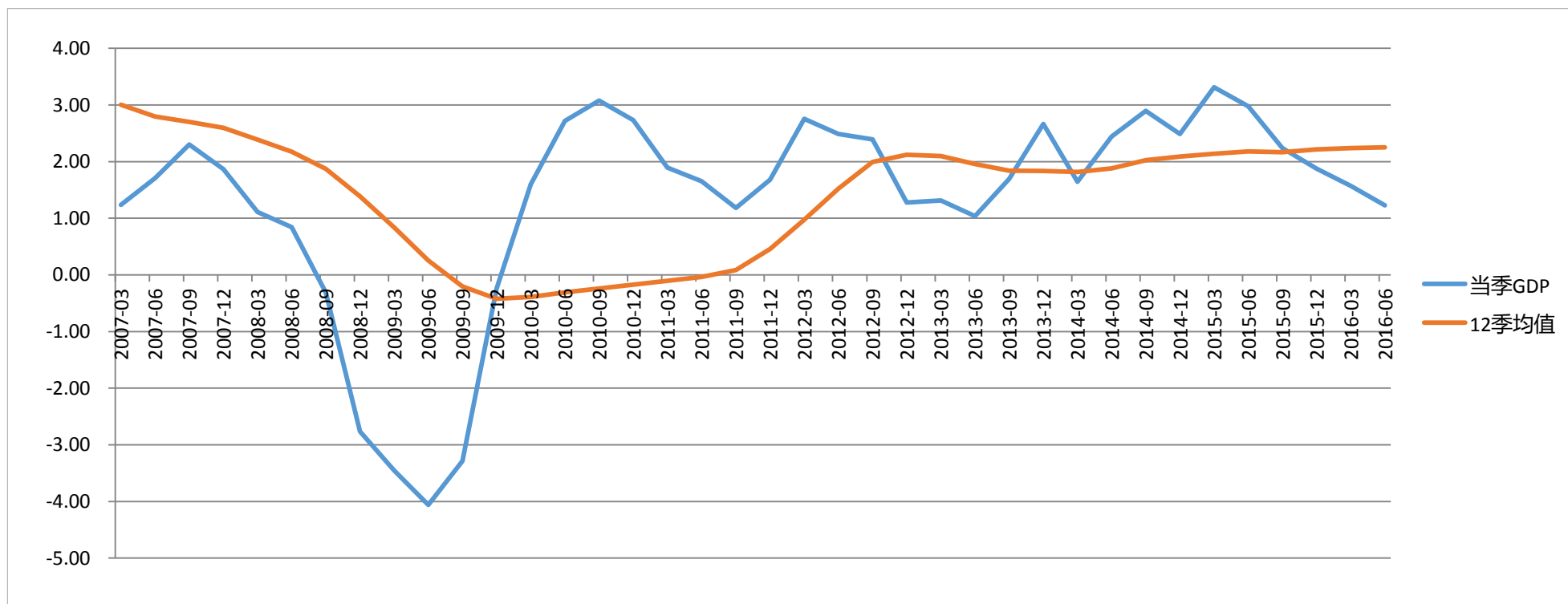
## 4.3 宏观判断：产能过剩制约EPS回升

- 如果假设12个季度为产出周期，12个季度GDP均速为产出增速，最新值为7.24%，当前季度增速为实际需求增速，最新值为6.7%，产出缺口近0.5%，供给大于需求，产能仍存在严重过剩。
- 当期需求还有进一步下行的预期，可能到6.5%，甚至更悲观。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

- 美国GDP最近三个季度滑倒12季度均速之下，引发衰退担忧，延缓加息过程。
- 此前经济出现繁荣迹象，当季增速持续高于长期均值，EPS上升，股市持续牛市。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

## 4.5 PE：大幅降息还有空间吗？

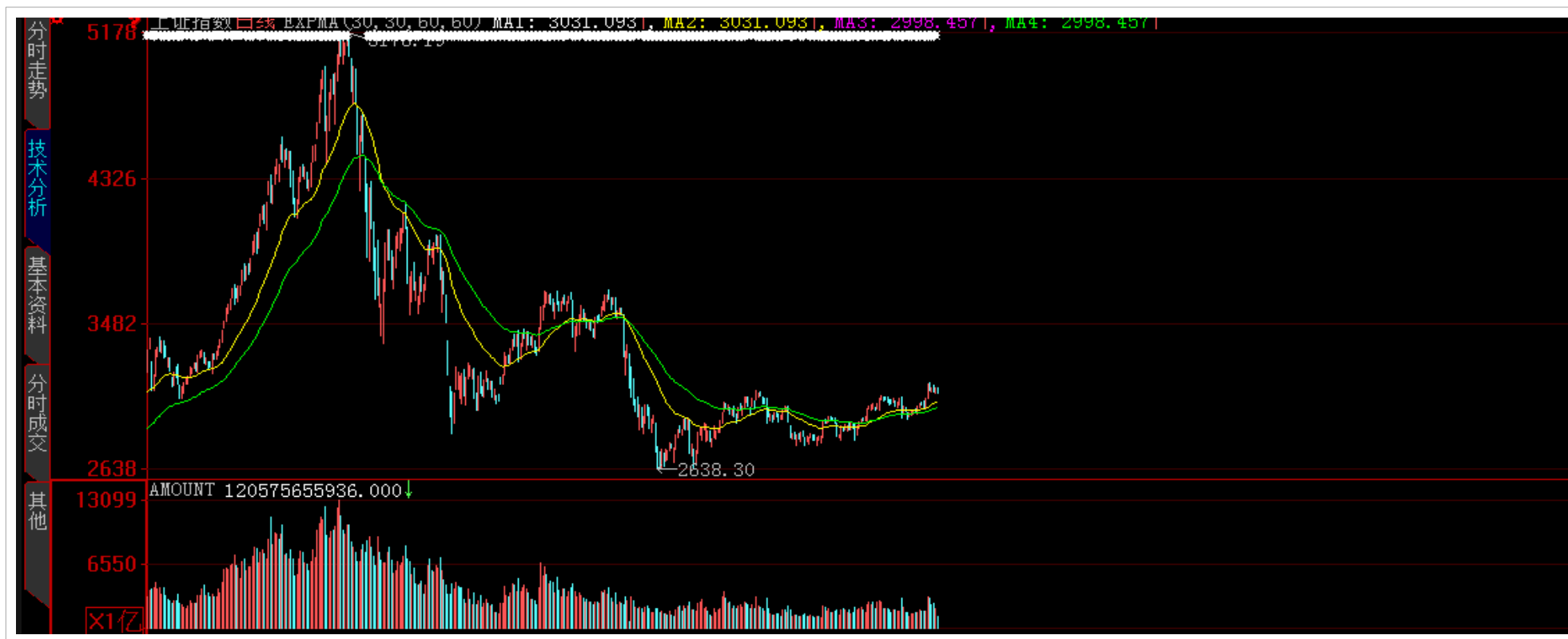
- 零利率的远期目标与近期抉择
- 我们也认可长期看零利率，发达经济体利率远低于我国，降息是方向。
- 14年基准利率降了一半，是走向0利率的一大步，实际作用有待时间验证。
- 估计2017年底之前不会启动新一轮降息，要等到房价物价都下去后启动新一轮降息。短期降息概率不大。
- 降息空间：存款利率再砍掉一半，也仅0.75%，是上轮1.5%的一半，空间有限。不要太高预期。

□ 持续大幅降息才能提升股市PE，14年行情是大幅降息所致，流动性充裕导致股市快速泡沫化，偶后出现下挫，都是典型的估值推动性牛市特征。

□ 在经济不景气时，只能寄希望与泡沫化酿牛市。但是当前和未来半年都不是好时候。

## 4.6 股市基本判断

- 股市：处于平衡市周期
- 投资增速大幅下滑运行节奏：四季度进入风险期，存在较大下行压力



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

### 积极防御：从传统防御板块转向新兴防御板块

#### □ 结构性行情

10月以后，股市面临政策压力加大、汇率风险加剧、宽松预期下降等不利因素。但是也有经济转好、投资回升、部分产品价格回升、结构改善等有利因素，因此行情或将更突出结构性特征。

前八月，市场热点持续性较好的是传统防御板块，上半年集中体现在传统消费板块（如：白酒、医药、家用电器）；第三季度则集中在逆周期调控的政府投资PPP概念板块上。

在这两个传统防御大板块步入调整后，市场或将另辟蹊径。

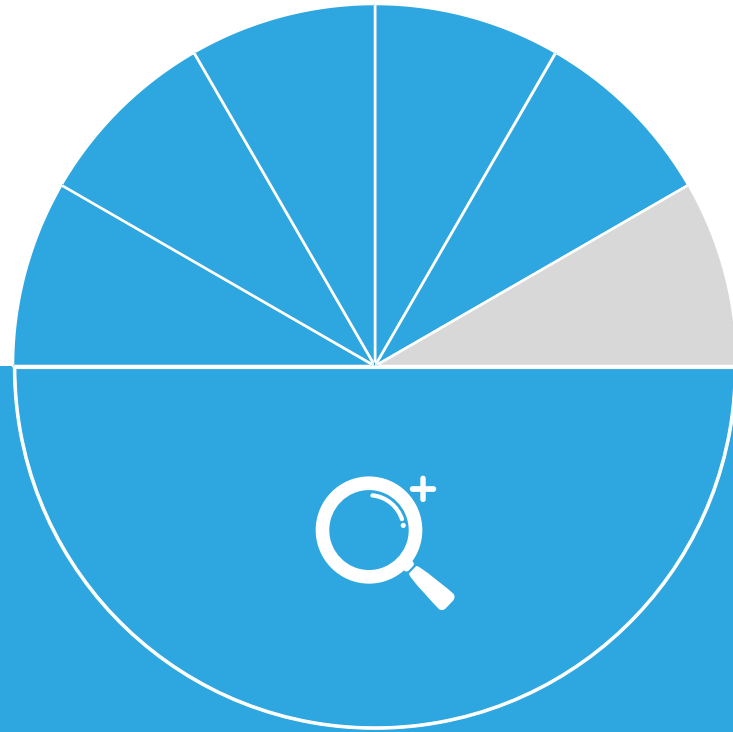
#### □ 当前有利的信息

新兴消费板块仍处于低位，比去年底价格下跌20%以上。

一些产品价格已经大幅上涨的行业板块也处于低位。

年初以来涨幅较大的板块出现高位剧烈放量震荡走势，有在年度结算期前获利了结的可能。

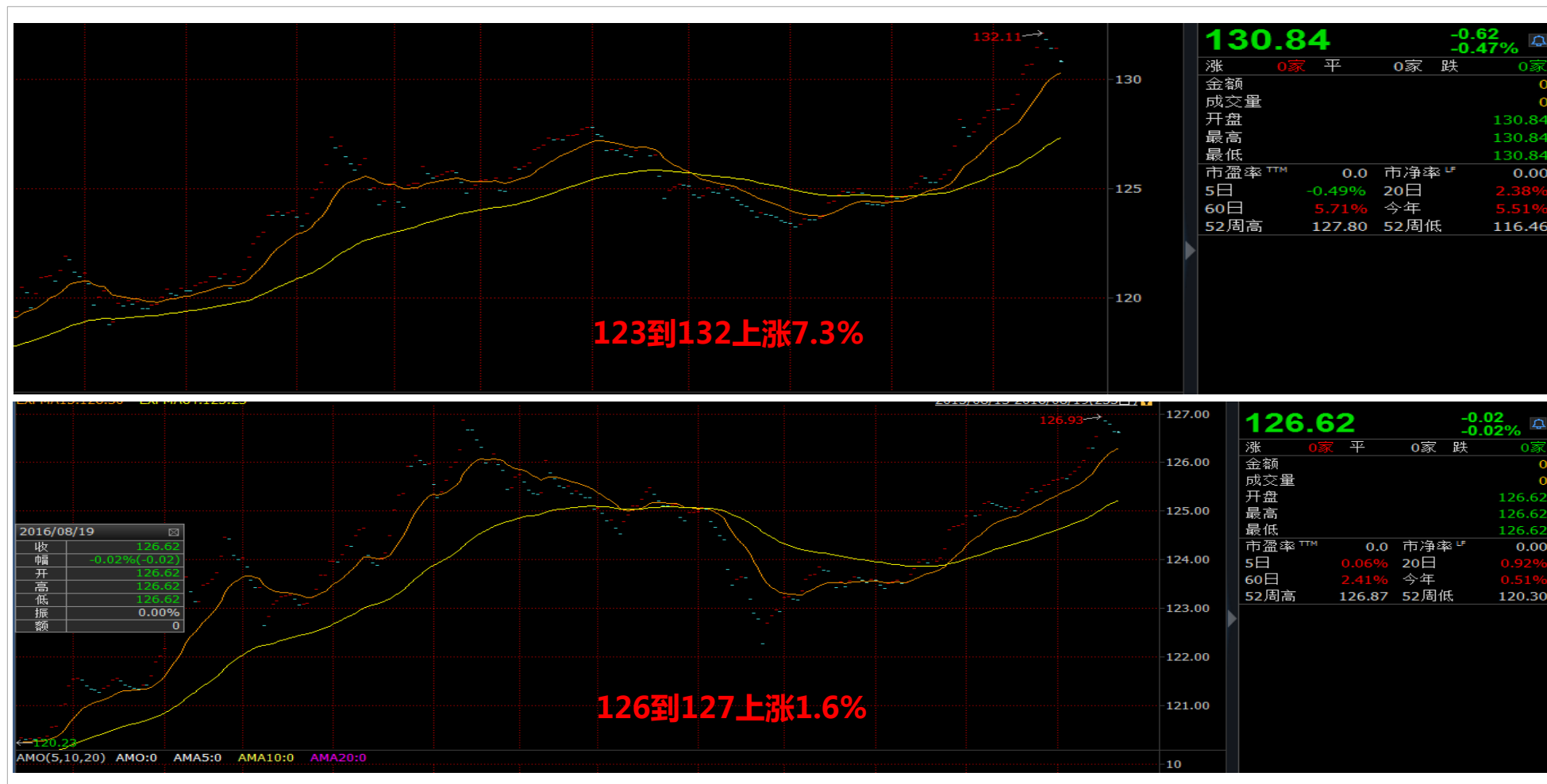
- ✓ **前三季度优势行业板块：**传统消费板块，如：医疗制药、酿酒食品、白色家电、休闲旅游、农林牧渔等行业
- ✓ **未来半年或潜在行业板块：**新兴消费行业板块、涨价受益行业板块



## 五、债市走强缺乏降息空间

## 5.1 长端利率走强，短端波动不大

31



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

## 5.2 博取长期利率为零、短期利率不动

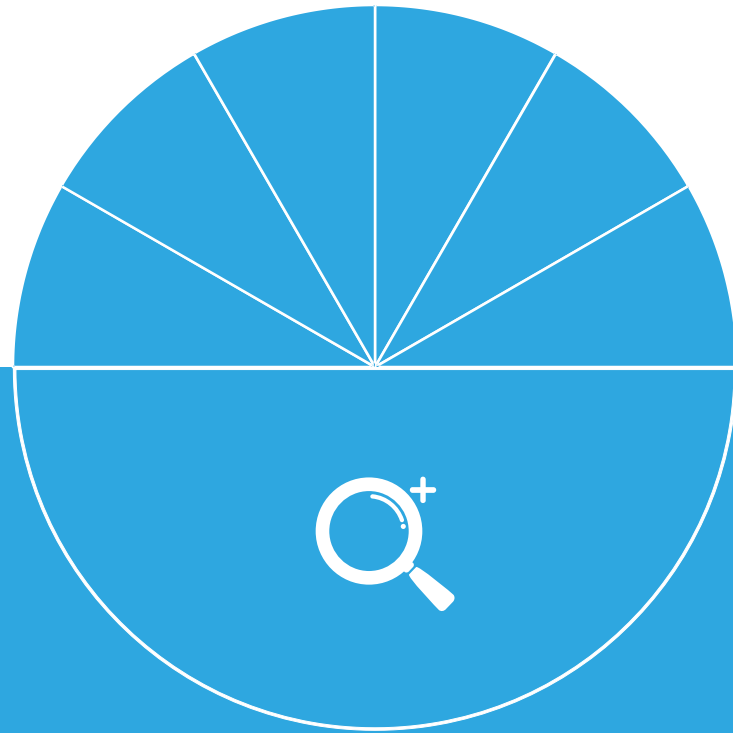
- 长端利率下行，反应长期利率下行预期。市场预期长期利率趋于零，这是有共识的。
- 短期利率稳定，说明对于短期利率下行预期不足。
- 衰退式宽松，长端无风险投资加码，长期投资资金流向长端债市，理论上就是经济信心不足、投资无风险收益。
- 衰退式宽松，是资金涌入无风险市场所致，收益率下降反应对于实体投资收益率、景气度预期下降。不能以资金宽松、实体经济流动性充裕来理解，相反，恰恰说明金融机囤积资金、不投向实体经济，造成实体投资不足，经济将进一步走弱。
- 投资增速、尤其是民间投资增速下滑到负增长，完全佐证了衰退性宽松。

□ 十年期与一年期长短端利差缩降到0.6%，而三年期定存与一年定存基准利率利差还有1.25%，说明利差已经没有压缩空间。

□ 继续债市走强取决于降息，把短端利率压下去，否则或将难以为继。

□ 四季度降息可能性极低，债市继续上行缺乏基本面支撑。机会在高息信用债，经济回升压缩信用利差。





## 六、破解期待改革提速

- 结构问题需要改革来解决。经济结构调整从口号变成挑战。
- 供给侧改革的核心是结构性改革，改变经济结构中传统比重过大、过度依赖的现状，提升新兴产业、终端消费行业的比重。
- 改革难度极大，传统一块进入逆循环，致使经济增速临近警戒线。传统一块的内部结构更加扭曲，房地产占比更大。
- 新兴一块培育起来需要时间，基数小，对经济影响力也还小。

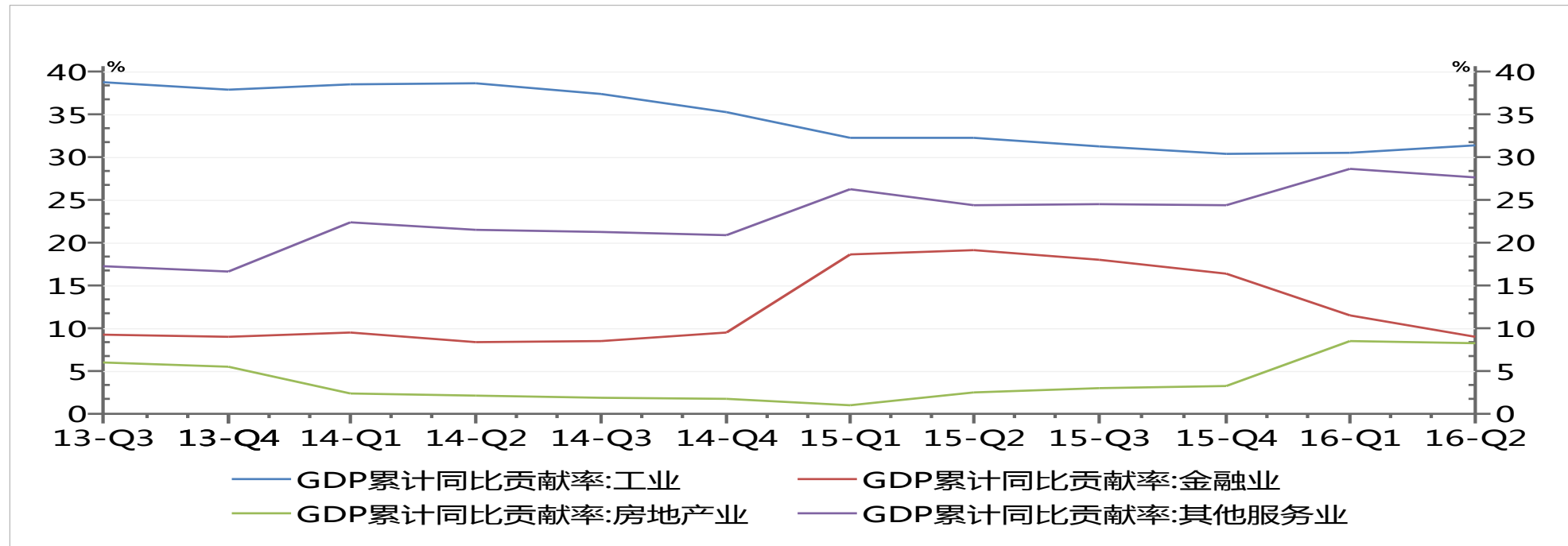
□ 国家存在继续调结构还是保总量的两难选择。

□ 继续调结构，增速可能继续下滑，传统产业风险可能进一步凸显。

□ 保总量，金融资源流向传统产业，处于培育阶段的新兴产业可能受损。

## 6.2 其他服务业的贡献率已经显著上升

- 其他服务业对经济增长的贡献率已经上升到27.6%，接近工业的31.4%。显著高于金融业和房地产业。
- 第三产业投资211068亿元，增长11.2%，显著高于总体的8.1%。高技术产业投资1-8月份同比增长15.5%，比1-7月份加快1.3个百分点，比全部投资增速快7.4个百分点。



数据来源：Wind资讯，统计时间截至：2016年9月28日

## 6.3 关注几项改革能否推进

### □ 国企国资改革

国企国资是传统产品和服务的供应主体，是我国的经济支柱。国企国资改革能否突破，事关供给主体制度革新，进而决定供给结构能否有效调整的关键。国企国资掌握大量资源、资金，但是固步自封、效率低下、缺乏创新，是经济结构、供给结构调不过来的重要原因。

国企改革的方向还是做大做强，通过制度革新激发国企、国资活力，能否真正的达到目的，国企能否做到产业结构调整，显得颇为重要。

### □ 财税改革

财税改革近年来主要成就体现在结构性减税，对于新兴产业给予减税支持，作为传统的支持新企业、新产业发展模式，用起来很顺手。

财税还是产业结构调整指挥棒，对于不同产业征不同的税率外，尽快完善房地产等过度占有社会资源产业的税率，解决经济中根本性问题，已经十分迫切。

### □ 金融改革

金融如何从对传统产业、房地产业、地方基建的依赖中走出来，转向对新兴产业、新兴消费的支持，是经济结构调整的基础，否则困难更大。

# 谢谢收看

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](http://www.dbfund.com.cn)

#### 免责声明：

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何投资者的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。