



德 · 助 天 下

# 十月小阳不是春

## 2017年四季度策略报告

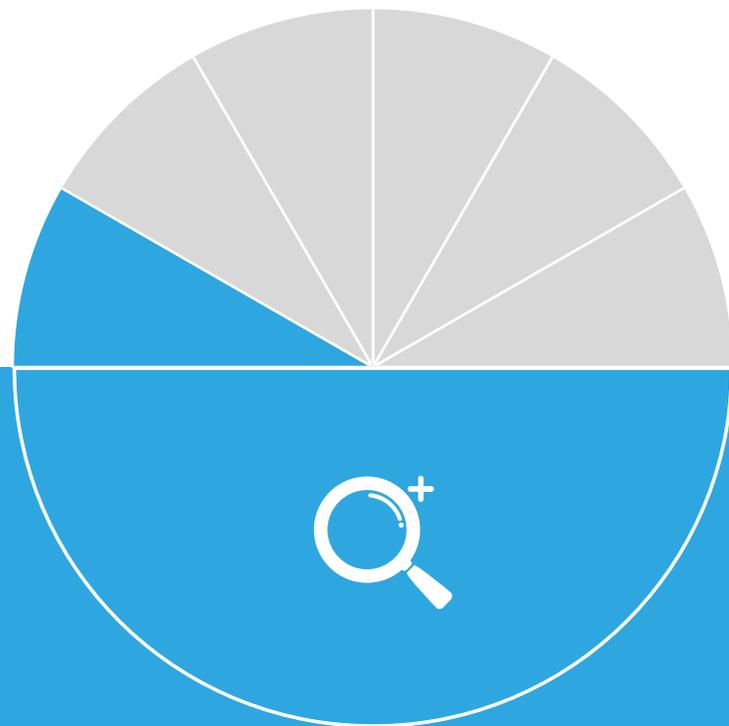


**目录页**  
Contents Page

**一、周期争论和经济判断**

**二、流动性和结构性行情研究**

**三、认识成长的重要性**



## 一、周期争论和经济判断

### • 经济新周期是否启动？

经济周期理论是西方经济学非常成熟、存在几十年的经济理论，由于世界经济一再表现出十年左右一个中周期的规律性，朱格拉周期理论又是最有影响力，经济是否进入新一轮朱格拉周期，成为了热门话题，甚至不断涌出对经济周期的新论点：新周期、海外新周期、金融新周期等。

我们在年度策略中对经济周期有提及：2010年开始的全球同步的朱格拉周期，按九年跨度要在2018年见底，按十年跨度要到2019年见底。因此新一轮朱格拉周期启动或还有待时日。

朱格拉周期是投资周期，是产能扩张周期，归根到底是需求周期。没有需求的扩张，就没有新产能的投资建设，预期需求大扩张是启动新一轮周期的前提。

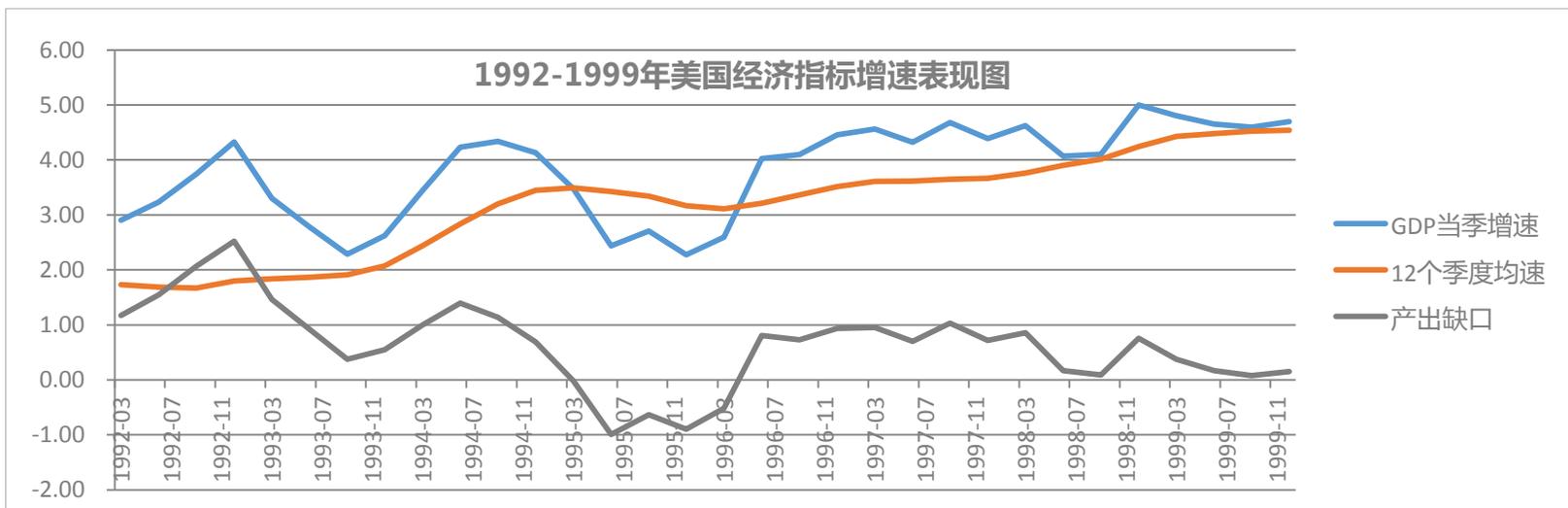
### • 股市是否进入牛市？

A股市场处于震荡市，在突破3300点之前本来没有太大争议，整整一年股市波动区间10%，称之为牛市有些牵强。但是三季度突破3300点之后，牛市呼声突然升高了。股市真的进入牛市了吗？A股牛市乃至全球牛市的两个前提：流动性泛滥和业绩确定大幅提升中需必备其中一个，具备了吗？

- 策略角度研究经济的目的：EPS能否确定的大幅提升

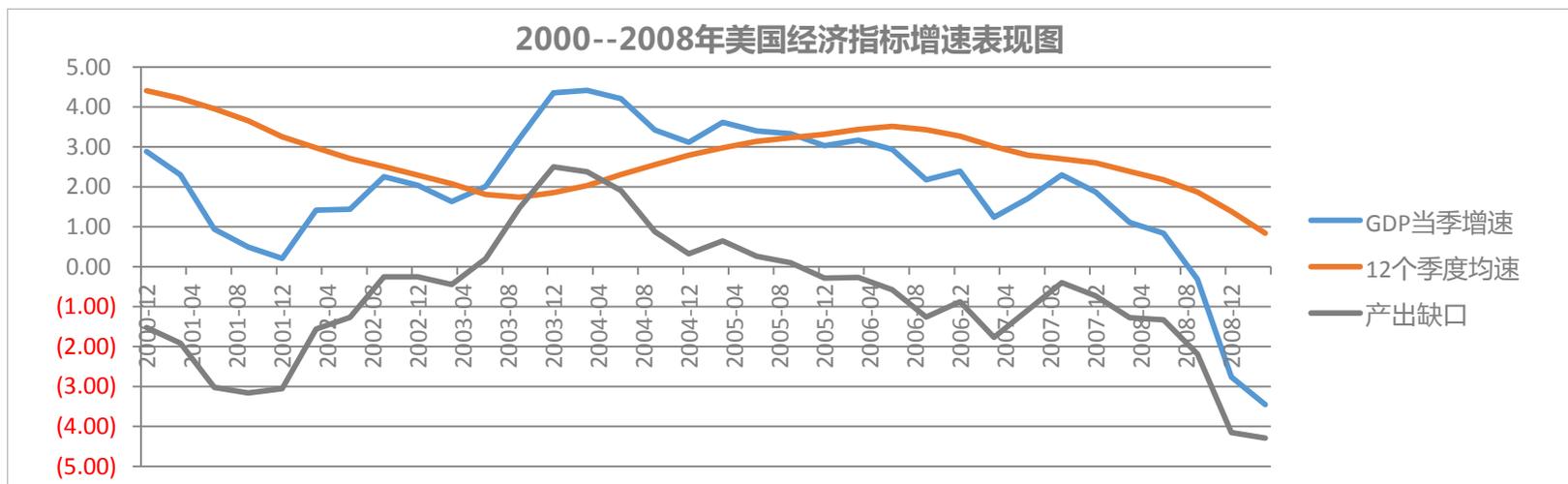
EPS确定的大幅提升，需要经济确定的进入繁荣阶段。经济进入繁荣阶段，社会总需求螺旋式轮番扩张，而总供给由于存在投资周期、产能投放滞后，社会商品和服务长期处于供不应求的局面，典型的标志就是物价总水平较高、各行各业都盈利。一旦进入经济繁荣，各经济实体的EPS大幅提升就非常确定了，公司价值提升也就情理之中了，再加之羊群效应的作用，估值提升往往更快，股价=EPS\*PE，戴维斯双击开启。

- 90年代美股表现对经济繁荣的验证：美国整个90年代，单季增速都长期高于三年（12季）均速，仅95年1季度以后的5个季度小幅低于均速，可以说经济长期处于极度繁荣。由于经济长期的极度繁荣，企业盈利增速稳定，美国股市经历了跨时最长的牛市。90年年底道指还在2353点，到了99年到了11500多点，九年上涨近4倍。



来源：wind资讯，统计时间：1992/03—1999/11

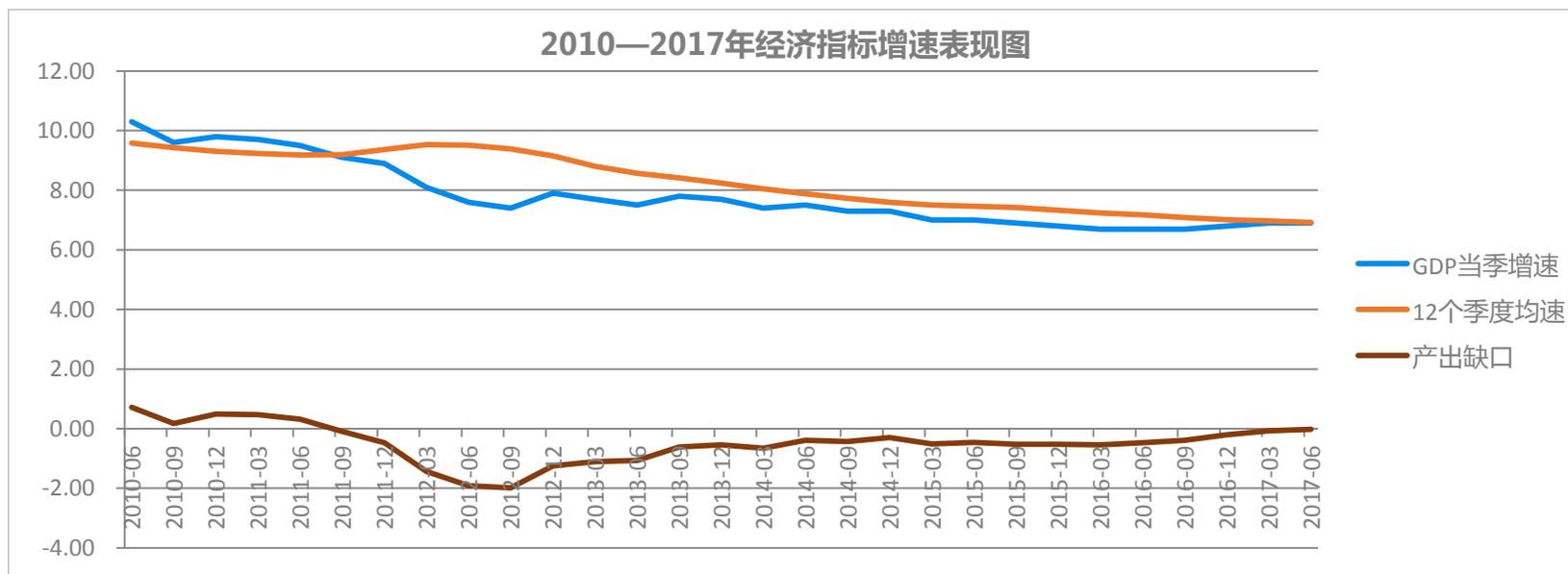
- 美国2001年2季度经济探底回升步入新的朱格拉周期，但是到2009年一季度的整个中周期中，只有03年年中到06年1季度的十个季度，当季GDP增速高于3年均速。道指在03年中期之前一直处于熊市状态，此后开始步入牛市。
- 整个2000年代，道指最高点14200点，比2002年底最低点上涨一倍左右。但该最高点比2001年2月中周期起点时点位仅上涨了29%，周期末的2009年一季度道指仅7200点，比周期初还下跌了35%。道指可以说走了失去的十年。
- 2000年代美国经济繁荣期很短，与1990年代长期极度繁荣产生显著反差，股市的表现也远不及。



来源：wind资讯，统计时间：2000/12—2008/11

## 问题：目前经济确定繁荣了吗？

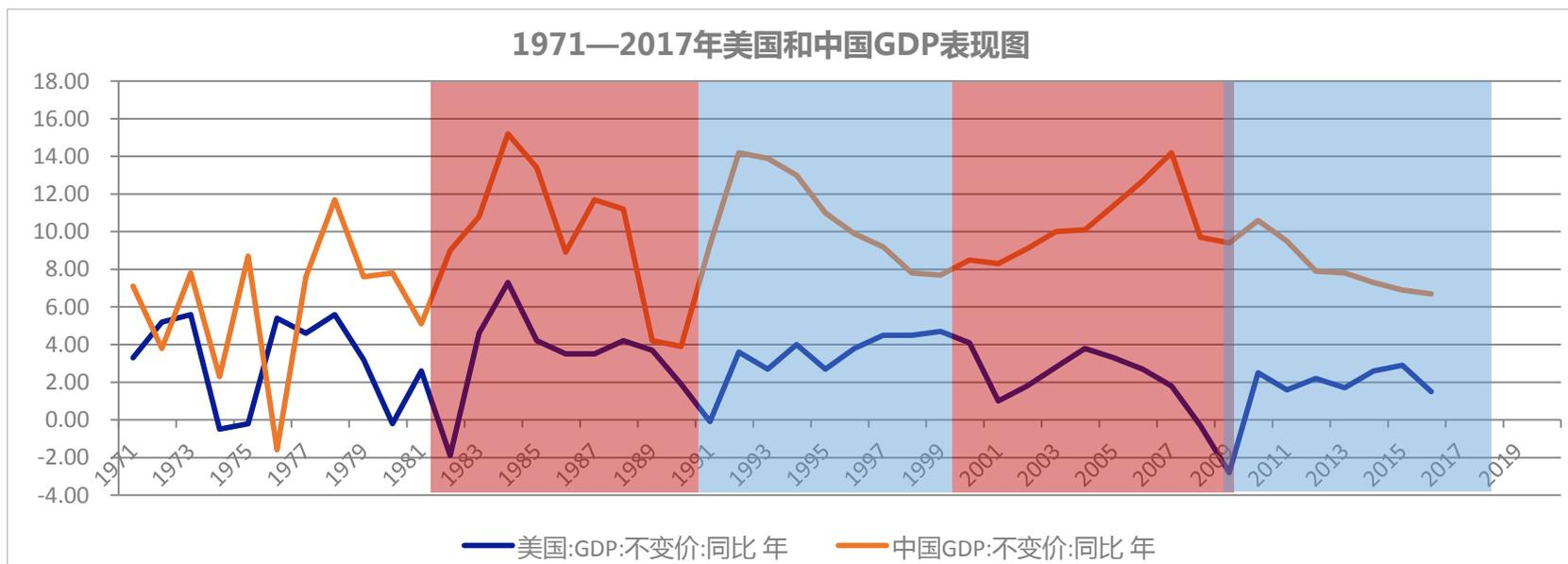
- 2011年二季度以后，我国当季GDP增速就一直低于3年均速，经济一直处于萧条期。尽管年初以来当季增速已经接近均速，但也还处于负值，供需接近平衡。
- 这个供需平衡是在产能没有充分释放、行政管制下形成的平衡，众多重要商品产量同比没有增长多少。而繁荣的真谛是：产能充分释放都不能满足需求。



来源：wind资讯，统计时间：2010/06—2017/02

- 综上述，我们将3年GDP均速视作供给，三年作为供给周期，或者说是产能建设周期，站在某个时点上，三年均速就是这个时点经济体能提供的供给水平，而未来的供给增加取决于三年来的产能投资，期间产能投资产生的新增需求已经包括在每个季度的GDP之中了。
- 当季GDP增速是需求，需求波动大于供给水平，某些时候偏离会大到引发危机。研究经济的着眼点是研究需求。朱格拉周期是研究投资需求的有效工具。基钦周期是研究短期周期、企业库存投资周期的有效工具。更长期的库兹涅茨周期（20年左右的房地产周期）、康德拉吉季耶夫周期（65年左右的创新周期）对于股市投资的意义并不大。
- 一种新周期观点：经济已经进入新周期，股市将反应新周期，将进入牛市。这个观点，将2016年当作上个周期的终点、2017年算作新周期的起点。
- 另一种新周期基本观点：经济将走出萧条，走向复苏与繁荣，进而推断股市告别震荡市进入牛市。
- 需要清楚的是：经济进入新周期，如果没有强力的经济刺激，往往需要走过市场化漫长的经济复苏，才能走向确定的经济繁荣。市场化复苏阶段的股市未必是牛市：如2001年到2005年的A股市场。

- 自1980年后，我国经济与美国经济同步，有明显的10年左右一个朱格拉周期的起伏特征。但是我国经济一般提早一两年见底。
- 我国最近一个年度增速的低点在2009年，据此推算这个中周期或结束于2018年（9年）到2019年（10年），因此经济还有两到三年的寻底过程。
- 美国经济在上世纪初以后一直有中周期波动规律，即便是战争期间和创新时期。



来源：wind资讯，统计时间：1971—2017年

- **产能出清**：一般需求大幅下降，迫使过剩产能退出市场，比如美国1970年代以来的5个朱格拉周期起点：70年增速0.2%；82年增速-1.9%；91年增速-0.1%；01年增速1%；09年增速-2.8%。市场经济条件下，需求如果没有大幅收缩，年度GDP没有大幅回落，就不足以迫使繁荣期非理性投资的过剩产能出清，比如91年一季度美国当季GDP增速低于3年均速3.75%，01年3季度增速低于三年均速3.16%，08年四季度开始连续3个季度增速低于三年均速4%之上，这些时段都成了美国朱格拉周期的最低点，也就是新周期的起点。
- 由此可见，所谓经济新周期到来，就是当季增速或年度增速最低点到来后，经济步入新一轮的回升。虽然开始是缓慢回升，但最终会走向繁荣。**出现周期低点、经济增速的最低极点是判断新周期到来的前提。**
- 美国经济的最低极点到来了吗？自2009年美国触及-2.8%极低点后，每年经济增速都在1.5%到3%之间，16年最低也还有1.5%增速，高于过去40年周期起点0%或以下的增速。显然，美国经济走在2010年开始的朱格拉周期之中。唯有等待周期最低极点出现、产能出清过程完成，才能期待下一个新周期到来。
- **朱格拉周期起点的第二个要点是时间跨度十年左右。**周期首先是时间度量，空间度量仅是辅助验证。春天，只有在上一个春天起点12个月以后才到来。

- **全球同步产能出清：**

全球经济一体化后，产能在国际间转移，需求在国际间联动是正常的，这些空间转移并不产生增量和减量，所以并无助于产能出清。唯有全球性的同步出清，才能真正实现多余产能、旧产能的去化。所以我们看到的经济危机是全球化的，去产能是全球基本同步的，数据上就表现为GDP的同步剧烈下滑。一国经济高速增长，而别国经济极度低迷，若不是出现个体特殊性金融危机，是很难出现的。

现在有种观点认为，美国经济已经进入新周期了，我国经济还没有。其实，中美经济形势大体是一致的：都略弱于总供给，但都没有剧烈下滑，没有出现严重的经济滑坡，产能出清也都不够彻底。

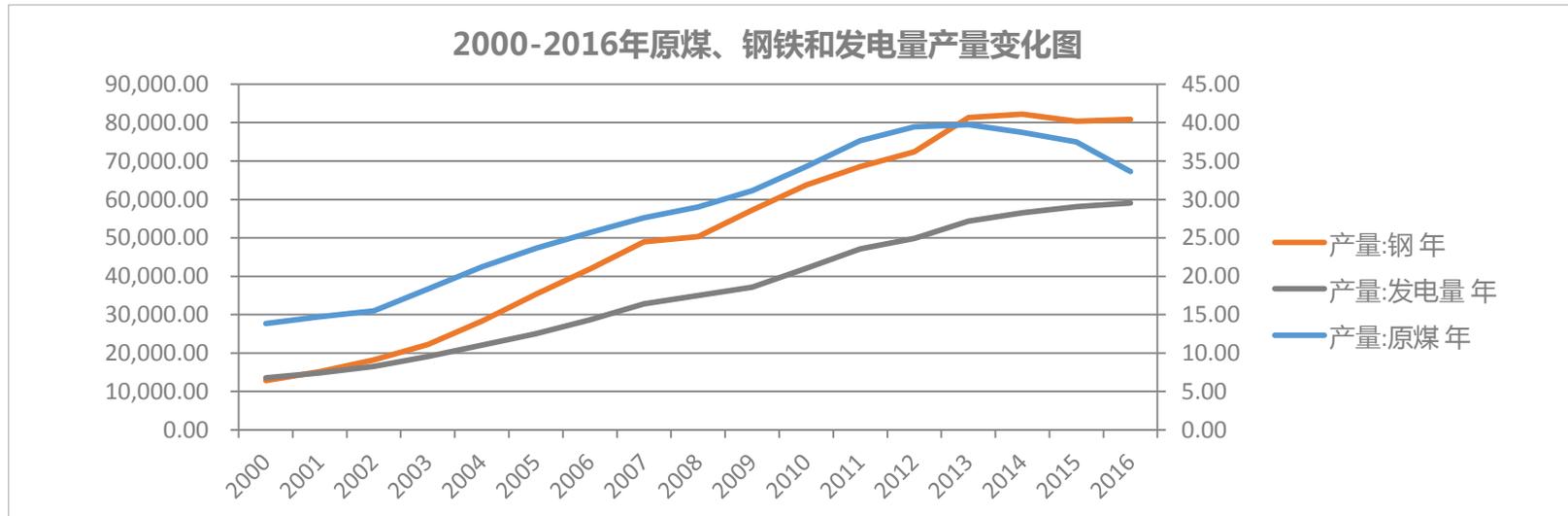
现在有人把我国看作是产能出清的经济体，实际上是误解了产量和产能的关系，举钢铁为例，钢铁经过数年去产能后还有11亿吨产能，而一年的钢铁消费量是8亿吨，2016年产量8.08亿吨，产量和需求实现了基本平衡；但即便再去1亿吨产能，仍有10亿吨存量产能，产能利用率仅从70%提高到80%。产量基本上被控制在8亿吨左右，造成钢价上涨，但产能并没有出清。

- **全球基本同步启动新周期：**

而自从改革开放以来，我国的经济中周期与欧美基本是同步的，不要寄希望于下一次的例外。

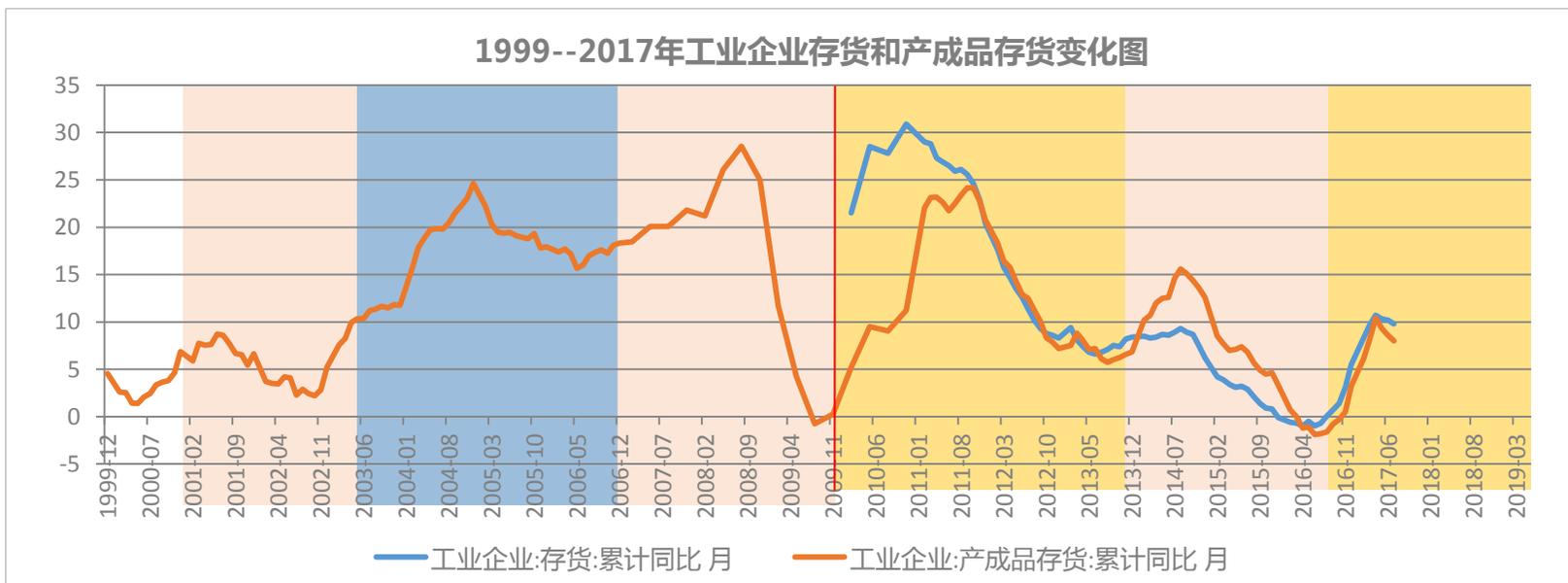
## 主要工业品近年来的产量变化

- 原煤2013年最高峰时39.74亿吨，2016年仅33.64亿吨，锐减6.1亿吨。煤炭总产能2015年底达到57亿吨，去年与今年计划去产能4.4亿吨，剩余产能还高达52.6亿吨。
- 钢铁2013年突破81亿吨后，一直维持在80亿吨上下，没有显著增长。而07年之前连续七年保持15%以上增速，最高增速27%。
- 发电量增速2012年开始进入个位数增长，而07年之前连续6年两位数增长，10、11年两位数增长。07年之前是公认的繁荣期，10、11年经济刺激也出现了短暂繁荣。



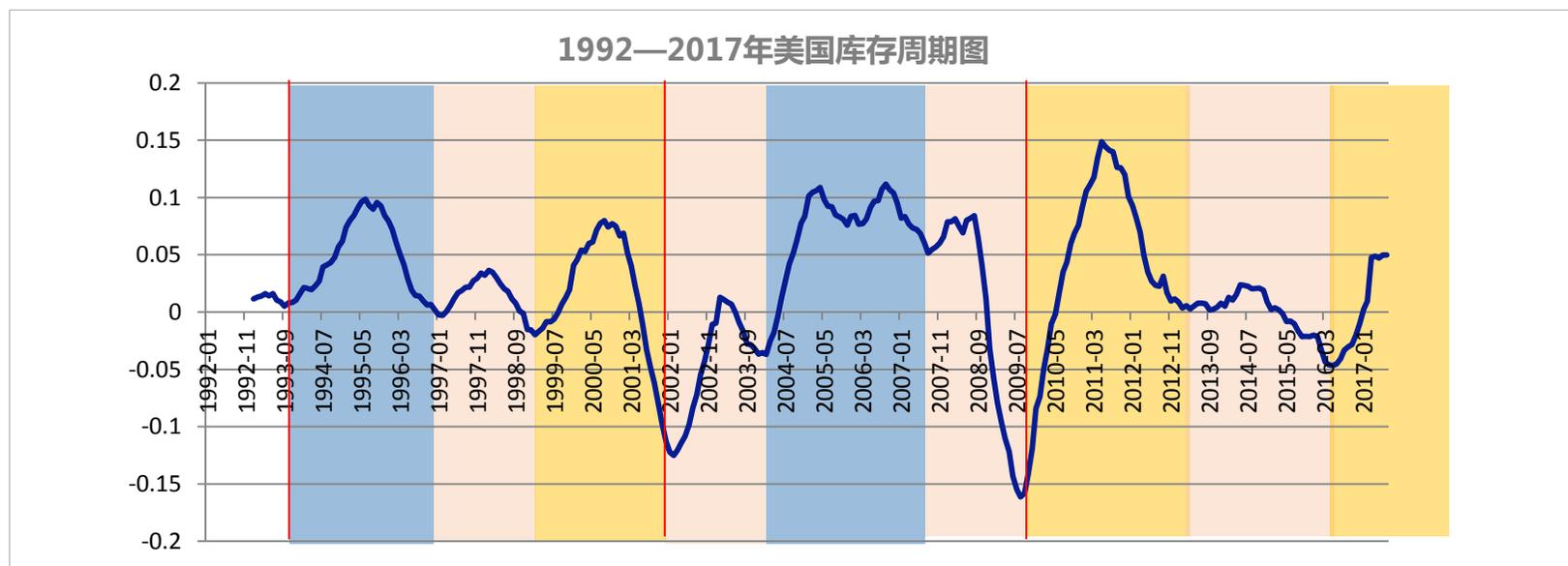
来源：wind资讯，统计时间：2000—2016年

- 一个朱格拉周期包含三个库存周期，上个朱格拉周期三个库存周期界限分明，特征差异很大：复苏期的库存周期库存回升力度弱、跨时短；繁荣期的库存周期库存回升力度最强、跨时最长；繁荣后期从补库存向去库存转变剧烈。
- 09年后经历了2个完整的库存周期，去年中期进入第三个库存周期，可见朱格拉周期没有结束，正走在第三个库存周期。第一个库存周期库存回升力度最大因经济刺激造就了短暂繁荣；第二个库存周期力度就很弱；正在运行的第三个库存周期目前已回落，库存回升力度更弱，回升跨时时间极短。



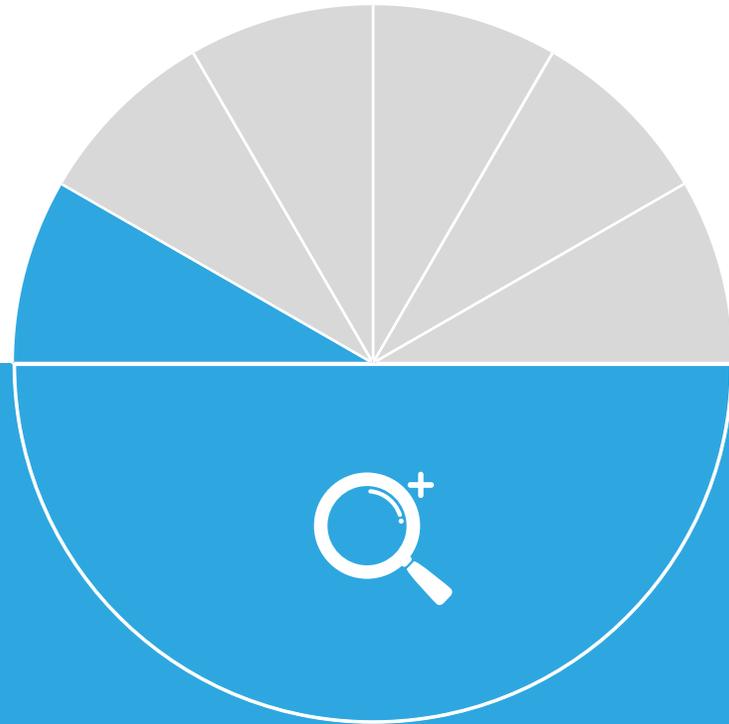
来源：wind资讯，统计时间：1999—2017年

- 美国92年以来两个完整朱格拉周期，都可以细分为三个库存周期，符合规律。
- 09年后也经历了2个完整的库存周期，自2016年8月进入第三个库存周期，可见朱格拉周期也没有结束，同样走在第三个库存周期之中。第一个库存周期库存回升力度最大，因金融危机后补库存需求强劲；第二个库存周期力度很弱，去库存又比较彻底；正在运行的第三个库存周期回升力度比加大。



来源：wind资讯，统计时间：1999—2017年

- 无论从全球联动、产能出清、周期跨度、周期细分四个维度来看，我国和世界经济都还处在2010年开始的朱格拉周期之中。
- 新周期启动或还需要一些时日。中周期的第三个库存周期自2016年年中启动以后，正常情况下要跨时3年到2019年年中，即便跨度缩短也很难短于两年，即不会早于2018年年中。库存短周期和投资中周期未来共振，将在2018年到2019年前后出现中周期的真正低点。
- 从我国改革开放、融入全球经济以来的近四十年实践看，中周期极点出现都伴随着剧烈的经济下滑，而诱发经济大滑坡的根本动因往往是经济危机或金融危机。不得不承认，经济有周期性，而危机也同样有周期性，正是危机周期性实现经济出清后，才换来经济新的生机。
- 全球经济都处于杠杆率高企的阶段，符合周期高点特征。依据海曼·明斯基对于经济危机产生的逻辑推理：经济繁荣导致过度投资—推动杠杆率升高—产能过剩盈利下降—收不抵支银行停贷—流动性短缺变卖资产—明斯基时刻到来—危机爆发。美国08年危机后持续宽松，已经步入加息与紧缩阶段，我国持续被高杠杆率困扰，去杠杆压力很大。显然都处于逻辑链条的后半段。
- 这个阶段，经济角度是得不出EPS确定性大幅增长的结论的，也就是说经济研究并不足以判断牛市到来。



## 二、流动性和结构性行情研究

- **经济和股市经常背离**：经济好股市未必好，经济不好股市有时也很好。
- **原因何在**：流动性大波动。股价=EPS×PE，经济决定EPS和部分PE，而流动性大波动决定大部分的PE。
- **以下我们要讨论**：流动性能支持PE大幅走高、启动牛市吗？
- **先来看看最近的一次股市背离经济的牛市是如何产生的以及它的最终结局**：

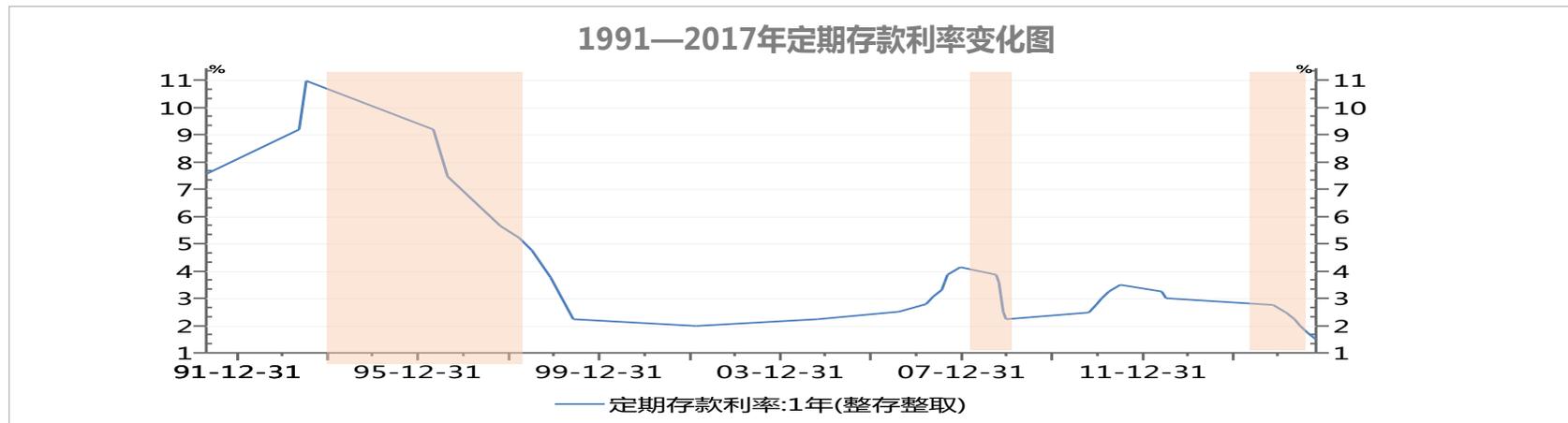
2014年前3季度我国GDP增速分别是7.4、7.5、7.3，而13年四个季度的增速分别是7.7、7.5、7.8、7.7，经济增速下滑到7.5之下正成为常态，下行压力很大。这个时候极少人看好股市，从经济基本面看，股市不具备走牛条件：EPS下滑势在必然。

但是上证指数于2014年7月下旬正式突破上行，到年底已经上涨50%，到次年6月中旬上涨150%。这轮行情是典型的流动性推升的牛市行情。行情启动后的第四个月央行启动降息，到股灾前累计降息3次；期间一再鼓励场内加杠杆，场内融资规模从4052亿元增加到股灾前的2.27万亿，场外杠杆也应运而生，规模甚至难以测度。

轰轰烈烈的流动性牛市，最终因过度投机而忽然终结，根本原因还是缺乏基本面支撑，纯粹的估值提升不可持续。流动性推动的牛市，其鲜明的投机特征一览无遗。

## 流动性：A股市场对流动性反应较迅速

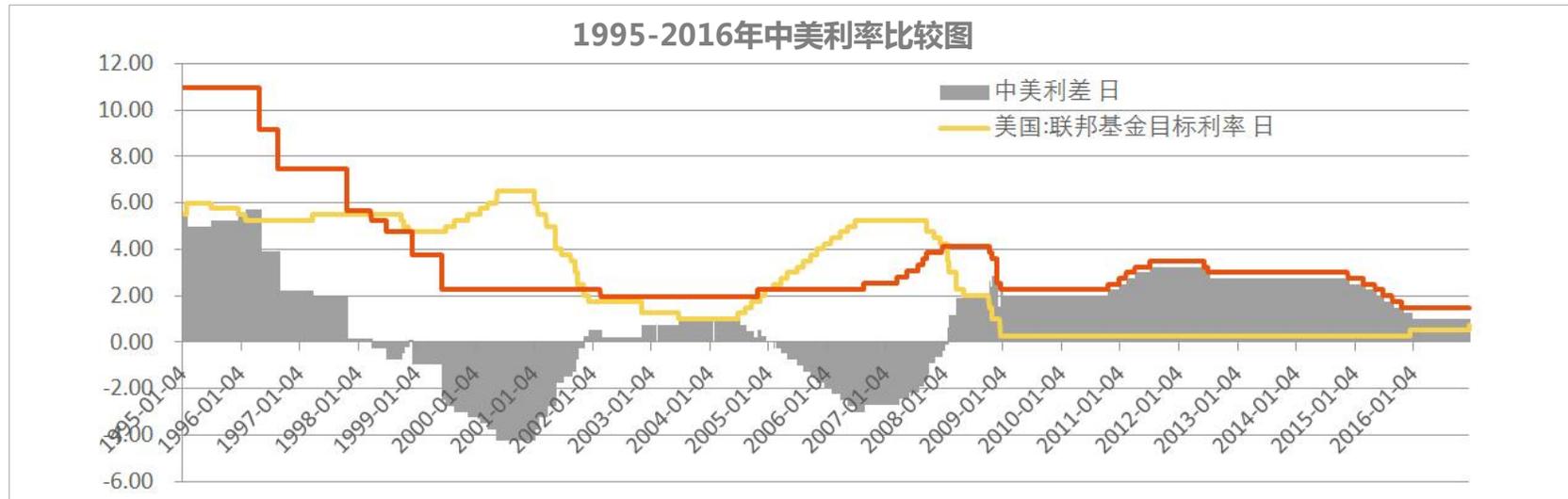
- 自1995年A股市场初具规模以后，总共启动了四轮指数涨幅超过100%的大牛市、数轮涨幅超过30%的小牛市。四轮大牛市，有两轮是背离经济基本面的，两轮是与经济基本面同步的，足见A股对流动性的高度敏感。
- 1995年到2000年长期牛市，指数从500点上涨到2245点，涨幅高达3.5倍。牛市中经济每况愈下，但伴随着一轮存款基准利率从9.18%到2.15%的六次降息。
- 2009年牛市指数从1664上涨到3478点，涨幅一倍，4万亿经济刺激计划促成了经济的短期繁荣，同期基准存款利率从4.14%下降到2.25%，M2从46万亿增加到57万亿，贷款余额从30万亿增加到38万亿。流动性过度宽松无疑也是牛市的重要推力。



来源：wind资讯，统计时间：1991—2017年

## 利率：当前降息空间偏小

- 美国基准利率的历史波动很大，所以对于未来美国基准利率的上升幅度要有各种预期和预案。联储决定利率走向的最重要因素是通胀预期，其次才是经济增长需要。
- 由于中美经济基本面不同，利率走向也可能完全不同。我国利率走向考虑的首要因素是经济增长需要，其次才是通胀预期和压力。
- 中美利差的历史来看，曾经多次长期为负，美国加息速度快于我国，我国不跟进加息，导致长期负利差存在。因此不必担心我央行会跟进加息。
- 但是我国利率处于相对低位，房地产价格或又濒临泡沫化，利率下行空间很小。这与97年以后、2014年以后的可比性较小。



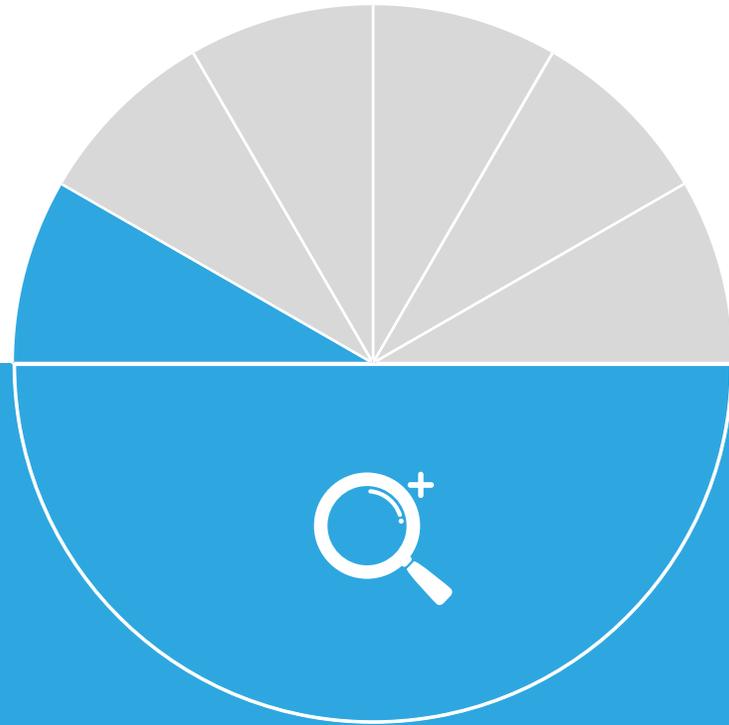
来源：wind资讯，统计时间：1995—2016年

- 这一轮市场利率见底于2016年初，自去年底市场利率显著回升，一年期国债收益率自2.25%上升到3.50%，升幅惊人，回升到了07年底与11年中期水平；经济繁荣的07年大部分时间市场利率回升对股市没有构成压力，但是经济不景气的2011年大多数时间市场利率回升严重压低了市场。



来源：wind资讯，中国证券信息网，统计时间：2005—2017年

- 美国进入快速加息通道，美联储已经两年内升息4次、一年内升息3次，累计升息1个百分点，中美利差已经从1.25%压缩到0.25%。我国经历了2014年后的六次降息，一年期存款利率降到1.5%，处于低位，降息空间的确很小。虽然中美利差不受限，但是大幅逆转仍不可行。
- 市场利率大幅上升，一年期无风险收益率从2.25%提升到3.5%，一年期存款利率息差从0.75%提升到2.25%，说明市场资金面偏紧，不支持进一步降息。
- 目前消费价格指数1.8%与一年期存款基准利率1.5%大体相当，但是PPI（6.4%）高于一年期贷款利率4.35%多，说明企业融资经营已经有较高收益率，继续降息是否紧迫值得商榷。
- 而广义通胀重要部分的房价或正处于泡沫化边缘，2015年后房价全国性大涨，控制房价的任务艰巨自不必说，这也是当前与3年前很大不同的基本面。
- 其他数量性流动性工具都已经用到了极致，股市也不太敏感，意义都远不及利率走低。
- 结论是：**PE提升开关——降息可能性很小。**



### 三、认识成长的重要性

- 年初以来，工商银行股价上涨47%，而银行股指数仅上涨16%，浦发银行股价仅上涨13.7%。
- 中期，工商银行利润上升1.78%，浦发银行净利润上升5.48%，成长性小银行有显著优势。
- 工商银行估值从年初的5.39倍上升到7.2倍，同期浦发银行PE从年初的6.6倍小幅下降到6.5倍。多年以来，股份行相对于国有大行都有估值上的优势，得益于成长性的优势、股本偏小的优势；但是这两个优势在今年以来或已经被完全忽略了，工商银行估值反超浦发银行11%，出现这种状况，而用业绩指标是不能解释的。

- 国企改革已经讲了多年，全国又以央企为标杆，央企改革先行预期强烈。
- 2015年，南北车合并为中国中车，央企合并成为重要形式，此后一直有央企合并的预期。但是后来的央企合并再没有过南北车合并的大牛行情，中国神华和国电合并消息出来后，股价冲高回落。这方面的预期未来会持续降温。
- 另一个重要改革方向就是联通模式：引入战投，分散股权。这个模式在国有银行改革过程中运用的非常成功，被扩展到其他国企情理之中。国有银行引入战投后迅速上市，经营质量显著改善，并且崛起为盈利大户。这一效果能否在国企改革中再现，联通股价停牌前有了较大幅度上涨，复牌后也冲高回落。
- 去年十月以后的半年时间里，中字头的基建股集体大涨，今年3月以后的半年时间里，国有大金融、国有大煤炭股大涨，而成长性、有优势、股本偏小的同类股票大多表现平平甚至下跌，归根结底，是国企改革预期使然，而非业绩驱动。中字头基建股中涨幅最大的中国建筑股价上涨了100%，年中利润增幅12%，估值从5倍上升到8倍。
- 年初以来，各行业板块都有显著特征：越大的龙头股，股价涨幅越大，似乎是大盘股股性复活了一样。推广开去，其实也都是这些龙头股国资改革的预期激活了股性，用收益，尤其利润集中度提升来解释，都行不通。

- 价值与成长是投资天平的两端：价值股投资追求最大确定性，成长股投资追求收益最大化。
- 价值股投资确定性建立在低估值基础上，低PE\PB决定站在价值的地板上，而一旦低估值优势消失，价值股投资业绩失去安全边际，自然也就失去魅力。
- 在成熟行业里，成长股是相对的，相对于业绩成长性接近0的国有大银行来讲，业绩增幅还能达到5%甚至更高的股份行，就具备了成长特性；尤其这些股份行的PE已经低于国有大行时，价值股特性也非常突出。
- 强周期行业，存在周期成长，目前比较确定的是煤炭股，由于煤价高企、一年多的收入改善已经消化历史亏钱，中报开始已经将收益体现在了报表上。煤炭股在00年代曾经是绩优成长的代表，利润完全跟着煤价走，是周期成长的最理想标的。
- 周期成长中，还有有色金属、建筑建材等，业绩大起大落，股价也大幅波动。上半年股价已经走高的行业要堤防风险，年度业绩是决定岁末年初股价的根本因素。
- 跨周期的成长股，一般指消费，又可分两大类，一类传统消费如白酒医药白电等，这些股票自年初以来都在持续上涨，目前已经在高位；一类为新型消费如电子、信息、新能源等，这些股票这一年多以来都在走下坡路，应该是大机会所在。

# 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)

**风险提示：**

本报告非宣传推介材料，只表达当下市场观点，仅供参考之用，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。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。本报告不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。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。