



德 · 助 天 下

# 纷扰时期看本质

## 2018年度德邦基金年中策略报告

# 目录

01

## 上半年回顾：纷争困扰市场

贸易战疑云始终困扰市场，金融去杠杆造成资金偏紧

02

## 下半年展望：纷扰难除继续盘底

全球贸易战愈演愈烈，周期末端经济与股市不同步，国内资本市场风险收益比高于境外

03

## 下半年策略：真成长穿越周期

真成长的长期收益率可观，纷扰乱市更应配置真成长



01

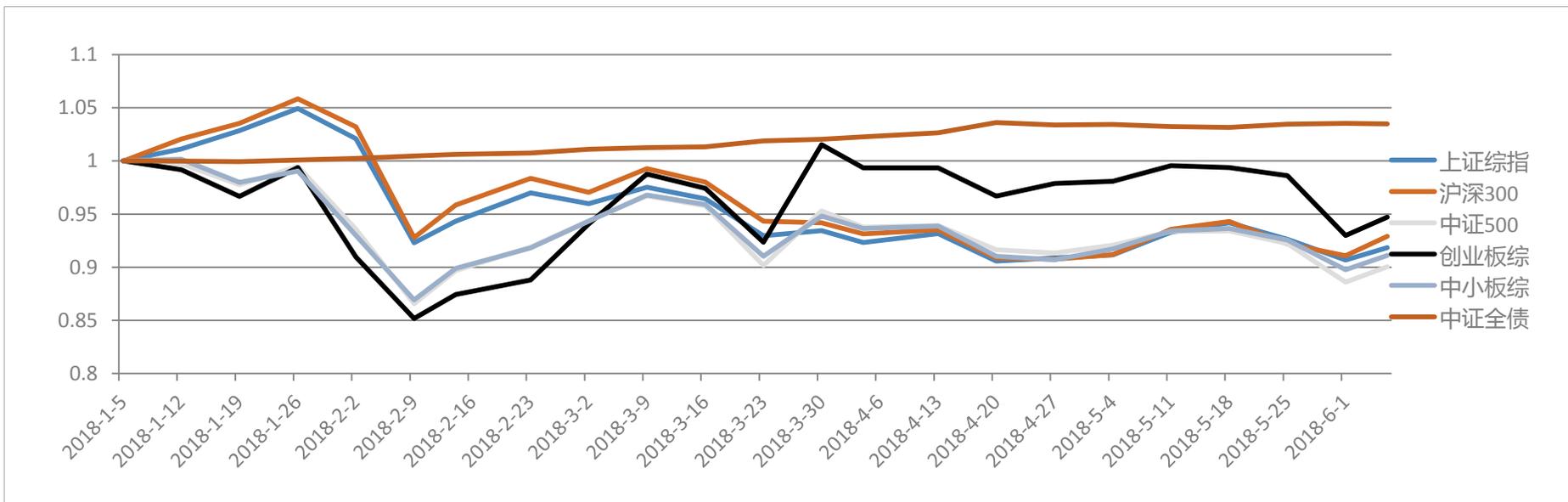
## 上半年回顾：纷争困扰市场

---

# 上半年回顾（一）：纷争困扰市场

## 截至6月6日，年初以来各市场指数收益率

上证综指：-8.16%    沪深300：-7.10%    中证500：-9.94%  
中小板综：-8.88%    创业板综：-5.30%    中证全债：3.48%



数据来源：Wind资讯，统计时间：2018年1月1日至2018年6月6日

### ➤ 股市：

- 指数1月底开始回撤，最大回撤幅度接近15%，并且一蹶不振，至今仍在3000点附近徘徊。这也验证了2017年底3000点到3600点区间震荡的判断，并且上下低点都极为接近。
- 上半年股市回撤的压力来自政策环境和国际环境。国内政策环境主要是金融去杠杆持续发力，货币增长持续低位，1月中旬披露去年末M2仅增长8.2%，是造成股市见顶回落的最直接动因。

### ➤ 债市：

- 上半年债市一枝独秀，主要是资管新规出台后，配置型需求和预期显著增强，推动债券收益率下行，而并非资金面显著宽松所致，预计债市行情有显著的阶段性。

### ➤ 国际环境：

- 美国奉行单边主义四处出击，尤其对我国先后扬言要推出500亿、1000亿美元出口商品征税计划，出口形势面临空前不确定性，3月份的股市下跌就直接与此有关。
- 此外，海外牛市触顶的信号显著，国内外股市出现联动下跌。2月初，美国主要股指都出现超过10%的迅猛回撤，诱发大跌的直接原因是美国十年期国债收益率抵近3%，股市表现出对无风险收益的极度敏感，这是金融危机后所未有的。这往往是股市上行动力衰竭、牛市见顶的重要信号。



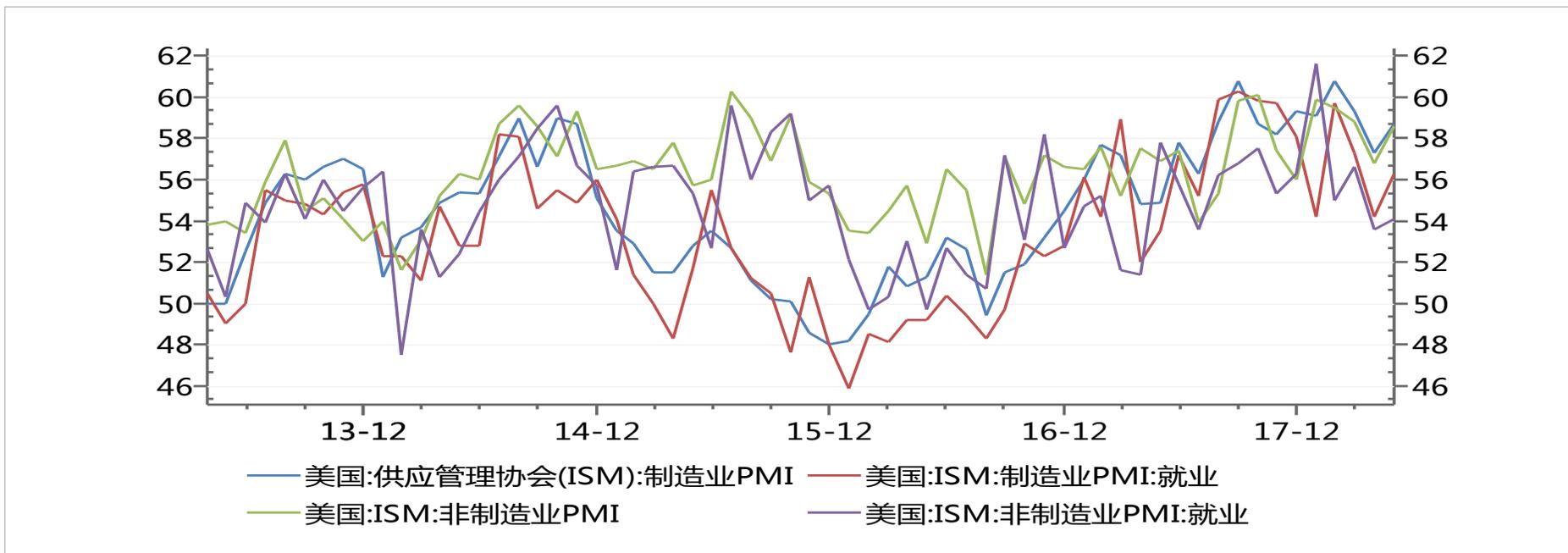
02

## 下半年展望：纷扰难除继续盘底

---

## 美国的单边主义有民意基础

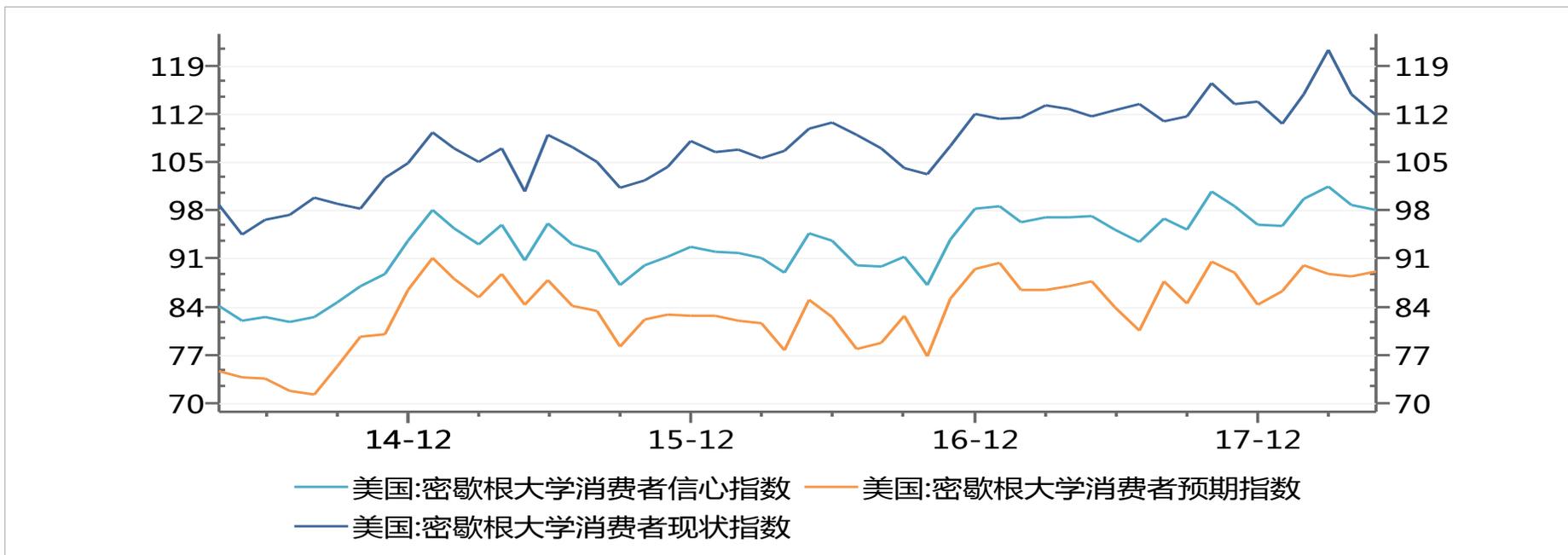
- 2016年中期以后，美国PMI指数持续高企，企业家信心持续饱满，说明商业领袖对于经济的预期很好。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2012年3月至2018年6月

## 美国的单边主义有民意基础

- 2016年中期以后，美国消费者信心指数也持续高企，预期和现状都很好，说明消费者对于收入的预期很好。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2013年3月至2018年6月

### ➤ 美国的单边主义有民意基础

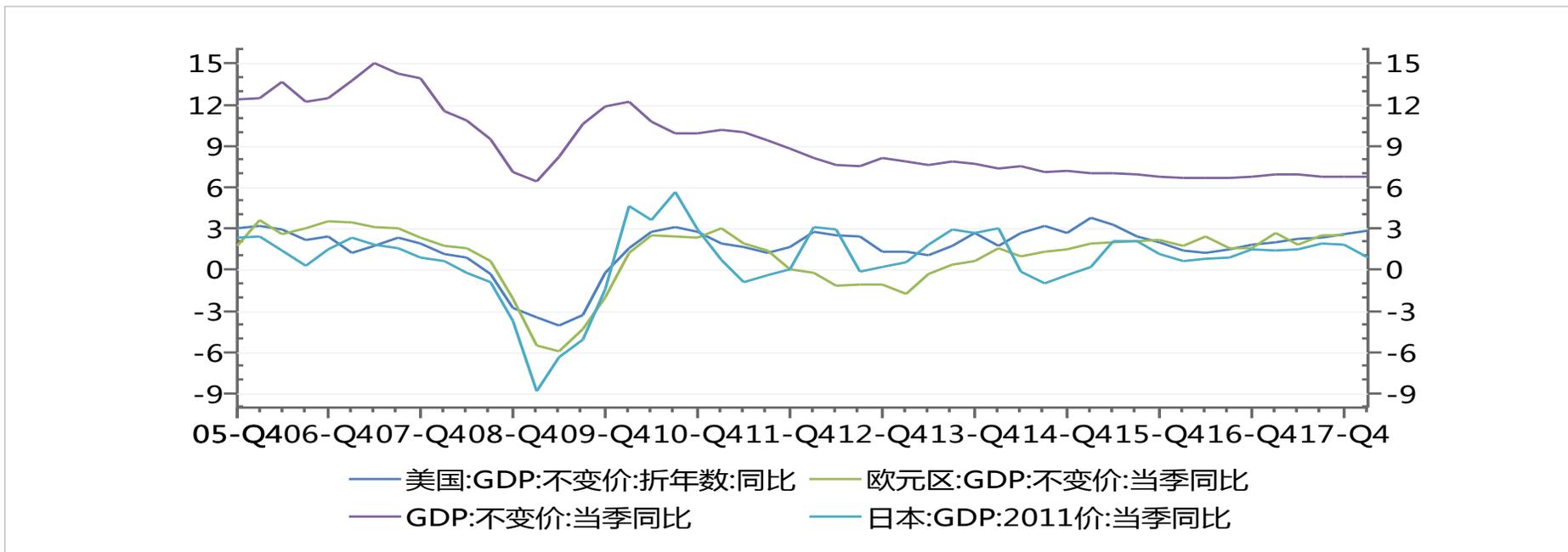
- 据美国《60分钟》节目披露，2017年12月美国总统支持率跌到35%的最低点，也是美国历史上历任总统的最低值。2018年1月，美国总统支持率回升到40%，到2月又跌至35%，但在3月底飙升至44%，达到自2017年3月以来的最高点，并在4月2日支持率超过50%。
- 2018年3月8日，美国总统特朗普签署了对进口钢铝征收关税令，正式拉开贸易战序幕；3月25日，宣布对中国500亿美元商品征收高关税；6月1日，正式启动对战略盟友征收钢铝关税，同时宣布将对欧洲高档汽车征收高关税。

### ➤ 中国反制美国贸易战有理有利有节

- 对美出口依赖性下降，成为防范风险的基础。
- 在WTO框架内解决贸易争端，联合其他受害国一同维护多边贸易体系。
- 13亿人的大市场是谈判最重要的筹码，将继续发挥大市场优势，合作则开放市场，分裂则逐出市场。
- 积极解决贸易争端，严阵以待但坚持谈判。只要贸易战不真打，尤其是大规模的关税征收不开始，短期内还可能促进进出口，因为美国贸易商们或将赶在征税之前增加备货。
- 旷日持久的谈判、讨价还价的落实，将成为未来双方贸易谈判的常态。只要美国不想失去中国能源和农产品市场，就有可能坐下来谈判；对于中国来说，在坚持贸易平等原则下，谈判越持久将越有利。即使等到双方谈判结束，落实协议的过程中也可能因为美国政府内部存在的分歧，面临各种讨价还价问题，“互挤牙膏式”的过招必然不少。
- 最后，也要提防美国开展实质性的征收关税行动，尤其是再度限制高科技产品出口和部件采购，可能对国内股市和部分企业构成较大压力。

## ➤ 美国经济一枝独秀是其敢折腾的本钱

- 美国经济2018年1季度的折年率达到2.85%，同期欧洲只有0.9%，而日本在2017年12月也只有2.5%，中国虽然达到6.8%，却处于1年中的最低增速附近。预计美国增长率将高出产出0.5%，从数据来看，美国整体环境处于极度繁荣之中。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2005年至2018年

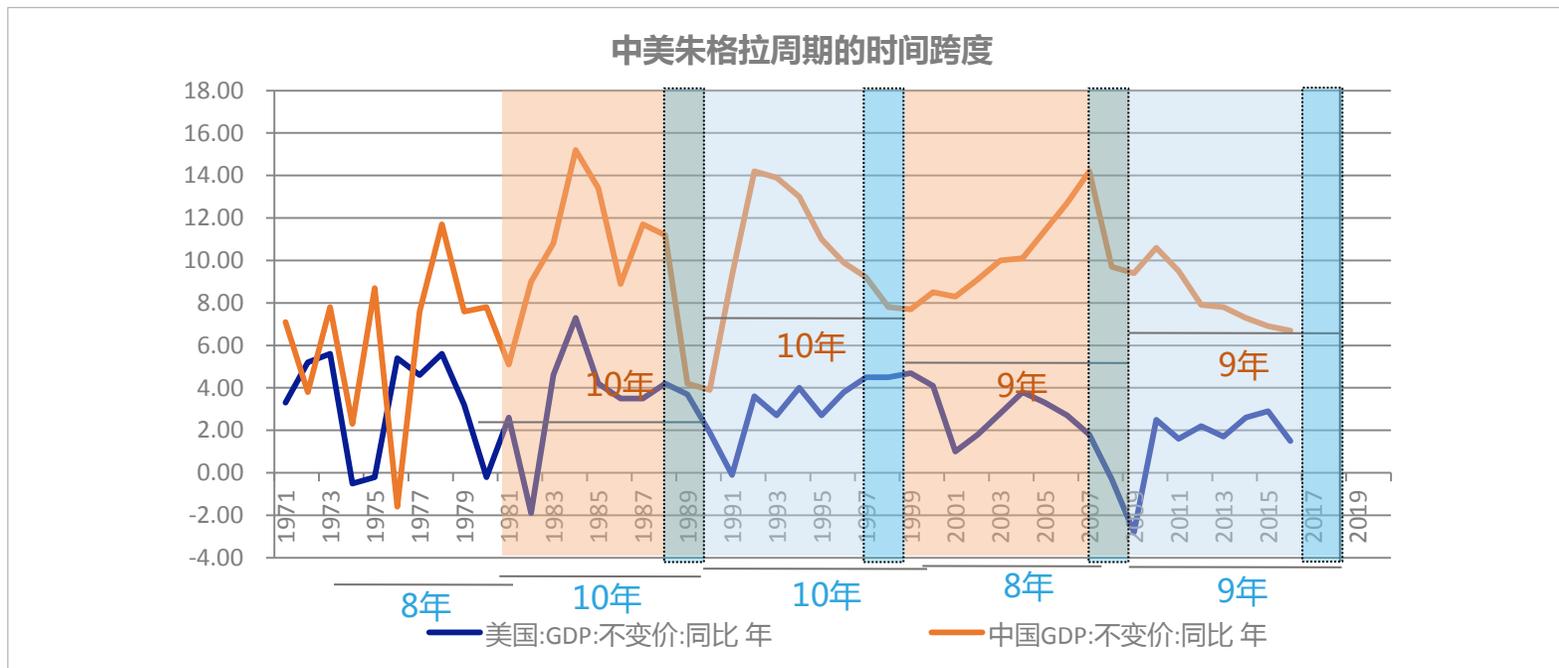
## ➤ 美国劳动力已充分就业，当前不存在就业问题

- 美国4月的失业率为3.8%，显著低于2008年危机后水平，持平于1998年历史最低点，即将创出1968年以来的最低值。失业率如此之低，说明美国低端劳动力就业情况良好，美国国内中低端制造业、服务业等呈现全面繁荣状态。



数据来源：Wind资讯，统计时间：1948年-2018年

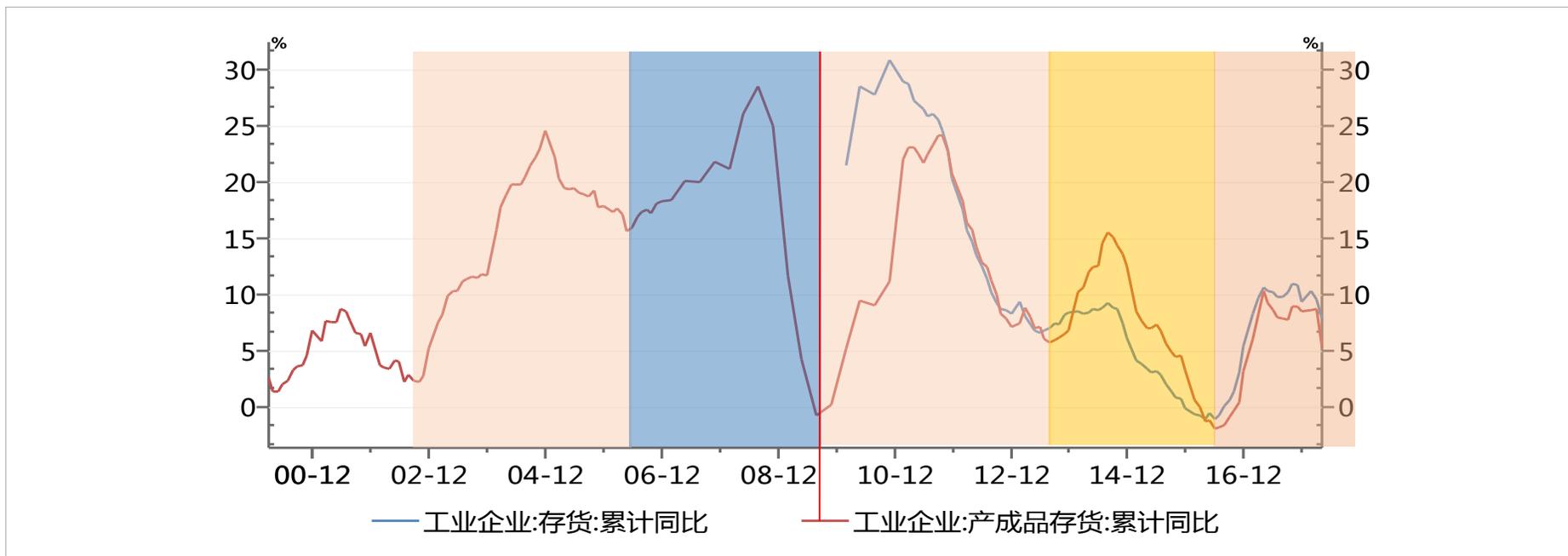
## ➤ 美国单边主义将加剧不平衡，加快中周期步伐



数据来源：Wind资讯，统计时间：1971年-2017年

## ➤ 我国中周期最后一个库存周期加速下行

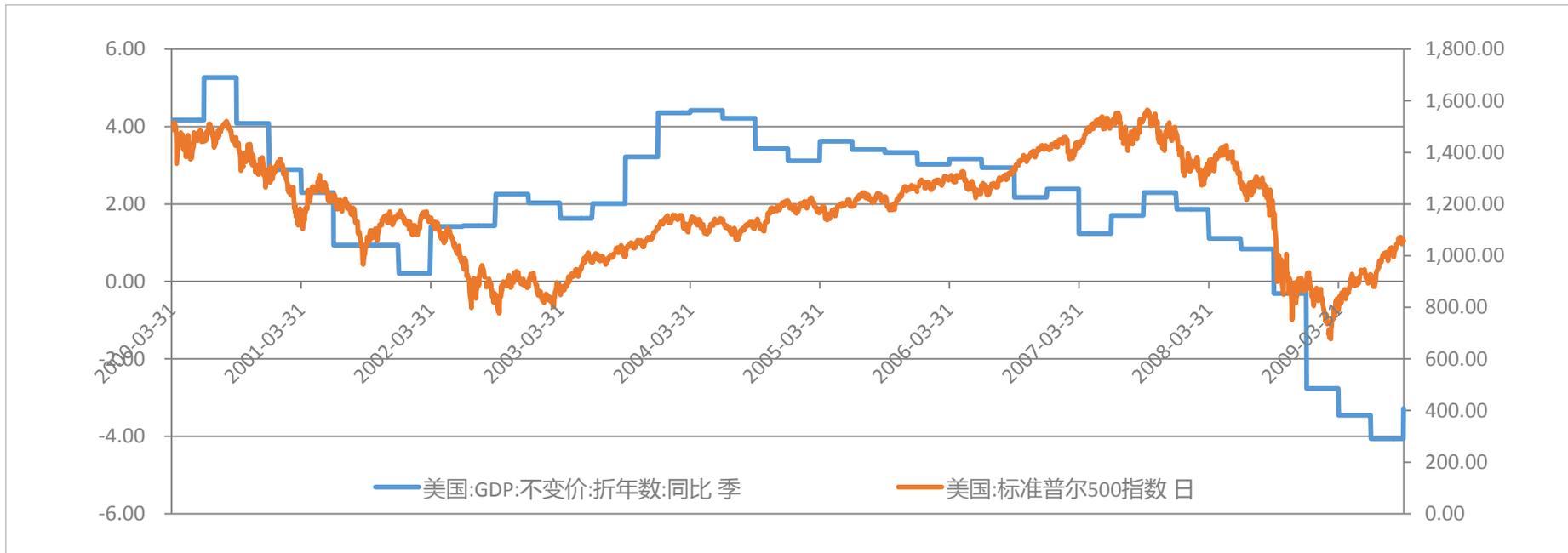
- 2016年6月启动的存货周期，去年中期以来一再验证周期回落、中周期末端：存货增长严重偏弱，存货完全按预期回落。今年初以来，库存下行加速，显著进入去库存阶段，对于经济的压力加大。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2000年-2018年

## ➤ 中周期末端：股市与经济不同步

- 2008年金融危机爆发前，美国经济一直保持2%以上增长，失业率持续处于低位。股指于2007年初出现10%左右的回撤，但是很快回升并且临近高点。经济增长继续维持2%以上，但是股市开始了第二轮下跌，并且逐步确立熊市。但危机爆发时经济增速快速下行至负增长，股市也进入更迅猛的下跌，可见股市先于经济，预期比实际要敏感很多。

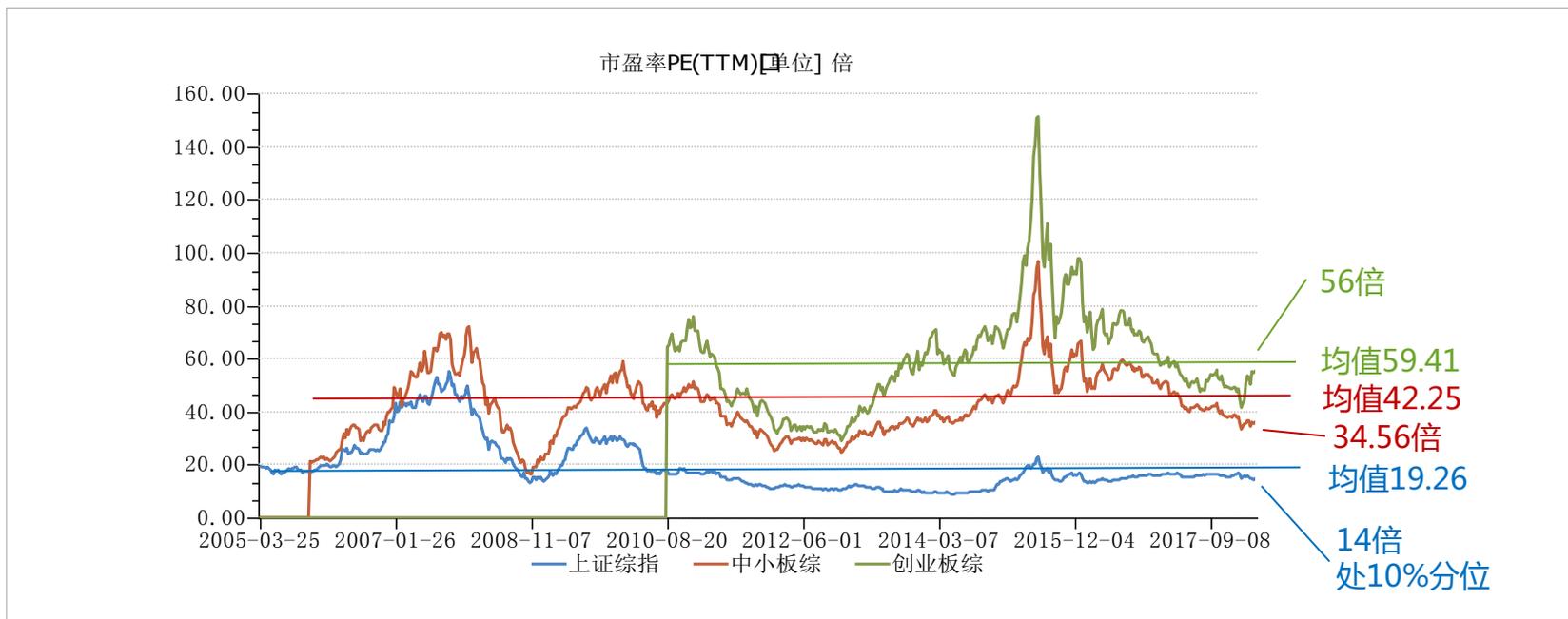


数据来源：Wind资讯，统计时间：2000年-2010年

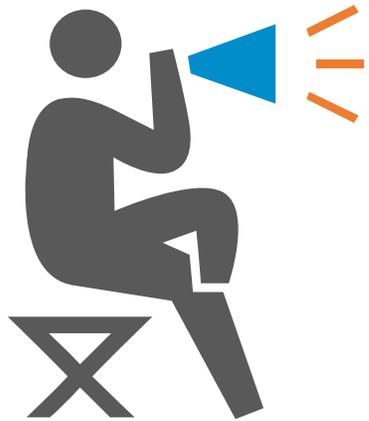
# 下半年展望（三）：A股市场抗风险能力较强

## ➤ A股市场整体估值处于历史低位

- 美股年初回撤可能是牛市见顶的重要信号，经济与股市不同步的现象出现，是盈利预期发生了变化。
- 对于利率敏感，是盈利见顶的信号。未来盈利增长预期下降时，才会对财务成本上升敏感。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2005年-2018年



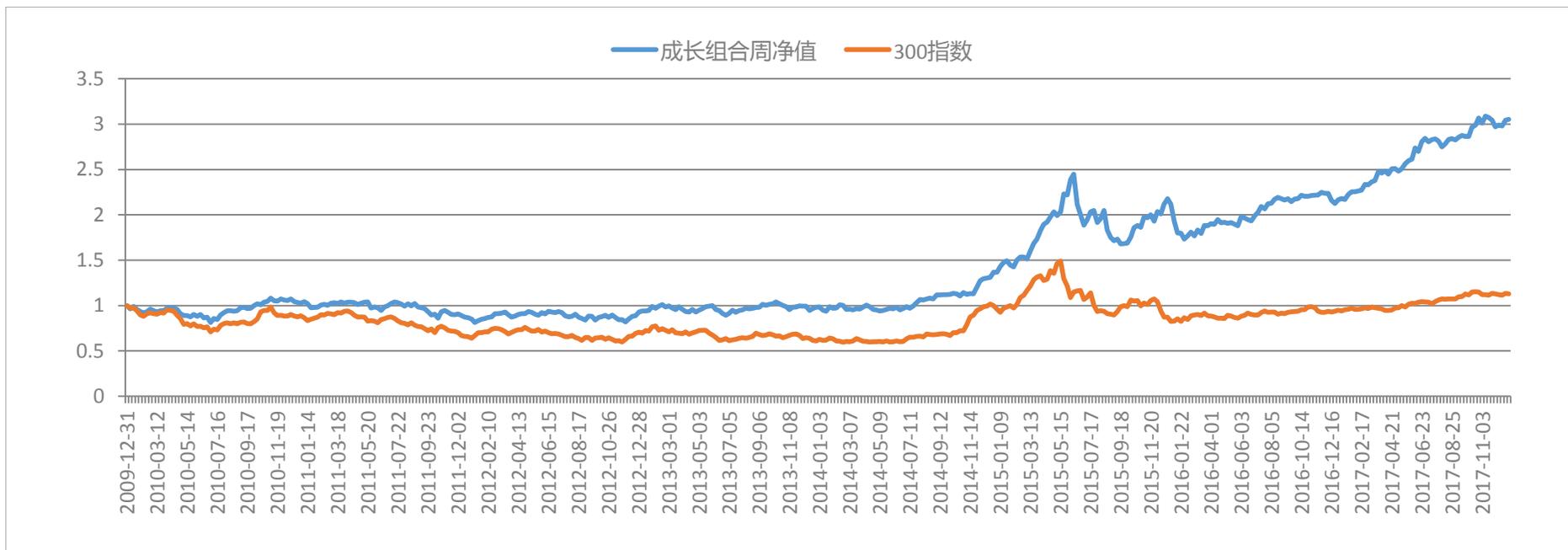
03

## 下半年策略：真成长穿越周期

---

## 下半年策略（一）：真成长股实现复利增长

➤ 真正的成长股能穿越周期，实现复利增长。我们从真正的成长股中精选出30只构建一个成长组合，发现2010年以后的8年间都能获得较好的收益率，并能抵挡2010年开始的周期下行，也能抵御2015年中期的突发性股灾，而且成长股最先摆脱股灾影响创出新高。成长股组合大幅跑赢300指数，说明其拥有巨大的抗风险、抗周期能力。



数据来源：Wind资讯，统计时间：2009年12月-2017年11月

## 下半年策略（二）：纷扰乱市的成长行业组合

- 依据业绩增长预期、增长率风险指标和预期达到的可靠性，选出12个高增长行业，这些行业中的低估值公司，具备穿越周期、抵御下行的能力。

行业	业绩增长预期	风险指标	增长质量
SW房屋建设Ⅲ	23.01	31.05	高
SW空调	23.17	21.63	高
SW家具	23.33	30.61	高
SW肉制品	23.39	27.21	高
SW中药Ⅲ	23.88	40.58	高
SW多业态零售	25.09	55.45	高
SW乳品	26.61	28.94	高
SW其他互联网服务	30.62	34.82	低
SW人工景点	34.36	39.71	高
SW移动互联网服务	36.53	25.22	高
SW影视动漫	38.79	76.50	中

## 下半年策略（二）：纷扰乱市的成长行业组合

- 下半年主要抵抗贸易战和金融紧缩两大干扰，选择的成长行业需要立足于内需、刚需两大特性，并且具备持续经营能力和盈利能力的较成熟公司。

行业	估值	需求特性	立足市场
SW房屋建设Ⅲ	8.23	一般	内需
SW空调	14.63	一般	内需
SW家具	34.38	一般	内需
SW肉制品	27.2	刚需	内需
SW中药Ⅲ	29.17	刚需	内需
SW多业态零售	25.14	一般	内需
SW乳品	30.15	刚需	内需
SW其他互联网服务	59.63	一般	内需
SW人工景点	32.29	一般	内需
SW移动互联网服务	25.68	一般	内需
SW影视动漫	31.25	一般	内需

# 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

## 风险提示：

本报告非基金宣传推介材料，不构成任何投资建议或承诺。本文中的观点仅为目前情况下的分析，不代表实际投资决策。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。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。