



浦发银行
SPD BANK

新思维·心服务

秋收冬藏 回归价值

-浦发私人银行2016年4季度资产配置投资策略

浦发银行总行私人银行投资研究中心

2016. 10

目录

经济分析与展望：今天很美好 明天很残酷

流动性分析与展望：“里根大循环”能否重现？

大类资产市场分析：且行且珍惜

大类资产配置策略：秋收冬藏 回归价值

4季度全球竞猜美加息，黑天鹅或落谁家？

加息周期↵	持续时间↵	加息间隔↵	次数, 次↵	起止利率, %↵	加息幅度, bp↵	每次加息幅度, bp↵
19830331→ 19840809↵	近 1.5 年↵	1 周至 3 个月 ↵	10↵	8.5→ 11.5↵	300↵	12.5-1 12.5↵
19870105→ 19890517↵	2 年多↵	1 天至 4 个月 ↵	22↵	5.875→ 9.8125↵	393.75↵	6.25-5 0↵
19940204→ 19950201↵	1 年↵	1 个月至 3 个月 ↵	7↵	3→6↵	300↵	25-75↵
19990630→ 20000516↵	近 1 年↵	2 个月至 3 个月 ↵	6↵	4.75→ 6.5↵	175↵	25-50↵
20040630→ 20060629↵	2 年↵	1 个月至 2 个月 ↵	17↵	1→5.25↵	425↵	25↵
20151217→↵	↵	↵	↵	0.25→↵	↵	↵

注：19830331→19840809、19870105→19890517这两轮加息周期中分别有过2次、4次降息。↵

海外经济：暂迎喘息期

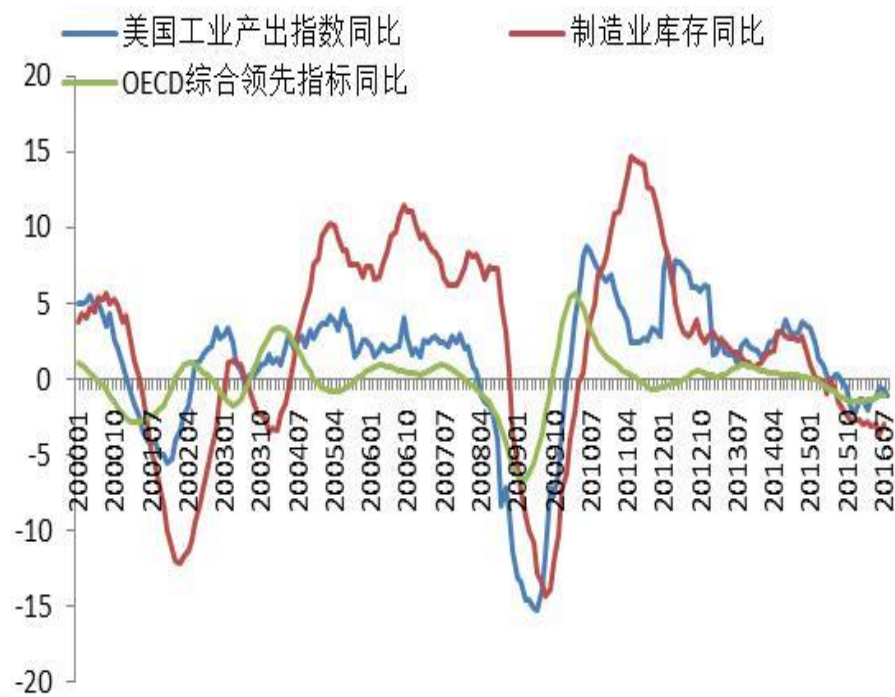
- ◆ 全球经济艰难潜行，中长期前景莫测，短期或迎来喘息期。
- ◆ 长周期而言，受制于全要素生产率持续下行、人口老龄化加剧、全球债务规模持续攀升势头不减等因素，全球经济前景仍充满了巨大的不确定性，甚至有黑天鹅风险之忧。
- ◆ 短期来看，今年以来对全球经济的负面冲击因素或呈现阶段性边际效应递减效应，难民潮、英国退欧、政治分裂和不确定性加剧等对发达经济体的负面效应有所舒缓，而新兴经济体所面临的资本外流和金融市场动荡等风险也一定程度在下降。展望四季度，全球经济大概率在中美协同开启弱补库存周期的带动下迎来短暂的喘息期。



美国：短期或有机会开启新一轮弱补库存周期

◆ 美国经济中期下行风险犹存，短期或有机会开启新一轮弱补库存周期。1993年以来的经验数据显示，美国经济短周期波动与制造业库存周期高度正相关。库存周期规律显示去库存或已经接近尾声；先行指标预示新一轮补库存周期即将开启。

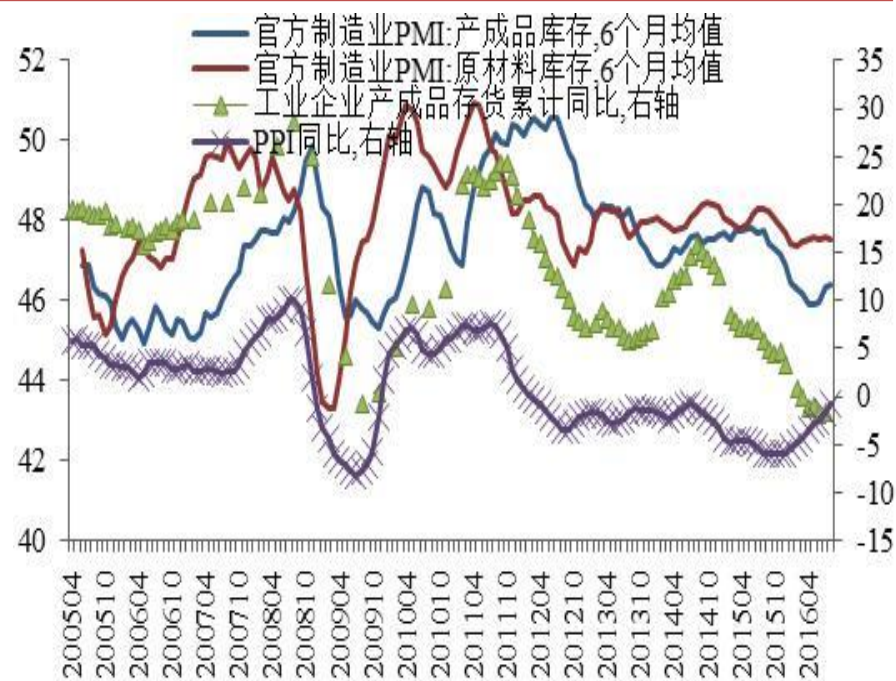
阶段	起止时间	起止增速	持续时长
去库存	199804→199906	3.62→-0.36	15个月
补库存	199907→200008	0.08→-5.63	14个月
去库存	200009→200202	5.06→-12.09	18个月
补库存	200203→200303	-11.69→1.22	13个月
去库存	200304→200312	1.11→-3.46	9个月
补库存	200401→200503	-3.21→10.3	15个月
去库存	200504→200602	10.19→6.57	11个月
补库存	200603→200609	6.75→11.45	7个月
去库存	200610→200908	11.11→-14.24	35个月
补库存	200909→201105	-13.91→14.69	21个月
去库存	201106→201309	14.33→1.75	28个月
补库存	201310→201406	2.02→3.93	9个月
去库存	201407→201606	3.57→-3.64	24个月
补库存	201607→	-2.92→	



国内经济：告别蜜月期

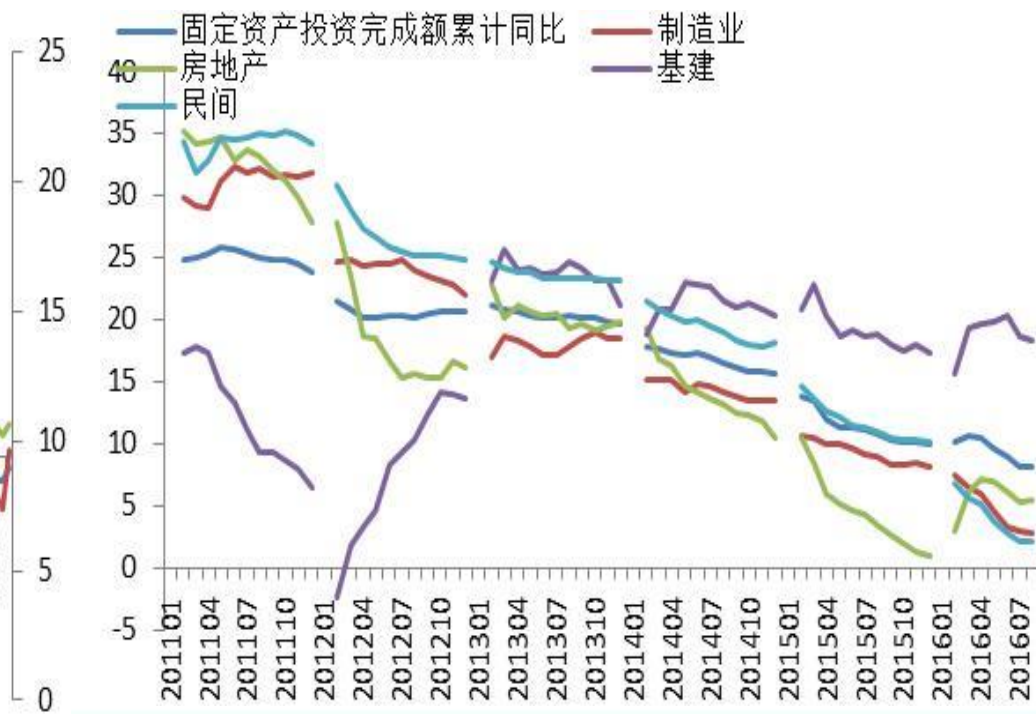
- ◆ 国内经济告别三季度短暂蜜月期，四季度或以低位企稳为主要诉求。得益于弱补库存周期的开启以及出口改善、制造业投资增速见底回升的刺激，四季度经济低位企稳可期，但下行风险如地产调控加码、通货膨胀回升、货币政策趋紧、资本外流加剧等负面因素仍不可不防。
- ◆ 中国工业企业第六轮去库存周期已接近尾声，新一轮弱补库存周期或即将开启。

阶段	起止时间	起止增速	持续时长
去库存	199604→200005	24.5→1.39	50个月
补库存	200006→200205	2.07→4.19	24个月
去库存	200206→200210	4.1→2.21	5个月
补库存	200211→200412	2.82→24.65	26个月
去库存	200412→200605	24.65→15.64	17个月
补库存	200606→200808	16.02→28.54	27个月
去库存	200808→200908	28.54→-0.76	12个月
补库存	200908→201110	-0.76→24.17	26个月
去库存	201111→201308	22.79→5.73	22个月
补库存	201309→201408	6.03→15.6	12个月
去库存	201409→201606	15.1→-1.9	22个月



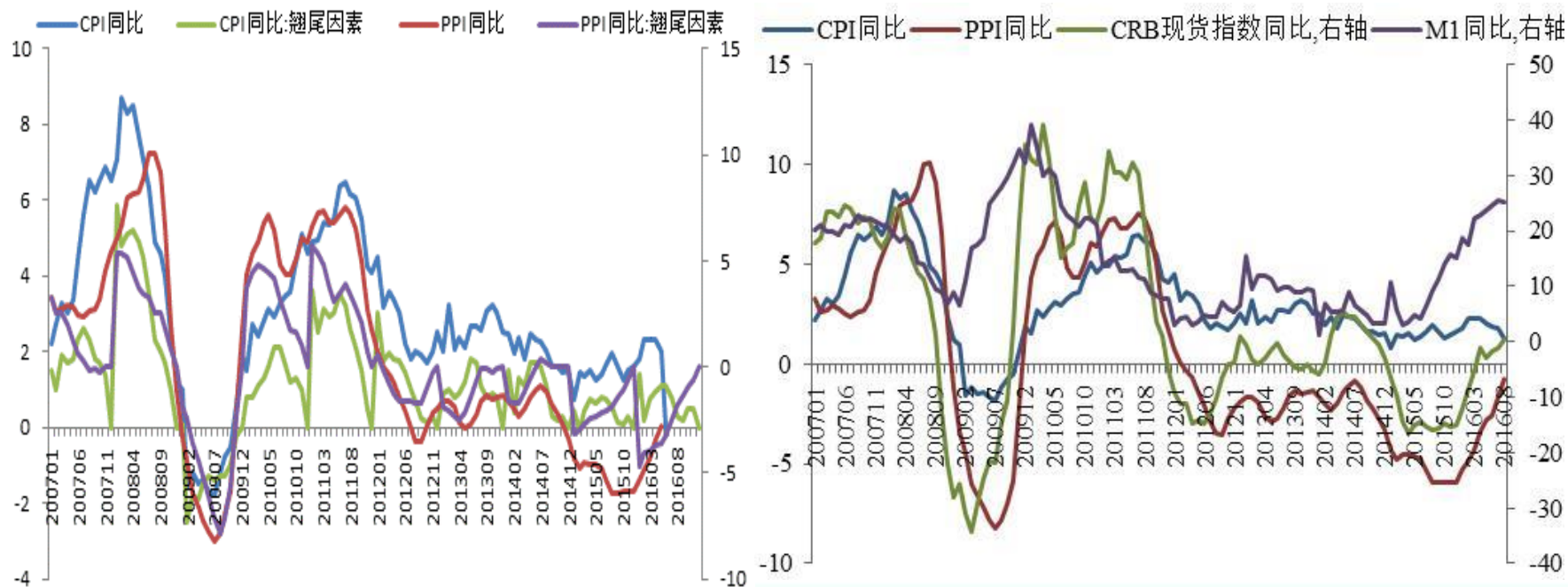
国内经济：告别蜜月期

◆ 出口改善、制造业投资增速见底回升等将成为经济企稳的重要支撑。房地产开发投资同比增速维持高位，甚至重新回升。四季度大概率动用财政结余提升实际赤字率，财政支出增速料不至于明显回落，包括PPP、专项金融债、产业引导基金等在内的准财政政策，都将对四季度基建增速维持相对高位提供有力支撑。



国内通胀：重新回升

◆ 消费环节通胀率重新回升，生产环节通胀率有望转正。8月CPI同比增速降至1.3%，PPI同比降幅进一步收窄至-0.8%。展望未来，CPI同比年内低点大概率在三季度，四季度大概率重新回升，PPI同比料在四季度转正，主要因为翘尾因素、货币投放和房价上涨滞后效应、大宗商品周期修复、PPI传导效应和恶劣天气影响。



目录

经济分析与展望：今天很美好 明天很残酷

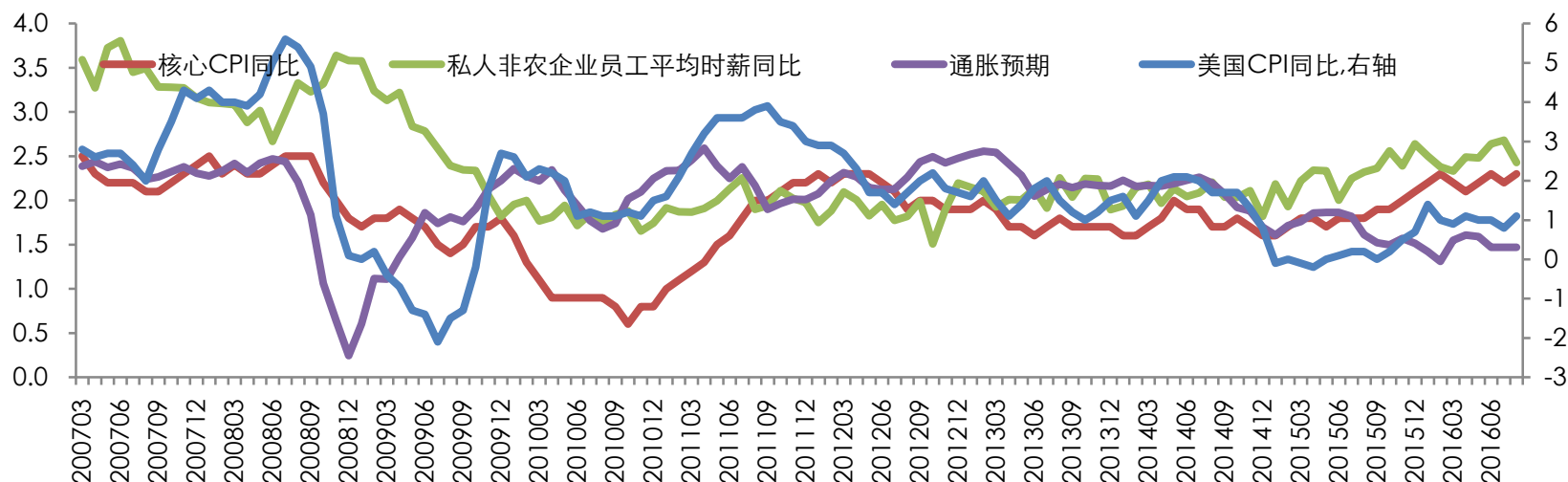
流动性分析与展望：“里根大循环”能否重现？

大类资产市场分析：且行且珍惜

大类资产配置策略：秋收冬藏 回归价值

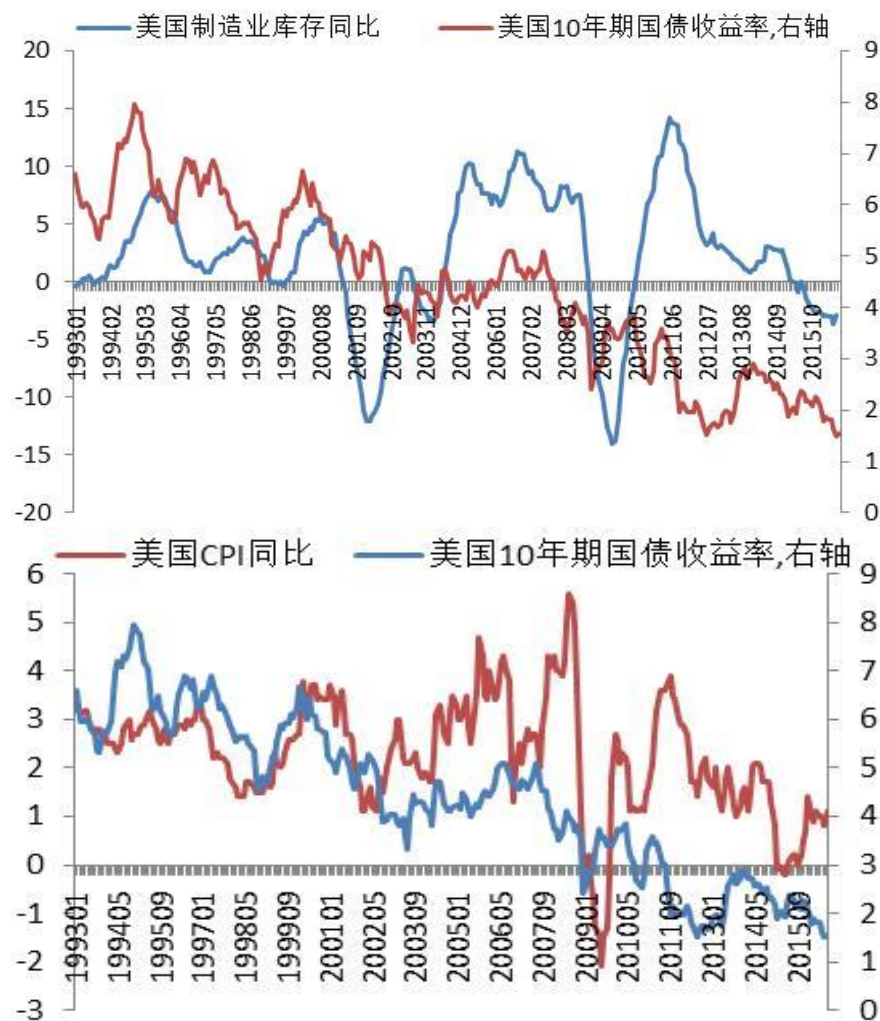
全球流动性：史无前例的负利率阶段性步入尾声

- ◆ 全球利率下行周期或阶段性步入尾声。杭州G20共识、美联储12月大概率再次加息、欧日等货币宽松空间收窄、负利率推出后备受质疑、中美经济将协同补库存以及全球通胀率水平缓慢回升等因素，或意味着全球史无前例的负利率试验阶段性步入尾声。
- ◆ 美联储大概率12月再次加息，美国经济弱补库存周期即将开启、通胀率继续缓慢回升等预示美国市场利率短期或将转入上行阶段。



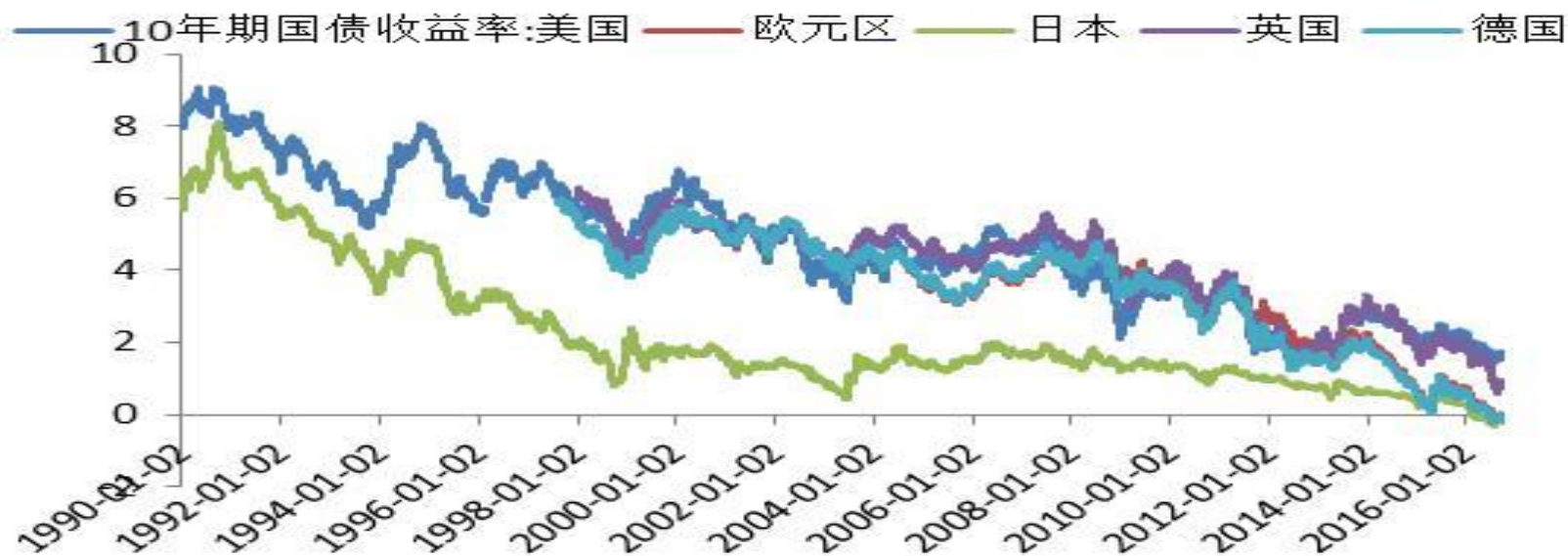
全球流动性：“里根大循环”能否重现？

- 美加息的如意算盘：“里根大循环”能否重现，表面紧缩，实际宽松？除了对美国防范通胀以及就业市场好转等因素的判断外，希冀重现20世纪80年代的“里根大循环”或也是美联储敢于放手一搏的重要考虑因素。
- 所谓“里根大循环”。意指通过提高利率吸引国外资本流入支撑经济，而经济增长为美元汇率提供了有力的保障，吸引更多的国外资本流入，在加息和美元走强的预期之下，他国资本外逃流入美国形成资本项目盈余，正可以填补美元走强带来的经常项目赤字扩大



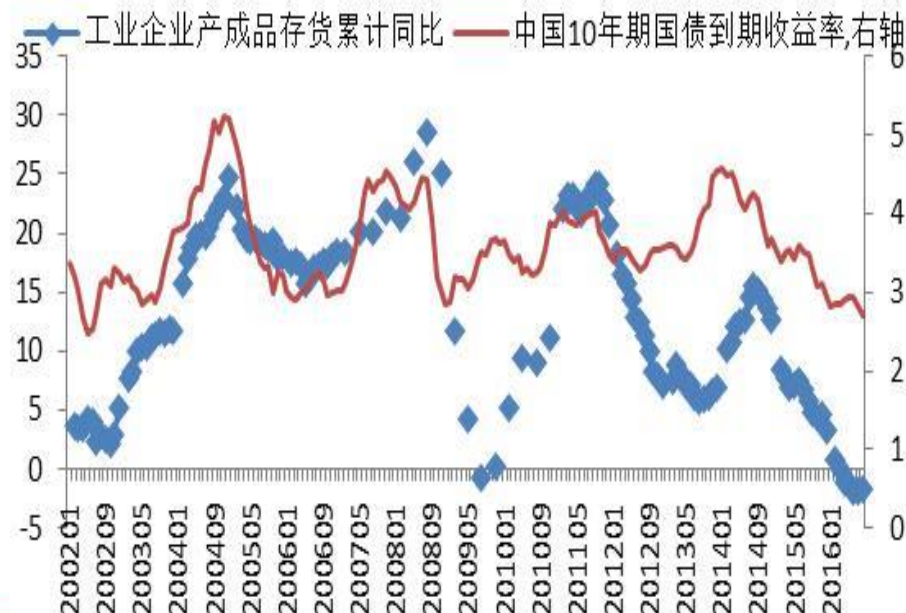
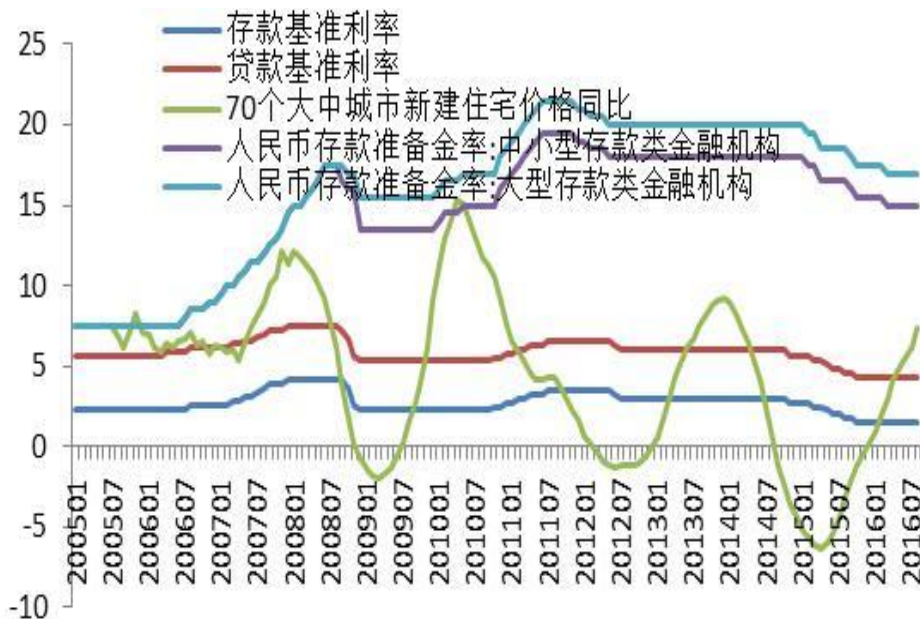
全球流动性：其他国家往往惟美国马首是瞻

- ◆ 美国市场利率大概率在构筑底部甚至开始转入上行阶段，进而使得以英欧日为代表的主要发达国家和地区的市场利率大概率也在构筑底部甚至开始转入上行阶段。
- ◆ 从全球金融市场的联动性来看。1990年以来全球主要发达国家和地区10年期国债收益率趋势高度一致，美国10年期国债收益率大概率在构筑底部甚至开始转入上行阶段，料也将推动以英欧日为代表的主要发达国家和地区的市场利率大概率也在构筑底部甚至开始转入上行阶段。



国内流动性：风向渐变

- ◆ 经济企稳、通胀回升、抑制资产泡沫、美国加息预期等都显著压缩了宽松想象空间，货币政策定位将适度回归紧平衡状态，锁短放长或将担当重任。从政策工具使用的角度来看，央行四季度降准降息的概率较低，大概率继续侧重使用MLF、SLF、逆回购等工具实现政策目标。
- ◆ 货币市场利率或在构筑阶段性底部区间，中期不排除阶段性上行的可能。房贷收紧预期已经出现，目前全国首套房平均利率为4%左右，历史新低。



目录

经济分析与展望：今天很美好 明天很残酷

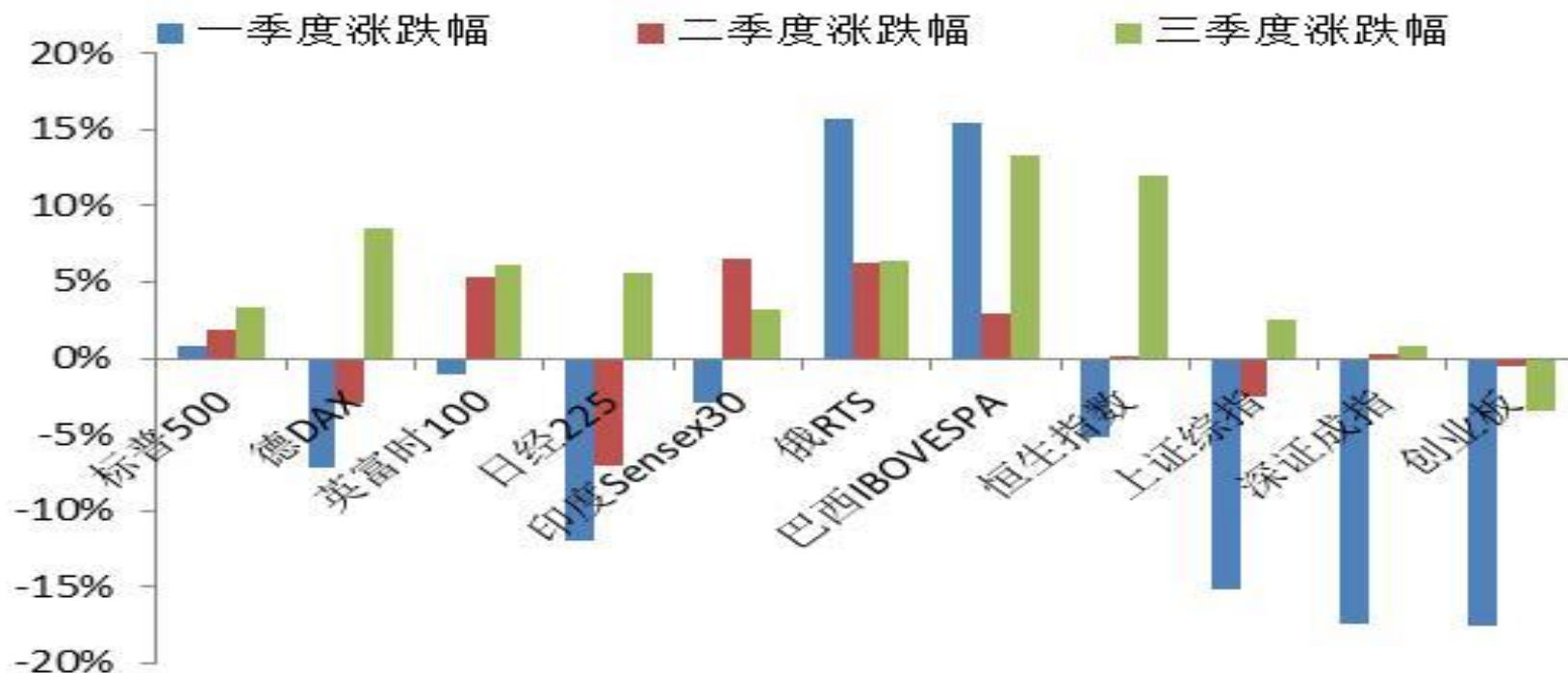
流动性分析与展望：“里根大循环”能否重现？

大类资产市场分析：且行且珍惜

大类资产配置策略：秋收冬藏 回归价值

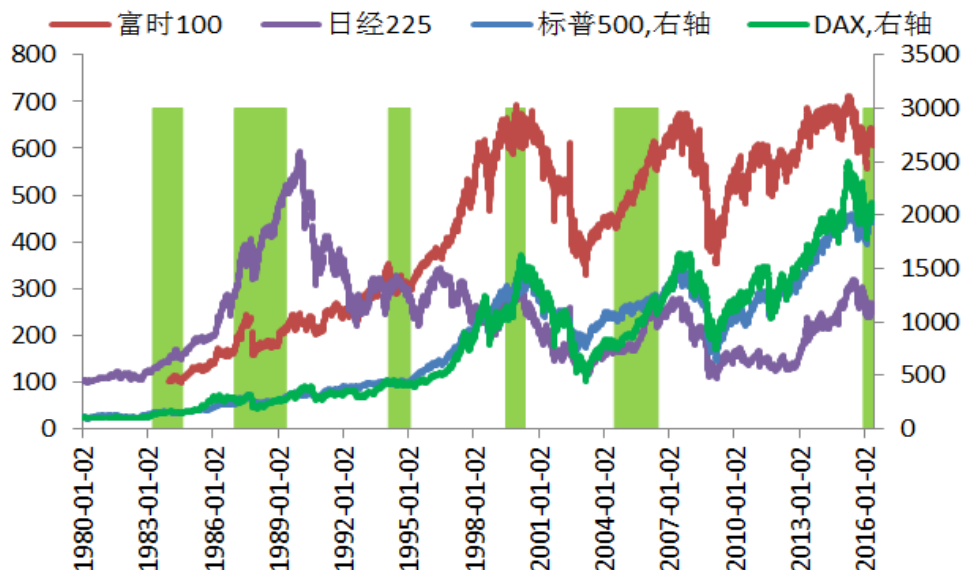
海外股市：均值回归

- ◆ 回顾2016年三季度，全球主要国家股市呈现震荡上行走势。相比二季度，三季度全球主要国家股市波动加大，除了A股之外的主要国家股市季度涨幅均超过3%，巴西和香港股市更是以逾10%的涨幅领涨全球股市。
- ◆ 展望四季度，美联储再次加息迟早会触发美股估值向均值回归，而美国大选也将成为美股四季度表现的一大关键变量。



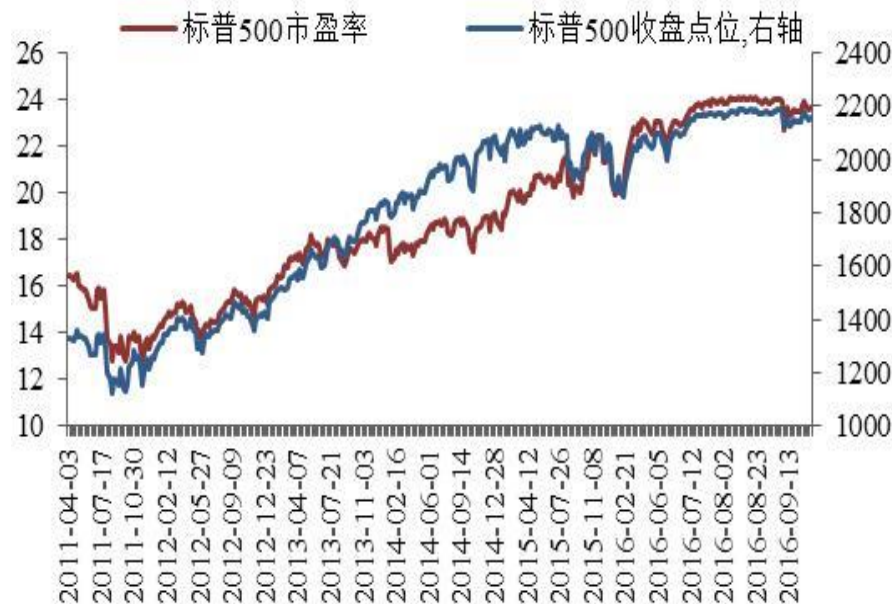
海外股市：均值回归

- 历史数据显示,在加息前或加息初期,美股往往出现调整;美联储加息周期难阻美股上涨,但抑制美股增速,并且或迟或早将引发调整。
- 美国大选也将成为美股四季度表现的一大关键变量。1900年以来,在选举年,选举前和选举后一个月道指上涨的概率均为62.07%,下跌的概率均为37.93%;如果上台的政党发生更换,在选举前一个月道指倾向于下跌,概率为63.64%,在选举后一个月道指涨跌概率大体均等。



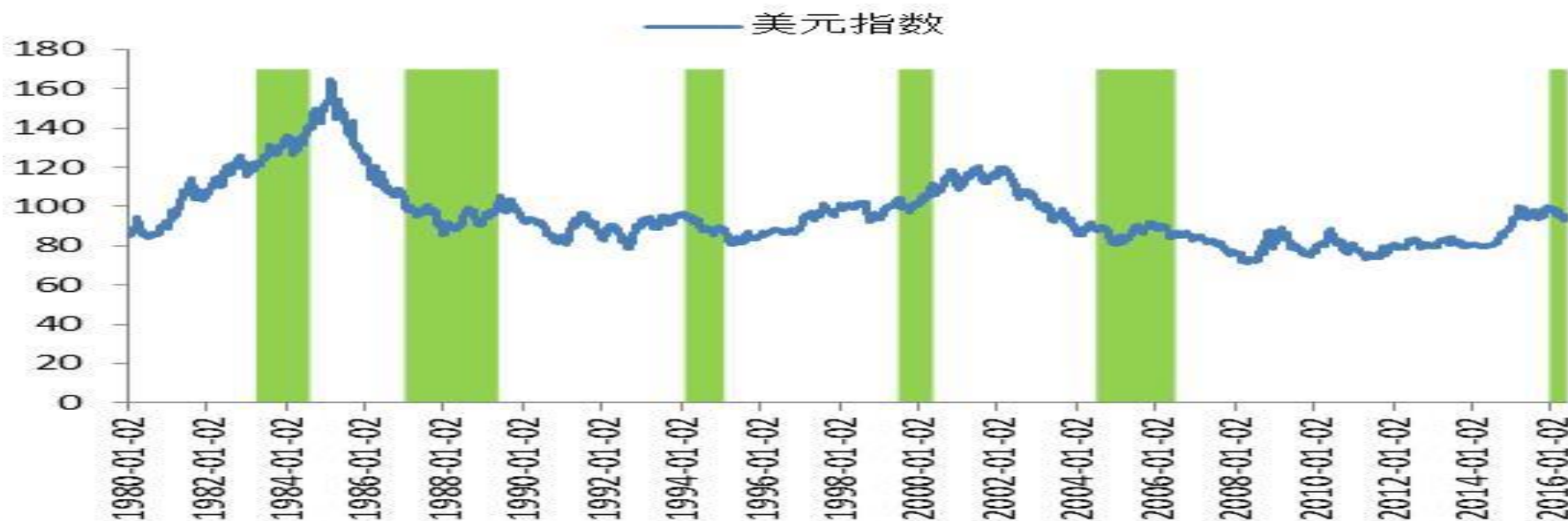
注:1980年后首个交易日为基准(100)进行处理;

绿色阴影时段为加息周期。



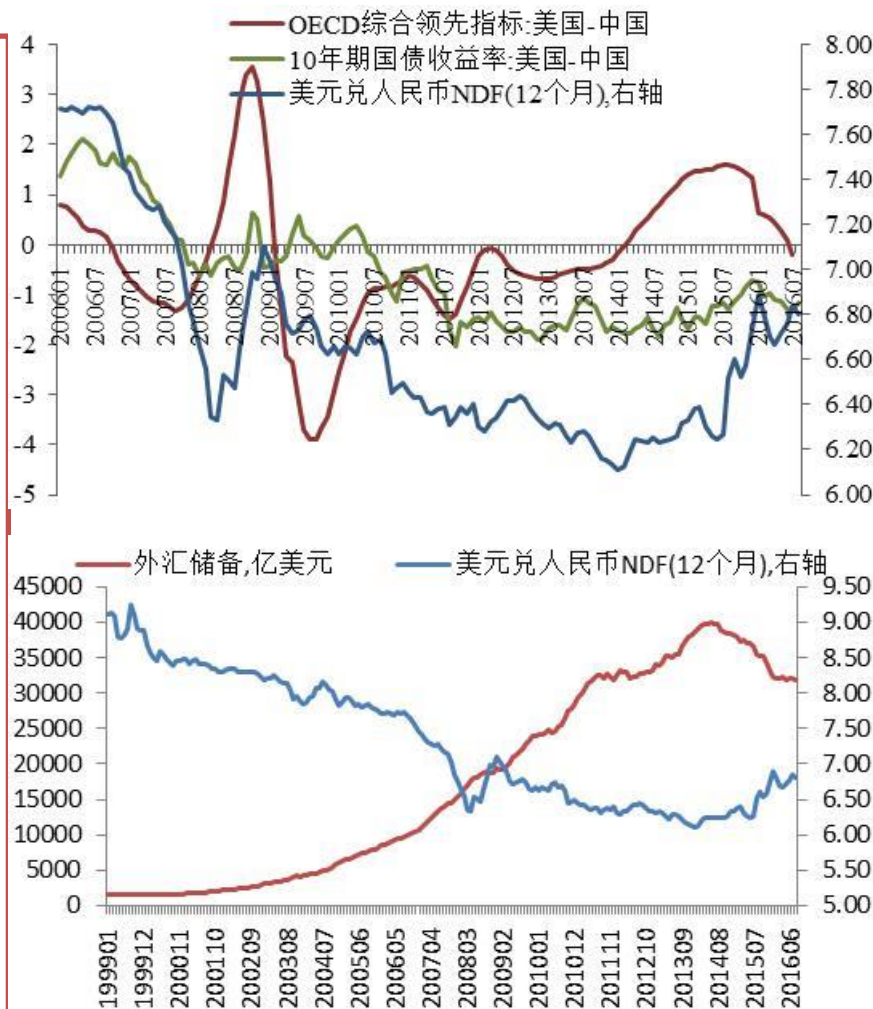
外汇市场：美元或“外强中干”

- ◆ 三季度避险货币日元、澳元等商品货币走势略微偏强。
- ◆ 美元四季度呈强势宽幅震荡格局概率较大。美联储加息周期并不必然驱动美元走强，并且往往在第一次加息后走软，但若放眼持续加息周期期间，美元指数大概率走势偏强。
- ◆ 长期来看，美元已处本轮升值周期中后期。我们维持前期判断，“相对强势美元符合美国当前利益，但过于强势的美元也可能成为美国经济复苏的沉重包袱，其中取舍将更多因时势而变”。



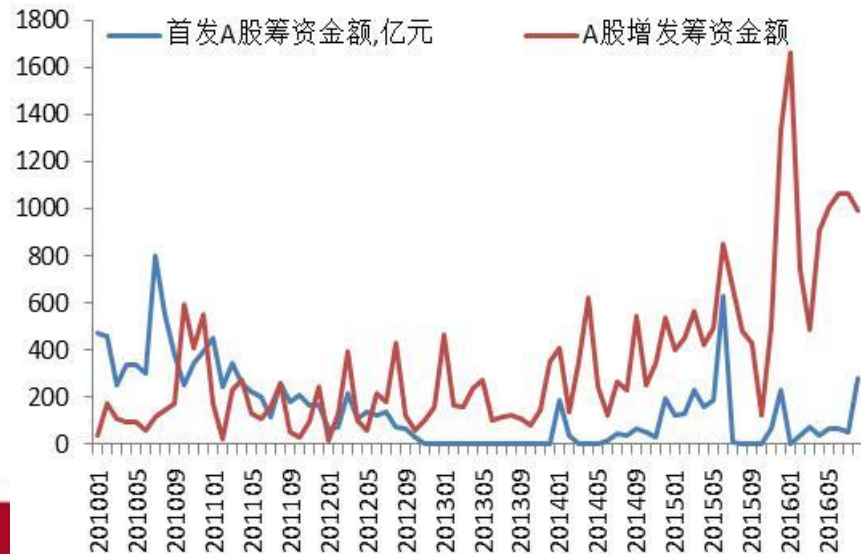
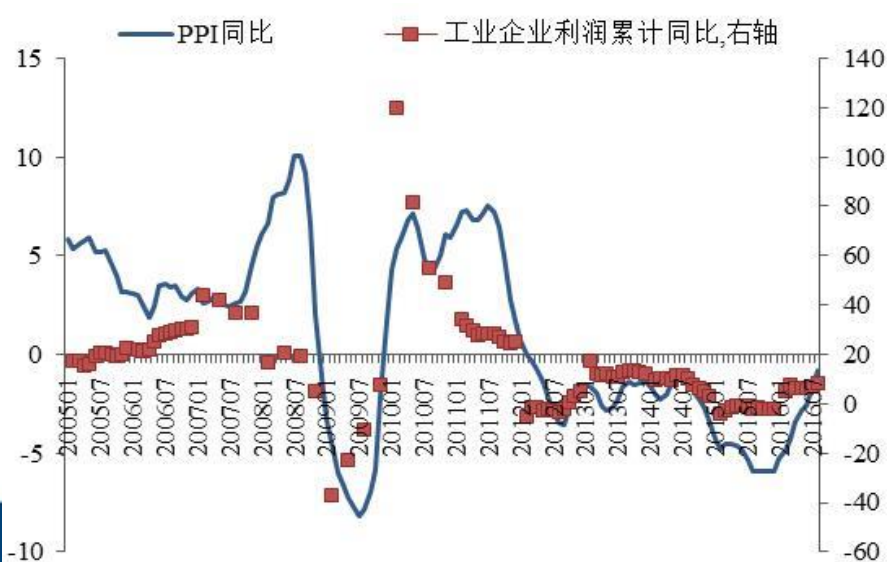
人民币：短期压力山大 中长期腾挪空间有限

- ◆ **人民币短期贬值压力待释放。四季度双向波动幅度将增大。**目前来看，外储下降趋势尚未完全扭转，形成对人民币的一定下行压力。若美联储持续加息将导致资金外流压力加大，进而使得人民币稳定性受到较大压力。
- ◆ **中期来看，基于对我国以及全球的经济趋势比较、中美政治经济政策的博弈与妥协、我国资本管制高压措施的不断加码、我国庞大的外汇储备规模以及净储蓄规模等因素，人民币将继续呈现较高稳定性是大概率。**
- ◆ **长期来看，人民币走势将取决于经济增长模式能否成功转型、人民币国际化进程以及如何平衡好蒙代尔不可能三角（利率、汇率和资本自由流动）。**



国内股票市场：且行且珍惜

- ◆ **享受博弈不忘初心，且行且珍惜。**我们在三季度报告，明确指出“股市有酝酿存量博弈机会（吃饭行情）的可能”。当前，投资者参与吃饭行情，有必要“吃着碗里（国内）的同时，必须看着锅里（国外）的”，同时必须把“一轮盛宴之后，谁最可能被别人吃成了饭？”提上议事日程。
- ◆ **展望四季度，相对于股指波动不确定性较高，企业盈利驱动和国企改革驱动的结构性机会则比较确定。**市场无风险利率在构筑底部，存在阶段性上行风险。从股票市场供需来看，存量博弈格局难改。企业盈利增速有所回升。市场风险偏好谨慎，关注国企改革加速推升以及年底中央经济工作会议召开触发的改革预期升温机会。



大宗商品：疯狂的石头 期货版无奈的抉择

- ◆ 负利率困局下，实物资产的配置重要性无疑将更为凸显，无疑是平衡风险资产高波动率与现金资产受侵蚀的无奈之举。
- ◆ 饥渴资金的必然选择。我们早在2015年末就预判到本轮商品的上涨。
- ◆ 短期趋势仍有机会。大宗商品周期从2015年12月已经步入新一轮周期性回升阶段，参考历史规律来看，一轮上涨周期平均将近19个月，最短也为12个月。
- ◆ 中长期来看，牛熊莫辨。1999年以来，以CRB指数为准的大宗商品已经历了五轮完整的牛熊周期，目前正在处在第五轮熊市和第六轮牛市周期的过渡阶段。

1999 年以来大宗商品周期统计

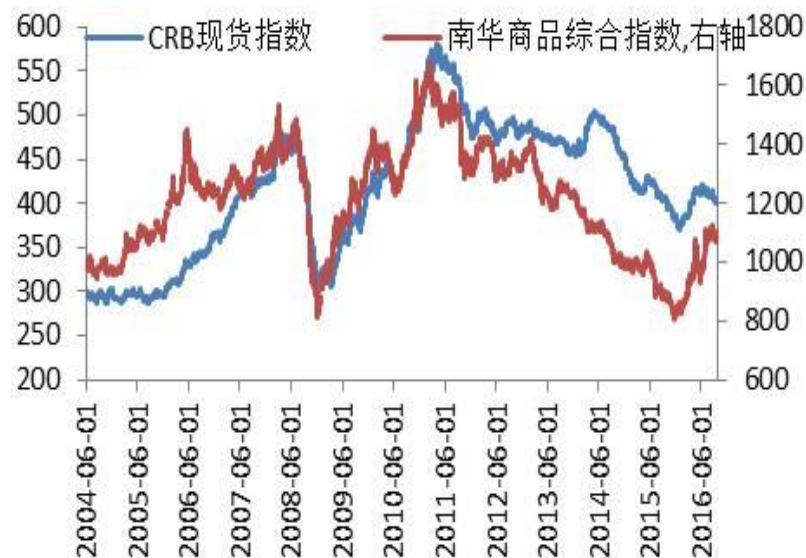
阶段	起止时间	起止增速	持续时长, 月	备注
涨	199906→200005	-16.95→6.12	12	
跌	200006→200110	5.17→-14.28	17	
涨	200111→200404	-13.31→23.16	30	200302-200306 曾虚假触顶回落
跌	200405→200501	21.44→2.86	9	
涨	200502→200611	4.95→31.37	22	200511 二次探底, 收益率为 3.86%
跌	200612→200903	29.79→-38.92	28	
涨	200904→201003	-33.21→50.68	12	
跌	201004→201207	43.83→-16.12	28	
涨	201208→201307	-11→4.03	12	201405 二次冲顶失败, 收益率为 3.41%
跌	201308→201511	2.95→-20.03	28	
涨	201512→201603	-19.36→-7.33	4	

注：以CRB工业原料指数同比为划分依据。

数据来源：Wind，浦发私人银行部投资研究中心

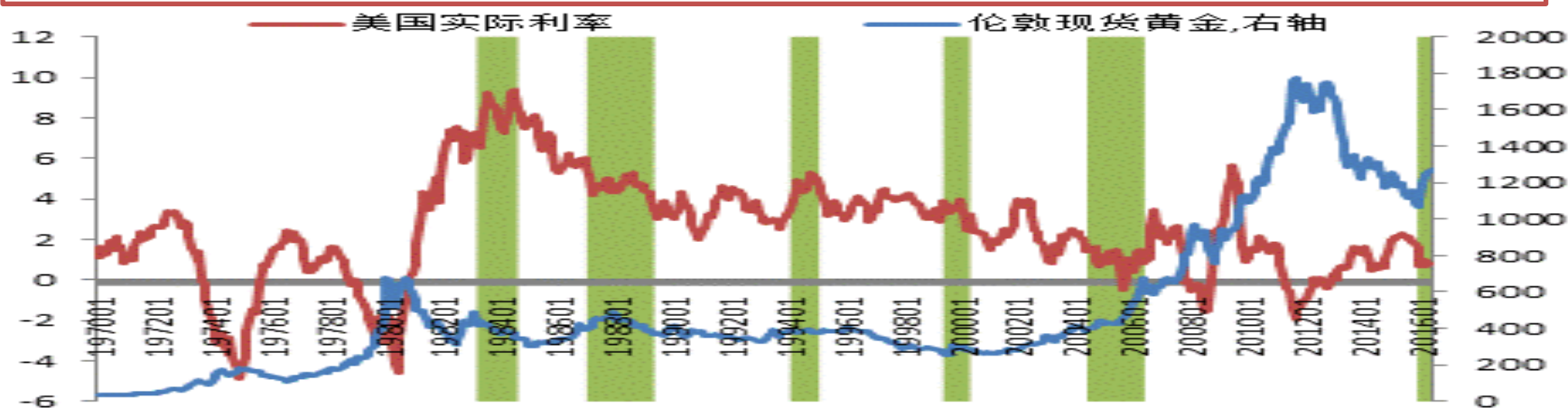
大宗商品：反复活跃可期

- ◆ 经验数据显示，美加息周期，大宗商品反复活跃可期。美联储加息周期启动前往往出现大宗商品底部或阶段性底部；美联储加息周期期间，大宗商品价格通常趋于上涨。
- ◆ 短期也存一定阶段性风险因素。全球市场利率在构筑底部甚至开始转入上行阶段，或将构成触发商品价格阶段性回调的主导因素。国内则需警惕房地产过度泡沫化引发的政策转向风险以及去产能背景下煤炭等相关商品价格过度上涨引发的政策调整风险。



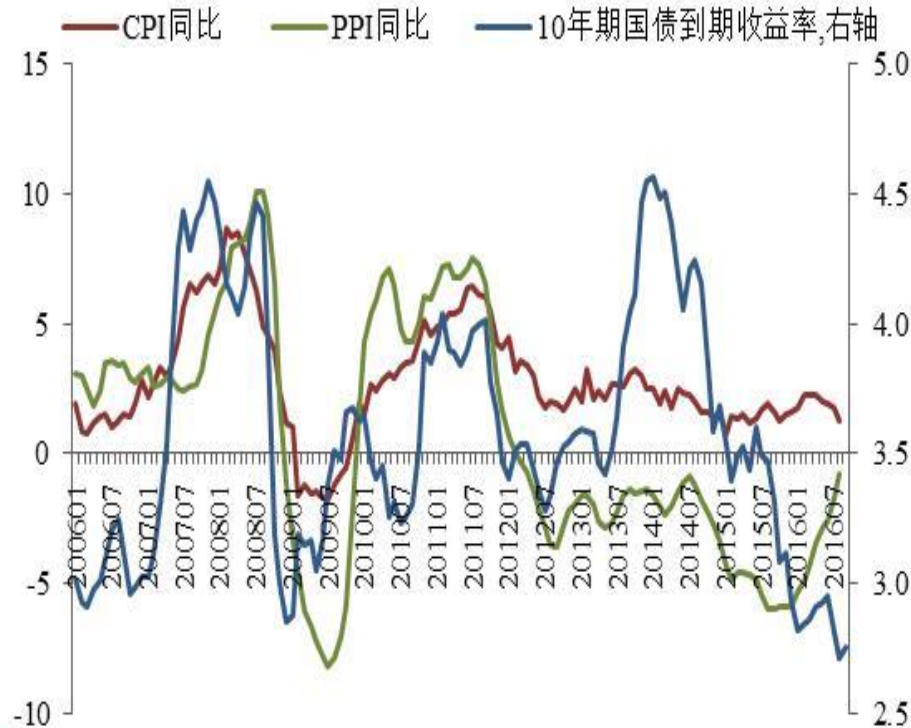
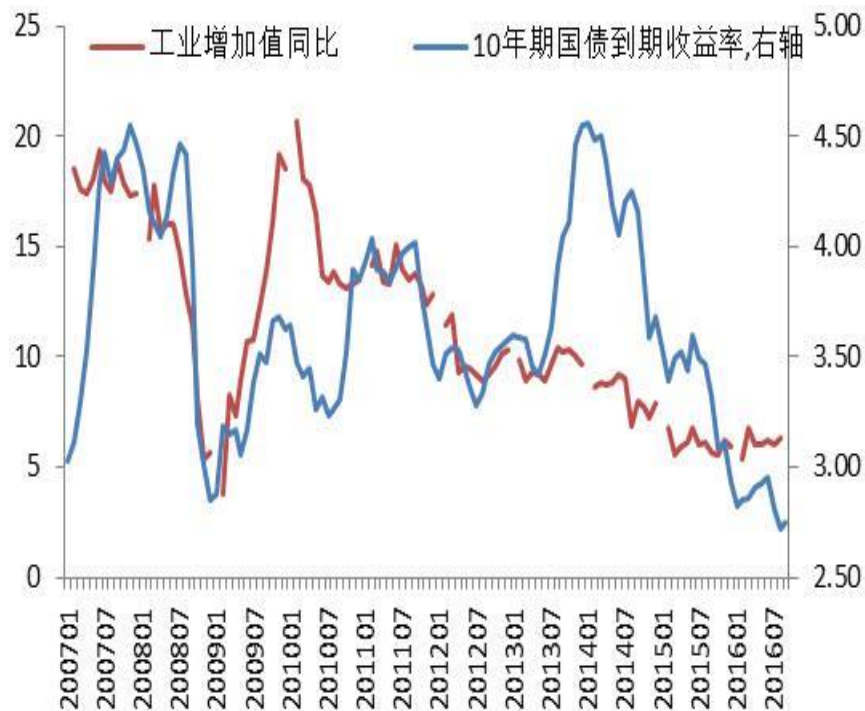
黄金市场：逢低关注

- ◆ 我们看多黄金的逻辑出现了一定变化。关注央行削减购金和避险情绪减弱触发黄金调整。我们年初看多黄金，但在三季度报告中重点提示黄金投资“需警惕阶段性回调风险”。世界黄金协会最新数据显示，全球央行今年二季度黄金购买量同比大降40%，创2011年来的最低水平。全球央行已连续3个季度持续减少黄金购买量，为5年来首次。2008年后，央行一直是黄金资产净买入者，目前央行黄金储备已创15年来新高。
- ◆ 美联储加息对黄金并非福音，短期美国实际利率存上行风险，也承压黄金价格。回顾迄今美联储5次加息周期中，黄金价格3次下跌，1次震荡，1次上涨。
- ◆ 黄金的避险属性在大类资产配置中始终是重要资产，我们建议逢低关注。



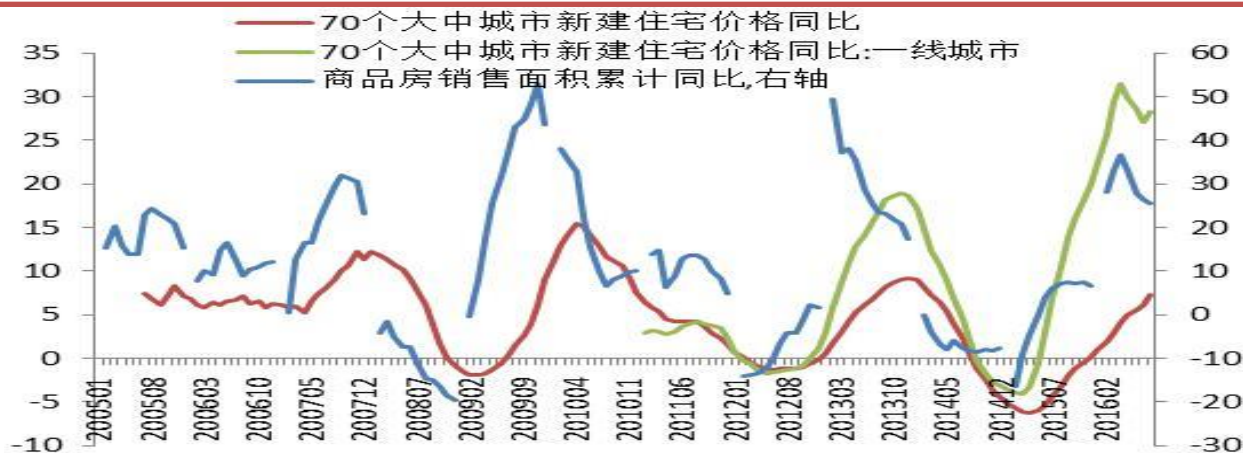
国内固定收益市场：观望为宜

- ◆ 经济企稳甚至弱反弹、消费环节通胀率重新攀升都可能触发债市调整。
- ◆ 货币政策“锁短放长”促债市去杠杆。
- ◆ 短期调整不改债券尤其是国债具有的重要配置价值。长期来看，经济下行周期，债券尤其是国债仍有重要配置价值，只是需熬过双杀阶段。



国内房地产市场：回归理性

- ◆ **房地产市场泛泡沫化特征初显。**对于我国的房地产前景，我们曾多次指出“泛泡沫化或是无奈的结局”。面对如此狂热的楼市，投资者需要提防的是，一旦市场产生显著赚钱效应，羊群效应将使越来越多的资金加入到这个拥挤的队伍中，风险或将积累酝酿中。
- ◆ **房地产政策去库存与抑制局部泡沫并重，楼市调控向更多城市蔓延且限购向限贷蔓延。**2015年“330”楼市新政以来全面宽松政策迎来拐点，楼市或将降温。综合来看四季度，房价并不一定将明显下行，但楼市流动性大概率将萎缩。政方层面重点关注楼市降杠杆、取消房贷利率优惠措施等金融类政策升级的风险以及中央政府层面楼市政策微调的可能性。



目录

经济分析与展望：今天很美好 明天很残酷

流动性分析与展望：“里根大循环”能否重现？

大类资产市场分析：且行且珍惜

大类资产配置策略：秋收冬藏 回归价值

- ◆ 投资不是各种假设既定不变下的数学求证，但也绝不是猜谜游戏；资产配置不仅仅是貌似科学的黄金比例分散或多元加权平均，严谨而务实的资产配置更需要投资人有独立的逻辑推理、深厚的经验积累、客观的实证判断甚至必要的自我否定与救赎。
- ◆ 战术博弈诚可贵，流动性盛宴斩获颇多。回溯近两年来的投资策略建议，我们基本上踏准了大类资产轮动节奏，尤其是在战术博弈层面有颇多斩获，典型案例如2015年中期策略报告中对国内核心区域地产、美元的推荐，2015年底与2016年1季度对大宗商品反弹可期的判断，2016年1、2季度对黄金配置价值的挖掘坚守，2016年3季度对A股吃饭行情的研判等。而究其投资逻辑主线，无非是出于对货币宽松大潮下资产洼地必被填平甚至泡沫泛起的基本推断。
- ◆ 战略配置价更高，盛宴过后必是剩宴。展望四季度，对理性投资者而言，与其沉浸在流动性剩宴催生的资产价格泡沫狂欢中，不如及早面对全球流动性阶段性拐点迟早必将到来的现实，回归价值驱动的投资机会。桥水（Bridgewater）Ray Dalio指出，国家已逼近债务和央行的双重极限，一个债务周期能榨取的东西就这么多，而大部分国家已经接近这个极限，债务将无法继续快速增长、大部分国家同时逼近其债务极限，同时各国央行接近货币政策有效性的极限，资本市场传递机制也不再有效、利率无法再继续降低而其他投资的风险溢价也在走低和收缩。

- ◆ 超低利率时代的阶段性终结或将引发大类资产价值重估，有着坚实基本面支撑的资产将持续获得青睐，理性投资者有必要加大对资产价格重估风险的关注力度，有必要重新回归对资产价值本身基本面的研究，有必要增强资产配置策略的灵活性。
- 对保守型和稳健型投资者而言，应高度重视资产的流动性、安全性，现阶段可以考虑以静制动、现金为王。
- 对平衡型投资者的资产配置而言，在努力需求相对资产价值洼地的前提下，也应充分意识到，流动性波动加剧下各类高价资产面临价值重估的风险，对前期获利丰厚的非战略性资产可考虑阶段性高抛。“平衡型投资者的资产配置宜追求长期资产增值为首要目标，可忽视短期波动，配置标的上应“虚（拟资产）实（物资产）结合”，可考虑强势货币、核心地产、黄金、固定收益类产品、银行理财、弱周期行业ETF基金定投、FOF产品等相对风险收益匹配的一揽子资产组合”。
- 对激进型投资者的资产配置而言，“资产配置荒”聊胜于无，“资产配置慌”才是王道，频繁出现的市场热点带来博弈投机盛宴不可缺席。但仍须谨记，在一个零和甚至负和的游戏中，真正的赢家永远都是酒过三巡后仍保持清醒头脑起身离席的人！一方面，激进型投资者宜根据资金流向轨迹择机介入，并加快投资周转率；另一方面，我们也建议不妨从战略上逐渐逢低加大对有着坚实价值支撑资产的布局力度。具体投资领域来看，鉴于国内房地产调控导致资金外溢的可能性较大，未来一段时间，大宗商品（黄金）、外汇市场、权益市场、利率债都有望成为吸纳地产外溢资金的可选领域，值得投资者保持高度关注。

2016年4季度大类资产投资评级

标的资产	投资评级
境外股市	
发达国家	中性
新兴市场	中性
外汇市场	
欧元兑美元	中性
美元兑人民币	中性
商品市场	
黄金	中性
其他商品	谨慎乐观
境内股市	
大盘股	谨慎乐观
小盘股	中性
境内固收	
利率债	谨慎乐观
投资级信用债	中性
高收益信用债	中性
国内房产	中性

近期报告

时间	报告名称
2016.09.06	全球经济谋转型 中国话语权提升——G20 会议专题
2016.07.18	金融去杠杆的进程或提速_私募资管暂行规定要点与影响简析
2016.07.01	价值求生 博弈求胜——浦发私人银行 3 季度资产配置投资策略
2016.06.18	风暴眼效应的重演？——美联储加息周期及大类资产配置启示
2016.05.09	尘归尘 土归土——人民日报权威人士观点解读与资本市场分析
2016.04.26	疯狂的石头 无奈的抉择——基于库存周期的大宗商品投资机会分析
2016.04.01	推绳子魔咒 vs 囚徒困境——浦发私人银行 2 季度资产配置投资策略
2016.03.18	谋篇布局 观“时事”莫忘“时势”——2016 年两会点评及投资策略
2016.03.08	危中之机 配置之道——黄金市场深度分析与投资策略
2016.03.01	风起于青萍之末 敢问路在何方？——猴年首次降准点评及投资策略
2015.12.31	未雨绸缪 引而不发——浦发私人银行 1 季度资产配置投资策略

谢谢！