



浦发银行
SPD BANK

新思维·心服务

黑夜给了我一双黑色的眼睛，但我却要用它去寻找光明
——浦发总行私人银行投资研究中心投投时道周报

浦发银行总行私人银行投资研究中心

2016.12.05

目录

投投“时道”

市场回顾

热点分析

下周焦点

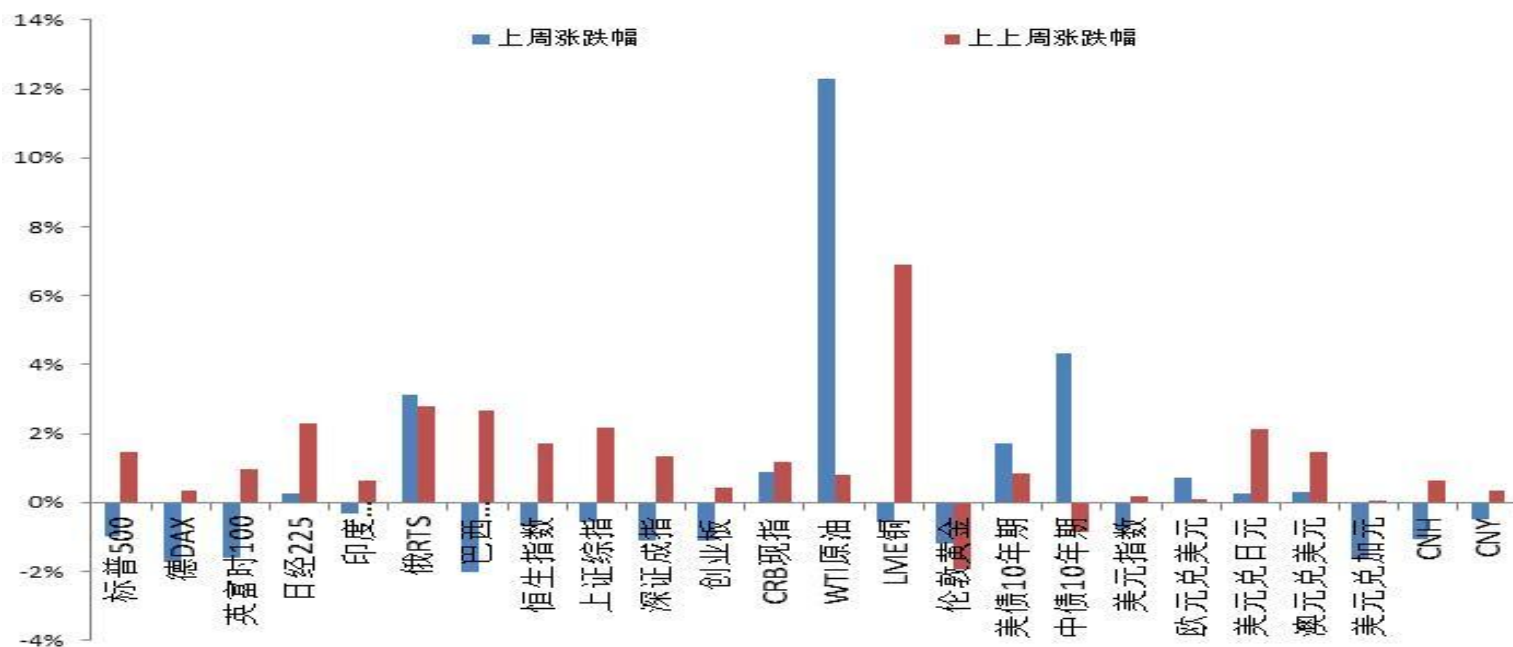
投投 “时道”



黑夜给了我一双黑色的眼睛，但我却要用它去寻找光明。诗人顾城的如是佳句，对敬畏黑天鹅风险的投资人颇有一定借鉴意义，毕竟，如果黑天鹅的存在不可回避且不可预测，再高明精准的技术分析或风险管理模型都难逃出生天，或许，惟有立足价值方能求生，以不变方能应万变！今年以来最为热议的一个专业术语应该就是“黑天鹅事件”，一般指难以预测但极不寻常甚至挑战常人思维逻辑的事件。今年以来海外的确激荡诡异，英国脱欧、美大选逆袭、印废除旧币等都让人大跌眼镜，市场普遍预期未来意大利、德国、法国都有可能再次上演黑天鹅大戏。而真正的黑天鹅不排除会降临在我们没有充分预期到领域，比如全球债务与资产泡沫，以及石油、粮食、外汇等焦点市场，毕竟这更完美的契合黑天鹅的内在逻辑。相对于海外投资者对黑天鹅的恐惧，国内投资者或见怪不怪了，毕竟多年来股市数次上演“熔断版”、房市“打不死小强”的不老传说，都已经深刻教育了近乎两代投资人。但不可否认的是，国内风平浪静下也难掩暗流涌动之势，债市的跳水、房市的速冻、股市的逞强、汇市的维稳背后都互为逻辑，绝非孤立。当前国内房地产市场调控升级预示未来经济增长压力上升，如果恰逢美国加息历程提速或强化，由此带来的地产调整、内需疲软、资金外流与信用紧缩之间的负反馈效应不得不防。

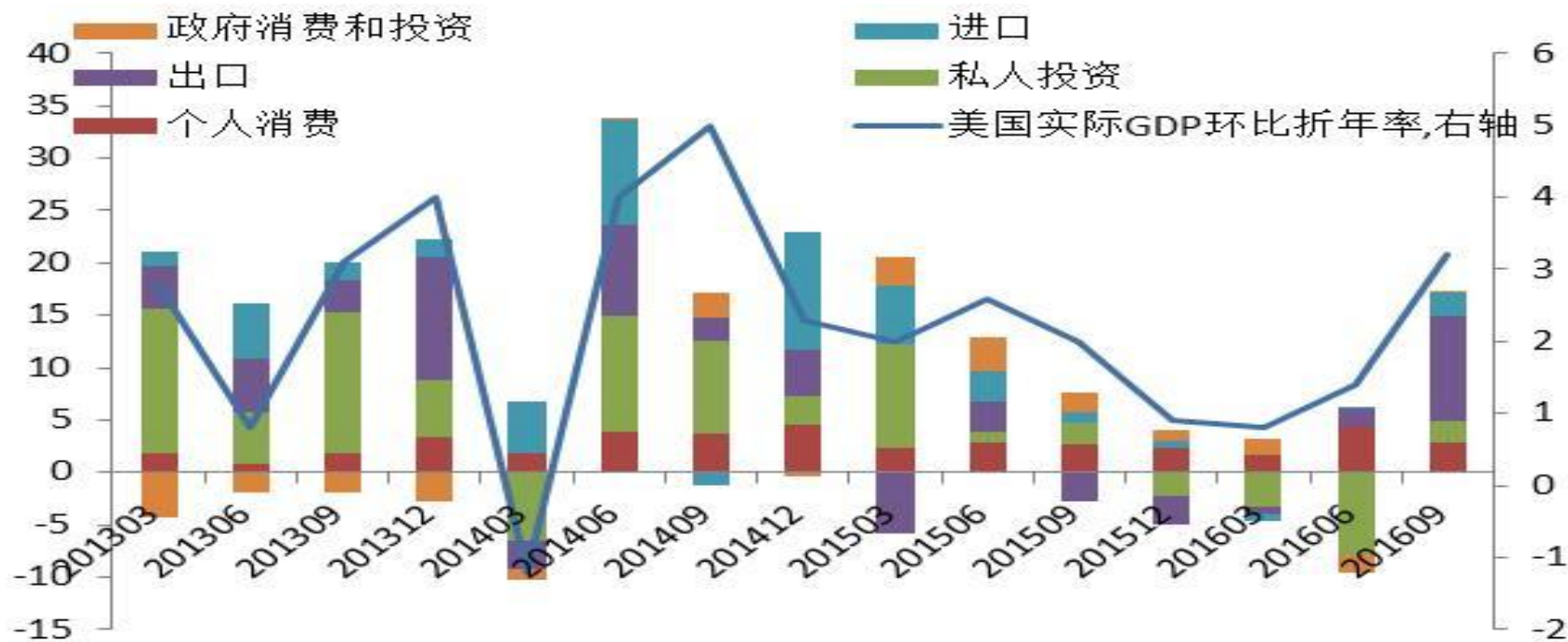
市场回顾：股权债权类资产双杀

◆ 全球市场风险偏好回落，利率中枢继续上移且对各类资产价值的重估效应有所显现，股权类资产和债权类资产同时下挫，能源类资产受益于OPEC达成减产协议逆势大涨，美元调整，包括人民币在内的非美货币反弹，国内黑色系商品重新开始下挫。后期继续重点关注利率中枢上移引发的各类资产价值重估风险以及美元升值外溢效应。



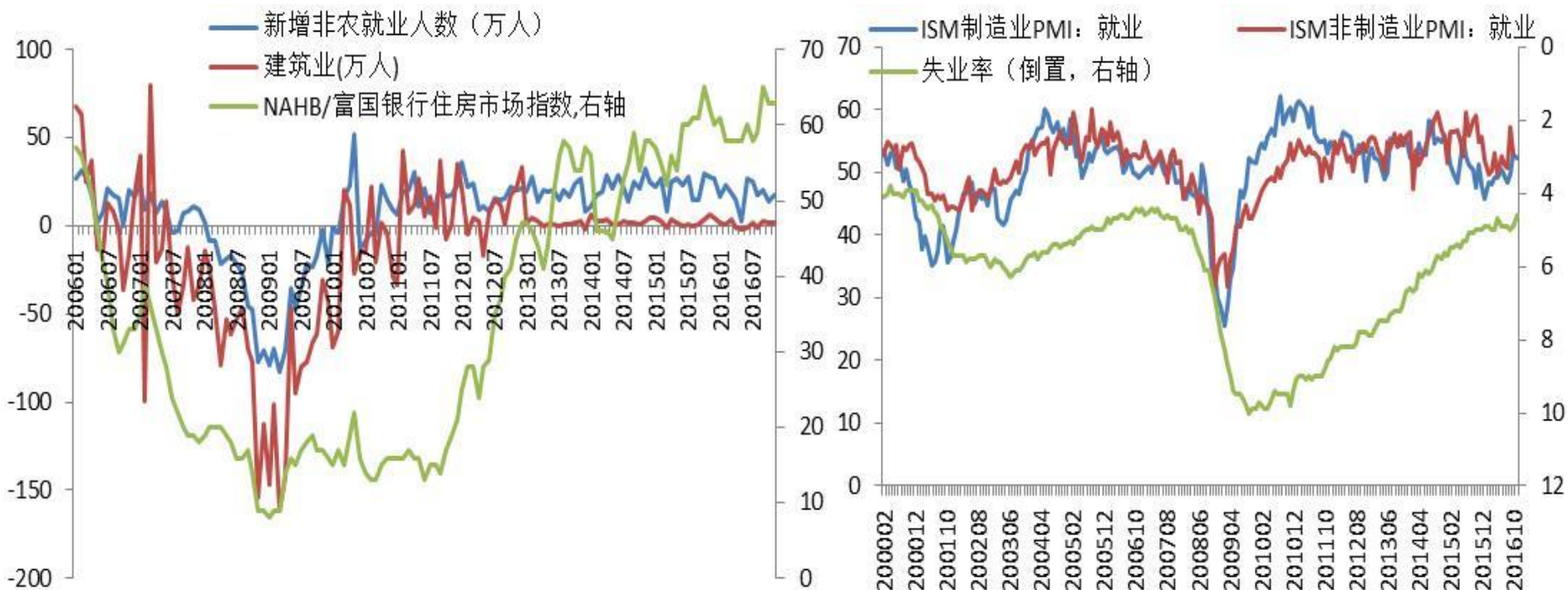
美国：经济复苏动能增强 货币政策正常化或将加速

◆ **经济复苏动能增强**：三季度实际GDP修正值3.2%，创两年新高，预期为3.0%，初值2.9%，主要来自个人消费支出、出口、私人存货投资和联邦政府支出的积极贡献。11月ISM制造业指数53.2，预期52.5，前值51.9，创5个月最大增幅。从三大周期来看，房地产周期依然处于上升阶段，资本支出周期下行风险暂缓因特朗普能源和基建政策预期，弱补库存周期在进行中。



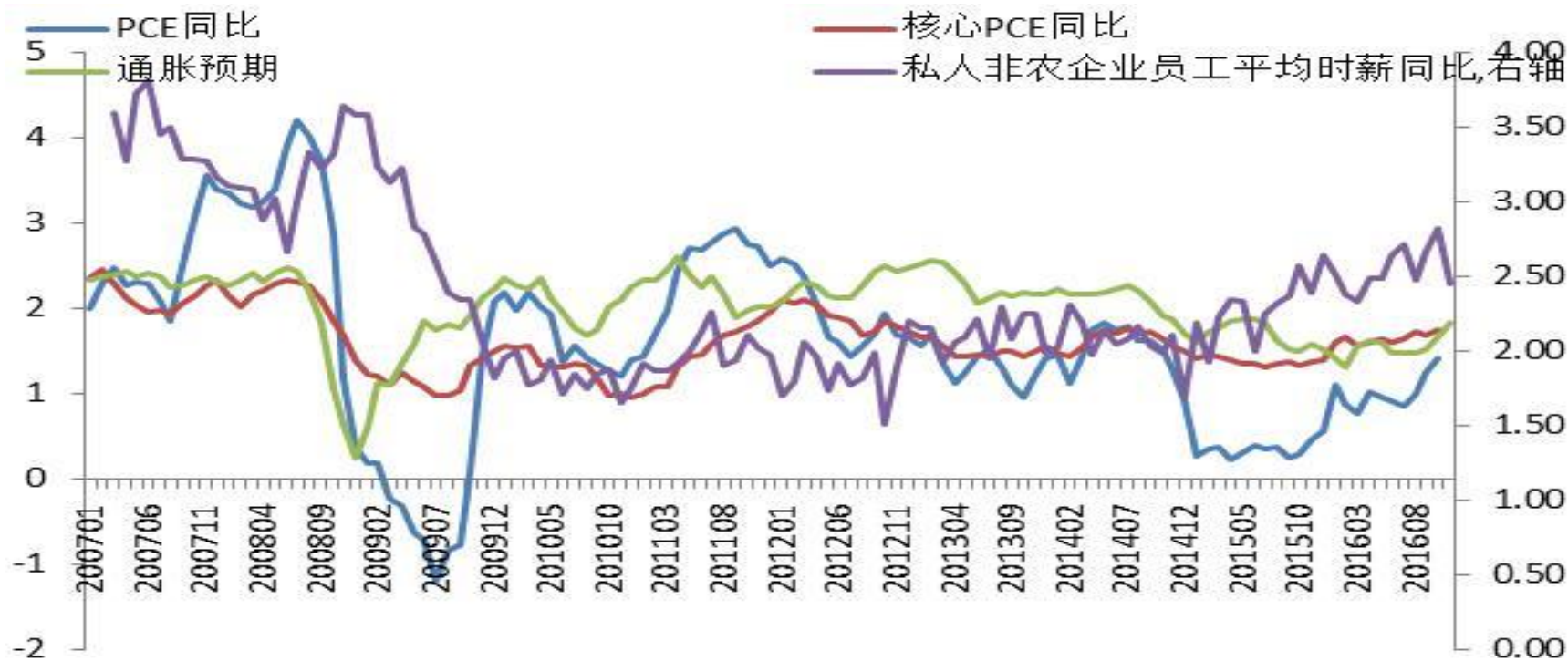
美国：经济复苏动能增强 货币政策正常化或将加速

◆ 就业市场稳步复苏且接近充分就业：11月非农新增就业17.8万人，不及预期的18万，前值从16.1万修正为14.2万；失业率4.6%，创2007年8月以来最低，预期和前值4.9%，部分归因于劳动参与率下跌至6月份以来的最低水平。



美国：经济复苏动能增强 货币政策正常化或将加速

◆ **通胀震荡回升**：10月PCE物价指数同比1.4%，预期1.5%，前值1.2%，核心PCE物价指数同比1.7%，预期1.7%，前值1.7%；11月平均每小时工资同比2.5%，预期2.8%，前值2.8%，部分因更多临时工和低收入者加入劳动力市场。不过，通胀预期以及大宗商品持续大幅攀升加大后续通胀压力。



美国：经济复苏动能增强 货币政策正常化或将加速

- ◆ 货币政策正常化或将加速：12月再次加息，2017年或加息2-3次。
- 美联储理事Powell表示，美联储11月会议以来，美国加息的概率在明显增加。
- 达拉斯联储主席Robert Kaplan说，“我近两个月来一直说，我认为我们已经到了应该收紧政策的时候，未来12个月可能会有更多的加息。”
- 克里夫兰联储主席梅斯特表示，现在加息有助于经济持久发展，而非伤害经济复苏。
- 达拉斯联储主席Kaplan表示，美国正接近充分就业，通胀率正升向2%的通胀目标。他重申应当在不远的将来撤出部分宽松措施的立场。

欧元区：经济继续加速恢复 宽松或走向尾声

◆ 欧元区11月制造业PMI终值为53.7，创2014年1月以来最高水准，受益于欧元走软及需求增强。11月CPI初值同比增长0.6%，比前值的0.5%略高，创2014年4月以来的高点；核心CPI初值同比增长0.8%，前值0.8%。市场预期，欧洲央行本周会议或释放QE延长但终会结束信号。德拉吉称，长期低利率政策为金融市场风险创造了“沃土”，包括债务的不断累积和过度的冒险。



欧元区：经济继续加速恢复 宽松或将步入尾声

◆ 欧元区11月制造业PMI终值为53.7，创2014年1月以来最高水准，受益于欧元走软及需求增强。11月CPI初值同比增长0.6%，比前值的0.5%略高，创2014年4月以来的高点；核心CPI初值同比增长0.8%，前值0.8%。市场预期，欧洲央行本周会议或释放QE延长但终会结束信号。德拉吉称，长期低利率政策为金融市场风险创造了“沃土”，包括债务的不断累积和过度的冒险。



OPEC达成减产协议，仅短周期强化通胀回升主导逻辑

- ◆ OPEC八年来首次达成减产协议，将减产约120万桶/日，新的产量目标为3250万桶/日，超乎市场预期。OPEC协议将于1月份起生效，将持续6个月，如有必要可以延长。明年5月25日，OPEC将开会检讨协议执行情况，届时可能会将减产协议延长六个月。
- ◆ OPEC意外达成减产协议，短期周期进一步强化通胀回升预期，进而使得大类资产配置主导逻辑——通胀周期得以强化，理论上通胀周期中股权类资产将跑赢债权类资产。
- ◆ 中期来看，在页岩油促使原油供给弹性变大的背景下，OPEC限产保价，非OPEC国家大概率扩产，填补OPEC限产的空隙，OPEC市场份额下降，且OPEC内部面临“囚徒困境”，因此限产保价很难成功。因此，对OPEC达成的减产协议，我们持谨慎观点。

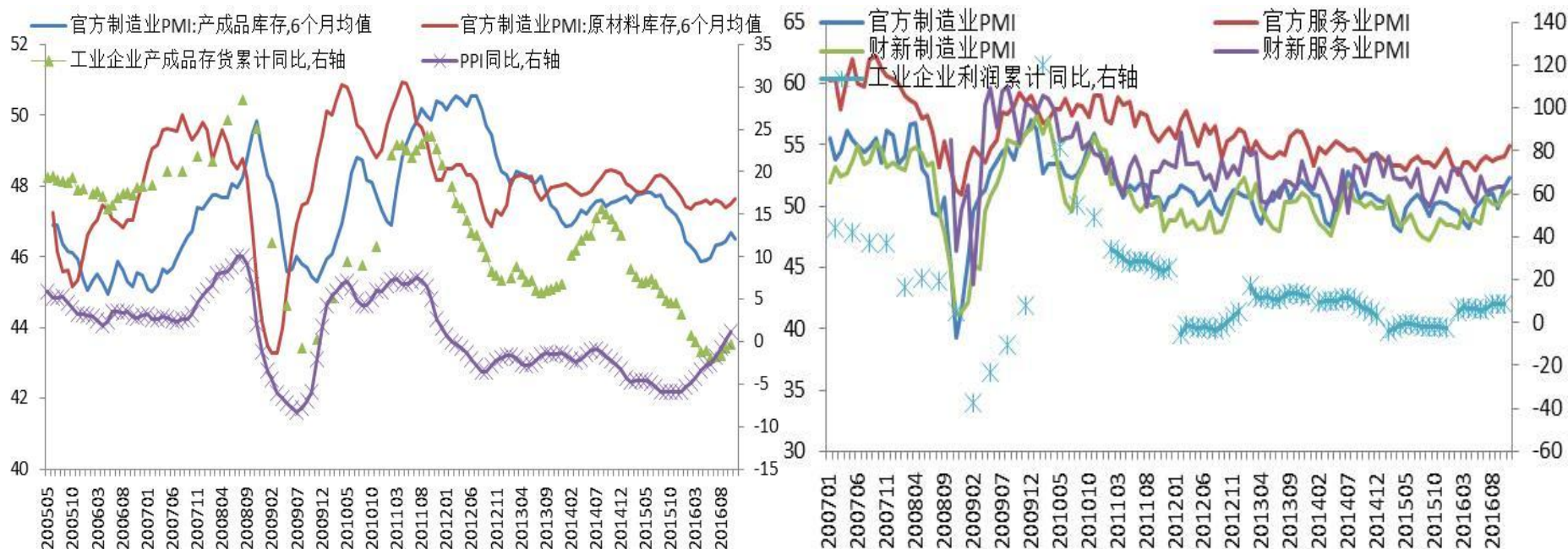
全球：政局不确定性或有增无减

◆ 政治“黑天鹅”会再现吗？

- 出口民调显示意大利公投反对派大幅领先，但市场对短期冲击已经计价，关注中长期对欧元区政局的影响。现任意大利总理伦齐暗示若公投失败将辞职，而这将引发该国提前大选，反欧盟的五星政党掌权的概率增加，其承诺当选后将立即展开退欧公投。——威胁欧盟的完整性
- 奥朗德不寻求连任，提升勒庞胜选概率。奥朗德12月1日表示：“我已决定，不会成为总统大选的候选人。”他自称清楚竞选的风险，还警告极右翼政党“国民阵线”的威胁。奥朗德由此成为1958年法国第五共和国政府成立以来首位不再度参选的总统。
- 韩联社：韩执政党议员一致同意朴槿惠4月下台，6月大选。

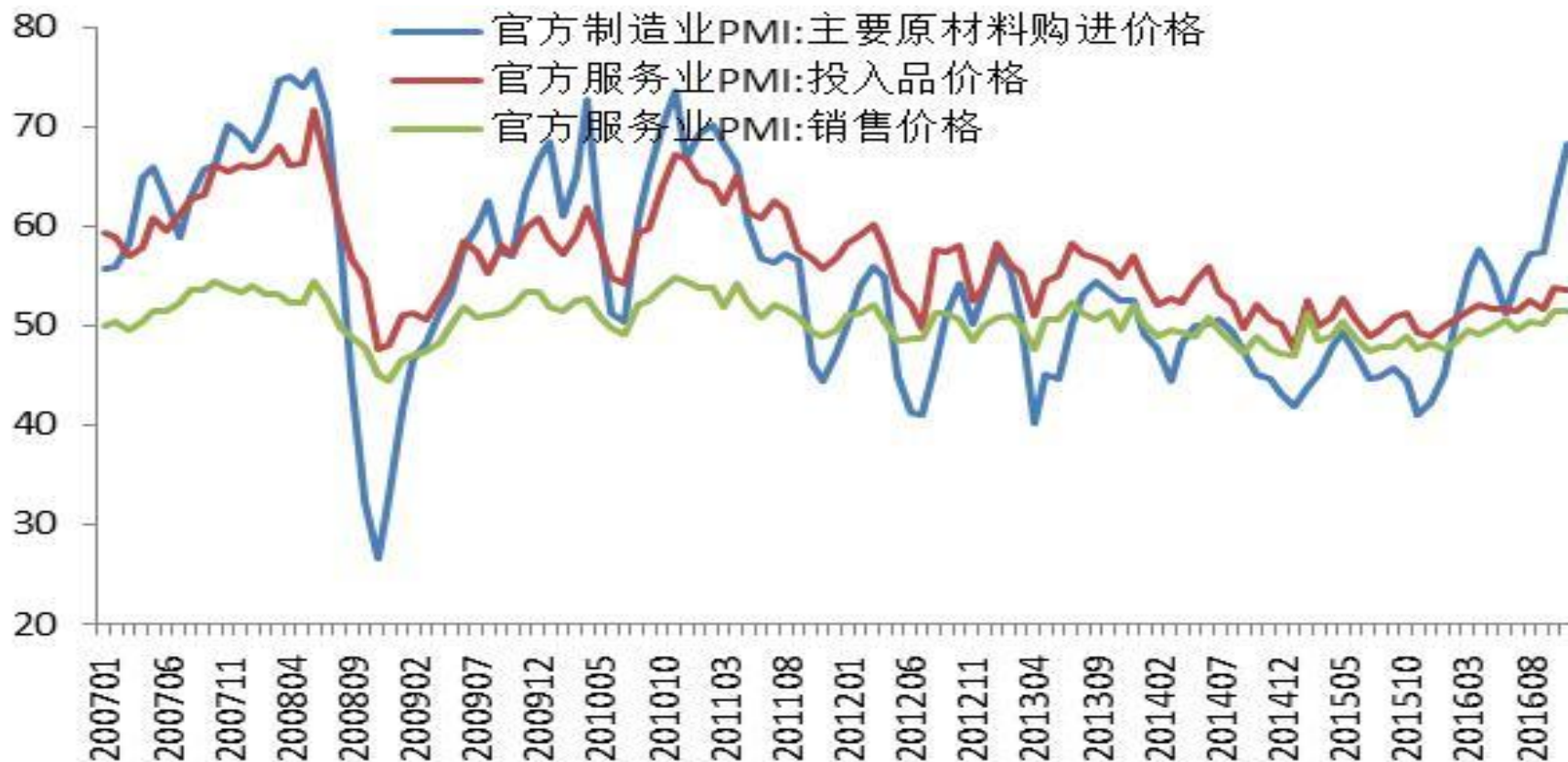
国内：弱补库存周期和弱企业盈利回升周期延续

- ◆ 中国11月官方制造业 PMI 51.7，创逾两年来新高，预期51，前值51.2；官方非制造业PMI 54.7，为2014年7月来的高点，前值54；11月财新制造业 PMI 50.9，不及51的预期，较51.2的前值下滑0.3，为两年来次高增速。
- ◆ PMI 库存分项指标继续震荡回升，预示弱补库存周期延续。
- ◆ PMI 以及新订单等重要分项指标震荡攀升，预示企业盈利弱回升周期延续。



国内：通胀压力继续攀升

◆ 中国11月官方制造业 PMI 主要原材料购进价格大幅攀升至68.30，官方服务业PMI投入品价格和销售价格震荡攀升，预示国内通胀压力将继续攀升。



国内：利率中枢上移且向长端蔓延 央行适度维稳流动性

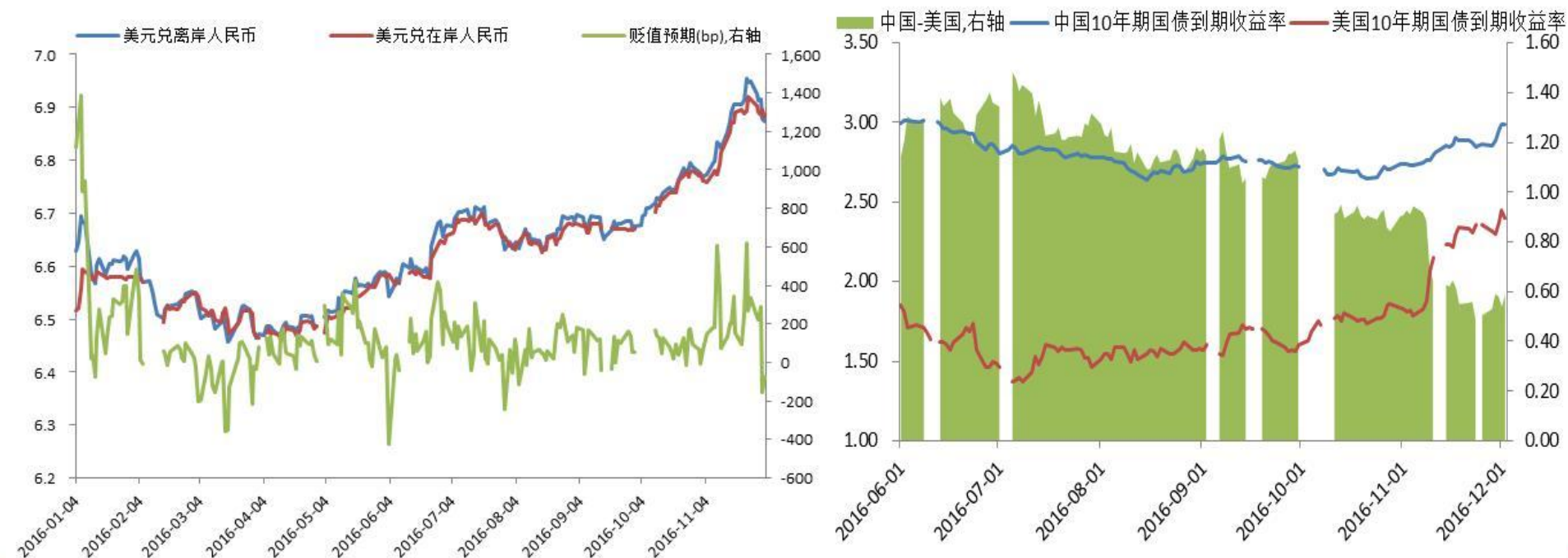
- ◆ 市场资金利率中枢进一步攀升，并且从短端向长端逐步蔓延，凸显央行推动包括债市在内的金融市场去杠杆意图。当然，资金利率中枢上移是通胀攀升、月末、人民币贬值等多重因素共同作用的结果。
- ◆ 央行连续三周净投放，维稳流动性，凸显央行在推动金融市场去杠杆的同时防止系统性金融风险的意图。



	净投放量, 亿元
2016-10-29 - 2016-11-04	-1,041
2016-11-05 - 2016-11-11	-3,000
2016-11-12 - 2016-11-18	4,250
2016-11-19 - 2016-11-25	400
2016-11-26 - 2016-12-02	700

国内：人民币本轮贬值如期步入尾声 债市向理性回归

- ◆ 人民币上周强劲反弹，离岸人民币收涨逾1%，终结连续3周下滑态势，部分得益于中国利率攀升，推动中美利差反弹，也部分得益于央行资本管制强化。人民币兑美元短期贬值风险有所缓解，但仍可能有所反复。
- ◆ 中国债券市场上周重新大跌，10年期国债收益率大涨4.35%，向中国经济基本面回归，反映央行货币政策立场转变，也向美国国债收益率趋势迈进。



下周焦点：欧央行等议息、意大利公投和中国11月数据

	时间	指标	前值	预期
周一	09:45	中国11月财新服务业PMI	52.4	52.7
	18:00	欧元区10月Sentix投资者信心指数初值	13.1	14.1
	18:00	欧元区10月零售销售年率(%)	1.1	1.7
	23:00	美国11月ISM非制造业PMI	54.8	55.1
		意大利宪法改革全民公投结果陆续揭晓——投票结果可望在10:00左右落实。不过如果支持宪改支持者与反对派双方的差距很小，则需等待海外意大利公民邮寄选票到达后一并统计才能确认最终的投票结果。		
	17:00	欧元区财政部长举行会议，预料将讨论到意大利宪法改革公投结果对欧元区经济的影响以及相关应对措施		
周二	18:00	欧元区第三季度GDP年率(%)	1.6	1.6
	21:30	美国10月贸易帐(亿美元)	-364	-413
	23:00	美国10月 耐用品订单月率终值(%)	4.8	-3.5
	23:00	美国10月工厂订单月率(%)	0.3	2.5
	1:00	英国央行行长卡尼发表演说		
	11:30	澳洲联储举行货币政策会议，并宣布利率决定		

下周焦点：欧央行等议息、意大利公投和中国11月数据

	时间	指标	前值	预期
周三	8:30	澳大利亚第三季度GDP年率(%)	3.3	2.8
	16:30	英国11月Halifax季调后房价指数年率(%)	5.2	5.9
	10:00	中国11月出口年率(%) (12/7-12/8)	-7.3	-5.0
	10:00	中国11月进口年率(%) (12/7-12/8)	-1.4	-1.8
		EIA公布月度短期能源展望报告		
	23:00	加拿大央行举行货币政策会议，并宣布利率决定		
周四	7:50	日本第三季度GDP平减指数年率(%)	-0.1	-0.1
	7:50	日本第三季度实际GDP季率(%)	0.5	0.6
	20:45	欧洲央行宣布利率决议及行长21:30讲话		
周五	9:30	中国11月CPI年率(%)	2.1	2.2
	9:30	中国11月PPI年率(%)	1.2	
	10:00	中国11月社会融资规模(亿人民币)(12/9-12/15)，其他金融数据同	8,963	11,000
	10:00	中国11月M1货币供应年率(%)	23.90	22.60
	10:00	中国11月M2货币供应年率(%)	11.60	11.50
	10:00	中国11月新增人民币贷款(亿人民币)	6,513	7,000
	23:00	美国12月密歇根大学消费者信心指数初值	93.8	94.1

- **时红**，浦发总行私人银行投资研究中心主任。拥有逾十五年投资研究经验，多年大型资金的管理运作经验，曾任朱雀投资普通合伙人、投资研究部副总监、基金经理。
- **戚文举**，浦发总行私人银行投资研究中心高级研究员。曾任浙商期货宏观金融研究所主管，多次获得证券时报和期货日报评选的“最佳宏观策略分析师”称号。

谢谢！