



浦发银行
SPD BANK

新思维·心服务

风已变，帆难道不需要随风调整吗？

——浦发总行私人银行投资研究中心主任时红周周道

浦发银行总行私人银行投资研究中心

2016. 12. 12

目录

投投“时道”

市场回顾

热点分析

下周焦点

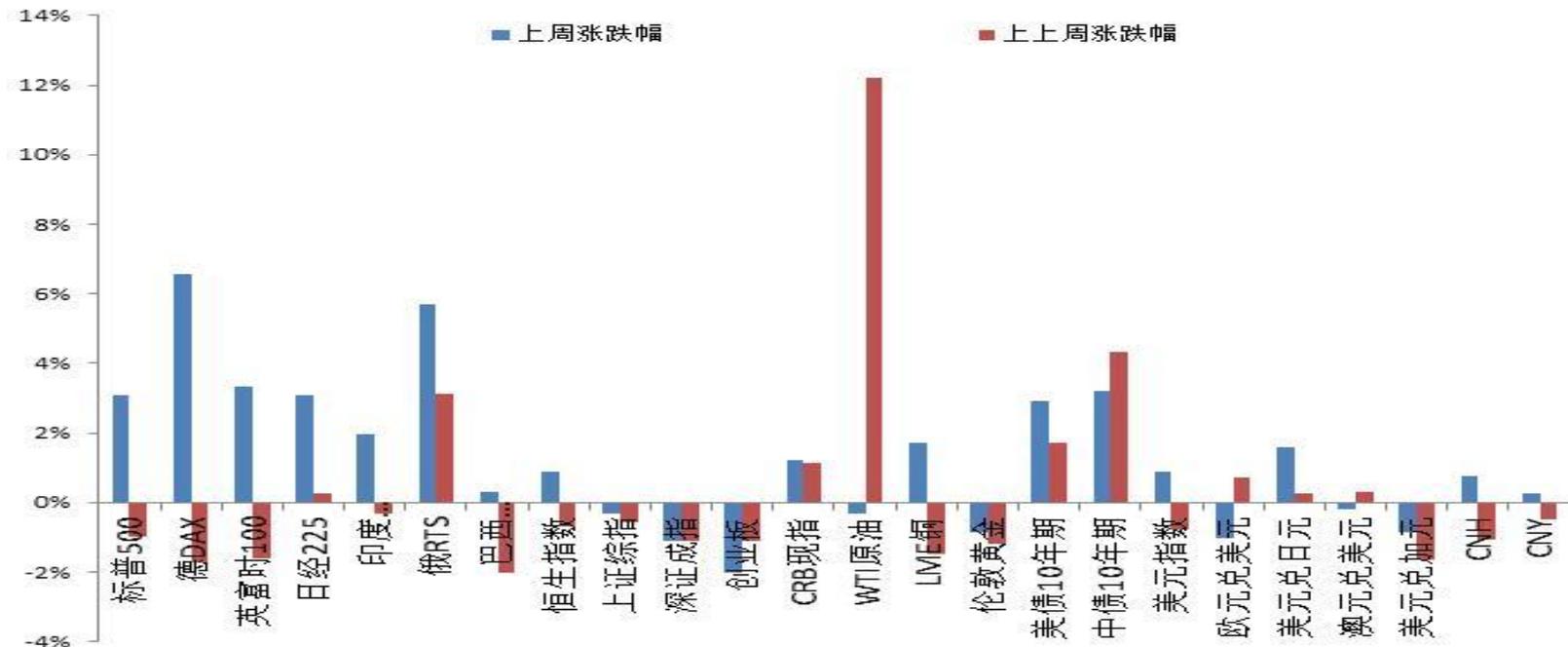
投投 “时道”



风已变，帆难道不需要随风调整吗？投资可谓是地球上最具挑战性的考验人类思维极限的游戏之一。投资者应对“测不准”、“随机漫步”、“黑天鹅”等金融市场理论并不陌生，这些理论的逻辑指向无非是预测是极其困难的事情，但切忌就此陷入否定客观规律存在的“不可知论”，经济、金融、市场运行自有其规律性和客观必然性，投资者一定程度上把握规律并无限接近投资的本原也非天方夜谭。近期债券市场大跌，其他资产市场也颇有风雨欲来之感，回顾我们近期投资周报的标题，《牛熊仍在搏杀之际，狼却来了！》、《知止方有得，无为胜有为》、《切忌盯着温度计预测天气！》、《黑夜给了我一双黑色的眼睛，但我却要用它去寻找光明》，其背后逻辑一脉相承，即投资者享受博弈的同时，需谨防政策风向骤变以及利率中枢上移带来的流动性紧缩预期风险。放眼海外，本周美联储即将揭开是否加息的谜底，若无意外，将基本拉开近三十年来全球利率水平阶段性上升的序幕；回首国内，上周国内政治局会议对明年国内经济政策取向隐现，个人理解，如果说16年是稳健适度偏松的一年，那17年或将是稳健适度偏紧的一年，当然，后续我们依然要视即将召开的中央经济工作会议精神做不断修正。

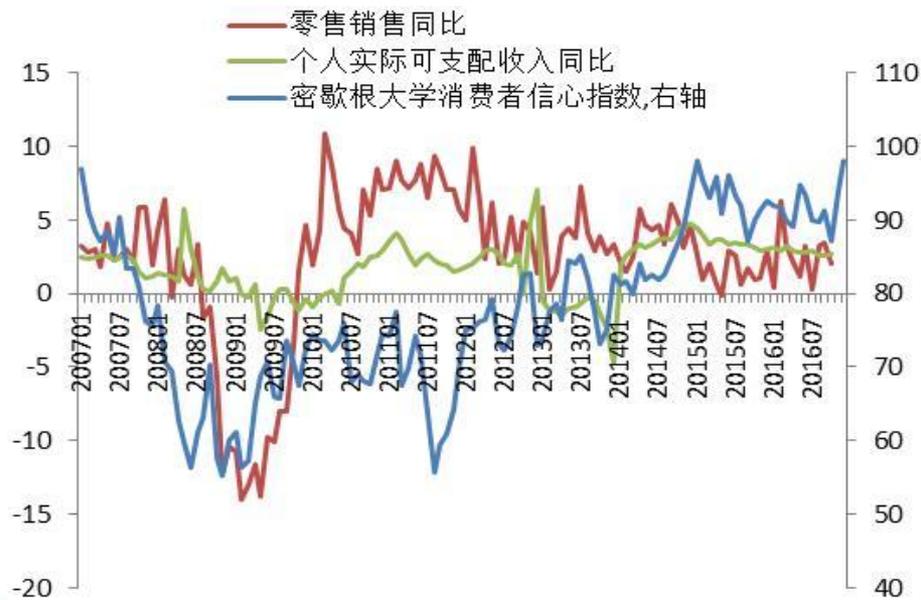
市场回顾：股权类资产重新强于债权类资产

- ◆ 全球市场风险偏好有所回暖但分化，在通胀攀升主导逻辑下，股权类资产重新强于债权类资产，除了中国A股之外的主要股指重新走强，美股继续再创新高，A股受保险举牌监管从严等因素延续弱势，商品震荡偏强，其中有色领涨，债券、黄金等避险资产继续走弱。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。



全球政策：关注美12月再次加息后的政策前瞻指引

- ◆ **经济复苏动能增强**：11月ISM非制造业指数57.2，创2015年10月份以来新高，预期55.5，其中重要分项指数均明显回升。12月密歇根大学消费者信心指数初值98，为近两年新高，预期94.5，11月终值为93.8。
- ◆ **美联储本周料将再次加息，政策前瞻指引备受关注**：12月15日再次加息已经成为市场共识，并且已经被市场计价。美联储议息会议以及主席耶伦对未来的政策展望更值得关注，我们预期2017年美联储或加息2-3次。



全球政策：欧央行略偏鸽派 但印度央行意外按兵不动

- ◆ 欧央行延长QE至明年12月，延长期略超预期；“延长期”每月购债规模缩减200亿欧元，规模略低于预期；
- ◆ 欧洲央行行长德拉吉：如有必要可能扩大规模或延长期限，并未讨论缩减QE。

——这主要是因为欧元区通胀水平仍然受抑制。不过，负利率政策已经逐步被证实无效，更为关键的是欧央行愈发面临可购买不足的问题。

- ◆ 现金短缺、经济动荡之际，印度央行意外维持利率不变，市场预期降息25个基点。委员会表示需要更多的时间来评估近期现金短缺是否会对经济造成更持久的冲击。

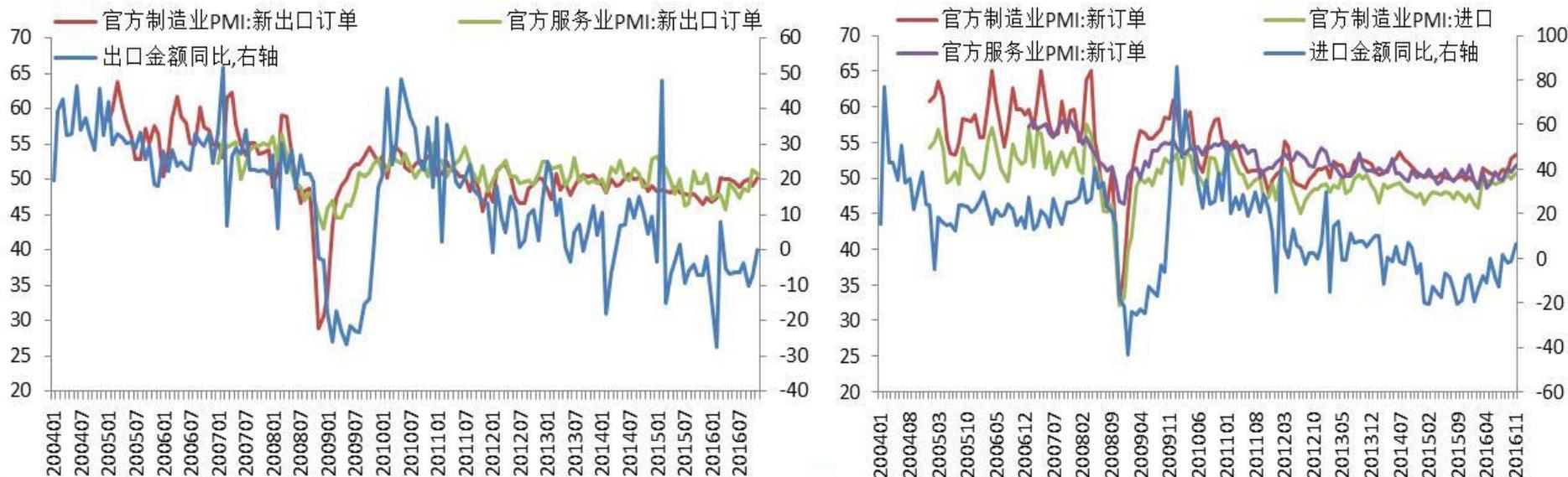
——综合来看，全球货币宽松潮步入尾声，利率下行周期正逐步向阶段性上行阶段切换。

全球政局：市场消化能力增强，但政局动荡风险犹存

- ◆ 意大利修宪公投失败，总理伦齐已辞职，或于2017年2月提前大选，短期负面冲击有限，对欧元区政局的中期影响存较大变数。公投失败后穆迪下调意大利评级展望至负面。尽管意大利公投失败提升反欧盟的五星政党掌权的概率，但是最终结果仍然存在较大变数，因此对欧元区政局的中长期影响仍面临较大不确定性。
- ◆ 朴槿惠遭弹劾被立即停职。12月9日，韩国国会通过对总统朴槿惠的弹劾议案。朴槿惠被立即停职，今后由国务总理黄教安代行总统职务。下一步，将交由宪法法院决定是支持还是推翻弹劾议案，处理过程6个月。西方发达国家民粹主义的反建制浪潮已传导至韩国。

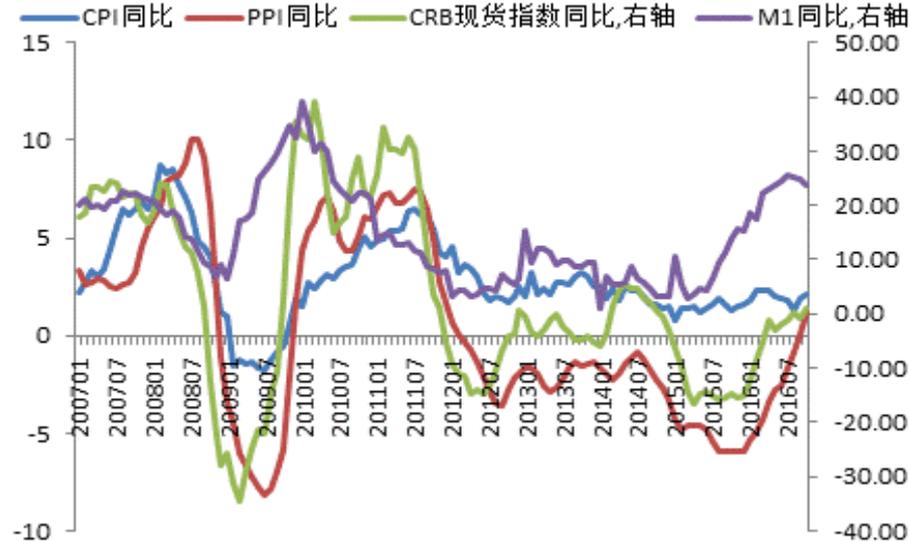
国内经济：外贸助力经济企稳 通胀继续攀升

◆ 外贸已经并将继续成为经济企稳甚至弱反弹的主要推动力：中国11月出口同比0.1%，为八个月以来首次转正，预期-5%，前值-7.3%；11月进口同比6.7%，为2014年10月以来最高增速，预期-1.9%，前值-1.4%，反映内外需同步向好。展望2017年，外贸料继续成为经济企稳甚至弱反弹的主要推动力，既因为先行指标震荡攀升，也因为人民币贬值的滞后效应，还因为特朗普包括减税、基建投资等在内的财政刺激将提升全球需求，尽管特朗普的贸易保护主义政策削弱出口需求回暖力度。



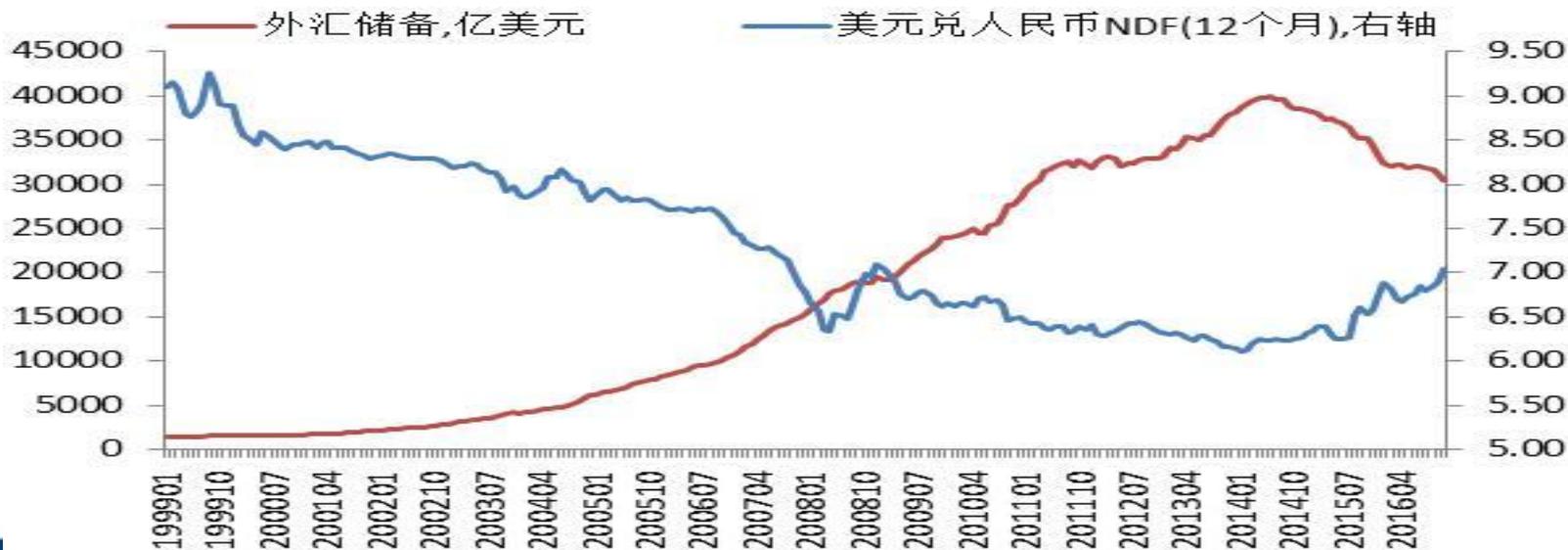
国内经济：外贸助力经济企稳 通胀继续攀升

◆ 通货膨胀率继续攀升且超预期，强化通胀攀升主导逻辑：中国11月CPI同比2.3%，高于预期2.2%，前值2.1%；PPI同比3.3%，大幅超出预期2.3%，10月为1.2%，连续第十一个月回升，创5年来新高。从产出缺口、货币投放、大宗商品周期、基数效应等来看，通货膨胀率中枢料将继续上移，或将在2017年年中触顶。不过，不确定的是，原油价格中枢是否重新抬升、中美等国财政刺激的强度以及中国以黑色系为代表的供给侧改革政策修正的是否将如期而至。



国内双率：利率上行压力犹存 人民币汇率低位反复

- ◆ **利率上行压力犹存**：尽管利率中枢近期持续抬升，使得短期随后可能有所回落，但年末、元旦和新年等因素料将使得利率仍将呈现易上难下态势。进一步，中期来看，2017年年中之前市场无风险利率仍将趋向于上行。
- ◆ **人民币兑美元上周重新走弱**，一如我们预期“短期贬值风险有所缓解，但仍可能有所反复”。11月外储下降691亿美元，再创1月以来最大降幅，加大人民币中期下行压力。11月贸易顺差不及预期，也承压人民币。不过，2017年出口需求回暖料将提振贸易顺差，或阶段性缓解人民币下行压力。



国内政治局会议：改革或深化 关注中央经济工作会议

- ◆ 明确稳中求进工作总基调是治国理政重要原则，不仅仅是经济工作
- ◆ 供给侧结构性改革步入“深化之年”，首次提出积极推进农业供给侧结构性改革
- ◆ 加快推进一批基础性关键性改革，国企、财税、金融、社保等基础性关键性改革值得关注
- ◆ 大力振兴实体经济、培育壮大新动能，意味着防风险的同时不会冷落稳增长，重点关注新兴产业以及传统产业的植入新经济因素
- ◆ 多举措释放扩大开放积极信号，表明改革与开放仍是经济发展的两大重要抓手，重点关注一带一路
- ◆ 加快研究建立符合国情、适应市场规律的房地产平稳健康发展长效机制，意味着房地产政策关切点从去库存转向长效机制，比如房地产税制度、城乡土地一体化等。

OPEC与非OPEC国家达成减产协议，强化通胀回升逻辑

- ◆ 继OPEC八年来首次达成减产协议之后，OPEC与非OPEC产油国周末在维也纳达成了十五年来首个联合减产协议。非OPEC产油国同意每日减产55.8万桶原油以配合OPEC产油国的减产行动。
- ◆ 减产协议的达成，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，OPEC内部以及OPEC与非OPEC国家都面临减产协议执行上的“囚徒困境”，限产保价在执行中面临大大折扣的威胁，因此维持谨慎乐观态度。

下周焦点：美英央行议息和中国11月数据

	时间	指标	前值	预期
周二	10:00	中国11月规模以上工业增加值年率(%)	6.1	6.1
	10:00	中国11月社会消费品零售总额年率(%)	10	10
	17:30	英国11月CPI年率(%)	0.9	1.1
	18:00	欧元区12月ZEW经济景气指数	15.8	
周三	21:30	美国11月零售销售月率(%)	0.8	0.4
	21:30	美国11月核心零售销售月率(%)	0.8	0.5
	21:30	美国11月PPI年率(%)	0.8	--
	22:15	美国11月工业产出月率(%)	0	-0.4
周四	17:00	欧元区12月Markit制造业PMI初值	53.7	--
	17:00	欧元区12月Markit综合PMI初值	53.9	--
	17:00	欧元区12月Markit服务业PMI初值	53.8	--
	17:30	英国11月季调后零售销售年率(%)	7.4	--
	21:30	美国11月未季调CPI年率(%)	1.6	1.8
	21:30	美国11月未季调核心CPI年率(%)	2.1	2.2
	21:30	美国截至12月10日当周初请失业金人数(万)	25.8	25.5
	21:30	美国第三季度经常帐	-1199	-1111

下周焦点：美英央行议息和中国11月数据

	时间	指标	前值	预期
周四	22:45	美国12月Markit制造业PMI初值	54.1	--
	23:00	美国12月NAHB房产市场指数	63	63
	3:00	美联储FOMC宣布利率决定，并发表政策声明		
	3:30	美联储主席耶伦(Janet Yellen)召开新闻发布会		
	20:00	英国央行公布利率决定及会议纪要		
	23:30	加拿大央行公布金融体系评估报告；央行行长波洛兹出席新闻发布会		
		欧盟成员国领袖举行峰会(至12月16日)，预料将会讨论到意大利宪法改革公投被否决后对欧盟所造成的影响以及相关的应对措施		
周五	21:30	美国11月营建许可总数(万户)	126	123
	21:30	美国11月新屋开工总数年化(万户)	132.3	123.3

- **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！