

## 富贵稳中求

### —中央经济工作会议带来的资产配置启示

浦发银行私人银行部  
 投资研究中心  
 时红 戚文举  
 EMAIL: shih1@spdb.com.cn  
 Tel: +86 21 6161 8284  
 Fax: +86 21 6161 8746  
 2016年12月19日

#### 投资研究

- **宏观经济：稳中求进**

此“稳”非彼“稳”，2017年主基调尽管依然是稳，但非局限于稳增长，而是“稳大局”。直言经济问题症结在重大结构性失衡，继续推进供给侧结构性改革，但更强调结构性。去产能强调市场化法治化举措，房地产去库存强调三四线城市，降低企业杠杆率作为重中之重，降成本关键在落实去年工作，补短板在于扶贫，新增农业供给侧结构性改革。

- **政策取向：稳中趋紧**

货币政策出现显著变化，更加强调稳健中性，基础货币投放模式或将逐步由“买入外汇投放基础货币”模式转向“公开市场买卖债券投放基础货币”模式，因此央行通过MLF、降准等举措投放基础货币不应简单理解为货币宽松。财政政策一如既往地强调更加积极有效。汇率政策出现微妙变化，强调增强弹性，对汇率波动容忍度或有所提高。

- **大类资产配置启示：富贵稳中求**

仔细研读中央经济工作会议金融政策导向，颇有风声鹤唳之感，“金融风险、资产泡沫、去杠杆”成关键词。展望明年国内经济，短期经济企稳的代价一定程度加剧了产能过剩，这将成为未来经济持续健康发展的主要障碍；而伴随着中央对防范金融风险的力度逐渐加大，明年的宏观经济政策在边际上存在趋紧的压力，近期市场利率高企，债券市场巨幅下跌，或预示着来年的货币环境偏紧或不仅仅是“微调”这样简单。总体看，中央经济工作会议总体上进一步强化了我们四季度以来提出的投资策略主导逻辑，即“经济企稳甚至弱反弹，通胀回归——利率中枢上行——资产价值重估——阶段性高抛非战略性资产”，追求长期稳定收益的投资者不妨“早日理性回归价值”，而注重博弈的投资者也有必要重新平衡“富贵险中求”和“富贵稳中求”的逻辑关系。具体而言，众人瞩目的房地产市场如受到政策调控影响，在高基数、市场预期改变等多重因素的影响下，房地产供求关系存在一定变数，而融资渠道收紧增加地产企业的资金链压力，房地产企业整体上资产负债率仍然处于高位，利率中枢提升也会增大房地产的投资风险；近期阴云密布的债券市场短期随时可能技术性反弹，但受代持风暴及流动性趋紧预期影响，债券市场大概率继续承压，目前时点以及一季度前后可能仍是弱市调整，难以出现趋势性转折行情；商品市场整体仍然相对偏强，关注煤炭和钢材行业行政去产能政策变化对黑色系的冲击，黄金短期继续维持偏弱走势格局，适宜逢低关注；股票市场重点关注盈利复苏和涨价概念，以及国企混改和股权激励、一带一路、土地流转等主题投资机会；人民币短期贬值压力暂缓但中期贬值压力犹存。

## 目录

一、宏观经济：稳中求进.....	- 3 -
二、政策取向：稳中趋紧.....	- 4 -
三、大类资产配置启示：富贵稳中求.....	- 5 -
近期报告.....	- 6 -
特别声明.....	- 7 -

## 一、宏观经济：稳中求进

近期召开的中央经济工作会议连续 6 年将来年工作总基调定位为“稳中求进”。但进一步深究发现，每年的“稳中求进”的侧重有所差异。2012 年十八大开始换届，2013 年新一届政府领导全面到任。2013 年主基调是求稳，以实现顺利换届。2014 年主基调是进，大力推进全面深化改革。2015 年主基调是稳，稳定经济增长。2016 年主基调是进，大力推进供给侧结构性改革。

此“稳”非彼“稳”。2017 年主基调尽管依然是稳，但非局限于稳增长，而是“稳大局”，“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险”。

高层对经济形势的定性为“缓中趋稳、稳中向好”。相比去年“稳中有进”，今年强调“缓中趋稳”，说明中央对经济下行并不担心。相比去年“稳中有好”，今年强调“稳中向好”，说明中央对经济结构趋向于改善更有信心。相比去年删掉了保持“经济运行在合理区间”，2017 年可能不再定 6.5-7 的区间了。

经济问题症结在重大结构性失衡。相比之前“认识、适应、引领”，今年强调“认识、把握、引领”，说明中央对经济发展新常态的主动把控能力更有信心，更强调主动性。相比去年，今年直陈经济的问题症结所在，“我国经济运行面临的突出矛盾和问题，虽然有周期性、总量性因素，但根源是重大结构性失衡，导致经济循环不畅”，也更加强调“结构性失衡”，而不是简单讲供给侧。

继续推进供给侧结构性改革，但更强调结构性。延续 5 月 9 日权威人士人民日报专访的取向，宏观政策继续强调“坚持稳中求进工作总基调，…，坚持以推进供给侧结构性改革为主线”，“适度扩大总需求”，说明中央在经济问题精准诊断的基础上进一步明确宏观政策取向在供需方面的主次地位，也是对宏观政策重回刺激的警惕。“必须从供给侧、结构性改革上想办法，努力实现供求关系新的动态均衡，…，最终目的是满足需求，就是要深入研究市场变化，理解现实需求和潜在需求，…，主攻方向是提高供给质量，就是要减少无效供给、扩大有效供给，…，提高供给结构对需求结构的适应性。根本途径是深化改革，就是要完善市场在资源配置中起决定性作用的体制机制”，表明中央更加重视结构性问题，强调理解现实需求和潜在需求（无非是民生需求和服务需求），方式方法重申强调市场。总体上，供给侧结构性改革不会弱化，而是会进一步深入推进。

去产能强调市场化法治化举措，房地产去库存强调三四线城市，降低企业杠杆率作为重中之重，降成本关键在落实去年工作，补短板在于扶贫，新增农业供给侧结构性改革。

- 去产能：“要继续推动钢铁、煤炭行业化解过剩产能”表明去产能政策仍将延续和深化。“要防止已经化解的过剩产能死灰复燃，同时用市场、法治的办法做好其他产能严重过剩行业去产能工作”表明中央对去产能的方式方法有新要求，不能简单粗暴的行政去产能举措，而要用市场、法治的办法。
- 去库存：相比去年，今年重提“要坚持分类调控，因城因地施策”，表明

政策更加强调一二线城市与三四线城市、刚需与改善型需求、消费需求与投资投机需求等方面的区别对待。“重点解决三四线城市房地产库存过多问题”，则是对一二线与三四线城市房地产市场差异的直接认可，从全面去库存转向三四线城市去库存。同时房地产强调“基础性制度和长效机制”。

- **去杠杆**：“要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重”，表明中央延续不同部门杠杆区别对待的问题，但更加强调“降低企业杠杆率”，本质上也就弱化了政府部门和家庭部门加杠杆的过度鼓励。“要支持企业市场化、法治化债转股，加大股权融资力度，加强企业自身债务杠杆约束等，降低企业杠杆率”，表明去杠杆的着力点在债转股和加大股权融资力度。
- **降成本**：关键在于落实去年政策。2016 年降成本可谓收效甚微，原材料涨价，利率上行，运费上升，因此 2017 年降成本的关键在于切实落实 2016 年的政策。
- **补短板**：扶贫，关注西藏新疆地区的扶贫政策。
- **首提农业供给侧结构性改革**。“要积极稳妥改革粮食等重要农产品价格形成机制和收储制度”，关注收储制度变革及其带来的农产品期货和农产品股票的投资机会。“细化和落实承包土地“三权分置”办法，培育新型农业经营主体和服务主体，…，深化农村产权制度改革，明晰农村集体产权归属，赋予农民更加充分的财产权利”，重点关注土地流转制度深化落地。

## 二、政策取向：稳中趋紧

货币政策出现显著变化，更加强调稳健中性。相比去年“稳健的货币政策要灵活适度”，今年增加了“中性”，意味着在没有经济没有超预期下滑和发生系统性金融风险的前提下货币政策在边际上趋紧。首提“适应货币供应方式新变化”，正如我们在《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》中强调的，基础货币投放模式或将逐步由“买入外汇投放基础货币”模式转向“公开市场买卖债券投放基础货币”模式，因此央行通过 MLF、降准等举措投放基础货币不应简单理解为货币宽松。相比去年“保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长”，今年强调“调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定”，表明货币政策立场明显更偏向紧，同时也暗示面临类似 12 月中旬债市跳水的情形央行也会出手维稳。

财政政策一如既往地强调更加积极有效。相比去年“加大力度”，今年强调“有效”，表明财政政策要立足于“有的放矢”。相比去年提了“阶段性提高财政赤字率”，今年没提，或意味着肖部长上任第一年不会突破 2016 年赤字率，毕竟 2016 年赤字率预计逼近 4%。去年提了“适当增加必要的财政支出和政府投资”，今年也没提，表明财政的积极将更多体现在预算外，比如 PPP。

汇率政策出现微妙变化，强调增强弹性，对汇率波动容忍度或有所提高。相比去年只提了“完善形成机制”，今年“要在增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率

在合理均衡水平上的基本稳定”，表明中央对汇率波动的容忍度继续提高，2017年人民币兑美元波动区间或显著加大。

### 三、大类资产配置启示：富贵稳中求

仔细研读中央经济工作会议金融政策导向，颇有风声鹤唳之感，“金融风险、资产泡沫、去杠杆”成关键词。“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险”，去年未提，年中政治局会议首提“抑制资产泡沫”。“要把防控金融风险放到更加重要的位置”，表明防范金融风险是中央最为重视的事情。从“防范”到“防控”表明中央对资产泡沫的立场更趋强硬。“下决心处置一批风险点”表明多领域的风险都引起的中央的高度关注，房市的高位以及非理性不规范加杠杆，债市的加杠杆，商品期货市场的火爆，汇率的持续下行等。“提高和改进监管能力”暗示金融去杠杆和金融监管趋严并未进入尾声，而是会进一步增强。“确保不发生系统性金融风险”表明所有的政策举措都已不发生系统性金融风险为前提，也是主基调“稳”的内在诉求。

展望明年国内经济，短期经济企稳的代价一定程度加剧了产能过剩，这将成为未来经济持续健康发展的主要障碍；而从中长期看，国内经济“去产能、去杠杆”的压力将长期存在，在“转方式、调结构、促升级”的经济转型过程中，经济增速结构性放缓恐在所难免。而伴随着中央对防范金融风险的力度逐渐加大，明年的宏观经济政策在边际上存在趋紧的压力，利率水平和资金成本中枢上移将是大概率。从近期市场利率高企，债券市场巨幅下跌，或预示着来年的货币环境偏紧或不仅仅是“微调”这样简单。

总体看，中央经济工作会议总体上进一步强化了我们四季度以来提出的投资策略主导逻辑，即“经济企稳甚至弱反弹，通胀回归——利率中枢上行——资产价值重估——阶段性高抛非战略性资产”，追求长期稳定收益的投资者不妨“早日理性回归价值”，而注重博弈的投资者也有必要重新平衡“富贵险中求”和“富贵稳中求”的逻辑关系。具体而言，众人瞩目的房地产市场如受到政策调控影响，在高基数、市场预期改变等多重因素的影响下，房地产供求关系存在一定变数，而融资渠道收紧增加地产企业的资金链压力，房地产企业整体上资产负债率仍然处于高位，利率中枢提升也会增大房地产的投资风险；近期阴云密布的债券市场短期随时可能技术性反弹，但受代持风暴及流动性趋紧预期影响，债券市场大概率继续承压，目前时点以及一季度前后可能仍是弱市调整，难以出现趋势性转折行情；商品市场整体仍然相对偏强，关注煤炭和钢材行业行政去产能政策变化对黑色系的冲击，黄金短期继续维持偏弱走势格局，适宜逢低关注；股票市场重点关注盈利复苏和涨价概念，以及国企混改和股权激励、一带一路、土地流转等主题投资机会；人民币短期贬值压力暂缓但中期贬值压力犹存。

## 近期报告

时间	报告名称
2016.12.07	耐心等待也是一种投资—债市投资策略以及大类资产配置的路径推演
2016.11.09	白马非马？黑马还是马！——特朗普带来的全球政治、经济、金融市场分析
2016.10.01	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
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 2016 年 3 季度资产配置投资策略
2016.06.18	周报特刊——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 2016 年 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
2016.01.13	人民币短期企稳中期贬值压力犹存
2015.12.31	未雨绸缪 引而不发——浦发私人银行 2016 年 1 季度资产配置投资策略

- **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，曾任朱雀投资普通合伙人、投资研究部副总监、基金经理，有大型资金的管理运作经验；此前曾任职兴业证券研究所等多家投资机构。
- **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。

### 特别声明

浦发私人银行系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。