

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07日

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

投资研究

● 债市逻辑：利率上行 寒潮骤至

全球超低利率时代阶段性走向尾声，市场无风险利率存在上行风险，本轮国内债市下挫正是对基本面的理性回归。通货膨胀率中枢攀升是本轮利率上行的根本原因；政策拐点如期而至则是本轮利率上行的主要推手；中美利差持续收窄是本轮利率上行的重要促发因素。

● 投资策略：如期入冬 耐心等待

债市短期反弹可期但逆转概率不大，中期配置机会仍需耐心等待。债市经历本轮急剧调整后，短期随后可能有所修复。中期来看，2017年年中，经济下行压力或将重现，通货膨胀率也可能触顶回落，债市的新一轮投资机会窗口或将徐徐开启。

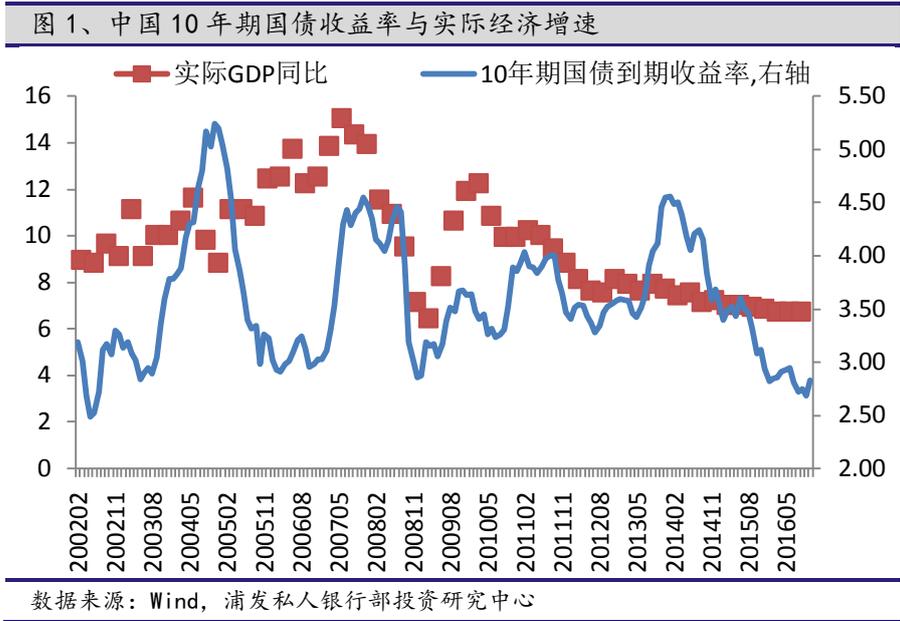
● 大类资产配置路径：稳定当头 理性回归

本轮利率上行的滞后效应需要密切关注，尤其是对股票市场和强金融属性商品的价值重估效应。海外来看，全球利率转入阶段性上行周期将引发大类资产价值重估，包括美在内的全球主要国家债市风险在集聚，欧美发达国家股市风险有待释放，总体海外投资机会与风险报酬率并不十分具有吸引力。国内来看，非标萎缩的大背景下，资产荒仍将延续是大概率。2017年还须提防经济风险发生概率的上升，经济失速、房地产泡沫、过剩产能、人民币币值波动区间失控、信用风险频繁爆发等超预期风险因素。长期来看，债券尤其是国债仍有重要配置价值，只是需提防上半年的流动性紧缩带来的双杀阶段；地产资金溢出或使得A股收益，但考虑到估值仍偏高，股市整体仍然难以迅速摆脱震荡区间，但基本面扎实的价值蓝筹股有望跑赢大盘；大宗商品强势周期有望延续但料多波折，黄金的配置价值犹存，但谨记逢低关注；由于房地产在中国兼具投资品和必需品的双重属性，房地产投资受到货币政策与政府行政调控政策影响比较大，2017年国内房地产泛泡沫化下休整的风险将持续攀升。

目录

一、债市逻辑：利率上行 寒潮骤至	- 3 -
二、投资策略：如期入冬 耐心等待	- 5 -
三、大类资产配置路径：稳定当头 回归理性	- 7 -
近期报告	- 8 -
特别声明	- 9 -

10月中旬以来，国内债市开始大幅下挫。截至12月6日，10年期国债期货最大跌幅达到4.28%，10年期国债收益率从2.6451%大幅攀升至3.1151%。12月6日，中国10年期国债期货、现券价格再度大跌，市场情绪极度恶化。10年期国债期货主力合约T1703价格收跌0.49%，报97.58。该品种盘中一度下跌0.7%，至97.25，较昨日结算价一度跌0.82%。将于2026年到期、票息2.90%的国债成交收益率盘中大涨近10个基点，涨幅进一步扩大至3.145%，为2015年11月以来最高。

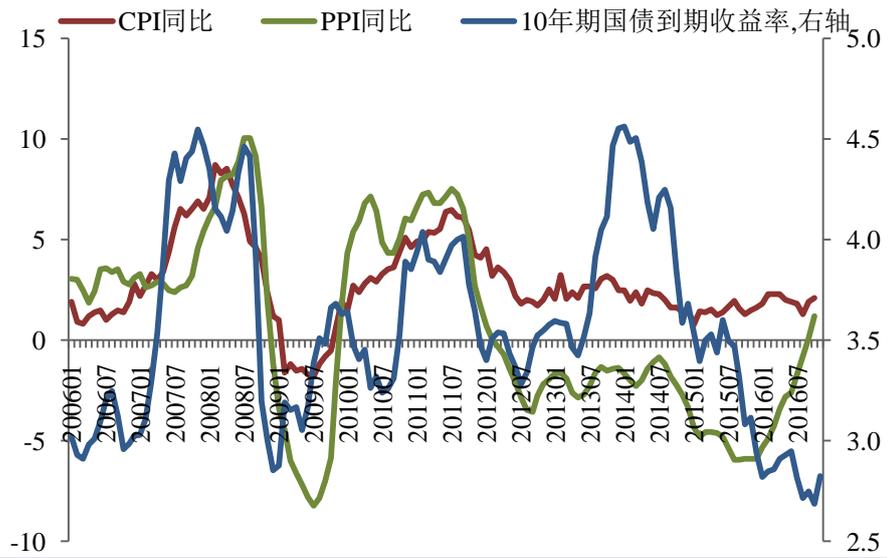


一、债市逻辑：利率上行 寒潮骤至

正如我们2016年4季度策略报告《秋收冬藏 回归价值》以及多次“投投时道”周报中强调的，全球超低利率时代阶段性走向尾声，市场无风险利率存在上行风险，本轮国内债市下挫正是对基本面的理性回归。

通货膨胀率中枢攀升是本轮利率上行的根本原因。利率长期趋势取决于经济实际增速和价格增速。一方面，2016年连续三个季度实际GDP同比增速持平于6.7%，经济下行趋势暂缓，使得资本带来的投资回报趋于稳定，进而限制利率中枢下移。另一方面，一如我们在2015年年底发布的2016年一季度策略报告《未雨绸缪 引而不发》中所预期，生产端和消费端通货膨胀率中枢在2016年逐步上移，使得资本要求的通胀补偿攀升。尤其值得注意的是，杭州G20共识推进财政刺激，国内供给侧改革推升黑色系商品持续暴涨，特朗普当选美国总统刺激基建投资热潮预期，等因素共同推动下半年通胀预期升温。

图 2、中国 10 年期国债收益率与通货膨胀率



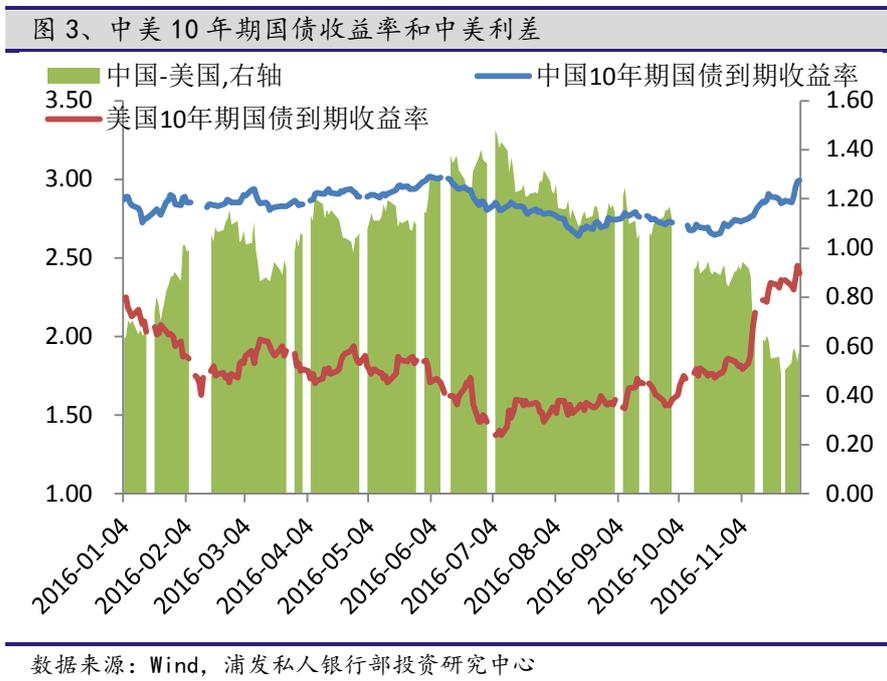
数据来源：Wind，浦发私人银行部投资研究中心

政策拐点如期而至则是本轮利率上行的主要推手。

- ✓ **宏观政策从倚重货币政策向倚重财政政策切换，意味着宏观政策拐点出现。** 9月初杭州 G20 共识强调“创新经济增长理念和政策，财政、货币和结构性改革政策相互配合”，“货币政策将继续支持经济活动，保持价格稳定，与中央银行的职责保持一致，但仅靠货币政策不能实现平衡增长。在强调结构性改革发挥关键作用的同时，我们还强调财政战略对于促进实现共同增长目标同样重要”，即意味着全球宏观政策拐点的到来，当时我们即提醒“这或意味着全球史无前例的负利率试验接近尾声，国内市场无风险利率存在上行风险”。如果说杭州 G20 共识是口头呼吁，那么 8 月底和 9 月初相继重启 14 天期和 28 天期逆回购操作则是政策拐点的切实落实。英国迟迟未再次放松货币政策甚至加息预期再起，欧日央行迟迟未能再度加码宽松，美联储再次加息预期持续升温，特朗普当选美国总统刺激财政宽松预期，从全球层面强化了宏观政策拐点的出现。这既通过货币政策转向边际趋紧直接抬升市场利率中枢，又通过积极财政政策刺激通胀预期间接抬升市场利率中枢。
- ✓ **金融市场政策转向强调深化金融去杠杆。** 5月初人民日报权威人士专访、年中政治局会议等相继确立和强化了金融市场政策立足于深化金融去杠杆的诉求。8月24日，央行继2月暂停后首次重启14天逆回购，意味着货币政策转向“锁短放长”，推动债市去杠杆。“一行三会”也先后对理财产品、票据、万能险、互联网金融等领域进行规范，深化金融杠杆政策，引导债市去杠杆是其中应有之义。

中美利差持续收窄是本轮利率上行的重要促发因素。2005年汇改之后，尤其是2011年以来，中美国债收益率走势趋于一致，中美利差维持区间震荡走势，其背后

的主要推动力在于全球资本跨国流动。2016 年下半年以来，随着美联储加息预期持续升温，美国 10 年期国债收益率率先探底回升，使得中美利差持续收窄至震荡区间下沿，进而促发中国 10 年期国债收益率上行。



二、投资策略：如期入冬 耐心等待

债市短期反弹可期但逆转概率不大，中期配置机会仍需耐心等待，关注本轮弱补库存周期和通货膨胀率回升周期是否在 2017 年年中触顶。债市经历本轮急剧调整后，短期随后可能有所修复。12 月 6 日央行在常规公开市场操作中净回笼资金 1200 亿元，但通过 MLF 操作投放 3390 亿元，凸显央行在推动债市去杠杆的同时有意维稳流动性，避免债市发生踩踏事件，进而促发系统性金融风险。中期来看，2017 年年中，经济下行压力或将重现，通货膨胀率也可能触顶回落，债市的新一轮投资机会窗口或将徐徐开启。

从实际经济增速来看，2017 年年中经济下行压力或将重现。从三大需求来看，汽车系产销和地产系消费将成为 2017 年经济的主要拖累，出口和基建有望成为 2017 年经济的主要支撑力量。结合地产周期、汽车补贴政策年底到期、美欧等经济回暖等来看，2017 年年中经济或将重现下行压力。进一步，从我们一直强调的库存周期规律来看，短周期经济波动与库存周期高度相关，本轮补库存周期大概率是弱补库存周期。这意味着，本轮补库存周期大概率在 2017 年年中触顶，进而随后承压经济增长。不过，不确定的是，本轮补库存周期是否在中美协同财政刺激的背景下转化为强补库存周期。

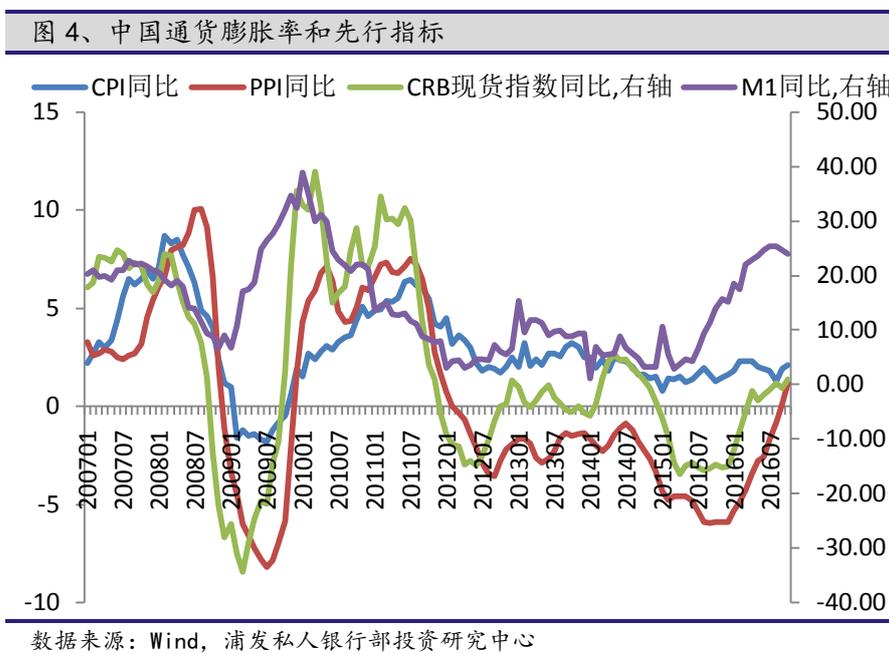
从通货膨胀率来看，2017 年年中通胀率或重新面临下行压力。从产出缺口、货币投放、大宗商品周期、基数效应等来看，通货膨胀率中枢料将继续上移，或将

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。

表 1、中国 1996 年以来库存周期

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
补库存	201606→	-1.9→	

注：划分依据为工业企业产成品存货累计同比增速。
数据来源：Wind，浦发私人银行部投资研究中心



三、大类资产配置路径：稳定当头 理性回归

在此，我们将进一步梳理本轮利率上行对大类资产配置的传导逻辑和路径推演。

本轮利率上行的滞后效应需要密切关注，尤其是对股票市场和强金融属性商品的价值重估效应。对于股票市场，尽管我们依然认为分子端盈利的驱动效应犹在，国企改革的结构机会犹存，但是市场无风险利率持续上行，或将从分母端形成对股票市场的价值重估压力。对于商品市场来说，尽管供需基本面是商品价格的决定性因素，但是对于以贵金属为代表的强金融属性的商品，市场无风险利率持续上行必将形成价值重估压力。近期，股票市场下挫以及在商品市场整体强势背景下以黄金为代表的强金融属性商品却表现疲软，即使这一逻辑的直接体现。

总体稳定当头，回归理性。考虑到经济前景不明，资本市场的波动性也将明显上升，多种资产面临价值重估，回归对资产价值本身基本面的研究、及时调整战略资产配置和准确战术择时将是获得良好投资回报的关键。

海外来看，全球利率转入阶段性上行周期将引发大类资产价值重估，包括美在内的全球主要国家债市风险在集聚，欧美发达国家股市风险有待释放，总体海外投资机会与风险报酬率并不十分具有吸引力。

国内来看，非标萎缩的大背景下，资产荒仍将延续是大概率。2017年还须提防经济风险发生概率的上升，经济失速、房地产泡沫、过剩产能、人民币币值波动区间失控、信用风险频繁爆发等超预期风险因素。

长期来看，债券尤其是国债仍有重要配置价值，只是需提防上半年的流动性紧缩带来的双杀阶段；地产资金溢出或使得A股收益，但考虑到估值仍偏高，股市整体仍然难以迅速摆脱震荡区间，但基本面扎实的价值蓝筹股有望跑赢大盘；大宗商品强势周期有望延续但料多波折，黄金的配置价值犹存，谨记逢低关注；由于房地产在中国兼具投资品和必需品的双重属性，房地产投资受到货币政策与政府行政调控政策影响比较大，2017年国内房地产泛泡沫化下休整的风险将持续攀升。

近期报告

时间	报告名称
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。