



浦发银行  
SPD BANK

新思维·心服务

## 防风险与看风向不可偏废

——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. 19

## 目录

投投“时道”

市场回顾

热点分析

下周焦点

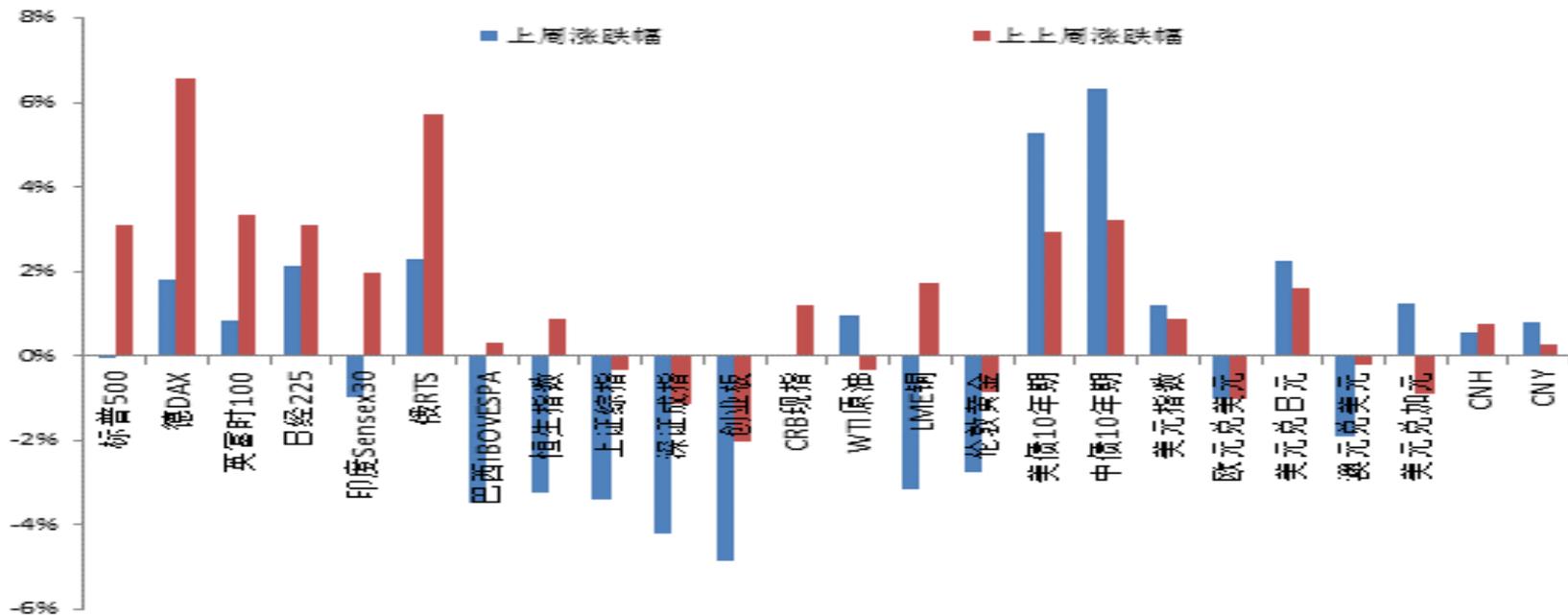
# 投投 “时道”



防风险与看风向不可偏废。金融市场的投资魅力无穷，如果说投资收益一般来自预期的难以衡量和回报的不确定性，那么，投资风险则往往归咎于过度的一致预期和过高的回报诉求，近期的国内债市风暴对此进行了完美的演绎。回顾我们4季度观点，“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”。展望下阶段国内资本市场，作为不成熟市场的代表，防风险（经济基本面）和看风向（货币政策、政府导向）同样重要。而令人瞩目的国内中央经济工作会议恰是观察政策风向的最好机会。本次会议基调总体坚持“稳字当头，防控风险”。稳政策、稳预期、防控金融风险；以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求；供给侧结构性改革升级为主线，农业供给侧结构性改革是亮点；货币政策由“稳健”变为“稳健中性”，政策定位中性偏紧；财政政策延续积极，但未在提及增加赤字率；对待风险和泡沫的态度由“防范”升级为“防控”，显然提高到更为重要位置；金融去杠杆料将继续加码，房地产强调基础性制度和长效机制，去产能强调市场化法治化举措，企业去杠杆将成为重点，强调股权融资。

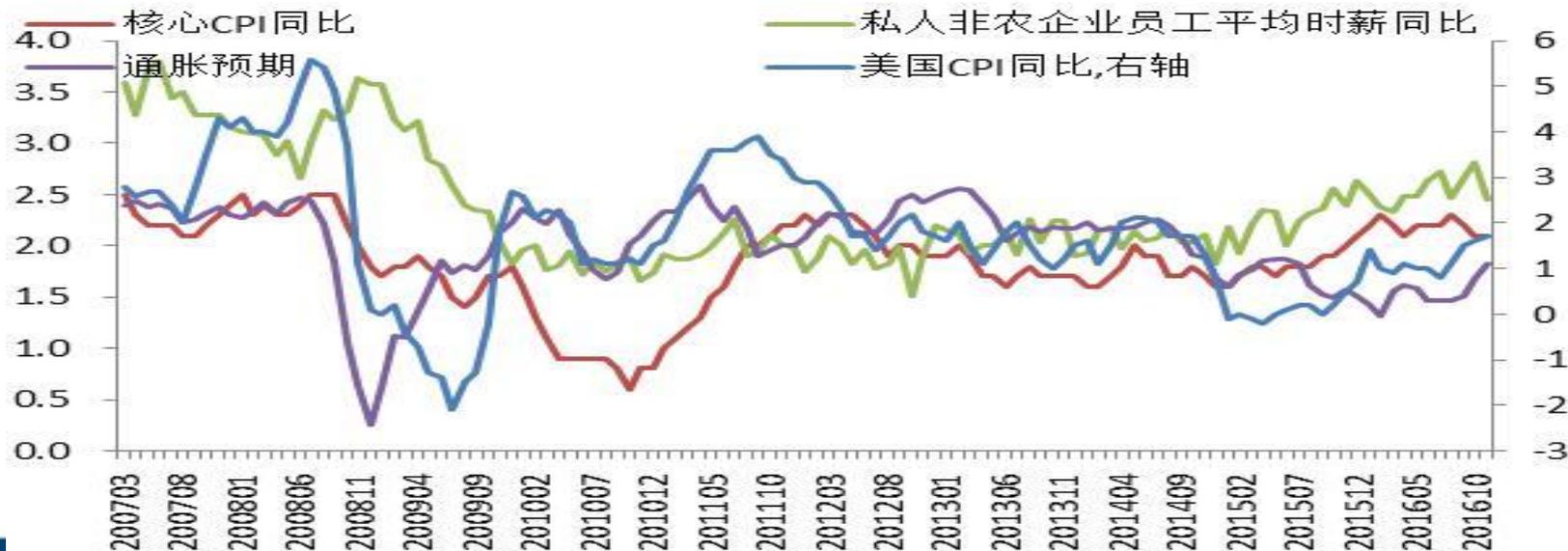
## 市场回顾：中国股债汇“三杀”

- ◆ 全球市场风险偏好降低但分化，在通胀攀升主导逻辑下，全球利率中枢上移进一步得到美联储再次加息以及调升利率预期的确认，市场总体呈现“债市下挫，股市愈发受压于利率中枢上行带来的重估效应，商品偏强但分化”。值得注意的是，美联储加息周期强化以及美元升值周期引发的资本流出新兴市场的风险进一步释放和攀升，中期来看，部分新兴市场仍将不时面临股债汇“三杀”的风险。



## 全球政策：美联储货币政策正常化预期加速

- ◆ **美国通胀攀升压力增强**：11月PPI同比1.3%，创2014年11月以来最大升幅，预期0.9%，前值0.8%；11月CPI同比1.7%，预期1.7%，前值1.6%；核心CPI同比2.1%，预期2.2%，前值2.1%。
- ◆ **美联储预期未来三年每年加息3次，缩表或将成为下一步政策焦点**：美联储乐观看待通胀和就业市场前景，如期再次加息25个基点。关键在于，相较市场预期，美联储更高地调升未来三年的利率预期。耶伦称尚未作出决定，但一直都打算开始行动，缩减资产负债表将耗时数年之久。



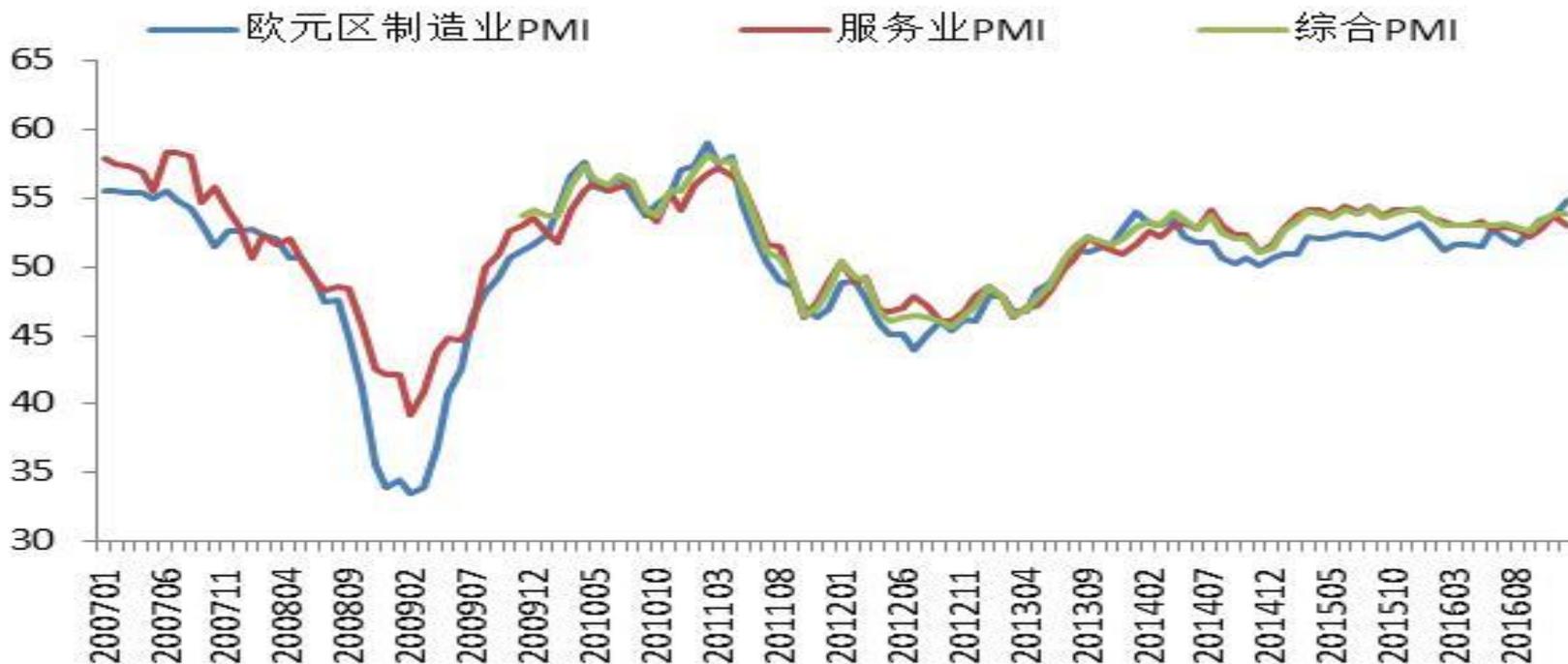
## 全球政策：经济通胀攀升降低欧英央行宽松诉求

◆ 英国通胀创两年新高，央行宽松诉求降低：11月CPI同比1.2%，预期1.1%，前值0.9%，创2014年10月以来新高；核心CPI同比1.4%，预期1.3%，前值1.2%。英央行如期按兵不动，预计未来6个月内通胀达到2%，重申所能容忍的通胀超出目标程度有限，将采取一切必要措施确保通胀预期维持稳定。



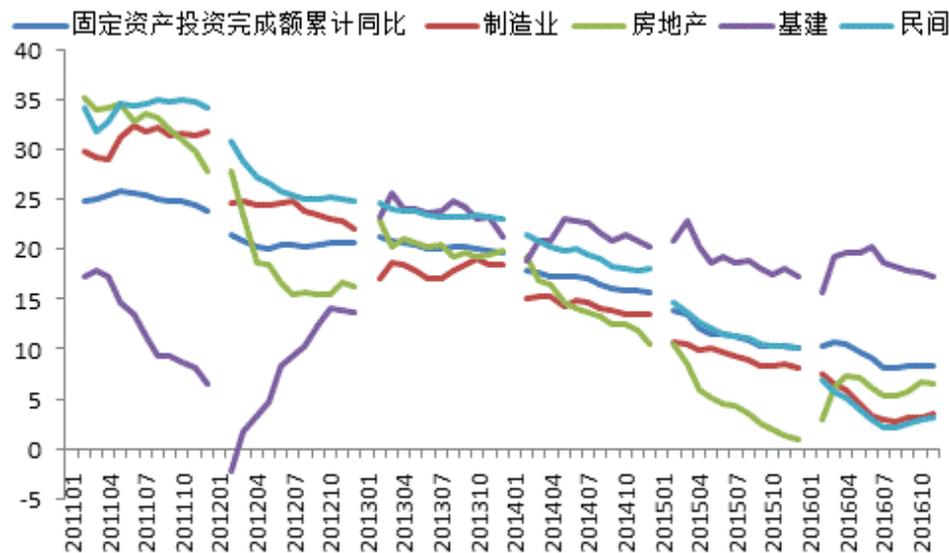
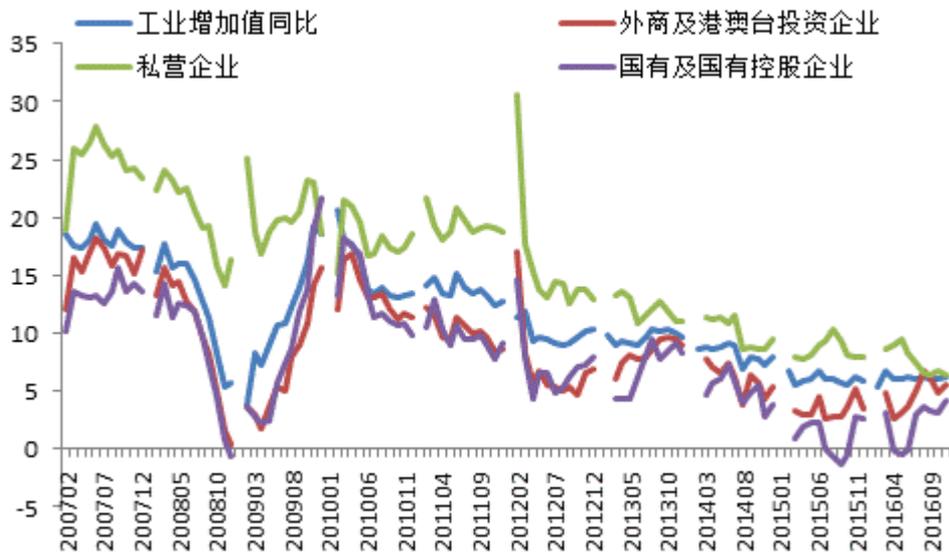
## 全球政策：经济通胀攀升降低欧英央行宽松诉求

◆ 欧元区经济前景持续好转降低欧央行宽松诉求：12月制造业PMI初值54.9，创68个月新高，预期53.7，前值53.7；服务业PMI初值53.1，预期53.8，前值53.8；综合PMI初值53.9，预期53.9，前值53.9。尽管月初的欧央行议息会议略偏鸽派，但是经济前景持续好转以及全球通胀中枢同步攀升，料将降低欧央行宽松诉求。



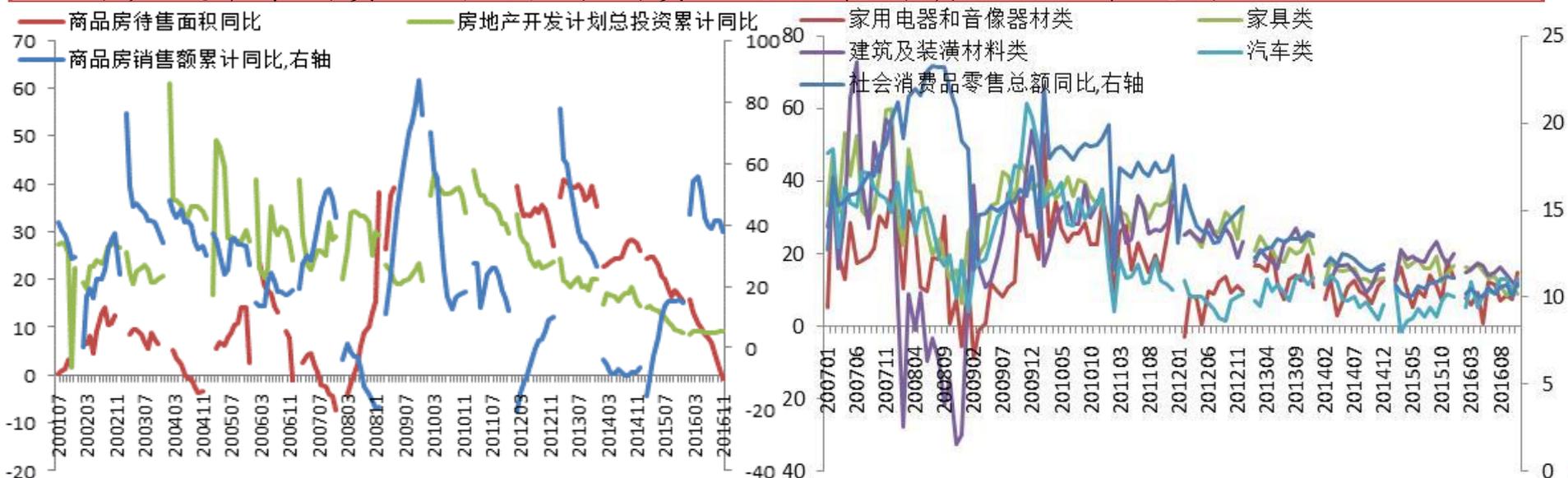
## 国内经济：短周期企稳反弹进行时

- ◆ **工业平稳**：11月规模以上工业增加值同比6.2%，预期6.1%和6.1%，1-11月规模以上工业增加值同比6%，连续6个月持平。
- ◆ **投资平稳**，基建和房地产投资并未明显回落，制造业和民间投资同步回升，既证伪基建投资将明显受制于财政积极空间明显下滑以及房地产投资受累于销售下滑失速，又强化经济增长内生动力增强。1-11月固投同比8.3%，预期8.3%，前值8.3%；其中基建、房地产、制造业和民间投资同比依次为17.21%、6.5%、3.6%和3.1%，前值依次为17.59%、6.6%、3.1%和2.87%。



## 国内经济：短周期企稳反弹进行时

- ◆ **地产投资料将维持低速增长**：尽管地产销售增速再度下滑，但是库存去化明显以及企业投资意愿未见恶化。
- ◆ **消费增速超预期，变数在于汽车消费优惠政策**：11月社会消费品零售总额同比10.8%，预期10.2%，前值10%；累计同比10.4%，预期和前值10.3%。其中，地产销售热潮滞后效应支撑地产系消费，汽车消费优惠政策即将到期前冲量效应。短期，尽管地产销售增速重新下滑，但地产系消费料仍有支撑；汽车系消费的问题在于消费优惠政策到期后的政策走向。



## 国内货币金融：季节性回升和表外融资爆发

◆ 新增人民币贷款和社融大幅回升，主要因为季节性因素和表外融资爆发：11月新增人民币贷款7946亿元，预期7200亿元，前值6513亿元；社会融资规模17400亿元，预期11000亿元，前值8963亿元。其中，房地产相关融资滞后效应依然明显，企业中长期贷款重新有所恢复支撑经济企稳反弹预期，票据融资受政策监管明显萎缩，委托贷款、信托贷款、未贴现票据等表外融资重新爆发。票据融资得益于票据交易中心成立将有所恢复，但房地产相关融资滞后效应减弱，金融去杠杆和监管从严料压制表外融资，因此新增信贷和社融面临重新回落风险。

	新增人民币贷款	票据融资	居民户：短期	居民户：中长期	非金融性公司：中长期		社会融资规模,亿元	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票
201604	5,556	2,388	-64	4,280	-430	201604	7,809	1,694	269	-2,776
201605	9,855	1,564	478	5,281	1,825	201605	6,770	1,566	121	-5,067
201606	13,800	-151	1,376	5,639	4,105	201606	16,479	1,721	809	-2,720
201607	4,636	276	-197	4,773	1,514	201607	4,791	1,775	210	-5,118
201608	9,487	2,235	1,469	5,286	-80	201608	14,605	1,432	736	-376
201609	12,200	1,434	715	5,741	4,466	201609	17,115	1,451	1,057	-2,230
201610	6,513	1,097	-561	4,891	728	201610	8,865	725	530	-1,801
201611	7,946	-1,009	1,104	5,692	2,018	201611	17,366	1,994	1,625	1,173

## 国内货币金融：资金“脱实向虚”有所好转

◆ 金融去杠杆效果进一步显现，资金“脱实向虚”有所好转：M2同比增长11.4%，预期增长11.5%，前值增长11.6%；M1同比增长22.7%，预期增长22.6%，前值增长23.9%，M1-M2“剪刀差”收窄至11.3%，连续第五个月收窄。



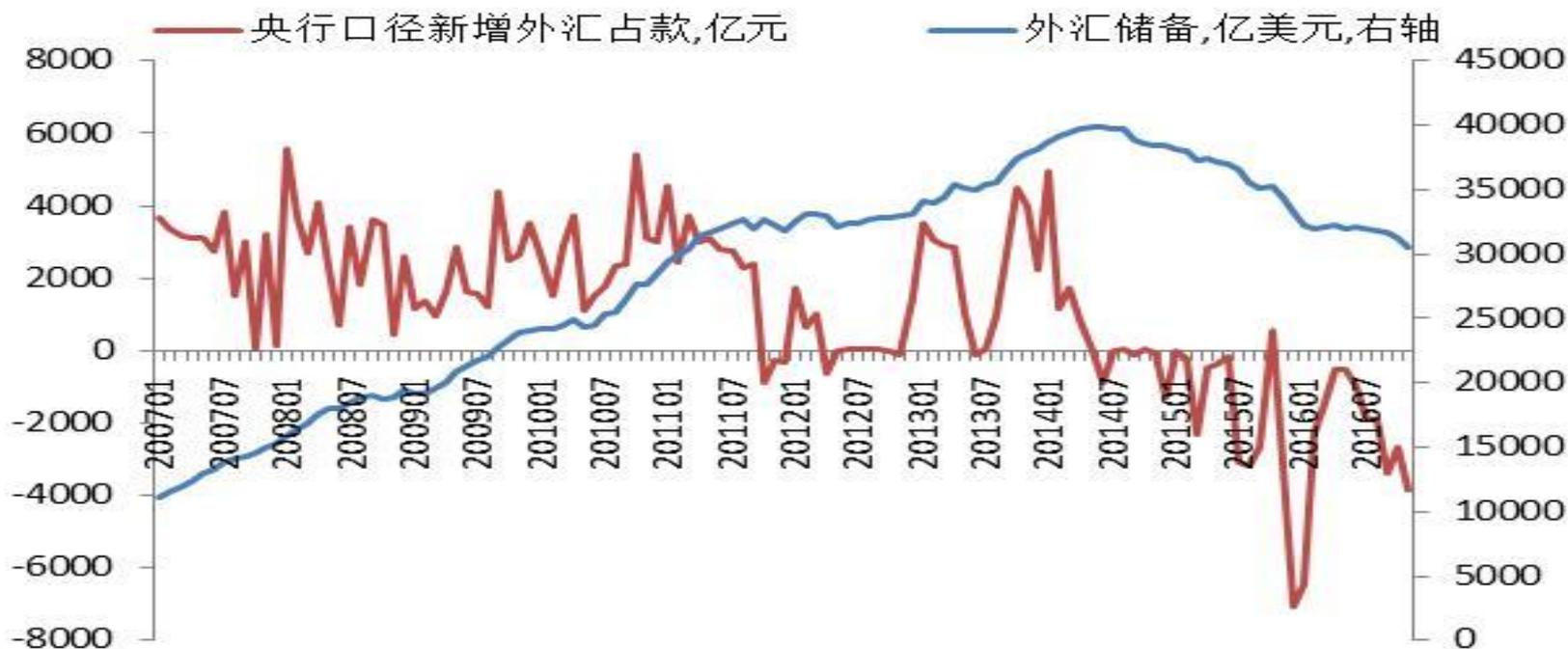
## 国内双率：利率失控风险较低，但上行压力犹存

◆ 利率失控风险较低，但上行压力犹存：通胀攀升预期、美联储调升利率预期等触发债市持续大幅调整，上周更是上演国债期货双双跌停局面。不过，随后，央行通过公开市场净投放和MLF投放资金维稳。在防范系统性金融风险的政策导向，央行仍将适时适度维稳市场，防止市场失控。不过，通胀中枢料继续上移，货币政策定位稳健偏紧，金融去杠杆仍将趋严，节日因素，等都将使得利率至少年内易上难下。



## 国内双率：人民币失控风险较低，但下行压力犹存

◆人民币失控风险较低，但下行压力犹存：一如我们此前预期人民币短期再度反复，人民币连续2周走弱。央行11月末外汇占款环比减少3827亿元，创2016年1月以来最大降幅，连续第13个月下滑。11月银行代客结售汇逆差1861亿元人民币，相比10月逆差大幅扩大，创今年3月以来最大。中美息差持续收窄等使得资金外流压力依然较大，承压人民币。



## 下周焦点：美英GDP、日央行议息以及美日央行行长讲话

	时间	指标	前值	预期
周一	17:00	德国12月IFO商业景气指数	110.4	110.6
	22:45	美国12月Markit服务业PMI初值	54.6	55.2
周二	19:00	英国12月CBI零售销售差值	26	20
	2:30	美联储主席耶伦讲话		
	8:30	澳洲联储公布12月货币政策会议纪要		
	11:00	日本央行公布利率决议		
	14:30	日本央行行长黑田东彦召开新闻发布会		
周三	23:00	美国11月成屋销售年化总数(万户)	560	550
		日本内阁发表12月经济报告		
	16:30	瑞典央行公布利率决议，并发表货币政策报告		

## 下周焦点：美英GDP、日央行议息以及美日央行行长讲话

	时间	指标	前值	预期
周四	21:30	美国第三季度实际GDP年化季率终值(%)	3.2	3.3
	21:30	美国第三季度GDP平减指数终值(%)	1.4	1.4
	21:30	美国12月17日当周初请失业金人数(万)	25.4	25.9
	22:00	美国10月FHFA房价指数月率(%)	0.6	0.4
	23:00	美国11月个人支出月率(%)	0.3	0.3
	23:00	美国11月个人收入月率(%)	0.6	0.3
	23:00	美国11月核心PCE物价指数年率(%)	1.7	1.7
	23:00	美国11月PCE物价指数年率(%)	1.4	1.5
周五	15:00	德国1月Gfk消费者信心指数	9.8	9.9
	15:45	法国第三季度GDP年率终值(%)	1.1	1.1
	17:30	英国第三季度GDP年率终值(%)	2.3	2.3
	23:00	美国12月密歇根大学消费者信心指数终值	98	98
	23:00	美国11月季调后新屋销售年化总数(万户)	56.3	57.5

- **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！