

全球宏观经济与投资市场展望

王家春 人保资产首席经济学家

2015年11月26日

目录

第一部分：国际宏观经济

第二部分：国内宏观经济

第三部分：国际国内投资市场

第一部分：国际宏观经济

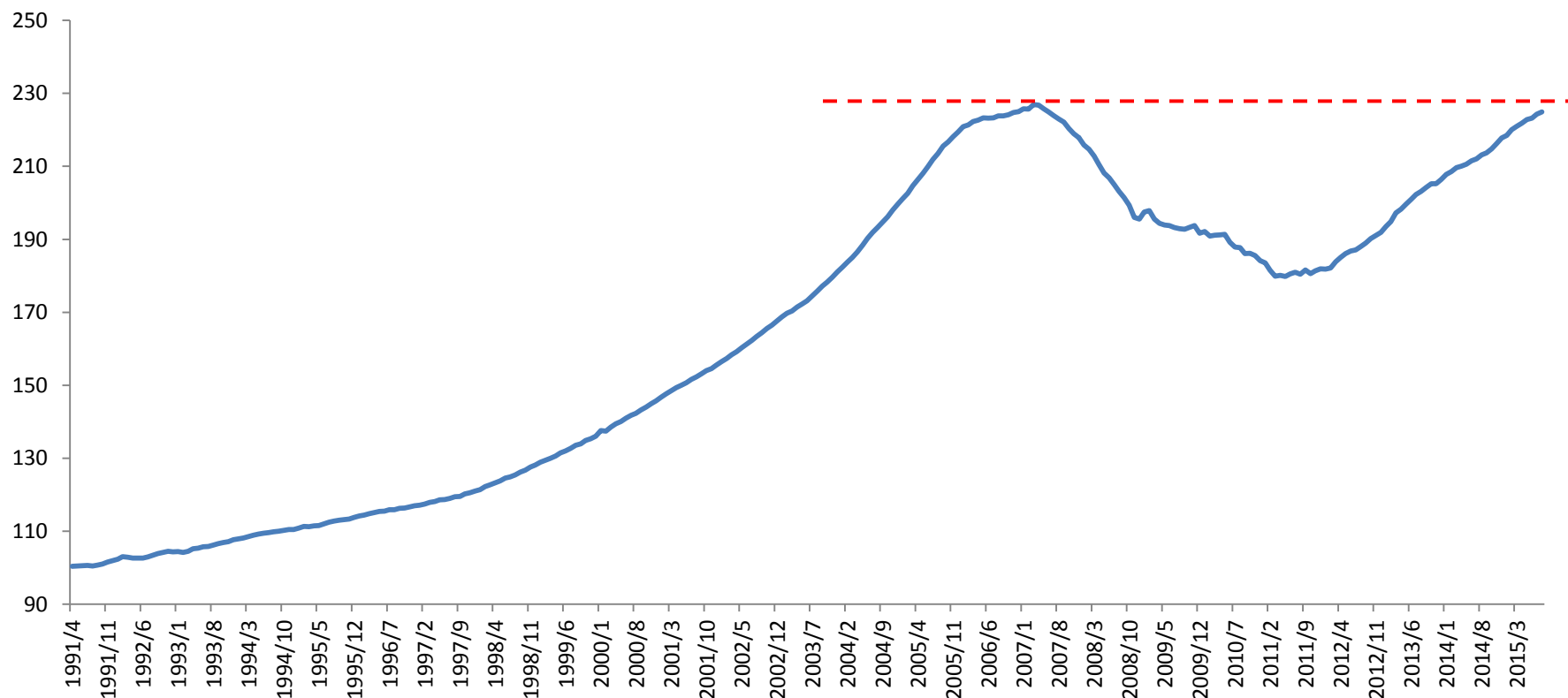
- 与2008年相比，当前世界经济和国际金融体系整体风险并没有降低，但风险结构发生了较大的变化。
- 美国经济系统性风险率先“出清”，且已显示出在科技革命驱动下进入新一轮增长周期的可能性；2016年美国可能仍不具备进入加息周期的基本条件。
- 自2010年以来，由南欧国家的政府偿付能力危机主导的欧元区系统性风险一直在上升，欧元集团与“不治之症”的抗争已进入下半场。
- 受政府债务困境“绑架”，日本央行极度宽松的货币政策必然还会延续。
- 新兴经济体头上的光环已全面黯淡，在世界经济体系中的地位正趋于被动，并可能成为国际金融市场的重大风险来源。

到2010年下半年美国经济和金融体系的系统性风险已经基本“出清”

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：1991年-2015年美国FAHA住房价格指数的变动



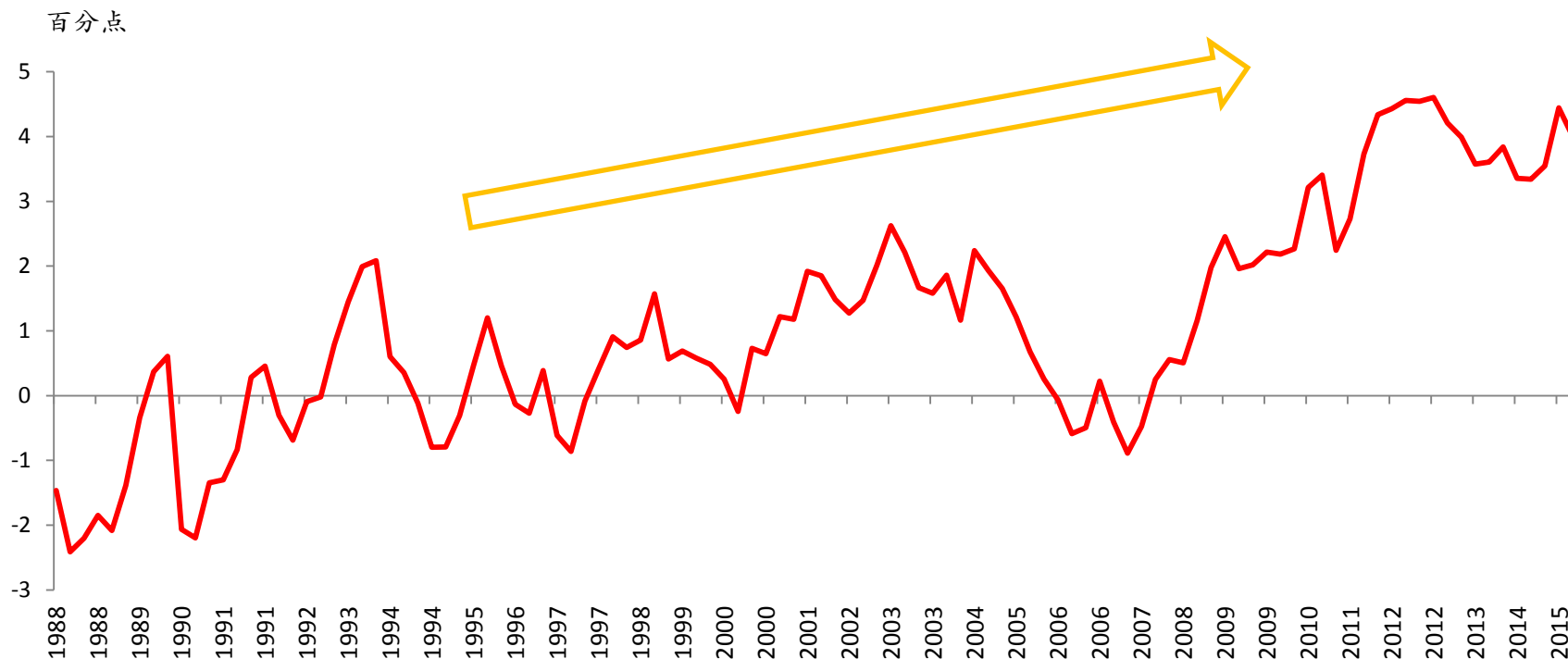
数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

到2010年下半年美国经济和金融体系的系统性风险已经基本“出清”（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：1988-2015年美国住宅租金收益率与十年期国债收益率之差的变动



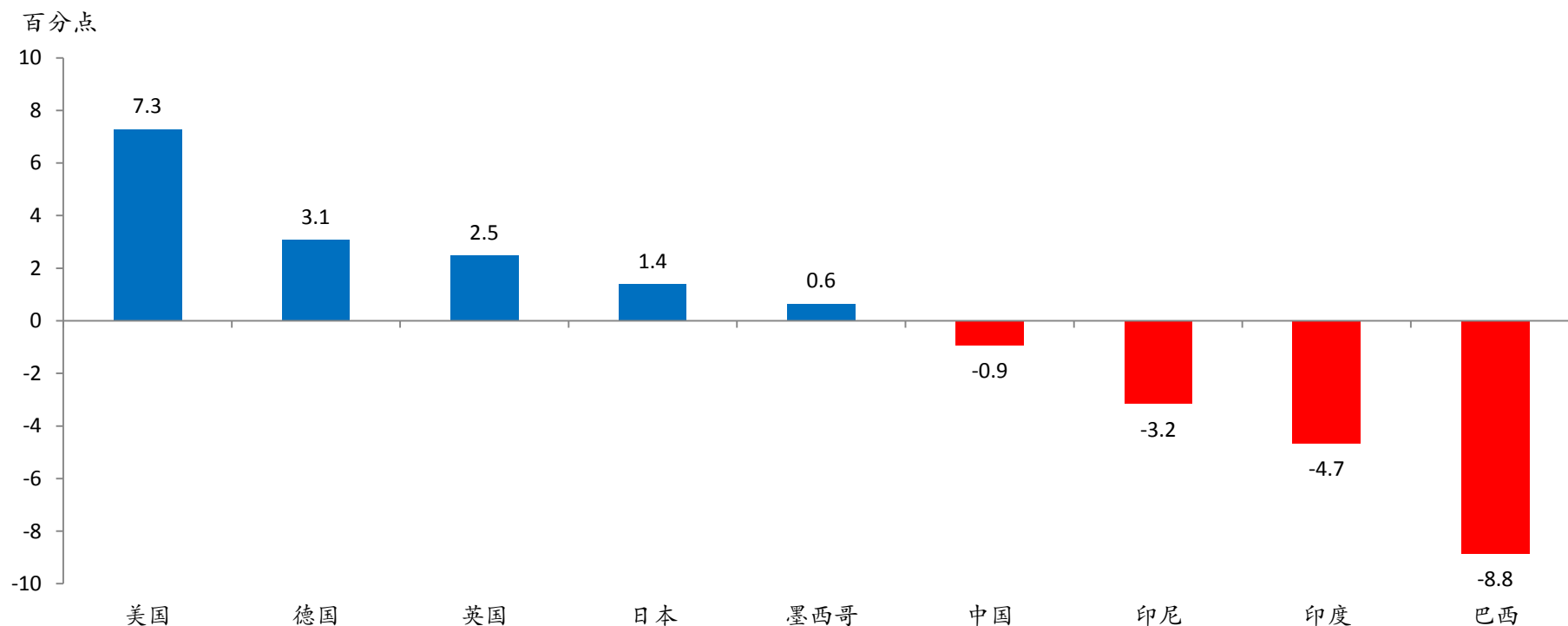
数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

到2010年下半年美国经济和金融体系的系统性风险已经基本“出清”（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：全球部分国家住宅租金收益率（市中心）与十年期国债收益率之差



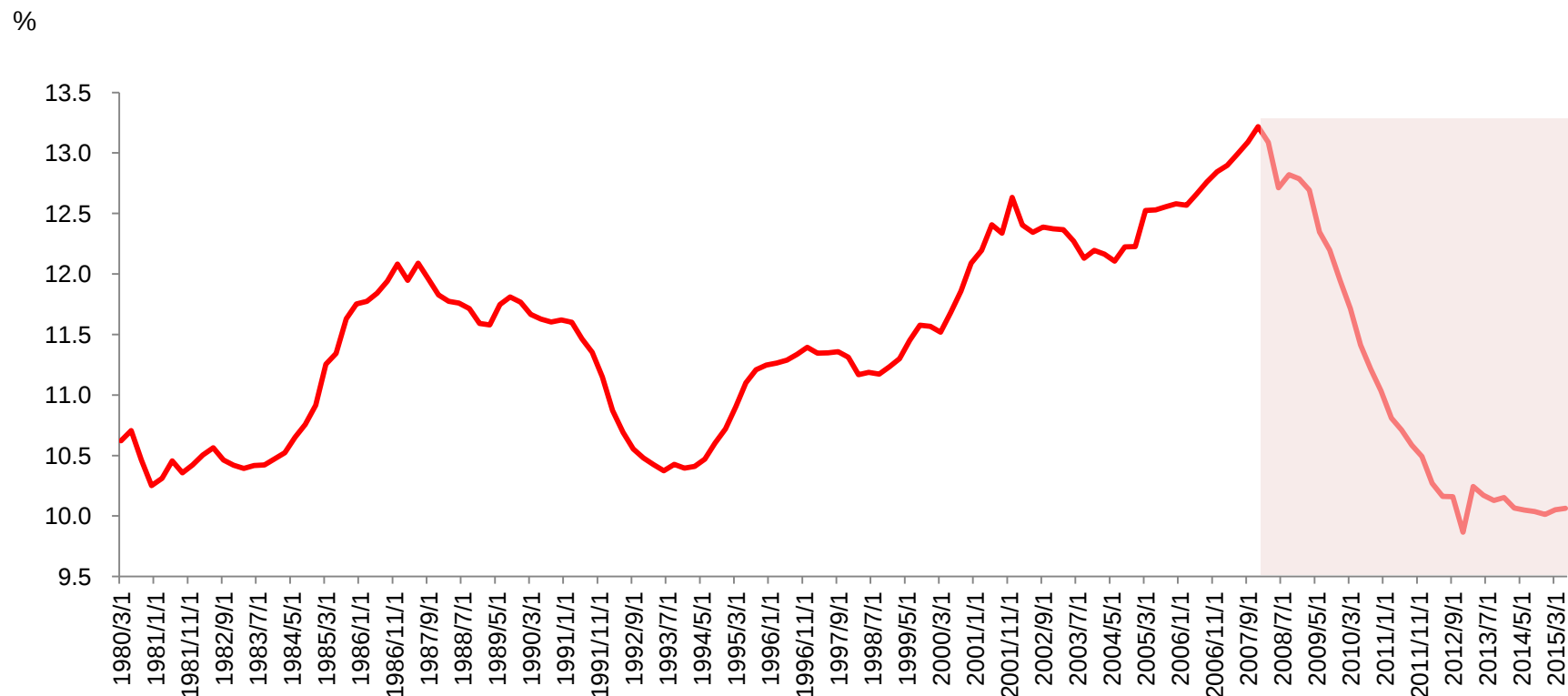
数据来源：Numbeo，人保资产宏观与战略研究所

到2010年下半年美国经济和金融体系的系统性风险已经基本“出清”（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：1980-2015年美国“家庭利息和到期本金支出/可支配收入”的变动



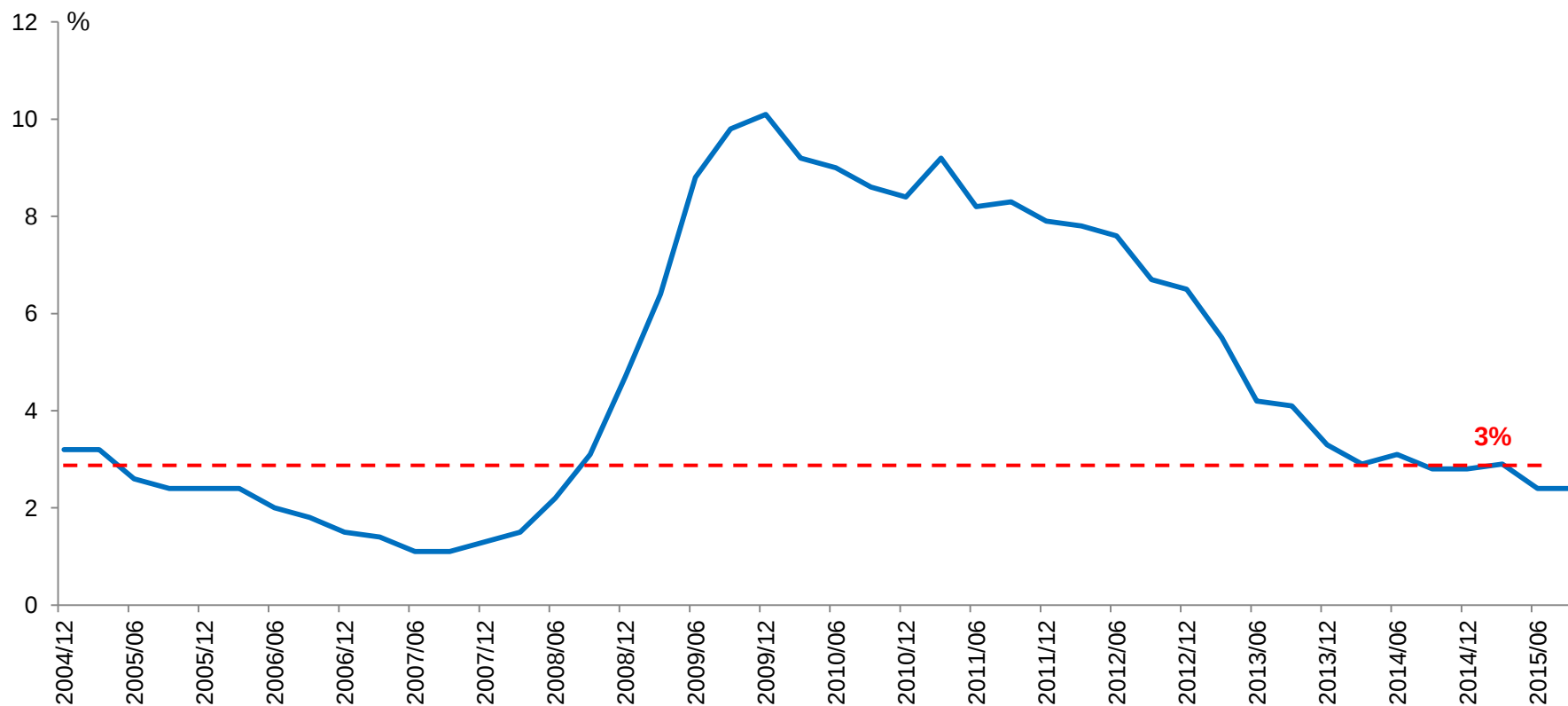
数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

到2010年下半年美国经济和金融体系的系统性风险已经基本“出清”（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

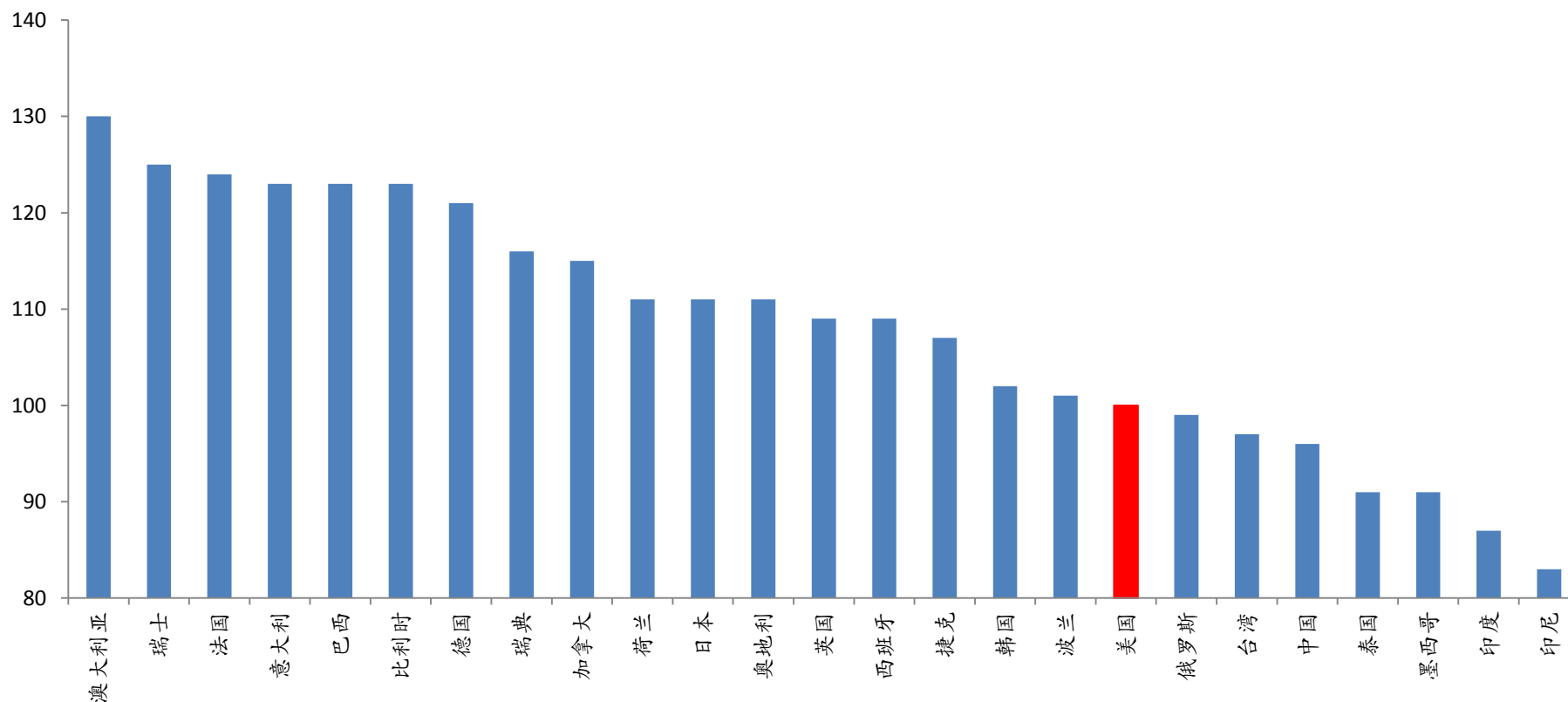
图：2004-2015年美国财政赤字率的变动



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

美国制造业综合成本在发达经济体中是最低的，甚至显著低于巴西，略高于台湾和中国大陆

图：2014年全球部分经济体制造业成本指数（美国=100）



数据来源：波士顿咨询，人保资产宏观与战略研究所

中长期视角下，我们预期美国有可能依托其在科技和企业创新能力等方面的优势成为“第四次工业革命”领头羊，并进入新一轮增长周期

- 美国可能会凭借此轮“革命”实现“制造业复兴”，大幅降低对外部工业制成品的依赖度；德国、日本在制造业的优势地位可能得到巩固与提升。
- 在相关领域技术落后的，对工业制成品出口依赖度较高的国家可能会受到冲击。

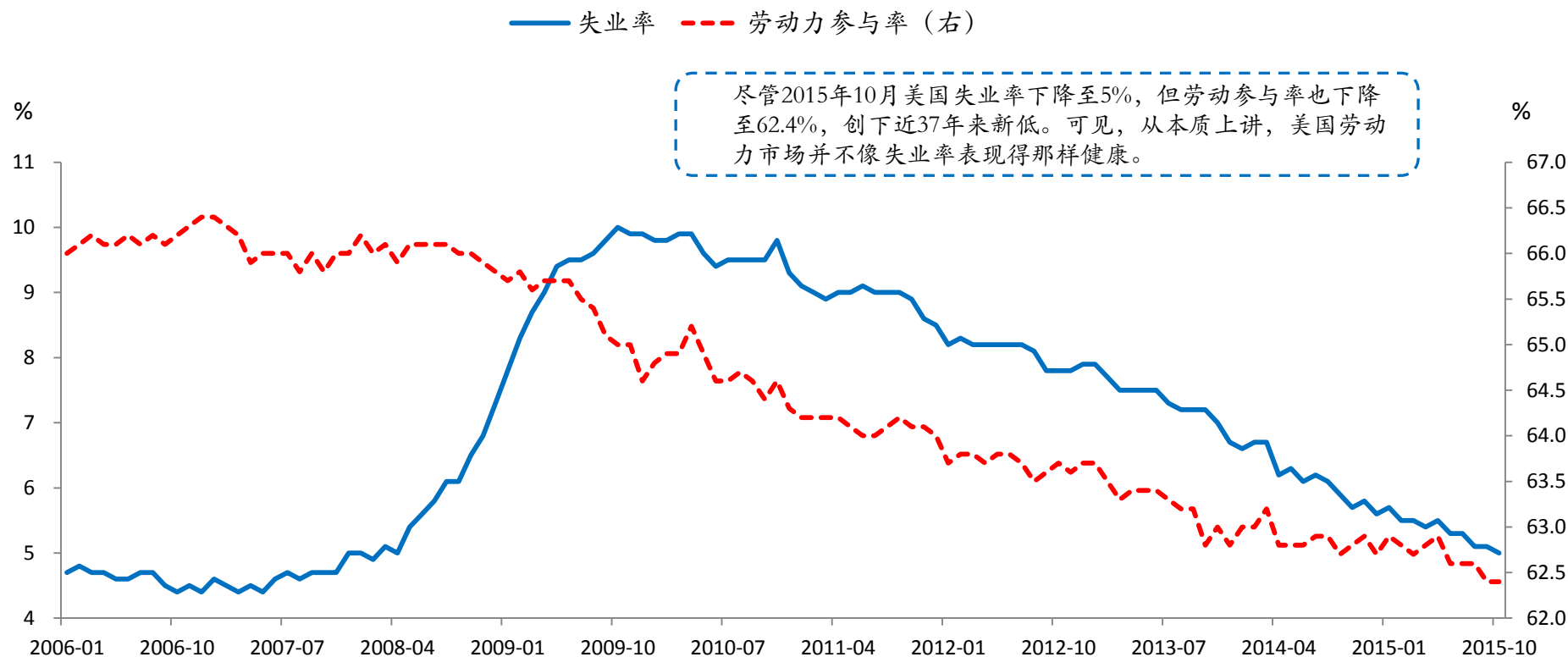
■ “第四次工业革命”的主要构成：

- ✓ 人工智能与机器人
- ✓ 移动互联网
- ✓ 物联网
- ✓ 云计算
- ✓ 储能技术
- ✓ 生物技术
- ✓ 3D打印

.....

我们判断2016年美国进入持续加息周期的可能性不大

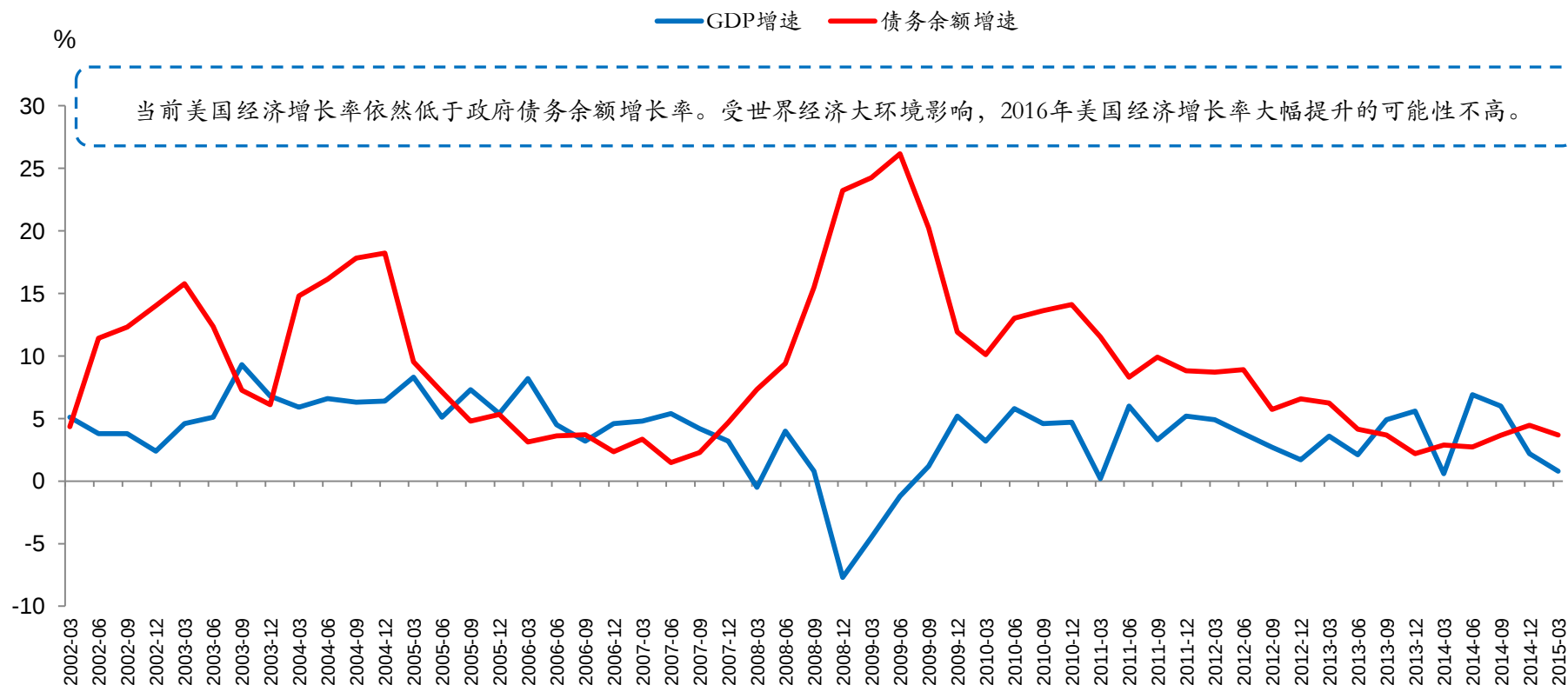
图：2006-2015年美国失业率和劳动参与率的变动



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

我们判断2016年美国进入持续加息周期的可能性不大（续）

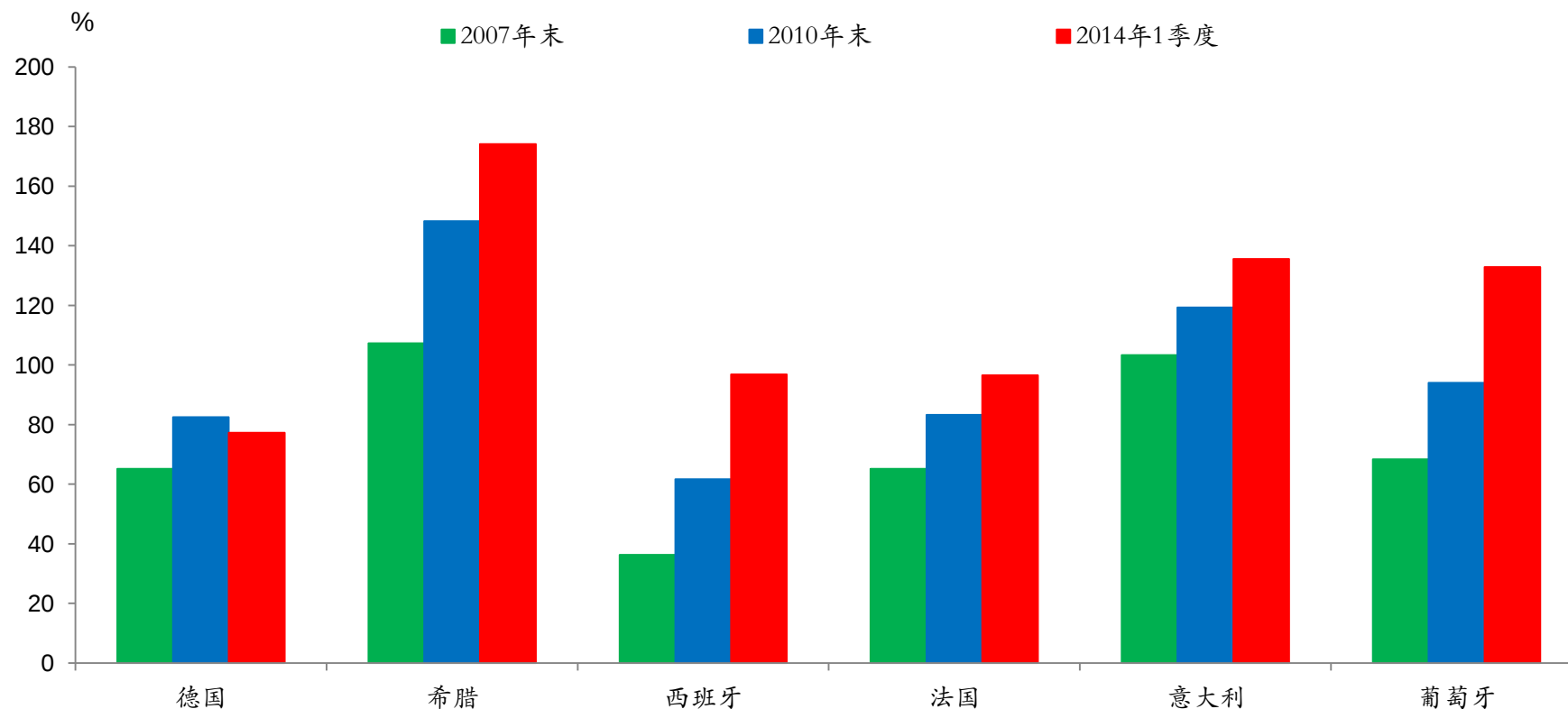
图：2004-2015年美国政府债务余额增长率和经济增长率的变动



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

2010年以来，尽管“三驾马车”对希腊等高债国采取了多轮救助，但区内各高债国的政府信用风险一直在上升

图：2007年末、2010年末及2014年1季度欧元区部分经济体的政府债务率

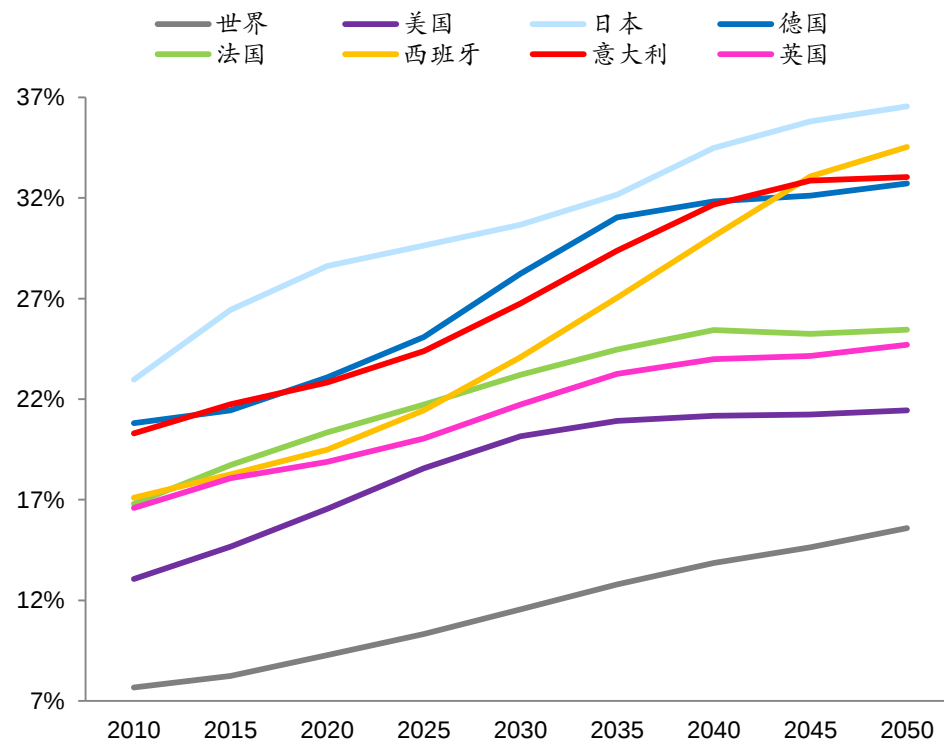


数据来源：Eurostat，人保资产宏观与战略研究所

“三驾马车”的救助之所以不能从根本上消除希腊等高债国的政府信用风险，是因为这些国家的政府信用问题并非流动性困境，而是偿付能力危机

- PIIGS等国陷入严重的政府偿付能力危机，其根源主要在于高福利制度、产业空心化与人口老龄化。
- 未来，欧元区高债国政府债务余额不断增长的过程无法逆转。一方面，债务本身具有指数化膨胀的特性；另一方面，高福利、人口高龄化和经济低迷等因素使相关国家很难消除财政赤字。

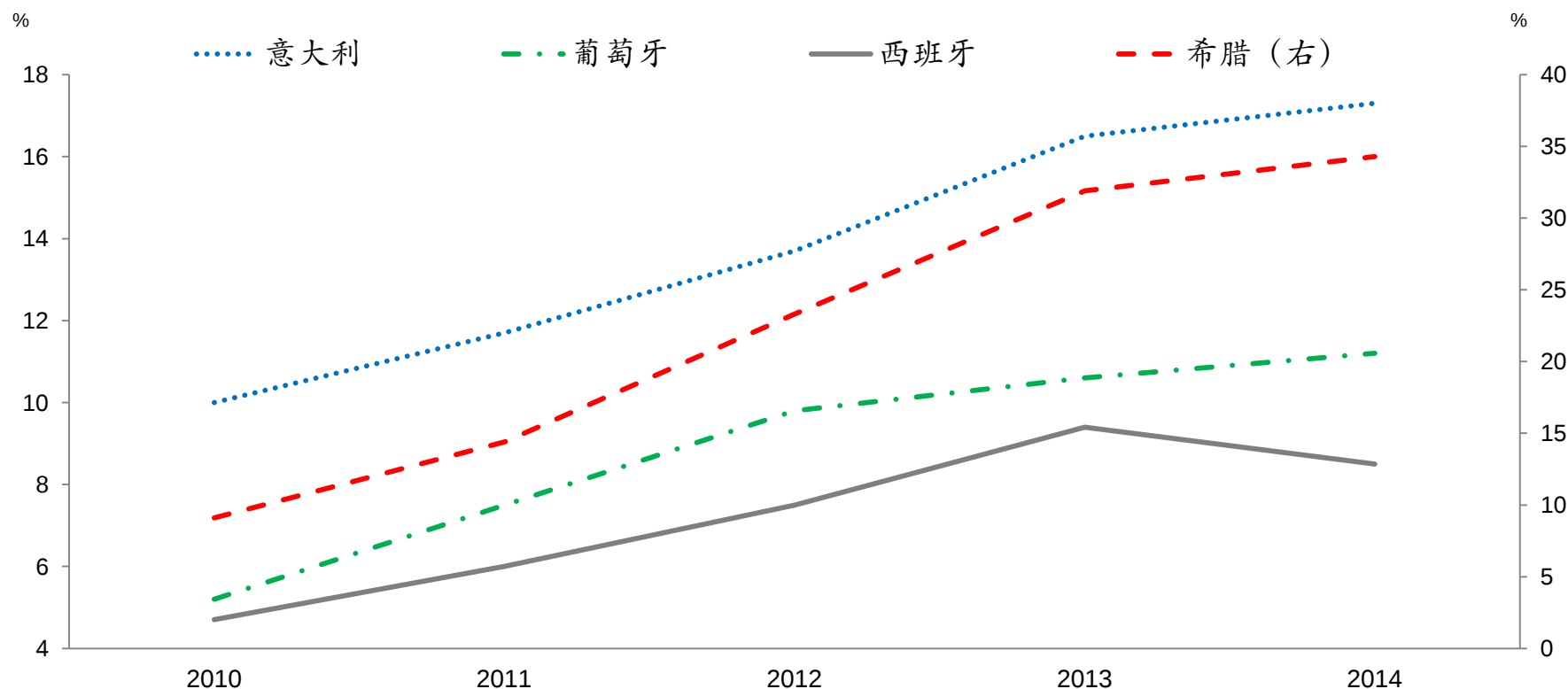
图：发达经济体老龄化率预测值



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

相比于美联储或日本央行，欧央行自身的特性决定了它基本上不可能用无休止印钞的办法来支撑区内高债国的政府债务循环

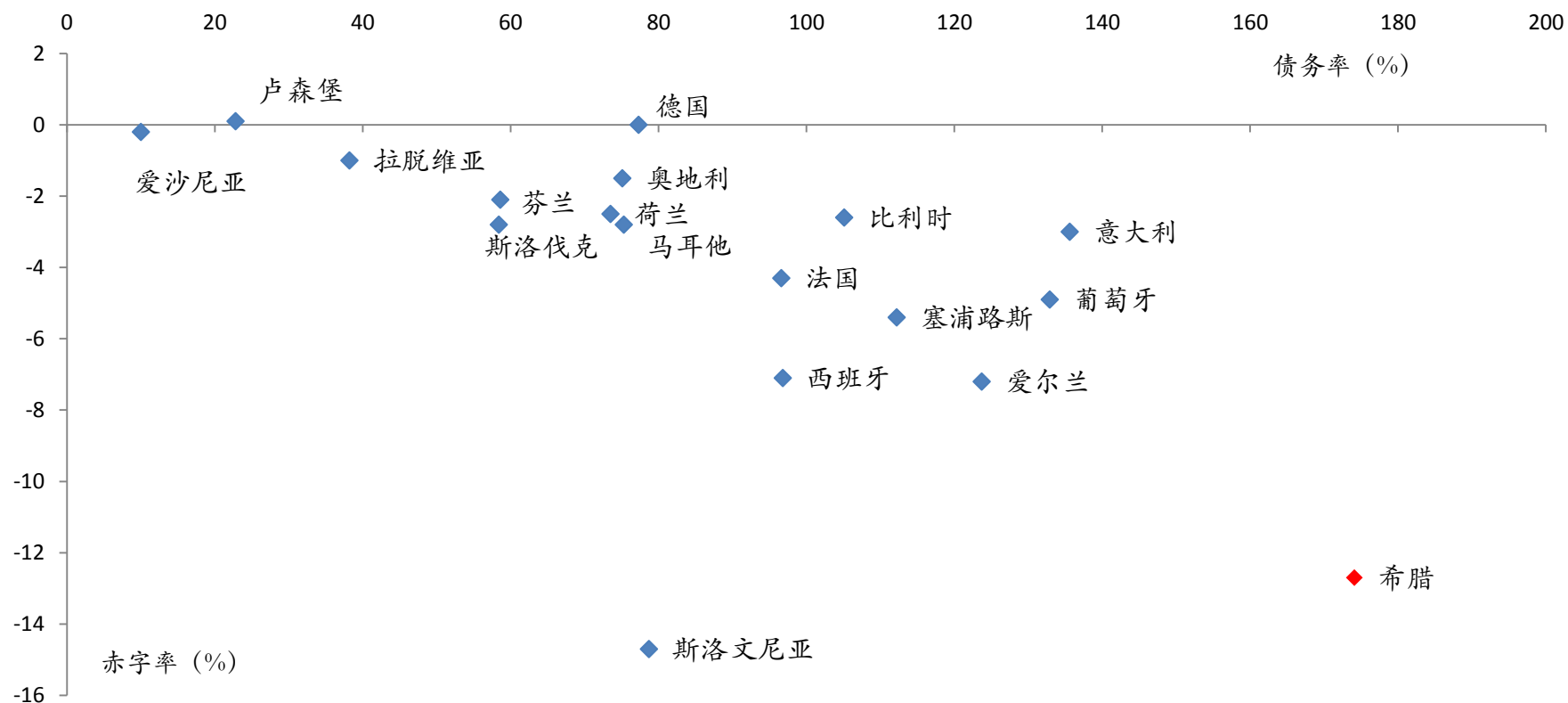
图：2010-2014年欧元区部分经济体银行不良率的变动



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

从性质上讲，爱尔兰、葡萄牙、西班牙、意大利，乃至法国，其政府财政困境与希腊相似，只是程度有所不同

图：欧元区经济体2014年政府赤字率和2014年一季度末的债务率



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

2015年6月，再度爆发的希腊债务危机导致其非常接近于退出欧元区。最终，希腊勉强与相关各方达成妥协，欧元体系侥幸维持了完整。从这轮危机中可以看出，欧元区低债国对于以希腊为代表的高债国进行救助的意愿和能力已经接近于极限

►2015年7月13日，经过多轮马拉松式谈判后，欧元区领导人就希腊第三轮救助达成一致。ESM将提供希腊总额为860亿欧元的救助，条件是：

至2015年7月15日，希腊必须：

- 改善加值税制度并扩大税基，以增加税收
- 立即执行措施，改善退休金制度的长期持续能力
- 保障希腊统计局(ELSTAT)的完全独立性
- 立即充分执行相关的财政紧缩措施

至2015年7月22日，希腊必须：

- 采用民事诉讼法，此为民事司法制度的重大改革，目标在大幅加速诉讼过程，并减少成本
- 在欧盟委员会的支持下，执行欧盟银行复苏与处置指令(BRRD)，

在更广泛的措施方面，希腊必须：

- 执行大幅退休金改革
- 采行强力商品市场改革计划，包括周日交易与销售期间等的改变
- 重新恢复一些已经关闭的，但是具有宏观重要性的职位（例如海上货运、制造业）
- 持续进行电力输送网络中心的私有化
- 使得劳工市场更加现代化，劳工市场政策应符合欧洲规则
- 强化金融业，尤其清除政治干预

在更基础的措施方面，希腊必须：

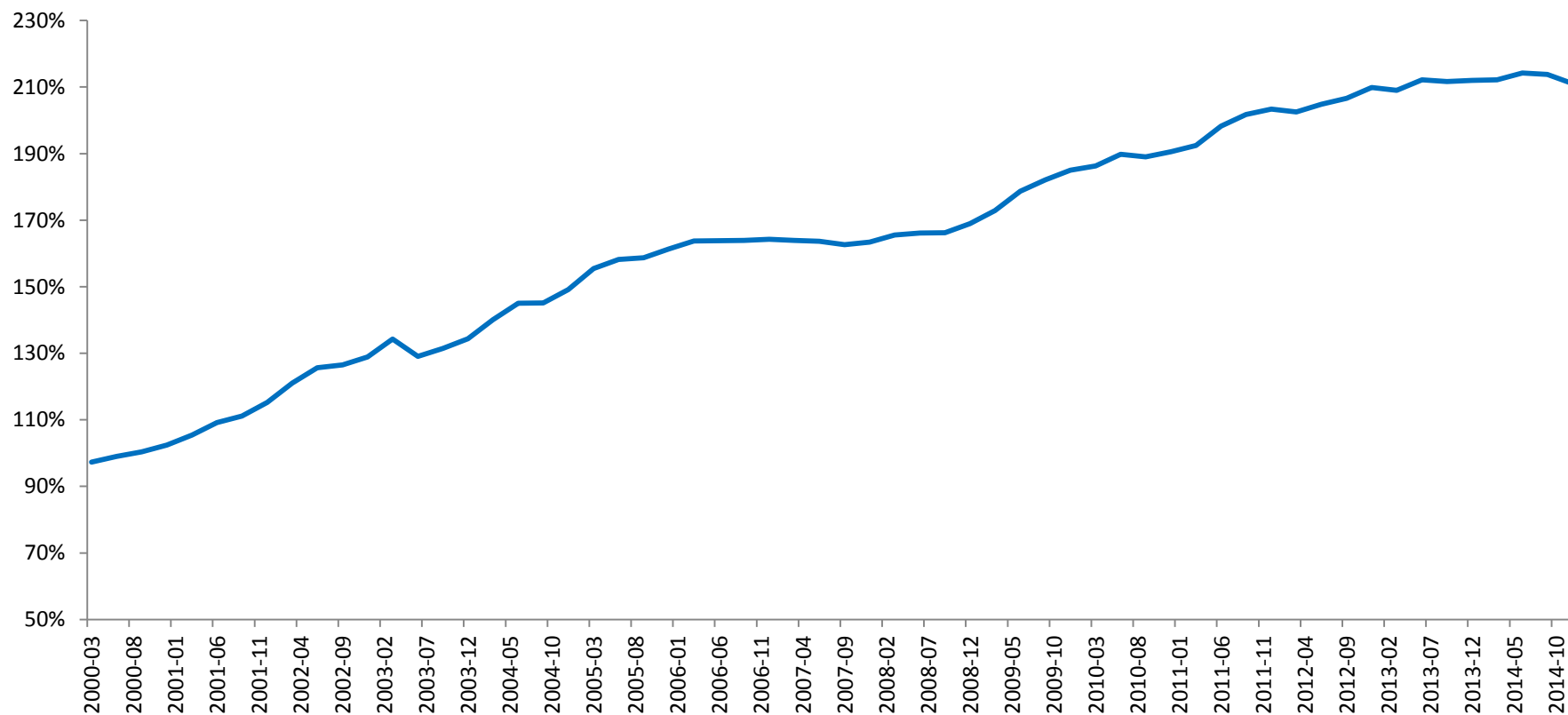
- 强化私有化行动。具有价值的希腊资产将转移至独立的基金，这些资产的货币化，将成为支付债务的资金来源。该基金总价值约为500亿欧元。250亿欧元将用于为希腊银行增资，约125亿欧元用于降低债务占GDP比例，其余125亿欧元用于投资希腊
- 将希腊政府体系现代化，以降低成本
- 在三驾马车（欧盟委员会、ECB和IMF）和其他成员国的帮助下，更好地执行改革方案

理论上讲，日本政府债务风险居发达国家之首

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

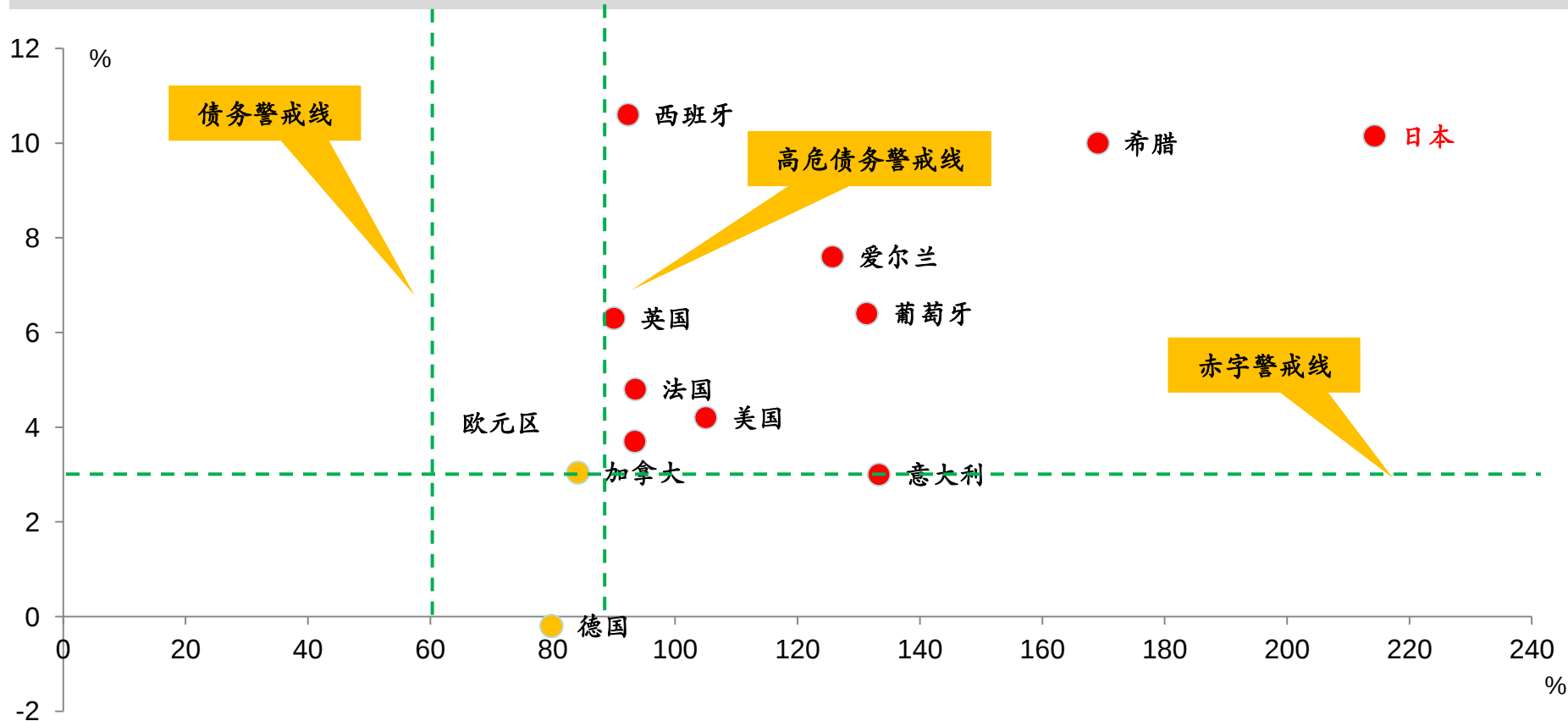
图：日本政府债务率



数据来源：Wind，人保资产保险与投资研究所

理论上讲，日本政府债务风险居发达国家之首（续）

图：G7及PIIGS国家赤字率、债务率



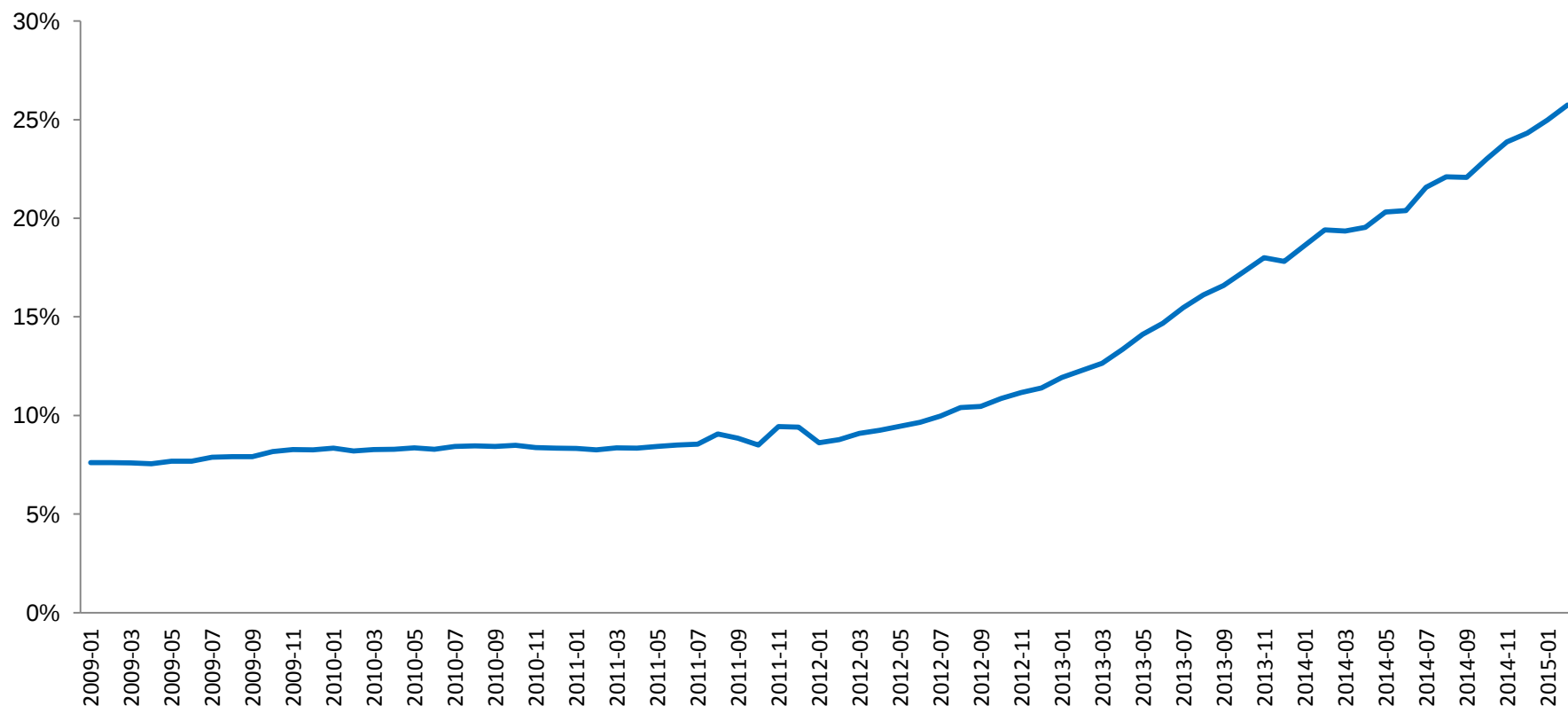
数据来源：Wind，人保资产保险与投资研究所

受政府债务困境“绑架”，日本央行极度宽松的货币政策必然还会沿续

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：2009-2015年日本央行持有政府债券占政府债务余额比重



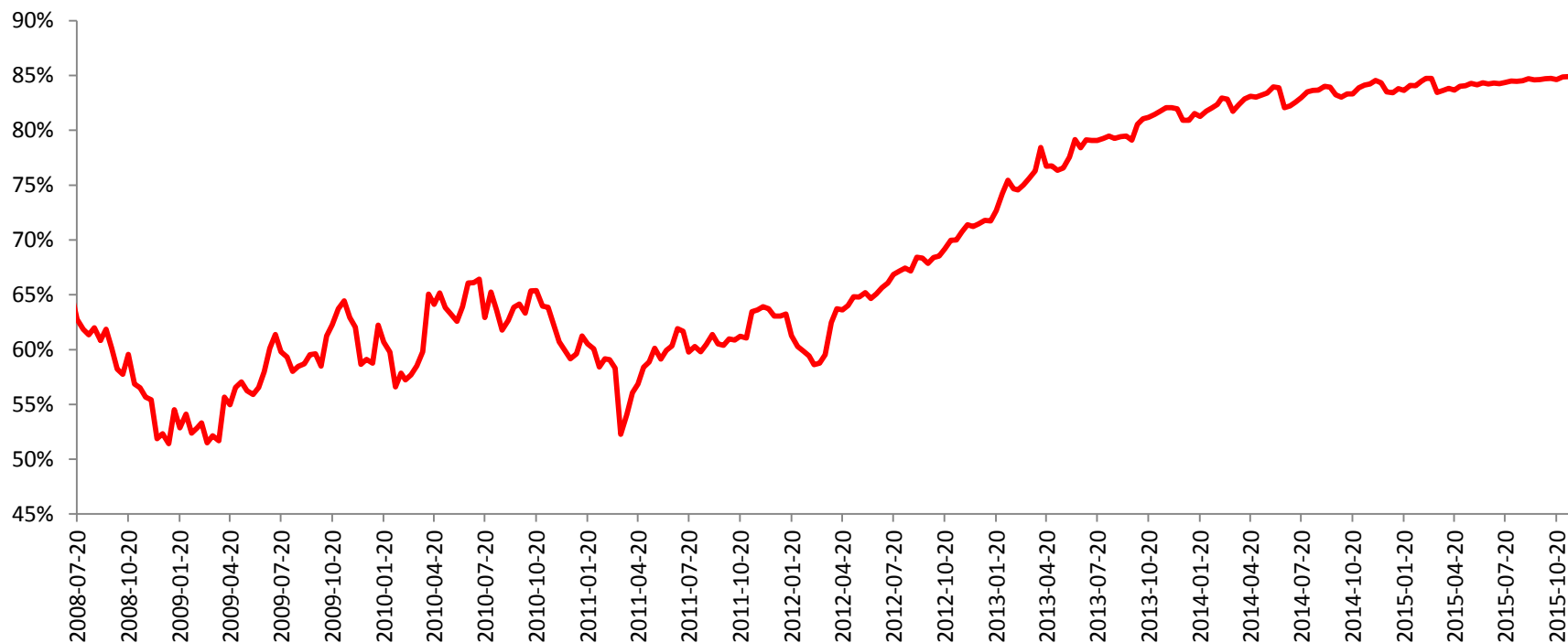
数据来源：Wind，人保资产保险与投资研究所

受政府债务困境“绑架”，日本央行极度宽松的货币政策必然还会延续（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：2008年至2015年11月日本央行持有的政府债券占日本央行总资产比重



数据来源：Wind，人保资产保险与投资研究所

受政府债务困境“绑架”，日本央行极度宽松的货币政策必然还会延续（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

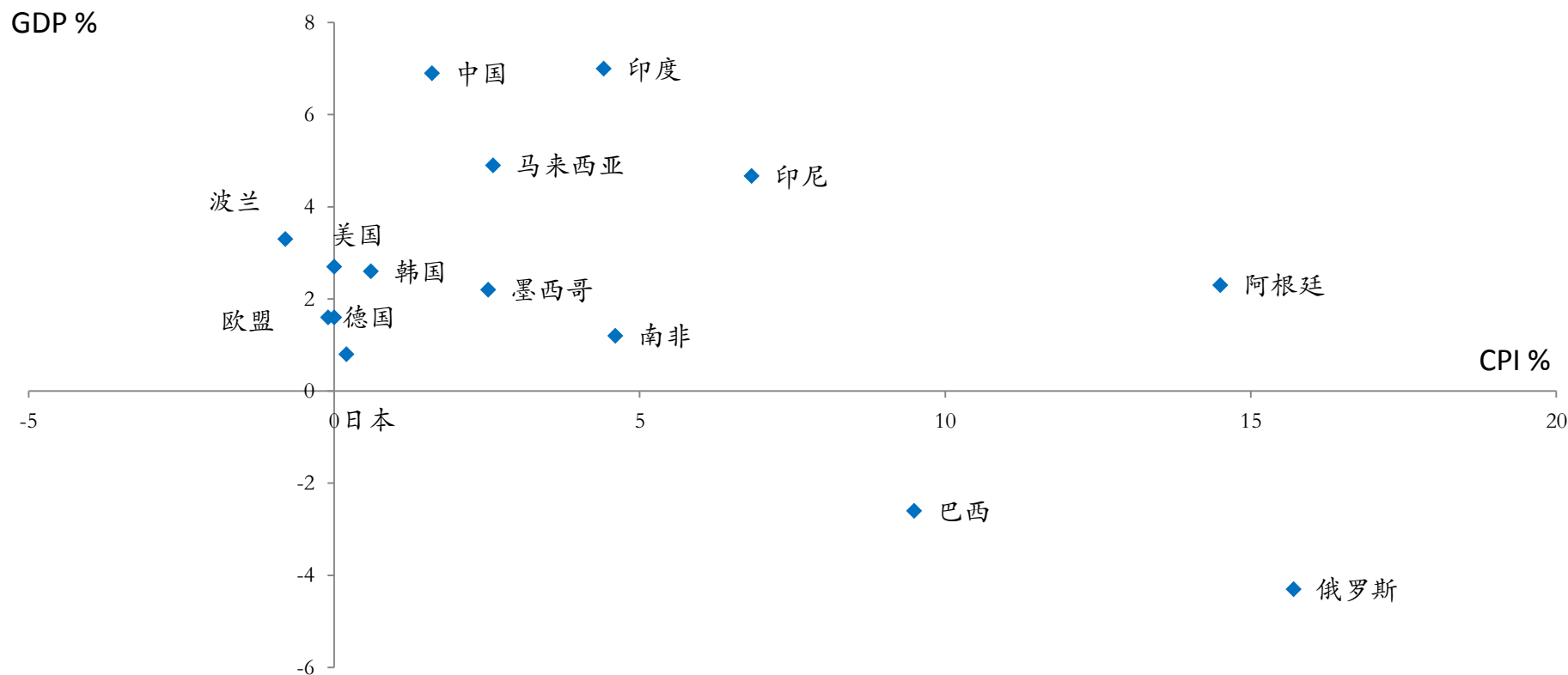
图：1998-2014年日本央行持有政府债券年度增量/日本政府债务年度增量



数据来源：Wind，人保资产保险与投资研究所

过去二十年间，新兴经济体曾是世界经济舞台上一道亮丽的风景线；但2010年下半年以来，新兴经济体头上的光环趋于黯淡，逐渐分裂为“滞胀”和“（增长率与通胀）双下台阶”两个阵营

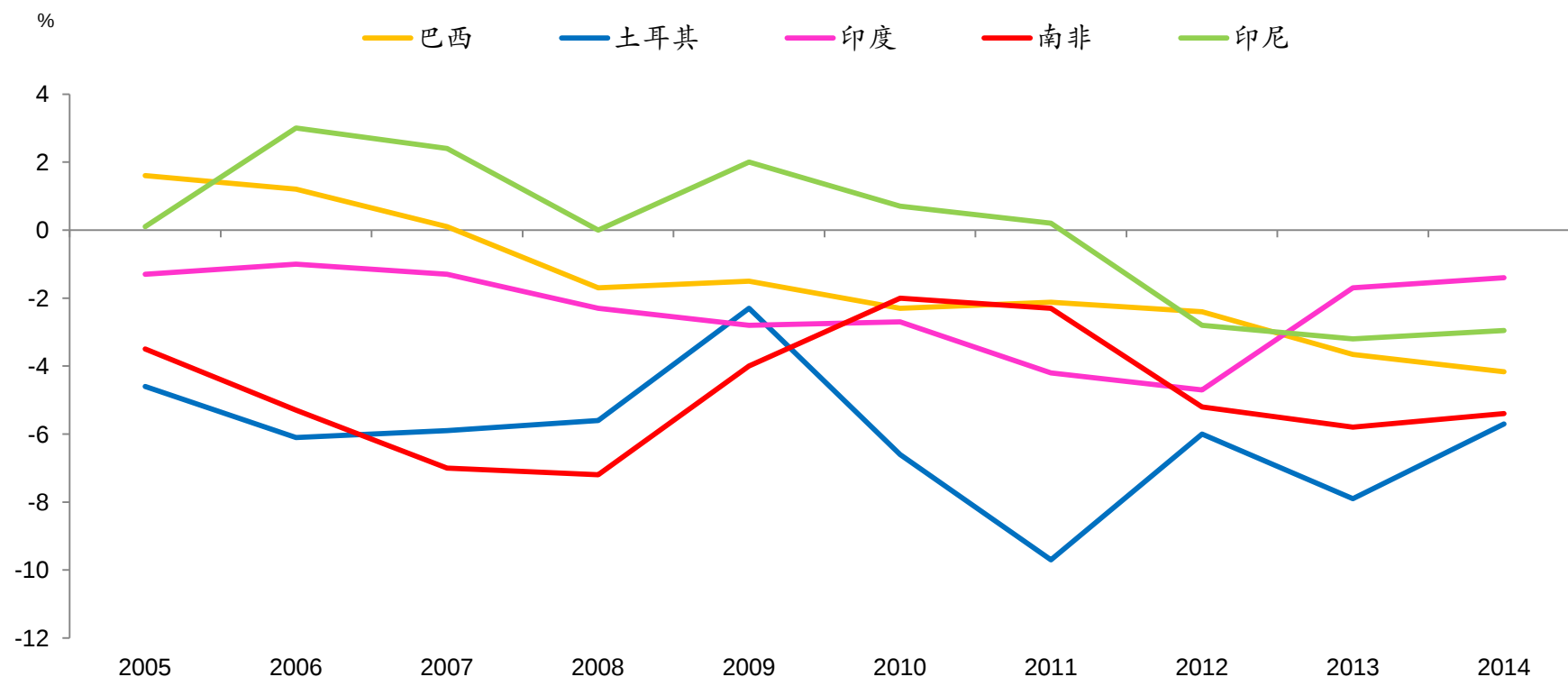
图：2015年2季度部分经济体GDP增速和通胀率



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

过去二十年间，新兴经济体曾是世界经济舞台上一道亮丽的风景线；但2010年下半年以来，新兴经济体头上的光环趋于黯淡，逐渐分裂为“滞胀”和“（增长率与通胀）双下台阶”两个阵营（续）

图：2005-2014年部分新兴经济体经常账户/GDP



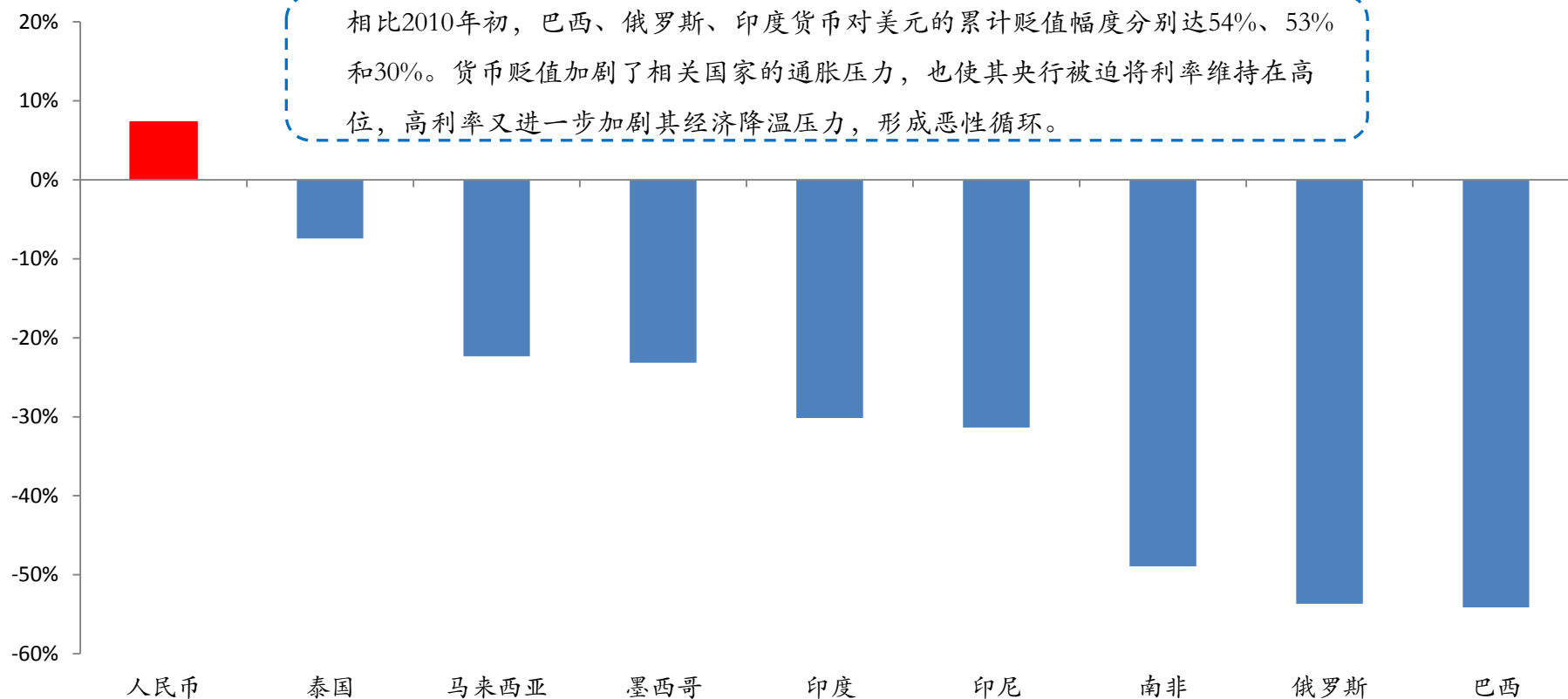
数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

新兴经济体增长动力普遍下行主要有三点原因

- “次贷泡沫”破灭后，以美国为代表的发达经济体的“高消费”模式发生了显著的转变，人口老龄化程度不断加重，对发达经济体需求结构也在产生重大影响。这些因素对于新兴经济体出口增长都是不利的。
- 中国经济增长对原材料和初级产品的需求曾是许多新兴经济体出口的重要支撑，中国经济增速“下台阶”必然给资源出口型新兴经济体带来冲击。
- 2008年国际金融危机爆发后，美国从自身战略利益出发，努力振兴本国能源工业和制造业，并且推动全球“贸易再平衡”，这对许多出口依赖型经济体也产生了一定程度的冲击。

2010年以来，许多新兴经济体国际收支形势明显恶化，其货币在不同程度上进入贬值过程

图：2010年初至2015年11月部分新兴经济体货币对美元汇率变化幅度



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

以美、德、日为代表的老牌科技强国有望重新夺回世界经济的主导权，而以“金砖四国”为代表的新兴经济体将在某种程度上陷入被动

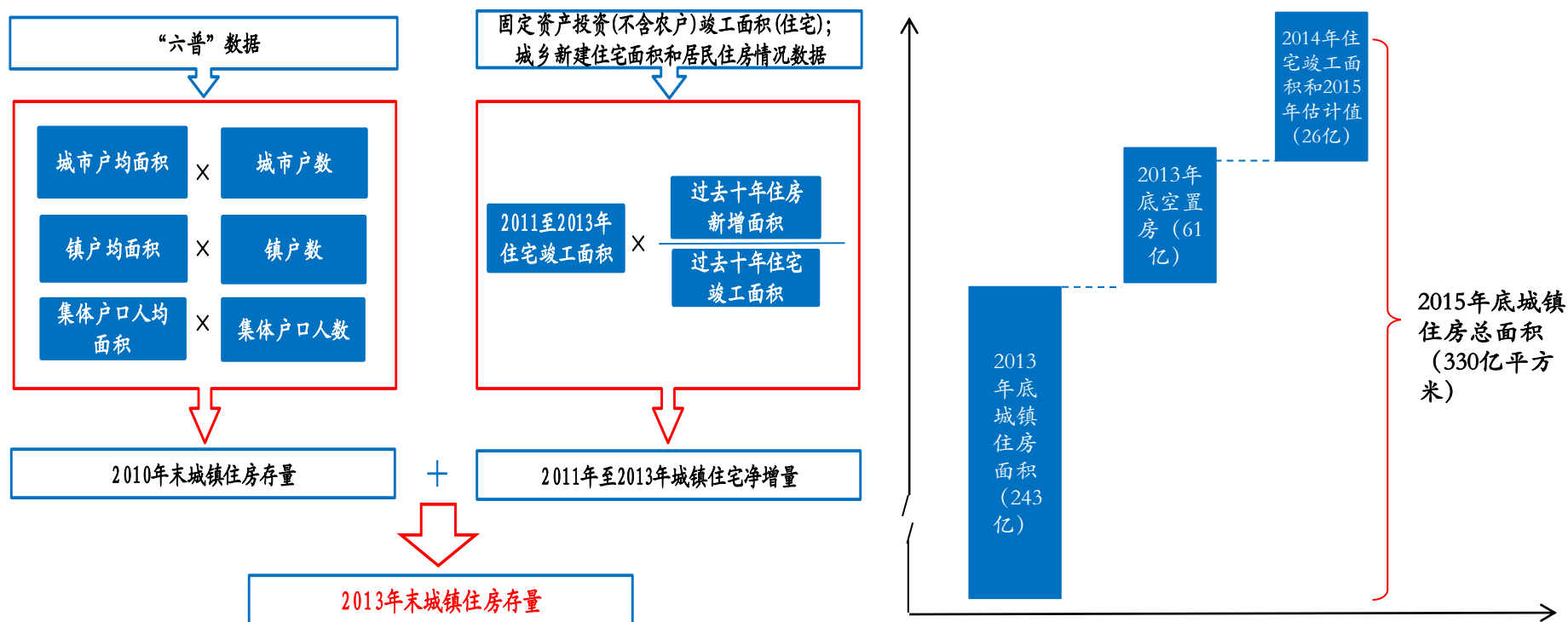
- 以“金砖四国（中国、印度、巴西、俄罗斯）”为代表的新兴经济体在过去20年所创造的经济奇迹在很大程度上依托于其廉价劳动力或廉价资源优势以及“经济全球化”进程。
- 从长远趋势看，“第四次产业革命”的曙光已经显现。科技有望重新成为世界经济发展的主导因素，人工智能技术运用范围的逐步扩大将在一定程度上对劳动力产生替代效应；同时，全球性矿产资源产能过剩问题的化解也需要较长时间。
- 因此，以美、德、日为代表的老牌科技强国有望重新夺回世界经济的主导权，而以“金砖四国”为代表的新兴经济体将在某种程度上陷入被动。

第二部分：国内宏观经济

- 从实体经济到金融体系，中国当前面临的系统性风险前所未有，突出表现在房地产市场处于长周期顶部，大多数行业存在严重的产能过剩，宏观债务风险很高并且对央行货币政策形成绑架，以及过高的人民币汇率难以持续。
- 2016年中国经济可能进一步降温，不排除出现阶段性滞涨的可能性；在特定条件下，中国有远期的高通胀压力。
- 2016-2017年，中国宏观政策需要进行重大调整，尤其是应当在外汇储备大幅下降之前，通过主动的、足够幅度的贬值快速化解汇率风险，并且针对宏观信用风险，从“被动维稳”转向主动归集和“切除”。

房地产市场长远的供过于求格局已经形成

►根据我们的估算，到2015年末，中国的城镇住宅总面积约为330亿平方米左右。按高收入国家人均35平方米的居住面积计算，330亿平方米足够9.4亿城镇人口居住，而2014年末城镇常住人口数量仅为7.5亿。《国家新型城镇化规划》提出的目标是到2020年常住人口城镇化率要达到60%左右。根据这一目标，假设人口自然增长率维持在2014年0.52%的水平，到2020年城镇常住人口将达到8.5亿，这一数字也小于9.4亿。

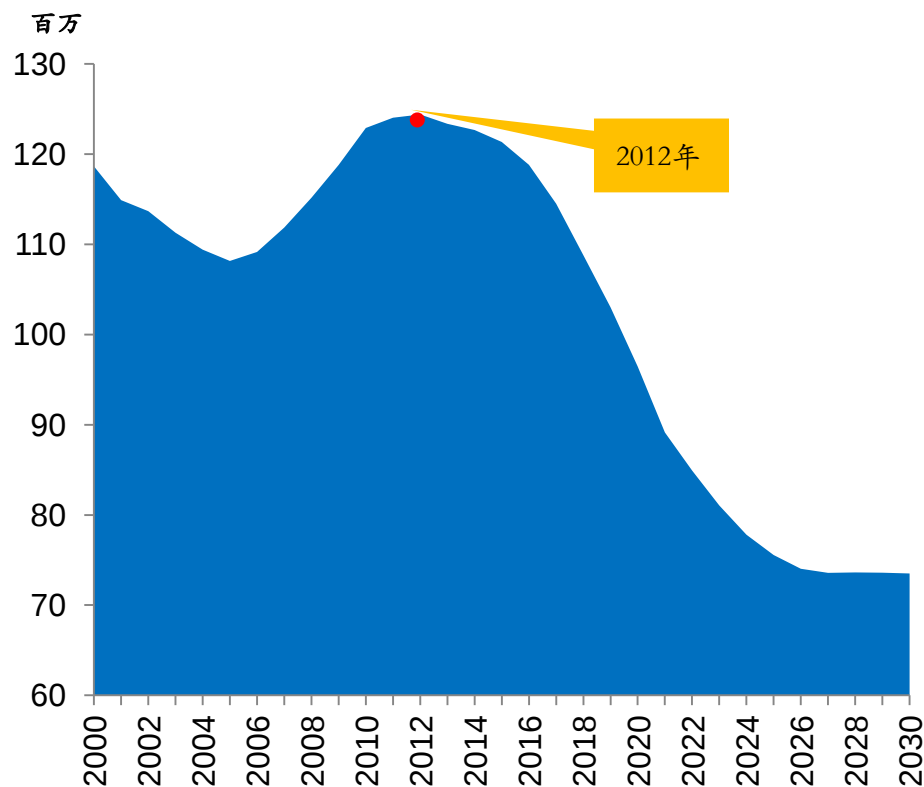


房地产市场长远的供过于求格局已经形成（续）

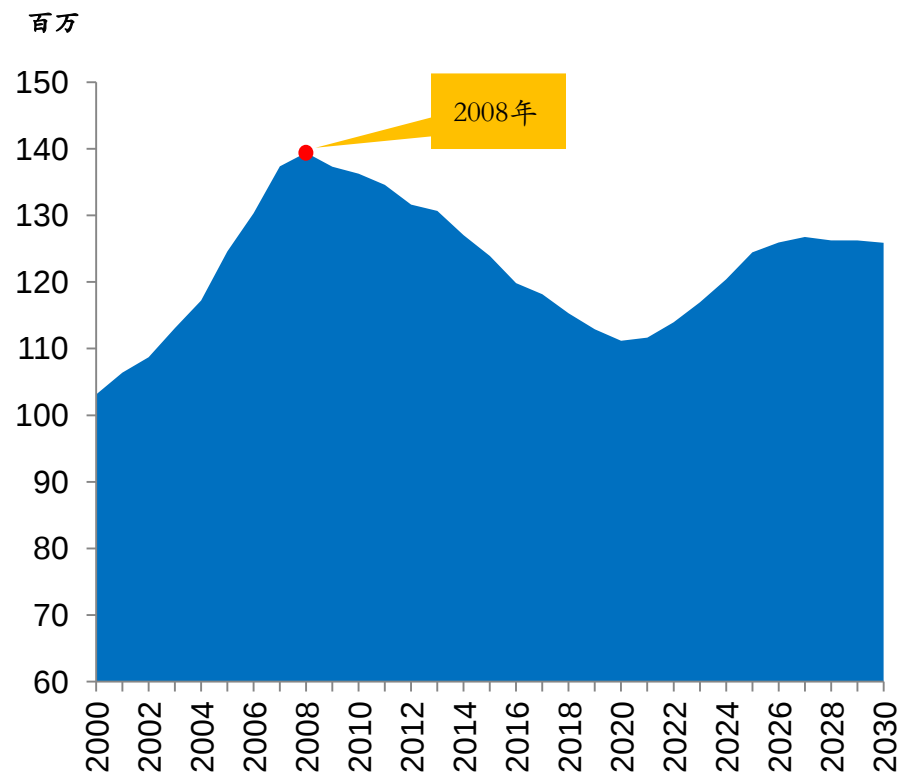
PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：中国20-30岁女性数量变化趋势



图：中国35-45岁男性数量变化趋势



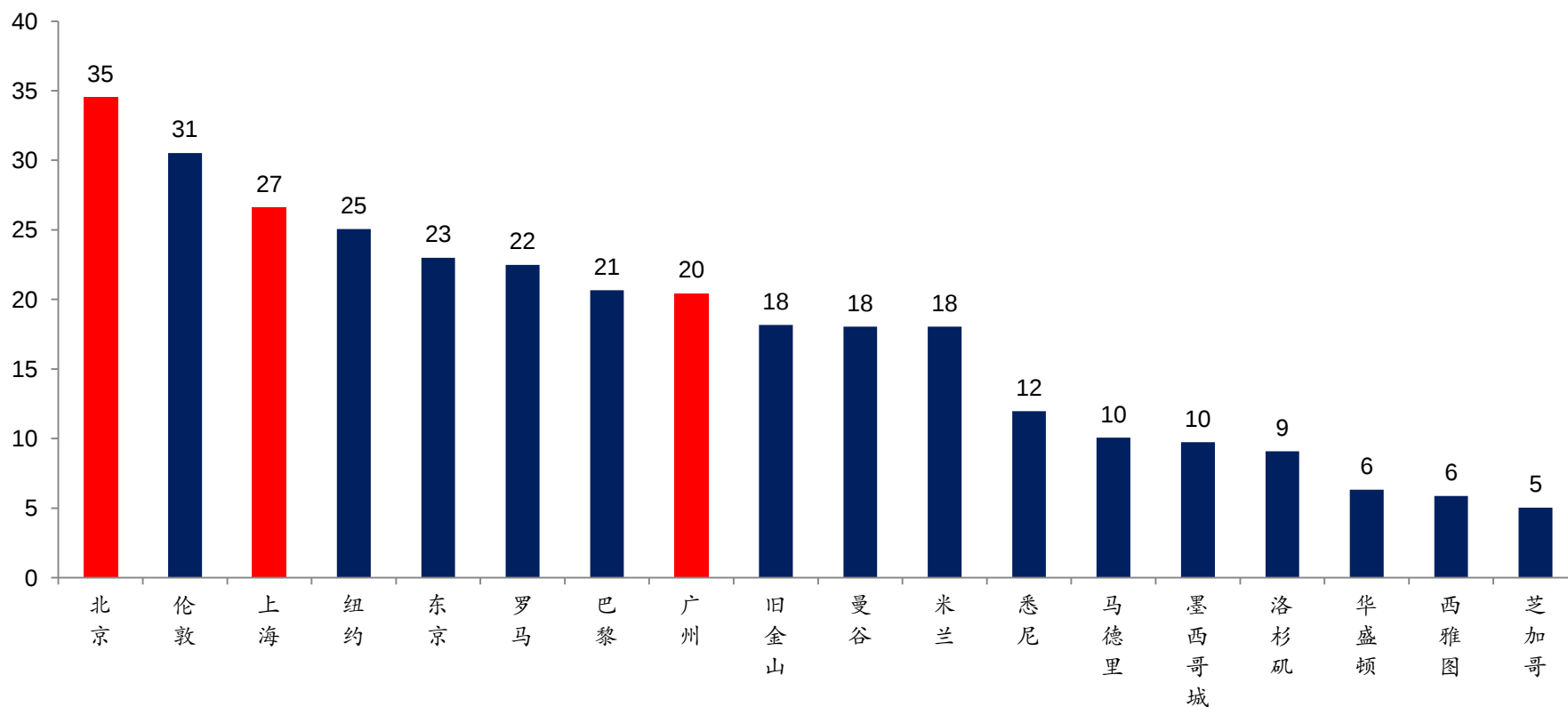
数据来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

房地产市场长远的供过于求格局已经形成（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

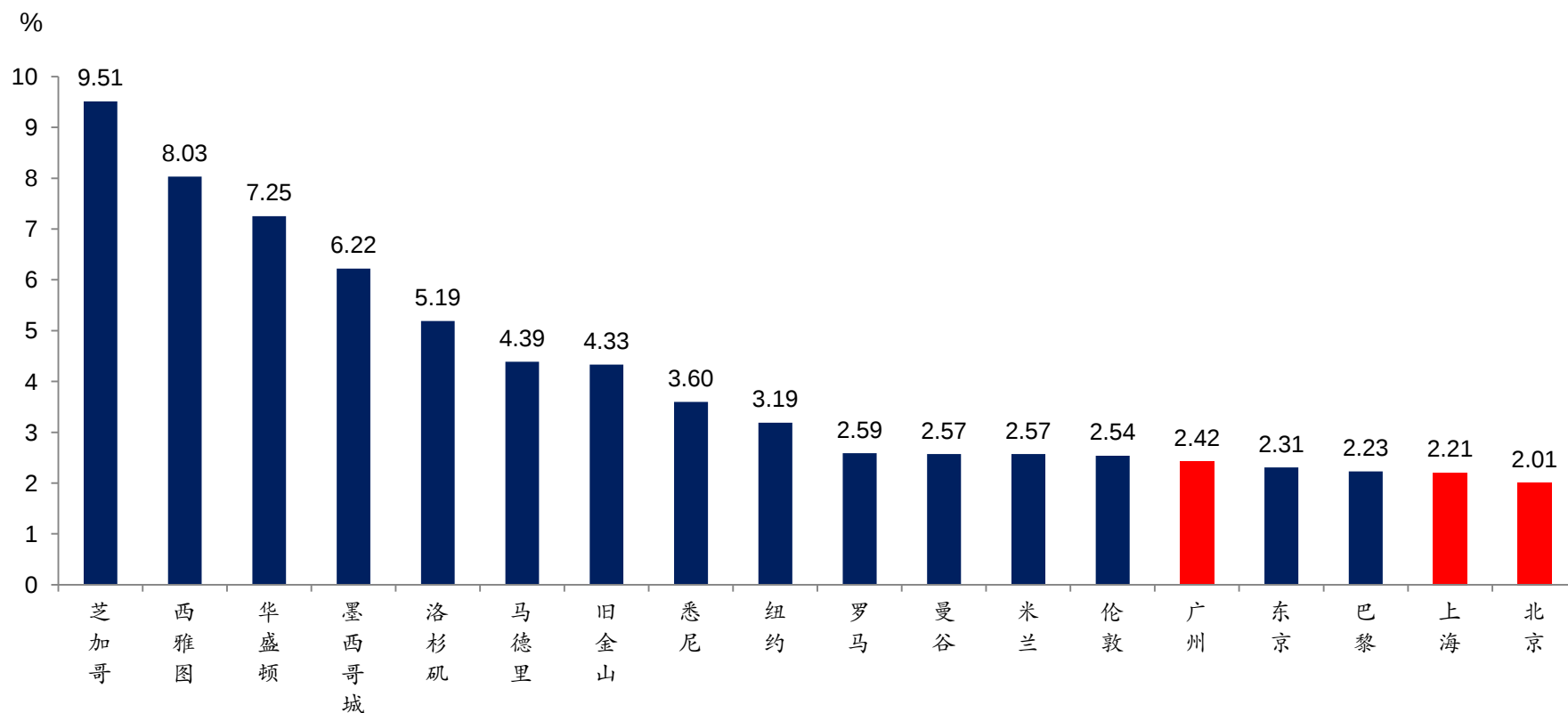
图：2015年6月全球主要城市房价收入比（住房价格与居民家庭年收入之比）



数据来源：Numbeo，人保资产宏观与战略研究所

房地产市场长远的供过于求格局已经形成（续）

图：2015年6月全球主要城市中心地区租金收益率

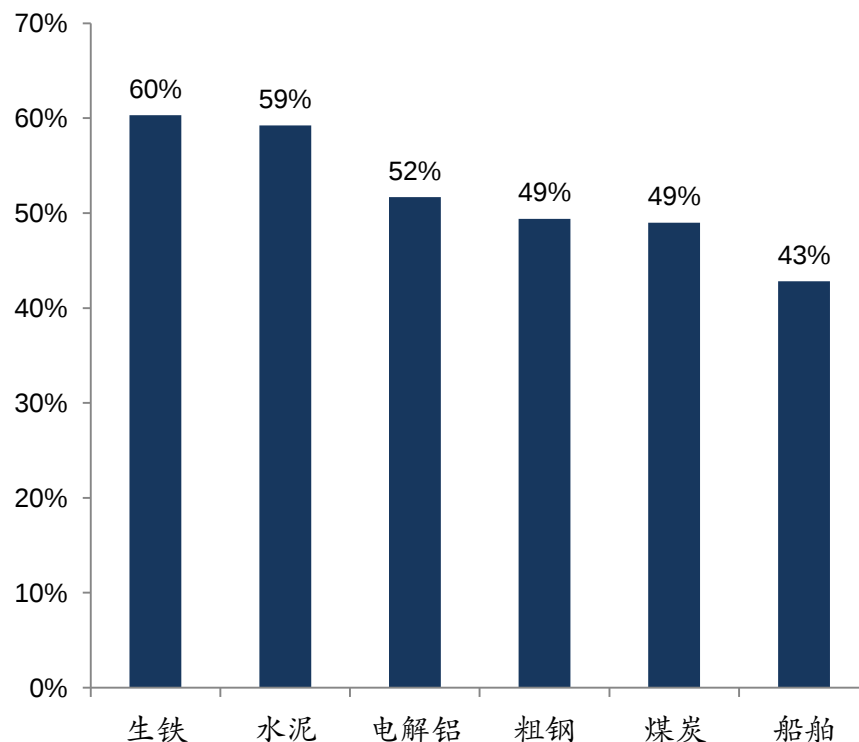


数据来源：Numbeo，人保资产宏观与战略研究所

大多数行业存在严重的产能过剩

- 从钢铁、水泥、有色金属、采煤、煤化工、平板玻璃、造船、重卡、轮胎、纺织、服装、鞋帽等传统行业，到多晶硅、太阳能电池、风电设备等“新兴”行业，都存在较严重的产能过剩。产能过剩率普遍高于30%，部分行业高达60%以上。
- 2015年前9月，固定资产投资累计同比增速已降至10.3%。普遍而严重的产能过剩意味着固定资产投资增速还有进一步下降的压力。通过扩大固定资产投资来抑制经济降温，在绝大多数行业已没有着力点。

图：2014年中国部分工业品产量占全球产量的比重



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

隐蔽的债务风险已经十分严重

- 2015年末不良债务不低于44万亿元，占M2的比重不低于32%，占银行和信托业资产总额的比重不低于21%。
- 根据渣打银行的估算，中国的宏观负债率已由2008年末的147%上升至2014年中的251%，比绝大多数发展中国家宏观负债率都要高，接近意大利、法国等欧洲高债国的水平。
- 宏观债务的还本付息必然严重依赖于央行宽松货币政策的支撑。如果货币政策宽松程度不够，信用风险有全面爆发的可能。
- 在“被动维稳”的货币政策之下，不良债务规模只会越来越大，货币政策也将一直被“绑架”。

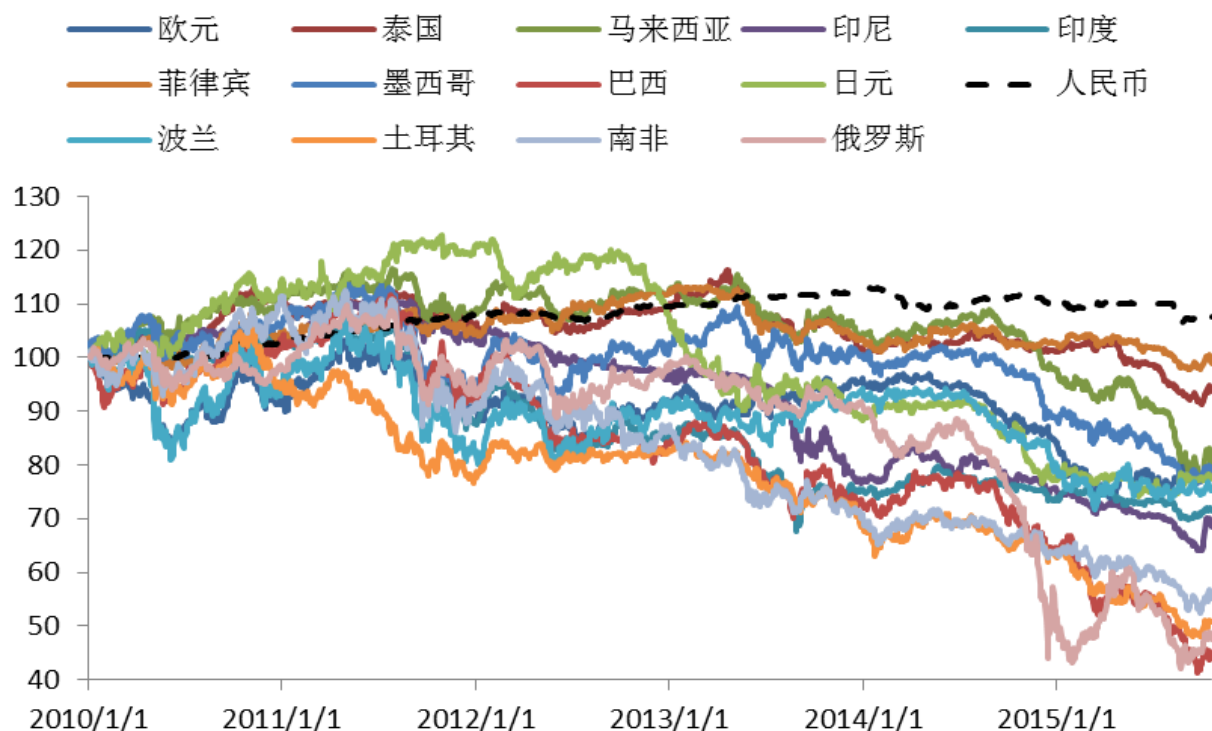
图：主要发达经济体宏观负债率



Source: Standard Chartered

2010年以来，全球大部分货币对美元有较大幅度的贬值，但人民币汇率过于坚挺

图：2010-2015年全球主要货币兑美元走势（2010年初=100）

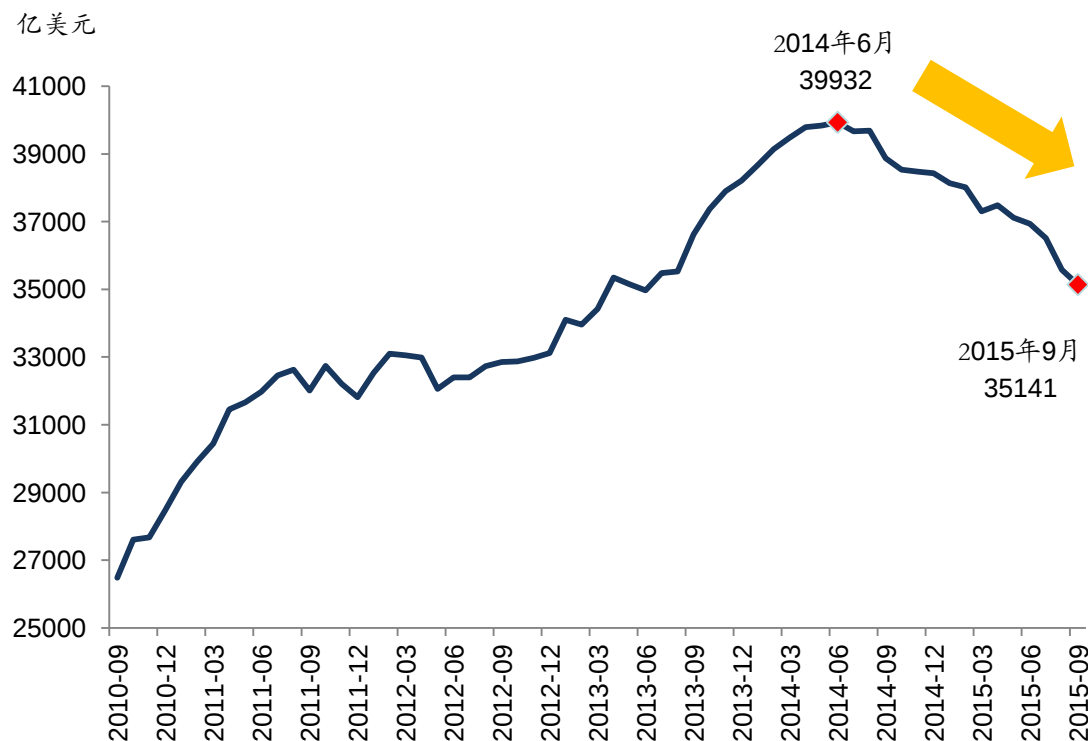


从2010年初到2015年11月10日，欧元、日元对美元贬值超过20%，印尼、印度货币对美元贬值约30%，巴西、南非、俄罗斯货币对美元贬值50%左右，而人民币对美元却升值7%左右。

数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

资本外流已导致外汇储备余额显著下降

图：2010-2015年中国央行外汇储备余额变化

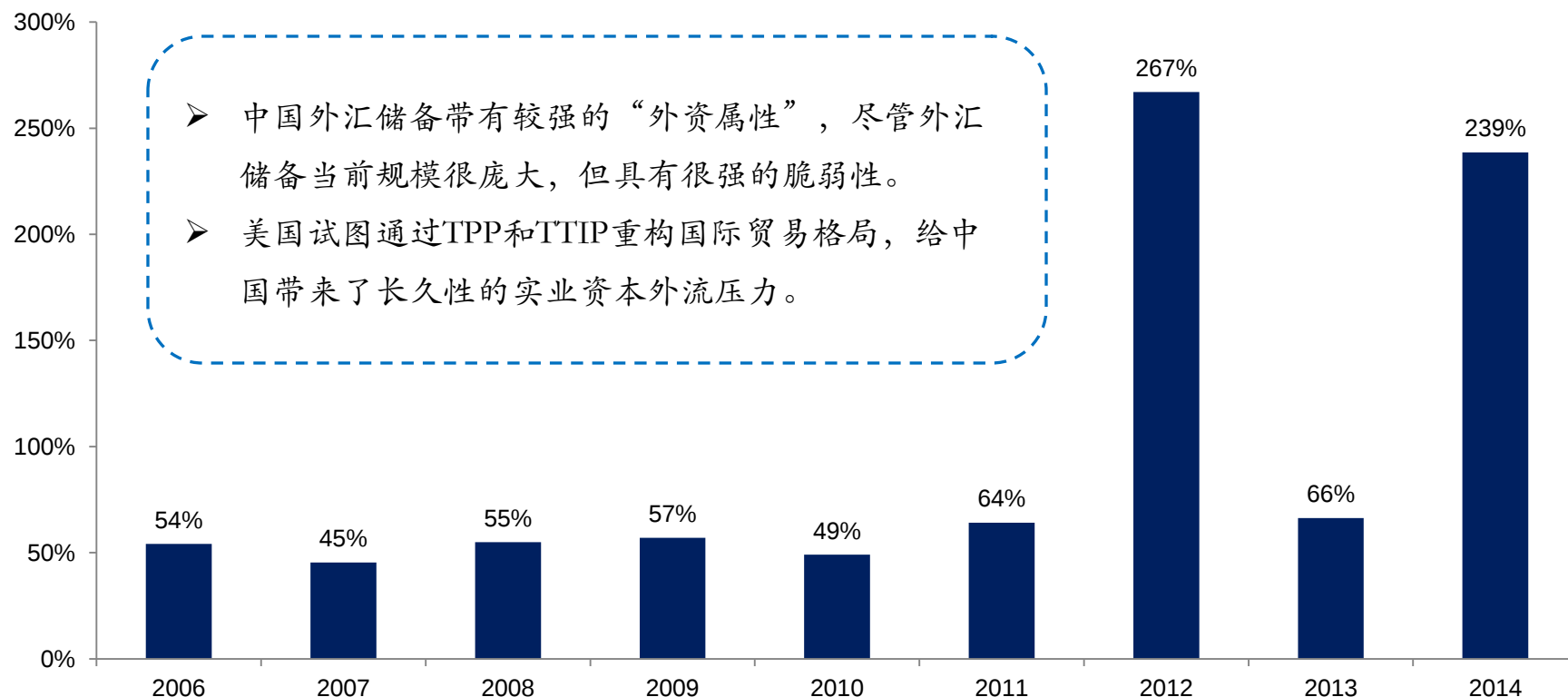


2014年7月以来，中国大多数月份资本外流的规模都在千亿美元左右，2015年8月更是达到1600亿美元。到2015年9月，中国外汇储备余额已从2014年6月近4万亿美元的峰值下降至3.5万亿美元。

数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

长远来看，人民币汇率面临较大的下行压力

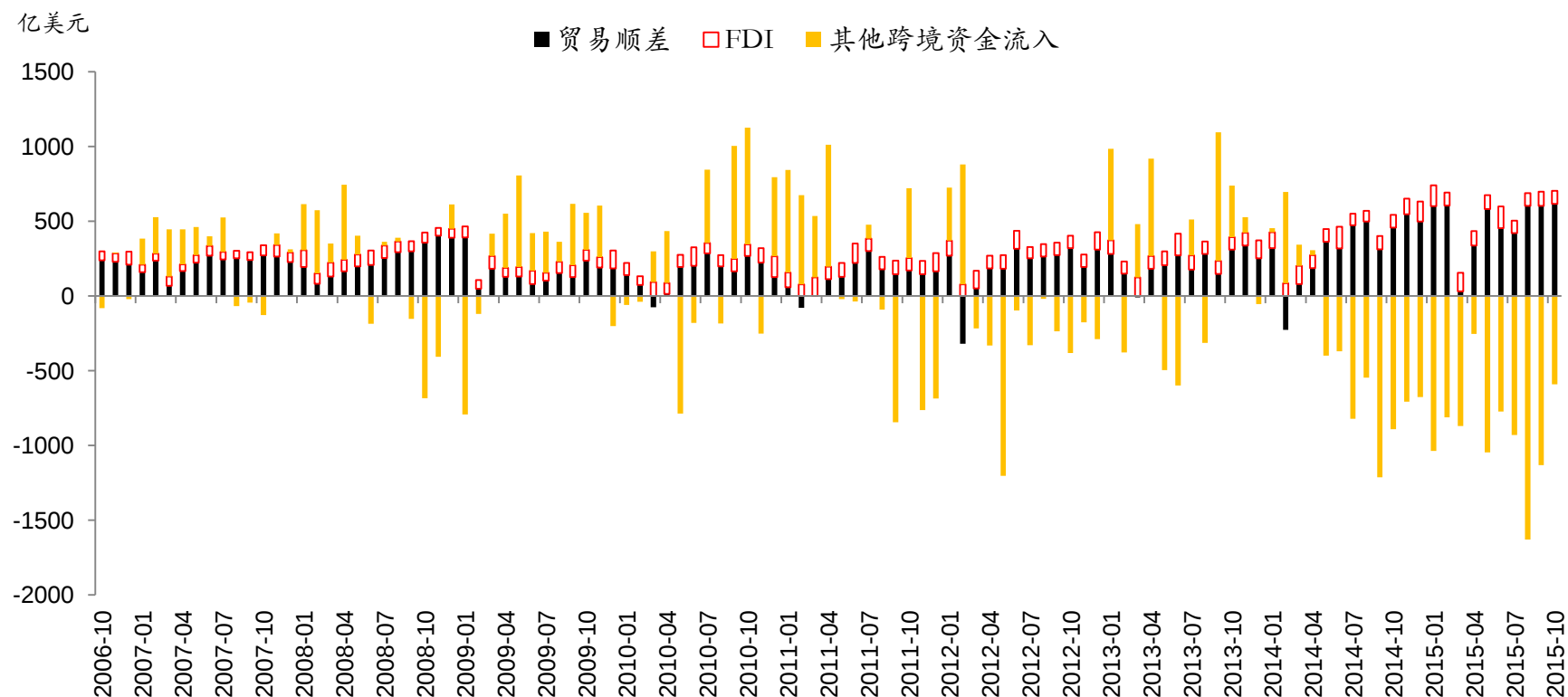
图：2006-2014年FDI和归属于外商企业的贸易顺差合计占当年新增外汇储备的比重



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

长远来看，人民币汇率面临较大的下行压力（续）

图：2006-2015年中国月度新增外汇储备构成因子及其变化趋势



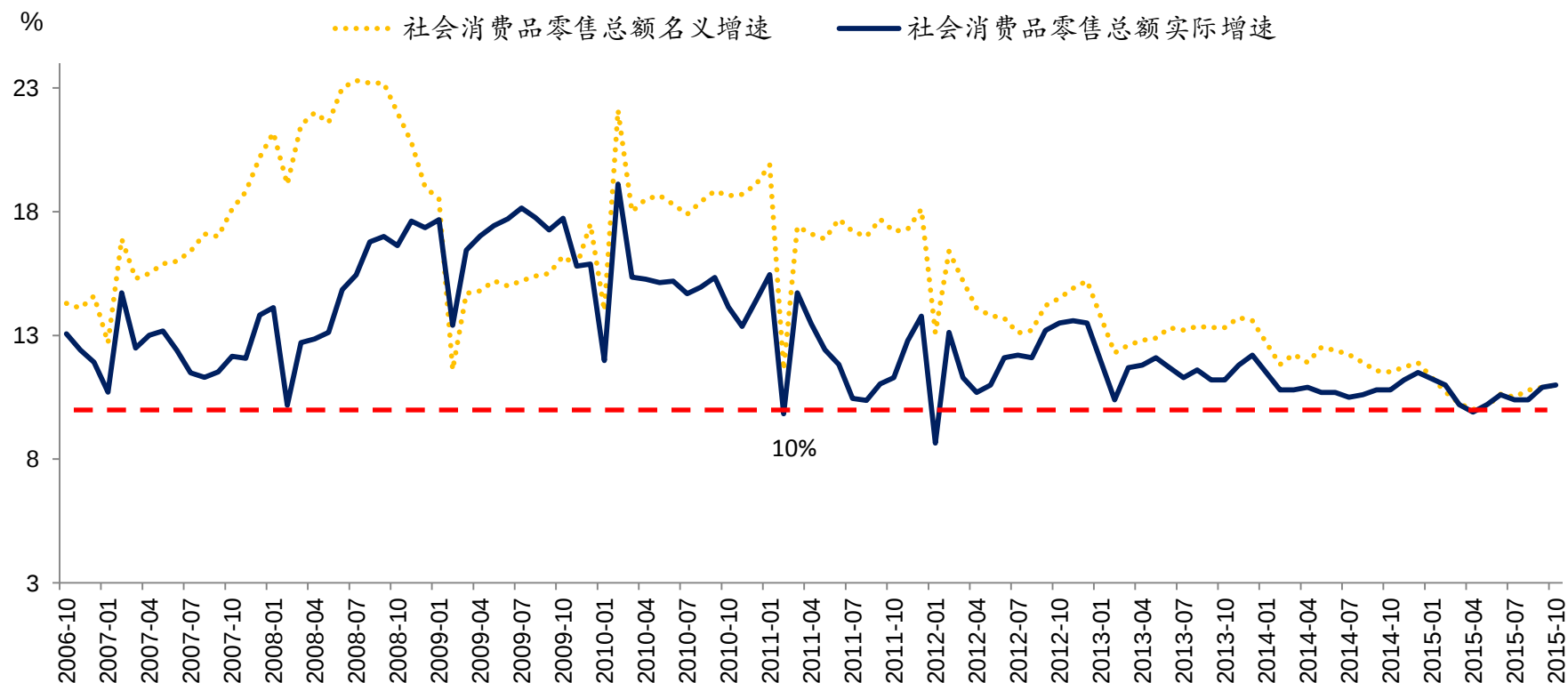
数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

国内消费需求具有较高的稳定性

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

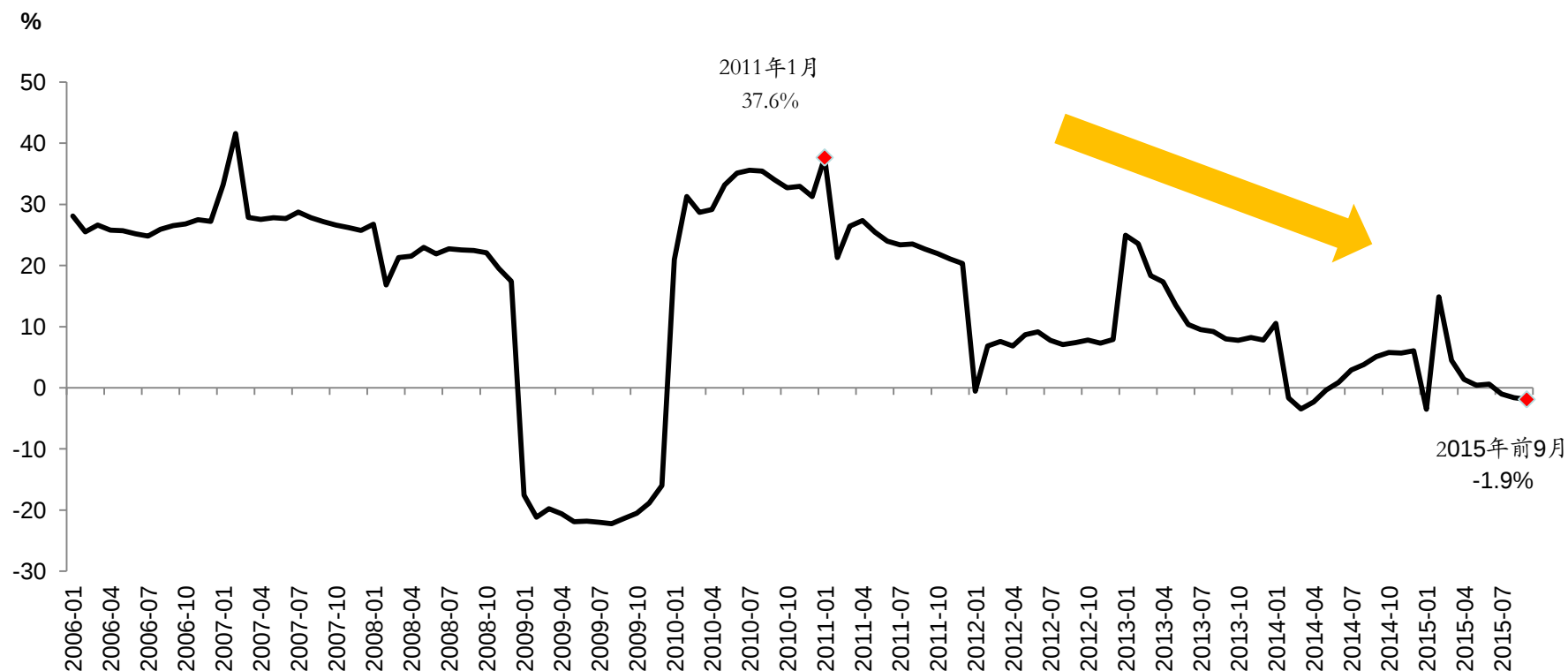
图：2006-2015年中国社会消费品零售总额名义和实际增幅的变化趋势



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

出口对中国经济的拉动力在长远视角下提升的难度很大，最乐观的想象是保持基本稳定

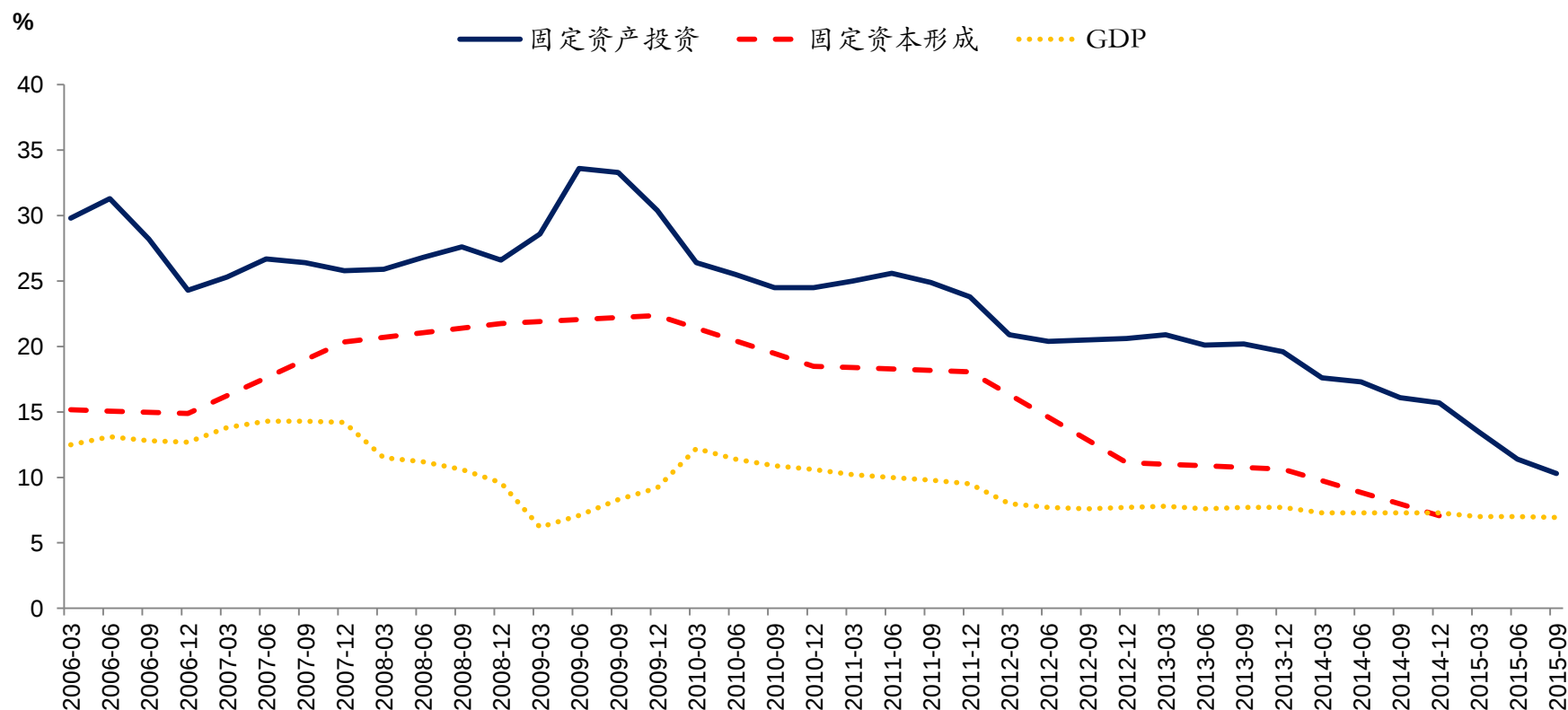
图：2006-2015年中国出口额累计同比增速变化趋势



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

工业体系严重“虚胖”和房地产市场长期供过于求，意味着中国经济在朱格拉周期（资本支出周期）和库兹涅茨周期（房地产周期）两个层面很有可能形成下行压力叠加

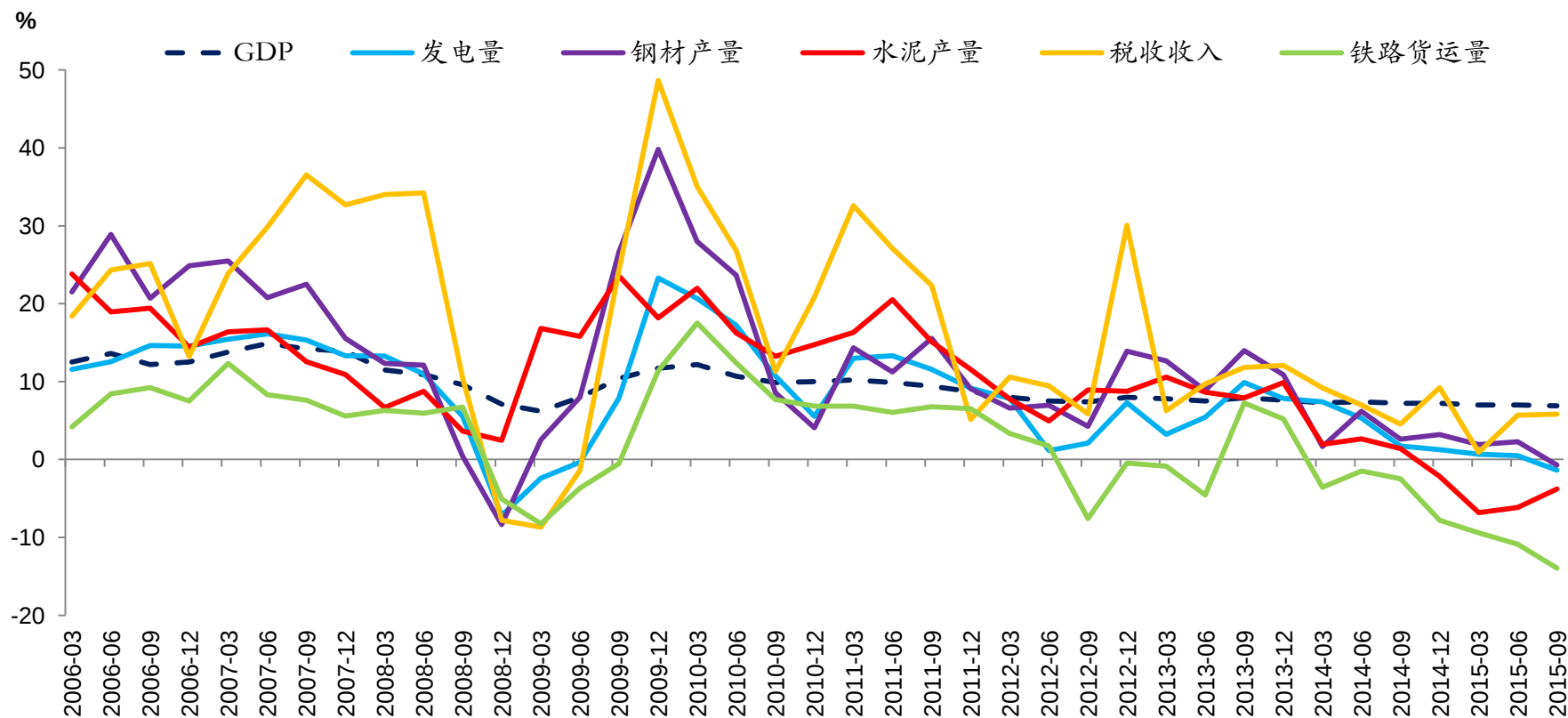
图：2006-2015年中国固定资产投资增幅、固定资本形成增幅和经济增长率的变化趋势



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

工业体系严重“虚胖”和房地产市场长期供过于求，意味着中国经济在朱格拉周期（资本支出周期）和库兹涅茨周期（房地产周期）两个层面很有可能形成下行压力叠加（续）

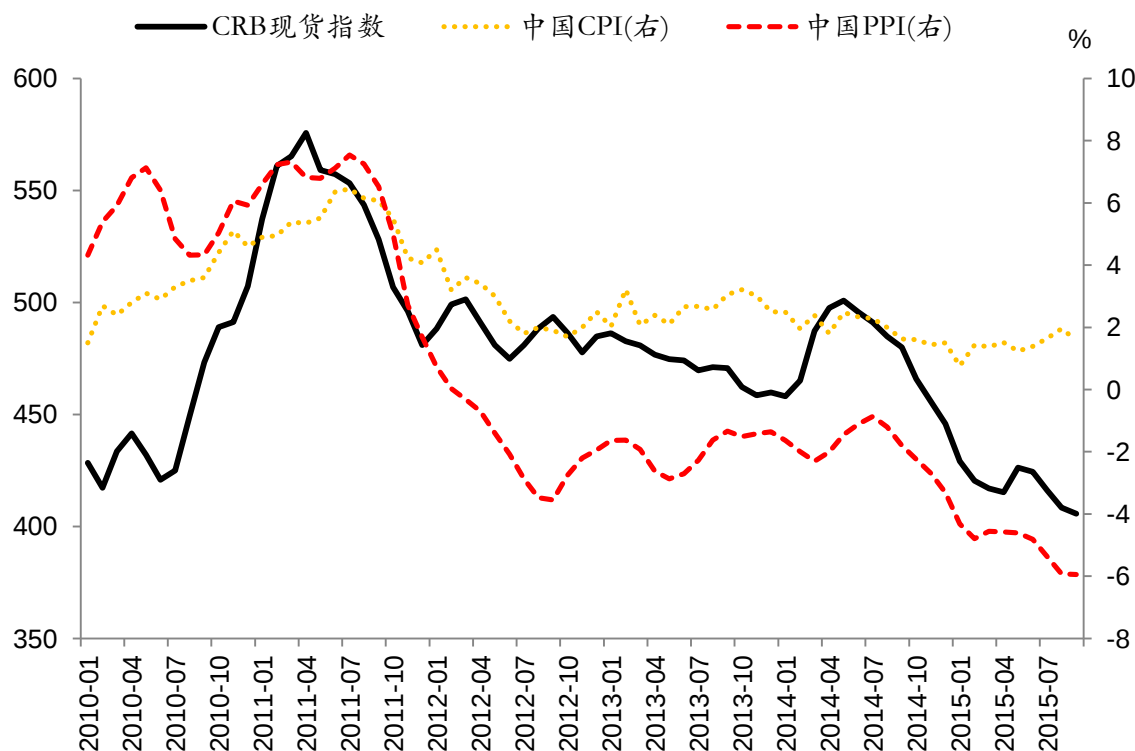
图：2006-2015年中国部分实物指标增幅和经济增长率的变化趋势



数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

2016年以及更长远视角下，中国经济可能存在滞涨的风险

图：2010-2015年CRB现货指数和中国CPI、PPI增幅的变化趋势

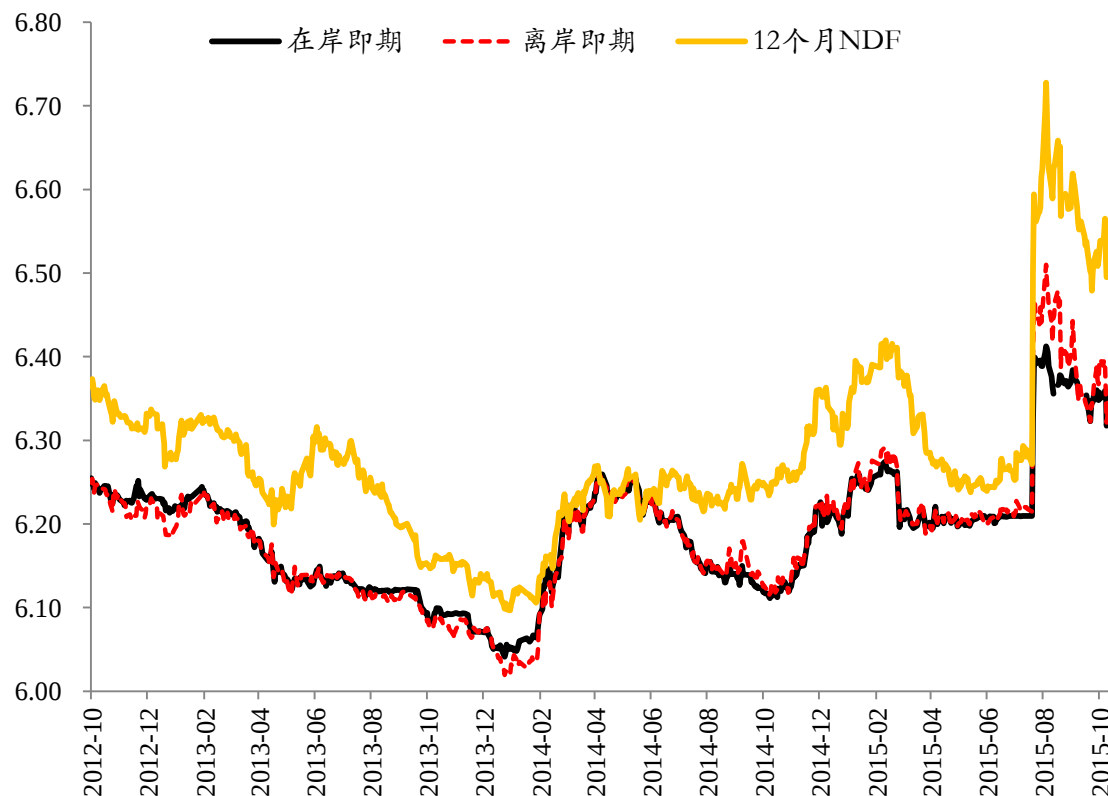


- 中国通胀率与CRB指数相关性较高。目前CRB指数已跌至2010年以来的低位。持续的价格下跌可能引发供给下降，CRB指数在2016年的某个时点可能进入较大幅度的反弹过程。

数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

2016年以及更长远视角下，中国经济可能存在滞涨的风险(续)

图：2012年10月以来美元兑人民币在岸即期汇率、离岸即期汇率和离岸远期汇率走势



➤ 在更长视角下，如果人民币贬值和过剩产能的出清相互叠加，可能导致中国经济陷入滞涨困局。

数据来源：CEIC，人保资产宏观与战略研究所

2016-2017年，中国宏观政策需要进行重大调整，尤其是应当在外汇储备大幅下降之前，通过主动的、足够幅度的贬值快速化解汇率风险，并且针对宏观信用风险，从“被动维稳”转向主动归集和“切除”

- **第一，在外汇储备大幅下降之前，主动快速化解汇率风险。**主要举措是：适当放缓资本市场开放，从严控制资本流出；在此前提下，使人民币汇率主动地快速“贬值到位”，从而在根本上消除资本外流压力。保持足够的外汇储备对中国来说，具有重要的战略意义。中国很多初级产品都高度依赖进口，如果没有足够的外汇储备保障初级产品的进口，整个经济体可能陷入某种程度的混乱。
- **第二，针对系统性信用风险，应从“被动维稳”转向主动归集和“切除”。**如前所述，中国隐蔽的债务风险已经十分严重。如果继续采取“被动维稳”式的货币政策，会推迟和放大未来的风险。我们认为，货币政策应当从现有的框架中解脱出来，使隐蔽、分散的风险显性化、集中化，并借鉴国际国内的历史经验实行有效的“切除”。
- **第三，结合不良债务的化解，分类解决过剩产能问题。**央行和政府专设平台承接不良债务，可以为过剩产能问题的解决奠定基础。对于“永久性过剩产能”应果断关闭，并将与之对应的不良债权核销。对于具有超前建设性质的“阶段性过剩产能”所对应的阶段性不良债权，应采取大幅度展期、大幅度减息乃至债转股等措施，待其转变为“正常产能”后，再将相关债权或股权售出。

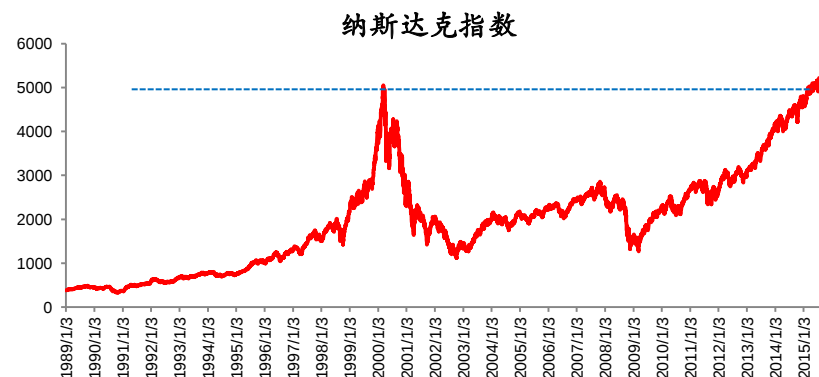
2016-2017年，中国宏观政策需要进行重大调整，尤其是应当在外汇储备大幅下降之前，通过主动的、足够幅度的贬值快速化解汇率风险，并且针对宏观信用风险，从“被动维稳”转向主动归集和“切除”（续）

- **第四，房地产政策应从“被动维稳”转向顺应市场规律。**房地产政策的正确导向应该是在中央政府的统一部署下，各城市通过房产登记制度的实施和房产普查，摸清当地住宅总量与结构，尤其是弄清非自住房与空置房的数量。在此基础上，结合对当地人口变化趋势的预测，就当地房地产开发制定合理的长期规划；供过于求格局实际上已经形成的城市，应严格控制新屋开工量，避免过剩程度进一步加重。
- **第五，以在局部上的合理发力取代“大水漫灌”式的刺激。**与2009年相比，中国大多数行业产能过剩程度进一步上升，金融体系的资产质量也进一步恶化。面对比2008年更加严峻的宏观形势，重演“大水漫灌”式的刺激不是一个理性的选择。中国在环保、医疗等领域依然较为薄弱；与“第四次产业革命”相契合的新兴产业也依然较为落后，对经济的刺激应当以这些领域为着力点。
- **第六，通过高质量改革为经济发展增强动力。**特别是结合政府职能转变，精简机构，压缩行政开支；并结合新一轮财税改革，降低宏观税负，减轻居民和企业部门的税收负担。

第三部分：国际国内投资市场

美国股市正处在新一轮牛市启动前的震荡蓄势期，在全球股市中可能最具相对投资价值

图：标普500指数、纳斯达克指数、德国DAX指数和英国FT100指数的长期走势图



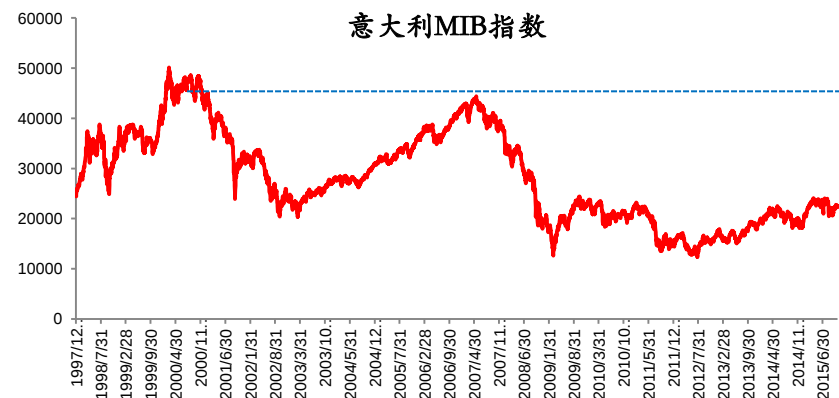
数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

美国股市正处在新一轮牛市启动前的震荡蓄势期，在全球股市中可能最具相对投资价值（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

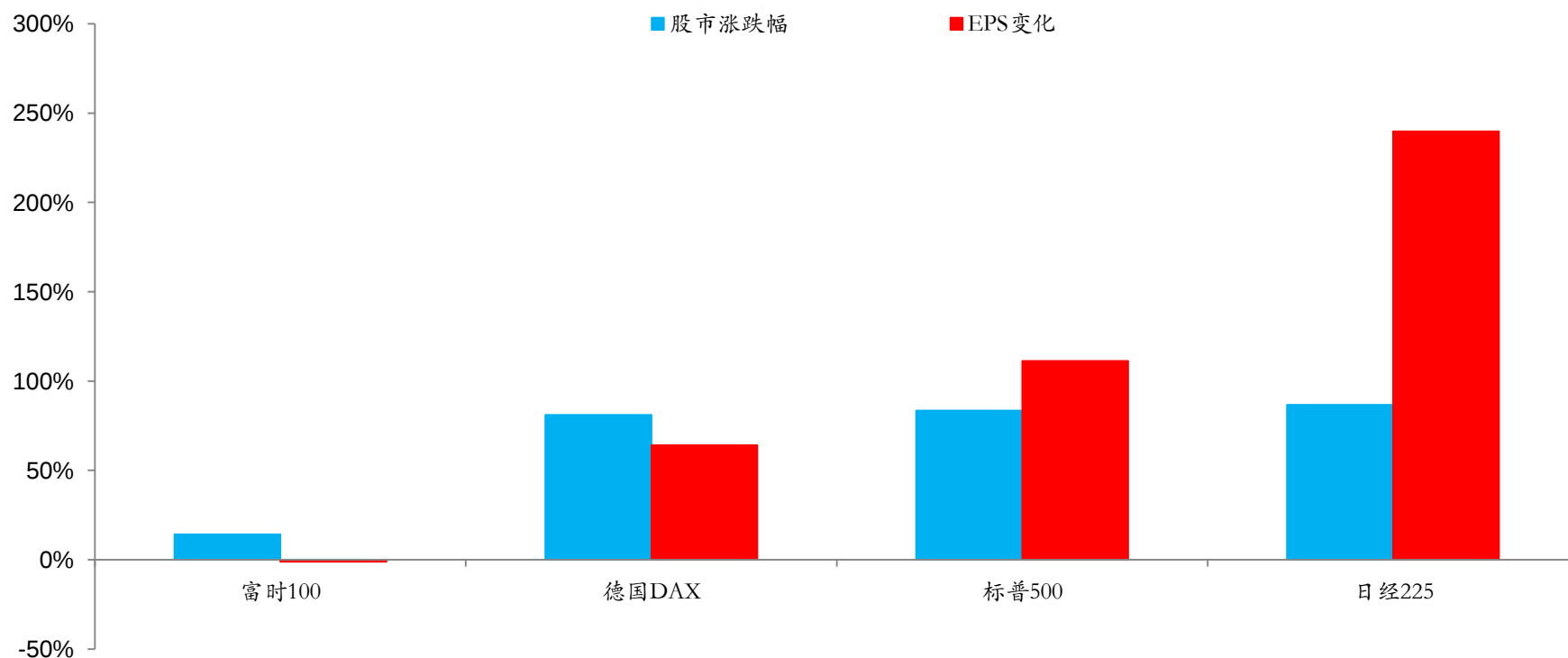
图：法国、意大利、西班牙和日本主要股指长期走势图



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

美国股市正处在新一轮牛市启动前的震荡蓄势期，在全球股市中可能最具相对投资价值（续）

图：2010-2015年部分发达经济体股指涨幅与成分股EPS涨幅对比



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

美国股市正处在新一轮牛市启动前的震荡蓄势期，在全球股市中可能最具相对投资价值（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

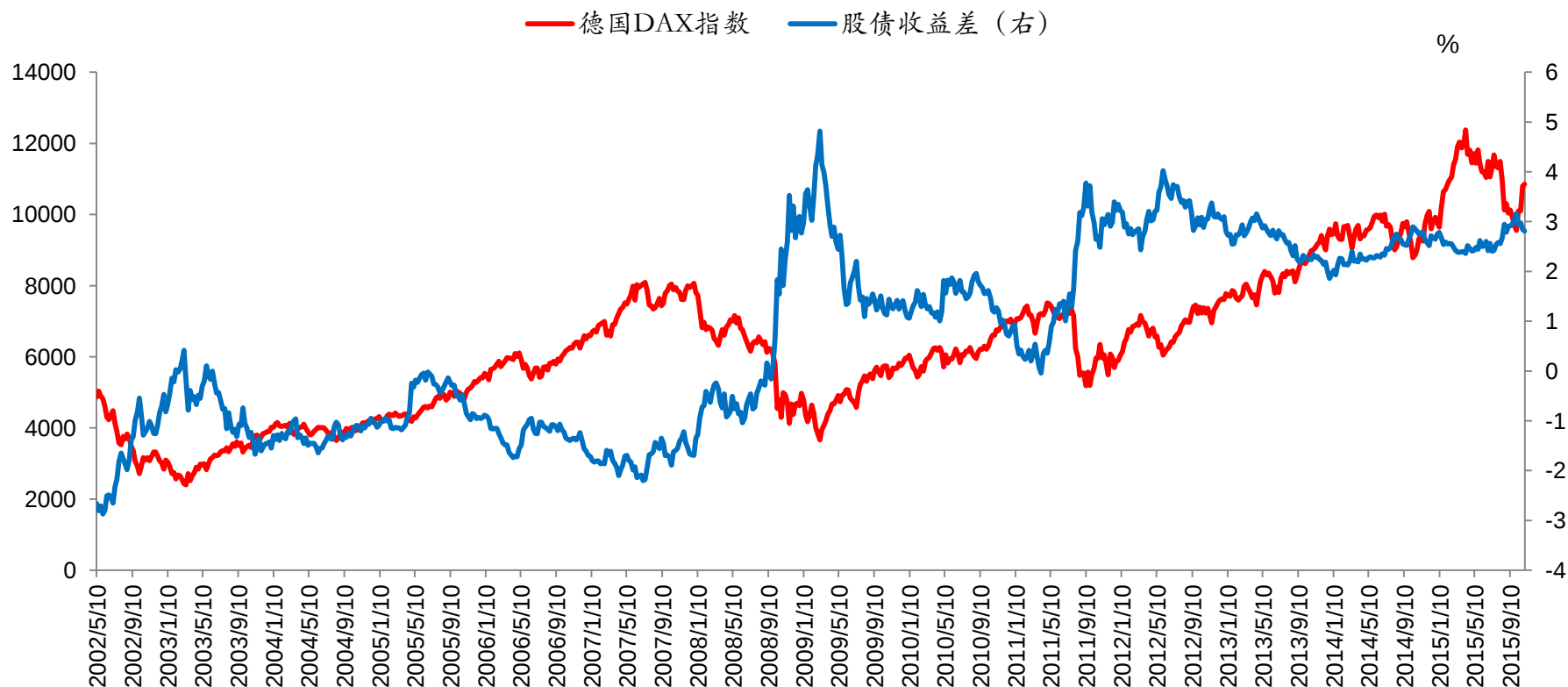
图：2002-2015年美国标普500指数和股债收益差



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

美国股市正处在新一轮牛市启动前的震荡蓄势期，在全球股市中可能最具相对投资价值（续）

图：2002-2015年德国DAX指数和股债收益差



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

美国股市正处在新一轮牛市启动前的震荡蓄势期，在全球股市中可能最具相对投资价值（续）

图：2002-2015年日经225指数和股债收益差



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

美国股市正处在新一轮牛市启动前的震荡蓄势期，在全球股市中可能最具相对投资价值（续）

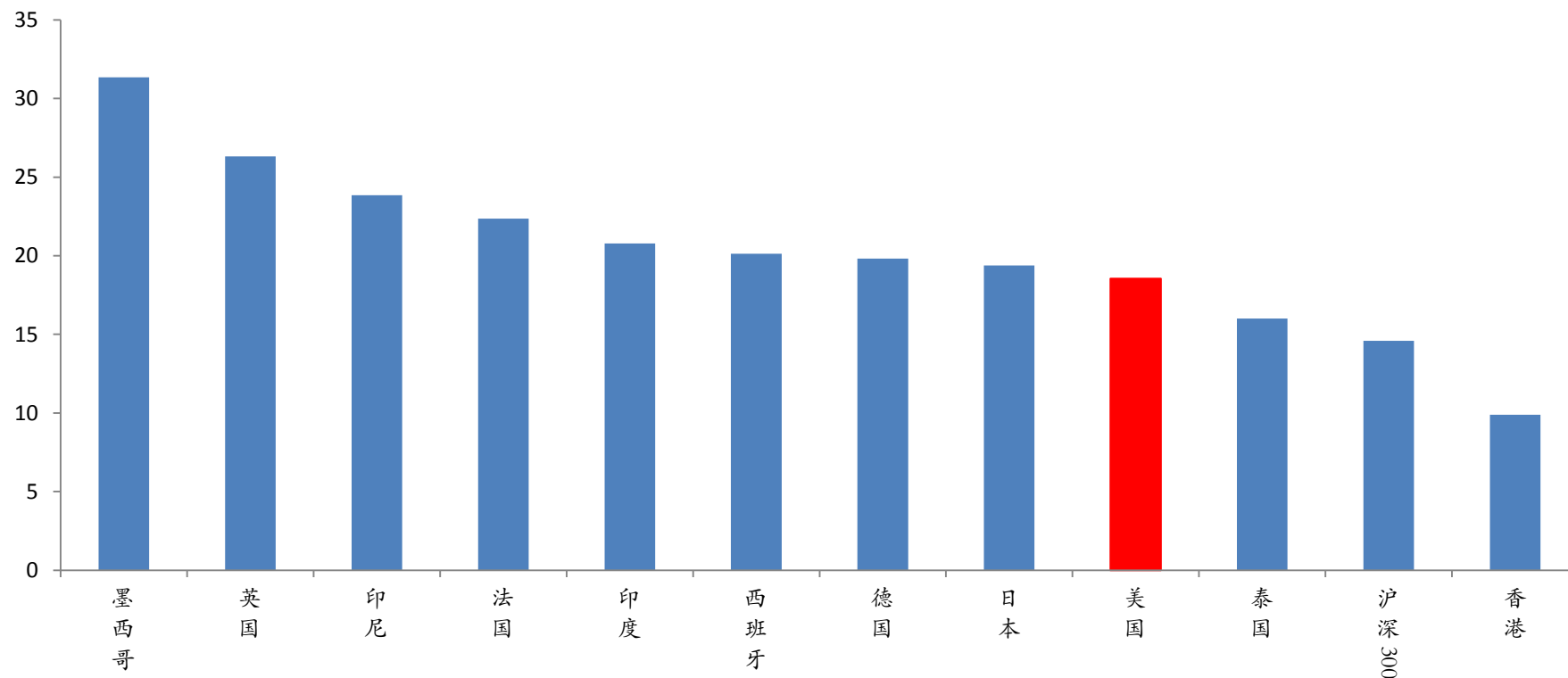
图：2002-2015年英国FT100指数和股债收益差



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

美国股市正处在新一轮牛市启动前的震荡蓄势期，在全球股市中可能最具相对投资价值（续）

图：全球部分经济体股市PE（截至2015年10月30日）



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

5178点很可能是上证综指又一个级别的顶部

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：Wind全A长期K线走势图



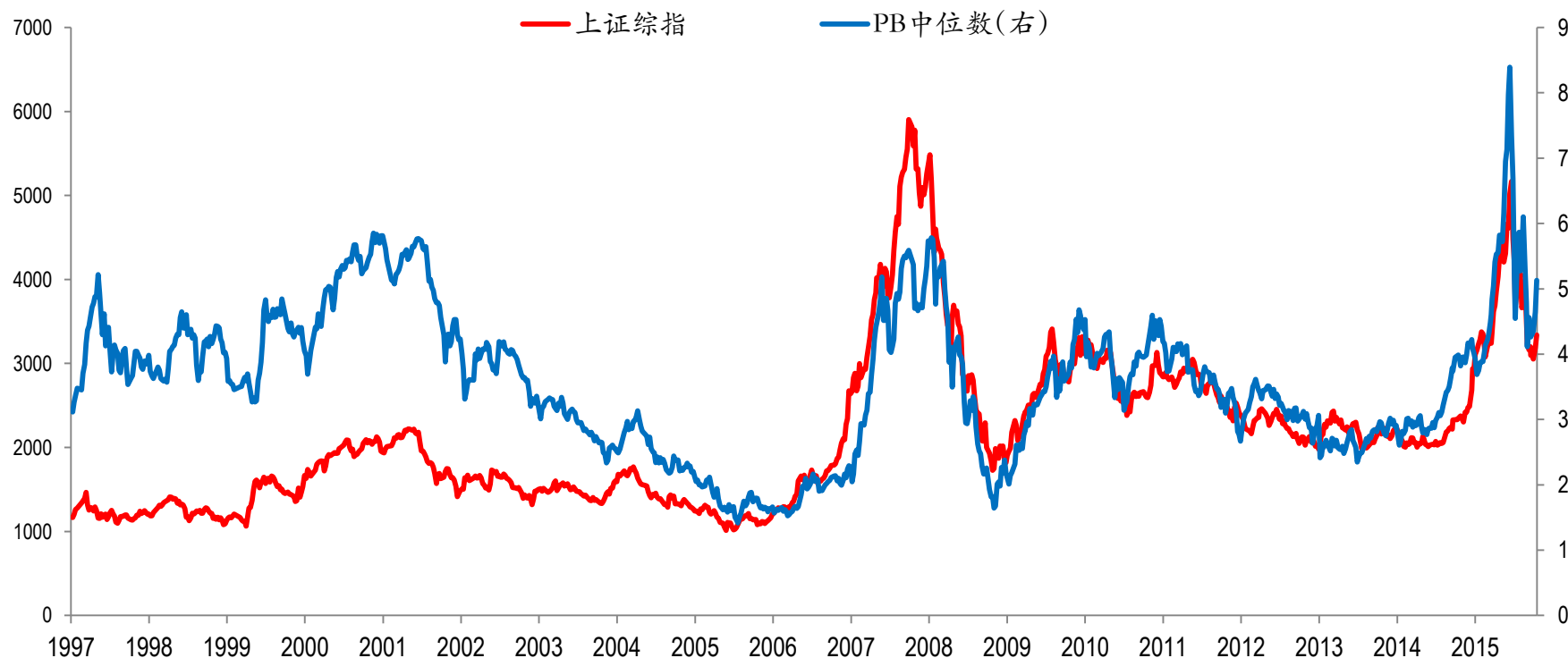
数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

5178点很可能是上证综指一个大级别的顶部（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：1997-2015年全部A股PB中位数变动



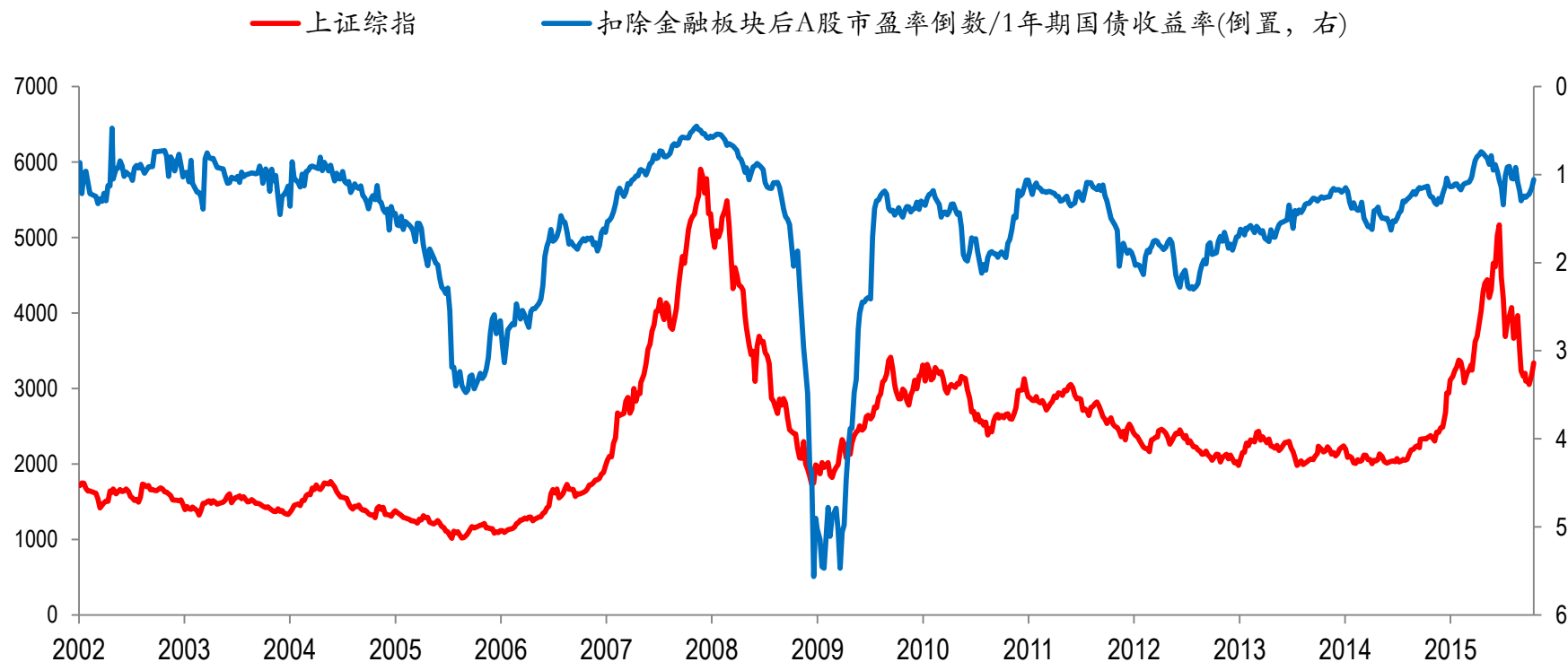
数据来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

5178点很可能是上证综指又一个级别的顶部（续）

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

图：2002-2015年“全部A股扣金融板块PE中位数/1年期国债收益率”的变动



数据来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

- 近一轮牛市的主要动力包括三个方面：
 - 银行体系通过场外高杠杆配资为A股市场鼓泡沫提供了充裕的资金支持。
 - 市场过于乐观地想象并炒作了国企改革。
 - 市场过于乐观地想象并炒作了新一轮产业革命的各个细分领域。
- 在这三大动力中，场外配资已经被清理，未来场外配资再度泛滥的可能性较小，“国企改革”和“新一轮产业革命”两大题材已经被市场过度透支。

目前，A股大多数行业和公司的估值水平依然过高，2016年市场整体上可能继续呈现宽幅震荡的格局

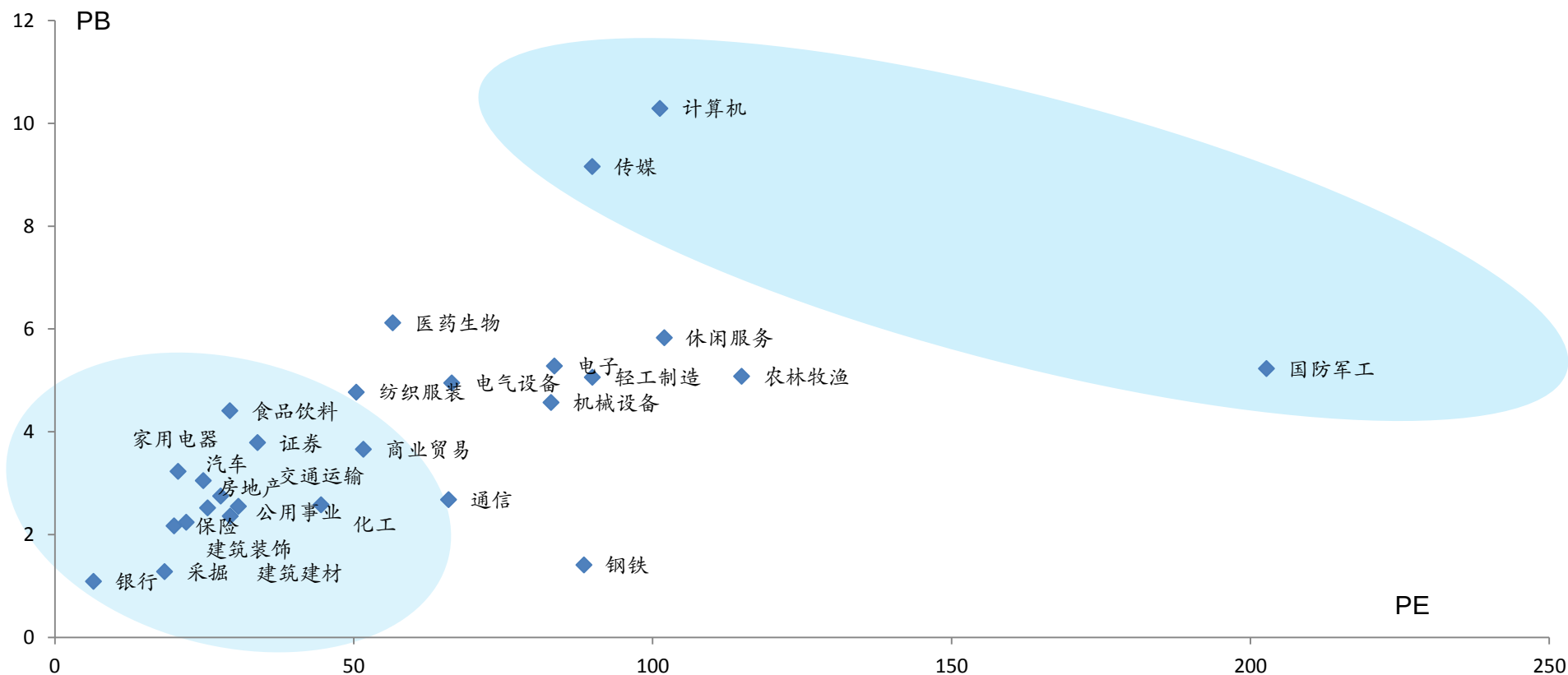
表：A股重要股指估值水平（截至11月20日收盘）

指数名称	市盈率（整体法）	市盈率（中值）	市净率（整体法）
全部A股	22.41	76.40	2.47
全部A股扣金融	40.77	78.39	3.17
沪深300指数	13.51	35.62	1.71
上证综指	16.23	56.30	1.89
深证成分指数	39.88	65.07	3.95
深圳A指	56.25	90.80	4.69
深综指	53.18	88.71	4.69
中小板综指	47.39	60.12	5.68
创业板指数	96.82	109.35	11.12
中证700指数	42.12	49.89	3.29
中证500指数	51.26	53.80	3.75
中证100指数	11.04	22.84	1.49

数据来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

目前，A股大多数行业和公司的估值水平依然过高，2016年市场整体上可能继续呈现宽幅震荡的格局（续）

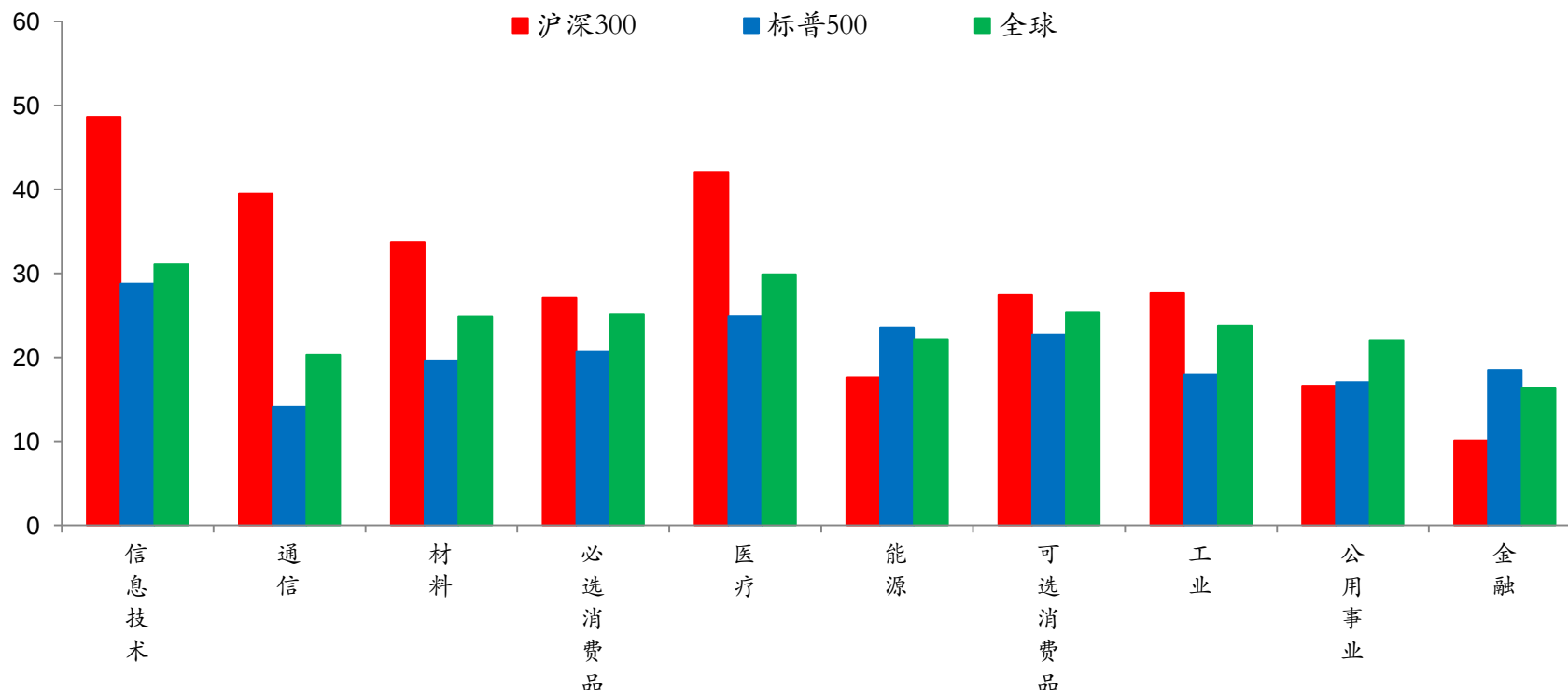
图：A股申万一级行业的PE和PB（截至2015年11月20日）



数据来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

目前，A股大多数行业和公司的估值水平依然过高，2016年市场整体上可能继续呈现宽幅震荡的格局（续）

图：A股部分行业估值的国际比较（按GICS一级行业分类）



数据来源：Bloomberg，人保资产宏观与战略研究所

目前，A股大多数行业和公司的估值水平依然过高，2016年市场整体上可能继续呈现宽幅震荡的格局（续）

表：根据模型估算部分指数的“理论点位/当前点位”（截至11月20日收盘）

盈利增速 贴现率	-10%	-5%	0%	5%	10%
Wind全A扣金融					
5.5%	0.29	0.34	0.39	0.45	0.52
4.5%	0.36	0.42	0.49	0.57	0.65
4.0%	0.41	0.48	0.56	0.64	0.74
3.5%	0.47	0.55	0.64	0.74	0.85
3.0%	0.55	0.65	0.76	0.88	1.01
上证综指扣金融					
5.5%	0.38	0.44	0.52	0.60	0.69
4.5%	0.47	0.55	0.64	0.75	0.86
4.0%	0.53	0.63	0.73	0.85	0.97
3.5%	0.62	0.73	0.85	0.98	1.12
3.0%	0.73	0.85	1.00	1.15	1.32
沪深300扣金融					
5.5%	0.52	0.61	0.71	0.82	0.94
4.5%	0.65	0.76	0.88	1.02	1.17
4.0%	0.73	0.86	1.00	1.16	1.33
3.5%	0.85	0.99	1.16	1.34	1.54
3.0%	1.00	1.17	1.36	1.58	1.81

盈利增速 贴现率	-10%	-5%	0%	5%	10%
创业板指数					
5.5%	0.11	0.13	0.15	0.18	0.20
4.5%	0.14	0.16	0.19	0.22	0.25
4.0%	0.16	0.19	0.22	0.25	0.29
3.5%	0.18	0.21	0.25	0.29	0.33
3.0%	0.21	0.25	0.29	0.34	0.39
中证500指数					
5.5%	0.23	0.27	0.31	0.36	0.41
4.5%	0.28	0.33	0.39	0.45	0.52
4.0%	0.32	0.38	0.44	0.51	0.59
3.5%	0.37	0.44	0.51	0.59	0.68
3.0%	0.44	0.52	0.60	0.70	0.80

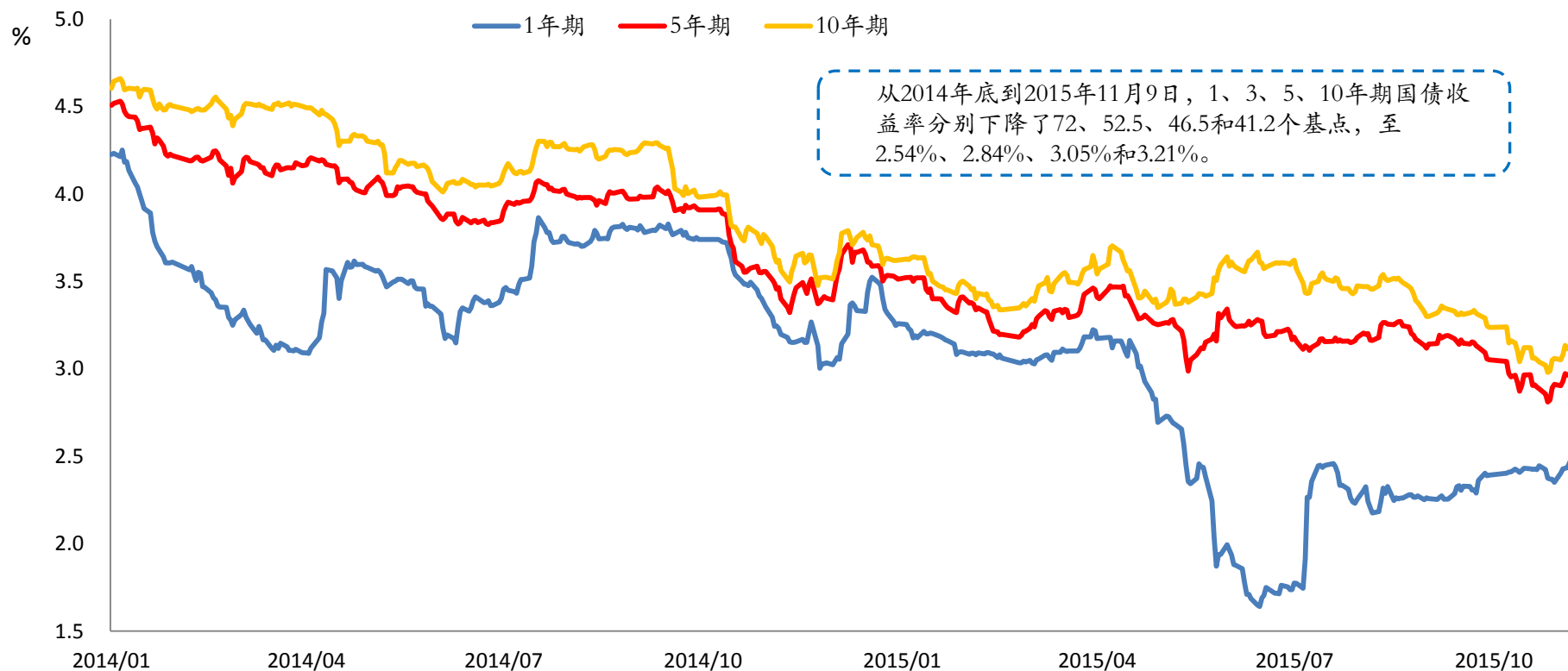
数据来源：人保资产宏观与战略研究所

多重力量的叠加导致2015年以来债市收益率全面下行

PICC 中国人保资产管理股份有限公司
PICC Asset Management Company Limited

广角 理性 前瞻 价值

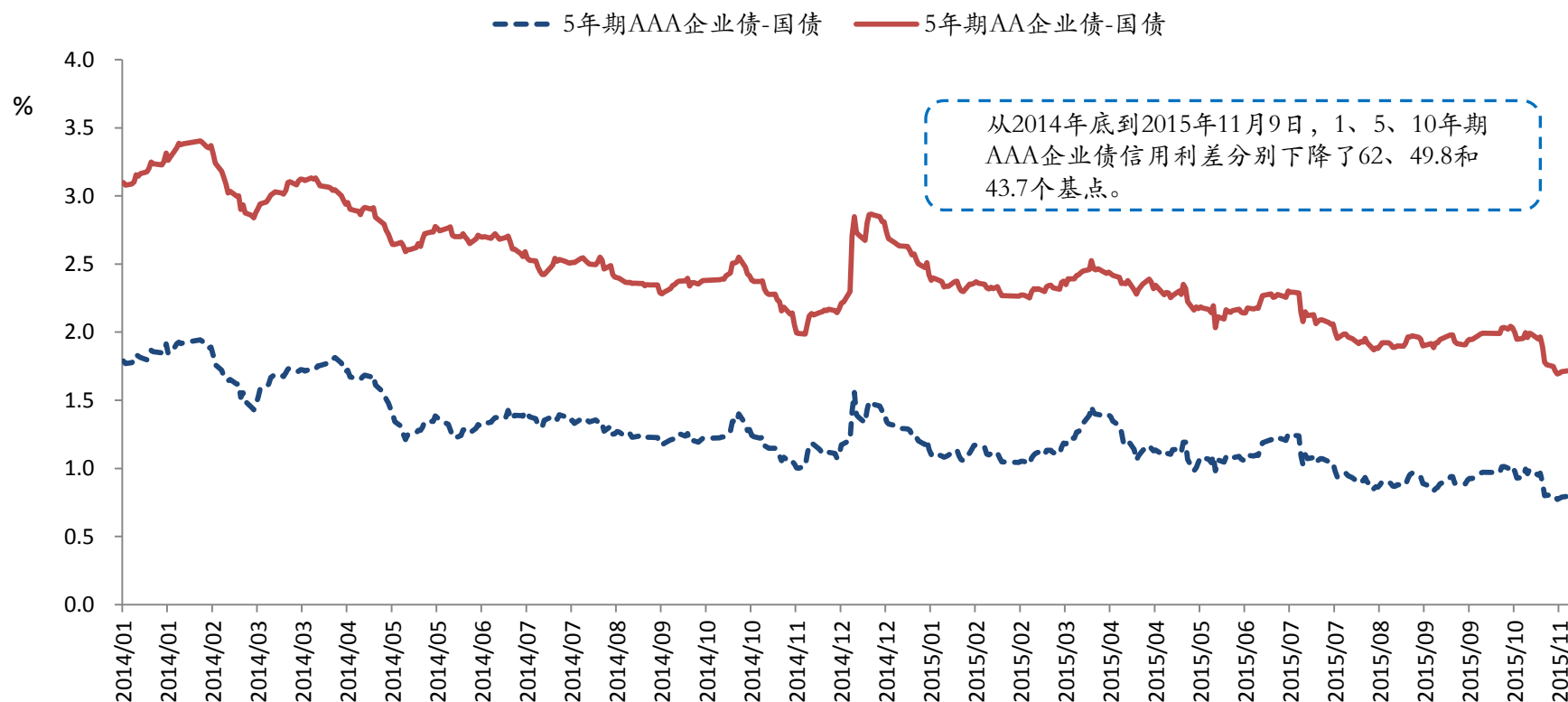
图：2014年1月至2015年11月的1年、5年和10年期国债收益率的变化



数据来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

多重力量的叠加导致2015年以来债市收益率全面下行（续）

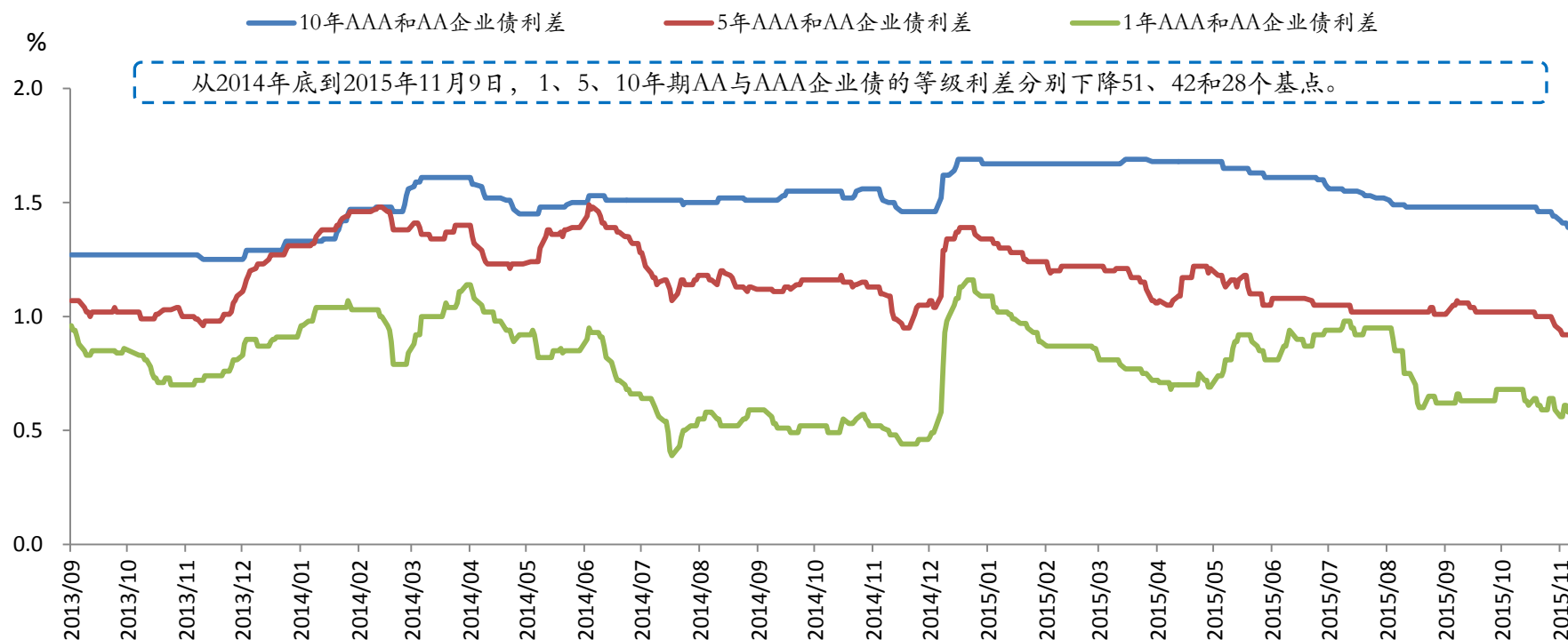
图：2014年1月至2015年11月信用利差的变化



数据来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

多重力量的叠加导致2015年以来债市收益率全面下行（续）

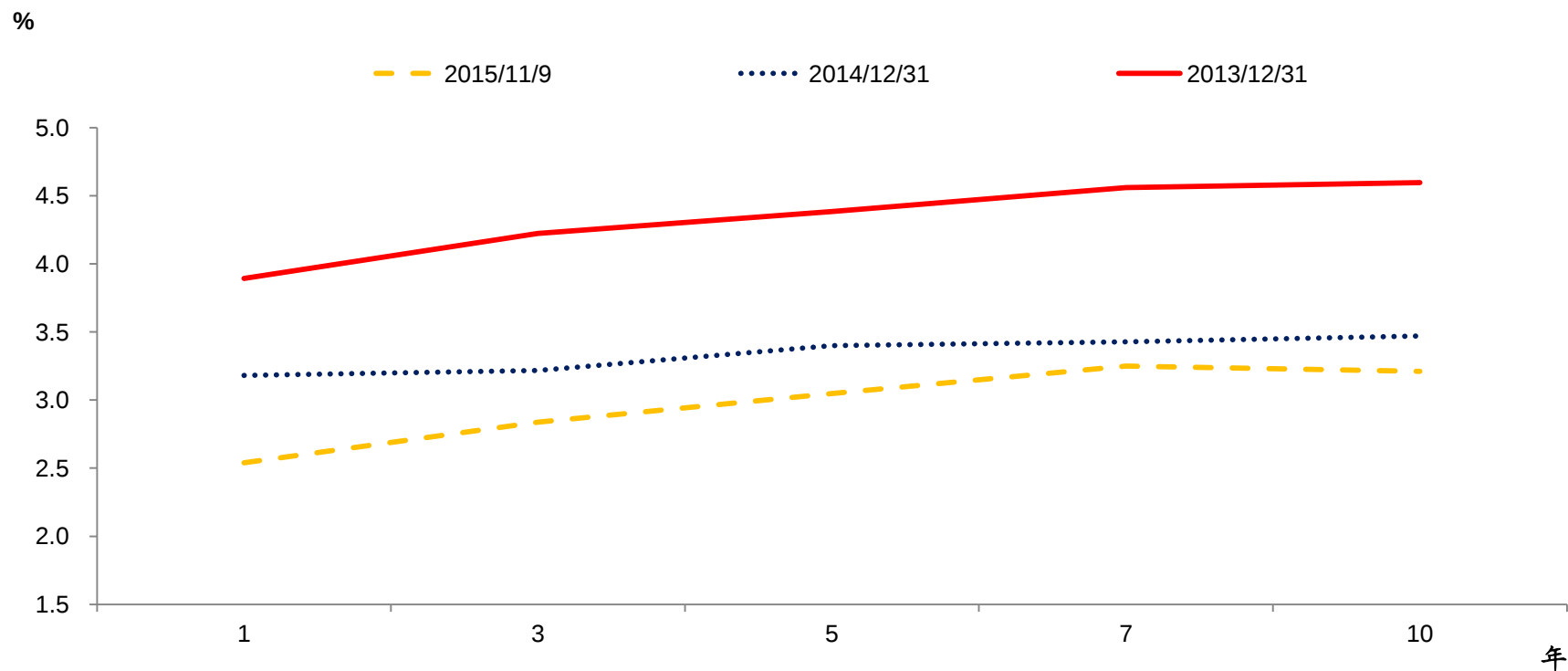
图：2013年9月至2015年11月企业债等级间利差的变化



数据来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

多重力量的叠加导致2015年以来债市收益率全面下行（续）

图：2013、2014年底及2015年11月9日的国债收益率曲线



数据来源：Wind，人保资产宏观与战略研究所

债市收益率下行的主要动力来自三个方面

- 第一，2015年以来央行进一步加大货币政策的宽松力度。到2015年10月底，央行共实施了5次降准和降息，累计调降存贷款基准利率1.25个百分点、调降准备金率3个百分点；多次调降逆回购利率，7天逆回购利率从年初的4.1%降至当前的2.25%；还通过PSL、信贷资产质押再贷款等非常规货币政策来直接投放流动性，2015年5月到9月，PSL余额从6459亿元上升至9589亿元，PSL利率从3.1%降至2.85%；与财政部共同推进地方债置换，2015年计划置换的额度达3.2万亿，至2015年10月已完成2万亿左右。
- 第二，实体经济进一步降温，固定资产投资累计同比增速从年初的13.9%降至10月的10.2%，导致全社会融资需求减弱。
- 第三，A股泡沫破灭后，资金由股市向债市回流。

从未来三年的视角来看，能否把债市收益率和信用利差控制在低位将取决于宏观政策是否做出全面合理的调整

- 我们认为，未来债券市场的收益率长期维持在低位需要具备两个条件。第一，国际大宗商品市场持续低迷，从而不会给国内带来输入性通胀压力；第二，国内宏观政策如前文所述做出重大调整，尤其是要在外汇储备大幅下降之前，通过主动的、足够幅度的贬值快速化解汇率风险，并且针对宏观信用风险，从“被动维稳”转向对其主动归集和“切除”。
- 如果具备这两个条件，则未来无风险收益率可以保持低位，甚至可能进一步下降，信用利差也将进一步收窄。反之，如果国际大宗商品市场出现持续性较强的反弹，或宏观政策仍然延续旧思维，则无风险收益率将处于波动状态，信用风险还可能进一步上升。

谢谢！