

浙商期货研究院

2015

浙商期货研究院

Main topics

- 宏观
- 策略
- 或有事件

锚

国际

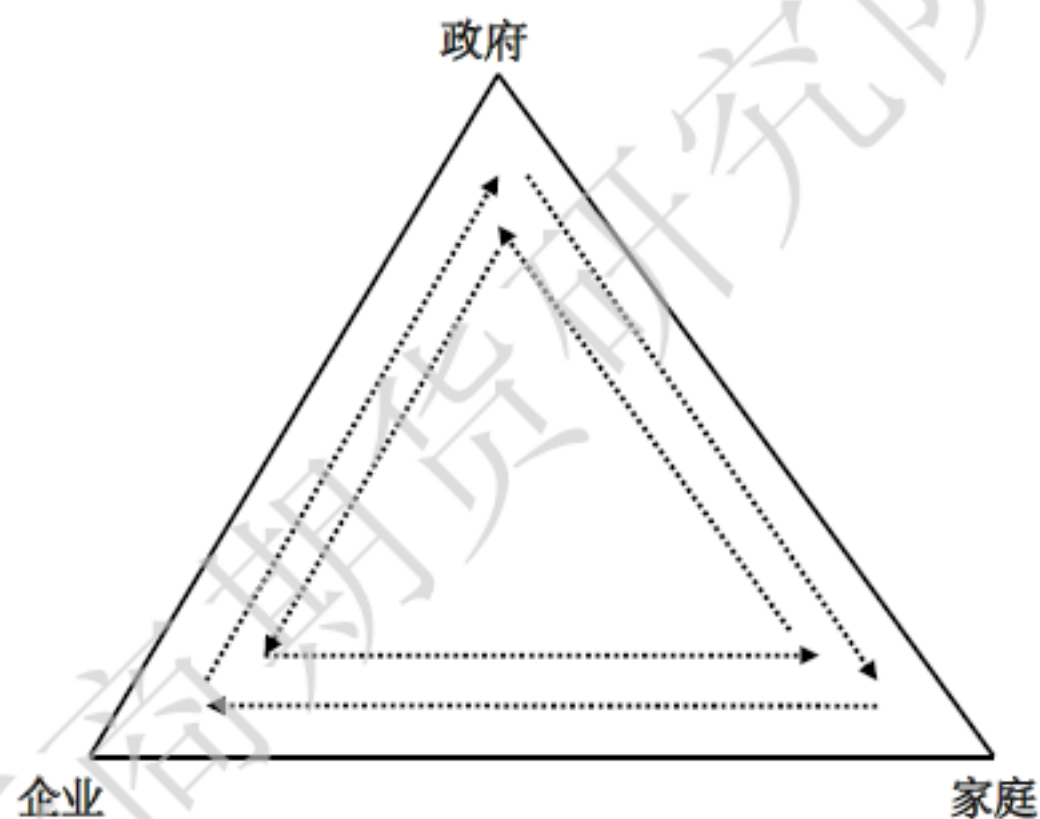
美元升值

中国

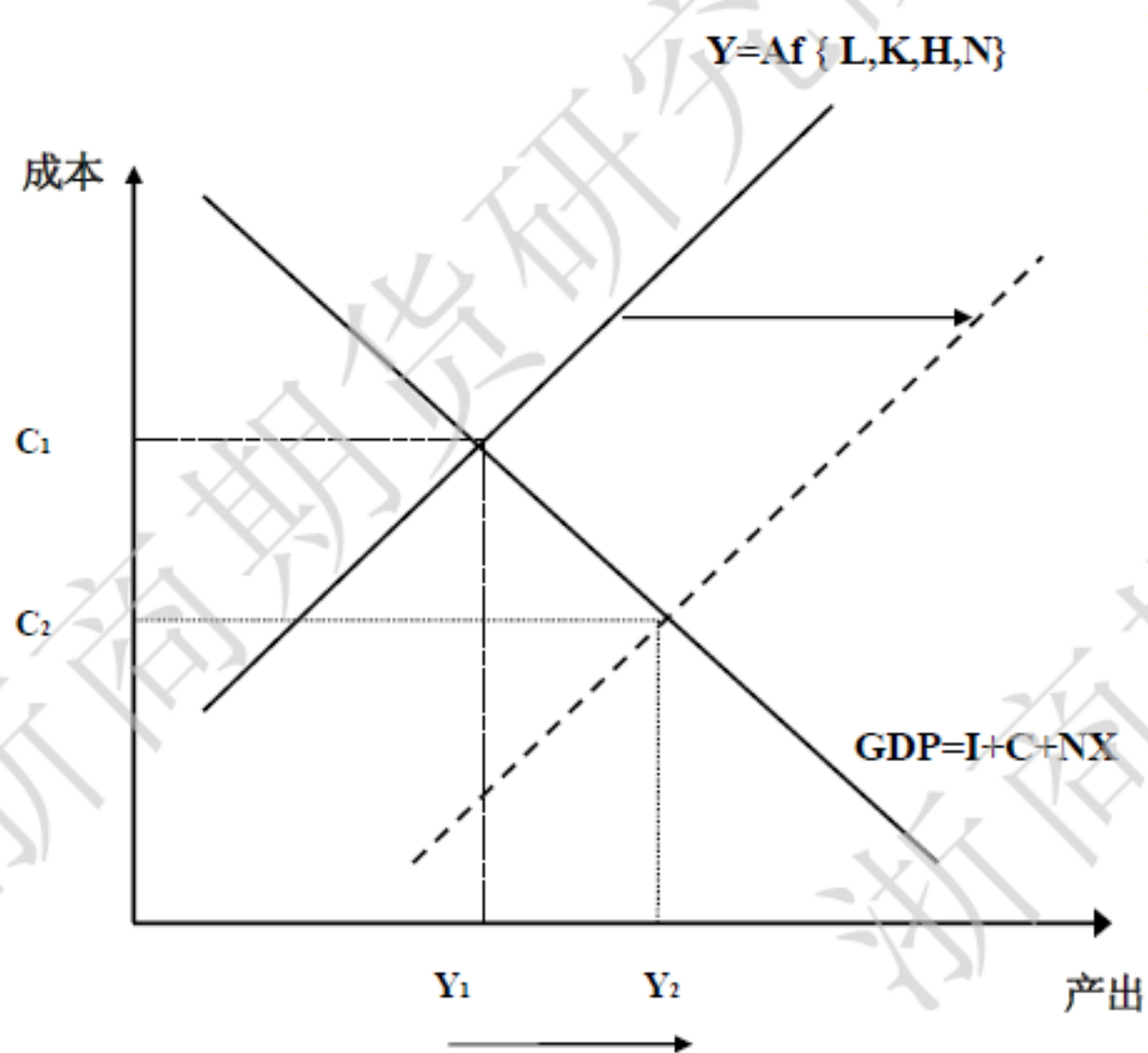
收入倍增计划

收入倍增计划

- 方向：改变经济模式
 - 1、从靠需求到靠供给
 - 2、从靠别人到靠自己
- 抓手：
 - 1、要素市场化
 - 2、国民收入向家庭部门倾斜



靠需求到靠供给



Y: 产量
A: 生产率
f: 生产函数
L: 劳动力
K: 资本
H: 人力资本
N: 自然资源

C: 消费(用时间换空间)
I: 投资(中国全球基建计划)
NX: 净出口(逐渐消失)

靠别人到靠自己

国家经济发展

第一阶段-要素差（出口导向）

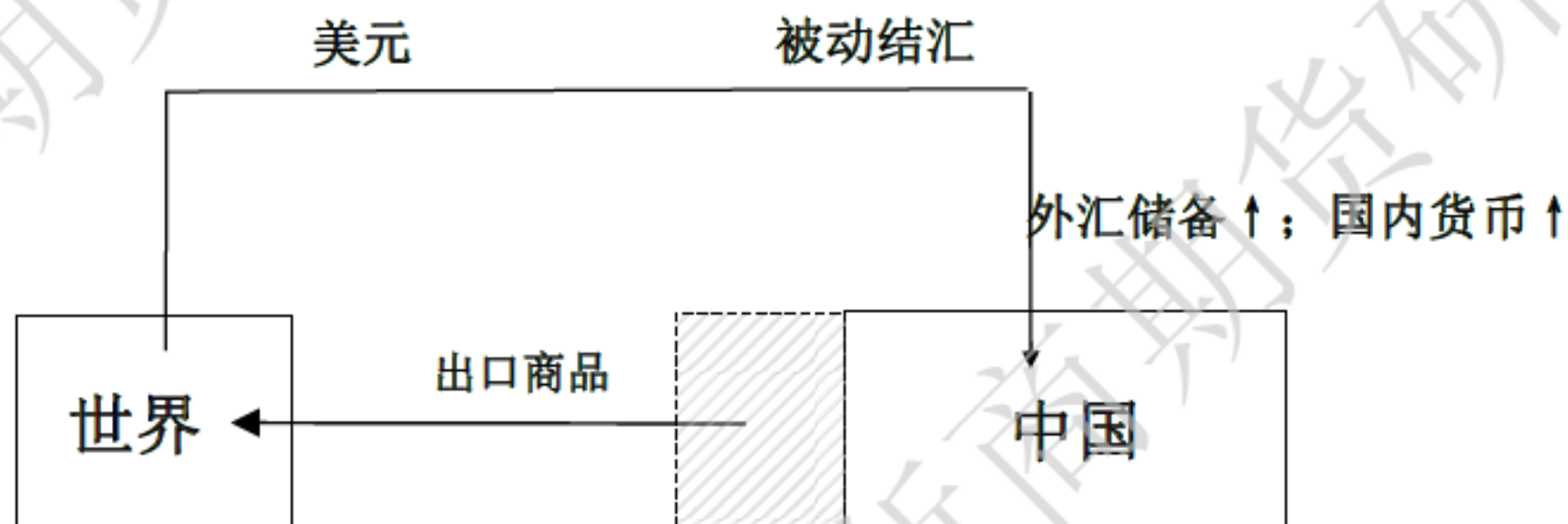
第二阶段-资本导向（上杠杆）

第三阶段-创新，产业升级（降杠杆）

第四阶段-富裕国家

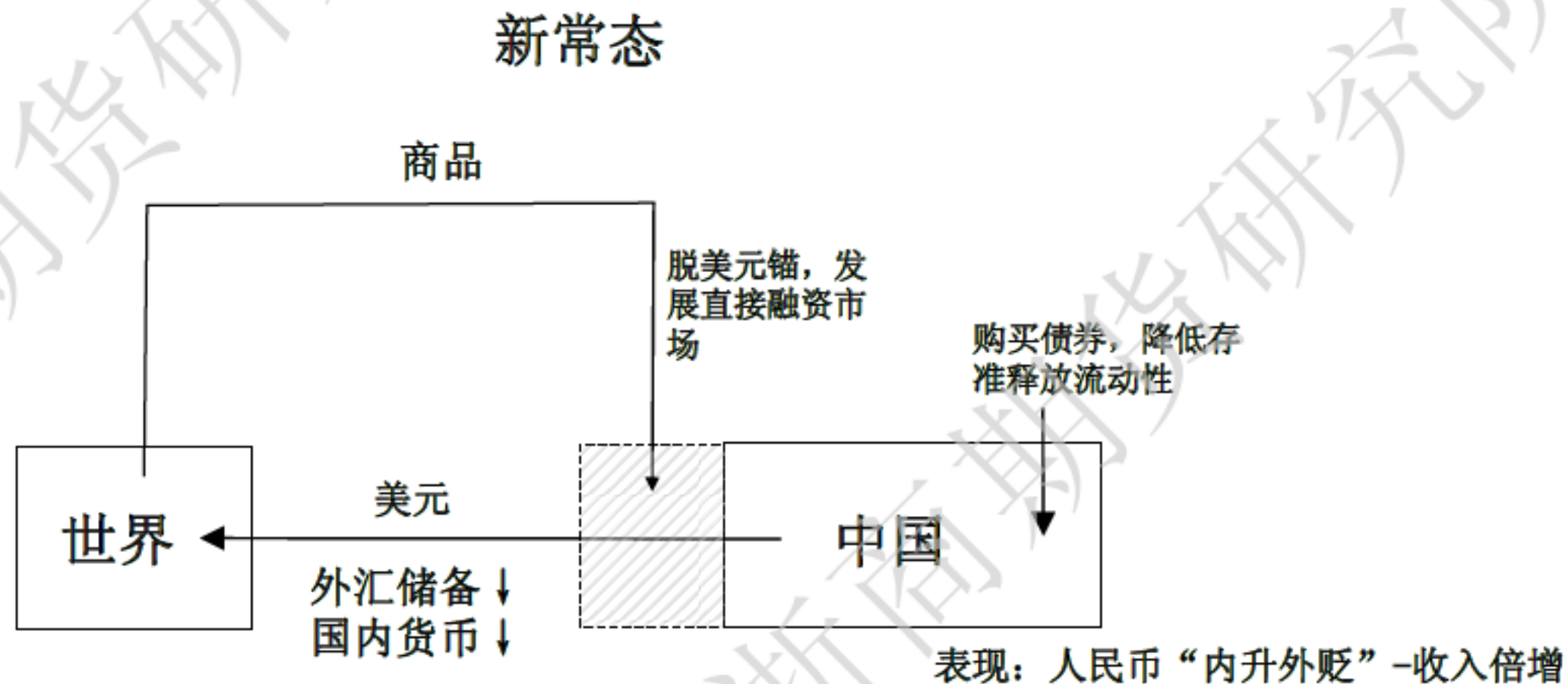
靠别人-出口导向+资本导向(上杠杆)

改开-2013年



表现：人民币“外升内贬”

靠自己-创新、产业升级（降杠杆）

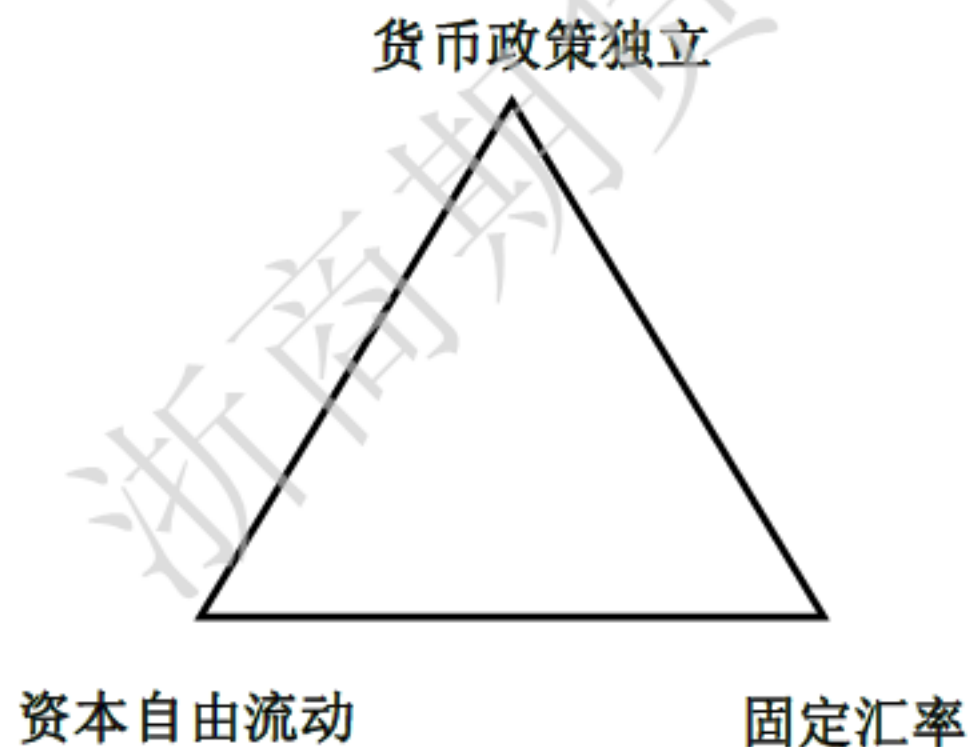


要素市场化

- **资本：**利率市场化、汇率市场化，资本项下自由流动，人民币国际化
- **土地：**土地流转、土地资本化
- **劳动力：**农民市民化，城市化

货币政策

原理：蒙代尔悖论



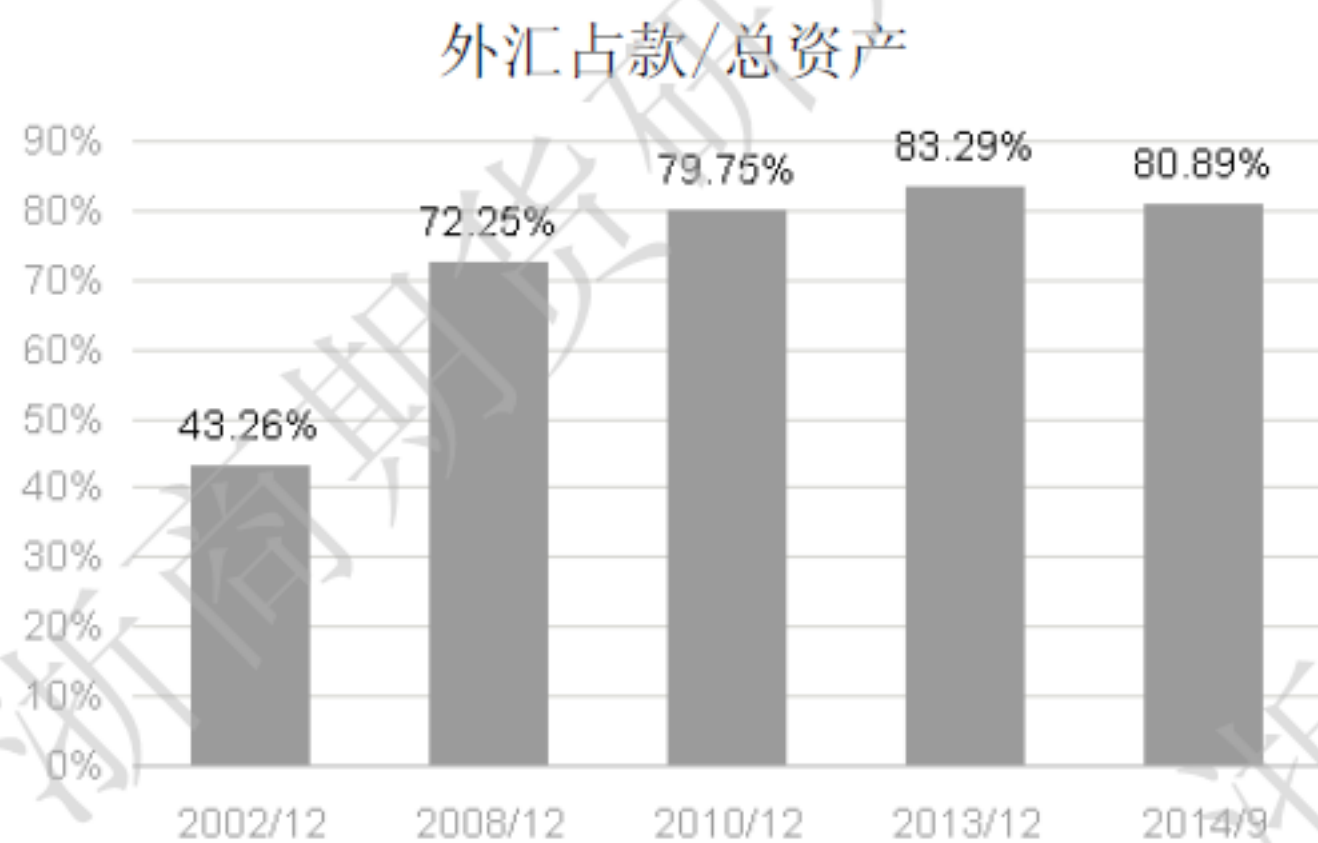
中国

1994年以前：货币政策独立，资本严格管制，固定汇率

1994-2008年：货币政策独立性下降，资本管制放松，
固定汇率

2008年-至今：货币政策独立性上升，资本管制进一步
放松，汇率浮动扩大

换锚



数据来源：中国人民银行、国家统计局

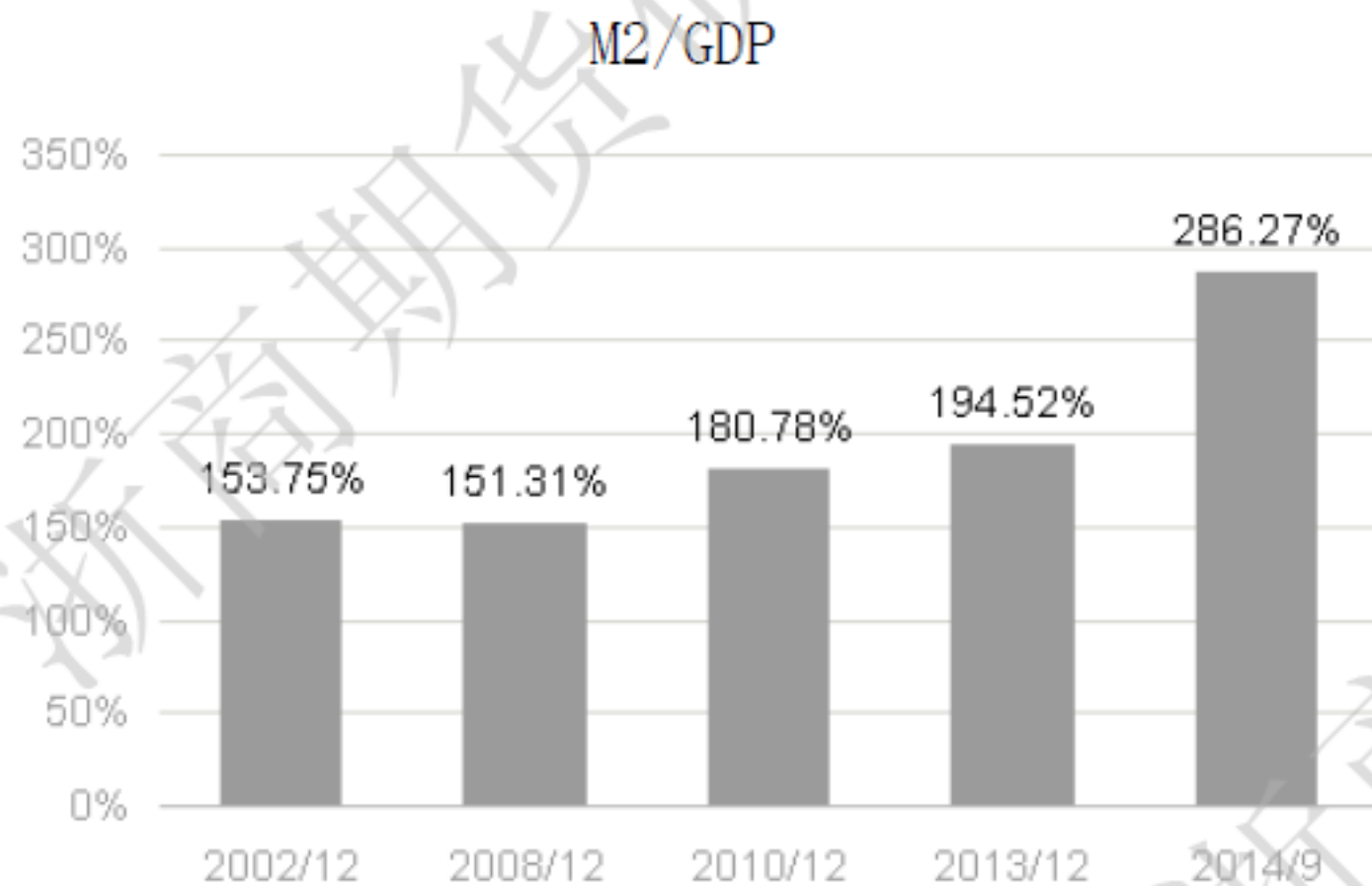
中国货币投放模式：

“买入外汇—投放基础货币”模式



“公开市场买卖债券—投放基础货币”模式

降杠杆



数据来源：中国人民银行、国家统计局

- 中国以间接融资（银行）为主，货币创造多，M2/GDP相对较高。而欧美以直接融资（股权融资或债权融资）为主。
- 结合中国资产负债表脱美元锚的政策，中国会加速发展直接融资市场，即股票和债券市场。

策略

- 资产组合
- 理论依据

浙商期货研究院

浙商期货研究院

资产组合

美元

高等级债券

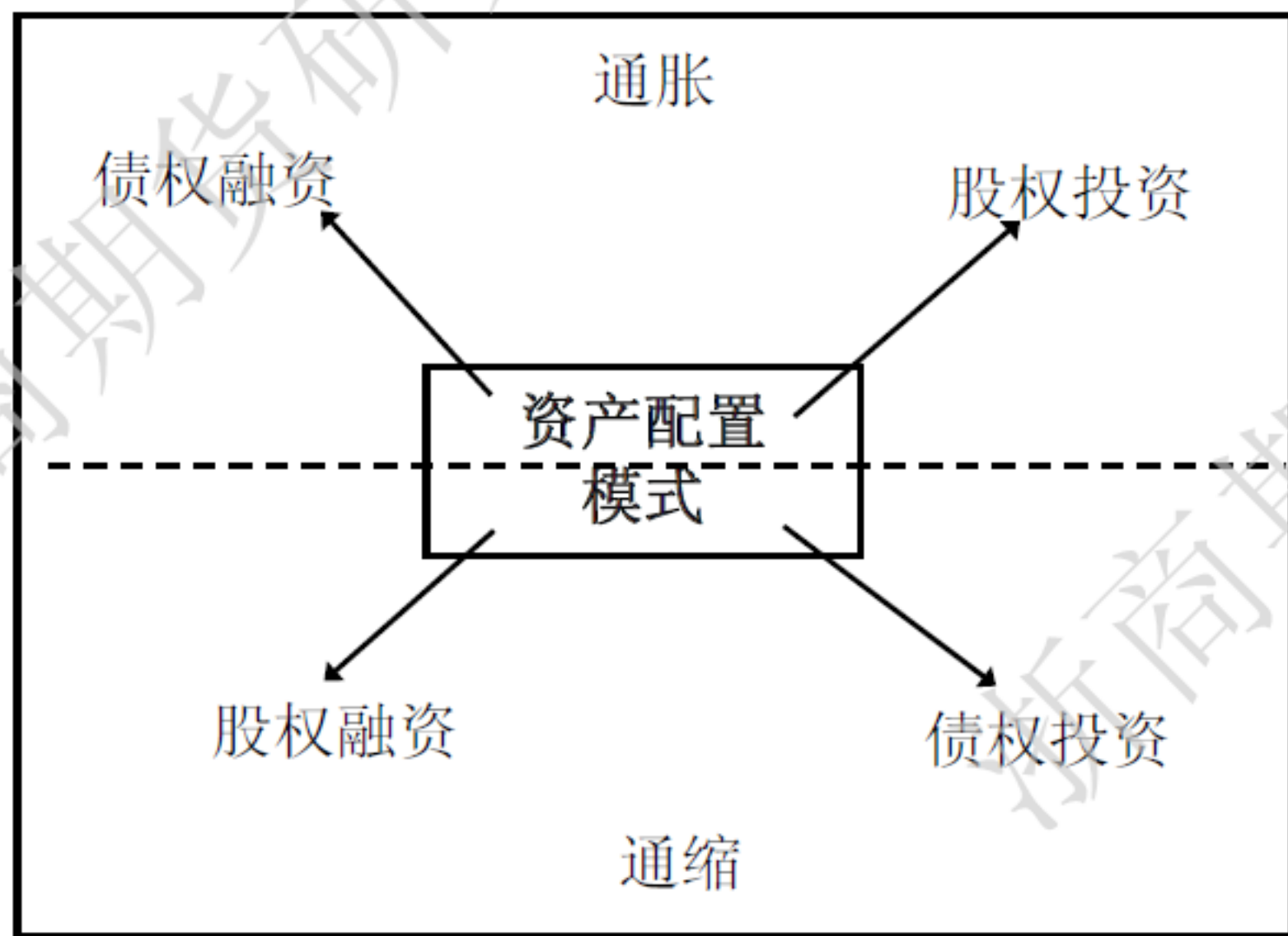
杠杆小*消费类企业

巴西/欧/日

大宗商品

杠杆大*生产类企业 房产

理论依据



注：

股权-股票、房产、大宗商品

债权-债券

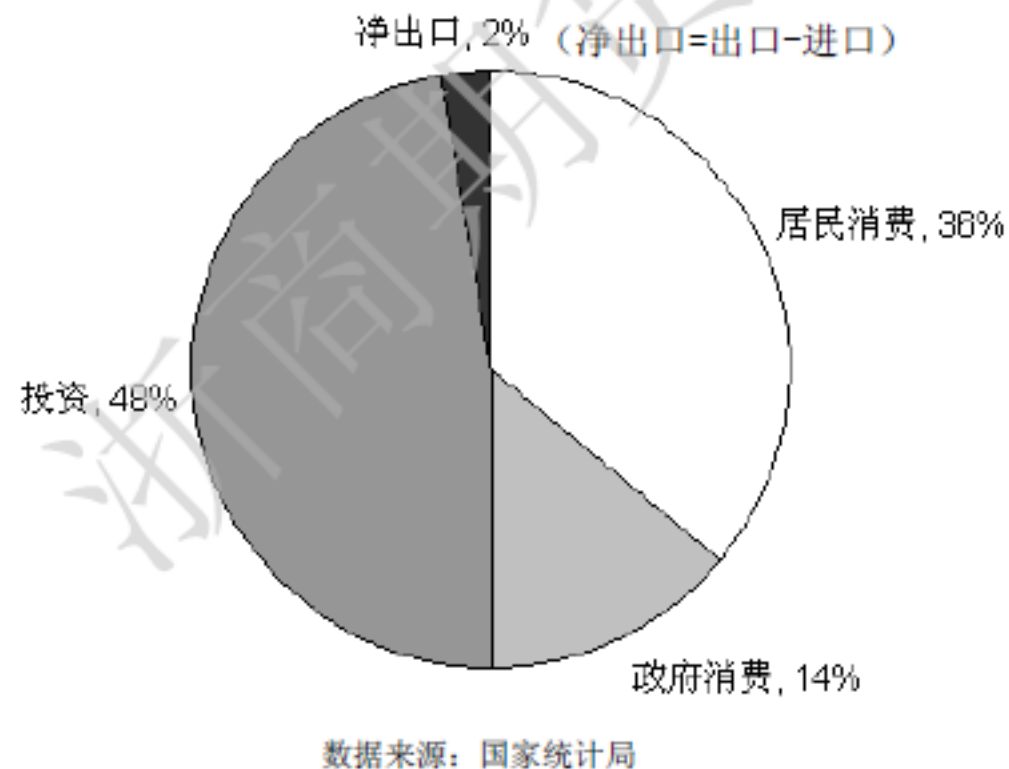
货币-美元/(巴西+欧日)

- 美联储加息
- 巴西：2013年外债比例出现拐点，利率目前10%以上，财政贸易双赤字，持续逆差
- 欧日央行QE政策

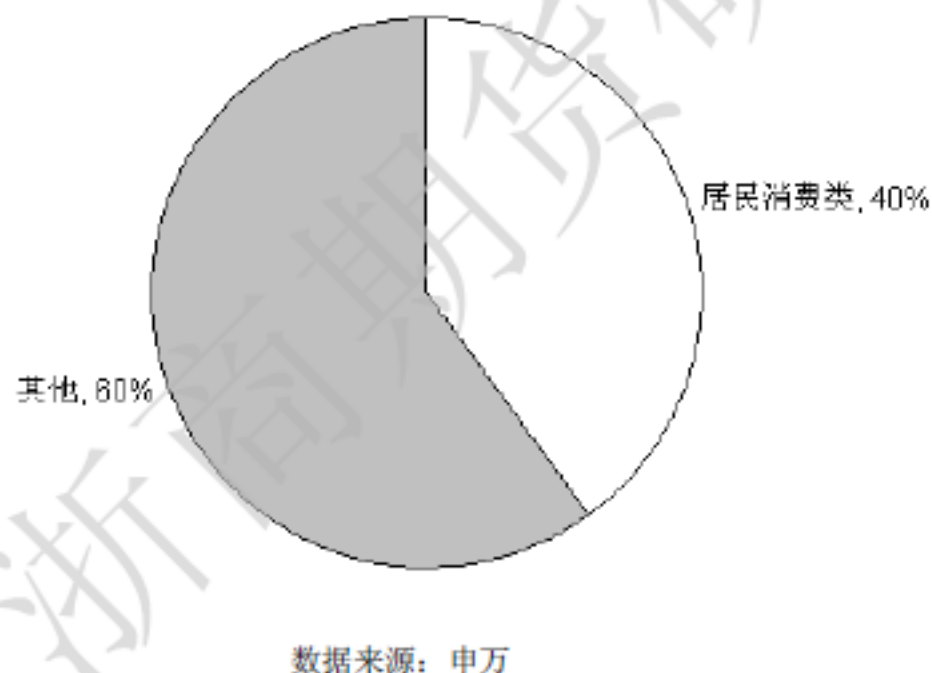
股票-杠杆小*消费类企业/杠杆大*生产类企业

第二阶段-资本导向（上杠杆）→ 第三阶段-创新，产业升级（降杠杆）

中国GDP各成分占比图



沪深两市消费类市值占比



注: 居民消费支出指常住住户在一定时期内对于货物和服务的全部最终消费支出。

股票估值模型

$$\begin{aligned} \text{股票价值} &= \sum_{n=1}^{\infty} [A(1-T) + B] \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+i)^n} \\ &= \sum_{n=1}^{\infty} \frac{CF_n}{(1+i)^n} \end{aligned}$$

其中,

A: 销售-采购成本-管理费-资产折旧

B: 资产折旧-资本项支出-营运资本

i: 利率

g: 销售收入增长率

T: 税率

CF_n: 在时间n时的现金流折现

	变化	股票
i	↑	利空
	↓	利好
T	↑	利空
	↓	利好
g	↑	利好
	↓	利空

大宗商品-基建/(农产品+化工品)

- 基建
 1. 中国全球基建项目
 2. 印度莫迪时代
- 农产品供大于求
- 石油重心下移+化工品供大于求

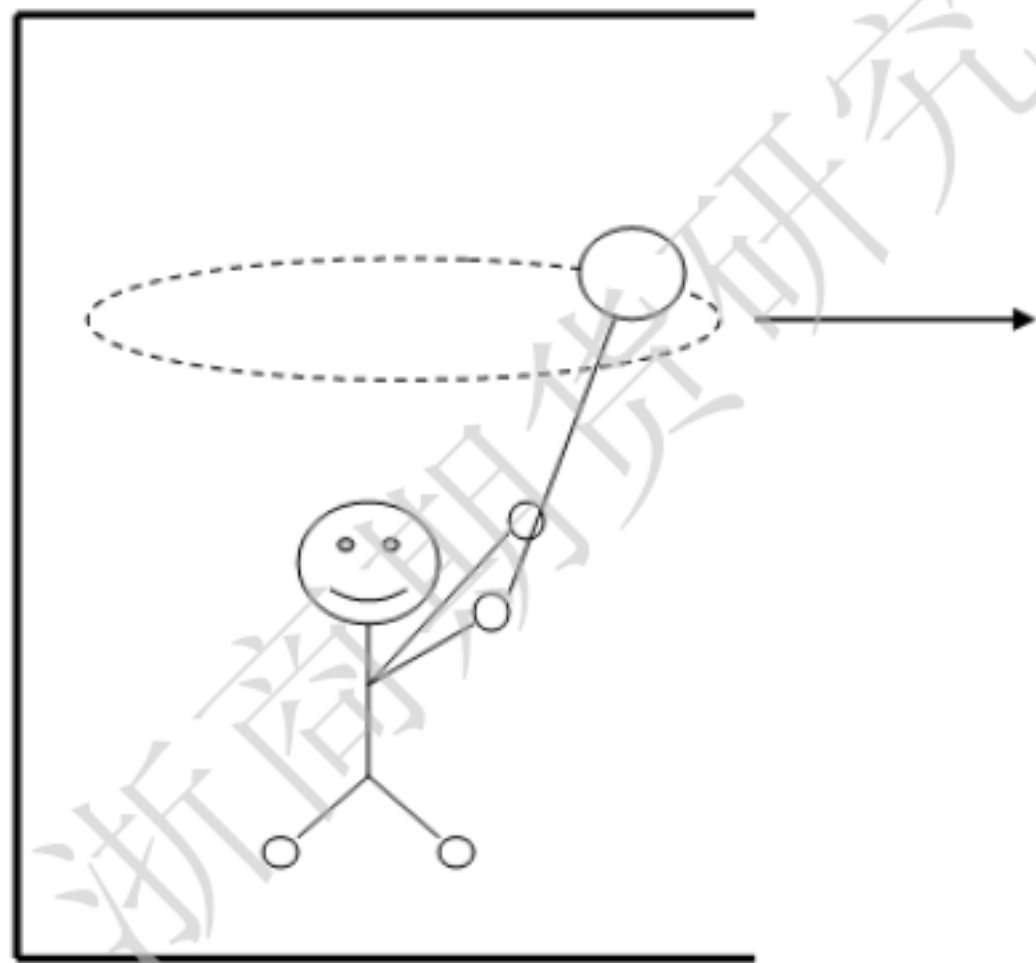
或有事件

- 中国税改-流转税上划中央，房产税消费税下划地方。
- 中国加大公共产品供给
- 以大宗商品出口为主的国家货币贬值
- 印度改革远超预期
- 中国从限制二胎到鼓励二胎

- 美国共和党上台，改变货币政策
- 中国全球基建计划遭到挫折
- 中国收入倍增计划遭到挫折
- 地缘政治

投资哲学

- 一切与时代和国家意志为敌的势力，终将消亡—托克维尔
- 对于投资来说，最好做时代和国家意志方向一致的事情，如果能再加上点杠杆，就更好了！



免责声明

作者：浙商期货研究院

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。