

诺德基金 研究月报

2016

4月刊

诺德基金管理有限公司供稿



宏观经济

指标	2015年全年	2016年1月	2016年2月	2016年3月	2016年3月预测	2016年全年预测
GDP(%)	6.9			6.7	6.7	6.6
CPI(%)	1.4	1.8	2.3	2.3	2.4	1.9
PPI(%)	-5.2	-5.3	-4.9	-4.3	-4.6	-3.9
社会消费品零售(%)	10.7		10.2	10.5	10.4	10.2
工业增加值(%)	6.1			6.8	5.9	5.9
出口(%)	-2.8	-11.2	-25.4	11.5	1.7	-3.5
进口(%)	-14.1	-18.8	-13.8	-7.6	-11.8	-4.2
贸易顺差(亿美元)	5945	632.9	325.9	298.6	262.3	6068.3
固定资产投资:累计(%)	10		10.2	10.7	10.2	10
M2(%)	13.3	14	13.3	13.4	13.5	13.1
人民币贷款(%)	14.3	15.3	14.7	14.7	14.3	14.7
1年期存款利率(%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.46	1.37
1年期贷款利率(%)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.1	4

宏观经济一览表

资料来源：WIND；诺德基金

宏观经济综述 (I)

一季度中国经济低开高走，工业通缩收窄而通胀温和回升。二季度作为经济传统旺季，物价季节性增长因素消除，通胀压力较小，同时美联储加息预期减弱有利于缓解市场对人民币贬值的担忧。宏观经济有望在短期进入了一个较好的阶段。

3月中采制造业PMI为50.2，较2月的49显著回升；3月财新制造业PMI为49.7，较2月的48亦显著回升

3月份CPI同比增速为2.3%，较2月持平，低于市场预期。

3月PPI同比跌幅从2月的-4.9%显著收窄至-4.3%，高于市场预期

分项来看，PMI生产指数由2月份的50.2上升至52.3，新订单指数由2月份的48.6上升至51.4，采购量指数由2月份的47.9上升至52.6。**PMI产成品库存指数**由2月份的46.4下降至46.0，**创10年10月份以来第二低值**，仅比今年1月份稍好，去库存效果开始显现。PMI原材料库存指数则由2月份的48.0小幅上升至48.2，企业开始主动补库存。**实体经济全面回暖迹象比较明显。**

经季节性调整后，3月CPI月环比下降0.4%（2月环比上升1.6%）。**食品及非食品价格环比均有所下降**，主要是由于春节后价格回落。但高频数据表明蔬菜及猪肉价格仍面临通胀压力。由于2季度CPI基数较低，**预计CPI同比回落概率不大。**

经季节性调整后，3月PPI月环比增长0.5%（2月环比下降0.4%），**为2013年8月以来首次上涨**。去年基数较低是3月PPI跌幅同比收窄的原因之一。近期投资需求和预期回暖带动水泥、黑色金属和有色金属、石油等上游产品价格显著上涨。

宏观经济综述（II）

一季度出口同比11.5%，市场预期1.7%，前值-25%，创2014年11月以来最高值；进口同比-7.6%，市场预期-10%，前值-13.8%，创2015年7月以来最高值；

一季度用电量同比3.2%，其中第二产业用电量同比0.2%，均为2014年四季度以来最高值。

一季度国内生产总值158526亿元，按可比价格计算，同比增长6.7%。这一增速好于预期。

美联储3月两次FOMC会议都显现出鸽派态度。

去年基数低是出口同比大幅增长的主要原因，剔除基数原因之后，同比增长0%，仍然是2015年6月以来**第二高**，表明出口确实有所改善，与欧、美制造业回暖，全球贸易复苏有关。**进口同比大幅回升**，是2014年11月以来的最高值。**进口大幅上涨与大宗商品价格大幅回升相印证。**

2015年各季度用电量同比均低于2%，第二产业用电量同比均为负值。**用电量回升与PMI大幅回暖都表明工业生产出现回暖迹象。**

第一产业增加值8803亿元，同比增长2.9%；**第二产业**增加值59510亿元，增长5.8%；**第三产业**增加值90214亿元，增长7.6%。

部分委员认为如果4月加息会给市场传递美联储急于加息的错误信号，这其实也意味着这些委员是**明确反对4月加息的**。

股票市场



股票市场	指数变动 (%)					
	4月22日收盘价	一周变动	一个月	三个月	六个月	年初至今
中国大陆						
上证综指	2959.24	-3.86	-1.34	1.46	-12.16	-16.39
深证成指	10151.76	-5.42	-1.86	0.40	-10.20	-19.84
创业板指	2136.92	-7.48	-3.82	-0.59	-13.07	-21.26
美国						
标普500	2091.58	0.52	2.04	9.68	1.90	2.33
道琼斯工业指数	18003.75	0.59	2.40	11.87	2.94	3.32
罗素2000指数	1146.69	1.39	4.50	12.35	-0.68	0.95
欧洲						
STOXX欧洲50	2933.11	2.28	3.86	2.05	-7.66	-5.39
富时100	6310.44	-0.53	1.90	6.96	-1.03	1.09
德国DAX	10373.49	3.20	3.84	6.23	-1.13	-3.44
法国CAC40	4569.66	1.66	3.11	5.37	-4.84	-1.45
俄罗斯RTS	931.46	2.91	4.77	34.72	8.21	23.04
日本						
东证指数	1407.50	3.39	2.74	2.42	-7.29	-9.04
日经225	17572.49	4.30	3.07	3.62	-4.68	-7.68
亚洲						
恒生指数	21467.04	0.71	3.87	12.51	-6.03	-2.04
台湾加权指数	8535.75	-1.89	-2.84	10.05	-0.84	2.37
新加坡REITS指数	712.25	0.90	3.02	11.00	-2.64	1.52

大势回顾

资料来源：WIND；诺德基金

股票市场综述

资金充裕

政策友善

经济短期企稳

近期，从高频数据来看，经济有短期企稳的迹象；从A股市场所处的货币环境来说，美联储加息预期降温、中国外汇管制迹象明显，人民币贬值及资金流出担忧大幅缓解、债券市场疲软，杠杆提升空间不大，吸收资金能力降低，因此针对A股市场的货币环境明显优化；从政策层面来看，延缓注册制、删除战略新兴板、债转股、券商扩杠杆、MSCI再议吸收A股给A股创造了更为友好的政策环境。

高估值

流动性较差

是潜在的风险

与此同时，A股还是存在着一定的风险。目前A股市值加权平均市盈率（TTM）为13倍，平均市净率为1.5倍；而A股中位数市盈率（TTM）为69倍，中位数市净率为5.6倍。从历史数据上看，虽然权重股处于历史较低估值状态，但大部分公司处于较高估值状态。同时，A股市场近期的成交量始终没有放大，造成很多股票流动性不足，这也是一个较大的隐患。

债券市场



债券市场	指数变动 (%)					
	4月22日收盘价	一周变动	一个月	三个月	六个月	年初至今
中证全债	173.27	-0.23	-0.49	0.19	2.68	0.65
中证公司债	174.17	-0.02	0.22	1.36	3.05	1.80
中证国债	168.38	-0.08	-0.11	1.00	3.38	1.53
中证金融债	169.57	-0.36	-0.72	-0.55	2.29	-0.26
中债中短期债券净价(总值)指数	117.60	-0.54	-1.09	-1.48	0.10	-1.57
中债长期债券净价(总值)指数	117.26	-0.45	-0.85	-0.96	0.24	-1.04
中债央票总净价(总值)指数	123.78	-0.95	-1.37	-0.80	3.77	0.94
中债短融总净价(总值)指数	102.73	-0.03	-0.13	-0.15	-0.27	-0.28
中债企业债总净价(总值)指数	98.84	-0.07	-0.26	-0.26	-0.34	-0.27
标普中国可转债指数	91.88	-0.73	-1.91	-2.85	-2.66	-2.70

大势回顾

资料来源：WIND；诺德基金

债券市场综述

近期债券市场表现疲软，收益率走高导致成交价下跌。信用债近期违约事件频出、经济转暖更多资金抽身配置权益资产，可能是债市下跌的主要原因。同时，机构的担忧正在形成一致预期，放慢债券资产配置节奏，主动降低杠杆使得债市进一步降温。

我们需要特别关注由信用债的持续调整带来的潜在的流动性风险。信用债的持续调整，近期已经开始导致部分产品出现赎回压力。未来短时间内信用债面临的压力都难以出现明显的缓和，信用债的调整导致以信用债为主要配置标的的产品面临净值的亏损，一旦出现信用风险事件不得不抛售利率债以换取流动性，进而引发利率债的调整风险。并且，由于经济有企稳迹象，通胀温和回升，利率债本身就面临着较大的调整压力。



商品市场

指数变动 (%)

商品市场	4月22日收盘价	一周变动	一个月	三个月	六个月	年初至今
能源						
NYMEX原油	43.75	8.29	6.14	35.66	-3.83	18.02
ICE布油	45.16	5.39	8.64	40.77	-6.35	20.11
NYMEX天然气	2.26	18.12	21.10	5.92	-4.97	-4.00
基本金属						
LME铝	1652.50	6.30	9.98	11.28	11.24	10.09
LME铜	5030.50	4.67	-0.65	13.18	-3.88	7.28
贵金属						
COMEX黄金	1233.70	-0.16	-1.19	12.34	5.82	16.33
COMEX白银	16.99	4.49	6.82	21.11	7.26	22.86

大势回顾

资料来源：WIND；诺德基金

目前大宗商品走势强劲，但仅从供需基本面无法解释。我们认为，这可能与近期政策层面上，中国央行放水、进行供给侧改革；经济层面上，中国经济数据好转提升了大家对未来经济的看好预期；技术面上，对前期超跌进行回补有关。



**大宗商品走势
持续强劲**

专题研究

油气行业

本文由诺德基金郝旭东供稿；
郝旭东先生具有七年证券行业从业经历；
目前是诺德成长基金的基金经理。

原油供需特征与原油暴跌之谜

原油作为市场规模最大且衍生品最多的大宗商品，被誉为工业的命脉和大宗商品之王。布伦特原油期货价格从2014年6月份高点时的116美元，最低下跌到27美元，最大跌幅高达77%，国际原油市场正在经历寒冬。

价格的变化首先来自于商品供需关系的改变。原油的供需关系非常独特，从原油的供应端来说，勘探以及钻探打井阶段的成本占比较高，但开始采油后的日常维护费用并不高，因此边际成本非常低。即使原油价格跌破石油开采企业的平均成本，也不会跌破边际成本，因此石油开采企业并不会选择关井减少产量。从原油的需求端来说，原油作为大宗的液体资源，具有难存储、存储成本极高的特征，大家一般不会刻意囤油。因此，原油的需求过于刚性，其边际需求的曲线是非常陡峭的，只要供给端或需求端的任意一方发生较小的变动，就会对原油价格产生极大的影响。



资料来源：WIND；诺德基金

此次油价下滑，从供给方面看，前期持续的高油价促进了美国的水力压裂技术革命，进而引发北达科他州和其他盛产页岩油州府地区的繁荣。美国每天的原油产量从原来的500多万桶，大幅增长到900多万桶。

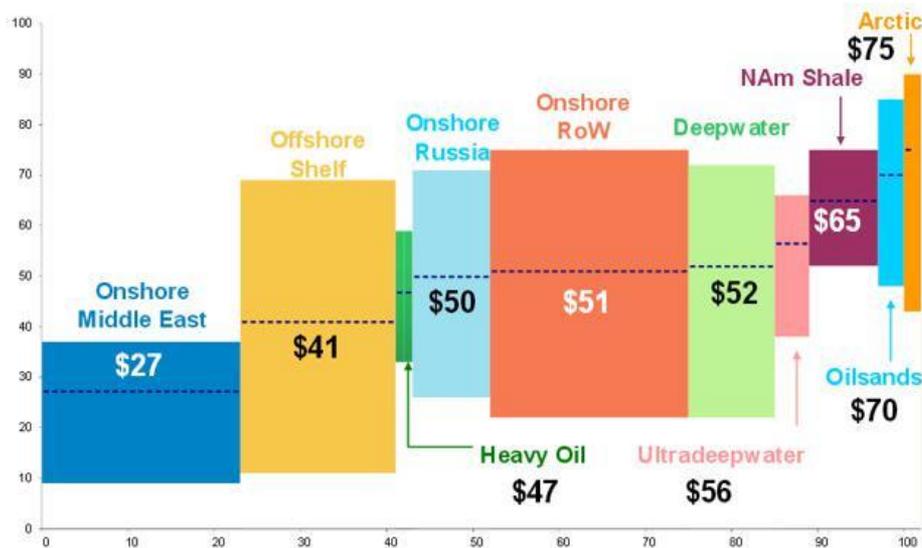
从需求方看，中国过去一直是石油需求增量的主要贡献国，但随着中国经济进入调整期以后，石油需求也相应放缓。

同时，传统产油国为了保障其在原油市场上所占据的市场份额，依靠成本优势而发动“价格战”以打击美国的页岩油生产者，这使得石油供需失衡进一步扩大。市场上还有观点认为，美国政府用油价作为打击俄罗斯经济的武器，加剧了此次油价下跌的幅度。**政治和市场因素的博弈进一步加剧了国际油价的下跌。**

从油气能源发展路径看长期油价走势

不同特征的油田其开采成本是不同的，低的不到10美元/桶，高的超过100美元/桶。当原油市场的价格变化时，就会有不同成本的油田进入开采状态。我们看到在2007年以后，油价超过了60美元，并一度走高至140美元。持续的高油价促进了页岩、深海、超深地层等高成本油田的开采。同时，页岩、深海、超深地层等油田也是未来油气发展的主要方向。因此，未来的石油价格很难在长期低于这些新增油气生产的平均成本，也就是60美元。

这些油气发展的新方向中，页岩油目前的产量相对较高，但页岩油依旧难以替代OPEC。页岩油不仅开采成本较高，并且页岩油田具有高衰减性的特征，需要持续资本支出、没有自有现金流，油田开发严重依赖外部融资。一旦油价长时间低位运行，企业一般只能简单关井；目前OPEC每天的产量在3000万桶以上，页岩油的产量仅为500万桶左右，油价处于页岩油成本下方，可以预计的是，在这样的环境中页岩油很难增产，更别说替代OPEC了。

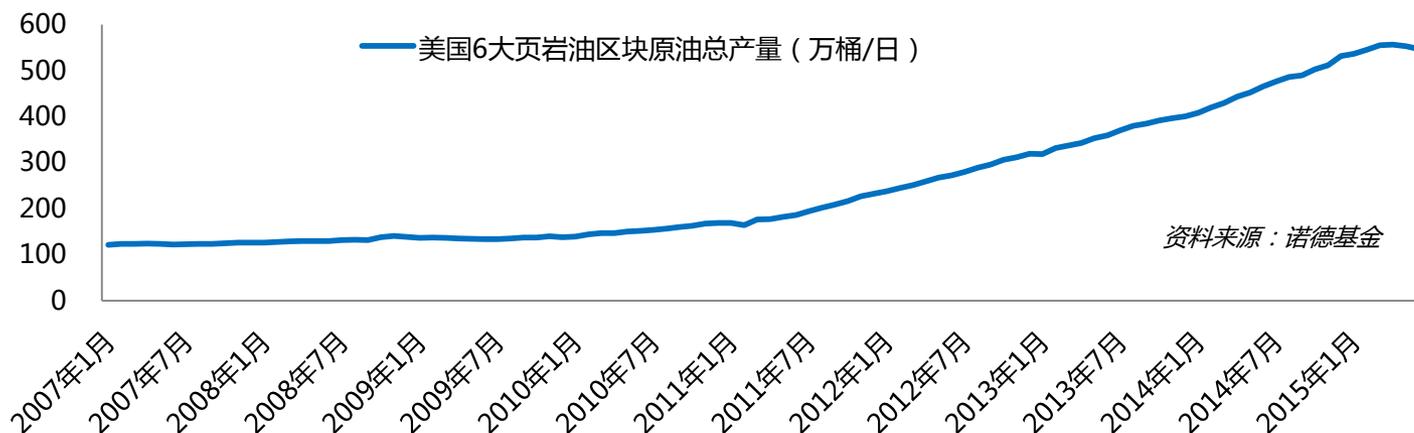


资料来源：Morgan Stanley；诺德基金

因此，长期来看经过各方多番博弈后，局面会进入到一个新的平衡阶段，届时原油价格有望在更高的价格区间实现新的平衡。不过，在激烈的博弈期间，油价仍然有可能出现较大的波动。

短期因素有利于油价企稳回暖

美元走弱，支撑油价。因为美联储鸽派的表态，近期市场对美元加息预期减弱使得美元走弱，这对大宗商品的价格形成了支撑。



- **供给方面**，2015年开始美国页岩油产量逐步下滑，OPEC有望达成冻产协议。并且OPEC提出的50美元的目标价对市场有一定的指引作用。
- **需求方面**，中国经济有企稳态势，市场预期对大宗商品的需求会上升，这带动了大宗商品价格的上涨。
- **地缘政治方面**，全球地缘政治风险已经进入高发期，中东地区各国政治风险此起彼伏，美国和俄罗斯在中东地区的政治博弈仍在继续，未来中东地缘风险可能加剧。

油气行业目前处于历史上的相对底部位置，目前可以多留意处于低位的油气行业相关的投资机会。

星期日		星期一		星期二		星期三		星期四		星期五		星期六	
廿五	1	廿六	2	廿七	3	廿八	4	廿九	5	三十	6	四月	7
中国官方4月非制造业PMI	日本4月制造业PMI	中国财新4月制造业PMI	美国4月ADP就业人数环比(季调)	中国财新4月服务业PMI	中国经常账户差额:初步数	中国4月黄金储备							
中国官方4月制造业PMI	欧元区4月制造业PMI	欧元区3月PPI环比	欧元区4月服务业PMI	美国当周初次申请失业金人数(季调)	日本4月服务业PMI								
			欧元区4月综合PMI		日本4月基础货币:同比					美国4月失业率(季调)			
初二	8	初三	9	初四	10	初五	11	初六	12	初七	13	初八	14
中国4月贸易差额	金融机构来华3月直接投资净流入	中国4月CPI:同比	日本3月景气动向指数	中国4月社会融资规模	欧元区3月实际GDP(初值):环比(季调)	中国4月工业增加值:当月同比						中国4月固定资产投资:累计同比	
		中国4月PPI:同比		中国4月新增人民币贷款	欧元区3月工业生产指数:同比	中国4月社会消费品零售总额:当月同比							
初九	15	初十	16	十一	17	十二	18	十三	19	十四	20	十五	21
	中国4月银行售汇:当月值		日本3月GDP(初值):同比		美国当周初次申请失业金人数(季调)	美国4月成屋销售折年数							
	中国4月全社会用电量:累计同比		欧元区4月CPI:环比		美国费城联储5月制造业指数(季调)								
	日本4月消费者信心指数(季调)												
	美国5月纽约PMI												
十六	22	十七	23	十八	24	十九	25	二十	26	廿一	27	廿二	28
	日本4月进口额:同比							美国当周初次申请失业金人数(季调)	中国4月服务贸易差额:当月值				
								美国4月成屋签约销售指数	中国4月工业企业利润:累计同比				
									日本5月东京都区部CPI:环比				
廿三	29	廿四	30	廿五	31								
	欧元区5月经济景气指数(季调)	中国4月末列入官方储备的外币资产											
	欧元区5月服务业信心指数(季调)	日本4月工业生产指数:环比(季调)											
		美国达拉斯联储5月制造业产出指数											

2016年5月全球重要宏观事件提示

免责声明：本报告版权归诺德基金管理有限公司所有，仅供参考。未获得诺德基金管理有限公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或修改。本报告基于诺德基金管理有限公司及其研究员认为可信的公开资料，但诺德基金管理有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券、类别的投资建议，诺德基金管理有限公司也不承担投资者因使用本报告而产生的任何责任。

风险提示：任何投资都是与风险相关联的，越高的预期收益也意味着越高的投资风险。请您在投资任何金融产品之前，务必根据自己的资金状况、投资期限、收益要求和风险承受能力对自身的资产做一定的合理配置，在控制风险的前提下实现投资收益。投资有风险，选择须谨慎。