

1

主要资产类别展望 (对未来3个月看法)

| 资产类 | 子类 | 展望 | 主要影响因素点评 |
|------|---------|-----|--|
| 全球股票 | 美国 | □/▲ | 经济稳健增长，税改及财政刺激计划之下，2018年企业盈利同比预计逾15%；一季报披露期有望成为再次上涨催化剂 |
| | 欧洲 | □/▲ | 经济增长方向确定，但前期涨幅不及预期；贸易战目前未广泛波及该区域，意大利选举及英国脱欧等风险事件也在消退 |
| | 日本 | □ | 日本经济连续8季度扩张，创下自1989年最长增长期，但通胀孱弱，贸易战对其影响不明朗；森友学园丑闻仍在发酵 |
| | 新兴市场 | □ | 贸易战的不确定性让市场分化，相对看多巴西、印尼、韩国，看平印度，观察墨西哥、俄罗斯的变化，看空台湾、土耳其 |
| 中国股票 | A股市场 | □/▲ | 经济平、盈利稳，再配置需求、A股纳入MSCI有望带来边际资金流入，创新经济政策暖风频吹，新一轮改革预期有利于提升风险偏好，一季报或成为验证风格会否反转关键点 |
| 全球债券 | 美国国债 | □ | 美联储3月议息会没有调整2018年加息预期，仍保持在三次，且近期避险情绪推升国债价格，但预计中期波动性仍高 |
| | 投资级信用债 | □ | 前期杀跌情绪严重，年内跌幅超过2%，但全球经济回升趋势不变，企业经营状况持续改善，为其带来支撑，应有反弹 |
| | 高收益信用债 | □ | 受股市大幅下跌影响，高收益债板块一季度下跌，但违约率持续下降，油价上升让能源企业盈利改善，基本面整体无恙 |
| | 新兴市场 | □/▲ | 在美元持稳不再单边走弱及贸易战阴影之下，新兴市场债普遍走低，但各经济体普遍运行良好，预计该板块同样将反弹 |
| 中国债券 | 利率债 | □ | 经济平稳，货币政策稳健中性，年内公开市场将跟随美联储加息而上调利率；资管新规及配套细则落地影响或超出预期 |
| | 信用债 | □ | 企业盈利增速回落、中低评级及民企产业债集中到期叠加再融资难度居高不下，信用风险存在上行压力，利差将走阔 |
| 大宗商品 | 黄金 | ▼ | 全球经济持续增长，美债收益率将继续上行，持有黄金的资金成本在上升，不利于金价长期走势；避险情绪有所回落 |
| | 原油 | □ | 供给仍是当前影响原油的主要因素，未来进一步减产与页岩油持续增产都存在较大不确定性，原油的不确定性也将增加 |
| 国际地产 | 国际REITs | □ | 美国REITs一季度经历业绩预期与估值双方面重新定价，但底层物业基本面依然稳健，预计二季度存在一定反弹机会 |
| 中国地产 | 中国地产 | □/▼ | 两会过后二季度供应将逐步回暖，一二线城市销售底部复苏但增幅有限，部分三四线市场热度的乐观预期逐步回归理性 |
| 外汇 | 美元 | □/▼ | 美国基本面平稳，美联储3月宣布加息，并预计年内仍有两次加息，支撑美元；但“双赤字”及贸易战的担忧拖累美元 |
| | 欧元 | □/▲ | 欧元区经济复苏良好，欧元仍受资金追捧，且经常账户保持高额顺差，未来重点关注欧洲央行货币政策态度的变化 |
| | 日元 | □/▲ | 美日长期利差与汇率的传导逻辑失效，经常账户及金融账户双顺差为日元提供支撑，贸易战引发的避险情绪利好日元 |

注：▲表示看多，□表示看平，▼表示看空

请阅读尾页的重要声明

2 主要资产类别月度回顾

◇ 股票

| 地区/国家 | | 指数 | 收盘 | 表现 (%) | | |
|-------|-----|-----------|--------|--------|-------|-------|
| | | | | 近1月 | 年初至今 | 近12月 |
| 全球 | 全球 | MSCI ACW | 506 | -2.37 | -1.41 | 12.69 |
| 亚太 | 中国 | 上证综指 | 3,169 | -2.78 | -4.18 | -1.66 |
| | 香港 | 恒生指数 | 30,093 | -2.44 | 0.58 | 24.81 |
| | 日本 | Nikkei225 | 21,454 | -2.78 | -5.76 | 13.46 |
| | 韩国 | KOSPI | 2,446 | 0.76 | -0.88 | 13.22 |
| | 印度 | SENSEX30 | 32,969 | -3.56 | -3.20 | 11.30 |
| 欧洲 | 欧洲 | STOXX600 | 371 | -2.31 | -4.70 | -2.69 |
| | 英国 | FTSE100 | 7,057 | -2.42 | -8.21 | -3.64 |
| | 法国 | CAC40 | 5,167 | -2.88 | -2.73 | 0.87 |
| | 德国 | DAX | 12,097 | -2.73 | -6.35 | -1.76 |
| | 俄罗斯 | RTS | 1,249 | -2.81 | 8.23 | 12.18 |
| 美洲 | 美国 | NASDAQ | 7,063 | -2.88 | 2.32 | 19.48 |
| | 美国 | S&P500 | 2,641 | -2.69 | -1.22 | 11.77 |
| | 墨西哥 | MXX | 46,125 | -2.77 | -6.54 | -4.98 |
| | 巴西 | IBOV | 85,366 | 0.01 | 11.73 | 31.36 |

◇ 债券

| 10年期国债 | 到期收益率 (%) | | | |
|--------|-----------|------|--------|-------|
| | 收盘 | 1个月前 | 2017年末 | 12个月前 |
| 中国 | 3.74 | 3.82 | 3.88 | 3.28 |
| 美国 | 2.74 | 2.87 | 2.40 | 2.40 |
| 德国 | 0.53 | 0.70 | 0.48 | 0.33 |
| 法国 | 0.72 | 0.93 | 0.79 | 0.96 |
| 日本 | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.07 |

◇ 其他资产类

| 资产类 | 收盘 | 表现 (%) | | |
|---------|----------|--------|-------|--------|
| | | 近1月 | 年初至今 | 近12月 |
| 伦敦金 | 1,325.03 | 0.55 | 1.72 | 6.11 |
| 沪金 | 271.55 | -0.18 | -2.25 | -2.53 |
| 布伦特原油 | 69.35 | 7.10 | 4.10 | 29.34 |
| 全球REITs | 2,574.32 | 2.91 | -5.27 | 0.93 |
| 美元指数 | 89.98 | -0.76 | -2.47 | -10.50 |
| USDJPY | 106.29 | -0.37 | -5.68 | -4.58 |
| GBPUSD | 1.40 | 1.81 | 3.73 | 11.62 |
| EURUSD | 1.23 | 1.06 | 2.68 | 15.67 |
| USDCNY | 6.29 | -0.65 | -3.77 | -8.86 |

数据来源: Wind, Bloomberg, 各指数为本币计价, 国际商品以美元计价, 沪金以人民币计价, 截至2018/3/31

请阅读尾页的重要声明

3 观察嘉

◇ 要闻回顾

◇ 中国1-2月工业增加值大幅好于预期

1-2月份规模以上工业增加值同比增长7.2%，高于预期6.2%和前值6.6%，环比增长0.57%，大幅好于预期。1-2月城镇固定资产投资同比增长7.9%，高于预期的7%，前值7.2%。中国1-2月社会消费品零售增速较12月有所提升，不过依然小幅低于市场预期。整体上经济增速并不弱，特别是与去年的经济增长存在重大区别。2017年国内经济在去产能和去库存推动下，企业盈利和PPI明显回升，供给侧的发力影响明显；而今年年初，反而是需求拉动经济的作用更加明显。

◇ 中国3月官方制造业PMI 51.5，连续20个月高于荣枯线

中国3月官方制造业PMI 51.5，好于预期50.6与前值50.3，制造业呈现稳中有升的发展态势，已连续20个月站稳荣枯线上方。国家统计局赵庆河解读称，生产需求扩张，供需更趋活跃；外贸形势总体向好，进出口双双回升；产业结构优化升级，供给质量继续提升；企业采购力度加大，购进价格指数走稳。

◇ 如期而至！中国对美国128项进口商品加征关税

3月8日，美国总统特朗普签署公告，认定进口钢铁和铝产品威胁美国国家安全，决定于3月23日起，对进口钢铁和铝产品加征关税（即232措施）。为维护我国利益，平衡因美国232措施给我国利益造成的损失，我自2018年4月2日起对原产于美国的7类128项进口商品中止关税减让义务，对水果及制品等120项进口商品加征关税税率为15%，对猪肉及制品等8项进口商品加征关税税率为25%。

◇ 国务院再送4000亿减税礼包，让更多企业享受计税优惠

3月28日，李克强总理主持召开国务院常务会议，确定深化增值税改革的措施，明确将进一步减轻市场主体税负。会议决定，从2018年5月1日起，将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%，预计全年可减税2400亿元。

◇ 易纲“首秀”定调货币政策数

中国人民银行行长易纲在出席“中国发展高层论坛2018年会”时表示，货币政策将继续保持稳健中性，为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。这也是易纲履新后首次公开出席活动并发表演讲。易纲将当前金融方面的主要工作概括为三句话。第一，实施好稳健的货币政策。第二，推动金融业的改革和开放。第三，打好防范和化解重大风险的攻坚战，保持金融业整体稳定。

◇ CDR新政落地，发行体制迎重大突破

国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》，宣布开展创新企业境内发行股票或存托凭证（CDR）试点。试点企业应当是符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且达到相当规模的创新企业。证监会修改上市管理办法予以配合。

◇ 美国贸易代表：6月前或不会对华开征关税，中美有望谈判避免关税

美国贸易代表Lighthizer周三表示，他将在中国商品关税生效之前给出60天的窗口期，6月前或不会开始开征关税。当被问及中美双方是否可能通过谈判来避免关税大战时，Lighthizer表示：“我认为这存在希望。”此外他表示，将中美贸易关系“带到一个好的地方将需要几年时间”。据路透报道，美方希望中国下调对美国进口汽车征收的25%的关税，并给予美国公司在中国金融业更大的准入。

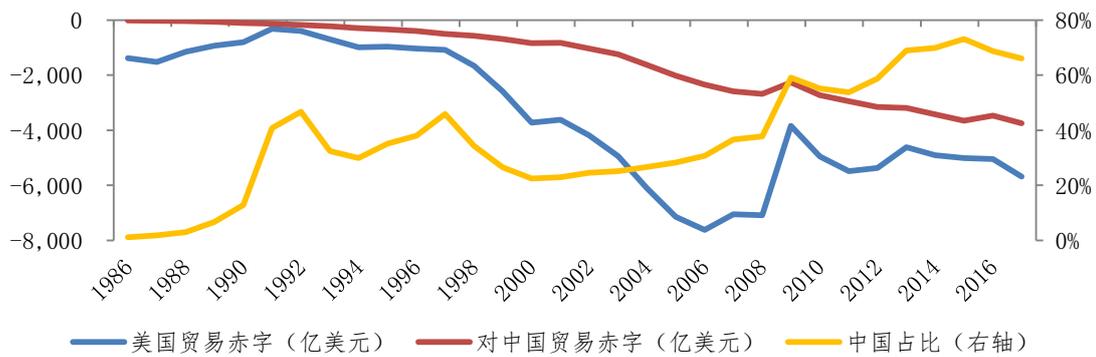
请阅读尾页的重要声明

3 观察嘉

◇ 嘉实观察：美国发动贸易战？源起、前景及影响

每月一图

2000年以来，美国对中国贸易逆差不断扩大，中国贡献逾六成逆差



数据来源：Wind

美国正在发起一轮国际贸易战

近期，美国在贸易领域频频动作，先是在3月8日宣布，将对其进口的钢铁和铝分别征收25%和10%的关税，引发了全球范围内各国的口诛笔伐（但之后美国豁免了一系列国家或地区，包括欧盟、加拿大、墨西哥、澳大利亚和韩国），随后在3月22日美国总统特朗普签署了一项备忘录，宣称将对从中国进口的商品大规模征收关税，并限制中国企业对美投资并购。具体而言，美国贸易代表办公室（USTR）将在15日内发布目标征税产品清单（据披露涉及到航空、现代铁路、新能源汽车和高科技产品等），然后在30天内接受公众评论；而美国财政部也表示，已经研究了限制中国对美国投资并购企业的方案，将在60天内出台。全球陷入贸易战的阴霾中，资本市场的反应非常直接，美国标普500股票价格指数在3月19日到23日单周下跌5.95%，MSCI中国股票价格指数单周下跌6.17%，而避险资产黄金则于同期上涨2.49%，日元同期上涨1.19%，恐慌情绪表露无遗。

贸易战没有胜者，双方均受损

从理论上来说，国际贸易的基础在于要素禀赋下的比较优势和国际分工，其结果是改善不同经济体之间的效率，其本质是互惠互利的，贸易战的结果没有胜利的一方。以美国为例，从中国进口的产品尽管可以一定程度上找到其他替代国，但代价是产品价格的上涨，美国的广大消费者都将感受到因此推升的通货膨胀，造成实际购买力的下降；此外，美国部分产业也将会因中国的反制措施而直接受损，以大豆为例，2017年美国出口中国的大豆价值近140亿美元（占美国大豆出口的60%），而且本身已经面临巴西大豆的竞争，若中国提高对美大豆进口的关税，则其市场份额将显著下降，这对美国大豆农业的损失不言而喻，类似的情况还可能发生在美国对中国出口的猪肉、航天、汽车等领域。

美国贸易逆差非贸易战可根治

请阅读尾页的重要声明

美国贸易战主要想解决的问题之一是巨额的贸易赤字，而自2000年加入世贸组织之后，中国贡献了美国主要的赤字来源。据美国商务部统计数据，2017年，美国5684亿美元的贸易赤字中，中国的部分是3752亿美元，占比约66%。但降低中国的贸易赤字就能够拯救美国的巨额贸易逆差？答案显然是否定的。因为这些商品即使不从中国进口，也要从其他的替代国进口，而价格甚至更高。直接的关税措施，或者贸易战并不能根治美国的贸易账户逆差，其背后的深层次原因来自国际分工，也来自美国自身的经济结构和居民储蓄习惯，非一朝一夕所能彻底解决。

那进行贸易战对美国的好处在哪里？一方面，特朗普政府进行的减税，以及即将进行的基建等财政刺激计划，都将扩大政府的财政支出赤字，这可能进一步恶化美国的国际收支状况，贸易战在一定程度上可以稍微缓解上述因素对国际收支的压力；另一方面，中国近年来在新兴产业上的不断崛起和发展（如5G、互联网、新能源、新材料、高端制造等），让美国对其在上述领域的持续竞争力产生了担忧，对这些领域的抑制（征税以及限制对美投资），颇有些修昔底德陷阱的意味。

双方协商依然是最可能的前景

即便如此，中美双方通过协商来解决贸易争端仍然是最可能发生的一种情景。正如前文所述，中美贸易战只能使双方受损，若贸易战进一步升级，这种损失将是难以承受的，甚至会全球经济重新拖入到衰退的泥淖。因此，释放善意，通过沟通和协调，互相让步和理解，达成一致的方案，仍然是最有可能的情形。尤其是对于美国而言，特朗普政府将面临来自本国农业、航空、汽车等方面的直接压力，而通胀推升的生活成本上升带来的选民的愤怒则可能在中期选举（2018年11月）对共和党产生不利的影 响。当然，在最终和解以前，双方必然会经历“威慑”的阶段，以表明自身的态度和力量，争取到对己方更为有利的局面。

未来全球资本市场将如何演绎

市场的态度已经显露无疑，对贸易战是极度厌恶的。按照上面基本情形下的假设，在经历了威慑阶段之后，若最终实现了和解，风险偏好有望重新回归。具体而言，预计在美国正式公布关税涉及的1300种产品目录之后，市场仍会呈现动荡的局面，但随着中美磋商的深入以及和解可能性的升高，股票市场将重新大幅反弹上涨，而避险资产则将下跌。在计入本次贸易战的影响之前，市场普遍预计美股标普500指数2018年企业盈利同比增长超过15%，全年的预期回报则在5%-10%之间，当前市场的深跌恰好为投资者迎来了布局风险资产（如全球股票类）的良好时机。

当然还有另一种思路。除中美股市之外，在风险情绪的影响下，其他股票市场在近期也均有不同程度的下跌，其中有部分市场还是中美贸易的替代国（例如前文提到的大豆，巴西即为中国对美国进口大豆的主要替代国；而墨西哥及部分东南亚国家，则是美国对中国贸易进口产品的替代国），布局上述市场的性价比也较高——若贸易战如预期般并未实质发生，则上述市场将跟随风险情绪的回归而反弹；若贸易战真的恶化，则上述经济体反而有望从本轮贸易战中直接受益，将促使其长期经济前景改善，并体现在中长期股市的上涨中。

嘉实财富管理有限公司

北京：北京市朝阳区建国路91号金地中心A座6层（100022）

Tel: 010-65215588; Fax: 010-65185678

上海：上海市浦东新区世纪大道8号国金中心二期53层12-15单元（200120）

Tel: 021-38789658; Fax: 021-68880023

广州：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心50层05B-06A单元（510623）

Tel: 020-88836780

深圳：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦16层（518038）

Tel: 0755-25870686; Fax: 0755-25870663

杭州：杭州市江干区四季青街道钱江路1366号万象城2幢1001B室（310020）

Tel: 0571-88061392

南京：南京市新街口汉中路2号亚太商务楼23层B区（210005）

Tel: 025-66685001; Fax: 025-66671100

青岛：青岛市市南区山东路6号华润大厦3102-03室（266000）

Tel: 0532-89075639; Fax: 0532-86686627

成都：成都市高新区交子大道177号中海国际中心A座2单元21层04-05单元（610041）

Tel: 028-86202100; Fax: 028-86202709

宁波：宁波市海曙区月湖金汇小镇拗花巷18号（315100）

Tel: 0574-87648227

西安：西安市二环南路西段64号凯德广场11楼1102-15 雷格斯（710000）

Tel: 029-87204861

重要声明

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。