

## 国内宏观：制造业持续扩张，经济增长将保持中高速

12月中采联制造业PMI指数以51.4%的年内次高点位收官，财新制造业PMI指数更是上升至51.9%的四年新高，制造业整体呈现持续快速扩张的态势。2017年虽面临房地产周期性下行、汽车及地产相关消费增速下滑等负面因素的制约，但在财政政策更加积极、基建投资发力、PPP加速落地等的支撑下，预计经济增速会有所下滑，但仍将保持在6.5%左右的中高增速水平上。

## 国际宏观：全球经济稳步回升，关注特朗普就职演讲

全球经济在稳步回升，“再通胀”将是2017年的主题。除美国经济在明显回升（尤其体现在强劲的就业市场上）之外，欧元区最新制造业PMI指数为54.9%，创下了近5年半的新高，在大宗商品价格稳定的背景下，预计全球主要经济体的通胀水平将在2017年向着2%的目标实现或者接近。1月需要特别关注的是特朗普的总统就职演讲，届时新一届政府的政策将更加明朗。

## 国内股市：A股有望震荡修复，可提前布局春节行情

12月A股震荡下行，几乎回吐了11月涨幅，上证综指收于3103点全年下跌逾12%，大盘蓝筹好于成长。当前较之去年同期均面临汇率波动和限售股解禁压力，不同的是当前贬值空间有限，但限售股解禁规模较2016年初稍大，然而A股尤其成长板块估值经历了较大消化，估值压力明显缓解，再考虑到宏观经济基本平稳，企业盈利仍在改善阶段，预计1月份A股有望震荡修复。主题方面，建议关注国企改革和基建板块，以及食品饮料等消费行业的春节行情。

## 国际股市：特朗普交易趋于尾声，市场在寻找新的方向

由特朗普就任美国总统而引发的“特朗普交易”已接近尾声，而市场也开始逐渐衡量各项利好政策——减税、扩大财政支出、放松金融管制等——的现实可行性。整体上，这些政策将导致全球新一轮的“再通胀”过程，在这一周期中股票资产将好于债券资产。但同样需要注意的是，由于主要市场估值偏贵（如美国和欧洲，其中美股估值超过历史平均1个标准差），若要触发新的较大幅度的上涨则需要有更多确定性的提升盈利指标的利好政策，1月将是很好的窗口期。

## 国内债市：货币环境偏紧，收益率短期内仍会易上难下

2017年稳增长目标有所弱化，“防风险、抑泡沫、去杠杆”成为关注重心。货币政策基调被调整为“保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定”。预计货币环境短期将维持2016年下半年以来的偏紧态势，同时短期企稳的经济基本面和仍处于上行阶段的通胀水平也暂不支持债券收益率的大幅下行。

## 大宗商品：需求温和复苏，叠加减产助推油价温和上行

尽管后半程乏力，黄金在2016年仍录得约8.5%（美元计价）的涨幅，随着美元指数在近期企稳，以及金价在前期的下跌，预计1月金价将趋稳，其在2017年的价值主要体现在避险。对于原油，预计全球经济进入复苏扩张期，需求端将继续回暖，而欧佩克以及非欧佩克组织的减产也将从供给端对市场形成利好，虽然有页岩油虎视眈眈，但预计油价仍将以温和上行为主。

图1: 国内制造业持续扩张

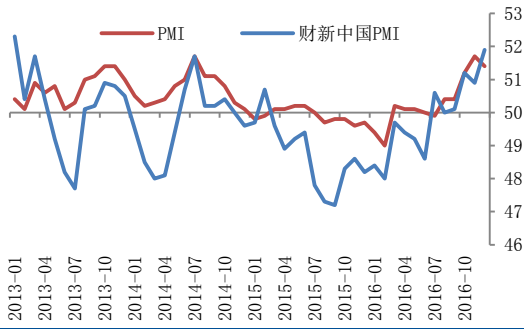


图2: 2017年1月, 特朗普将再次成为焦点

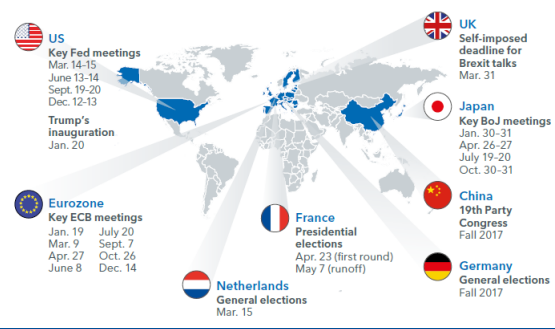


图3: 贝莱德预计2017年全球股票资产整体表现将好于债券(4%-6%之间)

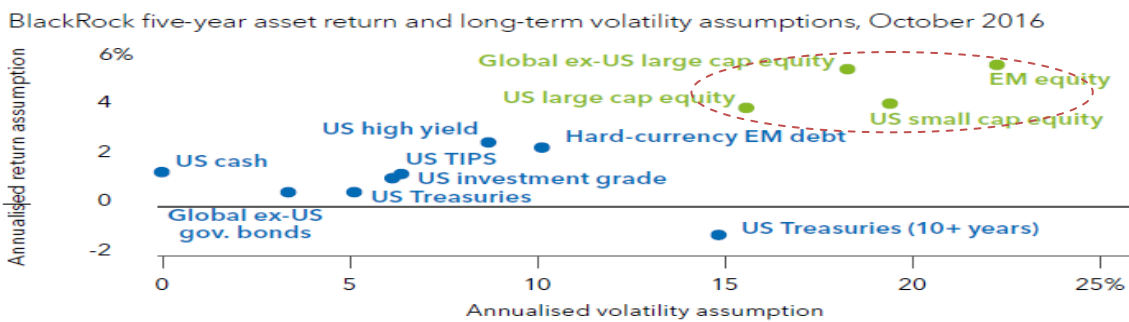


图4: A股主要股指估值水平接近相对合理

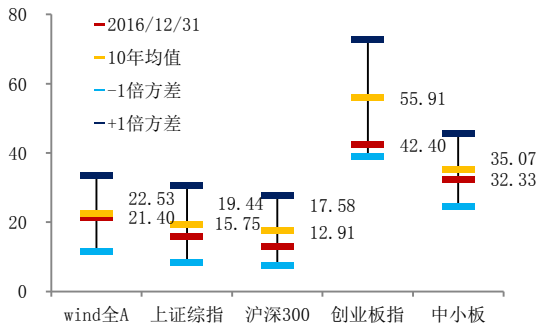


图5: 债券收益率短期内恐怕易上难下

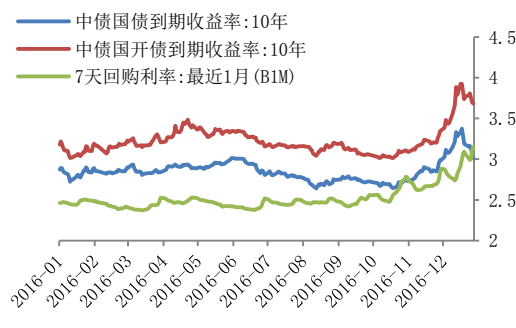


图6: 高盛预计欧佩克及非欧佩克组织的减产措施将助推油价在2017年上半年继续温和上行

OPEC crude oil production (kb/d)								Non-OPEC crude production (kb/d)							
	IEA realized		GS Forecast		Adjustment				IEA realized		GS Forecast		Adjustment		
	Oct-16	Nov-16	1H17	2H17	Announced	GS	Compliance		Oct-16	Nov-16	1H17	2H17	Announced	GS	Compliance
Algeria	1,130	1,120	1,080	1,098	-50	-50	100%	Russia	11,229	11,210	11,027	11,269	-200	-203	101%
Angola	1,510	1,670	1,650	1,650	-78*	-20	25%	Oman	1,012	1,013	967	979	-45	-45	100%
Ecuador	540	560	540	560	-26	0	0%	Mexico	2,103	2,075	2,012	1,968	-100	-91	91%
Gabon	220	230	211	200	-9	-9	100%	Azerbaijan	812	797	797	802	-35	-16	44%
Iran	3,720	3,720	3,765	3,842	90	45	50%	Kazakhstan	1,640	1,669	1,642	1,692	-20	2	-10%
Iraq	4,590	4,610	4,525	4,550	-210	-65	31%	South Sudan	124	123	118	109	-8	-6	75%
Kuwait	2,930	2,830	2,795	2,913	-131	-135	103%	Sudan	86	85	85	86	-4	-1	25%
Libya	510	580	600	600	-30	-30	100%	Bahrain	198	198	188	204	-10	-10	100%
Nigeria	1,580	1,620	1,600	1,600	-486	-485	100%	Malaysia	664	663	658	660	-20	-7	33%
Qatar	630	650	600	618	-139	-140	101%	Equatorial Guit	234	233	224	211	-12	-11	88%
Saudi	10,560	10,630	10,075	10,538	-486	-485	100%	Brunei	93	91	91	92	-4	-2	50%
UAE	3,090	3,100	2,950	3,113	-139	-140	101%	<b>Non-OPEC</b>	<b>18,195</b>	<b>18,157</b>	<b>17,807</b>	<b>18,071</b>	<b>-458</b>	<b>-388</b>	<b>85%</b>
Venezuela	2,150	2,140	2,065	1,988	-95	-85	89%	Core (GCC, Russia, Oman, Algeria, Bahrain)					-1,091	-1,098	101%
Indonesia	740	740	733	695				Natural declines					-255	-202	79%
<b>OPEC-14</b>	<b>33,900</b>	<b>34,200</b>	<b>33,189</b>	<b>33,962</b>	<b>-1,164</b>	<b>-974</b>	<b>84%</b>	Rest (Iraq, Kazakhstan, Ecuador, Malaysia)					-276	-63	23%

数据来源: 万得资讯, 彭博资讯, 贝莱德, 高盛



## 专栏：2016 年全球资本市场回顾

### 一、2016 年表现：原油大涨，股票后期发力

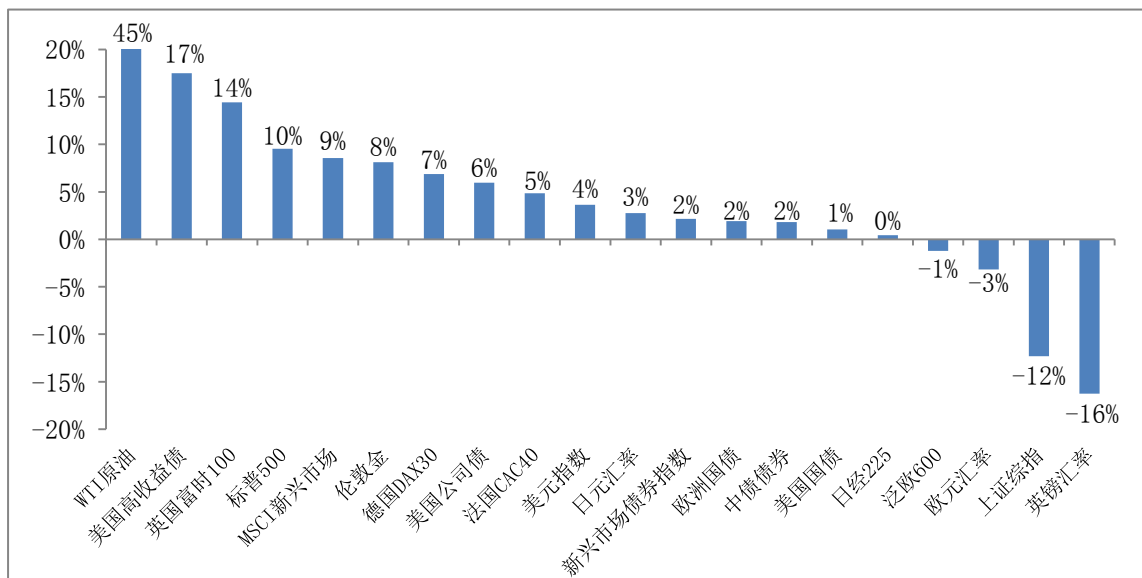
全球资本市场在 2016 年又经历了大幅波动的一年，但各大资产类整体上“涨多跌少”，还是给投资者带来了不错的回报。其中，原油全年上涨 45%，领跑各资产类，随后是美国的高收益债，其在 2016 年一路高歌猛进，涨幅约 17%，排在之后的是英国富时 100 股票指数，涨幅约 14%。

具体来看，全球主要市场的股票指数在 2016 年录得了不错的收益，尤其在英国脱欧以及特朗普当选美国总统这两只黑天鹅袭来的时候，股市（特别是大盘指数）反而有不错的表现，从而在后半程发力，超越了上半年表现抢眼的债券资产，例如，英国富时 100 指数上涨 14%，而美国标普 500 指数全年上涨约 10%，此外，泛欧斯托克 600 指数和日经 225 指数在全年则录得持平或者小幅下跌，上证综指受到年初熔断影响，全年下跌逾 12%。

债市方面，在经历了前三个季度的整体上扬之后，由于对美联储加息以及全球经济“再通胀”的预期逐渐升温，债市尤其是国债在四季度受到了明显的压力，回调明显，尽管如此，高收益债以及公司债仍然在全年给投资者创造了超过 5% 以上的回报。

商品方面，原油在 2016 年初曾一度触底至 30 美元之下，随后一路反弹至 50 美元，到年底终于实现了欧佩克以及非欧佩克对于减产的一致意见，全球原油在“供给侧改革”之下，价格稳定在 50 美元的上方。黄金在上半年阶段表现靓丽，涨幅一度超过 20%，但是随着强美元之路开启，以及实际利率的上升，黄金受到了挤压，回吐了年内的大部分涨幅，最终在 2016 年上涨约 8.5%。

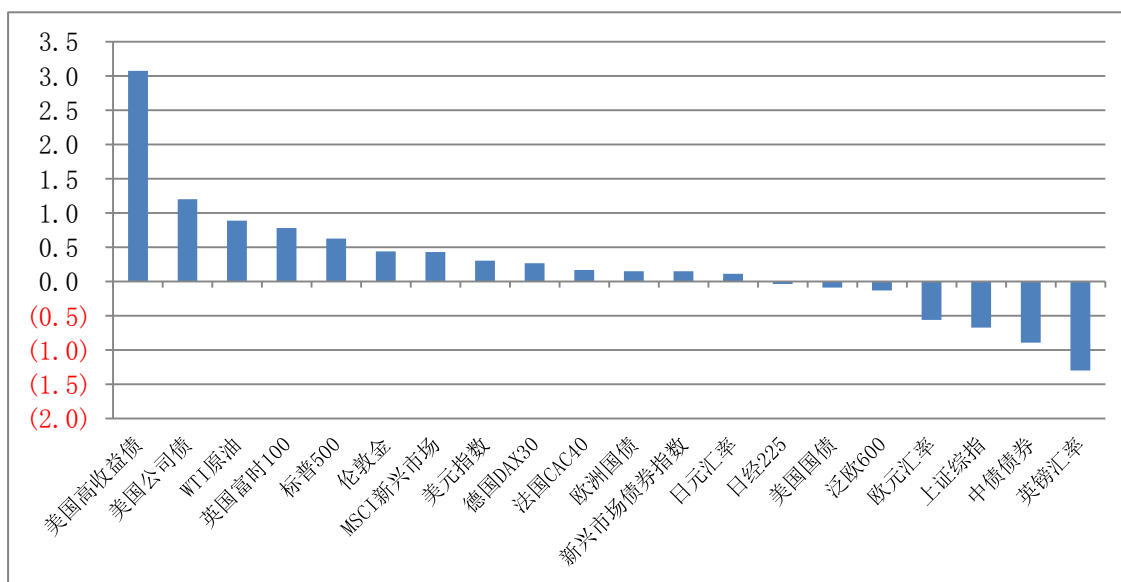
汇率方面，美元指数延续强势，全年升值约 4%，日元也升值了 3%，而受到英国脱欧，以及欧洲银行业困境的影响，欧元兑美元汇率贬值了 3%，英镑则大幅贬值了 16% 之多。



## 二、风险调整后收益：信用债“性价比”最高

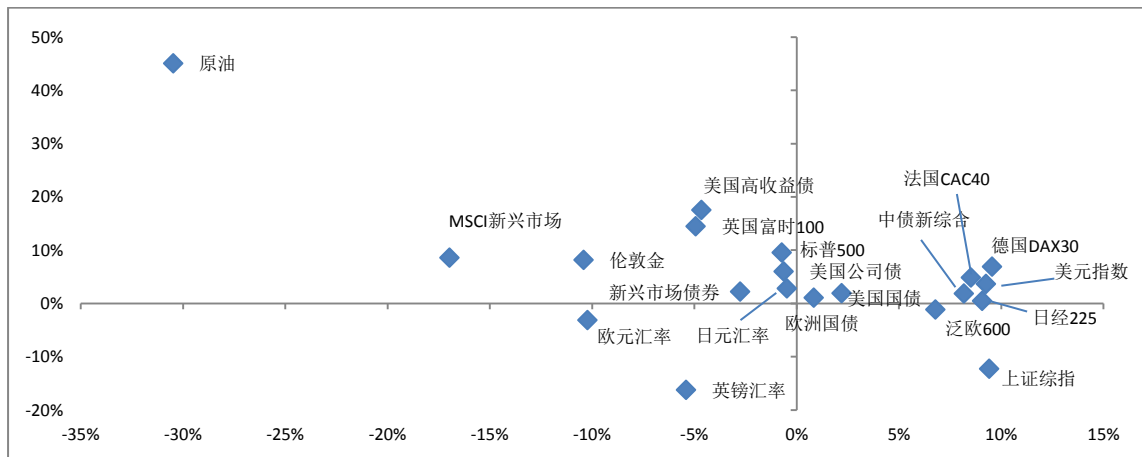
正如我们所一再强调的，投资不能仅仅从收益这一个维度来进行衡量，而应当从风险收益的二维角度加以综合的评估，才能取得更加合意的投资效果。下面我们将通过夏普率（Sharpe Ratio）指标来为大家展示风险调整后的收益排名情况。

如下图所示，在所有资产类当中，信用债（公司债及高收益债）表现出了最高的“性价比”。以美国高收益债为例，其在2016年受到了双重的利好，在上半年，美国经济数据不理想，美国10年期国债的收益率一度在6月曾经低至1.37%，从而让整个债券板块都受益良多，而在下半年，尽管无风险利率迅速攀升，但是由于经济基本面数据转好，高收益债的违约风险预期将会下降，从而导致了信用利差的收窄。除了信用债板块之外，其余板块在2016年的风险调整后收益普遍表现一般，这也从另一个侧面体现出了各风险资产波动率上升的现实。



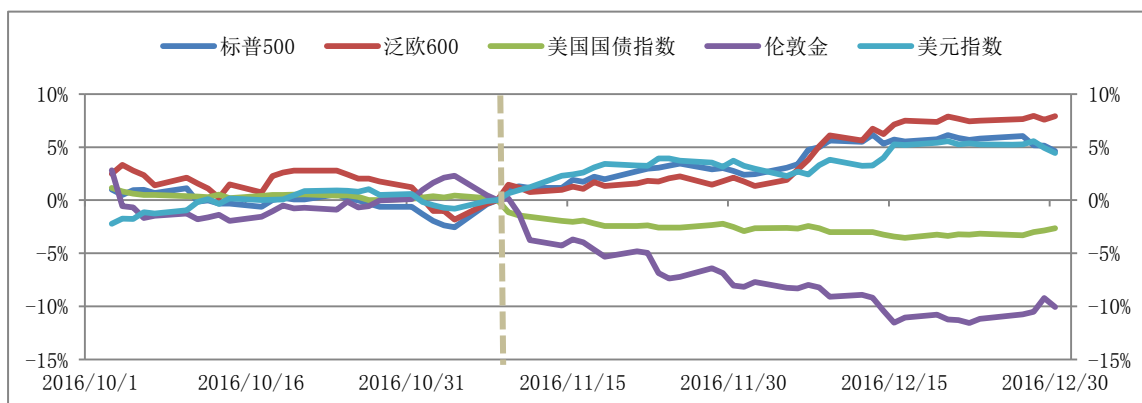
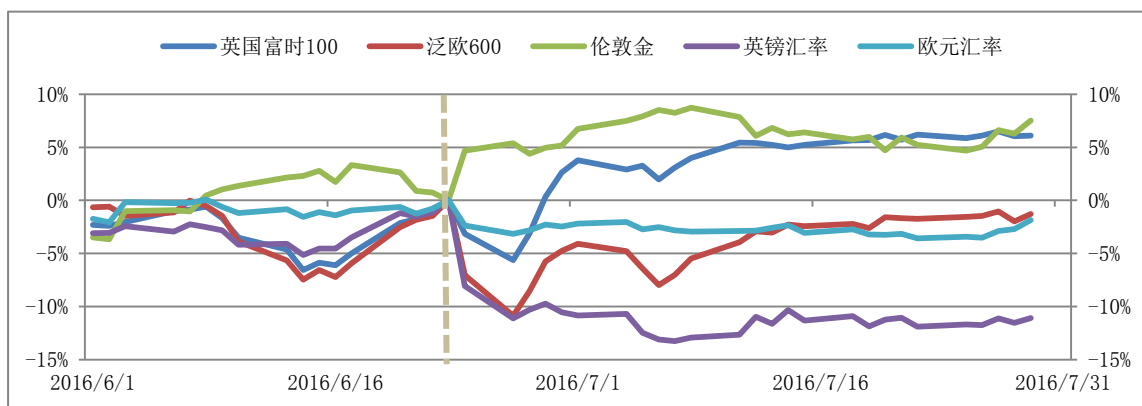
## 三、2016 vs. 2015：原油大逆转

接下来我们看一看2016年和2015年相比，各资产类的表现是否发生了明显的反转。最大的逆转无疑发生在原油上，2015年原油价格下跌超过30%，而在2016年则回升了45%之多！除此之外，新兴市场股票在2015年受制于强美元的压制，以及大宗商品的深度下跌，股市普遍表现不佳，而在2016年随着商品的回暖，以及美元整体温和上升，从而在2016年有不错的表现，MSCI新兴市场股票指数在2016年上涨约8.6%，以巴西股市为例，IBOVESPA指数在2016年涨幅近39%，而与此同时巴西货币雷亚尔兑美元升值了17.8%。在主要资本市场类别中，2016年表现差于2015年的要属中国股市了，在经历了2015年过山车般的行情之后，尽管在2015年仍录得了正收益，中国股市在2016年受到了年初熔断的较大影响，全年上证综指累计下跌约12.3%。



#### 四、黑天鹅事件：因祸得福？

2016年，最著名的黑天鹅事件有两个，一个是英国公投退欧，另一个则是特朗普当选美国总统，因此有不少人戏称当前全世界都处于黑天鹅湖。回顾这两个事件，我们发现一个有意思的情况就是，黑天鹅事件尽管在事前没有预料，但是在发生之后，市场能够非常快地消化这些不利因素，进而走向反转的行情。例如，退欧之后英国富时100指数在短暂下跌之后立即转为上涨，再例如，在特朗普当选之后，全球股市立即拥抱特朗普，催生了股市特别是金融股的一场狂欢，“特朗普交易”的名号应运而生。因此，2016年黑天鹅事件的最终结果都是因祸得福，到了2017年，黑天鹅事件只多不少，能否再次上演这种逆转，我们不妨拭目以待。





## 嘉实财富

**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: 0532-66777997; Fax: 0532-66777676

**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

## 免责声明

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。