

嘉实财富 2016 年 | 四季度

投资与资产配置 研究报告



嘉实财富
Harvest Wealth

■ 中国股票

中国股票展望为震荡上行。地产投资在调控下将降温，但基建持续发力和 PPP 项目大力推进有望托底经济，基本面支持企业盈利继续企稳。美联储加息以及房地产信贷控制等因素，促使货币政策在总量上宽松空间有限，而企业盈利向好有望推动资金“脱虚向实”，央行将继续采取公开市场操作进行流动性调节。四季度启动的深港通有望提振 A 股士气，但对增量资金不应寄予厚望。交投依然清淡，“股灾后遗症”下，风险偏好提升需要赚钱效应带动。预计 A 股延续震荡行情，但房地产资金的流出有望部分流入到股市，形成利好。

■ 全球股票

全球股票资产在四季度以中性观点为主。在英国脱欧反而导致 7 月全球股市大涨之后，市场重新切换到正常模式，涨幅寥寥。在全球经济增长动力仍然较弱的背景下，年内的上涨已经导致主要的股票指数估值都处于偏贵的水平，资金整体处于净流出股市的状态，而政治风险、联储加息风险以及经济增长不及预期的风险将驱动四季度股票市场的波动。区域上，继续看多日本股市，原因在于其货币政策的宽松，财政扩张刺激计划的预期以及还在不断加码的股票回购。其他区域，包括美国、欧洲和新兴市场等以中性观点为主。

■ 中国债券

中国债券展望中性偏正面。经济基本面企稳，但房地产投资、汽车消费等动力减弱，稳增长压力仍客观存在。四季度通胀水平存在上行压力，但全年将控制在 2% 左右。货币环境相对中性，短端资金利率受央行控制，继续下行的空间有限。在利率债方面，持相对中性观点，银行等机构的配置需求成为主要的推动因素，国债收益率曲线延续平坦化下行。过剩产能行业债券仍处于兑付高峰，信用风险将长期存在，但系统性风险有限。信用债展望中性偏正面，建议提高信用等级，重点布局城投债以及景气度上行行业中高评级板块。

■ 全球债券

全球债券资产四季度以中性或中性略偏负面为主。由于全球主要国家的无风险利率都有明显下行，全球投资者进入“追逐收益率”的行为模式中，主动提升了在债券板块的配置以及风险偏好，导致股债资产目前的相关性已经上升到了正相关的水平上。四季度由于美联储加息预期走强，久期风险将导致主要债券板块的价格调整，其中我们认为受到直接影响的美国国债前景最为负面，投资级债券因为久期较高以及估值略贵，所以以中性或偏向负面为主，高收益债久期低且近期违约率较稳定，在债券板块具有一定的相对价值。

■ 外汇资产

各主要币种在四季度的走势判断如下：预计美元仍将维持区间震荡的局面，甚至小幅下跌，加息路径的持续下移将在中期压制美元。欧元和日元均面临央行货币宽松接近极限的困境，无法进一步打压汇率，实际利率见底和高贸易顺差将在中期对欧元和日元形成有利支撑。英镑再次陷入政治风险之中，“硬脱欧”风险显著增加，在 10 月初暴跌。但受益于前期的贬值，英国经济数据向好，四季度有可能出现一波反弹。人民币在大幅下跌后，基本面已经有所改善，主基调仍是小步慢贬。境内主体的海外资产配置需要将持续施压汇率，但美元中期见顶、中国外债偿还见底、高贸易顺差以及货币政策从宽松转为中性均对汇率形成利好。

■ 大宗商品

黄金中性偏弱，原油中性。黄金四季度或小幅下跌，金饰消费和央行购金均受到高金价抑制，而美国长期实际利率低位回升将持续压制投资需求。此外，黄金期货的投机多头净持仓仍在历史高位，说明情绪面仍处在极端看多阶段，短期存在回调需求。原油将在 50 美元左右震荡，其供给过剩的局面有可能在四季度恶化，主要原因是 OPEC 产量持续增加，利比亚等战乱国家因财政紧张也有增产诉求，而油价的回升已经刺激美国石油钻机数量反弹，预计明年产量也将触底回升，利空油价。然而 OPEC 限产、减产协议似乎有突破性进展，俄罗斯也有望加入，尽管限产效果存疑，但在四季度，消息面预计将持续出现利好以支撑油价。

■ 中国地产

中国地产四季度展望偏负面。本轮房价的上涨表现出明显的结构分化：一线及部分二线城市经过大幅上涨之后进入补库存周期，限购限贷等调控政策密集出台，以稳定房价预期；多数二线及三四线城市主要矛盾仍为去库存，前期的促销政策仍将延续。虽然价格仍在上冲，但房地产销售、新开工以及投资数据均已出现了拐点。调控政策对需求端的抑制将使得房地产市场提早进入调整期，预计房地产的短期景气度将有所下行，以价格涨幅趋缓或小幅下跌为主要表现形式，成交量将出现相对明显的下滑，故四季度观点偏负面。

■ 国际地产

国际地产四季度展望为中性。受美联储加息预期上升等因素影响，美国房地产投资基金第三季度小幅亏损，预计短期可能仍会有震荡行情，但美国经济基本面的复苏对于房地产市场会形成中长期的支撑，特别是底层资产的运营情况整体良好。随着英国脱欧事件的后续发酵，英国地产投资的短期风险较高，建议予以规避。从估值方面衡量，英国地产基金的估值自 6 月起持续偏低，而其他主要市场的地产基金估值处于历史平均水平。当前国际地产的投资，需立足于长期资产配置价值，及其底层分红相对于债券资产的利差价值。

■ 绝对收益

震荡市场下，选股创造阿尔法的机会增加，负基差也有望收窄，但在股指期货的交易限制下，市场中性策略（尤其是规模较大的资金）操作空间受限，股指期货对组合的对冲效果也将大打折扣；套利策略可使用多种工具，受政策影响也较小，但赚的是“蚊子肉”，收益空间有限；管理期货上半年行情难以复现，但国内供给侧改革将是一个长期的过程，生产与需求的错配导致商品价格的调整将相伴相随，期间波动会加剧，而期货市场的价格发现功能在此过程中继续体现，管理期货策略仍将是捕捉期货市场绝对收益的较好工具。

■ 现金资产

2016 年迄今，央行仅进行 1 次降准，转而通过货币市场工具对流动性进行精细化管理。7 日逆回购利率长期保持在 2.25%，并陆续增加 14 日和 28 日逆回购操作，货币市场资金利率随之窄幅波动，现金资产收益率有所下行，但其资产规模则还在持续增加：货币基金达到 4.5 万亿元，行业占比突破 50%；银行理财余额同样在稳步上行，年中上升至 26.28 万亿元，较年初增加 12%。现金产品收益率短期将呈现“下行有底、上行乏力”的走势。在选择相关产品时，不应片面追求高收益，而需注重流动性管理能力和收益的稳定性。

一、 中国股票资产展望	1
(一) PPP 助力基建托底经济，工业企业盈利将继续企稳	1
(二) 货币总量宽松有限，增量资金仍有待时日	2
(三) 投资者何时结束观望？	3
(四) 地产调控后资金会流入 A 股吗？	4
(五) 延续震荡行情，关注政策驱动下的主题投资机会	6
二、 全球股票资产展望	7
(一) 全球股票资产三季度普涨，但四季度似乎难言乐观	7
(二) 美国：经济景气尚好，估值层面略贵	9
(三) 欧洲中性，日本可适度乐观	10
1、欧洲将延续宽松，但盈利回暖需要等待至 2017 年	10
2、继续推荐日本股票	11
(四) 新兴市场以中性为主	12
三、 中国债券资产展望	14
(一) 经济短期企稳，货币环境相对中性	14
(二) 利率债将延续平坦化下行	15
(三) 信用债违约风险有限	16
四、 全球债券资产展望	18
(一) 全球债券：继续追逐收益，三季度普涨	18
(二) 美国国债：加息预期下，国债收益率还将上升	19
(三) 美国信用债：控久期风险，高收益债前景更占优	20
1、投资级信用债：估值偏贵，供给增加	20
2、高收益信用债：久期小，且在“追逐收益”模式下较为占优	21
五、 外汇资产展望	23
(一) 加息路径平坦化压制美元，四季度仍维持中性甚至小幅下跌的判断	23
(二) 英镑向左、欧元向右	24
(三) 维持看多日元	25
(四) 人民币继续小步慢贬	26
六、 大宗商品资产展望	29
(一) 黄金风大慢走	29

(二) 原油中性.....	30
七、中国地产资产展望.....	32
(一) 房价延续分化态势.....	32
(二) 居民部门快速加杠杆.....	32
(三) 调控政策密集推出.....	33
(四) 房地产市场景气度下行，延续结构性分化.....	34
八、国际地产资产展望.....	36
(一) 美国房地产投资基金底层资产运营稳健，中性偏正面.....	36
(二) 加息会对 REITs 产生不利影响吗？长期看并非如此！.....	40
(三) 非美房地产投资基金以中性为主.....	41
九、绝对收益资产展望.....	43
(一) 指数平稳，管理期货表现佳.....	43
(二) 监管政策继续，管理期货有望继续领跑.....	44
十、现金资产展望.....	45
2016 年四季度资产配置建议.....	46

一、中国股票资产展望

（一）PPP 助力基建托底经济，工业企业盈利将继续企稳

PPP 助力基建托底经济。在经济结构性改革的推进中，2016 年固定资产投资增速进一步下滑，民间投资增速更在低位徘徊，投资增长主要由基建拉动，今年前三季度基建投资增速保持在高位，累计同比增长均值在 18%附近，房价也在去库存中持续走高，地产投资增速跟着上行，但是民间投资则呈现一定的下滑趋势，成为固定资产投资中的主要拖累项。关注固定资产投资的重要性在于，在消费、投资、净出口的三驾马车中，中国的消费是持续改善的，且占比越来越大，但这种改善相对是稳定的，不具备短期内大幅拉动经济的脉冲效果，而净出口由于全球贸易收缩的影响，今年以来是持续负增长的局面，对经济增长是负贡献的，所以唯有固定资产投资能够持续地为短期经济增长提供动力，从而助益经济转型的中长期目标。

展望四季度，鉴于“十一”期间多地出台“因城施政”的房地产调控政策，房地产市场将进入稳定期或者降温期，预计地产投资将随之减速，但在“保增长”目标下（毕竟 6.5%的增长底线不容突破），由于货币政策将持续以稳健或者适度从紧的趋势为主，因此财政政策以及准财政政策将成为增长的主要驱动力，其中 PPP 被寄予厚望，政府将通过 PPP 项目助力基建投资促进经济增长。2016 年，在政府的大力推动下，PPP 项目持续扩容，不断取得突破性进展，示范项目落地率不断提高，落地率从 1 月底的三成上升到上半年末的近五成，在积极财政政策的努力下，预计四季度经济有望持续弱企稳，经济基本面较为稳定。

图 1 PPP 示范项目落地率不断上升

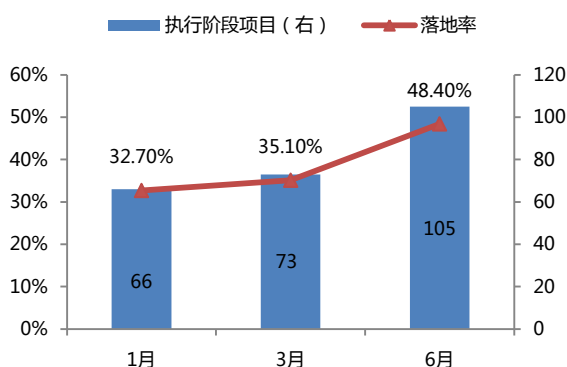
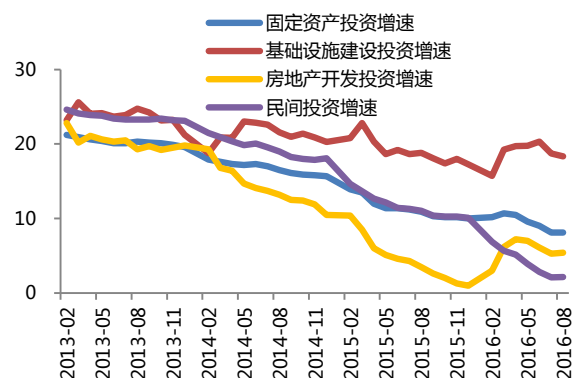


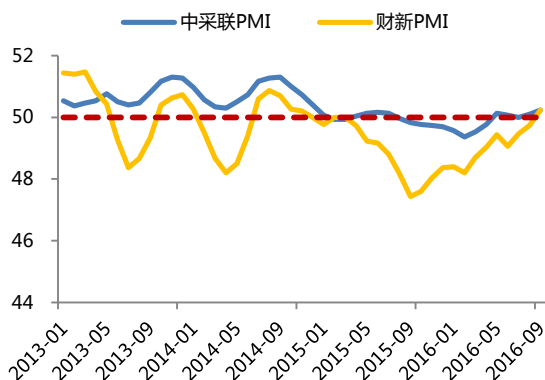
图 2 房地产投资回升、基建增速高位



数据来源：Wind

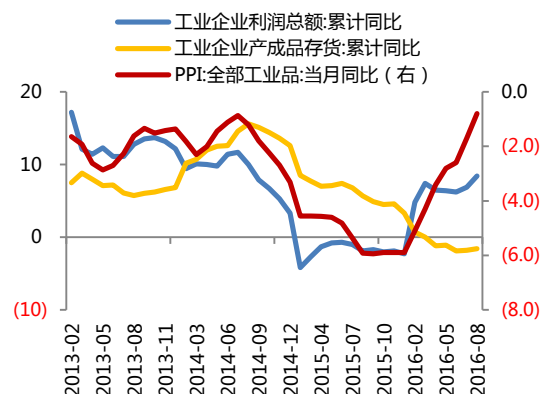
工业企业盈利有望继续企稳。领先指标制造业 PMI 指数近期呈扩张态势，中采联制造业 PMI 指数已经连续 7 个月位于荣枯线之上（尽管幅度不大），显示出制造业需求在温和扩张中。盈利方面，工业企业利润增速在年初转正后连续走高，并在 8 月份创下了年内新高；煤炭、钢铁领域的供给侧改革带来了价格的上涨（供给下降带来的价格上升预期提前兑现了），进而增强了相关行业的企业补库存的需求，PPI 指数同比向着转正的方向迈进，目前已经结束 2012 年初开始的持续了近 4 年的同比负增长，其中工业品持续的去库存将对价格进一步形成支撑，工业企业盈利有望继续企稳。

图 3
PMI 指数趋势向好 (3MMA)



数据来源：Wind，PMI指数为3个月移动平均值

图 4
PPI 降幅收窄，企业盈利持续回升

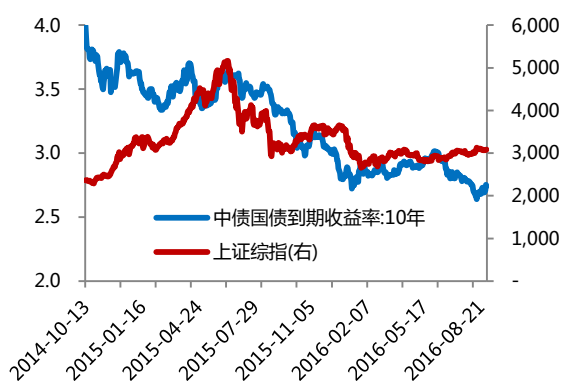


(二) 货币总量宽松有限，增量资金仍有待时日

货币总量宽松空间有限，但也不会轻易收紧。一方面美联储年底加息已经基本确定，美元指数的上涨将给人民币带来贬值预期的压力，这将限制央行降准的空间；另一方面，为了遏制房价的过快上涨，下阶段各地都基本处在地产的调控期，如降息无异于火上浇油，不利于调控的执行，货币政策在总量上的宽松几乎没有空间。但在供给侧改革和去杠杆进程下，仍然需要相对温和的货币环境，如收紧可能加剧企业经营困难，预计下阶段的货币政策将维持中性，继续通过公开市场操作调节流动性。换言之，我们判断货币政策在四季度将更多呈现出“控制货币总量，调整信贷结构”的政策取向。

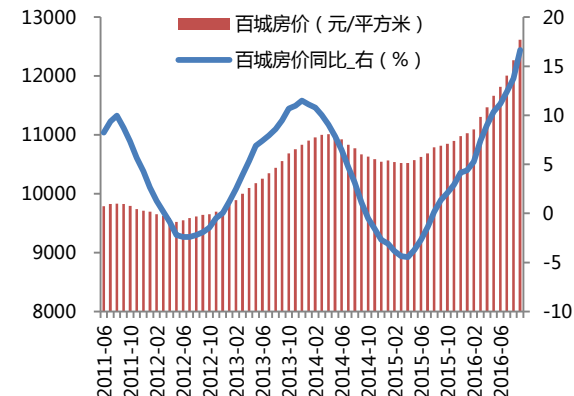
利率维持震荡，对股市推动有限。无风险利率是驱动股价的重要因素之一。2014 年四季度以来 10 年期国债收益率持续下行，在股灾之前，股市随着利率的下降站上了历史新高的位置，但 2015 年下半年超过 90 个基点的下降却伴随着股市的持续下跌，恐慌压倒一切，风险偏好（市场情绪）成为决定市场走势最主要的因素。而今年以来，国债收益率在较窄区间震荡，股市也呈现震荡行情。我们认为当前货币环境下，利率将维持窄幅波动，对 A 股估值的影响有限。

图 5
利率下行对股市的边际影响降低



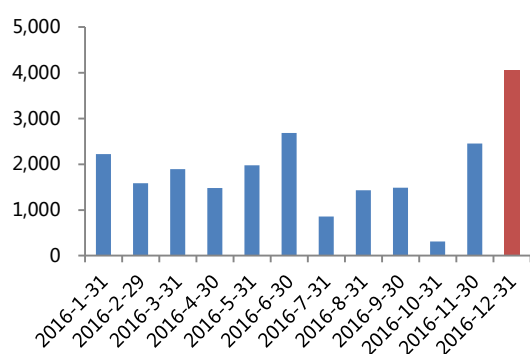
数据来源：Wind

图 6
房价过快上涨限制货币政策宽松



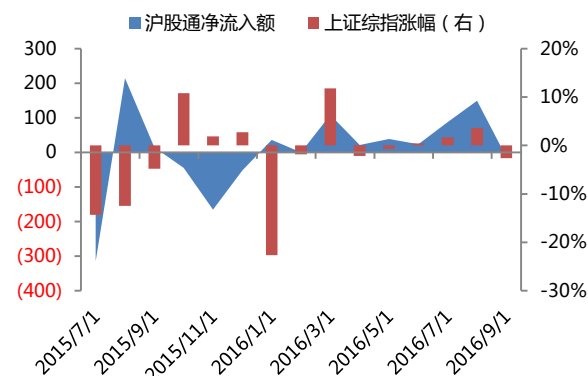
限售股解禁承压，外部资金流入有限。在“股灾后遗症”、国家队因素、金融市场监管趋严等影响下，今年以来 A 股持续处于低波动状态，投资者对股票市场仍然踌躇不前，代表存量资金的保证金余额不断小幅流出；限售股将在四季度迎来解禁高峰，解禁市值接近 7000 亿元，但今年以来大股东对解禁股的减持比例仅在 10%附近，总量虽大但不必过于担忧；从外部资金来看，深港通将在 11 月推出，开通之后沪股通、深港通均不限总额度，国际投资者参与 A 股的障碍进一步扫除，但回顾 2016 年沪股通的表现，虽然北上资金也呈现持续的净流入，但总体规模仍非常有限，9 个月的净流入不足 500 亿元，反观南下资金，对港股通的净流入资金超过 1500 亿元，外资对 A 股配置需求有待 A 股自身制度建设的完善及投资价值的提升。

图 7 限售股解禁压力到来，12 月为短期高峰



数据来源：Wind

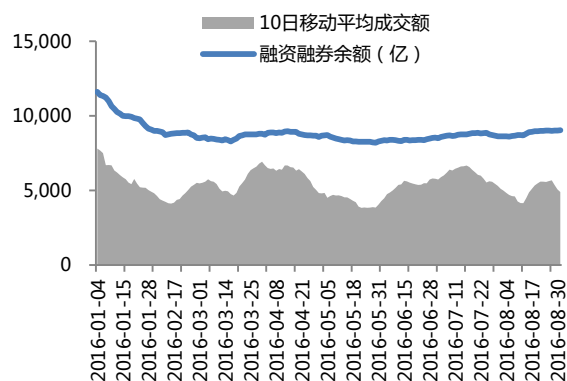
图 8 外部资金流入有限



（三）投资者何时结束观望？

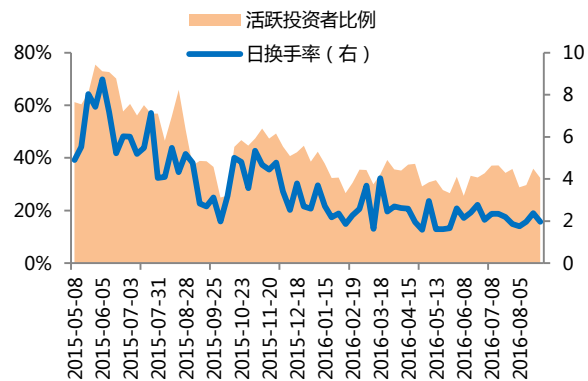
投资者何时结束观望？从风险偏好看，今年以来代表高风险偏好的融资资金相对稳定，即使交易操作受限，两融余额均值能维持在 9000 亿元附近，说明市场对去杠杆的最悲观预期已经过去了。但从整体资金对市场的参与度来看，投资者活跃度（股票市场交易账户和存量账户之比）、日均换手率等指标目前仍处在较低水平，例如，当前投资者活跃比例只有三成，A 股日均换手率也只有 1.67%的水平，交投比较清淡。

图 9 两融余额横盘已久



数据来源：Wind

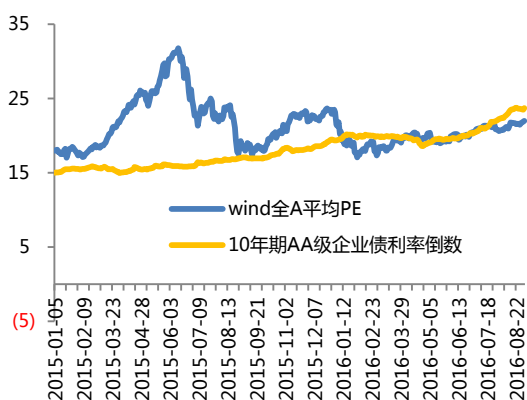
图 10 投资者何时结束观望？



因此，在 A 股缺乏趋势性机会的行情下，市场情绪相对脆弱，而移动互联网“自媒体”的时代环境会导致群体性情绪的自我强化，放大羊群效应，“利空”和“利好”因素在短期内都可能被迅速放大，尤其在以赚取价差为主要目标的“散户”为主的市场，市场热度最终需要“赚钱效应”的带动。此外，监管趋严持续，虽然市场稳定有利于制度建设加速推进，但“监管之手”将继续压制市场投机行为，金融降杠杆影响市场做多意愿。因此，打破观望的必要条件之一是股市能够真正体现赚钱效应，否则观望的情绪还会继续，我们判断在四季度这种观望还是有可能被打破，或者至少阶段性地被打破。

估值仍不够便宜。“股灾”期间，A 股估值持续收缩，在市场回归常态后有所修复，当前 Wind 全 A 指数平均 PE 在 22 倍左右。用收益率比较来看，我们用 10 年期 AA 级企业债利率的倒数来对比当前 A 股估值，Wind 全 A 的平均 PE 与利率倒数的走势已经比较贴近，估值水平甚至更低。从盈利和融资成本的角度，A 股估值已经来到了相对合理的区域，可能足以吸引价值投资者的配置。但从历史位置来看，当前估值仍然高于历史均值水平（5 年），且板块间有所差异，中小板和创业板估值尚在均值上方，而代表蓝筹价值的沪深 300 指数已经在均值附近。

图 11 相对估值接近合理



数据来源：Wind

图 12 主要股指估值水平仍在 5 年均值上方

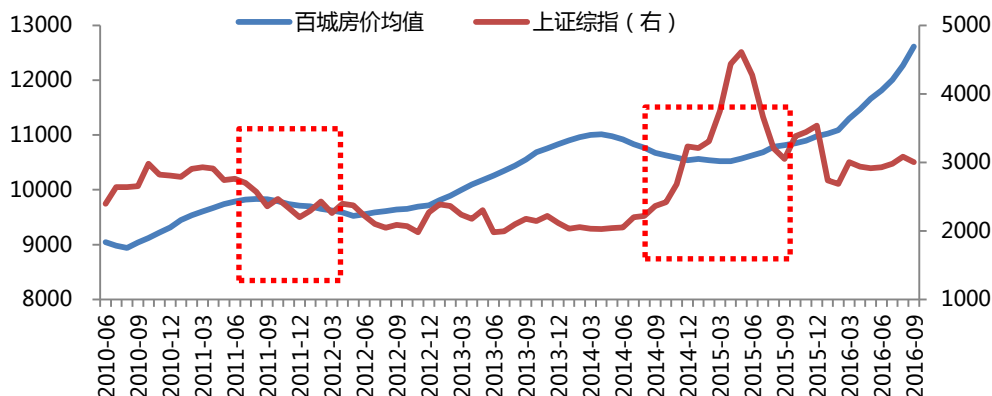
	Wind 全 A	上证综指	沪深 300	中小板指	创业板综
最小值	11.5	8.9	8	20.5	28.1
最大值	31.8	23	19	64.6	154.4
5 年平均	16.1	12.5	11.1	31.3	61.3
2016Q3	21.7	15.4	12.9	35.6	68.9
当前估值/历史均值	1.37	1.26	1.19	1.17	1.15

（四）地产调控后资金会流入 A 股吗？

地产调控后资金会流入 A 股吗？十一期间的地产调控政策，将使得房价逐步降温，那么资产荒下如果房价下跌，投资地产的资金是否会流向 A 股？我们来看中国近五年房价下跌时股市的表现（当然实际上，中国房价趋势向上，并没有经历过真正意义上的长周期向下调整），用百城房价均值表示中国房价走势的话，中国房价在近五年发生了两次短周期的调整，分别在 2011 年和 2014 年，其中 2011 年 9 月到 2012 年 5 月，9 个月的时间百城房价均值下跌了 3.1%，同期上证综指跌 7.6%；2014 年 5 月到 2015 年 4 月，房价下跌历经 12 个月，期间下跌 4.5%，但 A 股在 2014 年四季度开启了上一轮的大牛市，上证综指从 2000 点上涨到 4441 点，涨幅高达 120%。同是房价下跌，对股市的影响却是相反的，我们认为，货币政策可能是影响当期股市走向更主要的因素，2011 年房价下跌期间，货币政策仍在收紧，一年期定存利率上调到 3.5%，直到 2012 年 6 月份才开始下调，而 2014 年则开启了利率下行周期，无风险利率的持续下降推动估值急剧回升。中国房价下跌，A 股的表现似乎取决于货币政策的松紧。

图 13

历史上，房价的下跌对 A 股影响有涨有跌，不能简单下结论

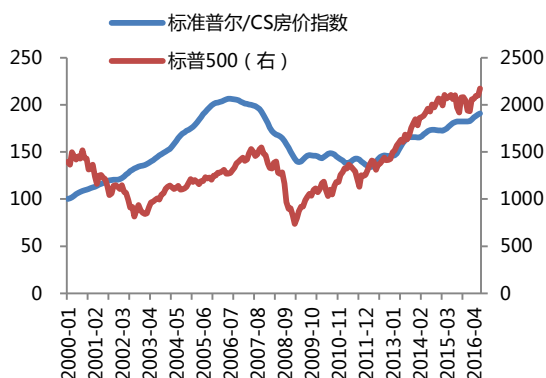


数据来源：Wind

海外历史表明，长周期的房地产市场价格下跌确实会影响股市的表现。从海外经验来看，美国方面，2006 年 8 月美国房价开始下跌，调整周期持续了 33 个月，房价指数累计下跌 33%，同期股市标普 500 指数也一路狂跌，从 1276 点下跌到 872 点，缩水近三成之多；再看日本，东京土地价格指数从 1991 年 9 月开始下跌，持续下跌了 29 个月，到 2005 年 9 月已经跌去六成，而日经 225 指数也缩水一半（日经 225 指数下跌万点）。结论是，如果房价真正出现了长周期的下跌，则更可能伤害到股票市场，但鉴于中国房地产市场还未经历过持续几年下跌的情况，所以我们并不认为这种房价与股市长期低迷和下跌的情况会在中国上演。

图 14

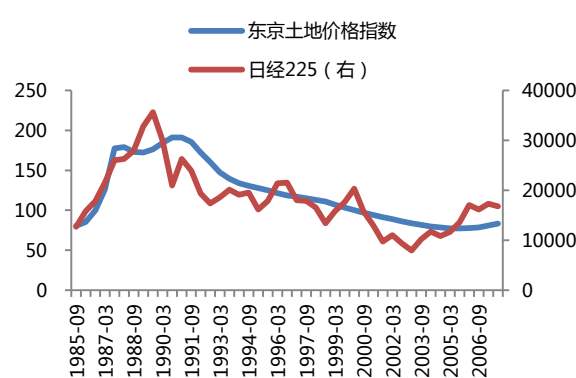
美国房价的长期下跌伤害股市



数据来源：Wind资讯

图 15

日本股市跟随房价一路下行



因此，从国内有限的观察窗口来看，房价下跌不一定会提升股指，但也不一定会连累股市，可能取决于货币政策取向，同时股票以外的其他资产的相对收益也将分流资金。而从国外的经验来看，如果房价出现长周期的下跌，股市将跟随下跌。我们认为当前的地产调控并非政府要打压房价，主要由于房价上涨过快，政府的主要意图是引导居民预期，调控下的房价将走弱，但一、二线城市由于信息、资源优势等原因，仍然将吸引更多的资金进入地产，房价大跌或持续下跌的概率较低。

（五）延续震荡行情，关注政策驱动下的主题投资机会

展望四季度，我们维持对 A 股“大幅上涨或下跌的概率均较低”的判断，持震荡小涨的观点。经济基本上，地产投资将受调控政策的影响增速将走低，但在“保增长”的目标下，基建投资将继续发力，而政府大力推行的 PPP 项目将提升民间投资的积极性，助力托底经济，经济有望继续弱企稳；资金层面来看，在联储年底加息制约和地产调控政策下，总量放松的可能性较低，但当前经济仍然需要相对温和的货币环境，我们也并不认为货币政策会收紧，预计货币环境以适度从紧为主；资金方面，四季度是年内限售股解禁的高峰，但历史数据显示大股东减持意愿并不强烈，不必过于担忧，增量资金上，深港通将在近期推出，反观港股通开通后的历史，北上资金对 A 股的推动有限；高风险偏好资金持续处于低波动状态，股灾后遗症、国家队因素制约投资者风险偏好的提升。整体上，我们判断下阶段股市延续震荡行情，但认为在资金对债市超配的状态下，叠加地产调控政策，资产荒背景下的调控或对 A 股形成支撑，因此小幅上涨可期，大幅上涨比较难。若经济超预期，或发生突破性事件，比如政策强刺激（主要是 PPP）、事件驱动、市场超跌反弹等，行情将发生变化。

关注政策驱动下的主题投资机会。去产能、调结构的背景下，我们认为下阶段应积极关注政策驱动下的主题投资机会，如国企改革、PPP 板块，其中 PPP 中营运性条件较好的领域，比如节能环保、城市治理、轨道交通、水利等有望带来较好受益。从风格偏好来分析，我们认为将表现为大盘 > 中盘 > 小盘，这同上面的行业分布也是基本一致的。

风险因素包括 PPP 项目推进受阻，经济下滑超预期；人民币超预期贬值，资金外流冲击股市；以及海外市场可能的不确定性（比如美国 11 月大选、12 月联储加息等）。

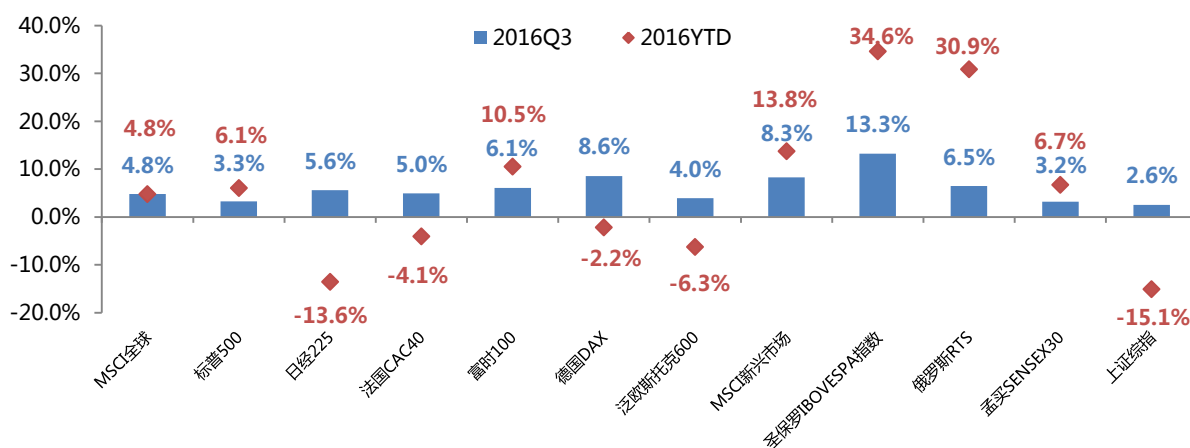
二、全球股票资产展望

（一）全球股票资产三季度普涨，但四季度似乎难言乐观

全球主要股票指数在 2016 年三季度录得普涨。2016 年三季度，全球股市呈现出普涨的局面，MSCI 全球指数上涨 4.8%（美元计价，非对冲），以本币计价，涨幅最大的是新兴市场指数，涨幅为 8.3%，随后是日本股市，日经 225 指数上涨了 5.6%，欧洲（泛欧斯托克 600 指数）上涨 4.0%，美国标普 500 指数也有 3.3% 的涨幅。但也应当看到，主要的涨幅都是在 7 月完成的，更准确地说是在英国脱欧之后的一段较短的时间内完成的，股市在投资者风险偏好上升的推动下出现了大幅的上行，随后再次归于震荡微跌的波动行情。以美国标普 500 指数为例，其在 7 月上涨了 3.56%，之后在 8 月和 9 月都各自出现了 0.12% 的下跌。可以说，在脱欧极端事件导致的情绪宣泄之后，其他因素（经济基本面、央行货币政策、政治风险等）将重新成为驱动股市的主要因素，整体上我们认为四季度全球股票类资产以中性或者中性偏空的展望为主，难言乐观。

图 16

全球股票指数在三季度录得普涨，新兴市场涨幅最大，其次是日本，欧洲再次，美国涨幅较小



数据来源：Bloomberg，各指数以本币计价，全球指数以美元计价，统计截至三季度末

全球经济仍然延续着弱增长的趋势，贸易萎缩较为明显。从经济基本面上来看，全球经济还在继续陷入弱增长的困境中（IMF 用 subdued growth，即疲弱的增长，来描述当前的全球经济）。其核心表征之一是贸易的萎缩比较明显，如下图所示，可以看到，主要经济体自 2009 年以来，国际贸易的金额同比在逐年下滑，而国际贸易的收缩伴随着大宗商品的下行周期，对通缩在全球的蔓延和扩散起到了叠加的负反馈作用。各国央行在对抗通缩方面所采用的工具相当一致，基本都采取了央行扩张资产负债表，提供基础货币的方式来实施宽松的货币政策（美国在本轮宽松的启动最早，随后欧洲、日本也都采取了 QE 政策），但从目前来看，除了美国还有一定通胀之外（当前核心 PCE 已经 1.7%，相对接近于 2% 的目标），效果都不甚理想，以欧元区为例，其通胀率 2016 年以来基本围绕在 0 附近窄幅波动。但央行目前也处于骑虎难下的处境，尽管宽松不及预期，但由于通胀迟迟不能兑现，央行不敢退出 QE，只能将宽松逐渐加码。整体而言，经济的长期弱增长，加上无法走出的通缩阴霾，都对经济基本面的复苏造成了明显的拖累。在四季度，这种弱增长的局面难言改观。

图 17
全球贸易萎缩较为明显

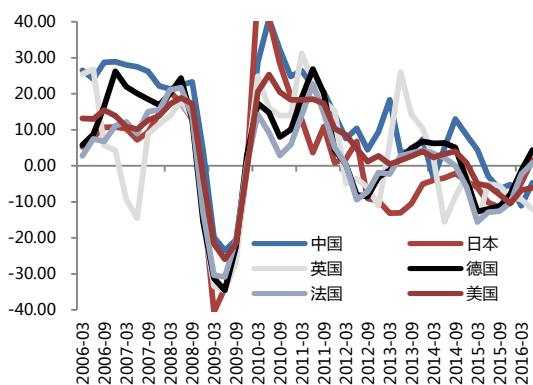
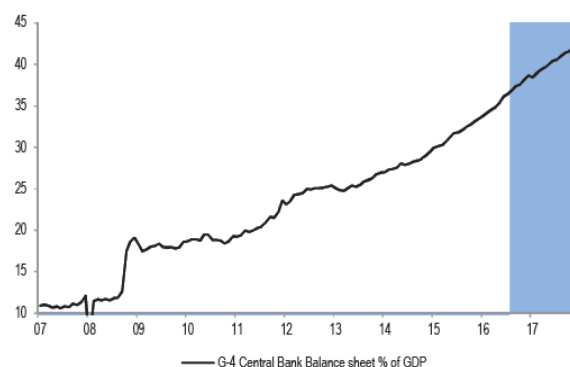


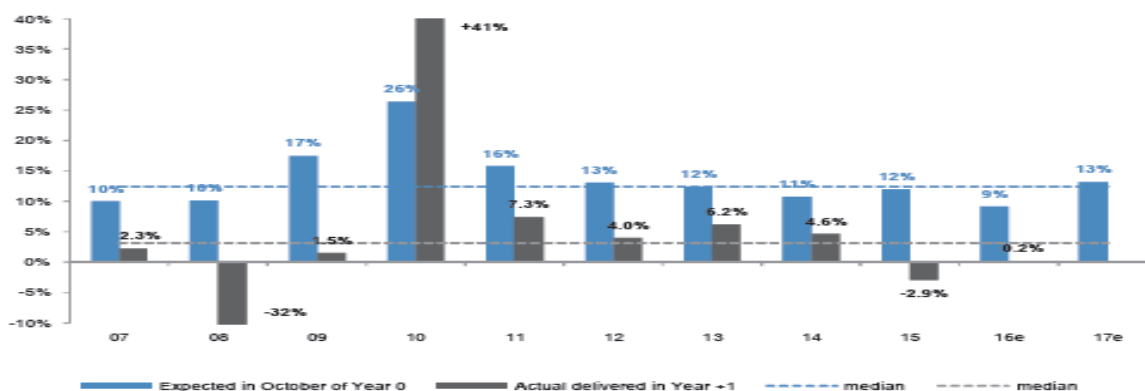
图 18
预计 G4 央行还将继续扩表提供流动性



数据来源：WTO, J.P.Morgan

四季度全球股票的风险点为政治风险、美联储加息以及经济明显弱于预期。四季度全球股票的风险点主要有三方面：其一是政治风险。美国在 11 月进入大选，届时股市的波动幅度将明显高于之前，在英国脱欧事件之后，我们也看到了小概率事件（或者说黑天鹅事件）确实有发生的可能，因此市场至少会在临近选举之前根据民调的变化而锁定或者说反映这种风险，震荡将加剧。此外，意大利公投也在 11 月下旬或者 12 月初进行，这关系到随后的欧元区一体化货币的稳定性，也将对市场造成冲击。再有英国的脱欧目前是锁定在了明年的 3 月进行谈判，但四季度双方无疑会释放一些谈判方面的信号，对市场也有影响。其二是美联储的加息风险。美联储在 12 月有较大概率会实施其年内的唯一一次加息，因此在 12 月对股市会产生较为直接的冲击，而其他央行的反应则会决定这种冲击的持续性。其三是经济弱于预期的风险。从下图可以发现，MSCI 全球指数的盈利增长预期（蓝色柱）从 2011 年以来都持续高于实际兑现的指数盈利增长（黑色柱），换言之，每年市场都会预期盈利有较好的反弹，但现实是一年又一年，实际的盈利水平总是低于预期，在这时期当中股市（主要是发达市场股市）却还在上涨。某种程度上说，之前的上涨已经提前预支了未来可能的增长前景，但当增长前景黯淡导致预期逆转时，不排除市场进行一定幅度的修正来回归之前错误预期推动的上涨。四季度我们无法排除这种风险。

图 19
寅吃卯粮：MSCI 全球指数 EPS 增长的实际值持续低于预期值会引发投资者的担忧吗？



Source: IBES

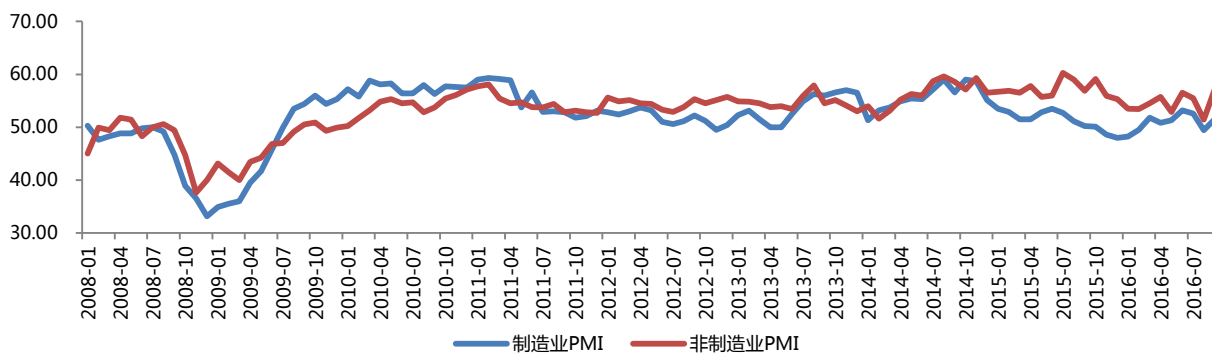
数据来源：J.P.Morgan

(二) 美国：经济景气尚好，估值层面略贵

美国经济的景气程度较好，经济较为稳健。美国的经济景气程度较好，体现在几个方面：从 PMI 领先指数来看，近期 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数都已经稳定在 50 的荣枯线之上，经济整体景气程度较好。而从劳动力市场看，在强劲的就业数据下，美国劳动力市场可能已经接近于出清的水平。若从通胀水平看，整体 CPI 在 1.1%，但核心 CPI 已经到达 2.3%，核心 PCE（个人消费支出）也到了 1.7%，距离美联储的目标通胀率 2% 并不是非常遥远。可以说，美国已经是主要发达经济体中受通缩困扰最小的国家了，温和扩张的步伐始终没有停止。我们预计在四季度这种温和扩张的趋势不会改变，全年经济增长率在 1.5%-2% 之间，这为美国股市提供了基本面的支撑。

图 20

ISM 制造业和非制造业 PMI 指数都比较强劲

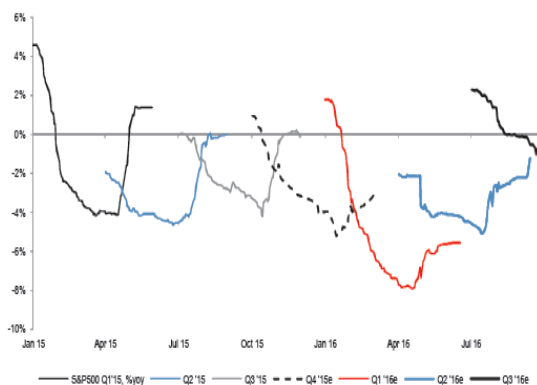


数据来源：Wind

公司盈利预期向好，但幅度有限。从公司盈利的角度看，尽管开局不利，一季度美国标普 500 指数的 EPS 只有 27 美元，环比去年四季度下降约 8.5%，但随后在二季度和三季度大幅回升（市场对盈利的预期也在不断改善，见下图），预计四季度将回升到 32 美元，可以说盈利是持续向好的，这同经济基本面的走势是基本一致的，今年美国 GDP 的增长也是低开高走的过程。但若同比去年来看，幅度也还是比较有限的，四季度盈利较去年同期同比增长约 8.5%。

图 21

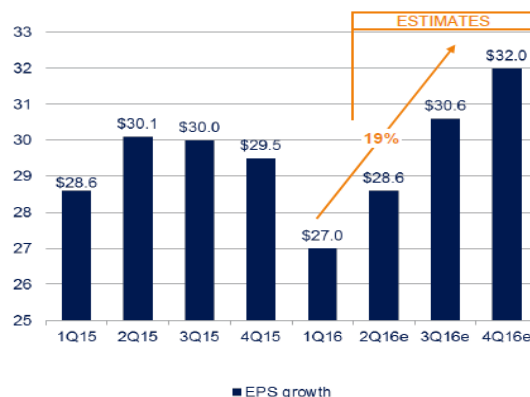
EPS 盈利预期在不断改善



数据来源：J.P.Morgan, Schroders

图 22

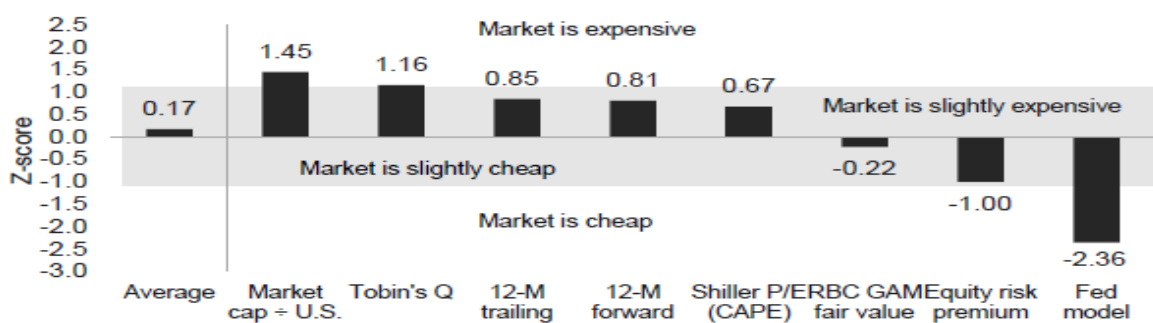
预计四季度标普 500EPS 将会回升至 32 美元



但估值仍然略微偏贵。估值有多种方式来衡量，根据 RBC 的研究结果，综合不同估值方式（包括托宾 Q、静态 PE，前瞻 PE，席勒 PE 等等，如下图）的 Z-score 得分，美国股市的当前估值还是处于相对略贵的水平上，可以说还是有一些调整的空间的。

因此，综合以上因素分析，经济基本面稳健且持续向好，盈利边际改善（但幅度有限），而估值处于略贵的水平上，我们对美国股市在四季度的前景展望为中性。

图 23
但从多个角度衡量，美股的估值基本处于略贵的水平



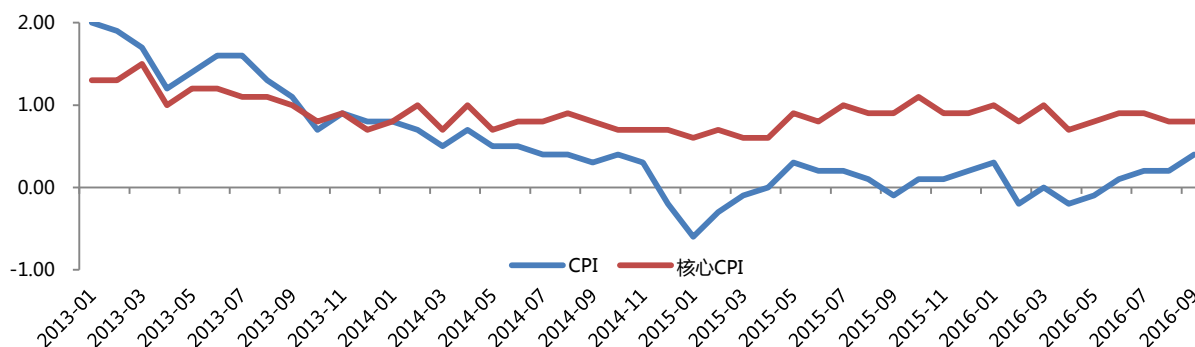
数据来源：RBC

（三）欧洲中性，日本可适度乐观

1、欧洲将延续宽松，但盈利回暖需要等待至 2017 年

通胀不达标之前，欧洲 QE 不会轻易退出。欧洲自 2008 年全球金融危机之后就命运多舛，先是受到欧债危机的两次侵袭，其影响至今也未彻底根除（主要体现在银行业上），之后随着全球大宗商品走弱，进入通缩传导的阶段之后，欧洲也终于启动了姗姗来迟的 QE，并在之后实施了负利率，但效果还并不明显。但在通胀实现预期之前，预计欧洲央行不会轻易退出扩张政策，之前曾经有关于欧洲明年 3 月购债计划结束后怎么办的讨论，我们的观点是，更大的可能是在计划到期前就延长购债计划，除非通胀有明显上升的趋势，或者通胀的增长已经触及到了一定的水平（至少 1% 以上），才有可能停止宽松的步伐。

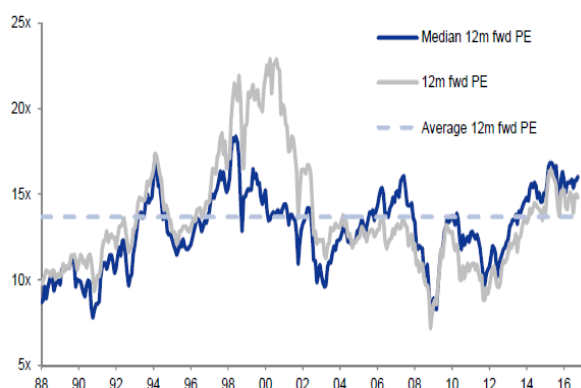
图 24
欧洲通胀还是很低，要实现 2% 的目标，宽松不能轻易言退



数据来源：Wind

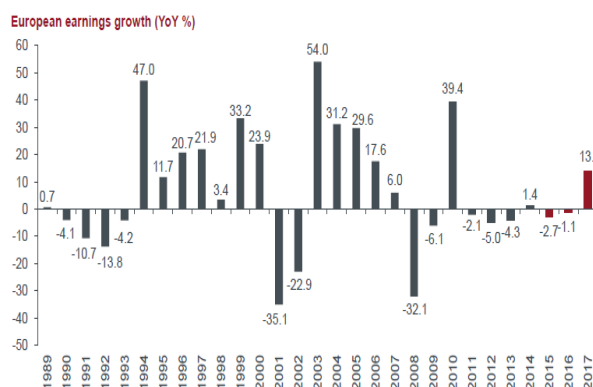
欧洲的盈利回暖需要等待至 2017 年，当前估值也偏贵。从企业盈利的角度来看，据 Henderson 的研究，预计欧洲企业 2016 年的盈利增长还是负数，到 2017 年会显著改善（鉴于 2016 年的低基数效应），预计同比上升 13.8%，因此距离盈利的回暖还要继续等待。此外，当前欧洲股票的估值也比较贵，以前瞻 PE 为例，如下图所示，当前的市盈率还是明显高于历史的平均水平。除此之外，尽管英国的脱欧谈判会在明年启动，但四季度还是会有相关的消息会影响到市场情绪，欧元汇率的波动性在四季度预计还是会比较大的。基于以上原因，我们对欧洲股票在四季度的展望为中性或者略偏负面。

图 25 欧洲股票估值（前瞻 PE）高于历史平均水平



数据来源：Goldman Sachs, Henderson

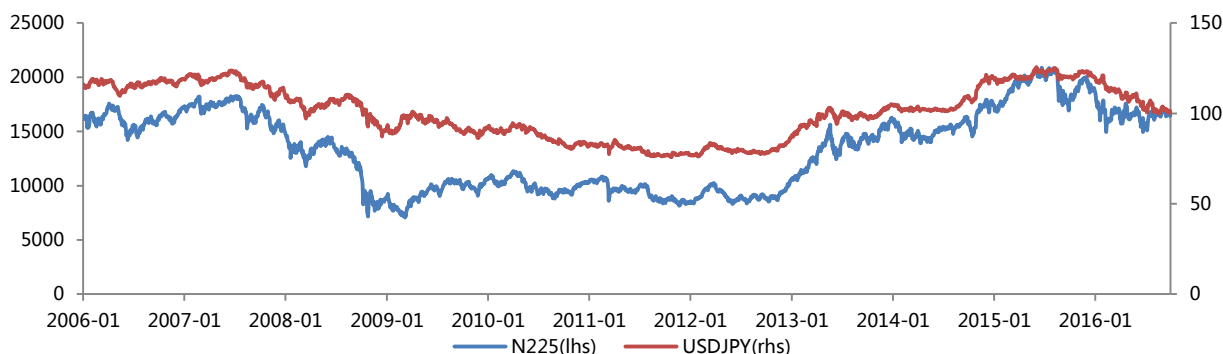
图 26 欧洲企业的盈利回暖需要等待到 2017 年



2、继续推荐日本股票

日本股市与汇率的长期相关性在 Q3 明显减弱，原因何在？我们在三季度谨慎看多日本股票，日本股市在三季度录得了较高的增长，日经 225 指数上涨 5.6%（其中还包括 9 月 2.6% 的下跌），我们在四季度将继续看多日本股市。对于日本股市，之前的历史上汇率同股市的相关性相当高，过去 10 年的相关性超过 90%，但在三季度仅仅为 14%，我们认为这背后的主要原因是日本央行屡次放话维稳 100 日元/美元的重要关口，导致日元升值遇到阻力，且日本央行也从未放弃继续降息的手段，宽松预期尚在；此外，日本央行购买股市 ETF 的计划也对股市有支撑平抑了不少波动，所以面对日元的升值股市并未惊慌。

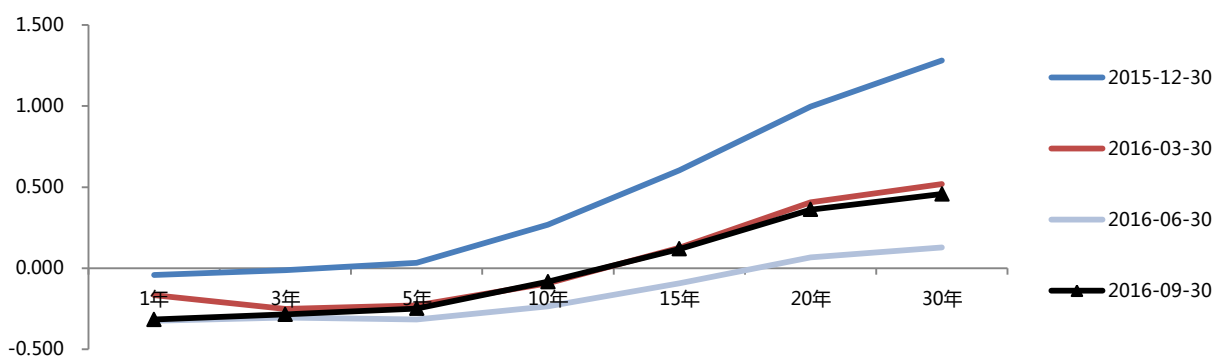
图 27 日本股市与汇率近 10 年相关性超过 90%，但 Q3 降低至仅仅 14%



数据来源：Wind

因此，在三季度，日元本身的升值空间受到了抑制，且日本政府的经济刺激计划（20 万亿财政刺激计划）又点燃了市场对于经济回暖的期待，加上日本央行购买 ETF 的行动，所以三季度股市并未随着日元的升值而下跌，反而有不错的表现。在四季度，我们预计日本国债收益率曲线的扁平化趋势难以改变，所以日本政府的宽松货币政策的效果将大打折扣，可能推动日元贬值的力度有所减弱，从日元自身来看大概率还是沿着升值的方向走，但如果考虑到美国在 12 月的加息会推升美元指数驱动日元贬值，所以整体日元升值的幅度还是会和三季度一样，非常有限（三季度日元升值 1.9%），这对于股市而言，冲击将较为中性。

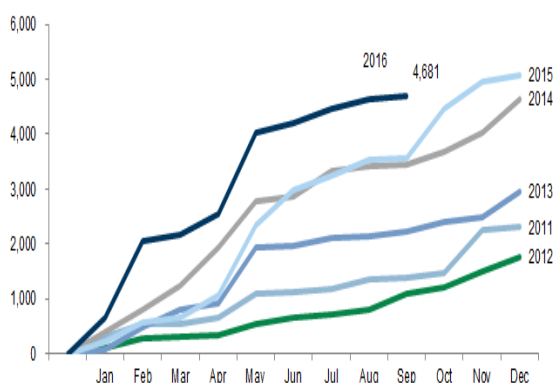
图 28
日本国债收益率曲线过于平坦化



数据来源：Wind

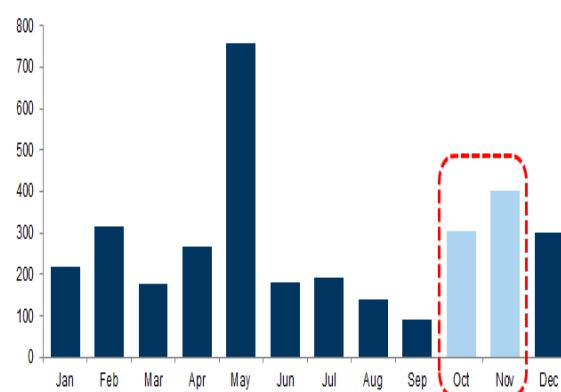
股票回购在 Q4 还将继续支撑日本股市。在日本股票市场的投资者结构中，其市值的 22.6% 为非金融机构的国内企业法人持有，因此企业本身的行为对股市的影响还是相当大的。根据高盛的研究（如下图），2016 年日本股票回购有明显的同比增加，前三季度较 2015 年同比增长了 31%，而且根据过去 5 年的历史情况判断，接下来的 10 月和 11 月还将是股票回购的高峰期。股票回购预计在四季度继续利好日本股市。

图 29
前三季度日本股票回购同比增加 31%



数据来源：Goldman Sachs

图 30
历史上，10 月和 11 月会有较多回购



（四）新兴市场以中性为主

新兴市场股票对美元指数较为敏感。新兴市场在 2016 年持续大幅上涨，其中巴西股市的年内涨幅已经

超过 30% (本币计价), 如果以美元计价, 则年内涨幅已经超过 60%。历史研究表明, 新兴市场股票的表现同美元汇率具有较高的负相关性, 即美元强新兴市场股市弱, 美元弱则新兴市场强, 我们对于四季度美元的判断是以中性为主 (但不排除 12 月在加息之下的阶段性走强), 因此汇率这方面对新兴市场的影响相对以中性或者略偏负面为主。

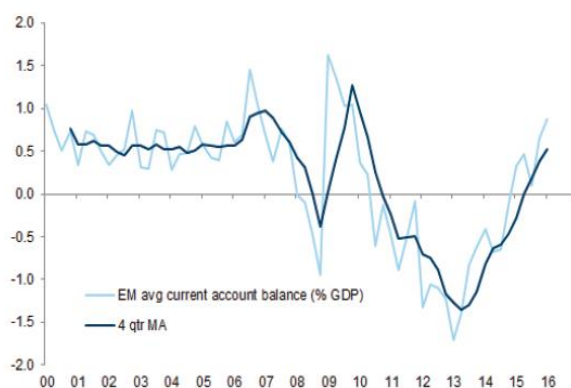
图 31
新兴市场股票同美元汇率 (右轴, 反序) 具有较强的相关性



数据来源 : J.P.Morgan

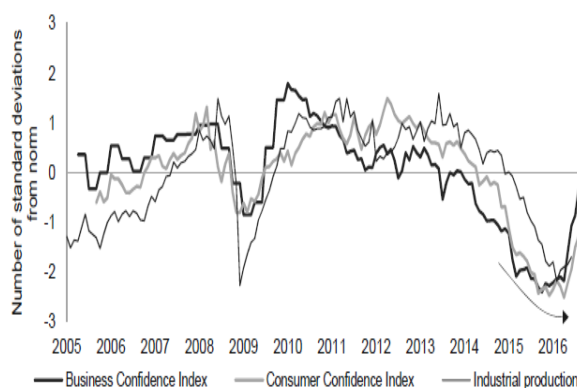
新兴市场基本面改善还是相当明显。从基本面角度看, 今年以来随着大宗商品的回暖 (以原油为代表, 价格已经回升至 50 美元以上), 以及美元不再继续上涨 (美元指数的顶部 100 在 2015 年已经触及), 新兴市场在经常账户和资本账户都有所改善, 尤其是经常账户, 复苏的势头非常强劲, 带动了股市的反弹。整体上, 以巴西为代表的新兴市场经济基本面还在持续向好。结合上文对于美元汇率的分析, 我们认为**四季度新兴市场的股市可能以中性或者中性小涨为主。**

图 32
新兴市场经常账户改善明显



数据来源 : Goldman Sachs , RBC

图 33
以巴西为例, 经济显示触底反弹的信号



三、中国债券资产展望

(一) 经济短期企稳，货币环境相对中性

短期经济企稳，未来仍需政策托底。三季度经济基本面稳中有进：9月制造业 PMI 保持在 50.4% 的 23 个月高点；8 月规模以上工业增加值同比增速回升至 6.3%，创 5 个月新高；工业企业利润受 PPI 跌幅收窄、利息支出下滑的影响持续改善，8 月同比大增 19.5%，年内累计增速升至 8.4%；工业的用电量、发电量、货运量等先行指标也在朝积极方向行进。预期 2016 年 GDP 增速在 6.6%-6.7%，但若地产投资下行、汽车消费衰减、民间投资不振，未来实现中高速度增长仍需积极财政政策、稳健货币政策的持续发力。

图 34 企业利润加速上行

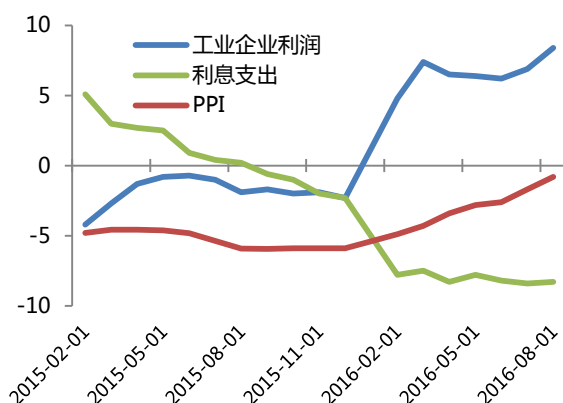
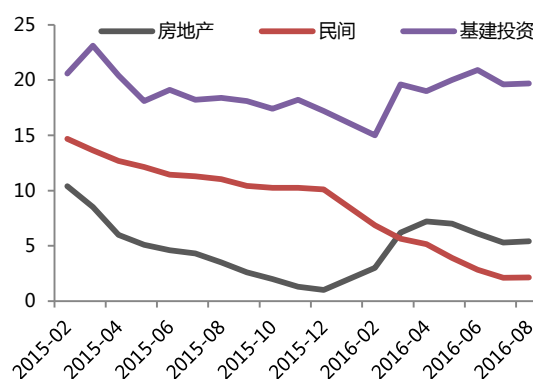


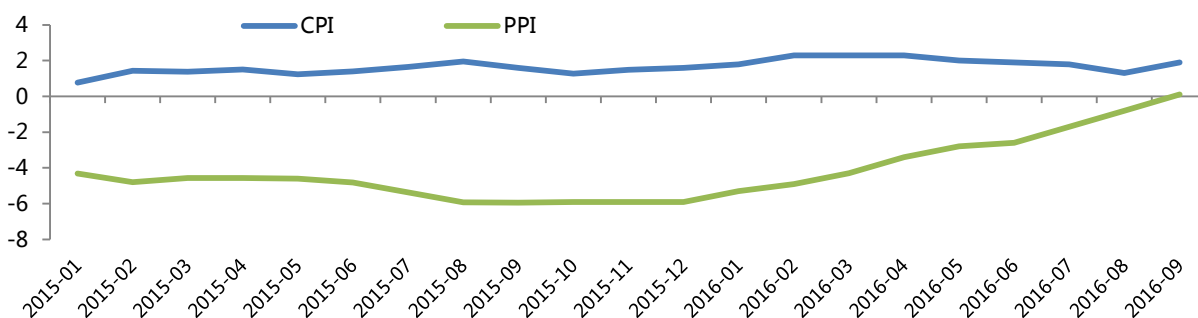
图 35 基建、地产双轮驱动



数据来源：Wind

四季度 CPI 或再度回升，但年内 2% 通胀水平无忧。在供给侧改革去产能引起的供给收缩预期下，年内商品价格持续反弹，PPI 跌幅随之不断收窄，并在 9 月份成功转正。CPI 涨幅上半年一度超过 2%，8 月份降至 1.3% 的年内低点，虽在 9 月份超预期的反弹至 1.9%，并且受食品价格上涨、去年基数较低等因素的影响，四季度 CPI 涨幅可能会再度回升，但我们预计全年会控制在 2% 左右，整体通胀水平无忧。而由于缺乏需求层面的支撑，在商品价格涨幅趋缓叠加今年的高基数之下，预计明年 CPI 将转而下行。

图 36 PPI 同比跌幅持续收窄，CPI 年内 2% 通胀水平无忧



数据来源：Wind

货币政策维持中性，短期资金利率相对稳定。在经济基本面企稳、通胀水平上行的环境下，预期货币政策将维持中性，继续以公开市场操作和 SLO、MLF、SLF 等货币政策工具进行流动性的精准控制，全面宽松的降准降息暂时难以见到。去杠杆的金融监管政策仍在延续，7 天逆回购操作利率长期凝固在 2.25%，央行陆续重启 14 天、28 天逆回购，在调整资金投放周期、平滑到期压力的同时，也对银行融出资金的成本和期限造成了一定的影响。不过，目前金融机构超额准备金率保持在 2.1%，应对资金波动的能力较强，出现超预期的流动性冲击的概率相对较小。

图 37
7 天逆回购长期凝固在 2.25%

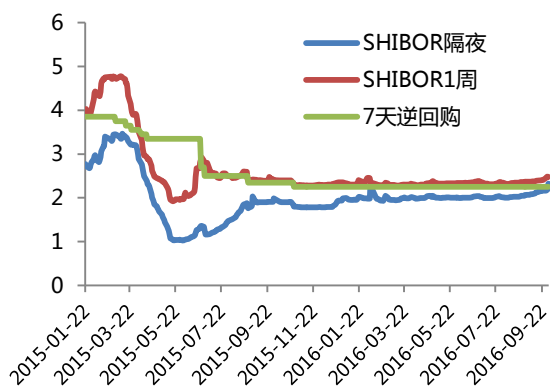
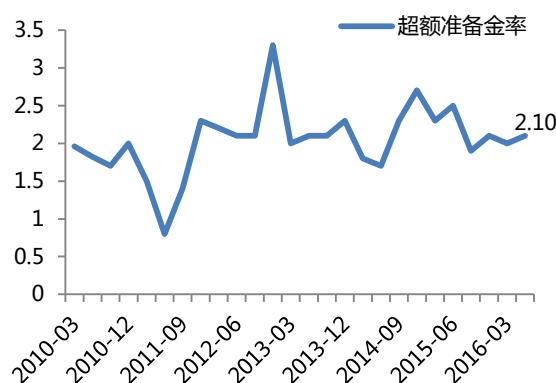


图 38
机构超额存准率仍在 2%以上



数据来源：Wind

（二）利率债将延续平坦化下行

地方债发行高峰已过。2016 年前三季度，地方政府债券发行超过 5 万亿元，以 2016 年 5 万亿元的置换债务限额和 1.18 万亿元的新增债务限额来估计，四季度地方政府债务发行限额在 1 万亿元左右，供应压力较前三季度有所下降。除地方债之外，其他利率债券种，如国债、金融债等的发行供应，预计在四季度保持在稳定的水平。整体上，四季度债券的供给端并无太大压力。

图 39
地方债置换高峰已过

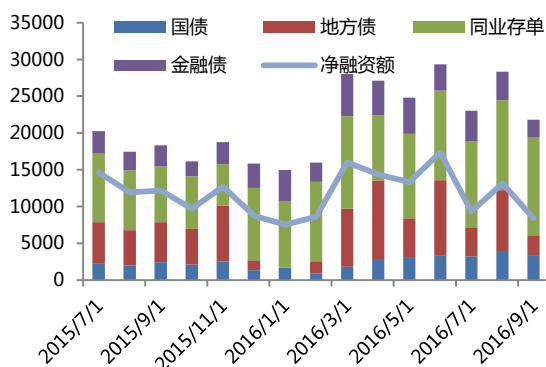
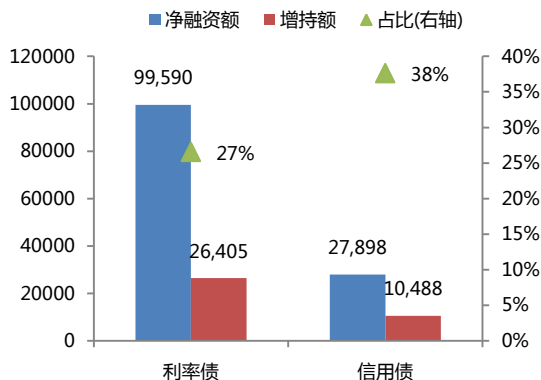


图 40
广义基金年内持续增持债券



数据来源：Wind

机构配置需求不减。从需求端来看，银行理财资金的规模延续高速增长，2016 年中达 26.28 万亿元，

其中投向债券的资金超过 40%，银行委外投资规模也在不断增加，以公募债基为例，三季度末相对年初规模增加近 4500 亿元；而公募基金、私募基金、券商集合理财、社保基金等广义基金，2016 年以来也持续增持债券资产，三季度末对利率债的增持达 2.64 万亿元，占年内利率债净融资额的 27%，对信用债的增持额也超过 1 万亿元，占比高达 38%。配置需求持续上升，但从负债端来看，随着利率水平的持续下行，以银行理财为代表的平均预期收益率持续下滑，但目前仍在 3.8% 左右，再从资产端来看，5 年期 AA+ 企业债收益率仅高出 40BP，资产荒的背景下，较高的收益要求和较低的收益率并不匹配，机构配置需求强烈。

利率债延续平坦化下行。与 2015 年的资金利率快速下行相比较，2016 年央行仅降准一次，7 天逆回购利率长期凝固在 2.25%，限制了短端债券收益率的进一步下行，长期品种则在配置需求推动下降幅较明显。2016 年以来 1 年期国债、国开债收益率分别下行 14BP、12BP，超长期的 20 年、30 年、50 年品种下行幅度则均在 40BP 左右。短期经济基本面企稳、通胀压力上行，货币政策大幅宽松很难再看到，但进一步的收紧也不太可能，资金利率围绕基准水平窄幅波动。成本压力和地产调控后的资金投向受限将继续提升机构对债券资产的配置需求。我们对利率债四季度的观点偏中性，当前的期限利差多数仍处在 2012 年以来历史水平的 40%-70% 区间，存在继续压缩的空间，收益率将以区间震荡、平坦化下行为主。但利率中枢下移的契机在于经济基本面和市场利率水平的变化，我们对中长期则相对乐观。

图 41
收益率曲线延续平坦化下行

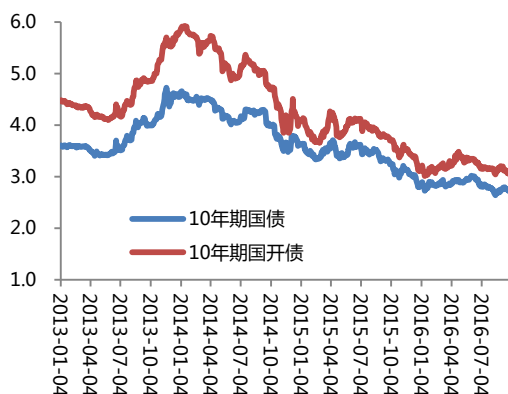
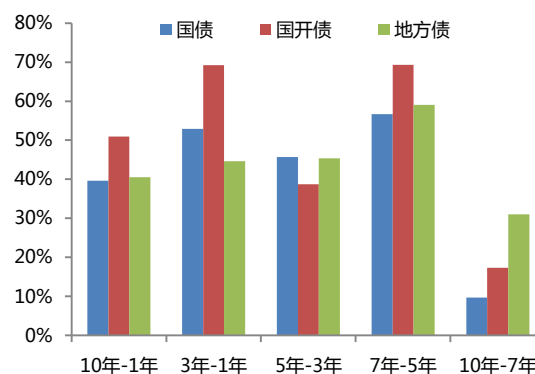


图 42
期限利差多数处在 2012 年以来中高水平



数据来源：Wind，右图为当前利差在2012年以来的百分位

（三）信用债违约风险有限

信用违约事件时有发生，但系统性风险有限。2016 年债务违约事件频发，截至三季度末已经有 24 家发行人、48 只债券、277 亿规模实质性违约。债务主体从以往的中小企业、民营企业向地方国企、中央企业蔓延，冲击了所谓“最后的信仰”，目前多数违约债券仍未有最终的解决方案。展望下阶段，过剩产能行业（如煤炭、钢铁、水泥等）债券仍处于兑付高峰，到明年三季度，未来 1 年的债务到期规模近 7000 亿元；信用违约事件将持续，对市场的负面影响也将持续。2016 年以来的各种信用违约，一方面市场已经形成了一定预期，违约对市场的整体影响也将降低；另一方面，央行将执行“守住不发生系统性金融风险的底线”不变的原则，去杠杆、降成本、债转股以及信用风险缓释工具也将发挥积极作用，信用违约对市场的冲击相对可控。

图 43
2016 年信用风险事件频发

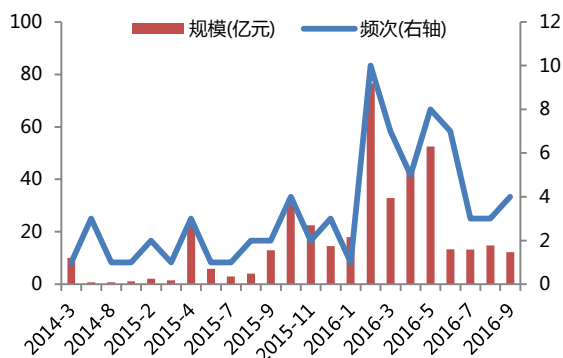
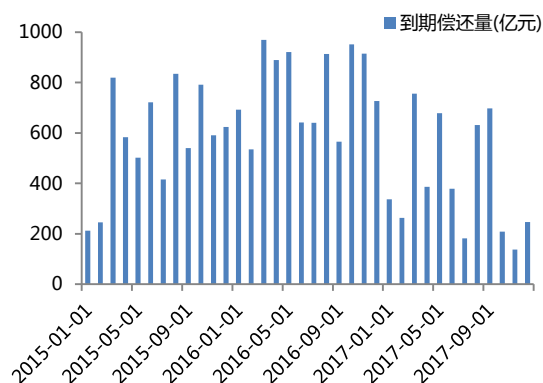


图 44
过剩产业行业债券仍面临兑付高峰



数据来源：Wind

评级上移，关注城投债及景气行业的中高等级券种。上半年信用违约高潮过后，在资金推动和风险偏好回归的带动下，信用债收益率重归下行。备受资金关注的城投债利差较年初缩小了 11BP；汽车、食品、军工、休闲等行业的信用利差也有所收窄；但有色、商贸、建材等行业受违约事件冲击，信用利差大幅走扩；钢铁、采掘行业的利差二季度同样受违约冲击而扩大，但三季度受去产能推进、价格上涨和盈利改观的影响，利差快速收窄。分等级来看，中低等级品种信用利差普遍扩大，幅度显著超过高等级品种。其中，采掘、建材、机械行业 AA 等级利差分别走扩 215BP、95BP、89BP，而同行业 AAA 等级品种上行幅度仅在 20BP-40BP 左右。站在当前信用利差走至历史低点的位置上，我们对四季度信用债的预期偏中性，建议侧重配置中高等级品种：关注平台及地方实力强的广东、江苏、浙江、山东、上海、北京等地城投债；围绕相对景气的大消费以及军工、建材等行业布局信用债；过剩产能行业则以效益明显改善的龙头企业为主。

图 45
仅城投、汽车等行业 AAA 债券利差收窄

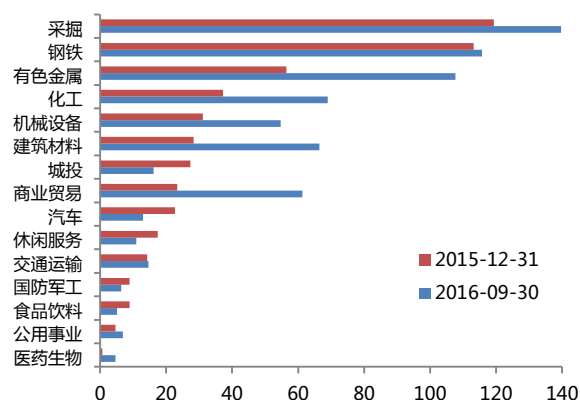
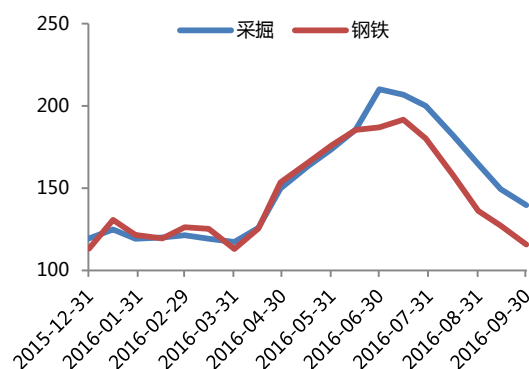


图 46
采掘、钢铁行业利差在三季度快速收窄



数据来源：Wind

风险点包括：1、近期人民币贬值压力再度凸显，叠加房地产调控政策的集中出台，货币环境存在边际收紧的可能。2、信用违约风险仍存，如若出现较高强度的集中爆发可能会导致投资者风险偏好的急剧下降，需要警惕大规模资金赎回引起的流动性风险。3、金融监管政策的变动，当前理财及委外资金普遍通过杠杆操作以覆盖成本、获取收益，去杠杆政策的强化将会对短期市场造成冲击。

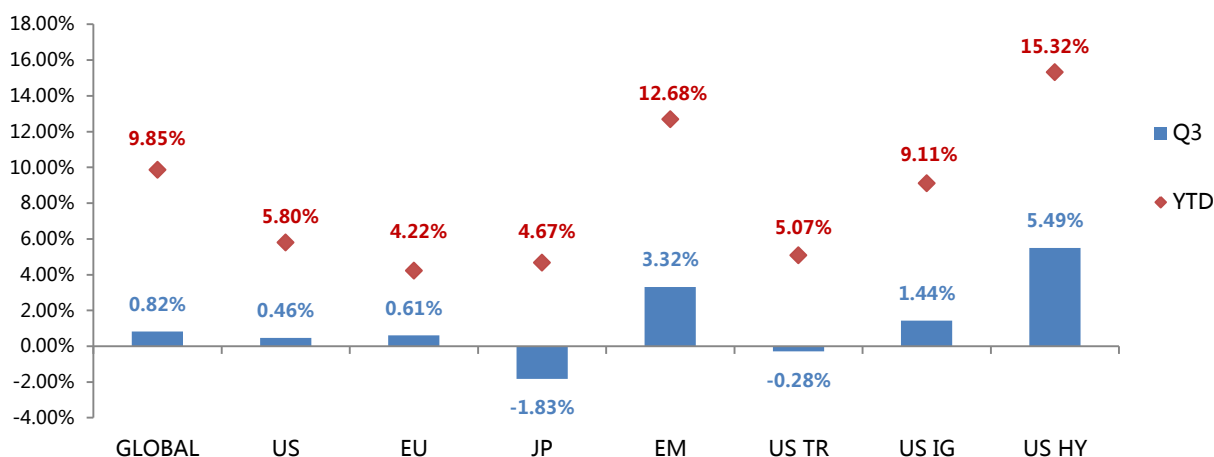
四、全球债券资产展望

（一）全球债券：继续追逐收益，三季度普涨

全球债市三季度继续上扬。三季度，全球债市继续上扬，巴克莱全球债券（美元计价，非对冲）指数上涨 0.82%，美国债券市场上涨 0.46%，欧洲债券上涨 0.61%，新兴市场外币债（hard currency debt）上涨 3.32%，只有日本债券指数下跌了 1.83%（原因在于，巴克莱日本债券指数中的国债以及政府相关的债券占比 94%，受国债拖累较大）。具体到美国市场，巴克莱美国国债指数下跌 0.28%，美银美林投资级债券指数上涨 1.44%，美银美林高收益债指数大幅攀升了 5.49%。

图 47

全球债券指数三季度继续上扬，但部分市场的国债已经开始录得负收益

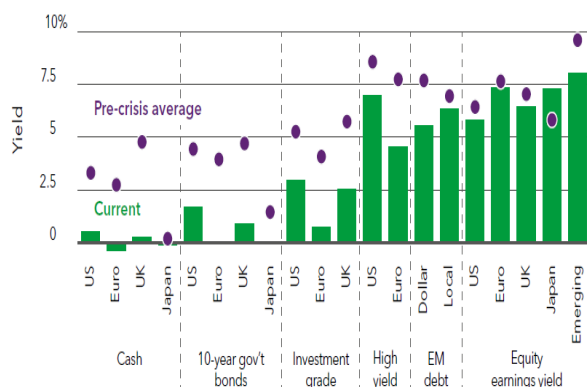


数据来源：Bloomberg，各指数以本币计价，全球指数以美元计价，统计截至三季度末

今年以来，债市在延续“追逐收益”（hunting for yield）的模式。三季度延续着今年以来的模式，在这种模式下，一方面是投资者的避险情绪高涨，资金来源不断地流入债券板块，据 EPFR 数据显示，年内流入债券基金的资金已经约 1800 亿美元（如果按照板块来分析，主要的几个板块，例如新兴市场债，投资级债，高收益债在净流入当中的占比分别是 16%，54%和 4.4%），而同期主要的发达市场（如美国、欧洲）的股票基金都是净流出的（美国+欧洲的净流出也是约 1800 亿美元，日本净流入了不到 60 亿美元）。可以说，在投资者股票风险溢价下降的背景下，债券板块整体上受到了投资者的青睐。

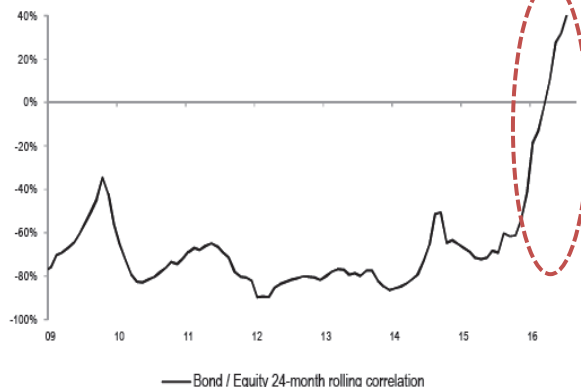
另一方面则是追逐收益过程中，对风险的部分忽视或者低估。具体来说，在“追逐收益”（hunting for yield）的模式之下，投资者主要关注的因素是收益，风险往往被忽视或者低估了不少。事实上，当前各国的国债利率都处于历史的较低水平，也就是说，无风险利率本身是下行的，同样地，各种风险等级的债券的收益率也都较之以往下降了不少，如下图所示，我们以美国投资级债券为例，在 2008 年的次贷危机前，其收益率还在 5%以上，而目前的收益率却只有不到 3%（最新的数据是 2.9%）。因此，投资者普遍将自身在债券板块的配置的风险等级都上升了不少，目的就是实现相对好的收益目标。在这种模式下，通俗地说，投资者的行为有点像是“只买收益高的，不管风险”，也就是将整体的风险水平提升了不少，这也导致了当前股票和债券相关性的升高，如下图所示，2016 年，股债相关性已经从之前的负相关迅速拉升，两者目前是明显的正相关关系（约 40%）。

图 48 当前各债券板块的收益率都明显低于危机前



数据来源：BlackRock, J.P.Morgan

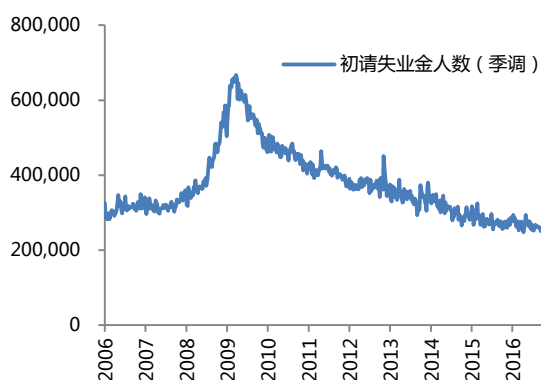
图 49 结果是，股债之间相关性在 2016 年明显提高



(二) 美国国债：加息预期下，国债收益率还将上升

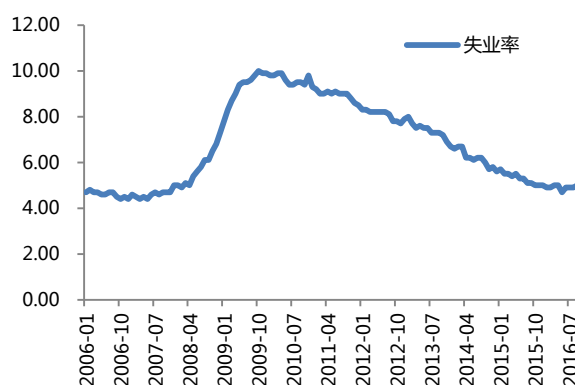
劳动力市场强劲，年内基本可确定一次加息。美联储加息在 12 月实施的可能性还是比较高的，联储主要盯住的指标包括通胀和就业。在通胀方面，鉴于油价已经稳定在 50 美元附近，而且美国的核心 CPI 也已经持续稳定在 2% 以上，我们认为已经基本符合了加息的条件。而在劳动力市场方面，失业率也维持在 5% 的水平附近，初次申请失业金的人数已经连续 84 周处于 30 万人的关口之下，为 1970 年以来最长的周期，劳动力市场强势。因此，在通胀和就业均较好的情况下，美联储有很大可能会在年底进行一次加息。

图 50 初请失业金人数持续下降，迭创新低



数据来源：Wind

图 51 失业率也接近于均衡水平 (5%)

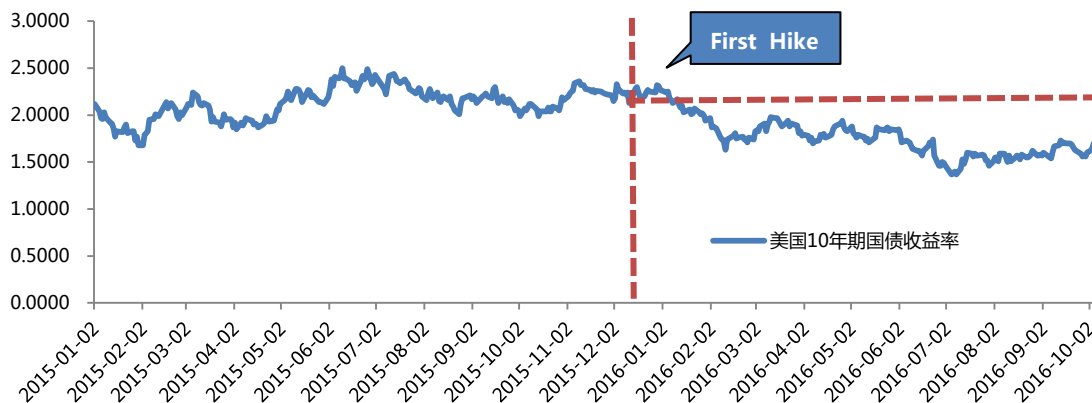


预计美国 10 年期国债收益率将上升至 2% 附近。正如我们在上面分析的那样，年底存在加息的预期，所以国债收益率的上升应当是正常的情况。事实上，美国 10 年期国债的收益率自从 2015 年 12 月加息之后，不但没有上升，反而有所下降。在去年加息前，10 年期国债的收益率还有 2% 左右，但加息后并没有上升，随着美国经济在第一、第二季度经济增长低于预期，经济不尽如人意的情况反映在了国债的悲观上，国债收益率在三季度结束后也只有大概 1.7% 左右。但是应当看到，一方面是三季度和四季度预期美国经济会有所好转，且通胀和就业已经符合联储的加息条件，另一方面是近期关于美国经济的潜在增长率的讨论

表明美国当前的潜在经济增长率可能确实要低于过往，市场对于经济长期增长均衡路径的预期较过去而言有所降低和修正。因此，我们倾向于认为在四季度，债券收益率上升将是大概率事件（主要在 12 月兑现），预计本次债券收益率上升的幅度有望回到上次加息前后的 2%的水平上。

图 52

美国 10 年期国债收益率预计将上升至 2%附近（同 2015 年首次加息前的收益率接近）



数据来源：Wind

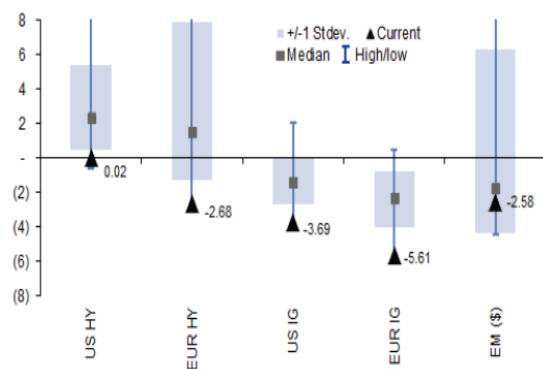
（三）美国信用债：控久期风险，高收益债前景更占优

1、投资级信用债：估值偏贵，供给增加

投资级信用债久期风险较高，估值也偏贵。2016 年以来，投资级信用债是债券市场主要流入板块，其在所有资金净流入中贡献占比超过 50%。但随之而来的问题就是其价格越来越贵，如下图所示，据摩根大通的分析，对于主要的债券板块而言当前的估值都是比较贵的，而其中投资级债券偏离历史平均水平的幅度较大，估值上存在压力，而且投资级债券的利差在历史上也同样处于较贵的位置上，相对价值而言，投资级债券的吸引力在下降。此外，上面提到了国债收益率上升的风险，或者说是久期风险（即债券价格对于利率的敏感度），投资级债券的久期较高，以美银美林投资级债券指数而言，其久期大概是 7.5 年。

图 53

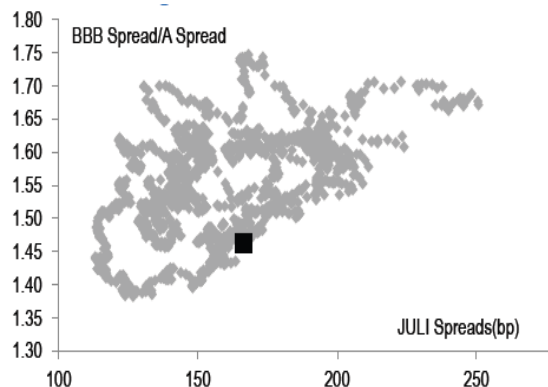
美国投资级信用债估值已经较贵



数据来源：Goldman Sachs, J.P.Morgan

图 54

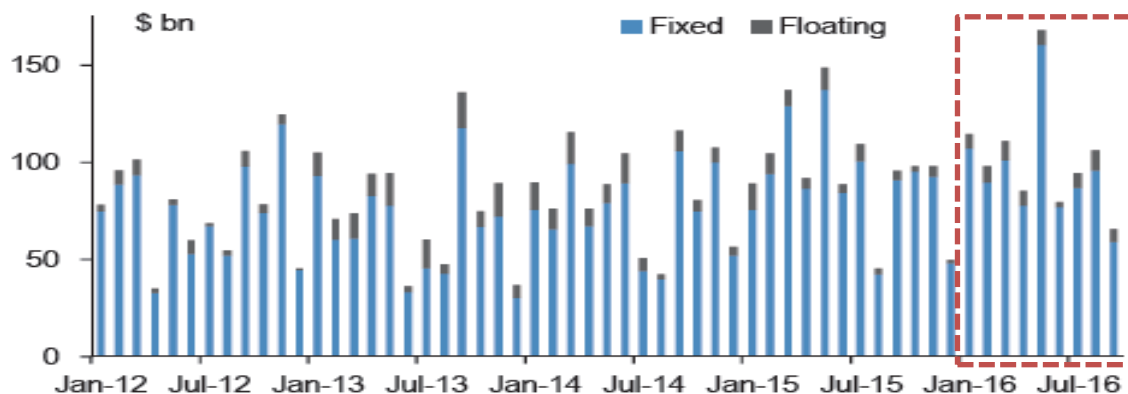
当前的利差也位于历史上的较低水平



此外，由于利差的缩小，年内的供给发行端压力也较大。由于利差的缩小，投资级债券的到期收益率已经下降了不少，目前是 2.9%，符合投资级资质的公司发债融资的动力也随之加大。观察美国投资级信用债的发债情况，可以看到在 2016 年处于一个较高的供给水平，这对于投资级信用债而言是一个不利的方面。据摩根大通最新的估计，年内全部的投资级债券发行量将大概是 1.25 万亿美元（从之前的 1.15 万亿美元调升了约 1000 亿美元的规模）。

图 55

美国投资级信用债年内供给较多



数据来源：Wind

2、高收益信用债：久期小，且在“追逐收益”模式下较为占优

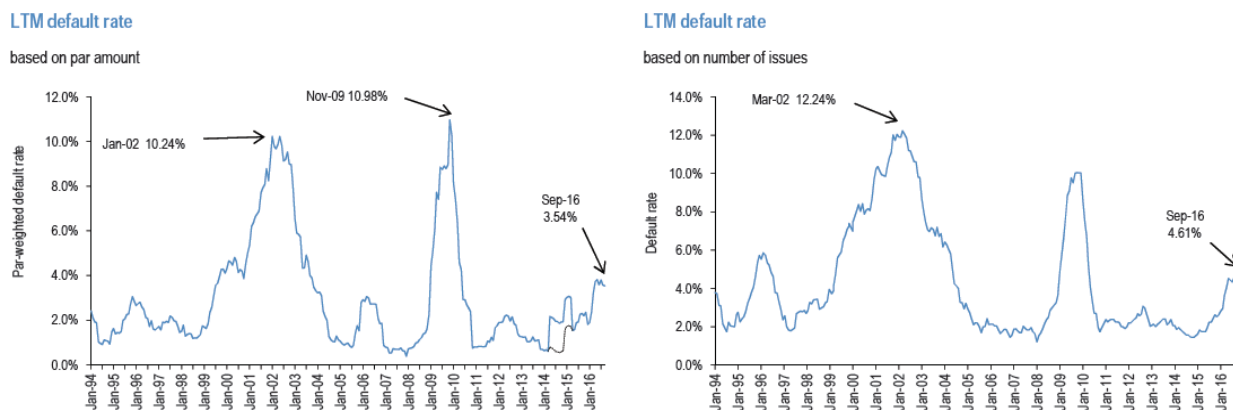
高收益债久期较小，且在今年“追逐收益”的债市行为模式下较为有利。相比投资级债券，高收益债的久期要明显小很多，美银美林美国高收益债指数的久期是 4，要低于投资级债指数（7.5），所以在久期风险上升的阶段，高收益债不容易受到利率上升带来的负面冲击。此外，在今年这种“追逐收益”的行为模式下，高收益债当前的收益率是相当地吸引人的（7%上下），我们在无风险利率还在继续下降或者维持较低的宏观大环境下，各国央行的货币政策暂时看不到明显转向的迹象，因此投资者的行为模式还有一定的可持续性，所以在四季度高收益债预计还会有比较不错的行情。

高收益债的违约率已经相对平稳下来了，偿债高峰较远，违约风险可控。从基本面来看，美国经济整体情况比较稳健，各项工业经济指标都处于大致良好的范围内，经济基本面情况的稳定会提升发债主体公司的偿债能力，违约风险也将随之下降。从近期的数据来看，高收益债的违约率在之前的一段上升过后，已经基本稳定下来，从图 56 可以看到，如果以违约债券数量比例来衡量，则当前的违约率（统计范围是过去 12 个月的违约事件）在 4.6% 附近，且已经维持在这一水平一段时间了，我们预计违约率的稳定将成为支撑高收益债的有利因素。

在市场较为关注的商品板块，近期债券市场与原油的相关性已经明显降低了。从高收益债的行业占比来看，其中较为受到市场瞩目的板块是商品板块（在全部高收益债的行业占比中约 22%），其中主要是指能源和矿产方面的高收益债。由于过去几年大宗商品处于不断下行的周期，所以这方面的违约压力一直比较大，以原油为例，布伦特原油的价格从 2014 年年中的大概 110 美元/桶的水平迅速下滑，到 2016 年最低曾经仅仅 27 美元/桶，跌幅超过四分之三，直到近期才稳定在了 50 美元/桶附近。据摩根大通研究估计，

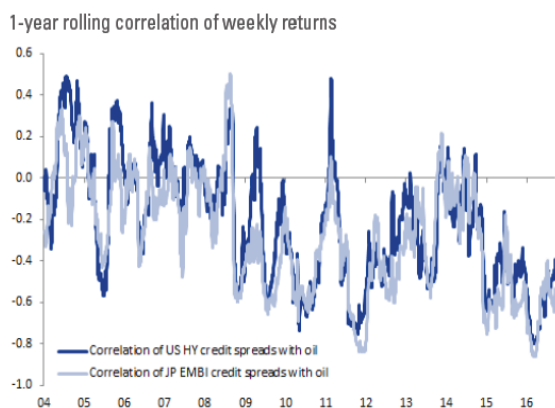
2016 年能源及矿产类高收益债的违约率将会是在 6%附近，这部分板块可能还是会继续承压。但好的方面是：首先，高收益债整体同原油价格的相关性已经降低了不少，其次是原油价格近期已经稳定下来，像过去那样的大幅下降发生概率较低，最后是投资者可以在高收益债内部向其他行业进行超配，低配商品类行业的高收益债，来优化自身在高收益债内部的风险收益结构。

图 56
高收益债的违约率已经开始稳定下来



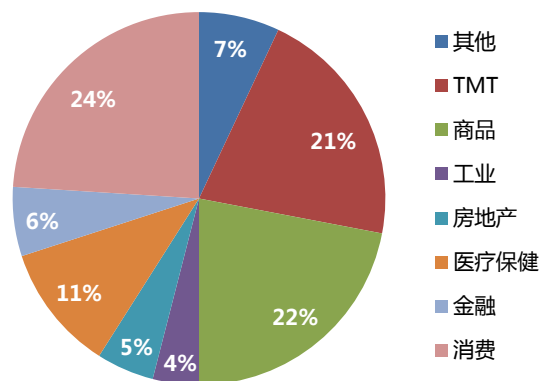
数据来源：J.P.Morgan

图 57
HY 周收益与原油价格相关性（滚动 1 年）



数据来源：J.P.Morgan, FactSet

图 58
美国商品行业的高收益债占比超过 20%



五、外汇资产展望

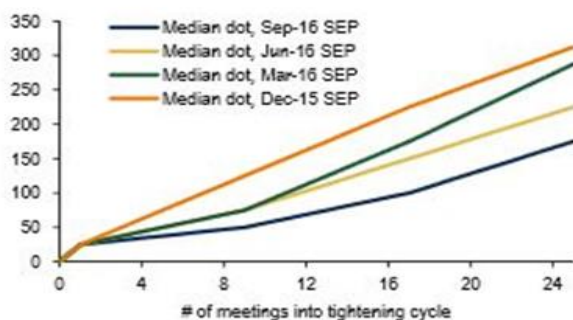
（一）加息路径平坦化压制美元，四季度仍维持中性甚至小幅下跌的判断

三季度美元指数下跌 0.7%，符合我们的中性判断。展望四季度，尽管美元在 10 月初有所上行，我们认为美元不具备持续上涨基础，此前的逻辑仍然成立，即：领先的经济周期支撑美元汇率，但低增长、低通胀的事实将迫使加息路径更为平坦，中期压制美元。此外，美国大选是四季度的主要风险点，特朗普当选将使市场避险情绪升温，刺激美元上涨，但按照目前的支持率，希拉里当选仍是大概率事件，利空美元。下面我们将阐述具体论据。不少市场人士认为美联储于 12 月加息是大概率事件，因此美元将上涨。我们同意 12 月加息一次的判断，但并不认为单次加息可以持续推升美元。仅就 12 月加息的概率来看，期货市场隐含的加息概率已经达到 70%，已经达到了历次美联储加息的门槛，因此目前的美元指数已经充分反映了本次加息预期带来的影响，后续作用有限。

在 12 月加息既成事实后，下一个左右美元的因素是什么呢？我们认为将是未来加息的时点，亦即加息路径。回顾过去四个季度，美联储对加息路径的预测不断下移，同时调降的还有对潜在经济增速以及长期均衡利率的预测，背后原因是：随着劳动生产率增速持续放缓，美国将在较长时间内面临低增长、低通胀、低利率的三低局面，这也印证了美国前财长萨默斯所提出的“长期增长停滞”理论。美联储主席耶伦在近期讲话中也指出，或许 08 年发生的金融危机已经对经济造成“永久性伤害”，需要通过非常规的“高压经济模式”来促使经济恢复活力，也就是维持更长时间的低利率，甚至容忍通胀超出美联储 2% 的目标值。我们认为加息路径仍将继续着平坦化的趋势，为美国经济带来边际宽松的效果，同时也压制美元的反弹幅度。

此外，美国大选也是四季度左右美元的一大因素，但市场上对两位总统当选后美元的走势预测不一。我们不对各种逻辑进行主观评价，但认为总统电视辩论期间各货币的走势，或许能得到侧面印证。北京时间 9 月 27 日上午，两位候选人进行了首次电视辩论，该次辩论被广泛认为希拉里胜出，而同期非美货币全线上涨，仅传统的避险货币日元下跌。由此不难看出，市场认为希拉里获胜有利于非美货币，反之，特朗普当选有利于美元。考虑到希拉里当选仍是大概率事件，大选结果很可能利空美元（由于第二次电视辩论被认为不相伯仲，汇率市场反应也较为平淡，无法参考）。

图 59 美联储预测的加息路径不断下移

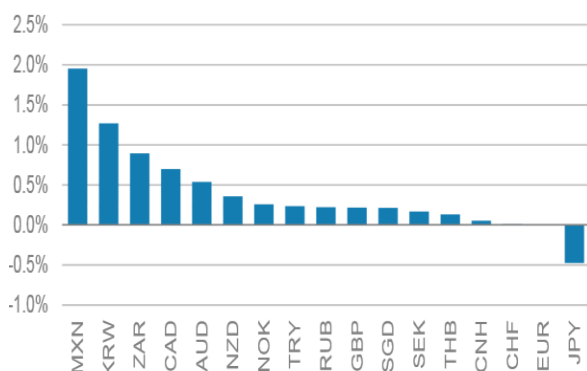


数据来源：Federal Reserve

图 60 美国潜在经济增速不断调降

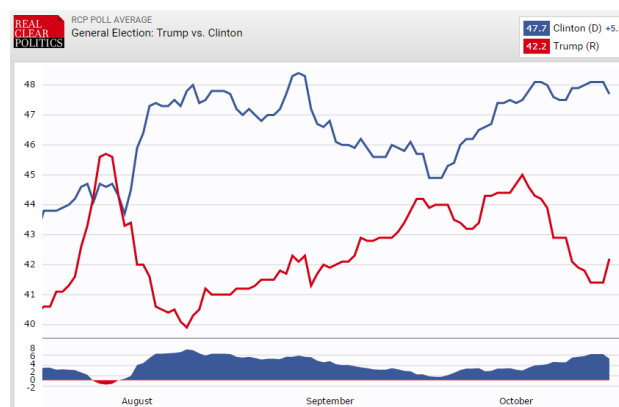
	长期潜在增速	自然失业率	均衡利率水平
Sep-16	1.8	4.8	2.9
Jun-16	2.0	4.8	3.0
2015	2.0-2.3	5.0-5.2	3.75
2014	2.1-2.3	5.2-5.5	3.75
2013	2.3-2.5	5.2-6.0	4.0
2012	2.3-2.5	5.2-6.0	4.25

图 61
首次总统电视辩论后非美货币上涨



数据来源：Morgan Stanley

图 62
希拉里当选仍是大概率事件



(二) 英镑向左、欧元向右

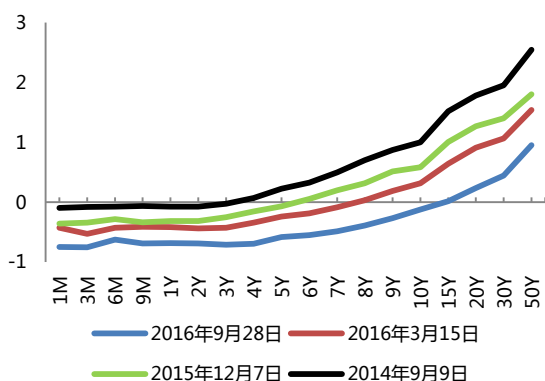
2016 年三季度英镑对美元下跌 2.5%，欧元对美元上涨 1.2%，印证了我们三季度的判断。我们在四季度展望中仍然沿用了“英镑向左、欧元向右”的标题，认为尽管都受到地缘政治因素的影响，但二者仍将呈现分化的走势。

四季度我们对欧元持中性偏多的观点，原因是：欧元区仍然保有巨大的经常账户顺差，形成长期利好；同时，随着央行货币宽松政策接近极限，欧元区利率曲线已经筑底，欧美实际利差已经企稳，并且随着欧元区通胀预期的走低，利差有望走高，中期利好欧元。尽管欧元短期仍面临英国脱欧事件的影响，但中期因素与长期因素的共振给了我们看多欧元的信心。对于市场普遍担忧的欧洲银行业问题以及意大利修宪公投，我们认为暂时不会对欧元造成负面影响。欧洲银行业基本面尽管疲弱，但不至于触发系统性风险，市场相信经历过雷曼倒闭后，政府将不惜一切代价兜底银行业危机；而银行业基本面走弱不利于其创造信贷，广义货币供应量将受到一定负面影响，反而利好欧元。对于意大利修宪公投，其目的是为了打破议会上院与下院权利均等、相互阻挠改革的问题，公投通过被视为利好；即使公投失败，市场也普遍认为发生最为极端的总统辞职、临时大选的局面是小概率事件，因此暂时不构成风险事件。

我们仍然看空英镑。英镑短期内被政治风险左右，英国首相已经明确明年一季度启动里斯本条约第 50 款，同时英欧双方领导人在移民问题上各自保持强硬态度，这使得明年“硬脱欧”的风险显著上升，10 月以来英镑的暴跌也正是基于此。而英镑和欧元的分化走势，一方面来自英国对欧盟的出口占其总出口比重远大于欧盟对英国的出口比重，脱欧对英国经济打击更为显著，另一方面来自英国的巨额贸易逆差与欧元区的顺差形成鲜明对比。但需要强调的是，尽管我们看空，但认为 10 月初英镑的走势存在超跌迹象，英镑对美元汇率在 1.20 的上方有可能出现一波反弹。我们的理由是：前期英镑的下跌以及英国央行的宽松政策已经对经济形成支撑，英国制造业和服务业 PMI 指数均有大幅好转，经济并非市场之前预期的那样疲弱；此外，汇率大幅下跌也使得英国的通胀预期迅速上升，短期内将抑制英国央行进一步宽松，这也对英镑形成利好。四季度毕竟不会启动脱欧，随着政治头条过去，市场关注的焦点有望再次回到经济数据上，倘若英国数据持续向好，英镑的阶段性反弹并非不可能的事情。

图 63

过去三次降息持续压低利率曲线



数据来源：Thomson Reuters

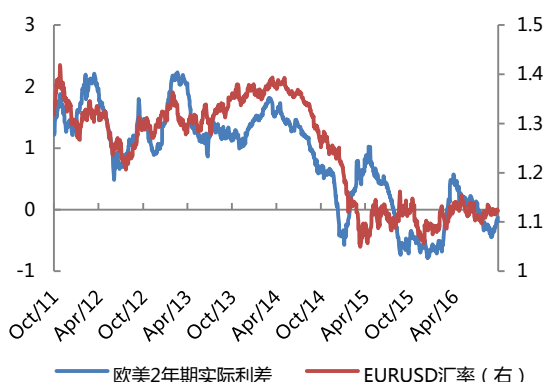
图 64

但利率曲线下行不再能打压汇率

三次降息时间	汇率变动	当日欧元汇率	六个月前汇率
2016年9月28日	+0.3%	1.1224	1.1196
2016年3月15日	-1.4%	1.1109	1.1269
2015年12月7日	-4.0%	1.0837	1.1291
2014年9月9日	-6.8%	1.2937	1.3877

图 65

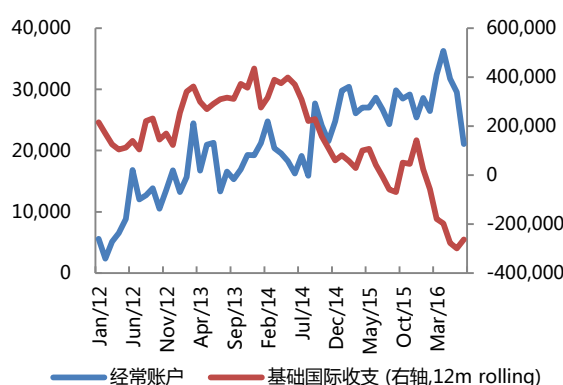
欧美实际利差筑底



数据来源：Thomson Reuters, Wind

图 66

经常账户高顺差利好欧元

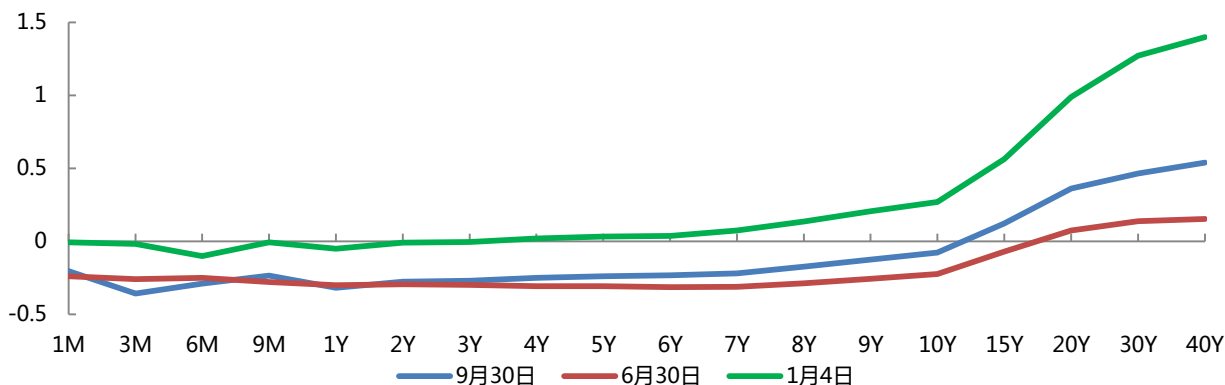


(三) 维持看多日元

我们继续维持看多日元的观点。三季度日元对美元已经上涨 1.9% 预计四季度这种趋势还将延续下去。具体分析，如果说欧元区正在接近货币政策的极限，那么日本无疑已经达到了极限（负利率+QE）。从利率曲线的变化不难看出，三季度末，日本利率曲线较二季度已经有所上升，主要体现为长端变得更加陡峭。9月份，日本央行推出了利率曲线控制政策，明确 10 年期国债收益率将稳定在 0 附近，日本央行试图通过这种方式来缓解多次宽松政策导致日本利率平坦化的问题。

但当曲线实质性锚定后，通胀预期的变化将成为左右日元汇率的最重要因素。而当前日本处在通胀预期下降、实际利率上升、日元上涨、通胀预期进一步下降的恶性循环之中，在确信日本有能力打破这个负反馈机制之前，我们将维持看多日元的观点。目前来看，日本政府或有能力通过大幅的财政刺激计划来扭转通胀预期下降的趋势，但尚未看到实质性效果，需要进一步观察。此外，日元与欧元相似，同样受到巨额贸易顺差的支撑，长期趋势上仍然是利好日元。

图 67
日本利率曲线不再下降



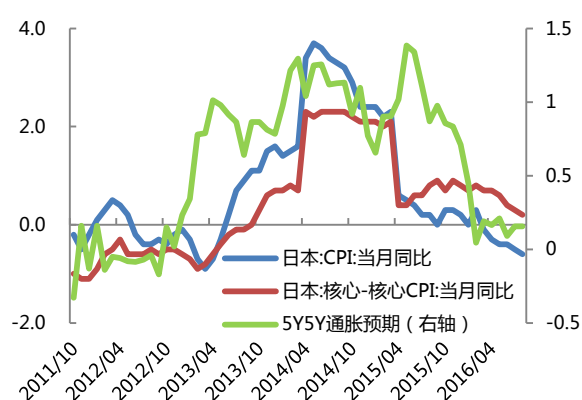
数据来源：Thomson Reuters

图 68
实际利差支撑日元上涨



数据来源：Morgan Stanley, Wind

图 69
汇率上涨和通胀下行形成负反馈



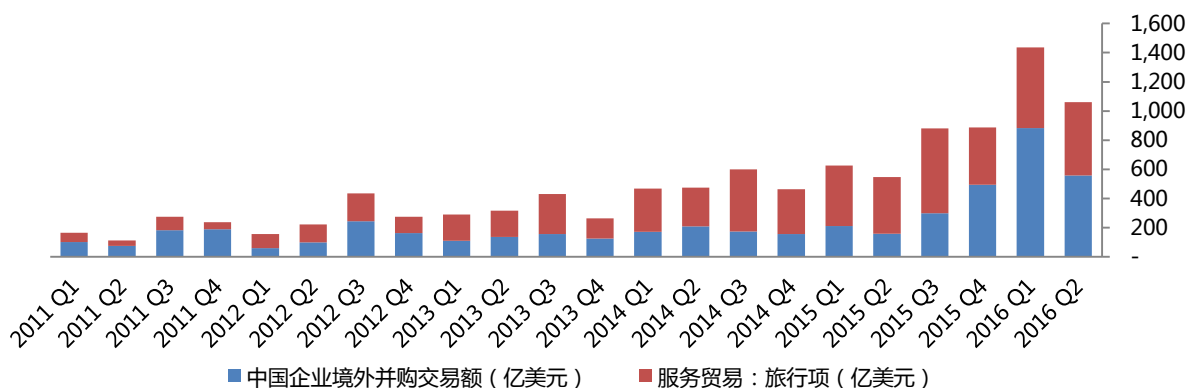
（四）人民币继续小步慢贬

四季度我们维持人民币小步慢贬的观点，并预计不会跌破 6.8 的水平。三季度人民币对美元贬值 0.3%，跌幅较上半年已经在显著收窄。尽管资金还在持续流出，但我们认为三季度利好人民币汇率的因素仍在，并有所加强：外部看，我们对美元的判断是中性偏空，美元对人民币的压力尽管在四季度的某些时候还会呈现，但整体上尚可；内部看，外债水平企稳回升、境内外利差稳定（中国和美国 10 年期国债收益率都在近期窄幅震荡）、加入 SDR 及债市开放持续吸引资金流入。

毫无疑问，人民币仍然面临贬值压力，但贬值的压力已经从负债端转移到资产端。从外汇局发布的外债数据不难看出，自 2015 年 8 月汇改贬值启动以来，私营部门的外债头寸以千亿美元的规模在迅速下降，给当时的人民币汇率带来了巨大的压力，但最新数据显示外债头寸已开始触底回升，无疑是利好，这一过去一年多以来的负面因素已经有所缓解。但同样需要看到，由于境内实体经济和金融市场的收益率下降（资产荒）及居民本身境外资产配置比例不足，资产端的流出正在逐渐增多，预计将长期为汇率带来压力。

图 70

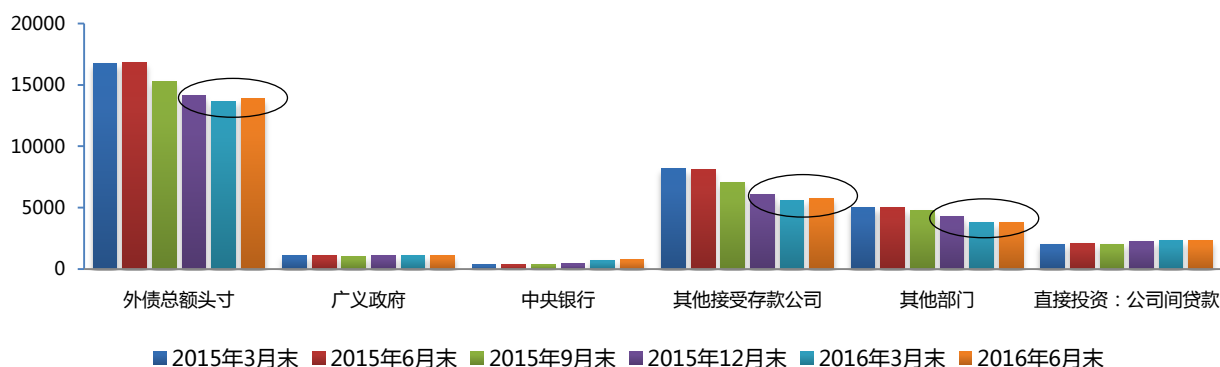
境内企业和居民资金持续流出



数据来源: Wind, Bloomberg, 并购交易额统计以境内企业公布并购计划时点为准

图 71

外债头寸结束了连续四个季度的下行趋势, 小幅回升



数据来源: SAFE

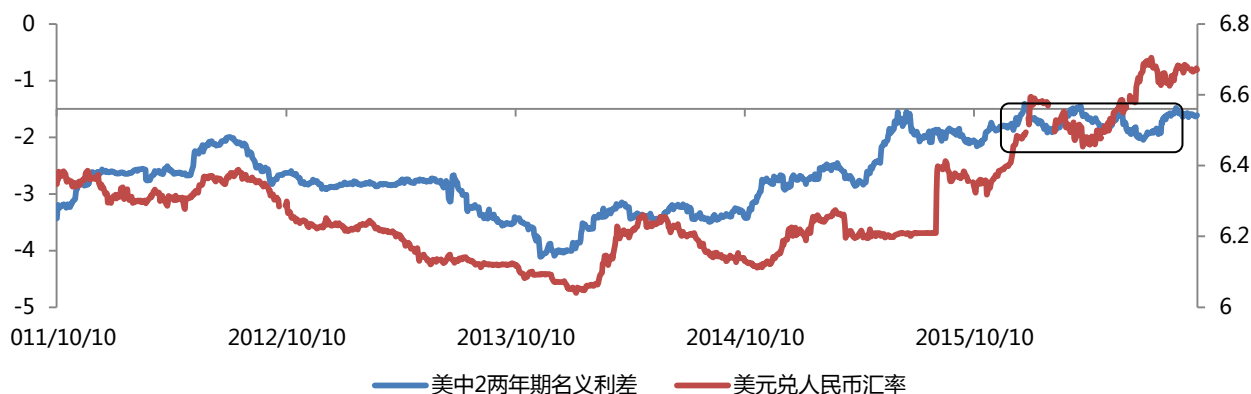
当然, 如果仅看到利空人民币的负面因素, 也不免管中窥豹。实际上, 我们此前的报告中曾经列举的几大利好在四季度仍然成立, 具体分析如下:

首先, 根据目前人民币汇率中间价定价机制, 美元的强弱是最大单一因素, 而我们对美元中性偏空的判断决定了人民币在四季度贬值幅度有限。

其次, 尽管国际贸易形势恶化, 但受益于出口转型和汇率贬值, 我国每季度的货物贸易顺差稳定在 1000 亿到 1500 亿美元的规模, 为境内提供稳定的外汇资金流入。

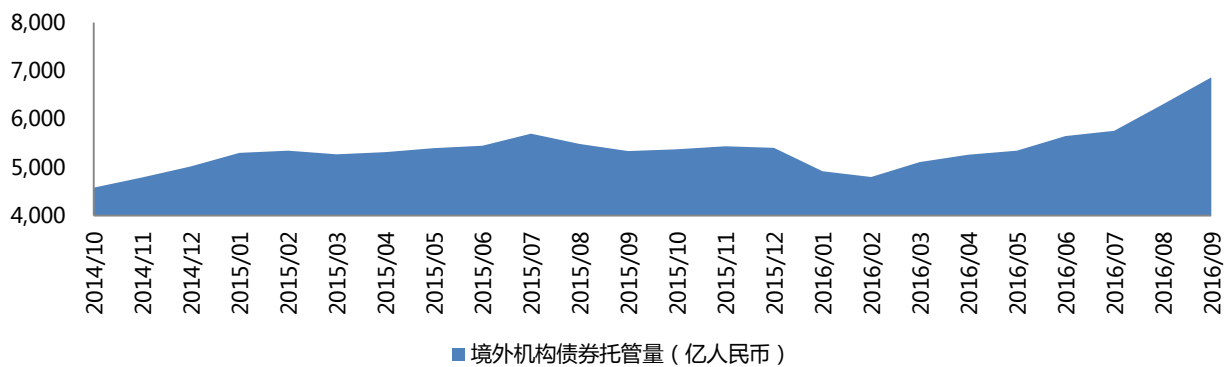
再次, 人民币加入 SDR 篮子以及央行一系列开放债券市场的政策初见成效。根据境内债券托管的数据, 自今年 2 月以来, 外资机构已经净增持人民币债券 2000 亿元, 并有加速趋势。当然, 购买人民币债券并不必然要买入人民币, 也可以通过外汇掉期来回避汇率敞口, 但境外资金的涌入无疑对情绪面带来利好。最后, 随着境内经济企稳, 央行的货币政策已由宽松转向中性, 这使得中美利差得以维持在稳定的水平, 也利好人民币。

图 72
美中利差与人民币汇率



数据来源：Bloomberg

图 73
外资机构今年以来加速增持人民币债券



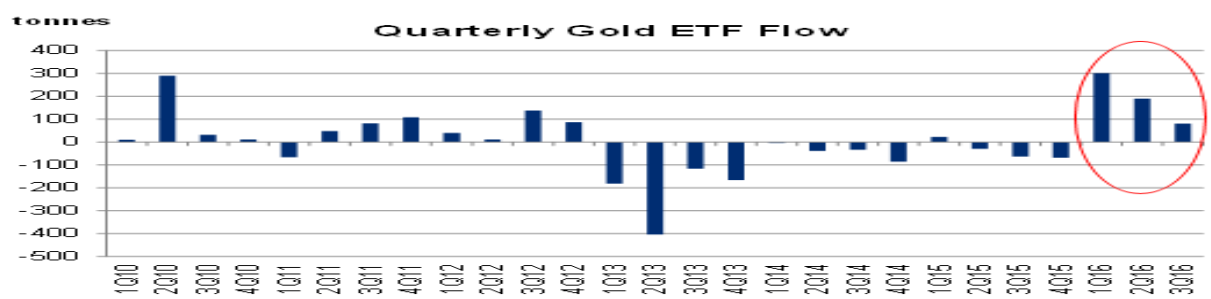
数据来源：Wind

六、大宗商品资产展望

（一）黄金风大慢走

三季度黄金小幅下跌。以美元计价，黄金三季度下跌 0.5%，在连续两个季度大涨后放缓了脚步。从需求端看，除了金饰消费和央行购金继续下降外，ETF 投资需求也显著放缓，相较于上半年 500 吨的增持幅度，三季度增持不足 100 吨。金饰消费和央行购金主要受到金价上涨的抑制，印度上调黄金消费税以及委内瑞拉内战造成了央行抛售黄金，导致了雪上加霜的效果；投资需求的下降主要是由于美国实际利率开始回升，而随着日本国债曲线走陡，全球负利率债券也从最高 13 万亿美元的规模有所下降。

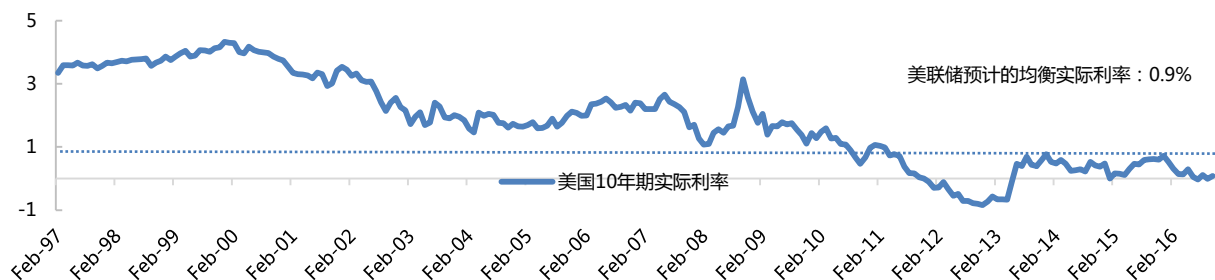
图 74
ETF 增持大幅放缓



数据来源：Citibank

四季度曾经支撑黄金上涨的动能已经大大减弱，对金价持中性偏空观点。首先，美国 10 年期实际利率仍然处在 0.1% 左右的极低水平，而美联储 9 月份最新预计的均衡实际利率水平是 0.9%，考虑到美国正处于加息周期，实际利率会继续向均衡水平收敛，由于美国实际利率和金价高度负相关，这也成为黄金上涨最大的制约，当然从另一个角度来说，这也意味着实际利率水平没有大涨的基础，目前的实际利率距离均衡水平仅有 80 个基点而已，所以黄金也不会大幅下跌。其次，COMEX 黄金期货的投机净多头持仓在三季度又创新高处在历史极值区间，说明超买现象仍然存在，客观上有回调的需求；最后，若将黄金与其他可投资的美元资产进行比较，黄金估值并不便宜。例如，假如把黄金视为货币、将美国房价用黄金定价的话，目前房价仍处在 1980 年代的水平。此外，目前我们不认为四季度会出现特别重大的黑天鹅事件，英国脱欧已经在预期之内，意大利修宪并没有明确的风险指向，而美国大选的支持率也一直偏向希拉里一方。

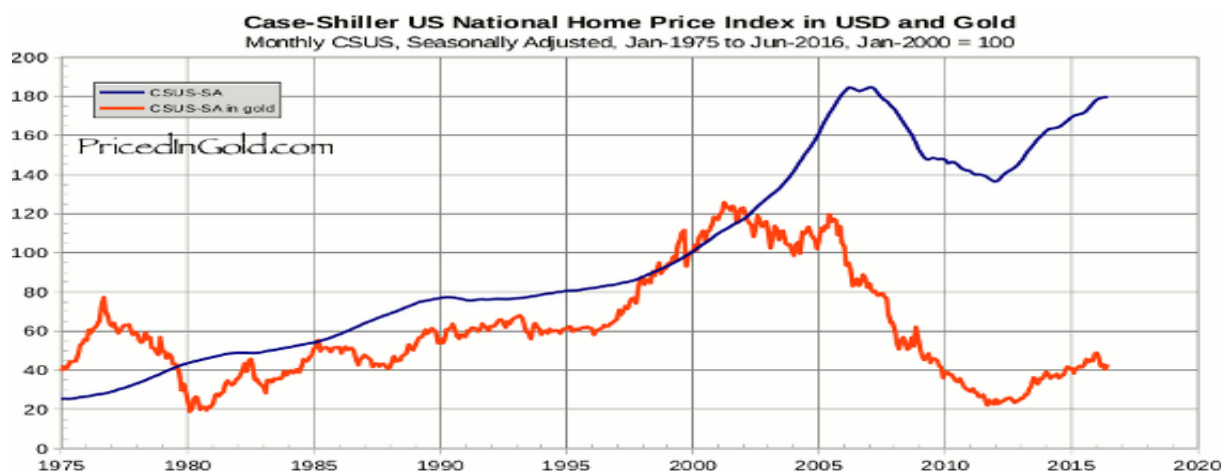
图 75
美国长期实际利率走势



数据来源：Thomson Reuters

图 76

美国房价：以美元和黄金计价，差异非常明显



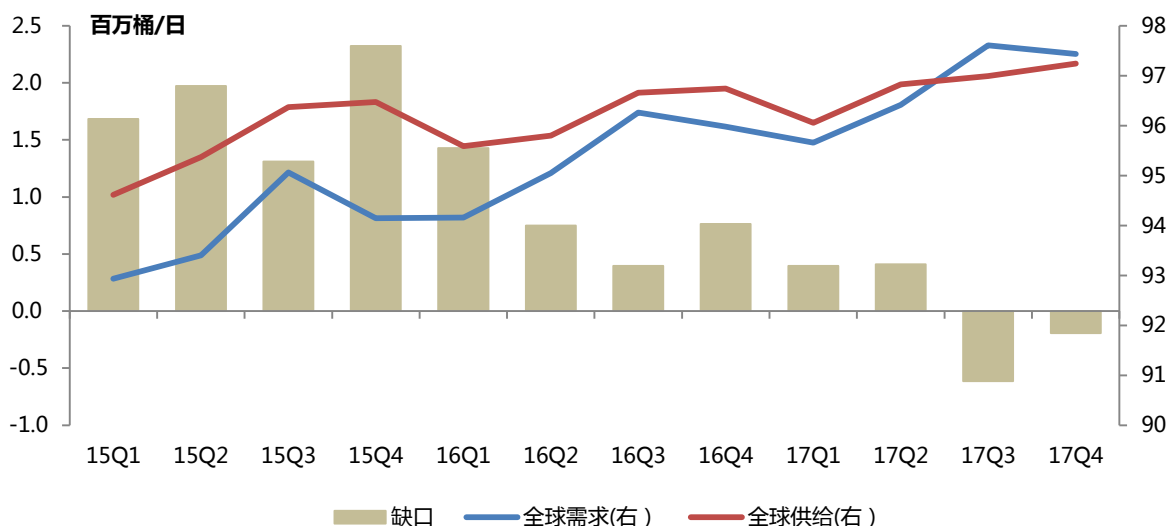
数据来源：PricedInGold.com

(二) 原油中性

国际原油三季度小幅下跌。以布伦特原油期货价格衡量，原油在三季度下跌 1.2%，逻辑和我们此前分析的相同：OPEC 整体产量的增加以及此前由于外部事件导致减产的因素减少（例如加拿大大火），使得三季度原油市场仍然供大于求。根据 IEA 的预测，四季度供给过剩可能继续增加，使得原油价格在 50 美元附近持续承压。

图 77

四季度供给过剩有可能扩大



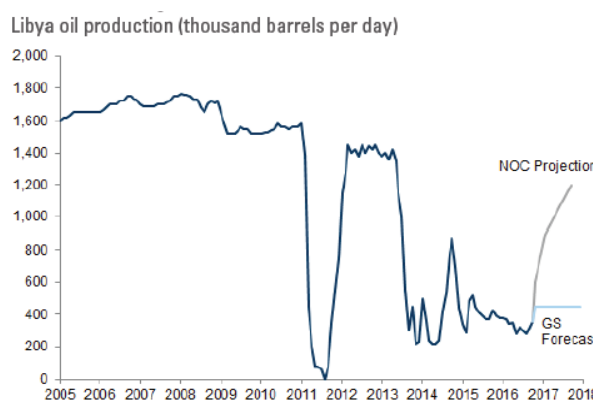
数据来源：IEA

我们对四季度的原油价格预测为中性。利空油价的因素有很多：全球经济低增长导致需求增加缓慢；沙特和俄罗斯产量都创下历史新高；利比亚、尼日利亚和伊拉克财政告急，有强烈的增产动力；而随着今

年油价的反弹，美国的石油钻井机数量开始回升，这意味着未来一年内美国页岩油的产量也将开始反弹。然而支持我们维持中性的原因也很明确：产油国关于限产、减产的合作似乎有突破性进展，不仅 OPEC 达成减产的初步协议，俄罗斯也有加入意愿。三季度油价下跌后的迅速反弹就是因为消息面上限产的提振。尽管目前 OPEC 达成的协议仍是初步的，具体的产量和减产分配仍需在 11 月的会议磋商，具有一定不确定性，但油价如果下跌无疑会刺激产油国更快地达成减产方案，因此空头将保持谨慎。

不过，从历史来看，OPEC 限产的执行力度一直不佳，不仅各国对产量的统计不透明，容易瞒报虚报规避协议限额，而且对超过限额的国家，OPEC 并没有给力的处罚机制，这也使得限产的实际效果存疑，我们将密切跟踪动态。

图 78
利比亚原油产量基本见底



数据来源：Goldman Sachs，OPEC

图 79
美国石油钻机数量触底反弹

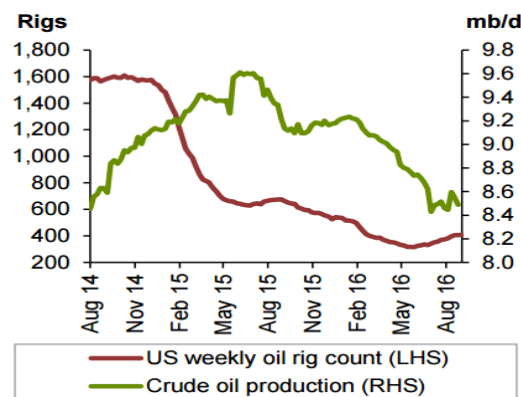
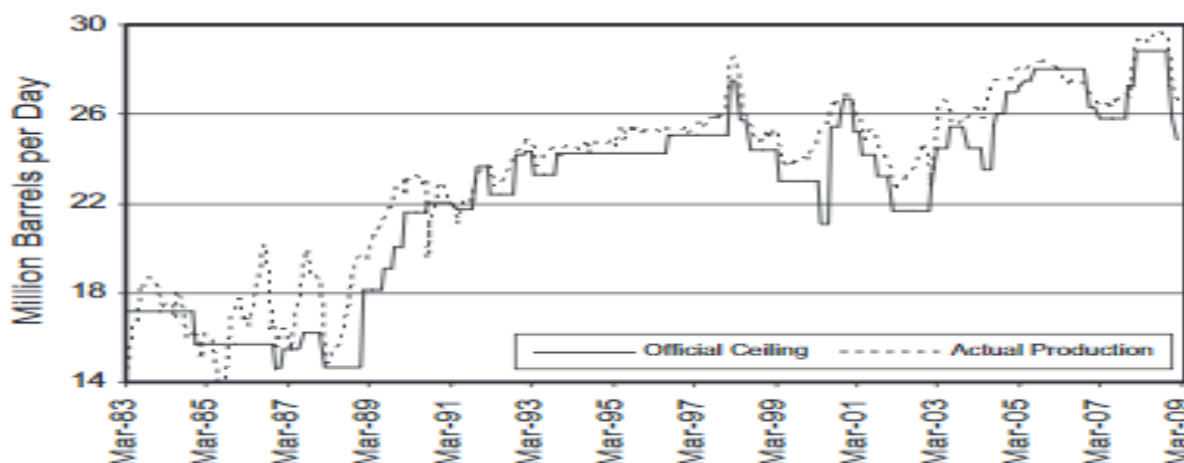


图 80
历史上看，OPEC 限产执行力度存疑



数据来源：Andreas Goldthau (2011)

七、中国地产资产展望

（一）房价延续分化态势

货币宽松叠加去库存政策推动，房地产市场量价齐升。房地产市场的本轮上涨发端于 2014 年底央行货币宽松周期的开启和去库存主导下取消限购、降低首付比例等政策的推动。以 2015 年“3·30 新政”——降低自住二套首付至 40%、首套自住公积金首付降至 20%、二手房营业税免征期由 5 年缩至 2 年——为契机，长期压制的刚性需求、改善需求以及投资需求被充分释放，70 城房价环比涨幅迅速翻正，销售面积及金额随之持续增加。

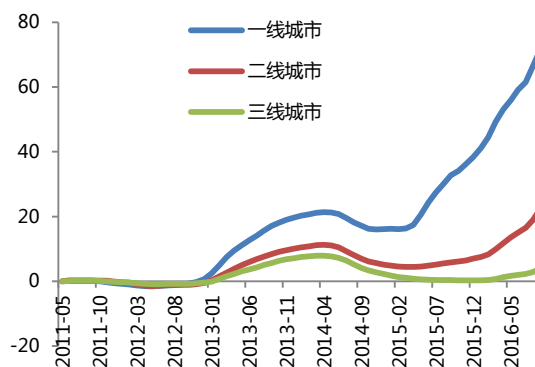
城市之间分化明显。一线城市普遍大涨，北上广深 2016 年前三季度平均累计上涨 24%。二线城市整体上涨 14%，领头的合肥、厦门、南京分别大涨 45%、41%、36%，杭州、福州、郑州、天津等城市累计涨幅也均超过了 20%。三线城市平均涨幅则不足 4%，仅长三角、珠三角周边的无锡、惠州涨幅在 20%以上。而除上述 13 个城市房价大涨以外，在统计局披露的 70 大中城市房价表现中，另有 44 个城市涨幅在 5%以内，占比超过了六成；更有包头、牡丹江、丹东、乌鲁木齐、锦州 5 个城市，2016 年以来房价仍是下跌的。整体来看，城市之间受资源禀赋、经济发展水平、金融支持力度以及购房人口流动等影响的购房需求之间存在极大差异。一线城市以及部分二线城市在支持购房者改善需求和投资需求方面存在较强的比较优势，去化周期的迅速下降也对其房价的上涨起到了助推作用。

图 81 房价环比涨幅逼近 2005 年来高点



数据来源：Wind，右图为 2011 年 6 月以来房价累计涨幅

图 82 城市之间分化程度加大

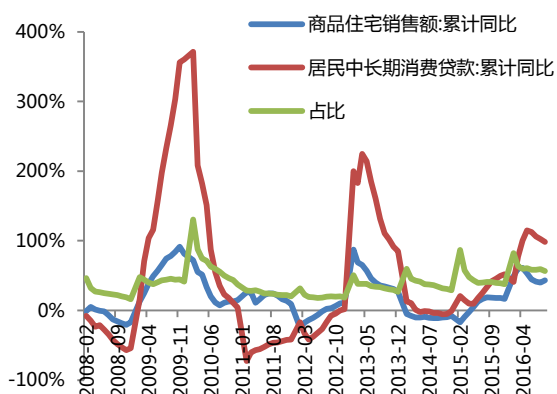


（二）居民部门快速加杠杆

居民部门快速加杠杆，但继续上行的空间和速度将受限。2014 年底降息周期以来，房贷利率从 6.25% 降至 4.55%，住房公积金贷款利率更是低至 2.75%。货币环境宽松、融资成本下行、首付比例降低共同推动了居民杠杆水平的快速上行，首付贷、房抵贷、P2P 等社会融资方式也对此推波助澜。2016 年前 9 月商品住宅销售额 6.86 万亿元，同期居民住房贷款则新增 3.63 万亿元，房贷占比近 53%，其在年内各项贷款增量中的占比则为 35.7%。居民部门杠杆水平（贷款余额/GDP）也随之快速上行，2015 年末居民部门杠

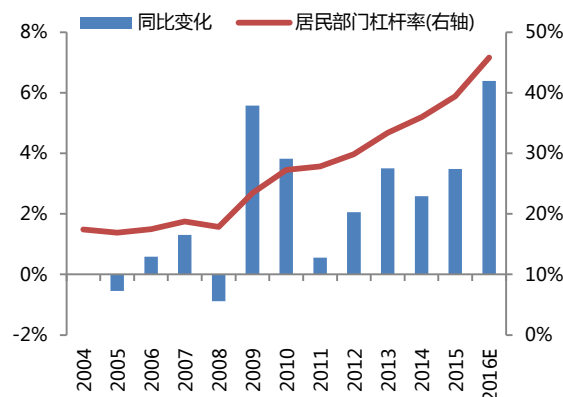
杆比率为 39.4%，2012 年-2015 年的年均增幅在 3 个百分点以内。而以 2016 年 6.7% 的 GDP 增速和前 9 个月的人民币贷款余额增速来估计，预计年末居民部门杠杆水平将上行至 45.82%，增幅超过了 6 个百分点，远超前期的平均增速。而在房地产调控政策收紧之后，占居民部门债务余额近六成的房贷将受到限制，居民部门加杠杆的速度预期将有所下滑。

图 83
住宅销售额中房贷占比超过 50%



数据来源：Wind

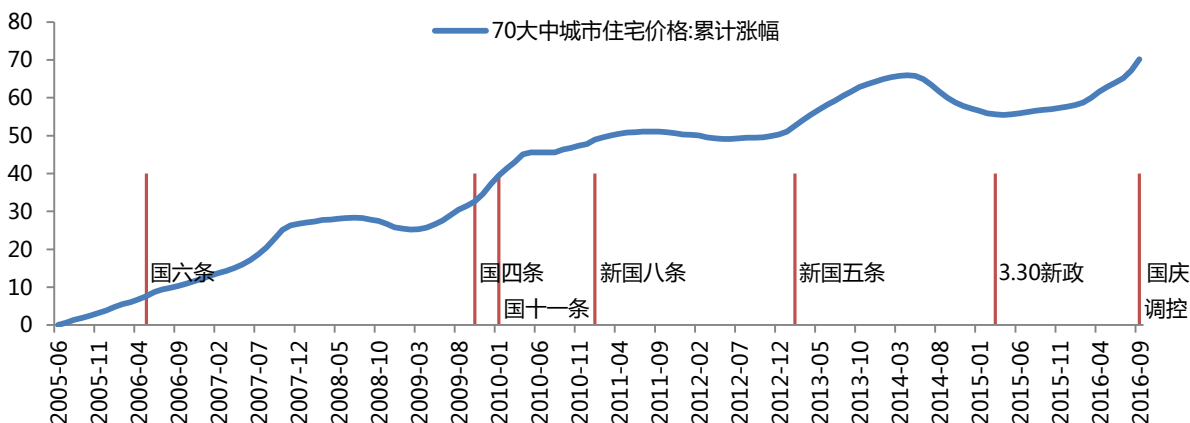
图 84
居民部门杠杆水平快速提升



(三) 调控政策密集推出

房地产调控政策密集出台，以控制需求为主。政策与资金共同推动一线及部分二线城市的房价、地价出现了短时间的快速大幅上涨，从而使得相关政府不得不重启调控政策。上半年深圳、上海、南京、苏州、合肥等热点城市虽出台限贷、限购、限地价等措施，但效果相对有限——三季度上述城市房价继续上行。国庆期间一线城市和主要二线城市开始全面收紧房地产政策，以限制外地户籍及本地居民购房数量、提高二套房首付比例、加强监管购房资金等抑制需求的政策为主，而增加土地出让面积等供给层面的政策则相对较少。

图 85
政策频出下房价螺旋式上行



数据来源：Wind

政策影响短期表现，楼市量降价稳。当前陆续推出的房地产调控政策延续“一城一策”、“因城施政”的

政策引导方向，暂未见到全局性的控制措施（这也将是未来的调控方向，即差异化的调控政策）。我们认为政策出台的主要目的在于控制房价涨幅、稳定房价预期。而从过往的房地产调控政策周期来看，抑制需求的限贷限购政策对销售面积的影响较大，房价则未见明显回调。以深圳为例，2015年“3·30新政”后量价齐升，而2016年3月限购出台后，销售面积迅速下滑，但房屋均价仍快速上行。另外，当前相对宽松的货币环境也对房价提供了一定的支撑，量降价稳将成为今后一段时期楼市的主要表现形态。

（四）房地产市场景气度下行，延续结构性分化

房地产市场景气度将下行。受政策放开和货币宽松推动，部分投资者的需求在过去一年多来已经得到释放，而限购限贷等调控政策则对新增购房需求进行了限制，从而压缩了后续房地产市场的上涨空间。同时，在度过了4月份的2016年高点之后，商品房销售面积、新开工面积以及房地产投资增速的同比涨幅均出现回落，三季度投资及销售数据虽略有反弹，但预计四季度在调控升级的限制下，上述数据将延续下滑趋势。我们认为短期房地产市场景气度将下行，以涨幅趋缓或小幅下跌为主，成交量将出现明显下滑，观点相对偏负面。

图 86

深圳 2016 年 3 月限购后量降价升

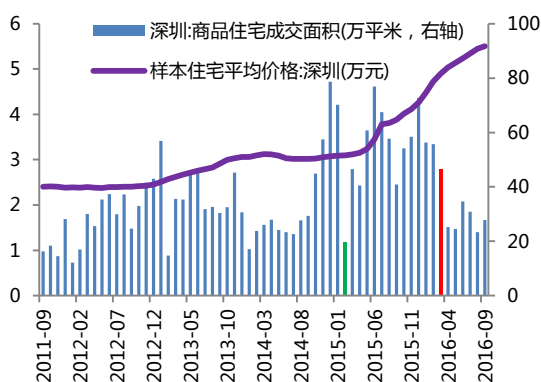
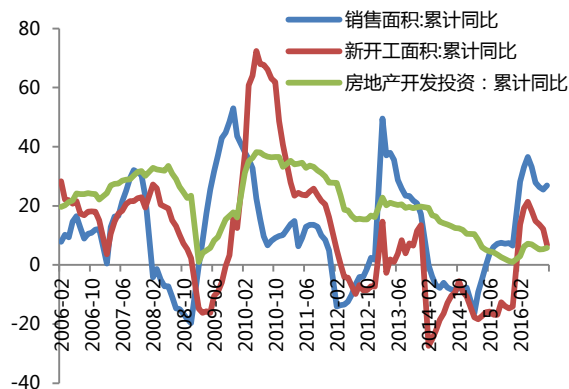


图 87

房地产销售、新开工及投资增速均已度过高点



数据来源：Wind

结构性分化仍将延续。本轮房价上涨表现出明显的结构性分化，一线城市及部分二线城市涨幅远超同侪。上述城市自身优质的资源禀赋，进入到大城市化阶段下人口、资金等的持续流入，以及土地供给减少、去化周期缩短等因素导致的供求矛盾的激化，为其房价暴涨的主要推动因素。我们认为上述增长动力仍持续存在，如若调控政策回归正常，此类城市的未来房价有望再度开启上行周期。多数二线城市及三四线城市主要矛盾仍为去库存：房价虽有所上涨，但远未到过热的水平；销售面积增速开始下滑，去化速度相对缓慢，库存面积延续高企。此类地方政府的宽松政策仍将延续，但库存压力之下，房价上涨的空间会相对有限。

四季度的主要风险点包括以下两个方面：

一是，近期房地产调控政策密集出台，但政策力度相对平稳，效果有待观察；如果效果不佳可能会进一步收紧，出台全局性的房地产调控手段，甚至叠加货币收紧等多管齐下，房价调整的时间和深度可能会超出预期。

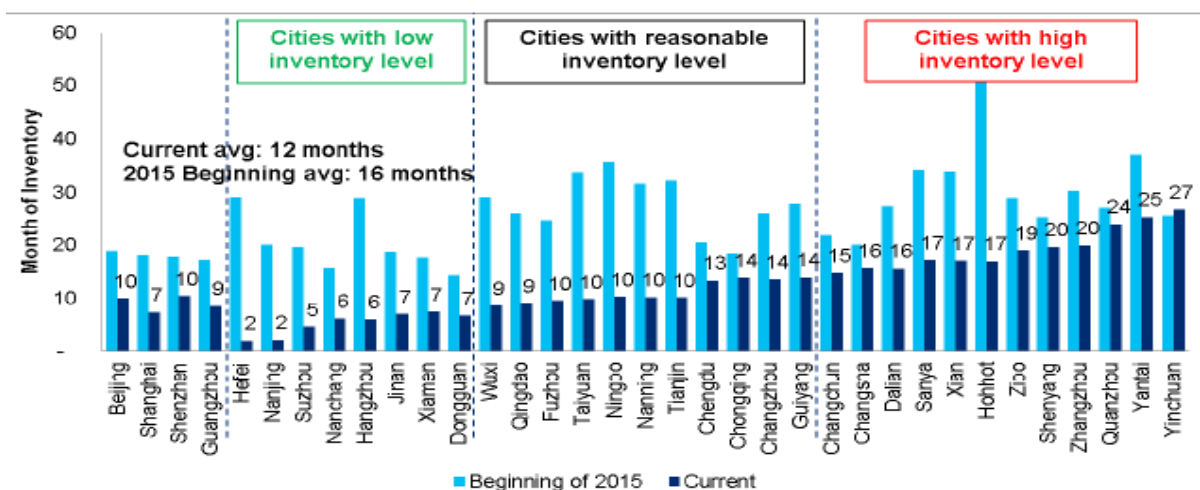
二是，当前经济基本面维持在中高速增长，而中长期经济环境的意外且持续的下滑则可能扭转居民对房价继续上涨的预期，导致房价下跌的时间拉长、幅度加深。

图 88
一线城市人口集聚程度有望持续提升

主要城市	GPD 占比 (%)	人口占比 (%)	GPD 占比/人口占比
深圳	2.6	0.8	3.1
广州	2.6	1	2.7
北京	3.4	1.6	2.1
上海	3.6	1.8	2.1
东京	18.4	10.3	1.8
巴黎	28.9	18.2	1.6
纽约	7.9	6.1	1.3
洛杉矶	4.9	4.2	1.2
悉尼	23.6	20.8	1.1
芝加哥	3.3	3.1	1.1
首尔	21.3	19.8	1.1

数据来源：兴业研究

图 89
一线及部分二线城市去化周期快速缩短



数据来源：Standard & Poor

八、国际地产资产展望

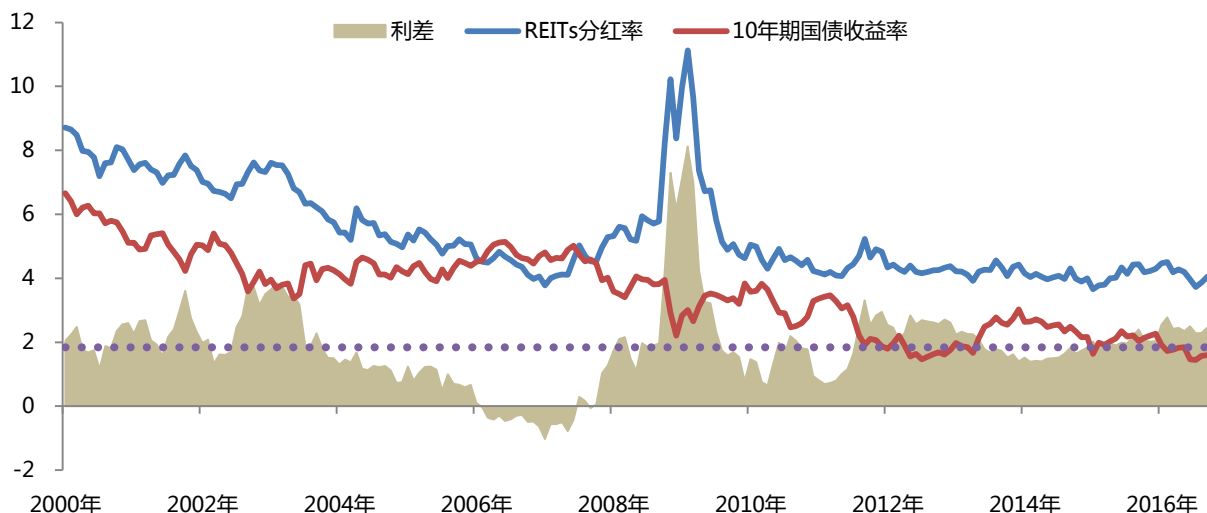
(一) 美国房地产投资基金底层资产运营稳健，中性偏正面

2016年三季度，美国房地产投资基金（REITs）录得小幅下跌（-1.2%），但年初至三季度末的收益为12.3%，仍高于同期标普500股票指数。具体来看，主要的下跌发生在8月和9月，跌幅分别是3.5%和1.5%。若从子行业板块角度看，美国住房类REITs年初至今收益1.3%，三季度下跌-1.5%；零售类REITs年初至今收益13.0%，三季度下跌-0.4%；办公类REITs年初至今收益11.9%，三季度上涨2.0%。整体上看，三季度的下跌比较温和，下跌的主要原因在于前期过高涨幅的回归，而从行业基本面看仍然属于较稳健的状态，四季度对该板块的看法以中性偏正面观点为主。

目前的估值水平仍然合理。历史上看，美国REITs分红率是相对比较稳定的，因此分红率与10年期国债的利差变动往往反映了其估值（或者可以理解为稳定的收益部分去除掉无风险收益率的部分），从下图可以看到，目前美国REITs的估值略低于平均水平（利差高于2%），因此其估值基本上是比较合理的。另一种衡量估值的维度是采用市场价格相对于基金本身净值（NAV）的折/溢价水平，截至2016年三季度，美国的P/NAV处于7%的溢价水平，同历史上的平均水平比较接近。

图 90

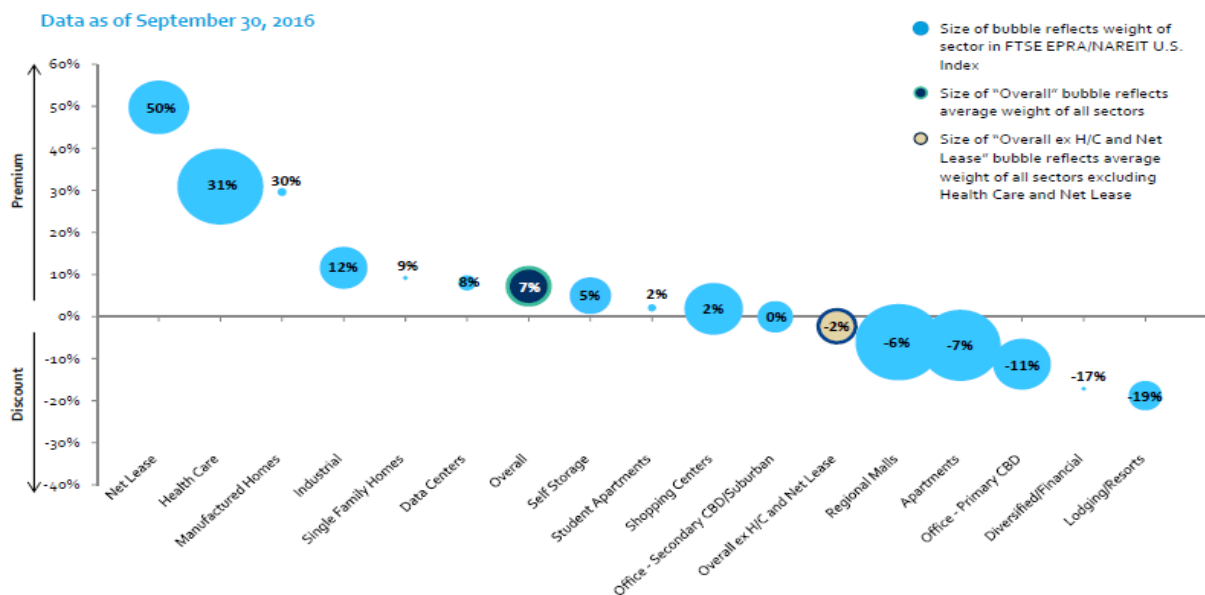
美国 REITs 估值略低于平均水平



数据来源：Bloomberg

各子行业板块的估值及底层资产运营也都比较正常。我们先从各板块的估值方面分析，全行业的P/NAV溢价率为7%（等同于历史平均），而具体到不同子板块分化和差异性还是比较大的。如下图所示，在全部行业中，溢价率最大的为净租赁（溢价50%），其次是医疗保健（溢价31%），第三大则是预制房（溢价30%），折价中最大的是酒店（折价19%），其次是多元化房地产（折价17%）。整体上仍然以折价行业为多，若剔除净租赁和医疗保健板块，则其余板块的整体折价率为2%。从两种估值方法角度来说，都判断美国房地产REITs处于公允价值附近。

图 91 各子行业板块的折溢价水平 (P/NAV Premium/Discount)



数据来源：Morgan Stanley，气泡大小代表该行业板块在全体中的权重

由于 REITs 收益的主要来源是租金收入，因此收益情况与底层资产运营有着直接关系。下面从美国住宅、零售、办公等种类 REITs 的底层资产运营角度，分析美国 REITs 的基本面情况。

住宅类房地产空置率低位运行，居民购买力上升，供需两旺，贷款指标健康。次贷危机推升了住宅类地产的底层空置率，从危机前的 6% 上升至 8%，随后逐年下降，目前已经降低至 4%-5% 范围之内，空置率持续低位运行，同期租金率不断增长，当前的租金增长率仍维持在 4% 附近，营收状况良好。历史上，住宅类 REITs 走势与房价走势有很强的关联性。美国住宅价格稳步增长，已经接近 2006 年房价历史高点。同时，美国住宅购买力指数相对稳定，表明住宅价格未脱离居民可承受的范围，但随着房价的攀升，这一指标近期有逐渐下行的趋势，购买力不足可能会掣肘后期住宅房价继续攀升的空间。

图 92 美国住宅类 REITs 空置率持续处于低位

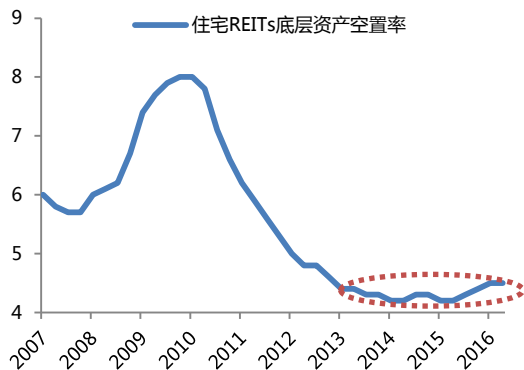
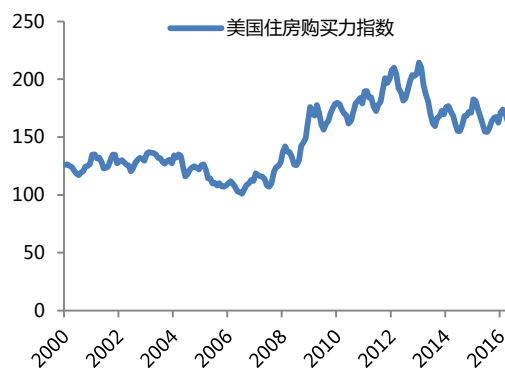


图 93 美国住房购买力指数相对稳定



数据来源：Bloomberg

从供需两方面来看美国房地产呈现双增的趋势。需求端，美国住宅销量自 2011 年以来稳步回升，供给端，诸多指标诸如建筑许可、新屋开工、完工数据等自 2011 年以来稳步回升，具有非常明显的同步性，供

需两旺且高度同周期的现状表明房价得到了市场的认可，我们判断这种供需平衡的情况还将继续维持下去。最后，从住宅贷款角度看，美国家庭抵押贷款负债比率自 2007 年以来持续降低，目前处于低位（从 7% 的负债率下降到目前 4%-5% 之间）；房贷拖欠率自 2010 年以来持续走低，目前拖欠率水平与金融危机前相当，在 4% 附近的水平上，整体上负债率和违约率都在可控的范围内。

图 94 住宅销量自 2011 年以来稳步回升

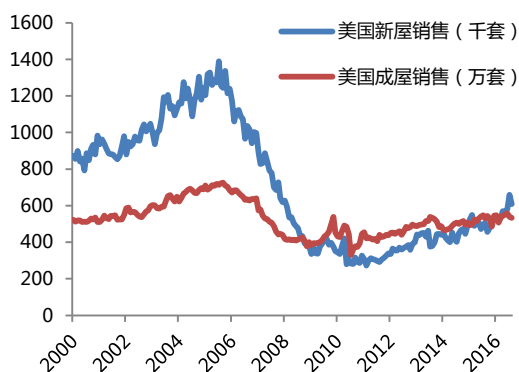
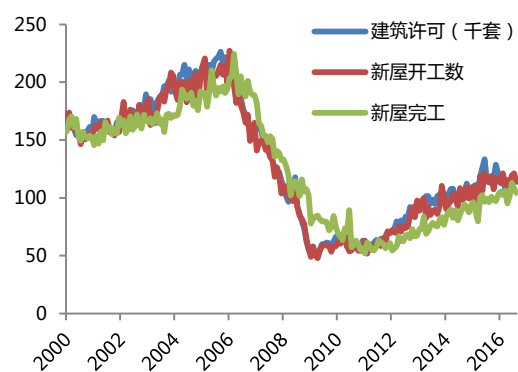


图 95 房屋供给自 2011 年以来稳步回升



数据来源：Bloomberg

图 96 美国家庭住宅抵押贷款负债比率持续降低

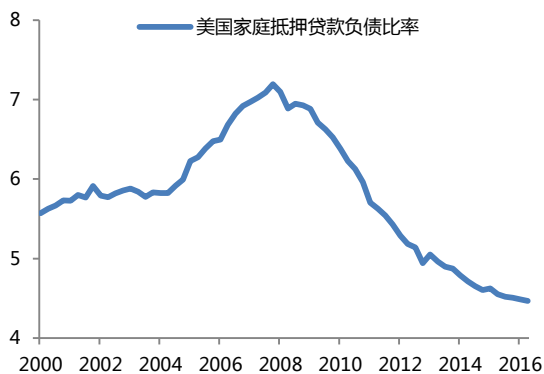


图 97 美国房贷拖欠率持续走低



数据来源：Bloomberg

零售类房地产空置率相对偏高，但租金收入稳定，新建与净吸收平衡，居民消费开支的增长是其主要的推动力。美国零售类 REITs 的底层资产的空置率虽然自 2011 年以来是持续下降的，但下降的幅度较小，目前空置率仍处于相对偏高的位置上（10% 附近，较危机发生之前的 7% 附近高了三个百分点），我们认为这同近年来互联网电子商务的发展有一定关系，传统零售业受到了一定的冲击；但与此同时，有效单位租金收入自 2012 年以来稳定增长，因此该板块的营收情况还是在持续改善。从供需面分析，美国零售类地产每年新建面积和净吸收面积趋于平稳（如下图所示，新建与净吸收的面积都在 300 万平方英尺附近），而且新建与净吸收的比率自 2012 年以来基本在 1 以下，表明供给要小于净吸收，后期我们判断租金收入仍有进一步上涨的空间。

图 98
美国零售类 REITs 空置率缓慢下降

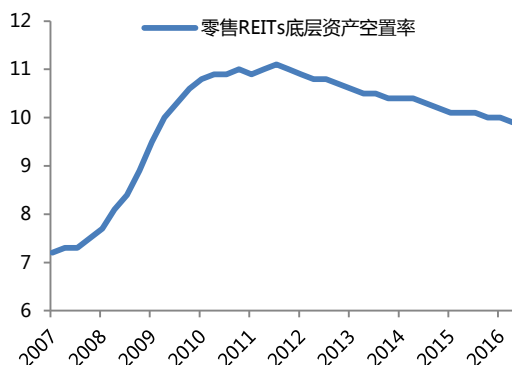
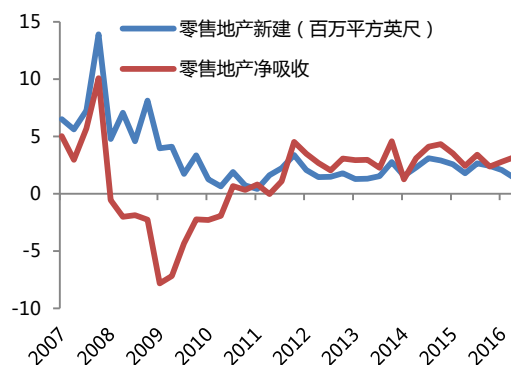


图 99
但有效租金还是在稳定增长



数据来源：Bloomberg

居民消费支出变化是零售类地产板块的主要驱动因素。从 2008 年危机之后，美国经济在 QE 的帮助下逐渐复苏，而消费支出也逐渐回升。从下图可以看到，美国人均可支配收入和人均消费支出数据显示，当前居民收入、消费支出增长都比较稳健。消费信心指数自 2012 年以来逐渐上升，2016 年企稳。联储所盯住的主要通胀指标，居民核心 PCE（私人消费支出）指数当前的同比已经升至 1.7%，距离 2% 的通胀目标也已经不远。我们认为，在当前消费环境较好的情况下，美国零售类 REITs 仍有进一步增长的潜力，受上文所提及的电子商务网上购物的冲击影响，该板块还是会承压，四季度展望为中性。

图 100
美国人均可支配收入和消费支出增长稳健

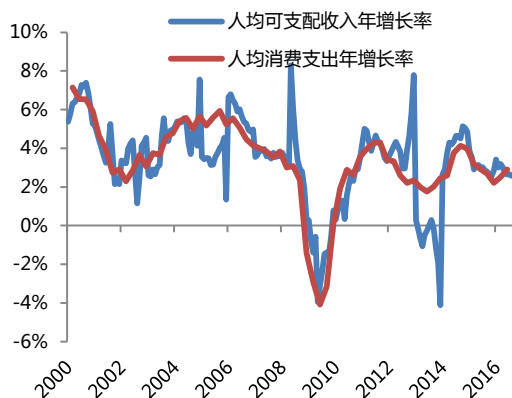
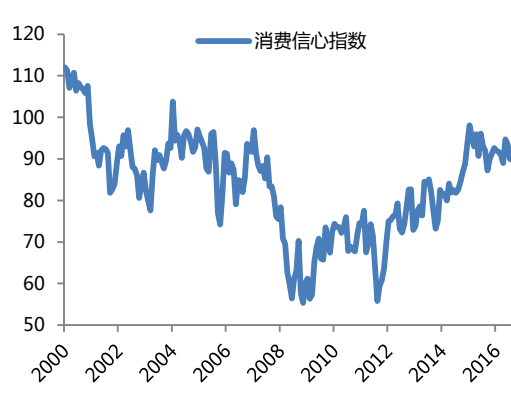


图 101
美国消费信心指数企稳

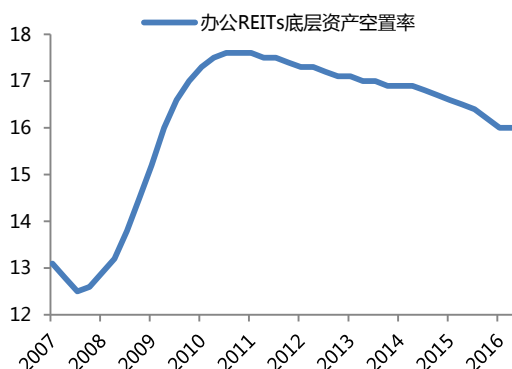


数据来源：Bloomberg

办公类 REITs 空置率相对高位，租金收入增长缓慢，美国公司收入增速降低，但失业率处于低位，整体展望为偏负面。美国办公类 REITs 的底层资产的空置率目前仍处于相对高位（约 16%），尽管自 2011 年以来持续下降，但是下降的幅度非常小，而有效单位租金收入自 2012 年以来缓慢地增长，整体营收情况缓慢改善。从供需方面看，美国办公类地产每年新建面积和净吸收面积趋于平衡，新建/净吸收比率自 2012 年以来基本在 1 左右变动不大，供给与净吸收基本相当。此外，2015 年起美国公司收入增速逐渐下滑，这可能不利于办公类 REITs 的上涨（类似于前文全球股票资产类的分析中提到的，标普 500 指数成分公司的盈利变化，预计美国公司收入增速的改善在四季度也相对较小）。但是，美国整体失业率处于低位（5%），

体现出美国就业市场当前形势较好，历史上两者具有同周期性，因此对办公类 REITs 有一定的支撑。我们整体对办公类 REITs 的展望偏负面。

图 102
美国办公类 REITs 空置率缓慢下降



数据来源：Bloomberg

图 103
美国办公类 REITs 每年新建和净吸收面积

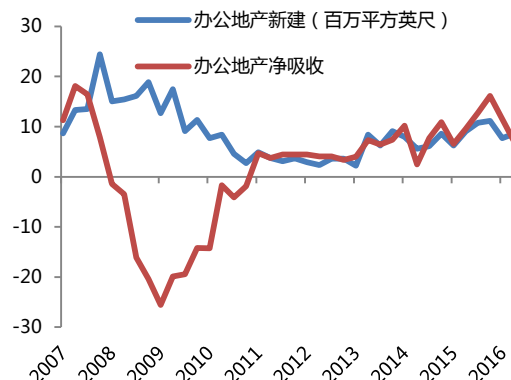
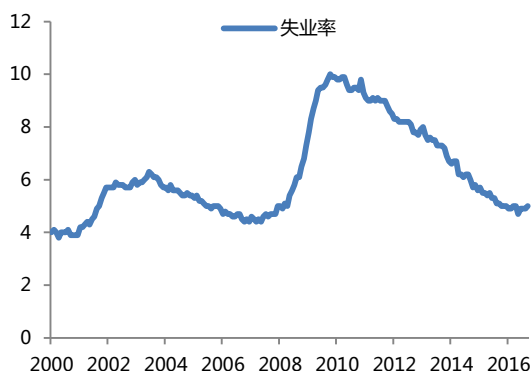


图 104
美国整体失业率处于低位



数据来源：Bloomberg

图 105
美国公司收入增速下滑



(二) 加息会对 REITs 产生不利影响吗？长期看并非如此！

加息在短期对市场情绪产生影响。美联储在年底 12 月可能会实施今年以来的唯一一次加息，预计对市场情绪有可能造成一定的负面影响。事实上，近 10 年以来，美国没有经历加息周期，而是大部分时间里都在降息周期里。从长期看，加息对于房地产开发商而言，意味着融资成本的上升，对于购房投资者来说意味着成本支出的增加，所以加息对于某些板块（尤其是住宅地产板块）来说确实是存在负面的冲击的，但对于零售、办公等板块来说却并不一定是坏事（经济和通胀走强，租金收入上涨）。然而在短期，我们判断房地产 REITs 对于加息的反应有较大概率是负面的，原因在于，房地产 REITs 的股性较强（同股票指数的相关性通常高于 70%），如果遇到加息则股票类资产短期通常会由于风险偏好的剧烈变化而发生下跌，此时房地产也在所难免会受到整个股票资产的联动影响。上文中我们提到过，不同的房地产子板块行业都有不同

程度的折溢价，这些折溢价一方面体现了对于该板块前景和运行的预期，另一方面也包含了投资者的市场情绪对于其证券价格的影响。综合分析，在短期内，加息对于房地产 REITs 的影响将是负面的。

图 106 美国近 10 年来没有经历加息周期

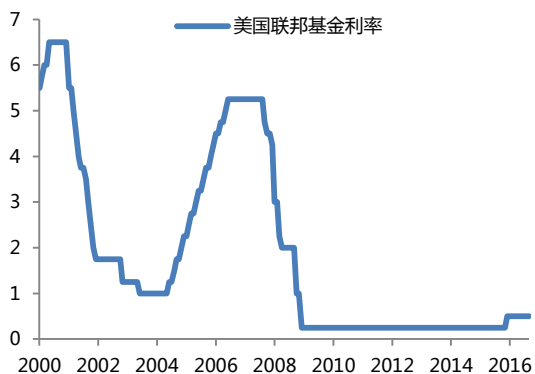
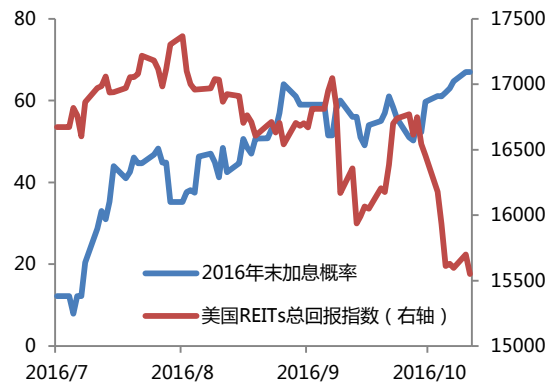


图 107 美国 REITs 指数随加息概率上升而下跌



数据来源：Bloomberg

历史上，加息周期中房地产 REITs 反而表现良好。虽然短期对于 REITs 指数有负面影响，但加息实际上代表美国经济基本面较好（通常表现为失业率降低，通胀上升，居民消费支出增加，经济增长率升高）。良好的经济对 REITs 底层资产的营收起到长期正面支撑作用。从历史上看，如下图所示，不论是单次加息，还是连续的加息周期，期间美国 REITs 均有很好的收益表现。

图 108 2015 年 12 月 16 日，单次加息 25bps

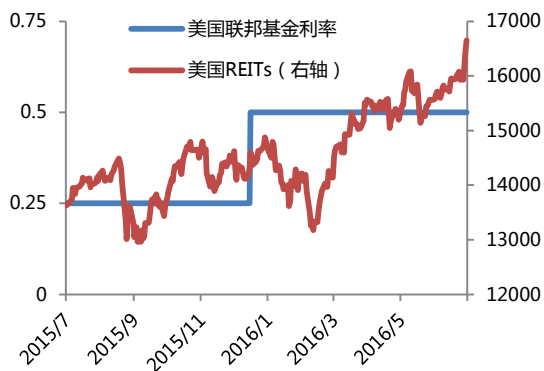
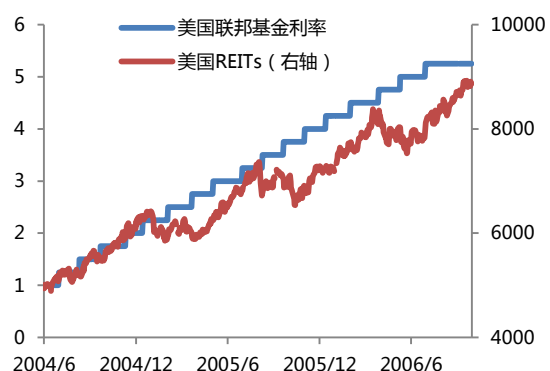


图 109 2004 年至 2006 年，累计加息 425bps



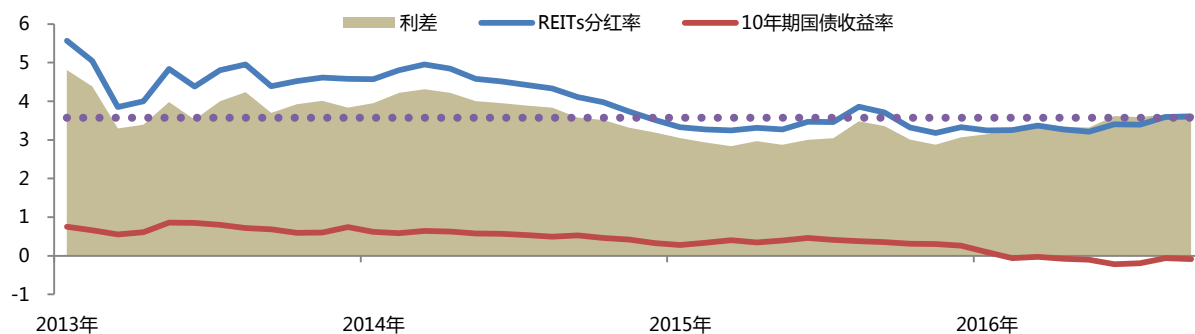
数据来源：Bloomberg

（三）非美房地产投资基金以中性为主

其他的非美房地产板块的主要前景展望如下：日本估值处于历史平均水平，在屡次的 QE 和今年以来的负利率之下，经济后续的走势暂时还不明朗，孱弱的就业市场是其较为困难的方面，通胀预期较弱；澳大利亚估值同样在均值附近，但其销售数据在三季度走弱，预计后期同样以看平为主；英国的估值比较便宜，但这主要是发生在英国脱欧事件之后，便宜的估值其实也代表了投资者对其未来前景的悲观，脱欧对于英国而言影响将是中长期的，所以建议回避或者降低该区域的配置比例。

图 110

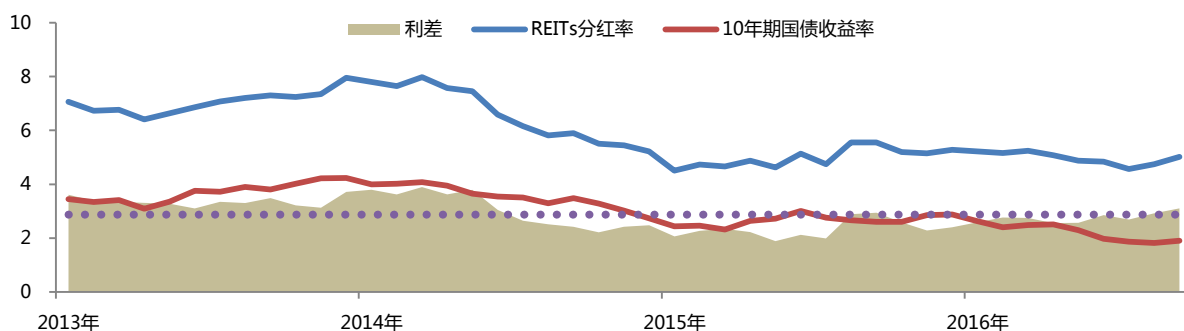
日本 REITs 估值处于历史平均水平



数据来源：Bloomberg

图 111

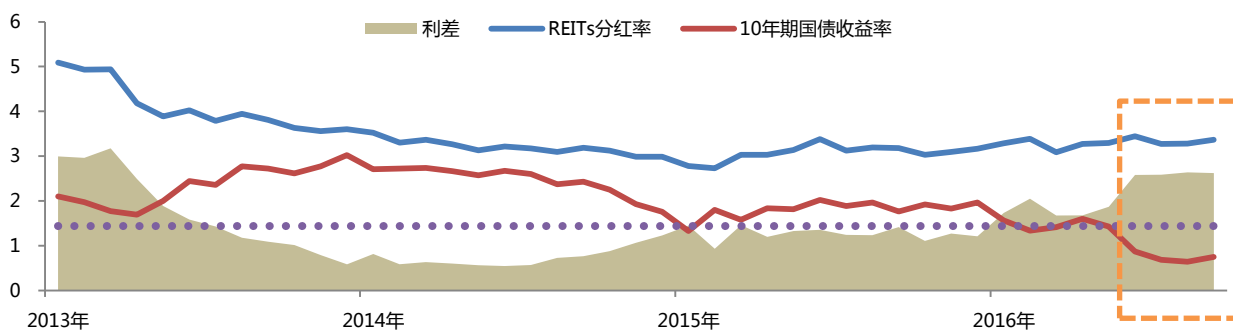
澳大利亚的估值情况同日本类似



数据来源：Bloomberg

图 112

英国在退欧事件的发酵之下，估值快速下降，体现了对其长期前景的担忧



数据来源：Bloomberg

九、绝对收益资产展望

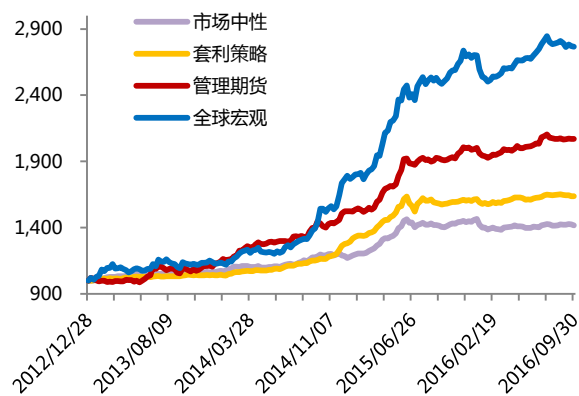
（一）指数平稳，管理期货表现佳

绝对收益资产研究将聚焦国内市场。为更好展现绝对收益类资产的特性，我们编制了绝对收益指数（样本为使用对冲等量化策略获取收益的阳光私募基金，包含市场中性、套利策略、管理期货、全球宏观四类策略），尝试跟踪中国绝对收益类资产，取代原先跟踪的海外对冲基金（HFR 指数）。从历史收益走势看，绝对收益指数具有收益平稳，与股债等资产的相关度低等特点，可以有效分散投资组合的波动性。相比于 2014 年、2015 年的集体大爆发，2016 年以来绝对收益基金整体表现相对平淡，但由于投资领域、投资策略上的差异，各策略间业绩表现也差异较大。今年以来截至 9 月底，管理期货表现最好，指数上涨 3.42%，全球宏观策略次之，指数上涨 2.64%，套利策略相对平稳，套利策略上涨 1.32%，市场中性有小幅亏损。

图 113 绝对收益指数与 A 股相关度较低^①



图 114 各策略指数收益平稳



数据来源：朝阳永续

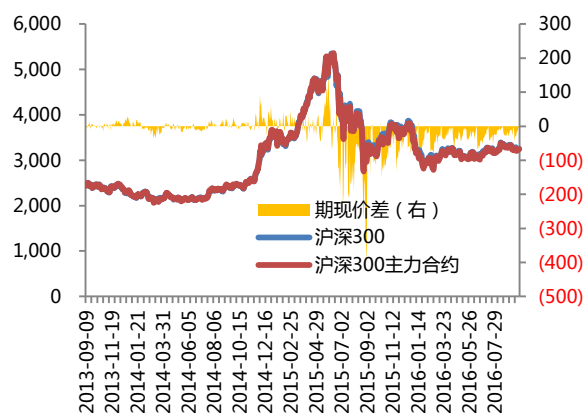
影响国内绝对收益基金指数的因素较多。在国内市场，影响绝对收益类基金的因素较多，首先，投资工具的丰富程度决定策略的操作空间，目前国内已经有期货、期权、卖空等机制；其次，资产市场上各类资金的表现情况，比如趋势性、波动性、资产定价偏差等将影响获益程度；再次，金融监管环境决定量化交易的深入程度，策略可能因监管受限无法实现模型的有效性；最后，策略管理人的投资管理能力，模型的效率是决定策略是否有效的决定因素。

股票多空策略通过基本面研究，寻找被市场低估或者具有较高成长性的股票，买入形成多头组合，同时通过融券卖空股票或股指期货建立空头头寸，以平滑股票市场的系统性风险。而**市场中性策略**也叫阿尔法策略，是股票多空策略的特殊情形，其通过市值中性、行业中性等方式对冲掉股票市场的系统性风险达到市场中性。市场中性策略的主要收益来源于股票组合相对市场的阿尔法和基差收益。**套利策略**是发现品种的价格出现定价偏差，在价格回归的过程中，通过买入相对低估的品种，同时卖出相对高估的品种获利。套利策略可以使用的工具相对较多，期现套利、跨期套利、ETF 套利、分级 A 套利等。套利策略不考虑市

^①嘉实财富绝对收益指数为嘉实财富编制的指数，样本主要收益来源于使用对冲等量化工具获取收益的阳光私募基金，代表绝对收益特征私募产品的收益走势，基期为 2012 年 12 月 28 日。

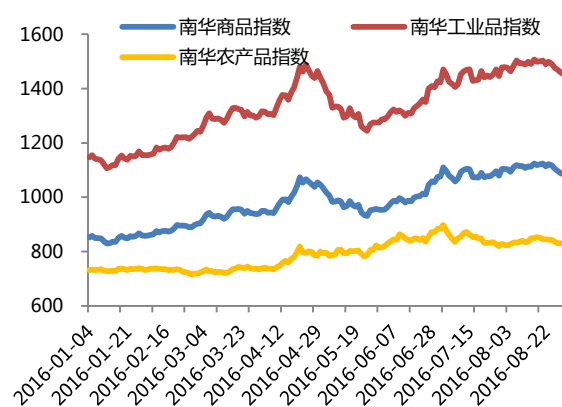
场的运行方向，收益空间相对确定，风险也较低。**管理期货策略**主要投资于商品期货、股指期货等衍生品，主要做趋势的跟踪者，但并不依赖于基础资产的上涨，只要有趋势，就能获利。当然相应的，如果市场震荡横盘，管理期货基金可能因为反复止损而导致亏损。因此，对于管理期货策略基金来说，趋势是取得收益的关键。**全球宏观策略**可以投资于股票、债券、货币、商品、衍生品等多种资产，还可以同时使用多种策略。宏观策略拥有对冲基金策略中最广阔的操作空间，因此对管理人对未来判断的准确度要求较高。

图 115
股指期货负基差有收窄趋势



数据来源：Wind

图 116
今年以来商品期货波动性上升



（二）监管政策继续，管理期货有望继续领跑

展望下阶段，绝对收益策略基金中，我们更看好管理期货策略。基于我们对 A 股未来震荡性结构行情的判断，股票价格有望逐渐向价值回归，一方面，有利于选股创造阿尔法，另一方面，股指期货的贴水幅度将逐步收窄，甚至存在走向升水的可能。对于做多股票、做空股指期货的中性策略，获益机会将提升，但股指期货交易限制仍然掣肘策略的操作，尤其对于规模相对较大的基金，操作空间严重受限，股指期货对组合收益的贡献也将大打折扣。

对套利策略来说，不用考虑市场的运行方向，与市场的相关性较低，受政策的影响也相对较小，是所有策略中最稳健的策略，但对比其他策略，套利策略赚的是“蚊子肉”，收益空间也有限。

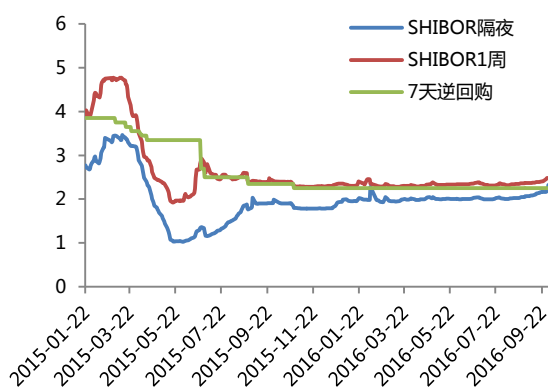
管理期货方面，今年上半年，在外部不确定性因素增加和国内供给侧改革的环境下，大宗商品跌宕起伏，黑色系、农产品、有色品种轮番上涨，都创出了新高，商品期货趋势明显，波动大，给管理期货策略带来了较好的投资机会。展望下阶段，联储加息预期升温，加上经过前期的大幅上涨，上半年的行情难以复现，但国内供给侧改革将是一个长期的过程，商品价格的调整将相伴相随，期间波动将加剧，而期货市场的价格发现功能将在此过程中继续体现，管理期货策略仍然是捕捉期货市场收益的较好工具。

而在全球宏观策略上，全球金融、政治不平静，各资产的波动性将给宏观投资带来机会和挑战，可能获得很大的收益，也可能相反，依赖于基金管理人对于宏观经济走势判断的准确性。

十、现金资产展望

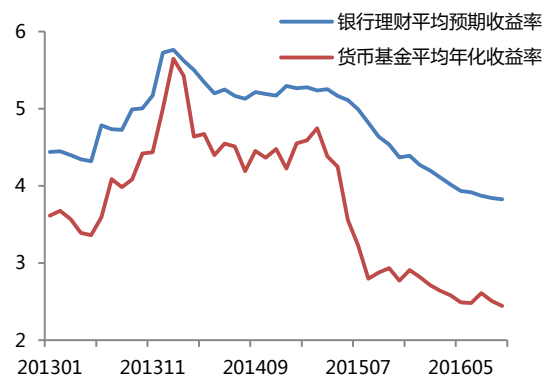
资金利率窄幅波动，现金资产收益率持续下行。2014年年底以来，货币政策重新步入宽松周期，央行先后6次降息、6次降准，旨在降低实体经济融资成本，稳定经济增长。不过，货币泛滥、利率下行和资金空转推升下的股市杠杆牛，以及相关泡沫的快速破裂使得监管层开始对货币投放的方式和利率传导的机制进行重新考量。2016年迄今，央行仅进行了1次降准，转而通过公开市场操作和SLO、SLF、MLF等工具对流动性进行精细化管理。7天逆回购利率长期保持在2.25%，货币市场资金利率随之窄幅波动，现金资产收益率有所下行。市场化运作的货币基金的平均收益从2016年初约2.8%-2.9%的区间，下行至目前的2.4%-2.5%；银行理财产品下行速度虽快于货币基金，但仍保持在3.8%左右；部分券商、信托的现金产品则通过拓宽投资品种的方式实现了相对较高的收益，但同时风险也更高。

图 117
货币市场资金利率窄幅波动



数据来源：Wind

图 118
现金产品收益率持续下行



资产规模稳步增加。与此同时，伴随风险事件的频发、波动率的上升和回报率的下滑，“资产荒”现象愈演愈烈，作为流动性管理工具的现金资产规模持续增加。2013年“钱荒”之后，收益率的高企和以余额宝为代表的互联网宝类产品对货币基金应用场景的全面改造，共同推动货币基金迎来了大发展：资产规模迅速从2013年6月的3039亿元突破至2014年5月的1.92万亿元，行业占比飙升至49%；而2015年股灾之后，风险偏好的急剧下降和资产荒的蔓延，使得货币基金规模一举上冲至4.5万亿元，行业占比超过50%。银行理财产品存续余额同样稳步上行，2016年中达到了26.28万亿元，较年初增加12%。

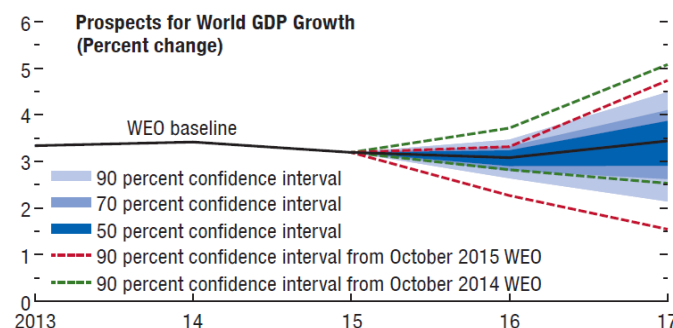
做好流动性管理。目前，央行以公开市场操作引导市场资金成本，7天品种利率长期保持在2.25%，现金产品收益率将呈现下行有底、上行乏力的走势。作为现金管理工具，选择货币基金不应片面追求高收益，而需注重其流动性管理能力和收益稳定性，规模较大、管理人经验丰富的产品可重点关注；高净值客户则可适当配置大型机构管理的资金池类产品，做好流动性管理。

2016 年四季度资产配置建议

均衡配置。三季度我们在资产配置建议中向投资者提出可以适当防守反击，增配一些风险资产，从结果上看取得了不错的效果，主要的风险资产类，例如全球股票、高风险的债券等都在三季度取得了不错的收益。但在四季度，我们建议投资者再次降低风险偏好的水平，将整体的配置重新定位在均衡的位置上。主要原因是在四季度全球的风险因素有增加的趋势，需要注意“防风险”与“寻收益”之间的平衡，四季度嘉实财富推荐的大类资产配置比例如图 121 所示。

防范风险。纵观四季度，主要的风险因素来自三个方面。第一，央行货币政策风险。美联储在 12 月是否实施加息，将决定一系列风险资产的表现方向，而其他经济体的货币政策也会影响到各自区域性的一些资产表现（例如欧洲央行的货币政策就明显会对其汇率产生影响）。第二，政治风险。从图 120 可以看到，从四季度一直到明年，一系列的政治事件都将陆续发生，而这些事件有的在四季度就会出现，有的虽然四季度并不落地但相关的新闻却会影响到市场（例如英国脱欧谈判在近期就已经被屡次提及）。第三，市场情绪风险。在脱欧之后，我们看到了一段比较“不正常”的行情，在风险资产大跌之后，市场短时间内立刻出现了反转（不仅仅是反弹），股票等资产短期内跳涨了不少，表明面对事件的发生投资者情绪是相当敏感而脆弱的，这也决定了四季度的资本市场的敏感性将是较大的。因此，防范风险是四季度需要核心关注的投资主题。

图 119 全球经济弱增长的情况还将持续



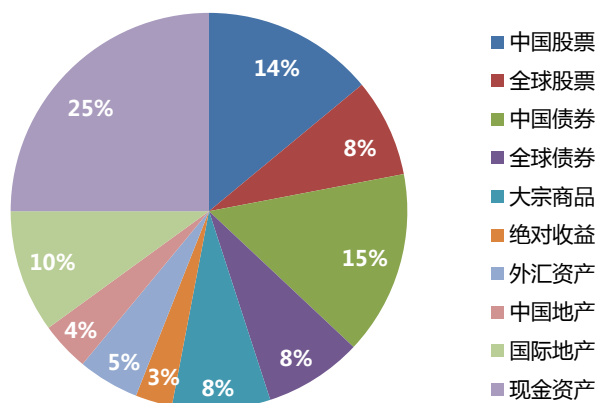
数据来源：IMF《全球经济展望》，2016年10月

图 120 政治风险将贯穿今年四季度及明年

时间	政治事件
2016 年 11 月	美国选举
2016 年 11 月或 12 月	意大利公投
2017 年 3 月	荷兰选举
2017 年 3 月	英国脱欧谈判
2017 年 4 月	法国选举
2017 年 9 月	德国选举

数据来源：嘉实财富

图 121 2016 年四季度全球资产配置比例



数据来源：嘉实财富

附：各大类资产说明

资产类	本季度比例	上季度比例	变化方向	典型指数
中国股票	14%	12%	↑	中证 800 指数
全球股票	8%	12%	↓	富时全球股票指数
中国债券	15%	10%	↑	中证全债指数
全球债券	8%	12%	↓	巴克莱全球债券综合指数
外汇资产	5%	5%	=	美元指数
大宗商品	8%	10%	↓	标普高盛商品现货指数
中国地产	4%	4%	=	嘉实财富编制指数 ^②
国际地产	10%	12%	↓	富时全球 REITs 指数
绝对收益	3%	3%	=	嘉实财富编制指数 ^③
现金资产	25%	20%	↑	中证货币基金指数
合计	100%	100%	N/A	N/A

^② 该指数同样为嘉实财富自主编制，主要衡量北、上、广、深一线城市的住宅型房地产价格变化。

^③ 如正文所述，从本季度报告开始，嘉实财富编制了新的绝对收益指数，以衡量国内这一资产类的主要表现。该指数为综合指数，目前包含套利策略、宏观对冲、市场中性和管理期货四个子指数，具体可参见正文及相关注释。

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

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

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

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。



嘉实财富
Harvest Wealth

投资与资产配置 研究报告

地址：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