

嘉实财富 2018 年 | 一季度

投资与资产配置
研究报告

攻守两端，各擅胜场

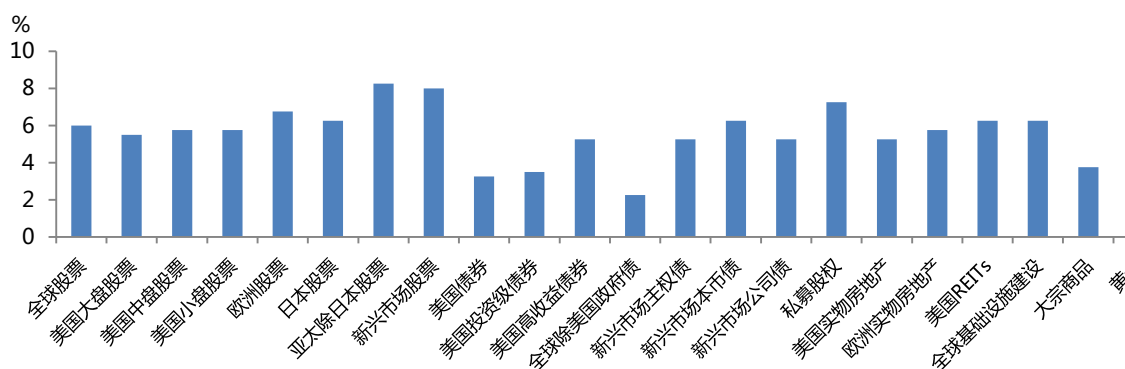


嘉实财富
Harvest Wealth

前言

全球大类资产泛“平庸化”，需小类资产配置助益投资。在经历了 2008 年金融危机之后的全球货币流动性充裕时代之后，主要央行已经或者即将开始收紧流动性的闸门，继美联储 2015 年 12 月加息之后，欧央行在 2018 年 1 月开始缩减购债规模，日本央行则相对滞后，还在继续实施超级量化宽松货币政策。在此背景下，由充裕的流动性所推升的资产价格将逐渐回落，从大类资产的视角来审视，未来 10-15 年各资产类的收益预期将会普遍呈现“平庸化”的趋势，难以实现理想的投资回报。如何有效解决这一问题？嘉实财富认为，做好小类资产配置是关键，即使在大类资产收益平庸的表象之下，在资产类的内部仍然广泛存在特定的小类资产的投资机会，举例来说，2017 年万得全 A 中国股票指数涨幅不足 5%，但中证 100 股票指数涨幅却逾 30%。在未来，小类资产配置将会成为嘉实财富研究方向和研究内容的重中之重。

图 1 摩根大通的长期资本市场展望显示，全球大类资产的预期收益泛“平庸化”



数据来源：摩根大通《长期资本市场展望2018》，各资产类收益为美元计价，展望期为未来10-15年

哑铃型双核配置，攻守两端，各擅胜场。嘉实财富认为，与其按照传统的配置模型将不同的大类资产“一锅烩”，不如采取哑铃型配置，双核驱动，让攻守两端各擅胜场。哑铃型配置，即将资产分为防守型资产和进攻型资产两类：前者以固定收益类资产为主，通过分散化投资实现稳定的收益回报，降低本金损失的风险，获取基本收益作为打底；后者则不局限于大类资产的概念和范畴，而是深入到小类资产当中，精选具有较高收益预期的某些特定投资机会，立足于进取，目标是在风险相对可控的基础上获取较高投资回报。哑铃型配置恰好可以对应 2017 年诺贝尔经济学奖得主塞勒的研究方向之一——“心理账户”（mental account）的概念：即将不同的资金放置到不同的“心理账户”中，分别赋予不同的目标和意义，泾渭分明，不易混淆，让目标的实现更加一目了然。哑铃型配置将“心理账户”具象化，把账户资产分为防守和进攻两端，分而治之，让整体投资组合在两个部分所对应的目标和约束更加明确。具体对于哑铃型配置的框架和理念，敬请参阅本季度报告的专题研究部分。

2018 年一季度全球主要资产类展望及点评

资产类	大类展望	细分子类	子类展望	主要影响因素点评
全球股票	□/▲	美国	□/▲	三十年来最大规模税改兑现，将提升 2018 年 GDP 约 0.3%，预计美股盈利 EPS 增长超 10%，美股有较好基本面支撑
		欧洲	□/▲	欧洲经济复苏延续，且区域内经济体增长的差异度降低；欧股在 2017Q4 落后较多，在基本面踏实的基础上存在补涨需求
		日本	□/▲	日本经济步入扩张正轨，而预计日央行短期内不会调整宽松货币政策的口径，且安倍政府也有望进行财政刺激计划
		新兴市场	□	新兴市场分化，看好以下类型经济体：印度（内生增长型）、巴西和俄罗斯（经济边际改善型）、韩国（中韩贸易改善）
中国股票	□/▲	N/A	□/▲	伴随年底调整，配置类机构的减仓和调仓也接近尾声；市场普遍认同 2018 年盈利增速将下滑，但季度内尚得不到数据支撑，资金和风险偏好将是影响一季度的主要因素
全球债券	□	美国国债	□	预计 2018 年联储加息三次，但一季度未必能落地加息，国债板块迎来数据（主要是通胀）的观察期，将以震荡为主
		投资级信用债	□	久期风险可控但收益率相对有限，估值层面存在压力，但税改整体上对投资级公司有益，且投资者对该板块需求较大
		高收益信用债	□/▼	税改对其助益较小，而估值同样存在压力，利差处于历史低位；违约率在 2018 年将继续降低但之后可能会重回上升通道
		新兴市场债	□/▲	新兴市场内部出现一致性的增长，约六成以上经济体在扩张；板块估值相对占优；可采取“高票息”策略持有该板块
中国债券	□	利率债	□	经济增速目标淡化，追求发展质量；货币政策稳健中性，资金利率难下；防范化解重大风险，强监管延续；利率债维持震荡
		信用债	□	信用债为理财资金主要投向，资管新规或助推中长端、中低评级品种信用利差走扩；推荐短久期、高评级、现金类配置

2018 年一季度全球主要资产类展望及点评

资产类	大类展望	细分子类	子类展望	主要影响因素点评
大宗商品	□	黄金	▼	全球经济平稳增长，美债收益率有望继续上行，朝鲜地缘政治局势有所缓和，不利于黄金未来的走势
		原油	□/▲	OPEC 和俄罗斯延长减产协议，原油市场供求局面改善，油价将继续上行，但页岩油延续前期增长态势，上行空间受限
国际地产	□	N/A	□	美国 REITs 同店 NOI 增速有放缓趋势，“后周期”特征逐渐显现，但估值相对不高；亚太及欧洲 REITs 基本面表现稳健
中国地产	□/▼	N/A	□/▼	政策基调不会出现转向性变化，但各能级间或出现微调分化；由于同期基数高，一季度销量同比跌幅或超过全年
外汇	□/▲	美元	□/▲	加息及税改短期情绪面支撑美元，但疲弱的通胀拖累了长期收益率，收益率曲线变平制约美元走势
		欧元	□	基本面持稳，且投机头寸持续看多欧元，但短期欧美利差走扩对欧元产生回调压力；3 月意大利议会选举带来阶段性压力
		日元	□/▼	日央行继续实行收益率曲线控制政策，美日长期利差仍是主导因素；但美国长期利率受到弱通胀影响，上行幅度有限

注：▲表示看多，□表示看平，▼表示看空

■ 中国股票

PPI 高位回落，地产投资逐步下行，量价同时下拉盈利增速，叠加 2017 年的高基数效应，盈利增速将下滑，但经济结构不断优化，盈利将走稳；货币政策更加强调“中性”，管住货币供给总闸门，金融严监管延续，但随着融资需求的下降和资管新规细则的逐步落地，利率环境有望趋稳。市场风险偏好处在相对较高位置，场内资金有望改善。盈利超预期的概率较小，估值变动是主要变量，2018 年赚钱比 2017 年难，一季度震荡：大盘蓝筹继续占优，但难重现单边普涨行情；紧流动性下中小成长也不会有趋势性机会，但真成长的投资价值渐显。投资方向上，看好先进制造、消费升级、医药以及环保督查趋严下的环保和低估值的传媒。

■ 全球股票

“金发姑娘”离我们而去，但全球经济的复苏以及由此带来的企业盈利增长可以继续推动股市的上涨，股市整体偏乐观。分区域看：税改的落地将延长美国扩张经济周期，并直接提振标普 500 指数 EPS 增长逾 5%，而且历史上扩张的后周期内股市涨幅较大，不应离场；欧洲的经济基本面踏实，欧股在 2017Q4 表现显著落后于美股，之后存在补涨的需要；日股继续受益于经济的向好以及宽松的货币政策，而为企业减税的呼声也越来越高；新兴市场整体中性，但在部分经济体存在一定的投资机会，内部分化的情形将会更加明显。

■ 中国债券

中国债券一季度观点偏中性，利率债高位震荡，信用利差将走阔，短端配置价值显著。在宏观经济暂无失速风险和经济增速目标淡化的背景之下，受央行不紧不松的货币政策和防风险、严监管的监管政策影响，我们预期债券市场仍上下两难，利率债维持高位震荡。由于资管新规对银行理财的冲击最为明显，信用债则是银行理财配置的重点，我们预计信用利差，尤其是中低等级、中长期品种信用利差，将继续走扩。鉴于当下短端的绝对收益水平已升至历史相对高位，配置价值显著，我们建议继续以短端票息策略为主。

■ 全球债券

驱动 2018 年债市的三个主要因素分别是加息、通胀和税改。分板块看：国债方面，预计 2018 年三次加息，收益率曲线也将更加平坦化，但一季度将是核心数据的观察期，相对而言国债收益率上行的压力较小；信用债方面，利差已接近历史低位，难以通过继续收窄为其贡献正收益，部分 Baa 投资级债面临降级压力，但市场对投资级债的需求仍然旺盛，高收益债的烦恼稍多——估值压力、违约率预期逆转以及税改在利息费用抵扣方面的不利条款——让其前景偏负面；新兴市场债估值相对合理，可采取“高票息+低久期”策略。

■ 外汇资产

四季度全球经济发展仍处于温和环境之中，货币宽松、利率偏低且无通胀压力，预计 2018 年将延续现状。美国基本面喜人，税改及加息短期情绪面利好美元，但长短期国债利差的收敛制约了美元，预计一季度美元中性偏多。欧元持续受到资金看好，但美欧利差持续走扩对欧元形成压力，一季度预计欧元偏中性。英国由于经济发展落后于其他发达经济体且资金外流呈放大趋势，短期预计英镑中性偏空。在美元加息周期背景下，美日利差预计将继续扩大，但由于美国长期国债利率并未如预期上行，因此利差扩大幅度将有限，未来一季度日元中性偏空。人民币贬值预期荡然无存，外汇市场供求趋于均衡，一季度人民币中性偏多。

■ 大宗商品

2018 年一季度国际金价将以震荡下行为主，较好的经济增长和美联储持续加息是黄金价格上行的两大重要阻力。随着名义利率由低位逐渐回升，持有黄金的资金成本在上升，不利于金价的中长期走势。当前供给变化是影响原油价格的主要因素：欧佩克减产协议是政策因素，其不确定性较大，属于中短期因素；页岩油产量是技术因素，具有较大的确定性，属于中长期因素。美国 EIA 原油库存较高位减少了约 20%，当前欧佩克减产力度仍强于页岩油增产力度，预计 2018 一季度 EIA 库存还将继续下行，油价有望继续小幅上行。

■ 中国地产

回顾 2017 年全年，房地产市场分化严重，一线城市和热点二线城市商品住宅销售在政策组合拳的压力下几近腰斩；而三四线城市的“超预期”表现成为全国住宅销售面积能够保持同比正增长的主要支撑。我们预计政策在 2018 年不会出现转向性的变化，但由于目前不同能级城市情况出现了分化，城市间的政策会在“房住不炒”、“因城施策”的大原则下做出相应微调。由此推断，2018 年一线城市销量及价格会大致保持稳定，二线城市由于限价放松，预计销量会有小规模放量，价格先升后降，而三线城市销量则将会小幅萎缩。

■ 国际地产

四季度全球发达市场 REITs 净收益指数上涨 3.6%，表现中规中矩，全年涨幅逾 10%。展望 2018 年，REITs 底层物业的运营情况仍然相对平稳，但同店净经营收入（same-store NOI）增速会有所放缓。这主要是由于整个行业逐渐开始显现出更多地产“后周期”的特征，但估值层面还是相当具有吸引力的。回顾历史，美国 REITs 在历次加息周期中均表现出稳健上行的趋势，而鉴于一季度加息概率并不大，我们预计长端利率对 REITs 的影响尚处可控范围。亚太和欧洲 REITs 整体地产运营稳健，但亚太估值偏高，欧洲估值较为合理。

■ 特殊策略

大宗商品走势震荡，2017 年趋势策略表现较差，市场对该策略的追逐度降低，但同时也造成了策略风险降低，2018 年业绩可期。部分商品远期合约贴水较多，现货价格较高，为期现套利和跨期套利留下利润空间。宏观对冲与多策略在多个资产类和策略之间进行配置，能够在基金的内部实现大类资产配置，可予以关注。

■ 现金资产

紧平衡的货币环境下可继续超配现金类产品，关注券商旗下相关产品。我们预期 2018 年的国内货币环境仍将维持紧平衡，现金类产品有望维持相对较高的收益率水平，可以继续超配。作为流动性管理工具，低门槛、每日开放、收益率可观的货币基金优势显著，建议重点关注资产规模适中、机构持有集中度较低、团队经验丰富且流动性管理能力较强的产品。高净值客户可适当配置券商现金类产品，但需做好流动性管理。

专题研究：嘉实“哑铃双配置型”配置方法论解析.....	1
一、中国股票资产展望.....	5
(一) 2017年A股回顾：抱团和分化.....	5
(二) 宏观经济和企业盈利：经济平，盈利稳.....	6
(三) 资金面和估值：场内资金有望改善，整体估值水平合理.....	7
(四) 风格：大盘蓝筹继续占优但会分化，优质成长迎来涅槃.....	8
(五) 看好先进制造、消费升级、医药、环保、传媒.....	9
(六) 再谈春季行情.....	9
二、全球股票资产展望.....	10
(一) 全球股票：金发姑娘离去，但盈利驱动股市增长.....	10
(二) 美国股票：税改延长扩张周期，股市继续上行.....	10
(三) 欧洲股票：基本面踏实，布局补涨行情.....	13
(四) 日本股票：2017Q4大赢家，利好仍在延续.....	14
(五) 新兴市场股票：整体前景正面，但将出现分化.....	15
三、中国债券资产展望.....	16
(一) 宏观经济暂无失速风险.....	16
(二) CPI中枢提升，但通胀压力相对可控.....	17
(三) 经济增速目标淡化，货币政策不紧不松、监管细则陆续出台.....	17
(四) 利率债维持高位震荡，信用利差将走扩，短端配置价值显著.....	19
(五) 债权类产品收益率仍有望上行.....	20
四、全球债券资产展望.....	22
(一) 全球债券：联储加息、通胀及税改为主要影响因素.....	22
(二) 美国国债：三次加息，但一季度是数据观察期.....	22
(三) 美国企业债：投资级债前景稍好于高收益债.....	23
(四) 新兴市场债：采取“高票息+低久期”策略.....	25
五、外汇资产展望.....	26
(一) 全球经济同步稳定增长，未来一年料将延续现状.....	26
(二) 美国基本面坚挺，但收益率曲线变平拖累美元，一季度美元中性偏多.....	27
(三) 一季度欧元中性，英镑中性偏空，日元中性偏空.....	28
(四) 人民币贬值预期荡然无存，外汇市场供求趋于均衡，一季度人民币中性偏多.....	29
六、大宗商品资产展望.....	31

(一) 一季度金价将以震荡下行为主	31
(二) 一季度的油价有望继续小幅上行	31
七、中国地产资产展望	33
(一) 销量年末翘尾，不改全年增速的大幅回落，各能级城市间表现分化	33
(二) 政策或将以“房住不炒”、“因城施策”为核心微调，量价将小幅下跌	34
(三) 行业整合加速，大型开发商非标债权依然是我们首选	36
八、国际地产资产展望	37
(一) 美国 REITs：整体平衡，箱体震荡	37
(二) 加息周期对 REITs 的影响比想象中友善得多	39
(三) 其他区域 REITs：稳健运营，值得关注	40
九、特殊策略资产展望	42
十、现金资产展望	44
重要声明	45

专题研究：嘉实“哑铃双配置型”配置方法论解析

在 2017 年夏季嘉实“88 财富节”论坛上，我们曾建议投资人调整现有的资产配置结构，从传统的“综合配置型”过渡到“哑铃双配置型”，以此配置金融资产。那么，如何理解“哑铃型”配置的特征，又如何将其应用到具体投资实践中去呢？

传统配置理论立足有效市场假设，在国内水土不服

先从成熟市场主流的几个经典配置方法谈起。均值方差模型 (Mean-Variance) 受历史数据影响较大，对各类资产的输出权重并不稳定。而受对资产主观预期的影响，当投资人对市场难有清晰判断时，高盛提出的 Black-Litterman (BL) 模型的适用性也大打折扣。世界第一大对冲基金桥水所推崇的风险平价 (Risk Parity) 理论无需对各类资产收益进行预测，要求各类资产对整个组合的风险贡献做到均衡，实现理论上的最大化分散。但该策略在国内市场的实践中碰到了困难，国内投资者很难自主运用杠杆，而风险平价把股票类资产和债券类资产“一锅烩”，计算出的债券资产配比过高。

传统配置理论在数学推导上严丝合缝，但它们以有效市场假设为前提，而实证研究表明，中国证券投资市场并非有效市场。所以，根植于西方有效市场土壤的配置方案在国内难免水土不服。因而，立足中国市场，放眼全球投资，为中国投资人探索出一套合适的配置方法论就显得尤为必要。

防守型资产更安全，进攻型资产更进取

与传统的综合配置理论不同，嘉实“哑铃双配置型”将配置资产分为防守型资产和进攻型资产，并要求“防守型资产更安全，进攻型资产更进取”。

在说明什么是防守型资产和进攻型资产之前，先看一份嘉实财富面向客户的内部调研报告。该报告显示，半数以上的受访者都习惯于将家庭理财资金简单分为两份：一份用于“保命”，要求本金安全；另一份用于博收益，可接受相当程度的本金亏损。应该来讲，上述大众理财的习惯有其坚实的理论背景——投资人常常将特定资金归入有特定含义的“心理账户” (Mental Account，这是新晋诺贝尔经济学奖得主 Richard H. Thaler 的研究成果之一)，例如“...这些是博取收益的钱，可以激进一些...那些是保命的钱，绝对不能亏...”，诸如此类。嘉实财富引导投资人从传统的“综合配置型”过渡为“哑铃双配置型”，恰恰与中国财富家庭的理财实操相暗合，将其配置原理根植于大众理财的智慧当中。

防守型资产，顾名思义，就是要强调资产的安全性。哑铃型配置对防守型资产的基本要求是比一般的资产“更安全”。具体而言，防守型资产应具有如下特征：安全水平高（例如信用等级高，有绝对回报），流动性好（例如市场容量大、交易成本低、成交活跃），波动性小（历史方差低、最大回撤小、尾部风险低），政策风险低，且预期收益率适当（例如，以 5 年期国债到期收益率为基准并适当上浮，我们预计当前合适的收益率水平约为 5% 左右）等。纵观全球多个资产类，符合防守型资产要求的资产包括现金资产（银行存款、货币基金、存款型专户），固定收益资产（如国债、利率型基金），高等级信用资产（如高信用等级、低杠杆的纯债基金），对冲型绝对回报基金，结构型挂钩产品和高等级信托产品等等。

与防守型资产相对应的，是进攻型资产。进攻型资产在配置中的作用是博收益，所以哑铃型配置对进攻型资产的基本要求则是比一般的资产“更进取”。中国经济正处在波澜壮阔的转型期，我们认为当前市场条件下，优质的进攻型资产完全有可能取得 15% 以上的年化收益，同时可不承担过高的风险（例如，波动率水平不超过 25% 等）。按照这个要求，我们可将如下资产类列为进攻型资产，如股票、基金（股票型基金、

行业基金、风格基金、海外 ETF)、PE、VC、商品与期货等等。

哑铃双配置型：攻守两端各精其艺、各安其位

相比传统的综合配置型，哑铃双配置型强调两个“更”字，即“更安全”与“更进取”。如果把防守型资产和进攻型资产比作一只球队里的后卫/守门员与前锋，那么哑铃型配置对防守型资产的要求是“善守”、目标少丢球，而对前锋的要求则是“能攻”、目标多进球。攻守两端各精其艺、各安其位，搭配起来方能相得益彰。

为直观理解，我们用两幅图将“哑铃双配置型”和传统“综合配置型”做一对照。

假定下图中的不同色块代表不同的产品，众多产品组合在一起构成投资组合。用红色与绿色两个色系分别代表产品的“进攻属性”（例如，波动大、预期收益较高等）与“安全属性”（例如，波动小、预期收益较低等）。红色（或绿色）色值越深，则产品进攻属性（或安全属性）就越强。在传统“综合配置型”的配置思路下，常见投资组合是类似图 1 这样的：

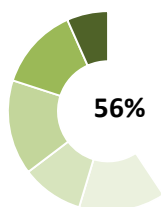


图 1a. 综合配置下的防守型资产

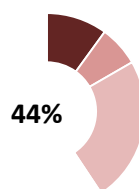


图 1b. 综合配置下的进攻型资产

而在“哑铃双配置型”的审美理念里，色值越深、颜值越高。所以图 2 的组合配置方案更符合“哑铃双配置型”的“更安全+更进取”之要求。

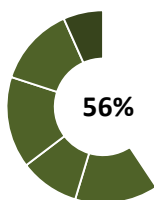


图 2a. 让防守型资产更安全

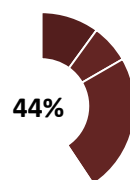


图 2b. 让进攻型资产更进取

直观上看，资产的进攻属性与安全属性越鲜明，组合配置的效果越好。这背后有什么原理作支撑呢？

投股要适度集中，持债要充分分散

依托“全天候、多策略”的投研体系，汲取过往 18 年的成功投资经验，嘉实建议投资人将股票类投资和债券类投资区别对待，分而治之。该经验可用一句话总结为“投股要适度集中，持债要充分分散”！

投资于进攻型资产，必须在对行业基本面有深刻认知的前提下做出决策，并适度集中。适度集中不单指资金量的优势比例分配，也指投资者应在长周期里坚定地持有核心资产。核心资产多指有强劲基本面支撑、较宽“护城河”的行业龙头投资标的。举个例子，据粗略统计，在过去 20 年里有些资产的成长是超过预期的：2000 年~2016 年，一线城市上海的房价翻了 20 倍；2004 年~2016 年，腾讯的股价翻了 170 倍。适度集中可以避免“过度分散”和“频繁择时”对收益率的侵蚀，但也有一定风险，因而进取型资产的投资在实

操中需辅以一定的风控手段，控制组合的集中度风险和极端损失风险等。嘉实坚定地认为基于基本面研究的深度认知能够为投资者带来超额回报。

投资于防守型资产，则要牢牢把握“充分分散”这一基本原则。在中国经济“新常态”的当下，伴随信用风险事件的频繁暴露，国内理财市场刚性兑付逐渐被打破。此种情况下，分散投资于防守型资产可以有效避免极端损失，让防守型投资真正起到“安心保命”的作用。举个例子，如果分散投资于 100 个固收项目，年化收益均为 7%，即使其中有 2 个项目违约，整体投资仍有约 5% 的回报；但如果将全部资金都集中投在 2 个项目上，一旦出现信用风险，投资人可能血本无归。

之所以建议投资人将股票投资和债券投资区别对待、分而治之，这是由于两类资产有本质上的差异。股票的本质是“剩余索取权”，而债券则代表“偿付优先权”。相对于投资债券更关注发债主体的过往表现与资信状况，投资股票时更需要“向前看”，只有“向前看”才能充分享受社会发展、经济增长、行业崛起和技术进步带来的巨大红利。

嘉实风险配置量表助力投资者做好哑铃型配置

那么，防守型资产与进攻型资产应当各配多少比例呢？

我们的建议是，投资人在充分了解自己的基础上，根据嘉实财富风险配置量表（如下表）确定进攻型/防守型资产的相对配比。在不过多讨论细节的前提下，我们提示投资人知悉，嘉实财富风险配置量表的测算有其充足的科学依据。它是基于投资人的主观投资偏好及客观风险承受能力，同时参照中美国两国股市波动率做出合理调整后的结果。举个例子，对于一位中等风险级别（R3）的投资人，嘉实财富建议其进攻型资产的配比在 40% 左右。为方便起见，嘉实财富将投资人群划分为从低到高风险偏好的五大类（R1-R5），为每一类人群指定了合适的进攻型/防守型资产配比，并在此基础上，结合嘉实财富对当前各个子类的判断进行“小类资产配置”，确定最终落地的投资组合。

风险等级	风险含义	推荐配比	
		进攻型资产	防守型资产
R1	低风险	10%	90%
R2	中低风险	25%	75%
R3	中等风险	40%	60%
R4	中高风险	55%	45%
R5	高风险	70%	30%

数据来源：嘉实财富，具体数据系根据“赵学军博士基点配置公式”计算得出

综上所述，不同于传统的“综合配置型”，嘉实财富“哑铃双配置型”：

- 将配置方法论深深植根于国内的市场环境，借鉴嘉实过往长期成功的投资经验提出。在配置上，不依赖于对大类资产的主观收益预期，也不涉及过分复杂的数学推导；
- 强调两个“更”，即“进攻型资产更进取、防守型资产更安全”。具体而言，进攻型资产集中火力寻找具有超额回报的资产细类与产品，获得最锋利的矛；防守型资产强调信用风险的充分分散，打造最厚实的盾；

- 可根据投资人的个性化需求，通过嘉实风险配置量表对攻守两类资产做合理搭配，构建落地的投资组合；

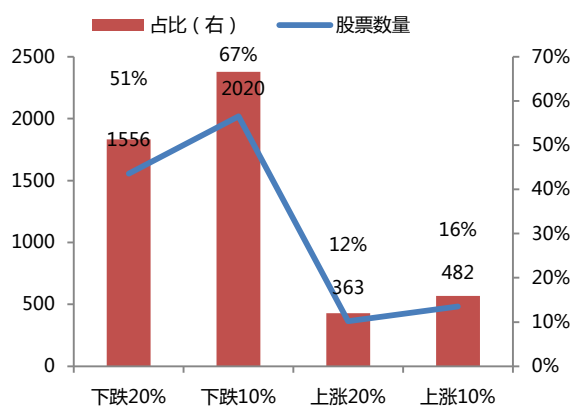
投资人可在嘉实理财师的协助下，结合具体的理财需求，借鉴嘉实财富先进的系统平台，搭建个性化的哑铃型配置方案。我们衷心希望投资人收获理想的投资回报。

一、中国股票资产展望

(一) 2017 年 A 股回顾：抱团和分化

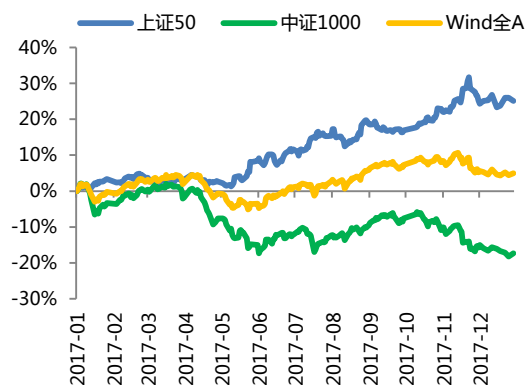
“漂亮 50”和“要命 3000”演绎“冰与火之歌”。2017 年 A 股市场的分化达到了极致：统计 2017 年前上市的 3034 只股票，全年上涨的不到 1/4，上涨超过 10%的仅有 482 只，而下跌超过 10%的却有 2020 只（占 2/3），全部股票表现的中位数为下跌 20.68%，也就是说有一半的股票跌幅超过 20%。从指数上来看，代表大盘蓝筹的上证 50 和代表中小成长的中证 1000 指数，2017 年分别上涨 25.08%和下跌 15.16%，可谓之“漂亮 50”和“要命 3000”。

图 2 个股分化



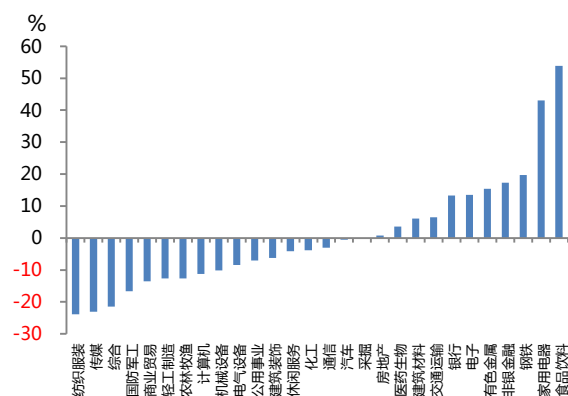
数据来源：Wind，股票样本为2017年之前上市的公司

图 3 大小盘分化



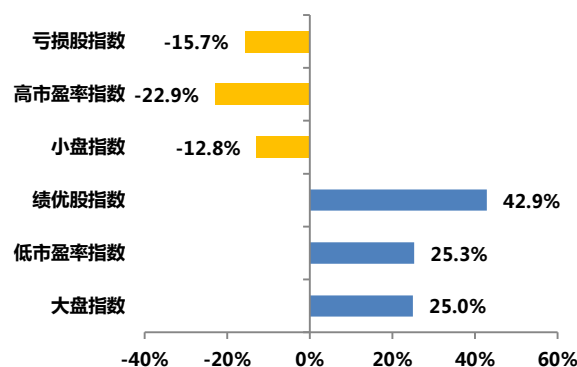
资金抱团，行业表现高度分化。2017 年股票市场行情的演绎主要围绕以下三条投资主线，一是以白酒、家电、电子为代表的估值合理且业绩比较确定的白马龙头股票被资金给予了持续的“确定性溢价”；二是在供给侧改革、环保限产下供给端收缩，但需求端有棚改等拉动的钢铁、有色、建筑材料等周期板块的超预期上涨；三是估值较低的金融板块演绎了估值修复行情。

图 4 行业分化



数据来源：Wind

图 5 胜者关键字“业绩优、市值大、估值低”



(二) 宏观经济和企业盈利：经济平，盈利稳

宏观经济大概率将继续平稳运行。棚户改造将继续推进，但高基数效应和因城施政的调控政策压制地产投资的增长空间；人均可支配收入稳步增长，消费增速平稳；汇率贬值对出口的影响将逐渐消退，但在全球经济复苏、美国税改落地的大环境下，外需增长有望延续。中采联 PMI 指数显示中国经济连续 17 个月站在扩张区间，转型期经济增速的波动降低、风险可控，“韧性”仍然是 2018 年宏观经济的关键词。

图 6 PPI 回落将下拉企业盈利(%)

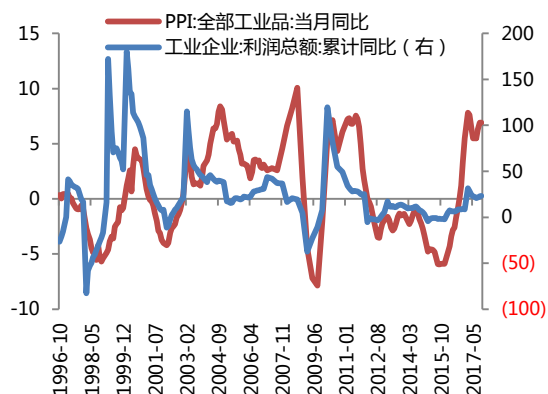
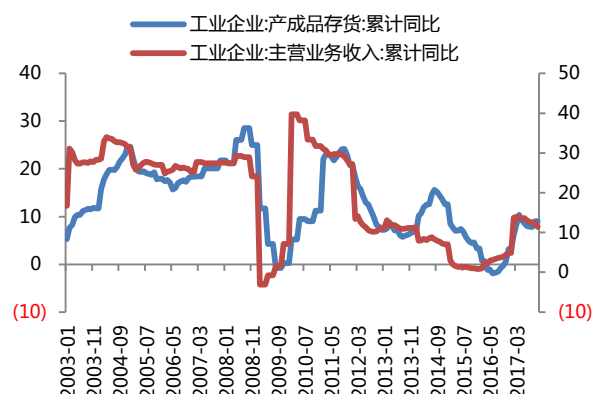


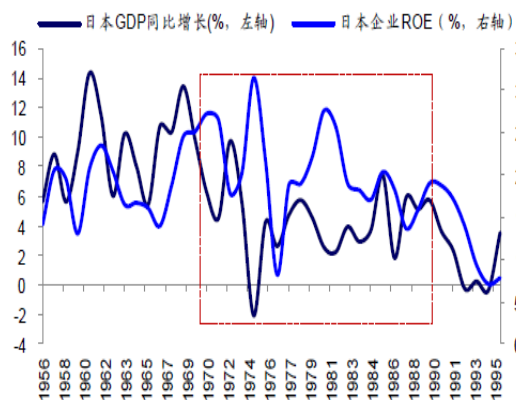
图 7 工业企业有“主动去库存”迹象(%)



数据来源：Wind

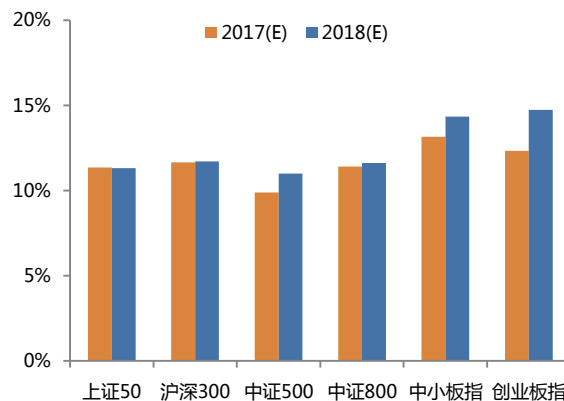
涨价和降费是盈利好转的主要原因，但高价不可持续，高基数效应和主动去库存也不利于企业盈利的继续提升。2016 年以来，随着 PPI 的触底回升，上游企业的营收逐渐转好，而费用率（增值税改革、各种行政费用的取消、利息负担的下降）的持续下降则带来了利润率的不断改善，供给端的改革收缩了产能、棚改货币化提升了需求，周期行业度过了最困难的时期。展望 2018 年，供给侧改革的强度有望趋缓，需求端平稳，PPI 的如期回落必然下拉收入增长；在行政干预下，工业企业对价格和需求的预期相对保守，在较低的库存水平下进入了“主动去库存”，在库存管理上非常谨慎；另外，2017 年的高基数效应也使得 2018 年企业盈利继续上升的空间有限。

图 8 转型期日本经济平稳，但 ROE 保持高位



数据来源：Wind，海通证券，朝阳永续

图 9 分析师一致性预期：2018 年盈利平稳

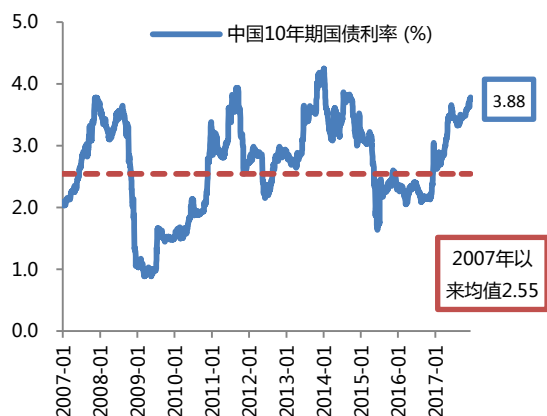


盈利增速回落，但空间有限。基于以上分析因素，2018 年企业盈利增速将下滑，但我们认为下滑的空间有限。首先，经济结构的优化支撑企业盈利的平稳。参考日本经济的转型经验，1975-1989 年期间日本经济平稳，但 ROE 水平始终保持高位，驱动盈利改善的主因更多来自于结构优化而非需求扩张。其次，环保限产、供给侧改革下，PPI 下行但幅度有限。最后，虽然企业开始呈现“主动去库存”迹象，但当前较低的库存也使得其受周期下行的影响较小。

（三）资金面和估值：场内资金有望改善，整体估值水平合理

货币政策从“调节好货币闸门”到“管住货币供给总闸门”，2018 年更强调“中性”。外部面临美国及全球货币收紧的大环境，内部延续金融去杠杆的政策，市场对资管新规细则出台前的不确定性抱有担忧，货币环境大概率继续偏紧。但从中期融资需求看，用居民+企业+政府的债务总量代表中国融资需求，融资需求对 10 年期国债收益率具有领先性（领先 1 年左右），而融资需求已经开始回落，10 年期国债收益率也有望跟随回落。

图 10
10 年期国债利率处在高位



数据来源：Wind，天风证券

图 11
融资需求下行有望带动收益率下行



场内资金有望改善。随着价值蓝筹估值洼地被逐步填平，海外资金对 A 股的主动配置动力趋弱，但 2018 年将来自 MSCI 新兴市场指数的大约 1000 亿人民币的被动配置，外资对 A 股的影响将越来越大。公募基金的存量资金加仓空间有限（偏股基金三季度末仓位接近 88% 的历史高位），但 2017 年公募基金相对股票的赚钱效应将吸引更多的个人投资者把资金委托给专业投资者管理，整体规模有望增长。保费收入稳步增长，保险资金对权益资产的配置仍有提升空间。最后，从资金轮动的角度来看，优质股票可能从地产投资受限和资管新规的资金再配置中分得一杯羹。

图 12
A 股被逐步纳入 MSCI



数据来源：嘉实财富

风险偏好对估值的提升有限。2016年下半年以来，高风险偏好的两融资金规模持续上升，并长期站在1万亿之上。从A股的风险溢价上看（Wind全A估值的倒数与10年期国债收益率之差），当前水平低于2016年以来的均值。不过，在赚钱效应持续发酵前，风险偏好进一步提升的空间有限。

图 13
融资余额回到万亿之上

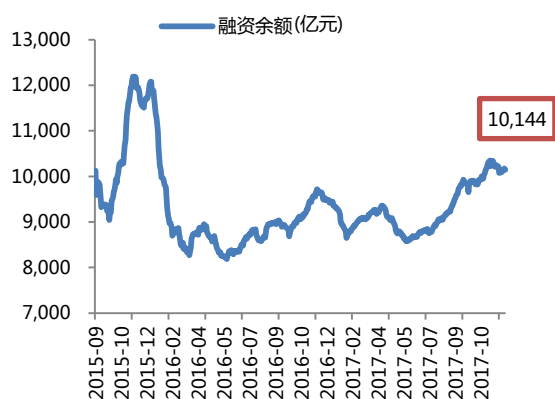
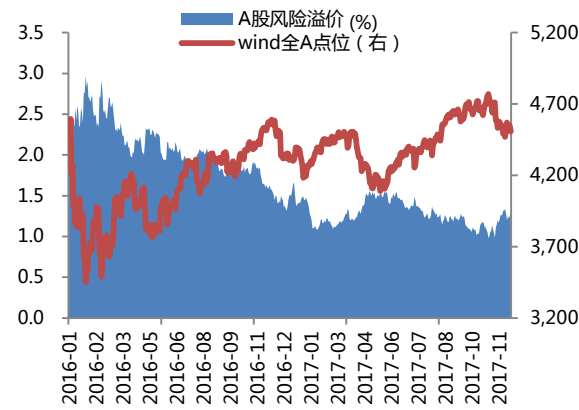


图 14
A股风险溢价低于2016年以来均值



数据来源：Wind

（四）风格：大盘蓝筹继续占优但会分化，优质成长迎来涅槃

估值仍在合理范围的大盘蓝筹和具有内生增长的中小成长将有机会胜出。2017年A股极致分化，对大盘蓝筹来说，业绩和估值双升带动指数大幅上涨，中小成长虽然盈利增速不低，但因为前期的高估值遭受持续的调整。过去的1年多时间，大盘蓝筹的估值洼地几乎被填平，中小成长的估值则杀到了历史均值以下，但依靠外延增长的企业仍然面临业绩承诺到期后的业绩下滑以及商誉减值压力，“伪成长”的估值调整还未结束。纵向比较而言，以中证500为代表的中小成长存在估值回归的需求，上涨弹性相对较大，而大盘蓝筹的整体估值已经上岸，单边向上的概率也不大。但不管大盘蓝筹还是中小成长，业绩和估值性价比是王道，因此下阶段个股的分化行情会持续，估值仍在合理范围的大盘蓝筹和具有内生增长的中小成长将有机会。

图 15
主要股指估值情况

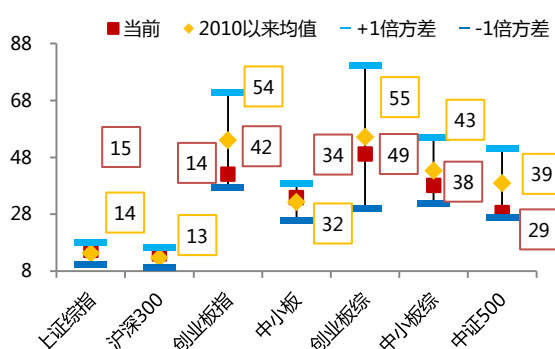
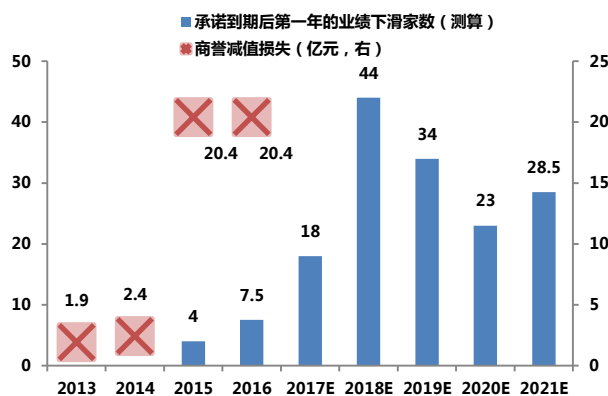


图 16
伪成长还有调整空间

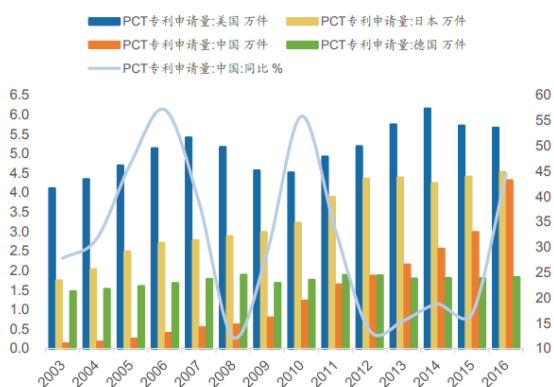


数据来源：Wind，申万宏源证券

（五）看好先进制造、消费升级、医药、环保、传媒

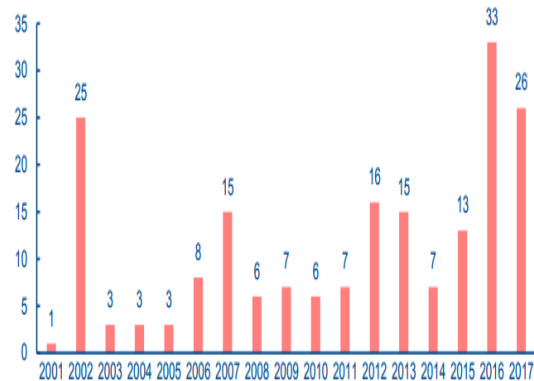
看好先进制造、消费升级、医药、环保和传媒。中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，进入“工程师红利”取代“人口红利”的时代。国务院 2015 年 5 月印发《中国制造 2025》，开启推动先进制造的大幕，十九大报告中也提到“加快建设制造业强国，培育若干个世界级先进制造业集群”，在“工程师红利”的大背景下先进制造产业蕴含巨大的投资机会。随着人均收入的不断提高，消费需求也不断升级和多元化，消费升级是长期投资主线。而随着政策周期、基本面调整接近尾声，医药行业的创新周期随之到来，加上近两年的估值调整，医药行业的估值回到了相对合理的位置。环保督查趋严，环保产业的企业盈利开始兑现。传媒板块是过去两年年度跌幅连续倒数前二的行业，目前估值也在历史均值之下，龙头有望反弹。

图 17 中国 PCT 专利申请数目前已位居世界第三



数据来源：中信证券，广发证券

图 18 CFDA 发布药品类征求意见稿，近两年创新高



（六）再谈春季行情

A 股整体在一季度通常表现为震荡市。之前我们统计过 2-4 月的 A 股表现，数据显示股市收益存在“春季行情”的效应。我们用中证 800 代表 A 股市场，上证 50 和中证 1000 分别代表大盘蓝筹和中小成长股票，统计 2005 年以来的一季度表现，中证 800 在一季度涨多跌少（2/3 上涨），如剔除 2008 年的金融危机、2016 年的熔断，11 年中仅有 3 次下跌，下跌幅度在 6% 以内。A 股整体在一季度通常表现为震荡市，中小成长风格强于大盘蓝筹的概率稍大，同时中小成长也表现出更大的弹性。

图 19 A 股整体在一季度通常表现为震荡市(%)

统计区间	中证800	中证1000	上证50	上证综指	统计区间	中证800	中证1000	上证50	上证综指
2005Q1	-5.62	-11.02	-5.58	-6.73	2012Q1	4.64	3.01	5.44	2.88
2006Q1	15.28	9.55	10.29	11.82	2013Q1	0.33	8.96	-3.47	-1.43
2007Q1	43.62	83.91	26.75	19.01	2014Q1	-5.77	3.36	-6.92	-3.91
2008Q1	-26.86	-14.06	-33.19	-34	2015Q1	19.99	45.68	6.7	15.87
2009Q1	40.49	53.71	32.16	30.34	2016Q1	-15.41	-20.42	-10.92	-15.12
2010Q1	-3.54	9.81	-7.95	-5.13	2017Q1	3.75	-1.79	3.19	3.83
2011Q1	2.56	2.51	5.38	4.27					

数据来源：嘉实财富

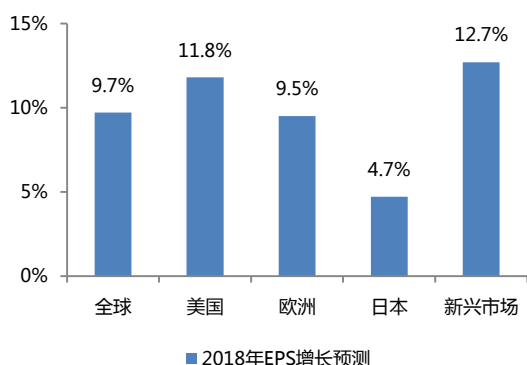
二、全球股票资产展望

（一）全球股票：金发姑娘离去，但盈利驱动股市增长

金发姑娘 (Goldilocks) 的环境正在离我们而去。在 2017 年，“金发姑娘”成为了海外主流机构的热词。这一词语源于美国一则童话故事，故事里的金发姑娘喜欢喝不冷不热的粥，喜欢睡不软不硬的床，也就是喜欢一种“刚刚好”的状态。这用来形容 2017 年的全球经济环境再合适不过了——全球经济终于出现了同步性增长的迹象而非美国一枝独秀，但通胀水平仍然较低，公司的成本端压力小，而且主要央行还在保持宽松的货币政策。然而，随着通胀的缓慢回升，以及欧央行从 2018 年 1 月启动缩减购债规模，2018 年金发姑娘将离我们而去，全球经济将失去“刚刚好”的状态。

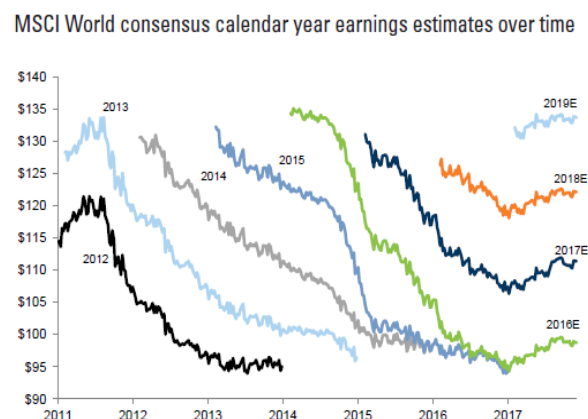
但无妨，经济复苏带来的盈利增长能继续驱动股市。从下图可以看到，即便金发姑娘离我们而去，但经济复苏带来的企业盈利增长并未衰竭，从全球主要股票市场的 EPS 同比增长预期来看，普遍预期良好，预计全球 MSCI 指数 EPS 在 2018 年同比增长近 10%。另一个好的迹象在于，市场对于 2018 年的预期保持了相当的稳健性，而不同于之前 2011-2016 年的虎头蛇尾的形态（2011 年开始，对盈利的预期往往前高后低，即年初认为同比回升较大，但随着实际状况的进展不断调降之前的预期，虎头蛇尾）。

图 20 2018 年各区域股票市场 EPS 增长预期良好



数据来源：Bloomberg, Goldman Sachs

图 21 全球股票盈利水平的预期相当稳定



（二）美国股票：税改延长扩张周期，股市继续上行

各项指标都在表明，美国经济周期将步入扩张的后期 (Late Cycle) 阶段。从主流机构的宏观经济监控指标体系来看，普遍认为美国的经济周期正在步入扩张的后期。例如下图摩根大通的诸多指标都指向了经济的后周期特征，包括已经实现充分就业的紧俏的劳动力市场、不断收窄的已经接近历史底部的信用利差、逐渐增多的并购项目等等。其实这并不意外，毕竟本轮扩张周期已经超过八年，若延续到 2019 年则将成为二战后最长寿的扩张周期，尤其在 2017 年 12 月美国通过了三十年来最大规模的税改之后，短期将为经济走向过热再添一把火，预计在 2018 年和 2019 年提升经济增长约 0.3%，但之后呢？可能就会进入到经济增长放缓的新的经济周期阶段。

图 22

摩根大通的宏观经济指标体系显示，当前美国经济多项指标都符合经济中后周期的特征

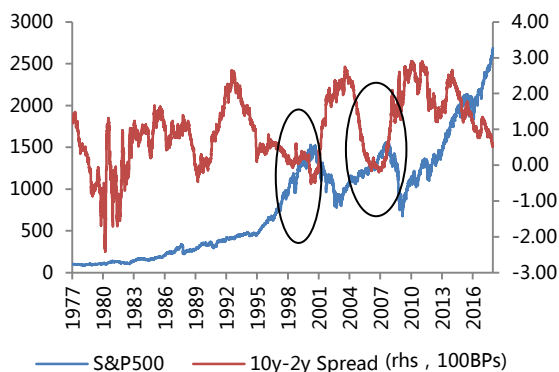
		早期	中期	晚期	衰退
经济指标	总体经济产量	低于潜能, 上涨	接近潜能, 上涨	高于潜能, 上涨	收缩
	消费	低, 落后收入	逐渐恢复	高, 领先收入	下降
	资本投资	占GDP比率较低	上涨, 占GDP比率适中	占GDP比率较高	下降
	住宅投资	占GDP比率较低	上涨, 占GDP比率适中	占GDP比率较高	收缩
	物价通胀	高于央行目标, 稳定	高于央行目标, 上涨	高于央行目标	下降
	工资通胀	低, 稳定	适中, 上涨	高	下降
	私人信贷形成	低, 开始上涨	上涨与产能一致	上涨超过产能	下降
	个人储蓄率	相比收入较高	开始下降	相比收入较低	相比收入上涨 (严重经济衰退除外)
	失业率	明显高于非加速性失业增长率	高于非加速性失业增长率	接近非加速性失业增长率	迅速上涨
	消费者信心	低	逐渐恢复	高涨	下降
资产和资本市场	每股收益上调比例	下调周期, 优化趋势	上调周期, 优化趋势	上调周期, 下降趋势	下调周期, 下降趋势
	企业利润	高	达到峰值	下滑	低
	信用利差	宽, 持续收缩	窄, 稳定	逐渐变宽	宽, 不稳
	积极发行	占总量比例较低	占总量比例适中	占总量比例较高	无
	企业并购活动	低	适中	高	无
	收益曲线	低利率, 陡利率曲线	利率上涨, 利率曲线逐渐变平	利率高, 平利率曲线	利率下降, 利率曲线逐渐
	波动率	高, 偏态下降	低, 偏态下降	逐渐上涨, 偏态上涨	高, 偏态高

数据来源：J.P.Morgan

但事实上，在历史上的后周期阶段股市往往反而表现不俗。尽管经济处于所谓的后周期阶段，但这并不意味着股市会下跌，若观察历史则发现此阶段股市反而表现优异。从典型的 10 年期和 2 年期美国国债利差的角度来看，历史上其向下接近或者突破 0 往往是经济转向放缓乃至衰退的信号之一（因为这表明短期加息延续，但长期经济预期走弱），但如下图所示，可以看到，即使在该指标向下突破 0 之后，美国股市仍然会有一轮上涨，且涨幅还不低。另外，根据高盛的研究，根据经济周期不同阶段（收缩-复苏-扩张-放缓）去划分，可以看到在经济扩张的阶段，股市的平均年化涨幅约 11%。换言之，经济的后周期并不意味着该在股票资产上离场。

图 23

即使国债利差向下突破零，股市仍然会涨一段



数据来源：Wind，Goldman Sachs

图 24

高盛认为，后周期股市平均涨幅超过 10%

Average asset returns by phase of global business cycle, from 1984 to present

	Early cycle		Late cycle	
	Phase 1 Contraction	Phase 2 Recovery	Phase 3 Expansion	Phase 4 Slowdown
	Below capacity & declining	Below capacity & growing	Above capacity & growing	Above capacity & declining
Relative Ranking of Assets (average real return by phase, annualized)				
Bonds	9.3%	Equities 21.2%	Commodities 14.2%	Bonds 9.4%
Equities	7.9%	Commodities 7.0%	Equities 11.2%	Commodities 4.2%
Cash	0.5%	Bonds 2.7%	Bonds 2.1%	Cash 1.3%
Commodities	-3.3%	Cash 1.6%	Cash 1.5%	Equities -15.0%

对比历史,当前股市距离顶峰水平也有相当距离。另一个对美股的担忧来自于股市是否出现了类似 2000 年互联网泡沫阶段的“非理性繁荣”,但从几个方面来看也不应有类似的担忧。其一是若从几项典型的指标看,例如股市波动率、ISM 制造业 PMI 指数、信用利差、失业人数、失业率等,如下图高盛的研究所示,根据历史看当前距离股市顶峰应该还有些距离(特别是前两项指标);其二是如果从相对价值的角度观察,贝莱德发现当前股票同债券的相对价值比率仍然远没有达到之前两次股市顶峰时的阶段。

图 25
各项指标距离股市顶峰尚有距离

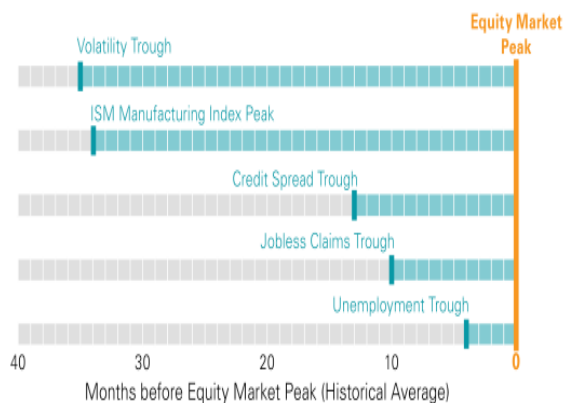
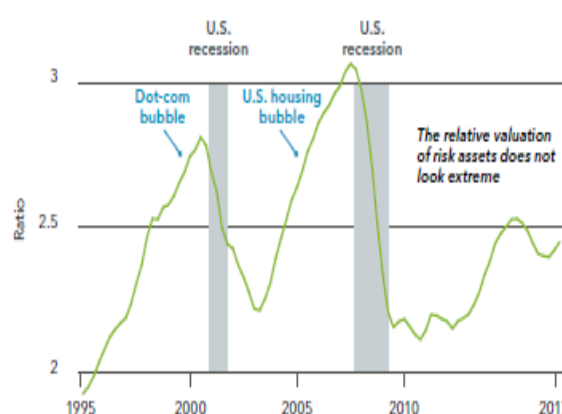


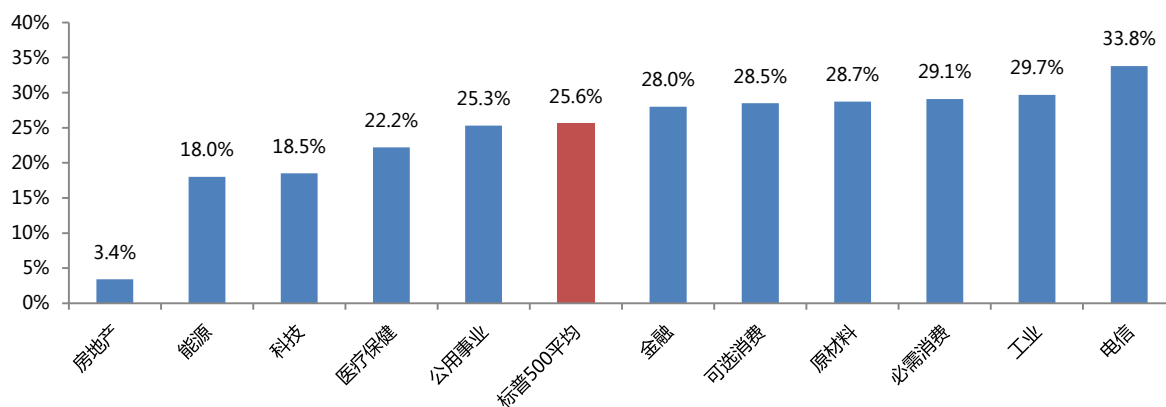
图 26
相对于债券资产,风险资产估值不算离谱



数据来源: Goldman Sachs, BlackRock

税改确实整体利好股市,但也要区分对不同行业的影响。税改是 2017 年美股最大的期待,这也是为何之前税改并未实现,但美股却没有下跌的原因之一,因为市场预计其终将兑现。果不其然,特朗普为投资者奉上了 2017 年的圣诞礼物,即税改的落地。整体上,税改降低了公司税率,从 35% 降低到 21%,整体上利好股市(预计将提振标普 500 指数 EPS 约 5%),但也需要区分其对不同行业的影响,如下图所示,标普 500 指数公司的实际有效税率为 25.6%,包括房地产、能源、科技在内的行业,原本税率就已经低于 21%,税改对其的直接贡献寥寥,而对电信、工业、必需消费、原材料等行业的助益则相对较大。

图 27
美国标普 500 指数各行业实际有效税率情况

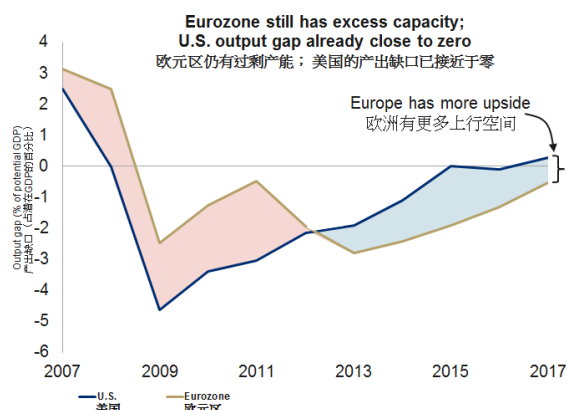


数据来源: Bloomberg

(三) 欧洲股票：基本面扎实，布局补涨行情

欧洲经济的基本面相当扎实，企业盈利将继续回暖。欧洲经济延续着 2017 年以来的复苏势头，各项指标普遍超出预期，预计其 2018 年的经济增速将为 2.3%，高于其当前的潜在增速水平。从经济周期的角度看，欧洲经济较之美国有更多的上行空间，如下图 RBC 的研究显示，美国的产出缺口已经不存在了，而欧洲则仍有潜力；此外，摩根大通研究表明，在 1%-3% 的 GDP 增速区间内，欧洲企业利润率将上升，企业盈利水平往往较好（EPS 同比有两位数的增幅）。

图 28
产出缺口仍存，欧洲经济有上行空间



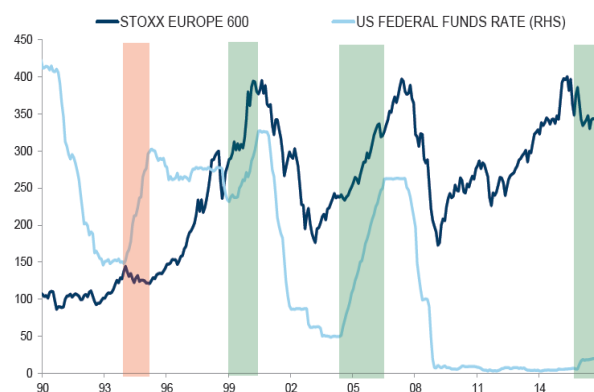
数据来源：RBC, J.P.Morgan

图 29
经济增长当前水平下，欧洲企业盈利继续向好

Eurozone Real GDP, %/y	margins yoy bps	MSCI Eurozone EPS, %/y
<-3%	-389	-46%
-3% to -1%	-112	-12%
-1% to 1%	-104	-7%
1% to 3%	77	13%
>3%	36	20%

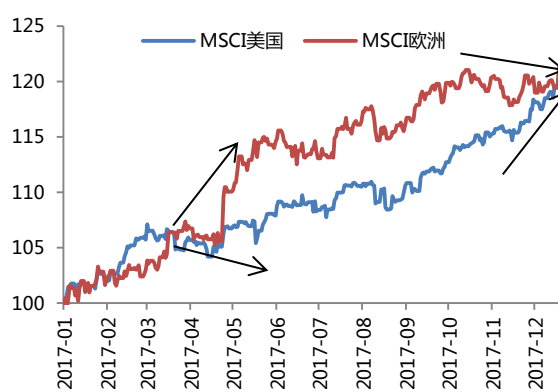
欧洲股市不惧美联储加息，可布局补涨行情。历史上，美联储的加息不会导致欧股的下跌，我们认为本轮同样如此，或许更应当关注欧洲自身的基本面而非美联储的加息进程。此外，自 2017Q4 以来，随着税改预期的增强，美股显著跑赢了欧股，预计这种情况有望在 2018Q1 出现逆转，若欧央行的货币政策不出现大的变化，可以在一季度布局欧股的补涨行情。

图 30
欧股不惧美联储加息



数据来源：Wind, Goldman Sachs

图 31
2017Q4 以来欧股落后，布局补涨行情



（四）日本股票：2017Q4 大赢家，利好仍在延续

日本股票的基本面同样较好，又有 QQE 护航。日本的经济周期落后于美国和欧洲，尚处于复苏的初期，但经济基本面也有不错的表现，无论是经济增速还是企业盈利都有向上的良好趋势。日股在 2017Q4 安倍连任的催化剂之下成为全球股市的大赢家，表现异常抢眼，而利好还在延续。例如，安倍政府从 2013 年开始的超级量化宽松政策（QQE）也直接推升了股市的上涨，随着安倍的连任，其货币政策将与之前保持一致性，即延续宽松的货币政策，而这也护航日本股市在之后的上行。

图 32 日本股市基本面同样较好

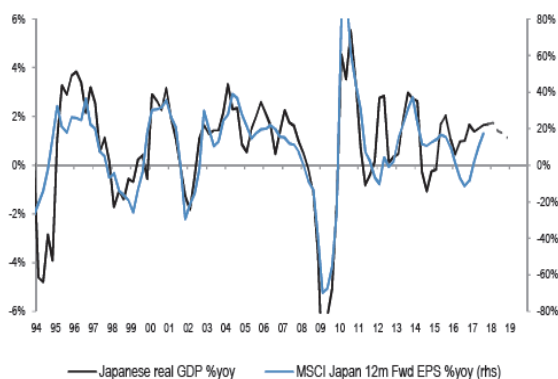
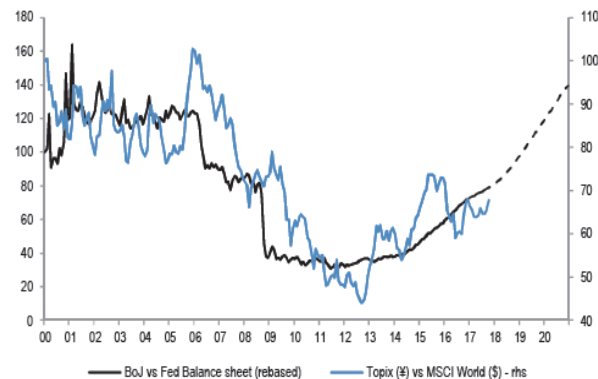


图 33 QQE 护航日本股市



数据来源：J.P.Morgan

日版税改有望出现，公司治理改善显著，但空间仍大。特朗普的税改是否会引发其他国家的竞争性减税？至少在日本有这种可能和动力，从当前日本的实际税率看，如下图所示，其接近 30% 的税负本身就偏高，损害了日本的竞争力，目前媒体已经有一些关于税负降低的讨论，还要看之后的进展。此外，自安倍政府以来，日本公司治理的改善较为明显，但仍然有提升的空间（例如女性董事比例为 10%，而目标是 30%）。

图 34 日版税改有望出现？

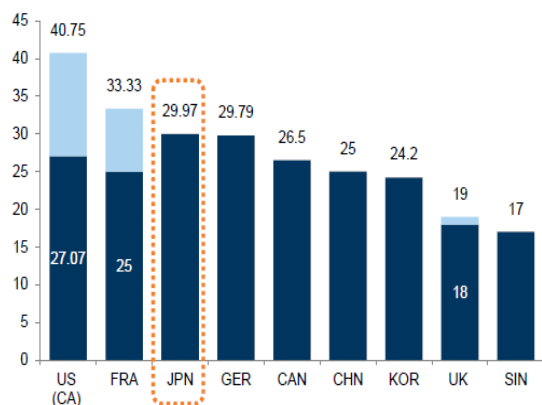
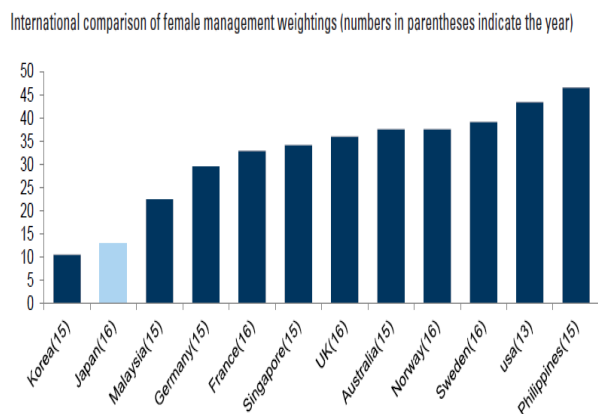


图 35 公司治理仍有改善空间



数据来源：Goldman Sachs

（五）新兴市场股票：整体前景正面，但将出现分化

新兴市场整体前景偏正面，盈利具有继续向上的空间。新兴市场在 2017 年领涨主要股票市场区域，但其基本面仍然强健且具有向上的潜力。例如，根据高盛的研究，比较当前的毛利润率同 2010-2011 阶段的数据情况，不少国家或经济体的毛利润率还低于上一次周期。而贝莱德的研究也表明，相比较发达经济体当前的盈利能力，新兴经济体具有更大的上行空间，2017 年的净资产收益率（ROE）还远低于 2010-2015 年的平均水平。鉴于此，我们认为新兴市场整体而言前景还是偏于正面的，尤其是盈利方面还有提升空间。

图 36 较之前的利润率而言，部分市场存在提升潜力

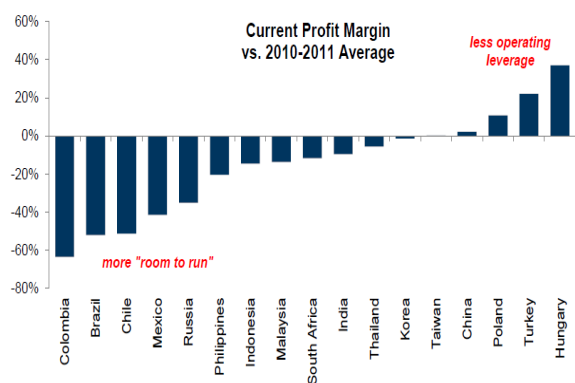
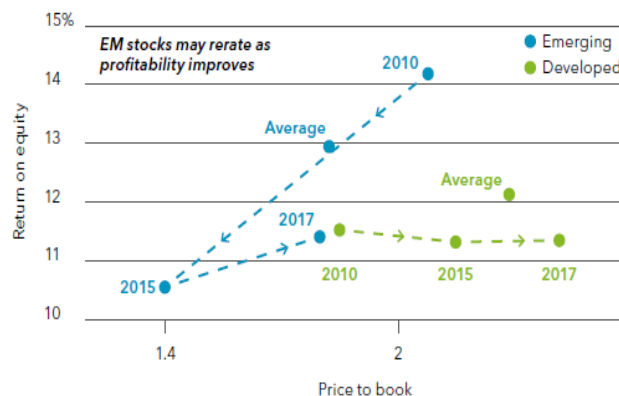


图 37 新兴市场盈利能力提升空间大于发达市场



数据来源：Goldman Sachs，BlackRock

预计分化更加明显，可关注内生动力型、基本面边际改善型和催化剂型新兴市场的机会。尽管新兴市场整体前景偏正面，但也要看到只有近六成的新兴经济体在扩张区间，经济体之间的内部分化也还是存在的，我们目前建议关注三个类型的新兴市场：

首先是内生动力型，例如印度。印度是近年来保持高速增长，且预期未来仍将保持高速增长的经济体，其内生增长的动力来自人口红利，也来自莫迪政府的一系列改革措施，包括对金融体系的改革，也包括对统一税率的改革，而在 2019 年选举前，预计政府还将推行更多的财政计划（如基建）促进经济增长。

其次是基本面边际改善型，例如俄罗斯和巴西。以俄罗斯为例，其经济对石油的依赖度较高，随着原油价格在 2017 年下半年的不断攀升，预计俄罗斯经济将在 2018 年有明显的边际改善，而当前较低的通胀水平也让俄罗斯央行存在一定的降息空间（当前基准利率 7.75%，而通胀同比仅为 2.5%）。巴西的情况类似，大宗商品价格企稳、降息预期以及 2018 年的总统选举都有望边际改善经济。

最后是催化剂型，例如韩国。在因萨德问题造成两国关系恶化之后，韩国同中国之间近期存在双边关系改善的可能，这有可能成为一个催化剂（因两国间贸易可能因此回升），从而提振韩国股市的市场情绪。此外，若朝鲜半岛紧张局势相对缓解，则同样有可能阶段性提升韩国股市的情绪。

三、中国债券资产展望

(一) 宏观经济暂无失速风险

消费发挥“稳定器”作用，出口有望继续正贡献。近年来消费对 GDP 的贡献度一直稳定在 60%以上，2017 年前三季度达到 64.5%。与此同时，城镇居民人均可支配收入增速也从 2016 年下半年开始逐步反弹，前三季度为 8.3%。在居民收入提升和消费升级趋势的带动下，我们预计 2018 年的社会消费品零售总额稳步增长，消费将继续成为经济的“稳定器”。出口改善是 2017 年经济反弹的一大亮点，当前全球经济复苏的“风”仍在吹，我们预计 2018 年出口对经济的正贡献有望延续。

图 38 消费为主要贡献，居民收入增速开始反弹

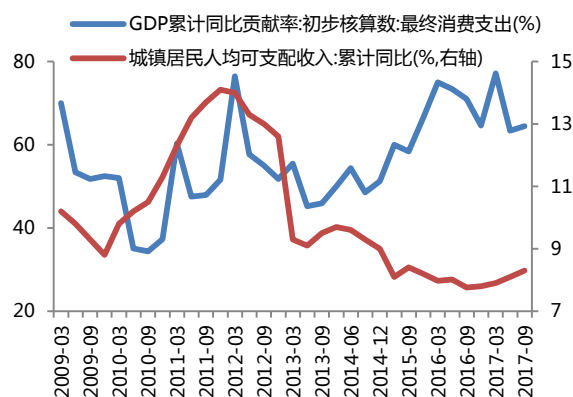
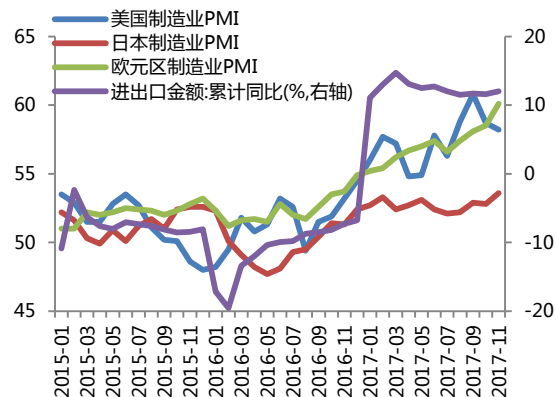


图 39 外部环境向好，出口有望继续正贡献



数据来源：Wind

固定资产投资的下行空间可能有限。虽然我们预计投资增速会缓慢下行，但空间可能有限：房地产销售面积下滑，但低库存下房企拿地和开工的热情仍存、2018 年 580 万套的棚改目标也较此前的市场预期多了 16%，房地产投资的下行幅度可控。作为逆周期托底经济的重要手段，虽面临融资渠道受限等约束，但在财政收入增速提升、政府性基金收入大增以及政府换届的投资冲动影响下，预计基建投资的托底效用依旧。而伴随企业盈利的改善，制造业和民间投资有望从低位反弹。

图 40 库存降至低位，房地产投资下行幅度可控

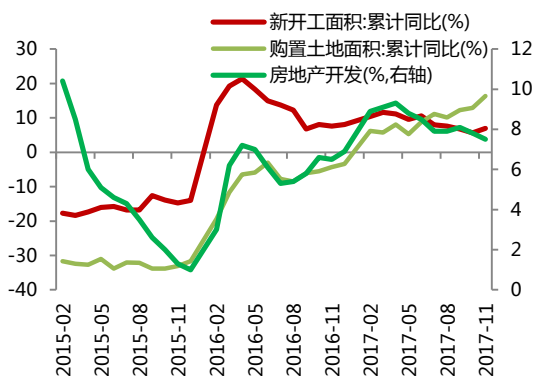
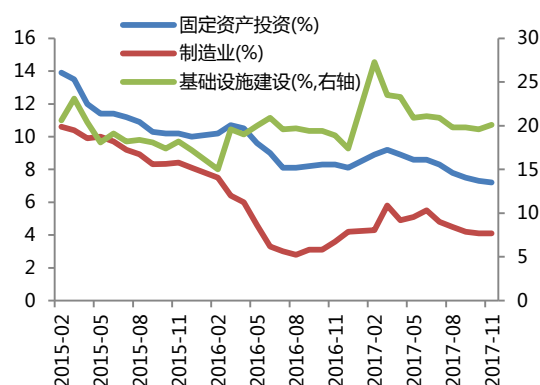


图 41 基建投资托底，制造业投资有望低位反弹



数据来源：Wind

（二）CPI 中枢提升，但通胀压力相对可控

供给侧改革和污染防治继续为 2018 年经济工作的主线，PPI 难明显回落。从 2016 年初开始，在下游需求改善和上游供给侧改革的共同作用下，PPI 先于 CPI 快速上行。11 月 PPI 同比涨幅从 2 月 7.8% 的高点回落至 5.8%，仍处于相对较高的水平。2018 年，供给侧结构性改革继续为经济工作的主线，防治污染攻坚战和环保限产对上游生产资料供给的约束仍在，我们预计 PPI 回落的步伐将放缓。

CPI 中枢提升，但通胀压力相对可控。从 PPI 回升的贡献来看，生产资料和上游行业仍为其主要贡献力量，下游行业及生活资料的涨幅相对较小，PPI 向 CPI 传导的压力不大。CPI 非食品部分的涨幅攀升则主要受公立医院改革带来的医疗保健价格上涨的带动；伴随医改的临近尾声，医疗价格逐步回归常态，11 月医疗保健的同比涨幅也从 9 月 7.58% 的高点小幅回落至 11 月的 6.95%。而当前的油价水平较 2017 年年初高出近 20%，同时叠加 2017 年上半年的低基数，我们预计 2018 年 CPI 的中枢将提升，但其较央行 3% 的目标仍存一定距离，通胀压力相对可控。

图 42 环保压力下，PPI 缓慢回落

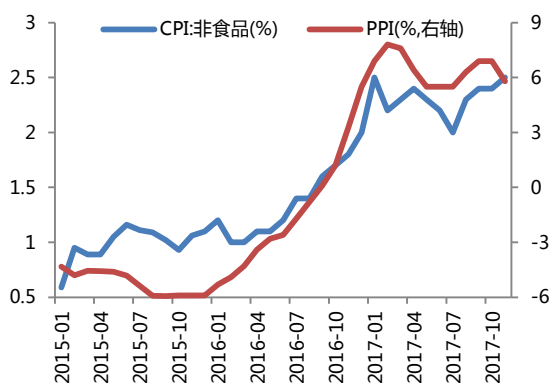
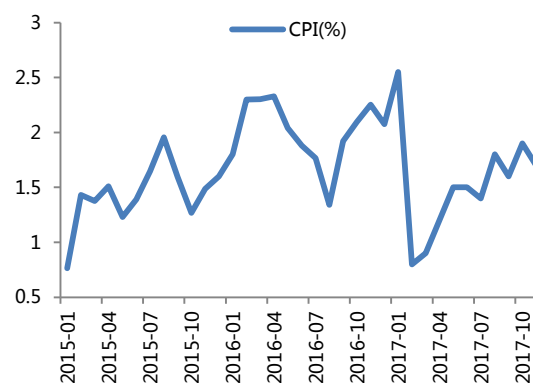


图 43 CPI 中枢将上行，较 3% 尚有距离



数据来源：Wind

（三）经济增速目标淡化，货币政策不紧不松、监管细则陆续出台

经济增速目标淡化，货币政策不紧不松。中央经济工作会议指出，“中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”。“推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求。”其对货币政策的要求则体现为“稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长”。在此形势下，我们预计货币政策将延续不紧不松的基调。

公开市场再次加息，外围环境制约央行货币政策空间。12 月 14 日，在美联储加息之后，央行上调公开市场操作利率 5BP。央行对此解释称，“利率随行就市上行是反映市场供求的结果，同时也是市场对美联储刚刚加息的正常反应。此次央行逆回购、MLF 利率上行幅度小于市场预期，但客观上仍有利于市场主体形成合理的利率预期，避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷，对控制宏观杠杆率也可起到一定的作用。目前货币市场利率显著高于公开市场操作利率，此次公开市场操作利率小幅上行可适度收窄二者之间的利

差，有助于修复市场扭曲，理顺货币政策传导机制。”而美联储点阵图显示其在 2018 年仍将加息 3 次，外围市场货币收紧的大环境也制约了央行的货币政策空间，2018 年央行有可能再次上调货币市场利率。

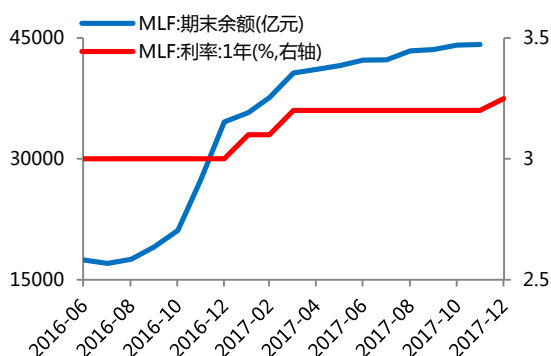
图 44
2017 年中央经济工作会议：打好三大攻坚战

下一年经济总结	我国经济发展进入了新时代，基本特征就是我国经济已由 高速增长阶段转向高质量发展阶段 。（1）坚持以 供给侧结构性改革为主线 ，大力推进改革开放，创新和完善宏观调控，在打好 防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的三大攻坚战 取得扎实进展（2）围绕推动 高质量发展，做好8项重点工作 。
稳中求进总基调	稳中求进工作总基调是治国理政的重要原则 ，要长期坚持。“稳”和“进”是辩证统一的，要作为一个整体来把握。要创新和完善宏观调控，健全经济政策协调机制，保持经济运行在合理区间。
财政政策	积极的财政政策取向不变 ，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出， 切实加强地方政府债务管理
货币政策	稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长
汇率政策	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
工作重点	（1） 围绕推动高质量发展，做好8项重点工作 ：①深化供给侧结构性改革；②激发各类市场主体活力；③实施乡村振兴战略；④实施区域协调发展战略；⑤推动形成全面开放新格局；⑥提高保障和改善民生水平；⑦加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度；⑧加快推进生态文明建设。 （2）今后3年要重点抓好决胜全面建成小康社会的 防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战 。

数据来源：中金公司

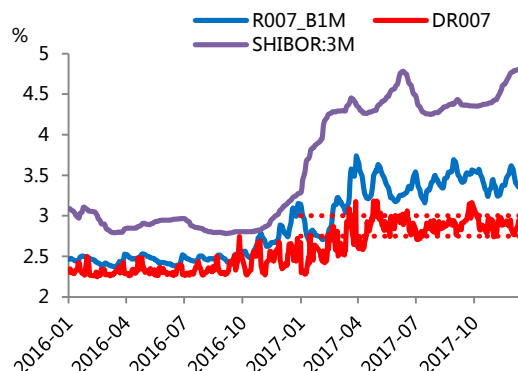
央行货币政策工具箱不断升级，精准把控市场流动性。自 2015 年 10 月最近一次调整基准利率和 2016 年 3 月最近一次普遍降准以来，央行在近两年的时间里没有再动用传统的全面调整存准率和基准利率的政策，取而代之的则是不断升级的组合工具箱，包括公开市场操作、SLF、MLF、PSL、TLF 以及定向降准、临时准备金动用安排等。诚然，上述操作思路与央行稳健中性的货币政策基调有关，但与此同时，工具箱的不断升级和完善也极大地提升了央行对短期流动性管理的精细化把控程度。在外汇占款未见明显恢复、银行超储率持续低位徘徊的环境下，央行的调节工具成为基础货币投放的主要渠道，但是 2017 年前 11 个月 MLF 余额仅增加 0.96 万亿，不足 2016 年同期的一半，1 年期品种的利率水平也上升了 20BP。在不紧不松的货币政策基调和央行的精细化管理之下，我们预计流动性难以明显放松。

图 45
MLF 余额增加放缓，利率提升



数据来源：Wind

图 46
短端资金利率震荡上行，中长端季节性冲高



资管新规征求意见结束，实施细则将陆续面世，关注政策落地的预期差。2016年下半年以来，从宏观审慎政策调控框架的不断完善到“大资管”新规征求意见的出台，金融去杠杆的监管政策成为始终悬在债券市场上方的“达摩克利斯之剑”。作为纲领性文件，“大资管”新规指出了当前资产管理行业普遍存在的，诸如资金池操作存在流动性风险隐患、产品多层嵌套导致风险传递、影子银行面临监管不足、刚性兑付使风险仍停留在金融体系以及部分非金融机构无序开展资管业务等问题，并提出了相应的政策对策，其对整个资管行业的影响将是深远的，有望重塑行业格局。这其中首当其冲的就是银行理财业务，部分银行业机构也对资管新规提出了反馈意见。但不可否认，防风险、强监管仍将是很长一段时间内的主旋律，在监管政策未明显转向的情况下，债券市场预计仍以谨慎为主。伴随资管新规及监管细则的陆续出台，我们将密切关注相关政策在落地时的预期差情况。

图 47
资产管理行业统一发展：问题及对策

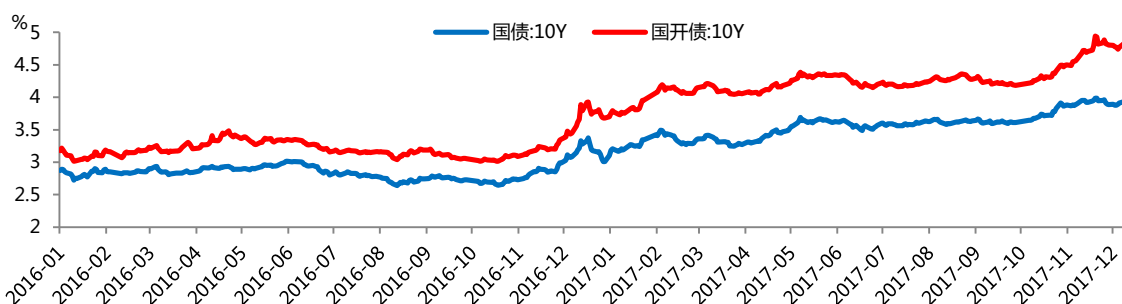


数据来源：中金公司

（四）利率债维持高位震荡，信用利差将走扩，短端配置价值显著

利率债维持高位震荡。整体来看，虽然明年经济基本面存在一定的下行压力，但一方面，消费平稳、出口恢复和投资有底的形势下，经济下行的幅度相对可控；另一方面，中央经济工作会议指出，“我国经济发展进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。”，政府对经济下滑的容忍度在上升。在宏观经济暂无失速风险和经济增速目标淡化的背景之下，受央行不紧不松的货币政策和防风险、严监管的监管政策影响，我们预期债券市场仍上下两难，利率债将维持高位震荡。

图 48
利率债维持高位震荡

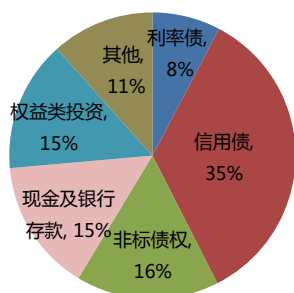


数据来源：Wind

信用利差将走扩。“大资管”新规中关于规范资金池业务、打破刚性兑付、限制投资非标、强化资本和准备金计提要求等的规定均对银行理财业务构成了严重的冲击。伴随金融去杠杆的不断推进，银行理财业务的规模增速已经明显下滑，同比增速从30%以上降至了10%以内，未来则不排除银行理财规模走向缩减。2017年中报显示，信用债为银行理财资金配置的第一大投向，占比高达35%。随着监管细则的逐步落地和银行理财业务的规范，我们预计信用利差，尤其是中低等级、中长期品种信用利差，将继续走扩。

图 49
信用债为理财资金主要投向

2017年中报银行理财资金投资分布



数据来源：Wind

短端配置价值显著。当前短端债券的利率水平已经处于历史的相对高位，2017年底1Y国债、国开债、AAA中票、AA+中票的到期收益率分别达到了3.79%、4.68%、5.22%、5.50%，均在其历史分位的90%以上，而1M、3M的AA+同业存单收益率更是分别上行至5.73%、5.61%的历史最高水平。鉴于当下短端债券极其显著的配置价值，我们建议投资者继续以短端票息策略为主，比如，性价比出色的同业存单等。

图 51
短端债券收益率升至历史90%分位以上

利率债	当前水平	历史分位	信用债	当前水平	历史分位
国债:1Y	3.79	97%	AAA中票1Y	5.22	94%
国债:2Y	3.78	93%	AAA中票2Y	5.24	91%
国债:3Y	3.78	90%	AAA中票3Y	5.29	91%
国债:5Y	3.84	82%	AAA中票5Y	5.42	89%
国债:7Y	3.90	78%	AAA中票7Y	5.44	84%
国债:10Y	3.88	72%			
国开债:1Y	4.68	97%	AA+中票1Y	5.50	92%
国开债:2Y	4.75	96%	AA+中票2Y	5.49	88%
国开债:3Y	4.79	96%	AA+中票3Y	5.54	84%
国开债:5Y	4.81	92%	AA+中票5Y	5.67	80%
国开债:7Y	4.98	94%	AA+中票7Y	5.75	73%
国开债:10Y	4.82	86%			

数据来源：Wind

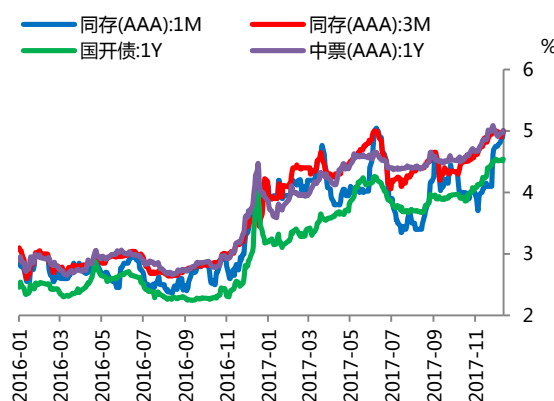
（五）债权类产品收益率仍有望上行

债权类产品收益率仍有望上行。四季度债券利率大幅上行，AA+中票各关键期限的到期收益率平均上行60BP，2017年以来的上行幅度更是达到了123BP。11月1-2年期的贷款类信托产品平均预期收益率

图 50
中长端、中低评级品种信用利差保护相对不足

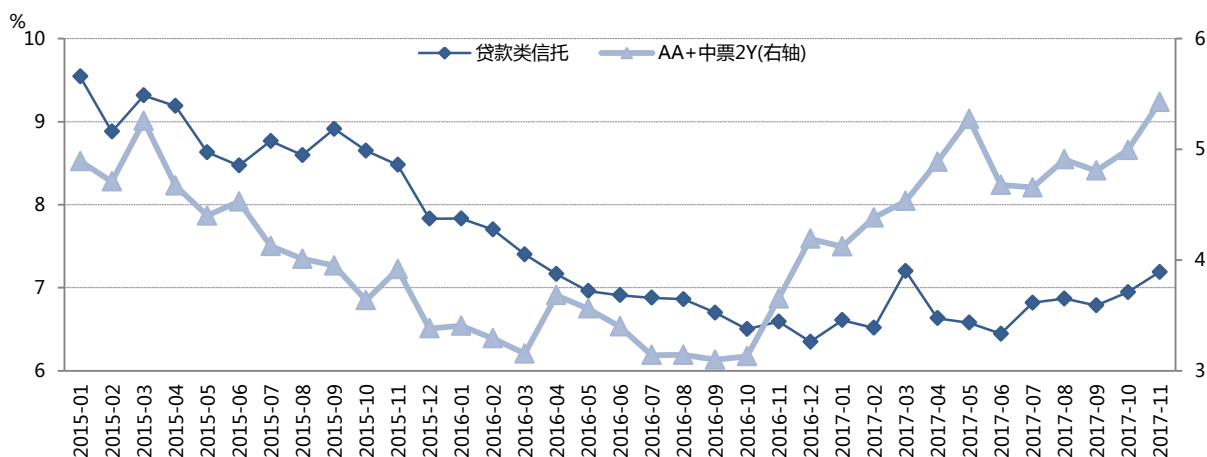
券种	信用利差(BP)			
	当前	历史分位	历史平均	当前-历史
AAA中票1Y	53.66	47%	59.99	-6.33
AAA中票2Y	48.78	40%	57.22	-8.44
AAA中票3Y	50.30	37%	63.37	-13.07
AAA中票5Y	61.10	44%	68.55	-7.45
AAA中票7Y	45.96	25%	75.81	-29.85
AA+中票1Y	81.66	45%	92.75	-11.09
AA+中票2Y	73.78	32%	93.88	-20.10
AA+中票3Y	75.30	23%	102.33	-27.03
AA+中票5Y	86.10	21%	113.62	-27.52
AA+中票7Y	76.96	16%	115.24	-38.28

图 52
短债、同存到期收益率5%左右



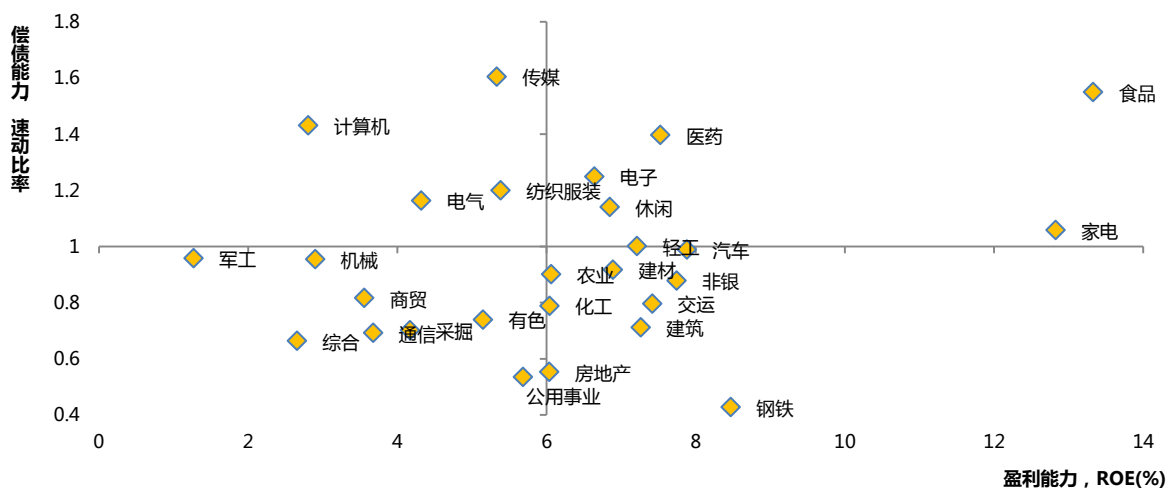
为 7.19%，较 9 月底上行约 40BP，年内上行幅度约 84BP，较二级市场的上行幅度仍存在一定差距。在债券市场利率水平持续高位的环境下，我们预期债权类产品的收益率仍有望上行。从行业角度来看，综合 2017 年三季报企业的盈利能力、偿债能力等指标来看，我们认为食品饮料、家电、医药等行业的龙头企业信用资质相对较优。

图 53
信托产品收益率回升



数据来源：Wind

图 54
食品、家电、医药等行业的龙头企业信用资质相对较优



数据来源：Wind

四、全球债券资产展望

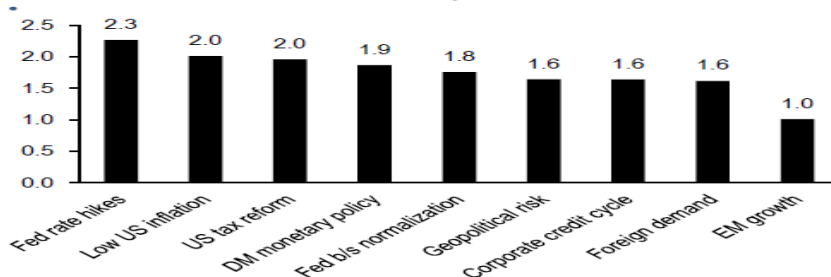
(一) 全球债券：联储加息、通胀及税改为主要影响因素

2018 年驱动债券市场的主要因素为三个方面：联储加息、通货膨胀及税改。债券投资者如何看待 2018 年美国债市的主要影响因素？摩根大通的调研问卷揭示了答案——联储加息、通货膨胀以及税改，其他的因素则包括发达国家的货币政策、联储缩表、地缘政治风险、信用债的信贷周期、海外投资者需求以及新兴市场的增长等。我们对此也深有同感，三大因素的变化将是驱动 2018 年债市的主要力量。

图 55

摩根大通债券市场投资者调研报告显示：联储加息、通胀及税改是 2018 年主要的影响因素

Weighted* response to question "How important of a driver of US fixed income markets do you think each of the following factors will be in 2018?" in our US Fixed Income Markets 2018 Outlook Survey



* Ranked by weighted average response where "Not important"=0, "Somewhat important"=1, "Very important"=2 and "Extremely Important"=3. See Appendix at the end

数据来源：J.P.Morgan

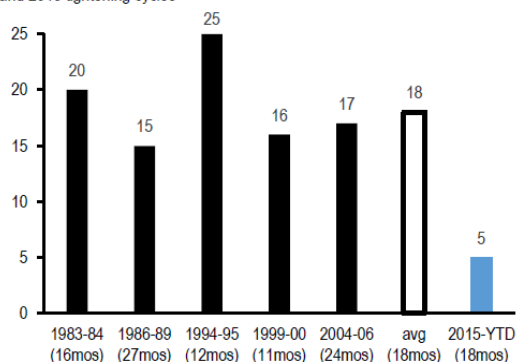
(二) 美国国债：三次加息，但一季度是数据观察期

本轮加息周期相当地“非典型”，不仅速度慢，且经济环境背景较以往也不同。审视本轮的加息周期，从 2015 年 12 月以来已经有 5 次加息，但相比历史而言，本轮加息路径已经相当地缓慢而温和，如下图所示，到目前为止加息周期的月均加息幅度仅 5BP，远低于过去几轮加息周期 18BP 的均值，可以说相当地“非典型”。原因在哪里？或许是当前的经济环境要弱于以往，比较上两次加息周期的第 5 次加息时点，本次周期的扩张周期更长，但经济增速更低、企业盈利增长更弱、投资级公司杠杆率却更高。

图 56

本轮加息路径慢且柔和

Average basis points per month of Fed hikes for 1983, 1986, 1994, 1999, 2004 and 2015 tightening cycles

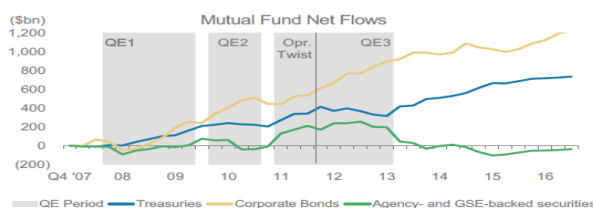


数据来源：J.P.Morgan, Morgan Stanley

图 57

较以往加息周期经济环境有显著不同

Metric	Rate Hike Cycle		
	1994	2004	Current
Fifth Hike	Aug-94	Dec-04	Dec-17
Years Since Last Recession	3.4	3.0	8.5
Avg GDP Growth (Past 4 Quarters)	4.35%	3.13%	2.28%
LTM S&P 500 EPS Growth	18.78%	19.19%	8.66%
IG Leverage	1.70x	1.85x	2.44x



鹰派联储，三次加息预期，国债收益率曲线将进一步平坦化，但一季度是数据观察期。我们预计 2018 年将会有三次加息，核心逻辑恰恰来自前文所述的债市三大影响因素（联储加息、通货膨胀以及税改）：通胀角度，因为就业市场的持续紧俏终将拉动工资以及通胀的上行，较之前更高的油价也将在成本端推动通胀，对于 2018 年的通胀前景而言要比之前乐观；从税改角度，税改将在短期提高经济增速约 0.3%，经济将向着扩张阶段的后期加速前进，因此有必要在下次经济衰退之前将利率上升到相对正常化的幅度上，否则将缺少必要的货币政策手段对抗下次衰退周期；此外，在耶伦卸任之后，鲍威尔领衔的美联储委员会相较之前整体将更加偏鹰派一些。我们预计国债收益率进一步平坦化的趋势将难以避免，但联储的加息还需要观察一些核心数据，特别是工资数据的支持，预计一季度利率上行的风险较低。

（三）美国企业债：投资级债前景稍好于高收益债

当前无论投资级债还是高收益债，利差水平都处于历史低位。从利差的角度来看，从下两图可以发现，当前的利差都已经处于近二十年的低位，无论是投资级债还是高收益债都已经接近于 2006 年底以及 1996 年底的低位水平，预计在 2018 年利差进一步收窄的空间已经被压缩，2018 年将很难从利差角度来获取信用债的收益。此外，摩根士丹利的研究表明，若将扩张周期分为三个阶段，则历史上在扩张周期的前两个阶段信用债利差都在收窄，而在第三阶段，投资级债利差平均扩张 39BP，而高收益债利差平均扩张 87BP。换言之，经济越临近扩张周期的后端，则信用债利差扩张的压力就将越大。

图 58 投资级债当前利差水平处于历史低位

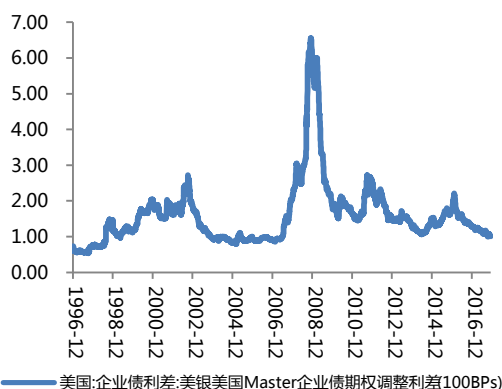
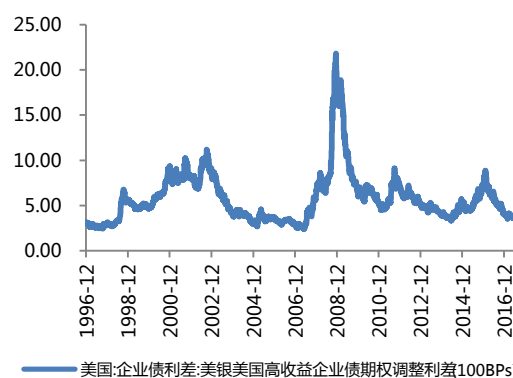


图 59而高收益债也同样如此

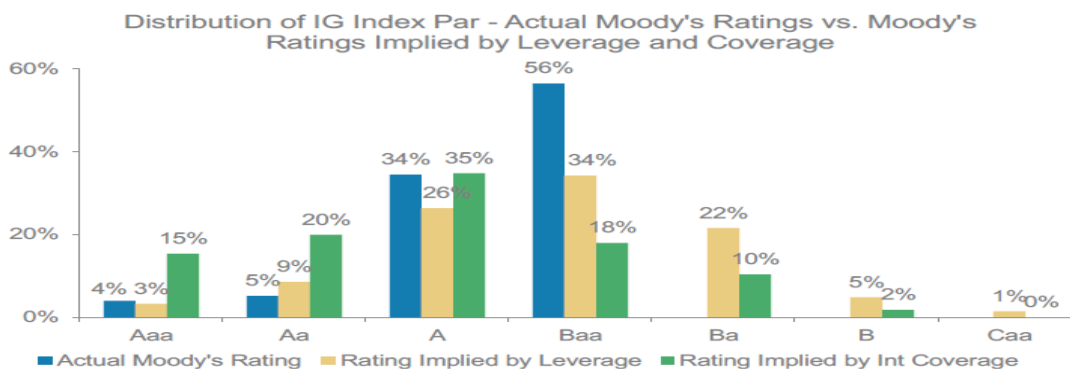


数据来源：Wind

投资级债将面临一定的降级风险，但需求面有支撑，税改提振公司偿债能力。投资级债在 2017 年表现不俗，这主要受到了需求端的支撑，鉴于经济的回升，高评级企业的公司质量都有不同程度的提升，因此投资级债主体的偿债能力较好，所以受到了投资者的青睐，预计这种情况在 2018 年还将延续，构成投资级债的支撑。此外，税改将公司税率从 35% 降低至 21%，而根据高盛的研究，当前有约 63% 的投资级债公司税率高于 21%，也就是说约六成的投资级债公司将受益于公司税降低。当前投资级债的风险在于，随着经济走向扩张的后周期，评级降级的风险在升高。如下图，当前投资级债指数中有 56% 的债评级在 Baa（穆迪），但若以单一财务指标重新评估（例如杠杆率），则将有 28% 的投资级企业债面临降级的风险。

图 60

摩根士丹利研究发现，若按照单一财务指标衡量，穆迪评级中的部分 Baa 债券实际评级将更低



数据来源：Morgan Stanley

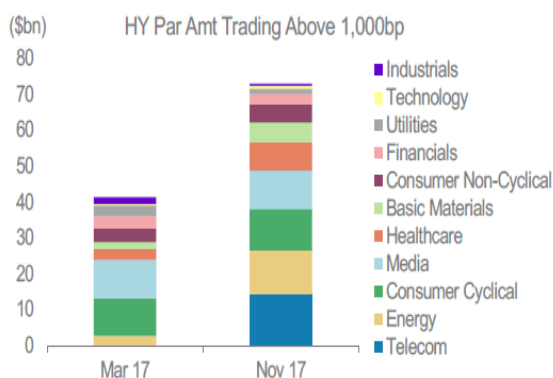
高收益债烦恼略多——估值压力、违约率预期逆转、税改。相比投资级债，高收益债的烦恼要更多，除了之前提到的利差扩张的压力之外，高收益债在 2016 年和 2017 年大涨之后，估值层面也面临相当的压力，如图 61 所示，在 2017 年 5 月交易价格超过 1000BP 的高收益债板块还主要集中在医疗保健和原材料上，而到了 11 月，不仅仅规模扩大了一倍，所涉及的行业也明显更广（几乎囊括了所有的行业），可以说，估值的压力已经遍布高收益债的主要行业板块。

其次，尽管 2018 年违约率预计将继续下降，但投资者往往是前瞻性的，只要违约率下降的预期逆转，投资者会提前行动，从而对板块造成压力。换言之，若投资者在 2018 年预计 2019 年违约率将重新上升，则会出现提前抛售的现象。摩根士丹利的研究证明了这一点，从图 62 看到，若投资者预计之后 1 年的违约率上升超过 1%，则高收益债当年的利差就将会出现扩张，而非收窄。

最后，税改对其影响好坏参半，目前仅有 25% 的高收益债公司税率高于 21%，但享受利息费用抵扣优惠且幅度超过 EBIT30% 的企业却有 64%，而在新的税收法案之下，利息费用抵扣的优惠上限将逐渐降低（至 2021 年为 EBITDA 的 30%，之后为 EBIT 的 30%）。

图 61

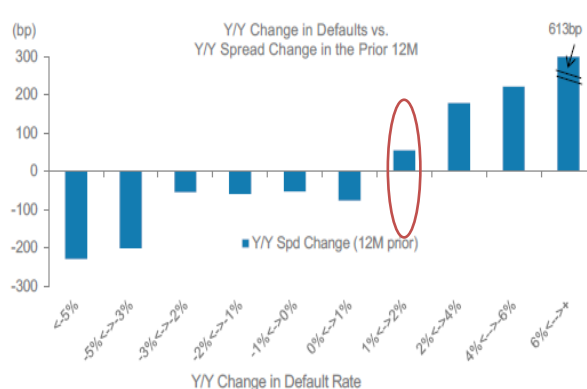
高收益债估值压力覆盖更多行业



数据来源：Morgan Stanley

图 62

违约率下降的预期若逆转，则面临利差升高风险

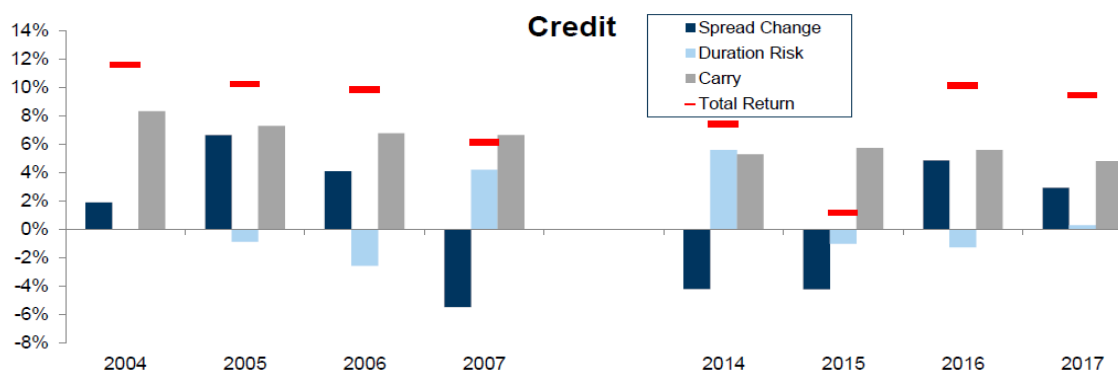


（四）新兴市场债：采取“高票息+低久期”策略

新兴市场债估值较信用债有优势，而票息收益仍将为其提供正贡献。从相对估值的角度而言，新兴市场债要比信用债便宜，在这方面存在优势，且 2017 年以来该板块一直有强劲现金流入的支持。从收益分解的角度，如下图所示，新兴市场债在 2017 年收益来源包括利差收窄和票息两方面，而后的占比还要更高一些（票息贡献收益约 5%，利差贡献收益约 3%）；展望 2018 年，预计该板块的主要收益来源同样将是票息收益，而利差收益相对较薄，整体预期收益将回落至 5%-7% 之间。

图 63

新兴市场债已经连续两年录得较高收益，而预计 2018 年票息部分的贡献仍将非常突出



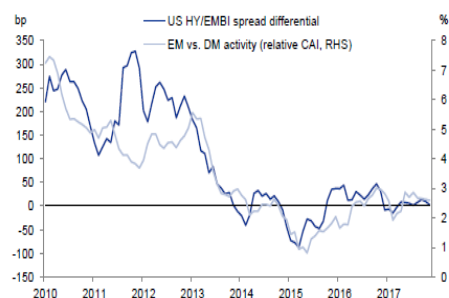
数据来源：Goldman Sachs

新兴市场国家基本面普遍较好，在美元不大幅走强的基础上，无论本币债或者美元债都具有吸引力，建议采取“高票息+低久期”配置策略。只要美元对新兴市场货币不大幅走强，我们预计这也是 2018 年的主要情形，新兴市场无论本币债或者美元债都将具有吸引力，高风险偏好的投资者可以适度参与本币债的行情。鉴于三次美联储加息的预期，对于该板块，建议采取“高票息+低久期”的策略，如图 65 所示，横轴标示的是各新兴市场债对美国利率的贝塔，纵轴则是其收益率，红色圈出的区域就是符合我们所说的“高票息+低久期”的新兴市场债国家，其中包括俄罗斯、巴西、印度、哥伦比亚、秘鲁及中国。

图 64

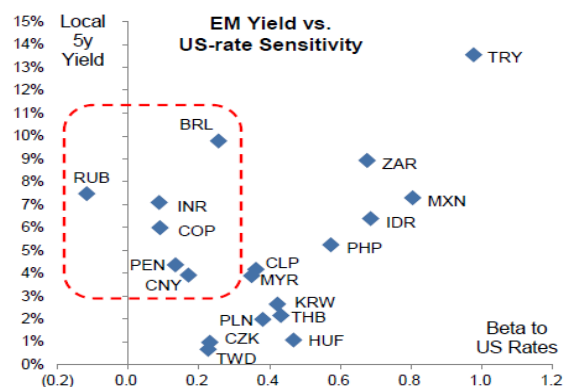
EM 债相对估值优于高收益债

In our view, the relative valuations of EM credit relative to the US HY market does not fully reflect the younger and friendlier credit cycle in most emerging economies. We recommend expressing this view by going long the EMBI Global Index vs the iBoxx HY Index, with a 1.5x1 notional ratio.



数据来源：Goldman Sachs

图 65



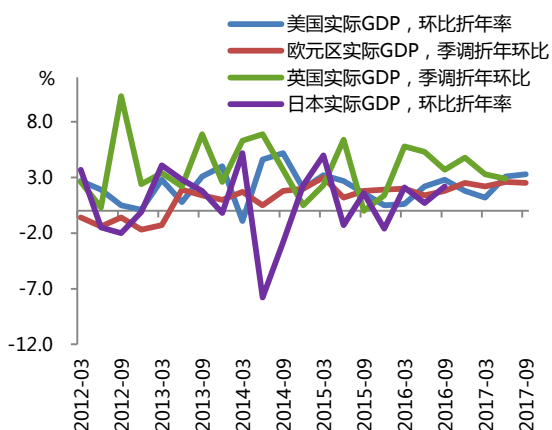
五、外汇资产展望

(一) 全球经济同步稳定增长，未来一年料将延续现状

四季度全球经济同步稳定增长，利率偏低、无通胀压力、货币宽松，经济发展环境温和。发达经济体 GDP 稳步增长，经济增速频频超出市场预期，除日本外，各国的花旗经济惊喜指数都处于上升通道中，显示经济超预期增长势头良好，与 GDP 增速相互映衬。各国制造业 PMI 连创新高、美欧消费者信心指数强劲，经济景气状况良好。另外，各国失业率稳步下行，劳动力就业市场持续收紧，但由于通胀数据的疲弱，各国基准利率长期仍处于低位，货币环境相对宽松，为全球经济增长提供了良好的背景。若无货币政策及财政政策的重大变革，预计未来一年全球经济发展将延续 2017 年的状况。

图 66

GDP 稳步增长，经济增速得以保障



数据来源：Wind

图 67

除日本外，经济惊喜指数稳步上行

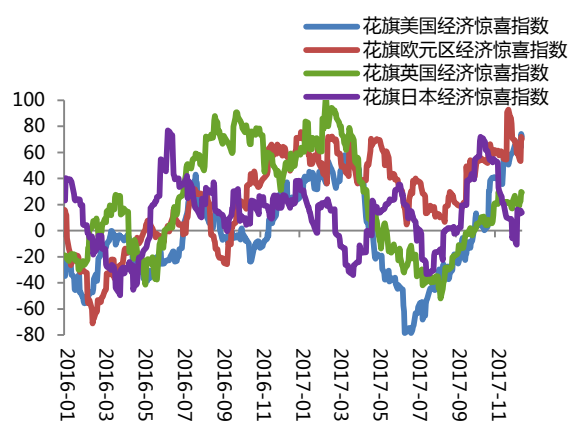
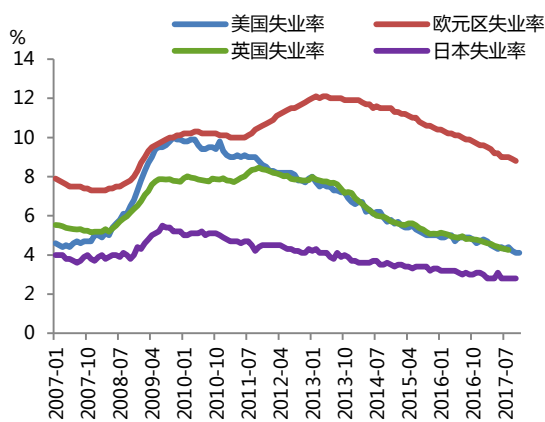


图 68

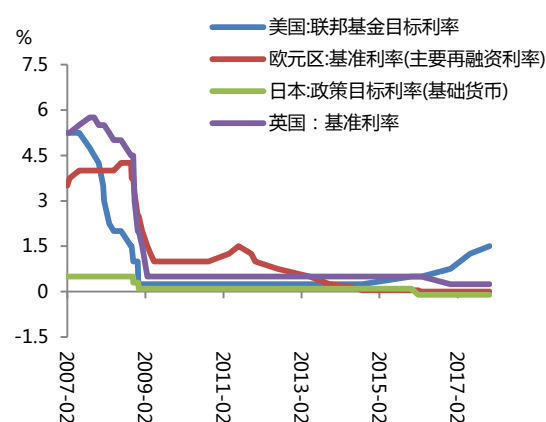
失业率稳步下行



数据来源：Wind

图 69

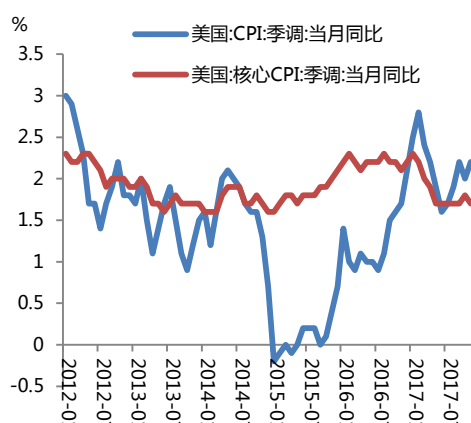
各国基准利率保持低位



（二）美国基本面坚挺，但收益率曲线变平拖累美元，一季度美元中性偏多

税收及加息的利好短期支撑美元的上行，但长短期国债利差的收敛制约了上行幅度。随着美国总统特朗普对税改议案的正式签署，税改法案最终生效并成为法律。税改“靴子落地”从对美国经济利好的情绪层面上支撑美元；最新一次联邦公开市场会议重申了未来美联储的加息路径，未来两年各有三次加息，强劲的经济数据也令市场在本次会议后提升了对未来加息的预期。另外，市场投机看多美元头寸跌至近 5 年低位，显示美元超卖有回调需求。但美联储加息之路却一直面临着核心通胀不及目标的问题，耶伦在 12 月会议重申，通胀前景仍高度不确定，“我们承认在很长一段时间以来都存在(通胀)不足的情况...(它是)政策面临的风险之一”。由于未来通胀的不确定性导致美国长期国债利率上行幅度有限，但同时加息又带来短期国债利率快速上行，收益率曲线愈发平坦，10 年期与 2 年期国债利差从年初 130 个基点收敛至目前 60 个基点左右，长短期国债利差的收敛限制了美元的上涨幅度。综上所述，基本面维持喜人的态势，税改及加息短期利好美元，但长短期国债利差的收敛制约了美元，预计一季度美元中性偏多。

图 70
核心通胀依旧偏低，不及美联储目标



数据来源：Wind, Bloomberg

图 71
未来 2 年内 FED 加息预期未变

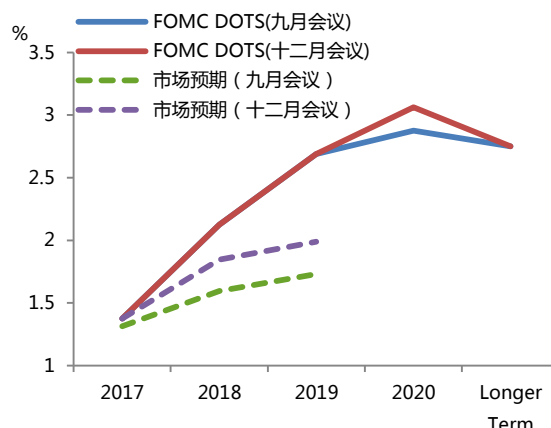
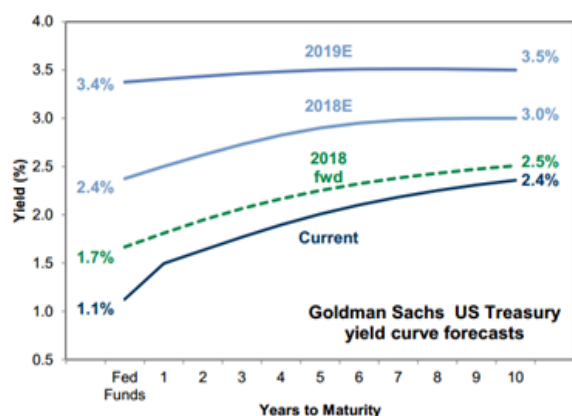
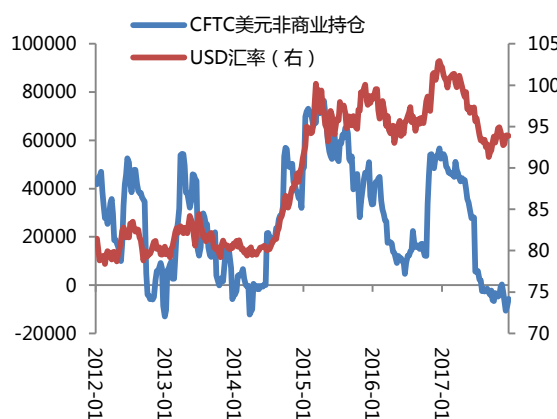


图 72
长短期利差收敛，收益率曲线变平坦



数据来源：Goldman Sachs, Thomson Reuters

图 73
投机看多头寸跌至近 5 年低位，显示美元超卖



（三）一季度欧元中性，英镑中性偏空，日元中性偏空

欧洲经济基本面强劲，欧洲央行一再上调 GDP 增长预期，失业率下行，但同样面临通胀疲弱的问题，虽然欧洲央行按计划减少资产购买计划，但预计短期内不会有新的举措。资金面上，投机看多欧元头寸创出 5 年来新高，并且持续买入欧元。看多欧元资产的趋势未变，资金仍在持续流入欧洲。各国央行的储备资金低配欧元资产也引起了广泛的关注，这部分潜在资金流入巨大。欧美短期国债实际利差与欧元走势年初以来呈现背离趋势，虽然资金的流入支撑了欧元 2017 年度的上涨，但随着利差逐渐走阔，欧元也相应面临回调的压力。另外值得注意的是，2018 年 3 月份意大利将进行新一届政府选举，这可能增大欧元的波动性。综上所述，**基本面持稳，资金持续看多欧元，但美欧利差持续走扩对欧元形成压力，未来一季度预计欧元偏中性。**

图 74

投机看多欧元头寸达到 5 年新高

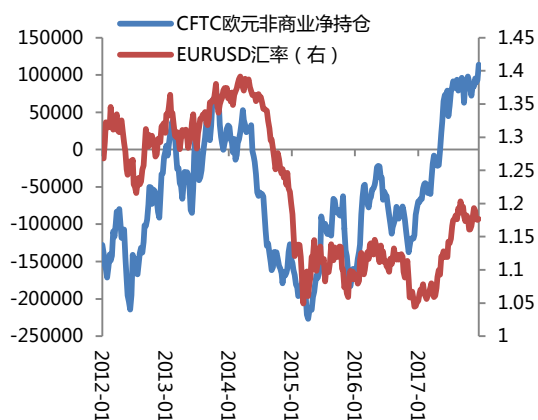
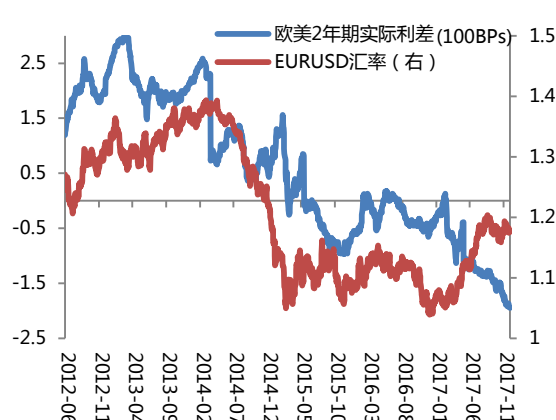


图 75

利差与汇率继续背离，欧元或承压



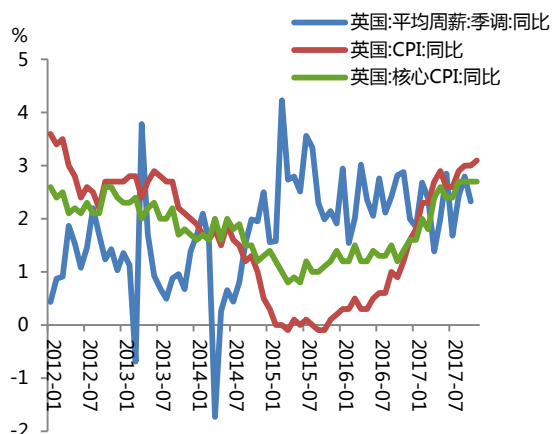
数据来源：Thomson Reuters, Bloomberg

英国经济增长受到“脱欧”影响明显落后于其他发达经济体，但是却因下跌的英镑带来的输入性通胀上升，预支了消费者支出，导致今年英国经济增长缓慢，英国央行不得不在四季度进行加息来应对高通胀，同时表示未来进一步加息仅会是“渐进的”，鸽派的态度拖累了英镑。另外，“脱欧”引发的资金外流压力增大，同样打压了英镑。“脱欧”第一阶段的谈判终于在最后关头形成共识，英国与欧盟在分手费、公民权利及北爱尔兰边界三大问题上达成一致意见，暂时缓解了市场的不安情绪。综上所述，**经济落后于其他发达经济体且资金外流呈现放大趋势，短期预计英镑中性偏空。**

虽然经济复苏良好，但通胀长期低于 2% 的央行目标，低通胀一直困扰着日本。由于技术创新、全球化趋势和社会变革等因素导致企业劳动力收入在公司收入中所占份额稳步下降，预计日本薪资增长还将进一步放缓，通胀未来一段时间内仍将处于低位。为了刺激通胀上行，日本央行将继续实行收益率曲线控制政策。在此背景下，日本 10 年期国债利率基本维持在零附近，美国长期国债利率决定美日利差走向，成为推动日元走势最重要的因素。**在美元加息周期背景下，美日利差预计将继续扩大，但由于美国长期国债利率并未如预期上行，因此利差扩大幅度预计有限，未来一季度日元中性偏空。**

图 76

英国通胀虽高，但薪资增长乏力



数据来源：Wind, Bloomberg

图 77

利差处于 5 年低位，英镑存在回调压力

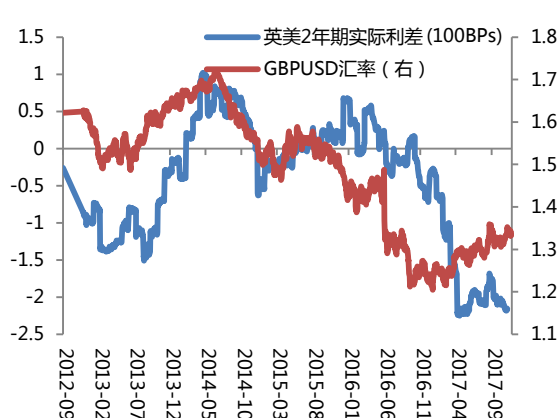
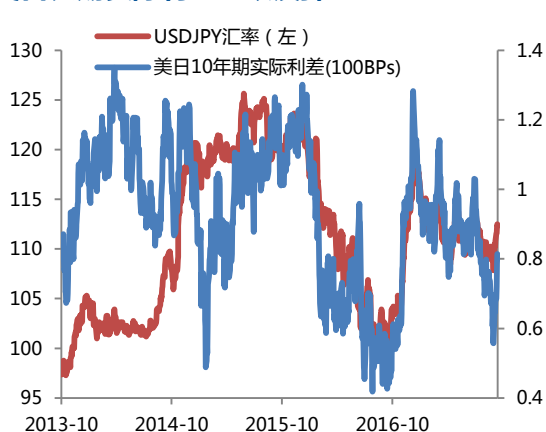


图 78

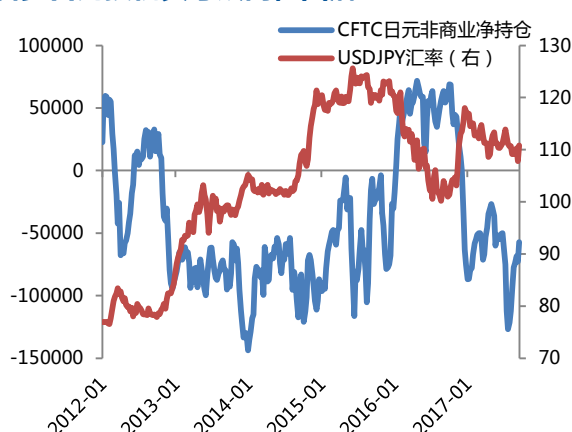
美日长期实际利差止跌反弹



数据来源：Bloomberg, Thomson Reuters

图 79

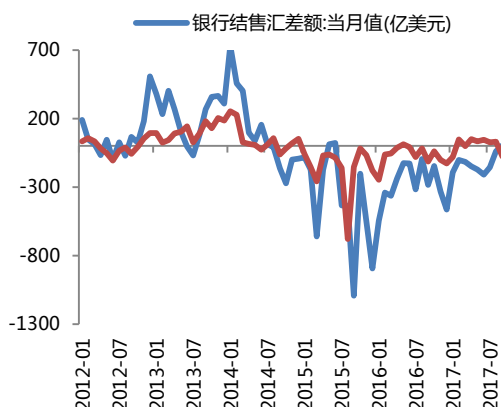
看多日元投机头寸从高位回落



（四）人民币贬值预期荡然无存，外汇市场供求趋于均衡，一季度人民币中性偏多

2017 年国内经济面稳定向好，经济增速依旧保持高位，通胀稳步回升，人民币也相应得到有力的升值。目前人民币贬值预期荡然无存，跨境资金流动及结售汇资金日趋均衡。境内涉外收付款逆差已经恢复至“811”前正常水平，外汇市场延续了 2017 年以来供求平衡的格局；同时银行结售汇逆差大幅收敛，企业主动结汇意愿回升，结汇率连续 3 个月高于售汇率。虽然远期售汇出现小幅反弹，但主要是受到央行取消远期售汇风险准备金的提振，购汇需求短期涌出的结果。另外，我国外债余额也持续回升，说明企业预期未来人民币将升值，外债到期时可以相对较少人民币进行还款，节约成本。人民币与美元走势继续保持着高度相关性，未来美元走势仍将是影响人民币最主要的因素。美中 2 年期实际利差暂停扩大步伐，缓解人民币回调压力，预计一季度人民币将中性偏多。

图 80
售汇逆差大幅缩减，代客远期净结汇微跌



数据来源：Wind，Bloomberg

图 81
结汇率连续 3 月高于售汇率

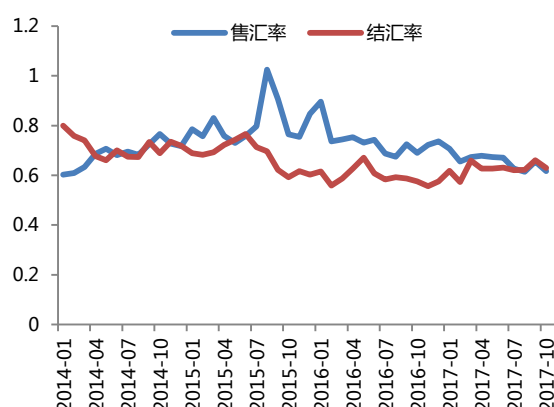
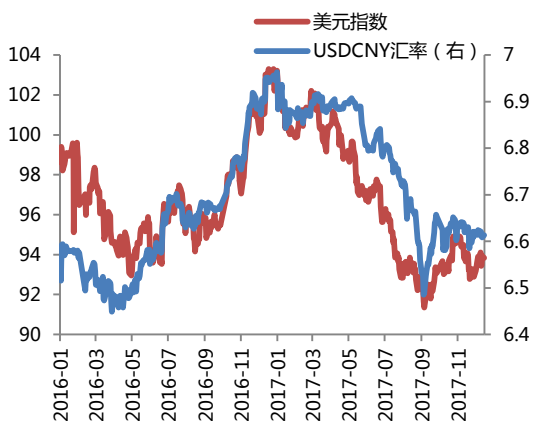


图 82
人民币与美元保持高度相关性



数据来源：Thomson Reuters，Bloomberg

图 83
美中短期国债利差暂缓扩大趋势



六、大宗商品资产展望

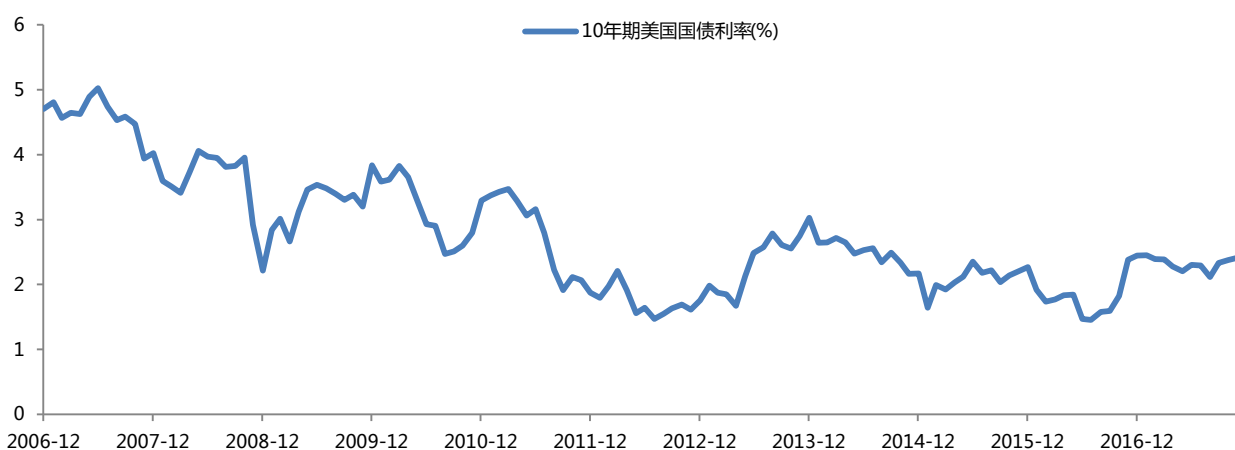
（一）一季度金价将以震荡下行为主

伴随美元指数和实际利率小幅上行，2017 年四季度伦敦金价格由 1280 美元/盎司附近下跌至 1260 美元/盎司附近，但之后两者都有逆转，而伦敦金价在年底也回升到 1300 美元/盎司以上。

2018 年一季度金价将以震荡下行为主。较好的经济增长和美联储持续加息是黄金价格上行的两大阻力。当前全球经济的增长仍在持续，美国、欧洲、日本失业率持续下行，预计美联储还将继续加息，欧央行的表态越来越鹰派，各大经济体都正在采取或考虑采取措施扭转金融危机以来的量化宽松政策。随着利率由低位回升，持有黄金的资金成本在上升，不利于金价的中长期走势。2017 年四季度以来，朝鲜局势有所缓和，但 2018 年的走向还面临较大的不确定性，需要持续关注朝鲜、中东等地缘政治局势的变化。

图 84

美国国债利率由低位上行



数据来源：Bloomberg

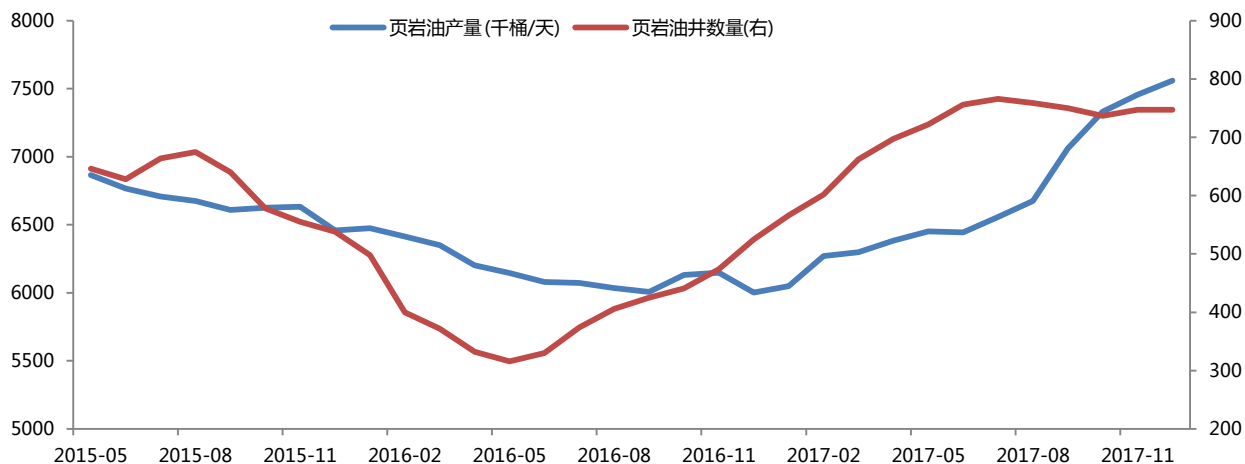
（二）一季度的油价有望继续小幅上行

2017 年四季度 WTI 原油价格处于震荡上行中，从 52 美元/桶附近上行至 60 美元/桶以上，OPEC 和俄罗斯延长减产协议，原油库存持续回落。

当前供给变化是影响原油价格的主要因素。其中减产协议是政策因素，不确定性较大，是中短期因素；页岩油产量是技术因素，具有较大的确定性，是中长期因素。EIA 库存较高位减少了约 20%，当前 OPEC 减产力度仍强于页岩油增产力度，预计 2018 一季度 EIA 库存还将继续下行，油价有望继续小幅上行。页岩油的技术在不断完善，原油供给成本持续下移，2017 年三季度以来油井数量基本持平，但受原油价格上升的影响，页岩油产量大幅增加，同时当前的油价已经达到大部分 OPEC 成员国财政平衡所需的价格，2018 年采取更大数量减产的可能性不大，未来原油价格大幅上行的阻力较大。

图 85

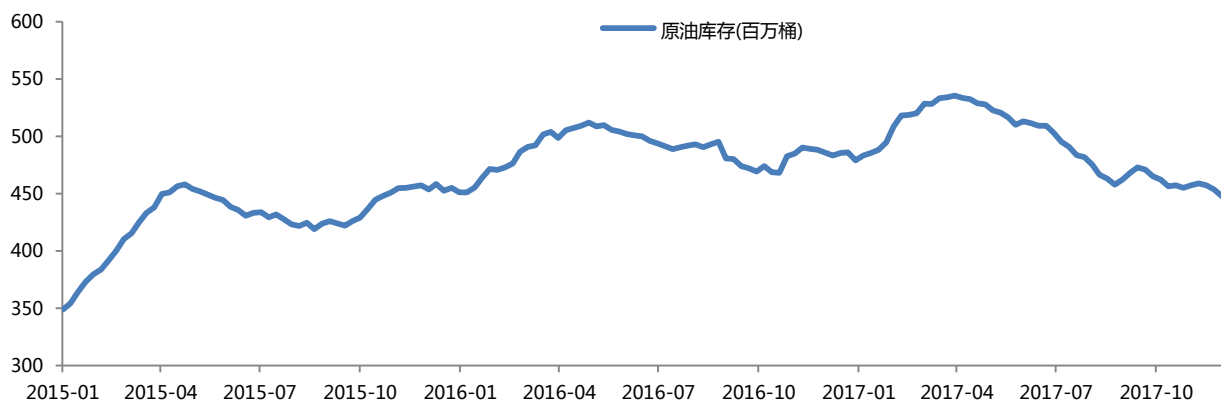
油井数量基本持平，页岩油产量大幅增加



数据来源：Bloomberg

图 86

原油库存由高位回落



数据来源：Bloomberg

七、中国地产资产展望

（一）销量年末翘尾，不改全年增速的大幅回落，各能级城市间表现分化

销售增速年末翘尾，2017 年全年累计增速较去年已大幅回落。2017 年传统的销售旺季“金九银十”成色不足。正如我们在四季度报告中指出，销售增速会在 11 月有所反弹。这种翘尾现象依然将在临近年末保持，主要原因来自两方面：一是部分一线及热点二线城市在十月重要会议后集中批复销售备案，同时打击违规捂盘行为，二是部分房企博弈政策在重要政治会议后转向的希望落空，年末资金紧张或冲业绩，都导致开盘节奏加快，推盘量增加。我们预计 2017 年全年全国商品住宅销售面积增速约为 5-6%，较 2016 年的 22.4%以及 2017 年上半年的 13.5%大幅回落。

回顾 2017 年全年，市场分化严重，一线城市和热点二线城市当仁不让成为市场调控的重点目标，因此销售面积在政策组合拳的压力下几近腰斩；而三四线城市的“超预期”表现成为全国住宅销售面积能够保持同比增长的主要支撑。年初市场对房地产销售的悲观展望主要源于对三四线的误判：绝大多数三四线城市因库存压力，政策环境依然相对宽松，市场热点在一二线熄火后自然逐渐外溢聚向三四线城市。过去一年新建商品住宅如火如荼的销售业绩，除了得益于购买力溢出，同样也包括“因城施策”下高库存城市停止土地供应以及棚户区改造货币化等因素的共同作用。一线城市商品房销售面积的占比从 2016 年底的 5% 以上逐渐降至 2017 年 11 月的 2%，规模减半，32 个二线城市商品房成交面积比重则从 36%降至 31%，其余 600 余个三四线城市成交面积比重则从 59%上升至 67%的历史高位。

图 87
销售面积同比增速 (3m-MA)

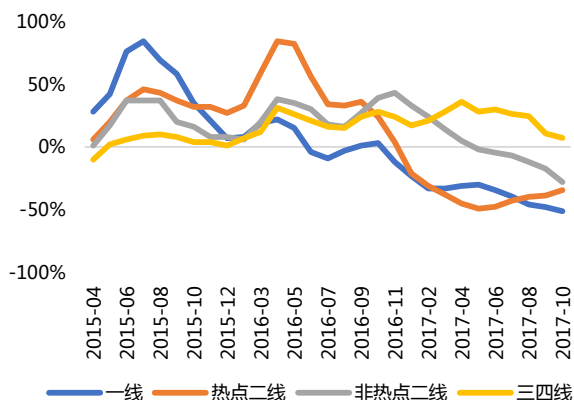
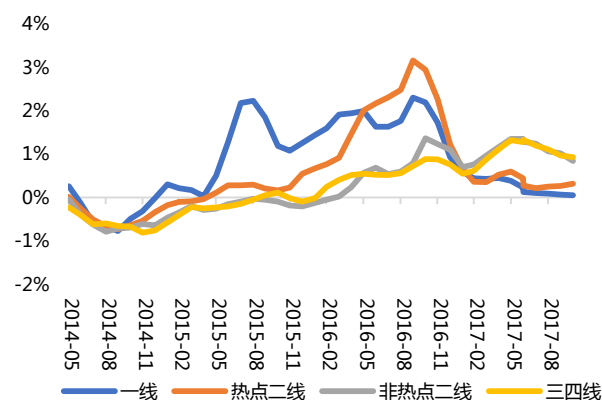


图 88
销售价格环比增速 (3m-MA)



数据来源：CREIS，国家统计局，嘉实财富

一线成交低迷，新建住宅价格出现松动迹象。2017 年 1-11 月一线城市新建商品住宅销售面积合计 2306 万平方米，较 2016 年同期下跌 46%。除了归因于一线城市遭遇“史上最严”的需求端调控之外，还由于新建商品住宅供应端受土地供给有限，备案价格被限导致开发商惜售等原因，整体供应量较 2016 年同期下跌 35%。其中北京和上海供应降幅最为明显，对比去年同期跌幅均超过五成，深圳跌幅也达到 24%，跌幅最小的广州也下跌了 18%。深圳供应下跌幅度较销量跌幅相对温和，这也造成深圳去化周期在调控收紧后攀升幅度最大，供过于求（去化周期超过 15 个月）的状态已持续了近 18 个月。去化周期拉长进而压抑价格，深圳也是四个一线城市中首先在销售价格环比、同比均出现下跌的城市。北京紧随其后，新建住宅价

格环比增速从三季度末开始连续进入负区间。而广州在这次上升周期中较迟启动，总体上涨幅度亦较京沪深逊色，但受调控影响去化周期已经从 2017 年一季度低点不到 5 个月升至 11 月的超过 10 个月水平。

热点二线冷却，非热点二线转暖。二线城市新建商品住宅价格涨幅也存在较大差异，其中重庆、杭州、西安、宁波涨幅较可观，分别达到 19.6%、18.4%、17.4%和 16.7%，调控政策出台后，这部分城市的房价也并未有显著的回调，仍在持续上涨。截至 2017 年 11 月，二线城市整体库存对比上年年末下降 11%，其中重庆的库存下降最为急剧，跌幅高达 55%，去化周期仅 2.5 个月，市场进入供不应求的局面；其次为杭州，库存量仅达 2016 年年底库存的一半，这也印证了为何这两个城市售价涨幅位列前茅。而 2016 年市场热度较高的合肥、郑州等城市库存量大幅上升，成交量骤减。目前来看，除了受限价政策影响，使备案价格与周边二手房价格倒挂的楼盘外，这些城市不少近期开盘项目去化率受到显著影响，也从侧面反映购房需求逐渐乏力。我们重申需要留意的因去化周期高企可能领跌的几个热点二线城市中，合肥如期在售价上率先出现松动。而天津和济南去化周期在 2017 年 11 月分别达到 15.2 个月和 15.4 个月，若过剩状态持续，售价必然跟随下跌。

需求外溢和棚改货币化安置助推三四线供需两旺。在之前的季度报告中我们对这次三四线城市借力的背景有所阐述，除传统需求外溢的诱因，棚户区改造货币化安置是这轮三四线城市“超预期”表现一个新的重要驱动因素。棚改货币化安置比例由 2015 年的 29.9%大幅提高至 2016 年的 48.5%，我们预计该比例在 2017 年会继续提高至 60%，可帮助消化大约 3.1 亿平方米库存面积，占预测全年商品住宅销售面积的 24%。然而，从今年 1-11 月的数据来看，三四线城市在二季度的市场大热态势在三、四季度逐渐退去，购房者逐渐回归理性。

（二）政策或将以“房住不炒”、“因城施策”为核心微调，量价将小幅下跌

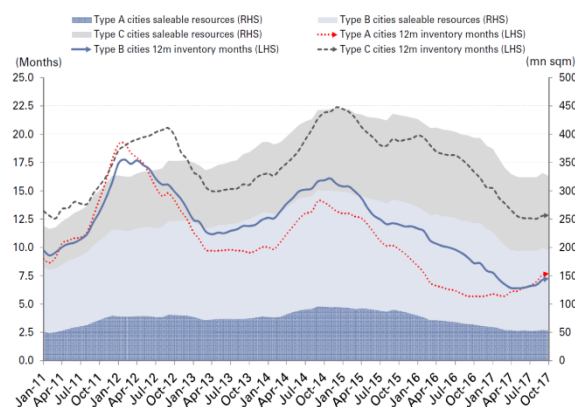
“房住不炒”、“因城施策”是明年政策微调的核心基调。政策在 2018 年不会出现转向性的变化，但由于目前不同能级城市情况出现分化，预计城市间的政策会在“房住不炒”、“因城施策”的大原则下做出相应微调。首先，大部分三四线城市在过去 12 个月波澜壮阔的去库存战役中已经取得阶段性胜利，更有甚者房价大幅飙升。但政策初衷鼓励的是去库存，并非鼓励房价暴涨，因此去库存效果显著、房价迅速攀升的三四线城市或将逐步启动调控手段压抑投机。另一方面，许多三四线城市受制于“因城施策”规定，在库存高企时需要严控土地供应，但土地出让金又往往是这些城市财政收入的重要来源。因此，当库存已回落至合理甚至偏紧水平时，这些三四线城市会大概率加大土地供应。

其次，“限价”是此轮调控中的一个新手段，由于该措施对压低统计价格立竿见影的效果，被许多热点二线城市在 2017 年广泛采用。但个别城市的限价措施已经完全偏离初衷，所谓的新房价格指数被限价措施严重扭曲，交易市场充斥新房价格对二手房价格倒挂的现象，反而造成新房具有包赚不赔的“打新股”效应，加重购房者投机情绪。我们预计这些热点二线城市会逐步放松不合理的限价措施，转以打击违规捂盘，有效增加土地供应，对购房者限售等手段保持调控。

最后，一线城市作为调控的风向标，依然会保持高压紧缩的姿态，但由于“有史以来最严格”的限购限贷也影响了很多刚需购房者，我们预计北、上、深等一线城市，会推动差异化信贷，加大租赁房用地供应，以及完善租购同权等措施保障“房住”刚需。

图 89

波澜壮阔的去库存之旅卓有成效



数据来源：Goldman Sachs, CREIS, Wind, 嘉实财富

图 90

去化月份趋于紧张，价格绝地反弹——温州

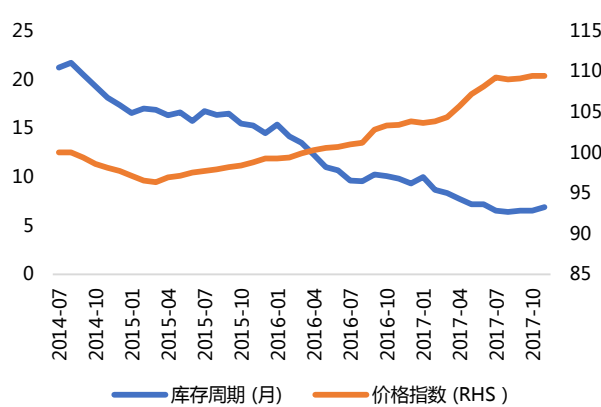
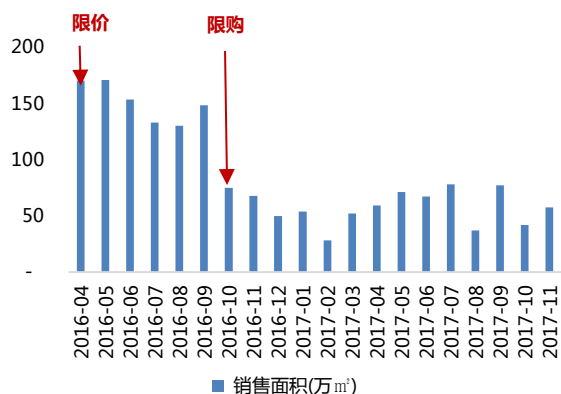


图 91

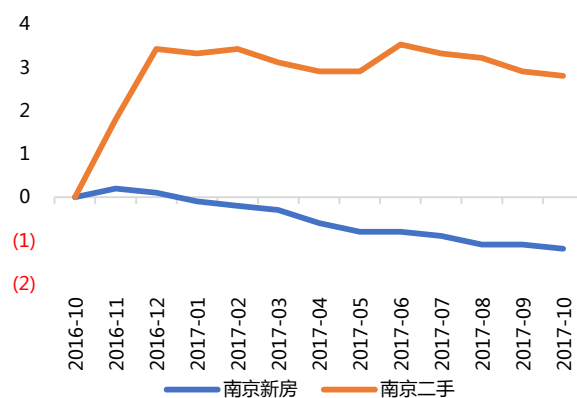
限价对商品住宅成交量影响寥寥——南京



数据来源：CREIS, 国家统计局, 嘉实财富

图 92

一二手商品住宅价格倒挂(%)——南京



2018 年一季度及全年展望：基于以上对政策微调的判断，一线城市销量及售价会大致保持稳定，主要的供需缺口将由存量及增量的租赁住宅填补。但由于市场长期处于供不应求的状态，再加上市场一贯对一线城市预期较高，需求旺盛，供应量稍一放松，成交量即随之上升。

二线城市由于限价放松，销量会有小规模放量，售价先升后降。首先，热点二线城市尤其是中西部的重庆、西安、武汉等城市成交量仍然会小幅上涨，主要是因为这些城市经济基础强势、人口吸纳能力较强、房价相对较低，并且这些城市相较三四线城市，房价抗跌性较强，市场需求较大。而库存压力逐渐显现的合肥、惠州等城市，明年若找不到新的需求点，市场成交表现或更差。

三四线城市成交将整体小幅下滑。投资需求带来的房价快速上涨，严重透支市场需求，随着市场逐渐降温，恐慌购房难以为继，购房者逐渐回归理性，加之本地后继需求基数不足以支撑市场继续量价齐升，从 2017 年成交情况来看，三四线城市的市场大热情况已经开始有逐渐趋于平稳的态势。整体上看三四线城市即使有政策层面的调整引导，但还是受市场需求有限制约难以在一两年内再找到新的成交突破口，预计 2018 年成交量将整体小幅下滑。不过值得注意的是，棚户区改造货币化的持续推进会对冲一部分因收紧带

来的需求端下跌。

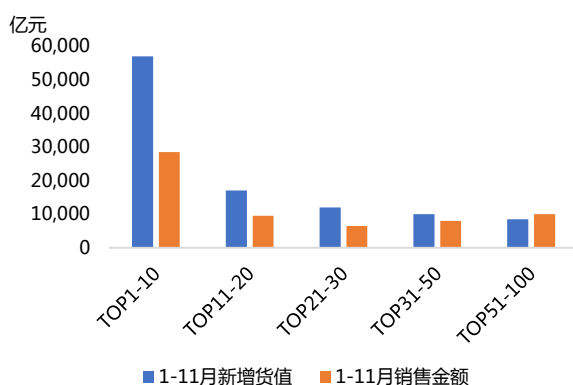
整体来看，2018 年全年商品房销量及售价同比均将小幅下跌（0-5%）。2018 年一季度销量同比跌幅可能会超过全年，主要原因是去年同期基数较高。

（三）行业整合加速，大型开发商非标债权依然是我们首选

以合理成本获取融资是大型开发商加速行业整合的杀手锏。地产行业告别了粗放式高速增长期，正式步入汰弱留强的筛选较量。大型地产开发商在此轮调控周期中充分利用其在资金获取和开发成本上的规模效益，加速整合中小型开发商。中小型开发商的瓶颈在于，难以有效并以合理成本获取信贷资金，从而影响开发周期，在财务上的体现就是资产周转慢，利润空间被大量资金成本挤压。现如今很多土地资源，特别是位于热点城市的项目，单单土地总价都是论十亿计，如此高的门槛早已令许多资金实力有限的中小型开发商望而却步。因此鉴于很难再补充高质量土地储备，存量规模有限的开发商往往选择善价而沽，委身于大型开发商。在房地产这个资本密集型行业里，能以合理成本获取足够融资成为大型开发商加速整合行业的杀手锏。

大型房企受益“有钱有货”，行业整合持续加速。虽然我们对 2018 年商品房整体销量预期略悲观，但预计大型开发商的销量在同期将受益于市场占有率的加速提升而保持强劲增长。这个推断的最主要依据是，相对中小型开发商，大型开发商目前拥有更广泛的融资渠道以及更充足的可售货源。不少中小型开发商在此轮调控周期中都受制于资金实力很难再补充高质量土地储备，存量规模有限的往往选择善价而沽，委身于大型地产开发商。而大型开发商更是充分利用以合理成本获取足够融资的能力，通过并购获得优质土地资源，加速行业整合。2017 年 1-11 月，前 30 位开发商（以销售额计）补充土地储备货值已达到同期销售金额的 1.93 倍，远高于前 31-100 位的 1.03 倍。另一方面，土地拍卖溢价率也由 2017 年一季度高位 50% 以上缩窄至四季度 20%，这对目前依然有资金实力补充土地储备开发商的利润率提供了更大的安全边际。

图 93 大型房企掌握充足可售货源



数据来源：中指数据库，国家统计局，嘉实财富

图 94 土拍溢价率下降 利好大型房企

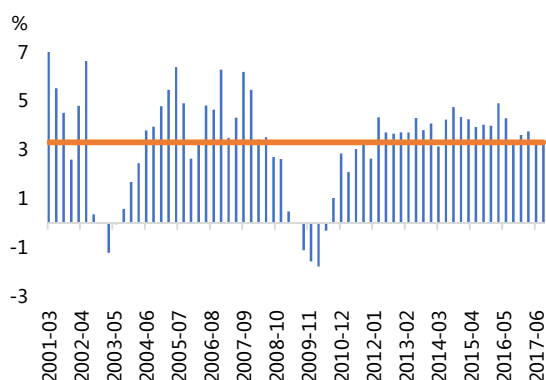


八、国际地产资产展望

(一) 美国 REITs：整体平衡，箱体震荡

低估值仍具有吸引力，但同店 NOI 增速放缓限制上行空间。2017 年四季度，富时全球发达市场 REITs 净收益指数上涨 3.6%，全年涨幅则超过 10%，表现符合以及小幅超越年初的预期（2017 年初预计该板块涨幅在 6%-8%之间）。展望 2018 年，我们认为底层物业的运营情况仍然相对平稳，但同店净经营收入（same-store NOI）增速会有所放缓。这主要是由于整个行业逐渐显现出更多地产“后周期”的特征：即市场上的空置物业几乎被填满，但物业持有人在租金厘定中的谈判筹码却无法因此而加强，租金的提升空间变得有限，因为市场已经预期了即将大量入市的新增供给。我们可以观察到近期主要板块的新增供给占库存的比值均呈现出上扬的趋势。不过，此轮“后周期”是否会因为美国经济扩张周期的延长而延长，将值得后续密切关注。另一方面，美国 REITs 的估值还是相当具有吸引力的。当前资本化率（Cap Rate）处于历史低位，无论是以 P/FFO 与股票的市盈率相比，还是以分红率与 10 年期国债利率的利差来衡量，REITs 估值层面都没有压力。

图 95 同店 NOI 增速稳健 但有减缓趋势



数据来源：NAREIT, J.P.Morgan, Bloomberg

图 96 大量新增供给涌向市场

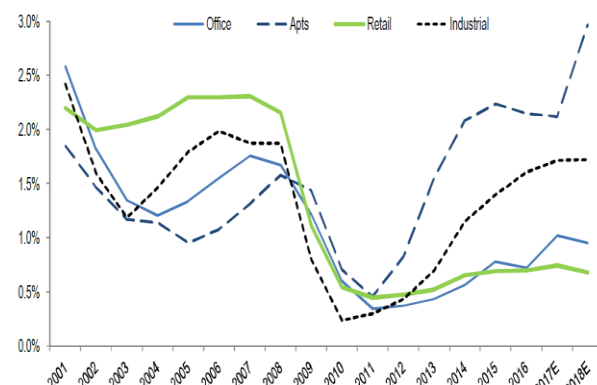
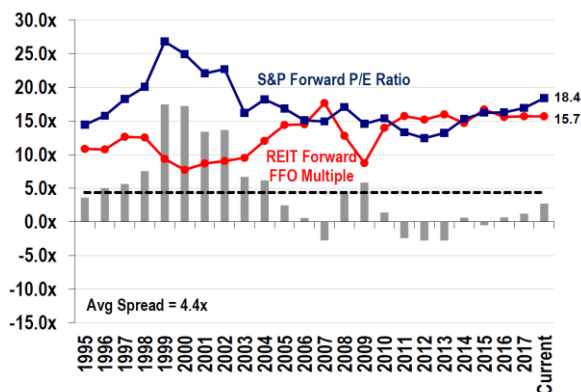
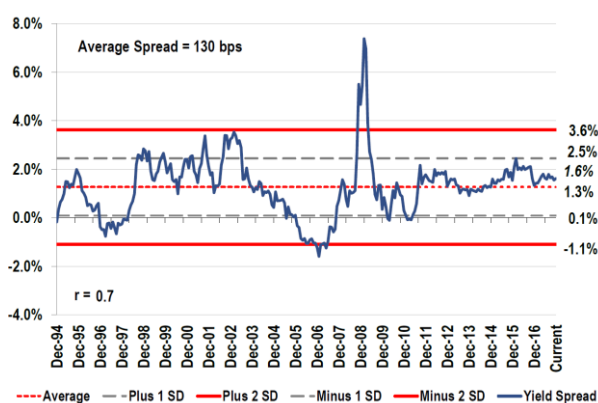


图 97 估值较低：P/FFO 与股票市盈率的比较



数据来源：Citi

图 98 估值较低：分红率与国债收益率的利差



宏观环境支持办公类 REITs 底层物业需求平稳增长，但东西两岸分化显著。美国就业市场持续强劲，特别是由于产业结构的变化，金融、科技以及专业服务等对写字楼需求更大的行业在经济中所占比重逐步增加，使得近年来办公类 REITs 底层物业运营较为稳健；再叠加年末税改落地的加持，令市场对企业盈利改善后的扩张需求有所预期。而这种繁荣，往往会导致频繁的过度建设。2016 年掀起的一波新增供应浪潮余波未平，市场仍在努力消化，空置率出现微升的迹象，租金增长趋平，迈入“后周期”的信号无疑会影响未来的预期。然而，我们却不应一概而论的过分担忧。从东西两岸对 2017-18 年入市的新增供给的吸收程度来看，情况大不相同。西岸旧金山由于集中了大量高科技、生命科学等增长迅速的企业而使新物业的预租率高达 91%，而东岸纽约的进展就没那么顺利，预租率将过半。

图 99 旧金山：2017-18 入市写字楼预租率达 91%

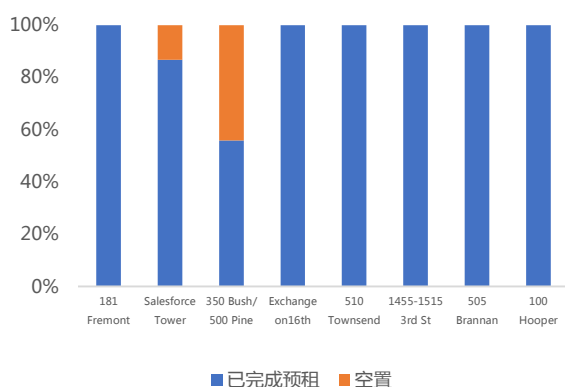
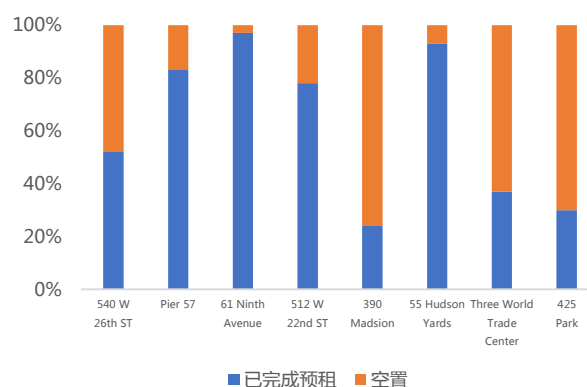


图 100 纽约：2017-18 入市写字楼预租率仅为 52%



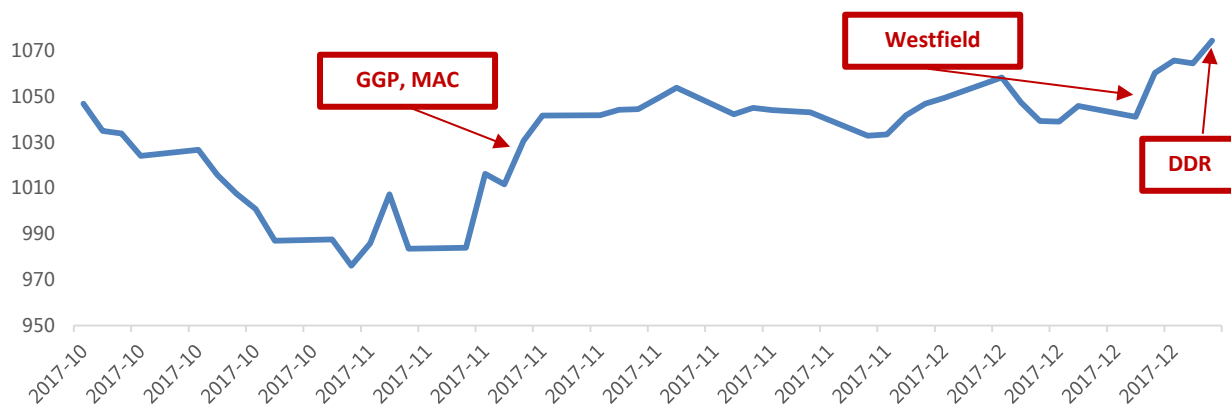
数据来源：CBRE

“M&A 风潮”提振零售类 REITs 的情绪面。受到电子商务 (E-commerce) 的冲击，传统线下零售业正面临严峻考验，“运营不景气”、“关店潮”等负面消息不绝于耳。2017 年零售类 REITs 不出意料地贡献了主要板块中的最差表现，收益下跌不到 5%。然而，四季度频现估值处于低位的优质零售 REITs 成为并购标的的消息，则是让市场开始重新审视这个板块的价值，让表现不尽如人意的零售类 REITs 一举逆袭成为表现最亮眼的板块，该板块在四季度强势上涨近 7%。此外，由于预期过低，未来出现“没有预想那么糟糕”的消息也有机会成为情绪面反弹的支撑（例如，2018 年关店数量较 2017 年有所减少等）。值得注意的是，上述情绪面的改善，并不能改变整个线下零售行业仍陷于艰难处境的状态。圣诞新年购物季后，预计关店潮会继续上演，Sears 和 Toys-R-us 等大型连锁店将陆续结束营业。这将对管理人主动管理能力的考验，能否迅速寻找到新的租客，使店铺快速流转，将对能否延缓运营数据进一步恶化至关重要。

“预期过高”或成为工业类 REITs 的拖累。与零售类 REITs 形成鲜明对比，电子商务 (E-commerce) 的兴起捧出了工业类 REITs 的一派欣欣向荣，2017 年该板块收益超 20%。随着线上零售额占零售比重持续上升，几近满租的物流中心主要依靠租金的上涨，仍能实现强劲的同店 NOI 增速。根据 NAREIT 协会的调研，工业类 REITs 的管理层对 2018 年租金的进一步提升都充满信心，主要理由在于物流中心所处的核心地理位置在一定程度上直接决定了承租人的粘性以及其愿意为位置优势支付更多溢价的决心。相比之下，运输费用和人工成本才是大支出。不过，2018 年工业类 REITs 将第一次面临供过于求的考验。虽然我们认为这并不会对整个板块的表现造成什么严重的困扰，但市场预期过高一直挑战着该板块，高估值的可持续性

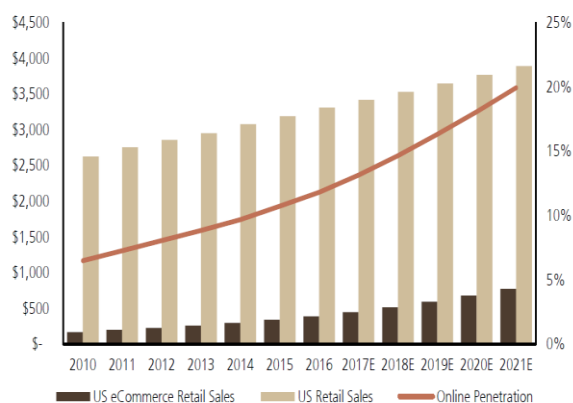
也将成为潜在的下行风险。

图 101
2017 年四季度零售物业 M&A 对该板块表现的提振



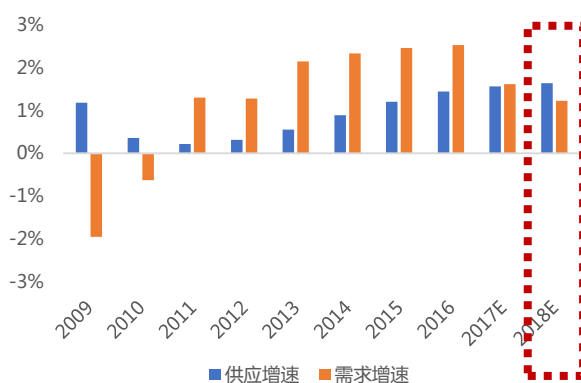
数据来源：Bloomberg

图 102
网络零售额占比的上升势头不减



数据来源：UBS，CBRE

图 103
2018 年工业类 REITs 将第一次面临供过于求



住宅类 REITs 底层物业运营情况与 2017 年相仿。 业主还能继续加租吗？2017 年美国平均租金收入比已经升至 28% 的历史高位，再加上薪资增长一直比较温和，市场普遍对租金的继续增长存疑。根据摩根士丹利一项研究，其实比起收入增长的影响，当地新增就业岗位的增长才是租金上涨最主要的驱动力，它们之间的相关性高达 72%。摩根大通预测 2018 年美国平均月度新增就业数量将由 2017 年的 17 万个降至 2018 年的 12 万个，相当于全年增长 1%。由此推断租金的涨幅或将放缓。但另一方面，住宅的新增供给已经在 2017 年达到巅峰，接下来供给方面的压力将得到缓解。所以我们整体认为未来 12 个月住宅类 REITs 底层物业运营情况与 2017 年相仿，提升空间有限。

(二) 加息周期对 REITs 的影响比想象中友善得多

预计一季度加息概率不大，长端利率对 REITs 的影响在可控范围。相比于其他股票板块，REITs 有分红

高、租期长、底层资产收益稳定的特点，同时该行业存在较多的长期融资和并购行为，因此短期受利率（特别是长端利率）的影响较高。让投资者记忆犹新的当属 2016 年四季度的行情，当时美国债市收益率飙升导致 REITs 板块的一轮明显的杀跌，而从此之后“类债性”也似乎成为了其身上摘不掉的标签。

但回顾历史，我们发现其实美国 REITs 在历次经历加息周期时均表现出稳健的上行趋势。而且根据 UBS 的统计显示，这种在加息周期的上行趋势也同样适用于其他国家和地区的 REITs 表现。所以，市场所担心的加息周期是否会对 REITs 造成负面压力，取决于联储加息的节奏、时点和次数是否超出市场预期，从而作用在长端利率的大幅变化上。根据嘉实财富全球债券团队的判断，预计 2018 年十年期国债收益率将以温和的步伐由目前的 2.5% 上升至 2.75%，且一季度加息概率不大，由此推断，长端利率对 REITs 的影响尚在可控范围。

图 104
过往美国加息周期中 REITs 的表现



数据来源：Bloomberg

（三）其他区域 REITs：稳健运营，值得关注

香港地区：仲量联行发布的 2017 年度调查报告指出，香港中环蝉联全球最贵写字楼租用成本市场，每年平均每平方尺租金为 323 美元，与非核心商业区的租金差距高达 64%。因此部分公司面对如此昂贵的租金不得不搬离中环，在非核心区域选择优质且价格相对合理的新办公地点；近期在港岛东和西九龙的新增供应刚好应和了这一需求。“去中心化”在一定程度上带旺了非核心区域。而这种趋势也并没有削弱核心区域的竞争力。一方面，中环在未来 5 年都不会出现新增供应；另一方面，实力雄厚的中资企业在中环租赁市场的活跃度与日俱增，预计将在明年继续推高租金上涨。所以整体来看，香港办公类 REITs 将有强劲的基本面支撑，虽然其估值偏高。

图 105
2017-21E 香港甲级写字楼新增供应/库存比

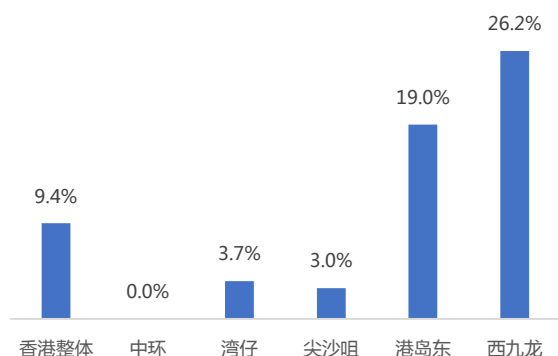
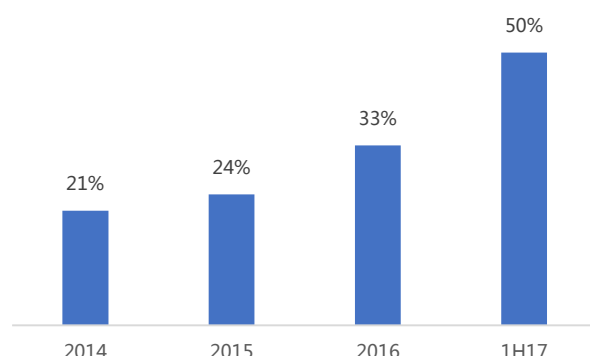


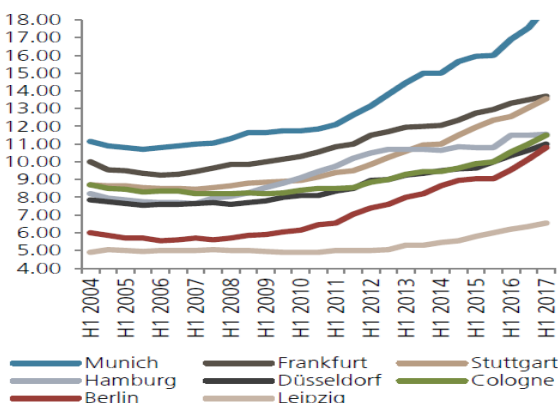
图 106
中资企业在中环租赁市场的活跃度与日俱增



数据来源：UBS，嘉实财富

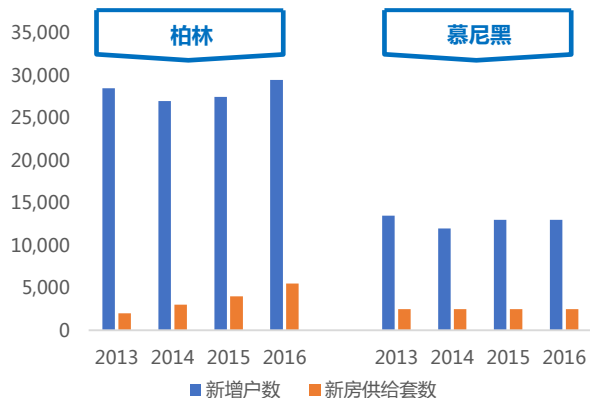
欧洲地区：我们看好德国住宅类 REITs 以及欧洲工业类 REITs 的未来表现。首先，德国租房市场火爆，各大城市的住宅租金在过去 12 年一直保持着年均 3% 的稳步上涨趋势。这除了受益于德国作为欧洲经济火车头一直驶向复苏方向以外，更源于近年来移民人口的大量流入。新增住房供给不足将过剩需求不断挤向租赁市场。根据世邦魏理仕统计，截至 2017 年底，柏林租赁住宅空置率仅为 1.2%，汉堡、法兰克福和慕尼黑的空置率甚至不足 1%。其次，电子商务（E-commerce）的故事才刚刚在欧洲拉开序幕。亚马逊更是将拓展海外市场的目光直接聚集在欧洲，计划未来在当地布局 1,300 多个物流中心以提供更加快捷的服务。目前欧洲 REITs 估值处于合理水平，底层物业运营情况仍有较充足的上升空间和支撑力。

图 107
德国各大城市住宅租金上涨势头强劲



数据来源：JLL，CBRE，嘉实财富

图 108
住宅供不应求将继续提供有力支撑



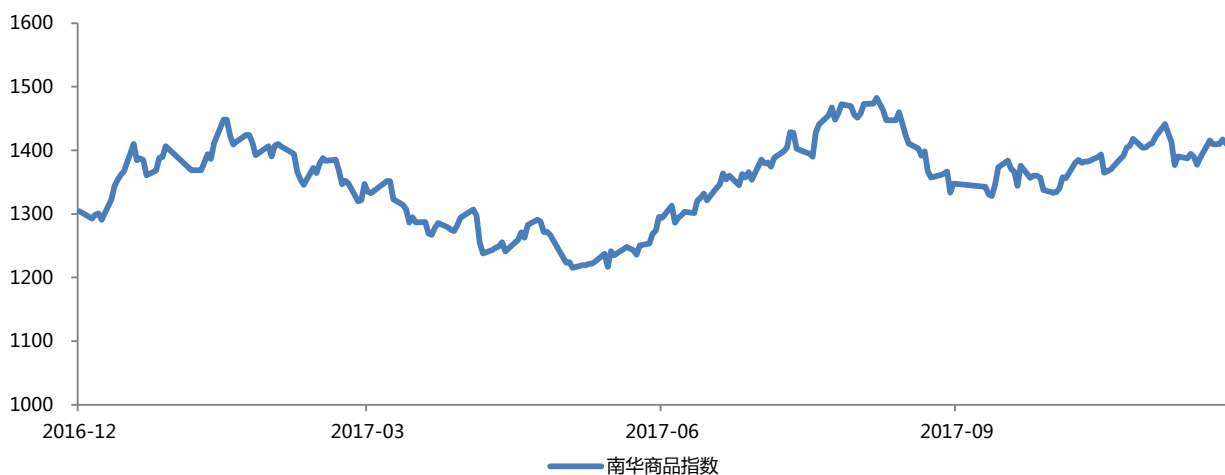
九、特殊策略资产展望

特殊策略类产品对底层基础资产的涨跌依赖较小，对策略的依赖较大，持有特殊策略类产品有利于扩大收益来源，但同时需要更多地了解各类策略的有效性、风险收益特征、适宜的市场环境等信息。

趋势策略：大宗商品震荡走势，策略风险降低，未来业绩可期。10月初以来，大宗商品由9月末的低点开始震荡上行，趋势策略表现一般，净值基本持平。2017年全年大宗商品以震荡走势为主，趋势策略表现较差。预计2018年市场对该策略的追逐将会降低，策略风险降低，有利于其未来的表现。

图 109

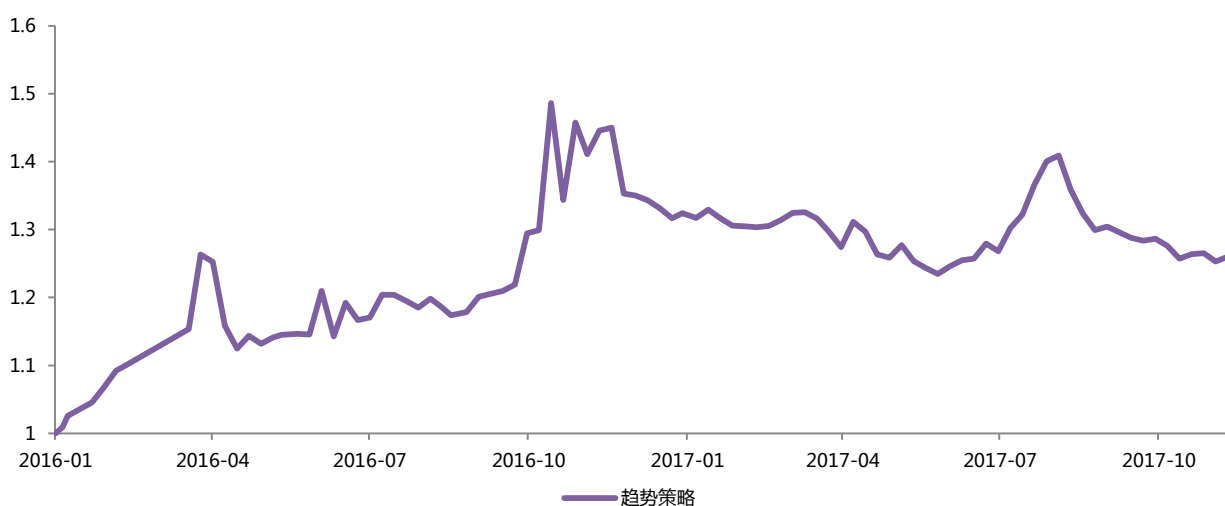
大宗商品综合指数走势



数据来源：Wind

图 110

趋势策略表现情况



注：策略表现为历史回测数据

套利策略：部分商品远期合约贴水较多，现货价格较高，为期货套利和跨期套利留下利润空间。钢铁、动力煤呈现远期合约贴水的情况，同时现货价格高于期货价格。在煤改气政策的推动下，天然气供应紧缺，价格大幅上涨，导致甲醇现货价格上涨，期货价格深度贴水。随着交割月的临近，商品主力合约变动，跨商品价差逐渐回归正常，跨商品套利空间缩小。

宏观对冲与多策略：多资产类和多策略配置，能够在基金内部实现大类资产配置。综合配置多个资产类和策略，能够降低整个资产组合的波动，熨平净值的起伏，提高风险收益比。宏观对冲与多策略产品之间的差异性较大，应在了解资产配置比例和策略组合的基础上进行筛选，持有与自身风险收益偏好匹配的产品。

图 111

宏观对冲策略表现情况



注：策略表现为历史回测数据

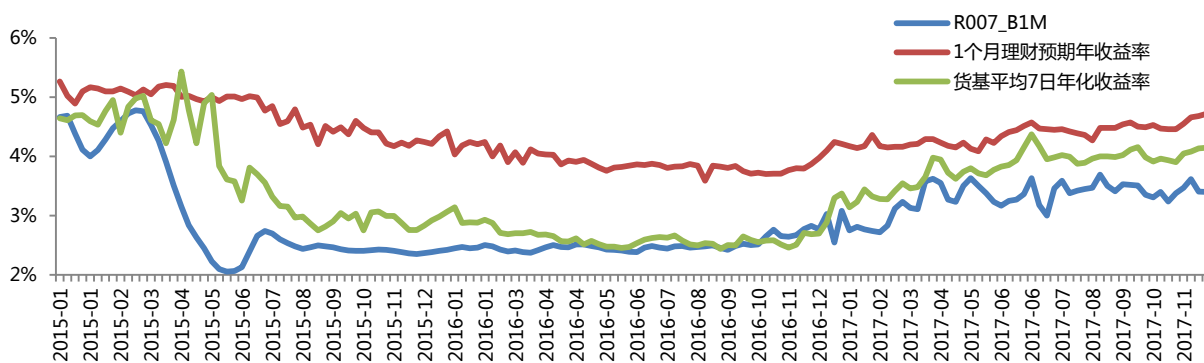
十、现金资产展望

水涨船高之下，2017 年末现金类产品收益率再度上行。受央行公开市场操作逆周期、削峰填谷的调节方式影响，2017 年内货币市场资金利率始终保持在相对较高的水平上：DR007 均值维持在 2.9%左右，R007 则在 3.4%附近。临近年底，资金利率有再度冲高的态势，尤其是中长端的跨年资金：Shibor1M、3M 创下 4.84%、4.89%的年内新高。现金类产品的收益率也水涨船高：1 个月期银行理财产品的平均预期收益率上行至 4.72%，货币基金平均 7 日年化收益率也达到 4.14%。

紧平衡货币环境下可继续重配现金类产品。虽然我们预期 2018 年的经济增速会有小幅下行，但出现系统性风险的可能性较低。同时，刚刚结束的中央经济工作会议也不再强调经济发展的速度，转而追求经济发展的质量；其对货币政策的要求则体现为“稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长”。因而，我们预期 2018 年的货币环境仍将维持紧平衡，现金类产品有望维持相对较高的收益率水平，可以继续超配。

做好流动性管理和产品精选，关注券商现金类产品。作为流动性管理工具，低门槛、每日开放、收益率可观的货币基金优势显著，建议重点关注资产规模适中、机构集中度较低、团队经验丰富且流动性管理能力较强的产品。对于高净值客户可适当配置券商的现金类产品，其收益率相对具有优势。由于此类产品一般定期封闭运作，因而需做好流动性管理。

图 112 现金类产品年末收益率再度上行，货币基金平均 4.14%



数据来源：Wind

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

宁波：宁波市海曙区月湖金汇小镇坳花巷 18 号 (315100)

Tel: 0574-87781755 ; Fax : 0574-87781737

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)

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