

嘉实财富 2018 年 | 三季度

投资与资产配置
研究报告

在风险中砥砺前行



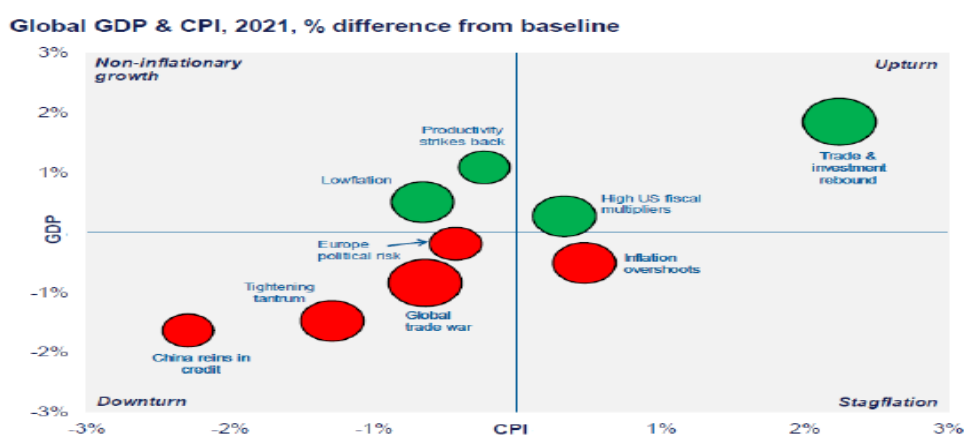
嘉实财富
Harvest Wealth

前言

全球经济在风险中砥砺前行。不同于 2017 年全球经济莺歌燕舞、风平浪静的环境，进入到 2018 年，全球经济在多重风险的陪伴下砥砺前行。首先，发轫于美国的贸易争端扰动资本市场，这种单边主义的逆全球化行为给国际贸易、全球经济都带来了较大的不确定性，而且这种不确定性还在不断发酵，以邻为壑的贸易政策将对经济增长的动能形成抑制。其次，反建制、民粹主义的政党在意大利选举中获胜，自法国选举以来呼声渐弱的民粹主义风险又重新开始升温，叠加表现一般的经济数据，欧洲经济的复苏进程遇到了挑战。最后，随着国际油价的不断攀升，比如布伦特原油一度突破 80 美元/桶的关口，成本推进型的通胀风险也在上升。此外，随着美元指数走强，跨境资金流动开始显著增加，2017 年吸金不断的新兴市场（股/债）也遭遇了资金流出、汇率和债务压力骤然增大的困境，比如近期阿根廷在股债汇三杀的情况下已经申请了 IMF 的救助。

图 1

在安本投资的框架下，多重风险因素（红色）都将对全球经济的前景产生不同的影响



数据来源：Aberdeen Standard Investments

嘉实财富哑铃型配置，攻守咸宜。在多重风险共振的背景下，如何应对以获取合意的投资回报？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，在攻守两端各自做好文章。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，“安全”地获取基本的收益作为打底；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，让整体投资组合两个部分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 年三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	□/▲	一季度标普 500 盈利同比增长 24% 税改等财政扩张政策推动盈利进一步上扬；贸易战前景不明，当前实际影响较小
		欧洲	□	经济数据钝化之后，预计 ECB 货币政策偏鸽派，推动经济继续复苏，弱欧元将提振欧股；政治风险、贸易战风险都存在
		日本	□	经济数据较为一般，但支撑股市的因素都还在（QQE、财政扩张、分红及股票回购等）；贸易战（汽车）风险始终存在
		新兴市场	□/▲	在杀跌及强美元势头暂歇之后，新兴市场有望迎来转机，关注几个市场的机会：巴西（超跌反弹）、印度（经济企稳）
中国股票	□/▲	N/A	□/▲	抛开寻底思维，当前估值下(Wind 全 A 的 TTM PE 为 15.6 倍，历史 20%分位)A 股资产已具备相对较好吸引力，因市场对贸易战逐渐钝化，焦点将回到基本面，风险偏好有望得到修复
全球债券	□	美国国债	□	一方面，劳动力市场持续收紧以及通胀上升对国债收益率形成向上压力，另一方面，避险情绪导致其下行；预计将震荡
		投资级信用债	□	持续下跌后，利差继续扩大的压力降低，但因为加息导致的短端国债收益率上升较快，让高评级券种的相对价值削弱
		高收益信用债	□	因股市上涨及风险偏好的回归，高收益债年内录得正收益，但后期利差继续收窄的空间已经相当有限；收益率优势仍在
		新兴市场债	□/▲	新兴市场的持续杀跌让其前景转向正面：估值偏离均衡水平较多、收益率被推升后形成保护垫、短期投机资金亦已挤出
中国债券	□	利率债	□/▲	社融及投资、消费增速下滑，贸易战持续发酵，经济存在下行隐忧；货币和监管政策边际放松，利率债有望震荡下行
		信用债	□	紧信用市场环境下，盈利改善有限、融资渠道收窄以及到期压力高企的中低等级信用品种建议适当回避

2018 年三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	▼	美联储 6 月加息 25 个基点后，市场预期还将加息两次，美国国债收益率易上难下，不利于金价长期走势
		原油	□/▼	美原油产量和油井数量持续增加；OPEC 能源部长会议决定将减产执行率调降至 100%，名义增产幅度约为 100 万桶/日
国际地产	□	N/A	□	REITs 在不确定性增强的环境中重拾稳健步伐，随着来自利率方面的压力有所舒缓，REITs 预计有震荡上行的趋势
中国地产	□/▼	N/A	□/▼	棚改贡献度边际趋弱如期而至，三四线将逐步回归理性，开发商恢复供给回笼现金流，全国销售缓增趋势仍将延续
外汇	N/A	美元	□	基本面稳定，美联储最新会议显示加息进程将加快，但与中国的贸易摩擦的不确定性影响较大
		欧元	□	经济增长放缓但整体温和，欧洲央行态度鸽派引发市场欧元卖盘，但利空出尽的背景下短期预计欧元不会有较大波动
		日元	□/▲	美日长期利差仍是影响日元的重要因素，但贸易战的不确定性将使日元发挥其避险效用

注：▲表示看多，□表示看平，▼表示看空

■ 中国股票

我们预计三季度 A 股仍是震荡市，路线或先上后下，各种利空因素逐步消化以后估值有望逐步修复，但修复的程度及持续性则有赖于企业盈利的好转。虽然估值到了相对底部，但我们也很难下结论认为估值底就是市场底。不过短期的流动性相对宽松，投资者的风险偏好低位，一些边际力量的变化可能成为改变市场方向的触发点，A 股上行机会大于下行风险。风格方面，价值投资理念被市场更加充分的认知，我们继续看好必需消费品、医疗保健等受经济周期影响较小的板块，同时关注具有内生业绩增长的成长股反弹机会。

■ 全球股票

全球经济大概率将进入到“经济增长+通胀上升”的框架下，预计盈利同比增长 10%以上，将成为股市的强力支撑；美国经济正当午，在税改推动下，短期内经济将维持繁荣，推升企业盈利，而从历史判断，企业盈利的峰值还远远没有到来；欧洲经济的复苏遇到了挫折，主要原因是内需型的部门形成了拖累，而局部的政治风险目前处于可控的范围；日本股市的积极和消极因素互相交织转化，目前积极因素略多于消极因素；新兴市场在 Q2 的抛售之后，鉴于经济尚好，已具有长期投资价值，但还需要等待强势美元的停歇。

■ 中国债券

利率债收益率有望震荡下行，信用债继续谨慎，配置策略建议短久期、高评级的防守型姿态。国内需求数据走弱，叠加贸易战风险的再度增加和去杠杆下的信用收缩，经济基本面存在一定的下行压力。作为对冲的货币政策和金融监管政策则有望边际宽松，货币市场的资金环境将保持在相对有利的“合理充裕”，利率债收益率有望震荡下行。在资管新规正式施行之后，打破刚性兑付被提升到了更为重要的位置，叠加当前去杠杆、紧信用的政策环境，我们预期信用违约事件将逐步成为常态，建议要对中低等级信用债保持谨慎。

■ 全球债券

全球经济环境的大变革将在中期视角下浮现，投资者需要明晰债券资产的作用是对冲增长风险而非通胀风险；美国 10 年期国债的顶部预计在 3.5%-4%之间，触顶的时间可能在 2020 年上半年，Q3 则以小幅震荡为主；投资级债的相对价值削弱，因为其利差的扩张速度已然赶不上同期限国债的收益率上行速度，而高收益债随着风险偏好的上升利差收窄，但后期剩余的空间相当有限；新兴市场债在 Q2 的灾难式表现后具有了很好的长期机会：估值偏离均衡水平，较高的收益率形成安全垫，后期重点关注新兴市场基本面的变化。

■ 外汇资产

二季度发达经济体经济增长出现分化，欧洲、日本的增长不同程度下滑，美国却一枝独秀领先全球。美国基本面强劲，加息步伐料将加快，投机资金表现中性，未来重点关注贸易摩擦问题，预计美元三季度中性。欧元区基本面回落，整体偏温和，年内将结束购债，加息暂时无望，短期需要关注政治风险，预计欧元三季度表现中性。日本通胀依旧低迷，加息遥遥无期，但贸易战引发的避险情绪将使日元获益，预计三季度中性偏多。短期影响人民币主要因素仍是美元，但中美贸易摩擦情绪面利空人民币，预计三季度中性偏空。

■ 大宗商品

三季度金价将面临进一步下行的压力。美联储 6 月加息 25 个基点后，市场预期年内还将加息两次，预计美国国债收益率易上难下，不利于金价的长期走势。避险需求方面，VIX 指数由低位反弹，股票市场波动增加，黄金投资方面的避险需求有所增加。近期贸易战进一步升级，已经超出市场预期，未来贸易战有进一步扩大的可能，适当增加黄金的配置能够对冲市场的大幅波动。受原油价格回升的影响，美国原油产量和油井数量持续增加，大幅抵消了前期 OPEC 减产的影响。中短期内美国对伊朗制裁情况以及 OPEC 实际增产情况仍存在较大变数，油价的不确定性仍未消除。在原油开始增产的背景下，预计未来油价整体震荡偏弱。

■ 中国地产

2018 年上半年，全国各地房地产市场的调控政策依然延续了 2017 年的主基调，前 5 个月，商品房销售面积和金额的累计同比增速分别为 2.3% 和 11.8%，维持同比增长趋缓的态势；而房地产开发投资增速在土地购置费的支撑下超预期回升，成为上半年经济的总量指标中为数不多的亮点。我们认为，棚改贡献度的边际趋弱并未超出市场预期，三、四线城市商品住宅销售的量价也将逐步回归理性。在地产调控持续和资管新规的影响下，房企将通过加大供给的方式回笼现金流，使紧平衡二线城市的供不应求得到一定程度缓解。

■ 国际地产

二季度全球发达市场 REITs 净收益指数上涨 5.1%，美国 REITs 指数上涨 8.5%。经历了一季度的重新定价，美国 REITs 开始重拾稳健步伐，“类债性”和“类股性”均维持在一个比较稳定的区间。我们认为三季度 REITs 将继续震荡上行，基于 REITs 底层物业基本面表现依然稳健以及市场情绪面的逐步改善。来自宏观环境的支撑仍然是十分坚定的，特别是当经济增长提速显现在就业领域；来自利率方面的压力也将因贸易战引发的避险情绪而有所缓解，但整体仍处于加息周期的环境中。我们也看好香港和德国办公类 REITs 的未来表现。

■ 特殊策略

2017 年以来，境内大宗商品以震荡走势为主，因此趋势策略表现一般，市场资金对该策略的追逐将会相应降低，有利于其在 2018 年表现，看多趋势策略。近期境内股票市场出现大幅下跌，股指趋势策略能够较好地对冲股票多头产品的下行风险，配置意义凸显。此外，宏观对冲与多策略在多个资产类和策略之间进行配置，能够在产品内部实现大类资产配置，降低资产配置的资产门槛，提升资金使用效率，同样予以看多。

■ 现金资产

现金货币市场的资金供应保持充裕，现金类产品收益率步入下行通道。在经济基本面隐忧浮现和中美贸易摩擦升级的背景下，央行可能将加大公开市场操作力度，或再次置换式降低存款准备金率以加强流动性保障，货币市场利率中枢也有望继续波动中下行，现金类产品收益率将步入下行通道。货币基金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，其收益率仍相对可观。由于此类产品一般定期封闭运作，因而需做好流动性管理。

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) A股回顾：多重利空因素下的持续下跌	5
(二) 三季度展望：宏观基本面趋势走弱，企业盈利也将继续下滑	5
(三) 三季度展望：整体估值已经不贵，货币环境有利于估值修复	7
(四) 三季度展望：震荡市，路线或先上后下	8
(五) 关注股权质押风险：整体风险可控，但需注意个股风险	8
二、全球股票资产展望	10
(一) 全球股票：下一站是“经济增长+通胀上升”？	10
(二) 美国股票：经济当午，盈利稳定，前景乐观	11
(三) 欧洲股票：复苏遇挫，政治风险需关注	13
(四) 日本股票：积极因素与消极因素的交织/转化	15
(五) 新兴市场股票：杀跌结束，等待美元回归弱势	15
三、中国债券资产展望	17
(一) 经济基本面隐忧浮现	17
(二) 社会融资规模增速放缓	18
(三) 货币政策稳健中性，保持流动性合理充裕	19
(四) 金融去杠杆取得阶段性成效，监管政策边际宽松	19
(五) 利率债谨慎乐观，收益率有望震荡下行	20
(六) 信用违约将成常态，配置策略建议短久期、高评级、适当杠杆	20
四、全球债券资产展望	22
(一) 全球债券：新的环境，新的挑战	22
(二) 美国国债：10年期国债的顶部在3.5%-4%	22
(三) 美国投资级企业债：相对价值削弱	23
(四) 美国高收益企业债：取决于风险偏好的提振	24
(五) 新兴市场债：迎来布局良机	25
五、外汇资产展望	27
(一) 发达经济体经济增长趋于分化，货币环境仍显宽松温和	27
(二) 美联储加息步伐加快，贸易摩擦加大不确定性，预计美元中性	27
(三) 三季度欧元、英镑中性，日元中性偏多	29

(三) 人民币短期紧跟美元走势，贸易摩擦利空人民币，短期中性偏空	30
六、大宗商品资产展望	31
(一) 三季度金价面临进一步下行的压力	31
(二) 三季度油价的不确定性增加	32
七、中国地产资产展望	33
(一) 销售有压力，投资有支撑	33
(二) 棚改将更倾向于低能级的三四线城市，整体贡献度趋弱	33
(三) 资管新规，地产新颜，期待供给增加	34
(四) 回归高周转的行业龙头，行业开启现金流融资时代	35
八、国际地产资产展望	36
(一) 美国 REITs：快速修复，震荡上行	36
(二) 其他区域 REITs：关注香港及德国的办公类 REITs	38
九、特殊策略资产展望	39
十、现金资产展望	41
重要声明	42

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，但风险平价把股票类资产和债券类资产“一锅烩”，故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客户调研报告。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 4.5% 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，我们用一幅图将“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：

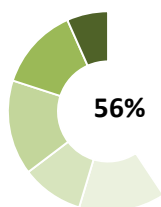


图 1a. 综合配置下的防守资产

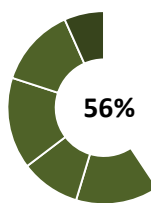


图 2a. 让防守型资产更安全

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。

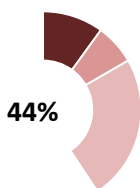


图 1b. 综合配置下的进攻资产

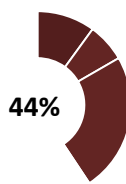


图 2b. 让进攻型资产更进取

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”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的持有核心资产。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) A 股回顾：多重利空因素下的持续下跌

二季度前两个月 A 股窄幅震荡，6 月则在国内外多重利空因素（信用风险发酵、贸易战超预期、股权质押风险压力）的影响下大幅下行：上证综指二季度累计下跌 10.1%，创业板龙头指数创 50 大跌近 20%；上市 3 个月以上的股票中 85% 下跌，其跌幅中位数为 16.3%，今年上半年的下跌中位数更达到 20.7%。

图 1 二季度 A 股主要股指全数下跌

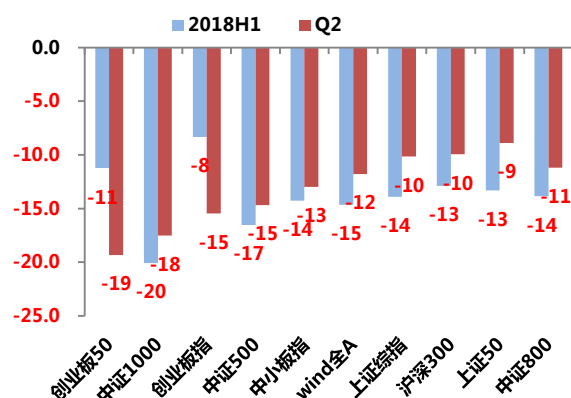


图 2 上市 3 个月的股票 2 季度跌幅中位数超过 16%

A 股表现	2017H1	2018H1	2018Q2
均值	-9.46	-17.71	-14.68
中位数	-12.47	-20.70	-16.31
上涨个数	739	493	500
股票数量	2928	3380	3467
上涨占比	25.2%	14.6%	14.4%
下跌占比	74.8%	85.4%	85.6%

数据来源：Wind，数据截至2018.6.29

(二) 三季度展望：宏观基本面趋势走弱，企业盈利也将继续下滑

影响股票资产价格的主要因素是企业盈利和估值，而无风险利率水平、风险偏好又影响估值的变化。

宏观基本面趋势走弱，但不会有大幅回落的风险。社融和 M2 数据是宏观经济的领先指标，领先时间约在 4~5 个月。年内地方债融资受限、房地产调控持续高压，两者已经连续下行。三驾马车动力减弱，投资、消费增速纷纷回落，出口端有所回暖，但贸易摩擦的负面影响尚未体现其中，所幸制造业 PMI 指数显示景气度仍在扩张区间，预期宏观经济将随着总需求的下滑而趋势走弱，但应无大幅回落的风险。

图 3 M2 增速领先工业增加值同比约 4 个月

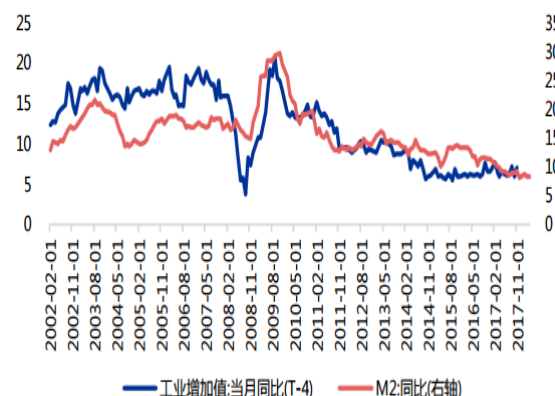
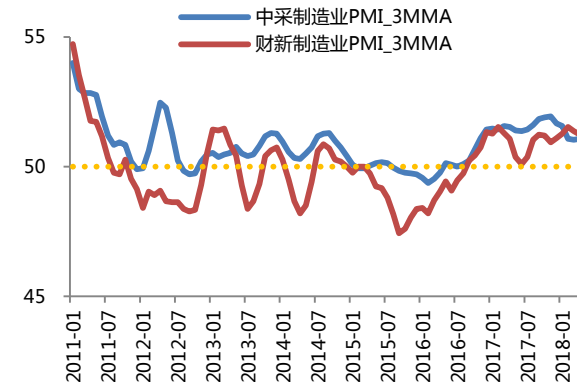


图 4 经济景气度持续在扩张线以上



数据来源：Wind，申万宏源证券

盈利增速将继续下滑之总量影响。在总量经济的结构下，随着中国经济结构调整的不断深入，企业盈利增速也将随着宏观经济的下行而放缓。全部 A 股盈利增速的中位数已经连续 3 个季度下滑，当然仍在 10% 以上；申万宏源预测，考虑到复工因素，二季度 A 股上市公司盈利增速会有回暖，但下半年将继续回落，2018 年 2 季度到 4 季度 A 股非石油石化金融服务的盈利增速分别为 28%、20%、15%（均为整体法）；但由于披露时间的关系，市场或在 8 月份（中报发布）以后才能反应出悲观预期。

图 5
A 股盈利增速中位数持续下滑

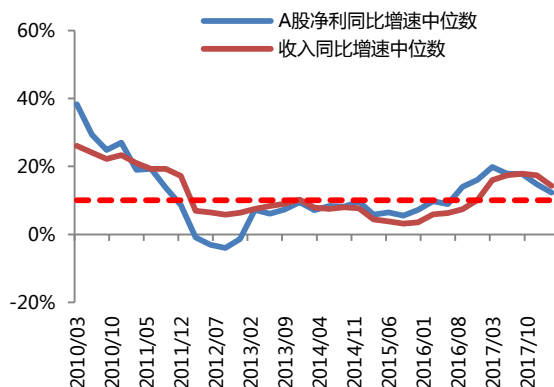


图 6
二季度会有小幅反弹，但下半年将继续下行



数据来源：Wind，数据截至2018Q1，预测数据来自申万宏源（整体法）

盈利增速将继续下滑之贸易战影响。虽然贸易战的实质性影响尚未扩大化，但其对中国经济中短期的负面影响仍不可避免。天风证券对三种情形的关税征收进行了测算（策略思路从加征关税->中国出口->工业企业营收->非金融企业利润，测算建立在 2018 年的营收和净利润增速预测的基础上，未考虑国内去杠杆和汇率的影响）。三种假设情形下，沪深 300 未来一年的净利润增速将从 11.9% 下降到 8%、6.6%、5.4%。当前贸易战在实际的进展中可能还有不少调整的地方，测算可能相对悲观，但不可忽略的是其短期的负面影响暂时难以避免。

图 7
不同情形下的关税征收对企业盈利的影响

中美贸易摩擦不同情形假设	减少出口金额/ 亿美元	对工业企业营收增速的影响	对上市公司收入增速的影响	全 A 非金融未来一年净利润增速	沪深 300 未来一年净利润增速
不考虑贸易战的净利润增速(2018E)	—	—	—	18.5%	11.9%
不考虑贸易战的营收增速(2018E)	—	—	—	11.8%	9.2%
情景一：500 亿美元商品加征 25% 关税	-500	-0.29%	-0.66%	10.6%	8.0%
情景二：再加 2000 亿美元商品加征 10% 关税	-1300	-0.75%	-1.73%	9.2%	6.6%
情景三：再加 2000 亿美元商品加征 10% 关税	-2100	-1.21%	-2.79%	8.0%	5.4%

注：1、全 A 非金融和沪深 300 营收增速与工业企业营收增速回归结果相当显著，R 方达 0.92 和 0.96，系数为 0.98 和 1.04，p-value 极其接近零值。2、作出以下几个假设：1) 美国的进口弹性系数取 -4；2) 汇率取 0.67；3) 假定 A 股的净利率降 0.5、1.0、1.5 个百分点

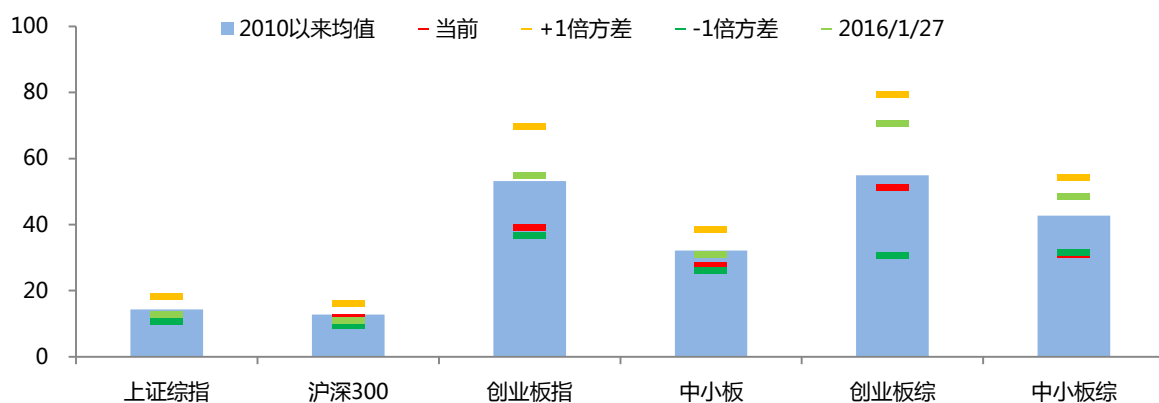
数据来源：国家统计局，天风证券研究所

（三）三季度展望：整体估值已经不贵，货币环境有利于估值修复

整体估值已经不贵。从绝对值来看，熔断后最低点时（2016.1.27）A股的估值中位数为57倍，2018上半年末则为34倍，估值跌去了近一半。从相对水平来看，二季度末Wind全A的TTM PE为16倍，而2010年以来的均值是18倍，2016年熔断后的低点也在18倍附近；沪深300估值为12倍，比熔断后（11倍）的最低点稍高，但低于2010年以来的均值（13倍）；创业板指当前估值39倍，远低于2010年以来的均值（53倍）和2016年的熔断低点（55倍），当前A股的估值已经处在相对合理的水平。从影响估值的因素来看，今年以来央行进行了三次降准，其中第三次定向降准的规模有超预期（达7000亿元），另外6月27日央行召开二季度例会，将流动性的表述从“保持流动性合理稳定”转向“保持流动性合理充裕”，明确调整了流动性管理目标，无风险利率有望继续下行，有利于估值的修复。

图 8

A股主要指数的估值已低于2010年以来的均值

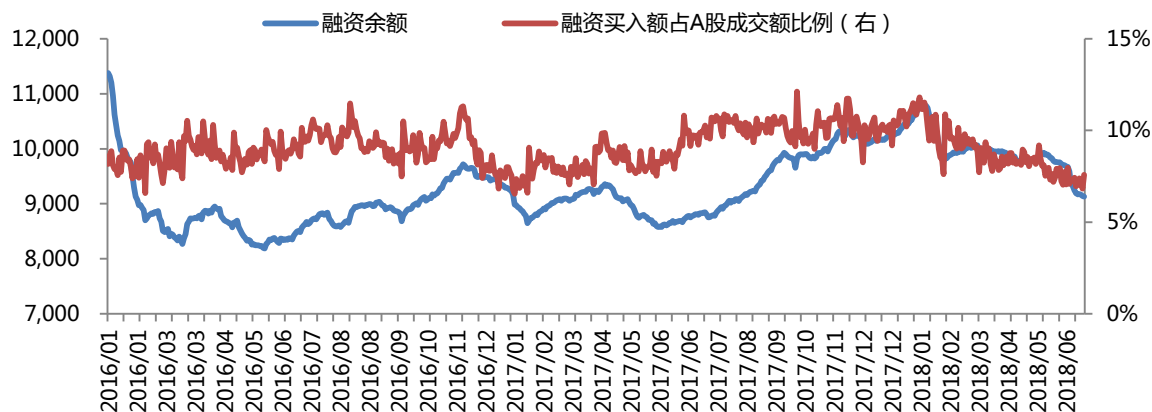


数据来源：Wind，数据截至2018.6.29

从风险偏好来看，二季度末高风险偏好的融资余额为9127亿元，降至2016年以来均值（9299亿元）的下方，占A股成交额的比例也降到了7.6%（均值为9.0%）；6月两市日均成交额仅3458亿元，远低于2016年以来的均值（4785亿元）。而伴随无风险利率的下行，风险偏好也有望反弹，进而推动股价回升。

图 9

今年以来，高风险偏好资金的风险情绪持续回落



数据来源：Wind，数据截至2018.6.29

（四）三季度展望：震荡市，路线或先上后下

我们预计三季度 A 股仍是震荡市，路线或先上后下，各种利空因素逐步消化以后估值有望逐步修复，但修复的程度及持续性则有赖于企业盈利的好转。

在宏观经济下行周期中，企业盈利也在下行通道，大环境还面临各种风险事件的蔓延（去杠杆中信用风险的发酵、中美贸易摩擦的持续博弈），虽然估值到了相对底部，但我们也很难下结论认为估值底就是市场底。不过稍微拉长周期看，经过持续的结构调整后中国经济将越来越健康，中国经济对外贸的依赖性也在逐步下降。同时，短期的流动性相对宽松，投资者的风险偏好在低位。没有只跌不涨的市场，一些边际力量的变化可能成为改变市场方向的触发点，我们认为三季度 A 股向上的机会要大于继续下行的风险。

风格方面，在价值投资理念被市场认知更加充分的新环境下，叠加去杠杆、紧信用的政策环境，企业的内生增长和良好的现金流将被继续赋予溢价，我们继续看好必需消费品、医疗保健等受经济周期影响较小的板块，同时关注具有内生业绩增长的成长股的反弹。

（五）关注股权质押风险：整体风险可控，但需注意个股风险

A 股几乎无股不押。截至 7 月 2 日，A 股市场共有 3400 多家公司进行了股权质押，目前股权质押的总参考市值达 6 万亿元，占 A 股总市值的 10% 左右。其中，2015-2017 年是股权质押规模的快速上升时期，2015 年又是股权质押规模增量最多的年份，4.93 万亿元的质押市值较 2014 年同比增长 91%。从行业分布来看，当前股权质押市值规模排名前五的申万二级行业分别是：计算机应用（2845.79 亿元）、房地产（2840.39 亿元）、化学制品（1190.57 亿元）、互联网传媒（1190 亿元）以及专用设备（1026.22 亿元）。同时，上述质押市值前列的行业内的质押个股数量也比较高。

图 10 2015-2017 年股权质押规模持续保持高位

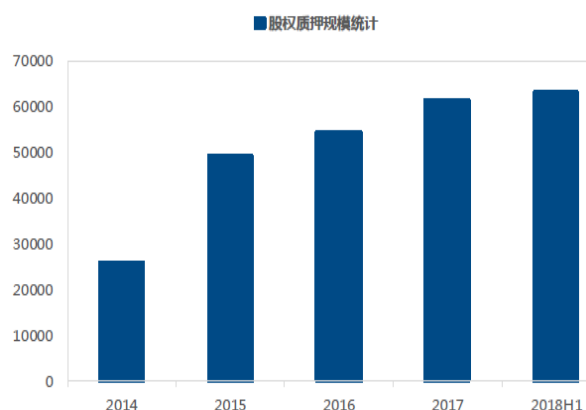
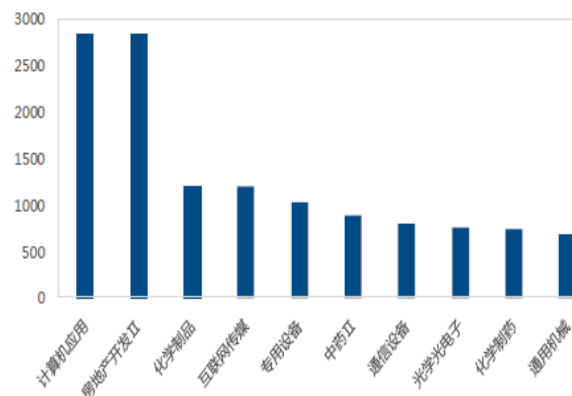


图 11 计算机应用、房地产开发质押规模均近 3000 亿



数据来源：Wind，华创证券，数据截止 2018.7.2

整体风险可控，但需注意个股风险。股权质押的风险主要来自于高质押比例的风险和高爆仓风险。质押比例是指上市公司质押股票数占公司总股本的比重，反映公司股东的融资需求。高质押比例的公司可能面临更大压力，尤其是第一大股东高集中度的股票质押一旦发生风险事件可能给上市公司造成较大的流动性损失；而由于平仓线的存在，市场持续向下调整时会导致公司股价下跌，进而逼近预警线甚至平仓线，如果不能及时通过提前清偿、补充质押等手段进行自救，可能导致质押平仓，从而给股价下跌带来负反馈，

放大个股及行业的爆仓风险。

具有高爆仓风险的个股质押规模占整体规模的比例为 13.45%，多数个股距离平仓线仍有一定空间，不会出现多数质押个股集体进入“雷区”的情形。假设质押利率为 7%，质押比率主板 45%、中小板 35%、创业板 25%，平仓线主板 130%、中小创与创业板 140%。截至 7 月 2 日，全市场股权质押高爆仓风险个股有 872 家。

其中：

1) **409 家 A 股上市公司股票价格跌破质押平仓线**，参考市值为 4585 亿，占过去五年质押市值的 **5.74%**；

2) **463 家上市公司当前股价距离质押平仓线仅有 0-20% 下跌空间**，占股票质押家数的 20.61%，参考市值为 6163 亿，占过去五年质押市值的 **7.71%**。

3) 629 家上市公司的股票质押风险中等偏高，占股票质押家数的 28.01%，参考市值为 51994 亿；

4) 550 家上市公司的股票质押风险中等偏低，占股票质押家数的 24.49%，参考市值为 11497 亿；

5) 196 家上市公司的股票质押风险低，占股票质押家数的 8.73%，参考市值为 5674 亿，占过去五年质押市值的 8.73%。

图 12

A 股市场股票质押爆仓风险分布

	距平仓线跌幅空间	股票家数	股票家数占比	参考市值(亿元)	占质押市值比例
高风险	0%	409	18.21%	4585	5.74%
	0-20%	463	20.61%	6163	7.71%
中等风险	20-40%	629	28.01%	51994	65.06%
	40-60%	550	24.49%	11497	14.39%
低风险	60%以上	196	8.73%	5674	7.10%
合计		2246	100.0%	79913	100.00%

数据来源：Wind，华创证券，数据截止2018.7.2

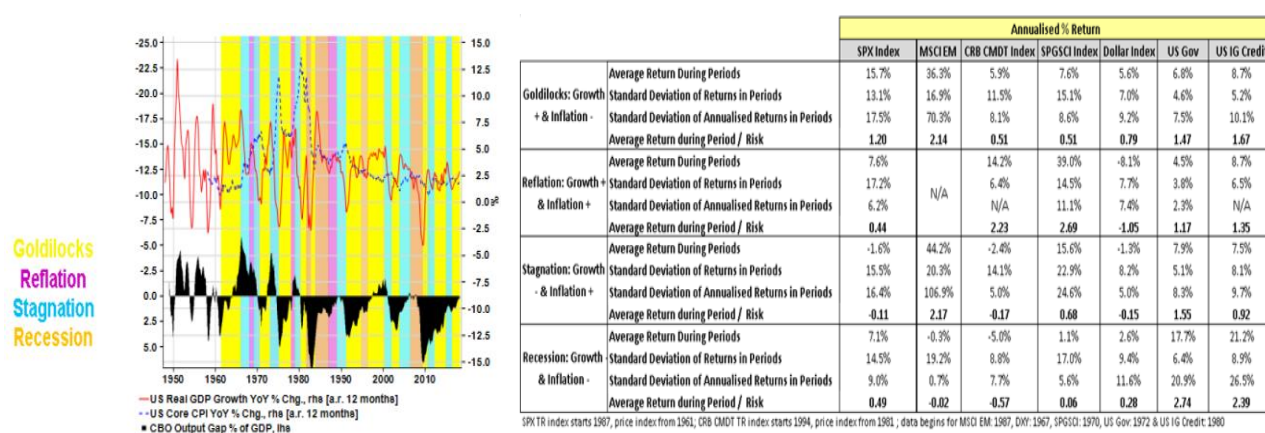
二、全球股票资产展望

(一) 全球股票：下一站是“经济增长+通胀上升”？

经济进入 Reflation (经济增长+通胀上升) 阶段！全球经济从之前的“经济增长+通胀低位”状态启程，目前看大概率将进入到“经济增长+通胀回升”的新阶段。从花旗的研究看，对于股票资产而言，以美股为例，其收益率将变为之前的一半(从 15.7%降至 7.6%)，而波动率则会显著攀升(从 13.2%至 17.2%)。因此，尽管风险会上升，波动会来临，但股票资产整体仍将录得正收益的回报。

图 13

向左走，向右走？从之前的 Goldilocks 阶段启程，下一站是 Reflation 还是 Stagnation？

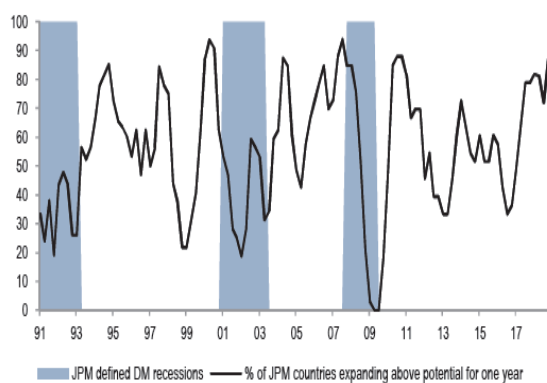


数据来源：Citi

经济增长仍保持着较好的势头，企业盈利良好。如何笃定是经济增长而非经济停滞？以摩根大通的研究为例，其跟踪的全球主要经济体增长数据显示，当前近九成经济体的经济增长水平超出潜在增长，换言之，全球一致性增长的趋势仍未停歇。而从企业盈利的角度看，情况也比较乐观，自年初至今，MSCI 全球股票指数的 2018 年盈利同比预期基本稳定在 10%+ 的水平上，盈利能力的良好是股票资产继续上行的坚实支撑。

图 14

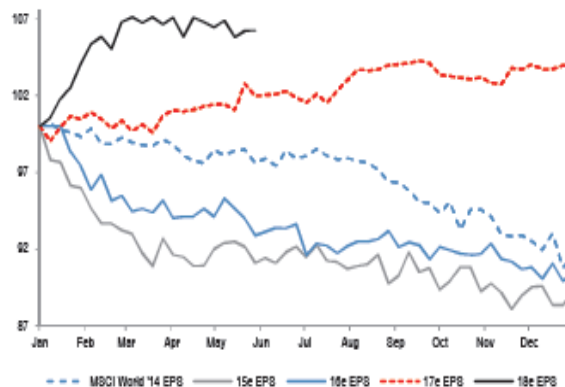
90%经济体经济增长超出其潜在水平



数据来源：J.P.Morgan

图 15

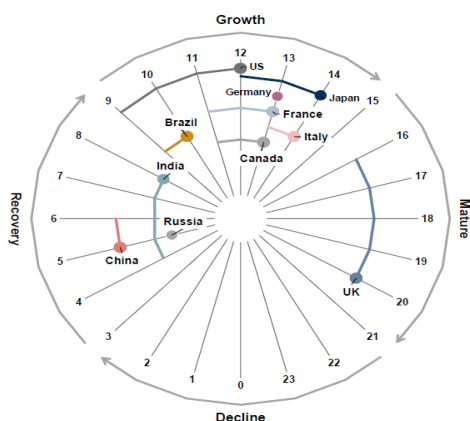
MSCI 全球盈利预期稳定在同比两位数增长



（二）美国股票：经济正当午，盈利稳定，前景乐观

美国经济正当午，短期内衰退概率较低。在持续紧俏的劳动力市场、税改等诸多因素的影响下，美国经济正呈现出较好的增长势头。在野村绘制的全球不同经济体所处的经济周期图表中，美国经济当前恰好指向了正午 12 点钟的方向，这表明了美国经济的乐观前景，至少在短期的维度下，美国经济将维持强势增长，而无经济放缓之虞。此外，根据摩根大通的研究，站在当下，未来 1 年内美国进入经济衰退的概率只有 6%，而未来 2 年和 3 年内进入经济衰退的概率则会上升至 20%和 33%。

图 16 野村绘制的经济周期图中，美国经济正当午



数据来源：Nomura AM，Goldman Sachs

一季报昭示了企业盈利的全面向好。经济向好，企业盈利的表现也毫不逊色，一季报的披露结果显示，标普 500 指数成分公司的一季度盈利同比增长 24%（其中 7%由税改推动），而更为喜人的是，全部子板块的盈利同比均呈现正增长（增长最多的是油气、基本材料和科技板块），而且全部子板块的增长均超出了市场预期（超出预期最多的是工业、科技和消费服务板块）。一季报昭示了企业盈利的全面向好，可以预见，在经济正当午的环境下，加上税改、基建等财政刺激计划，企业盈利的进一步攀升将是大概率事件。

图 17 美国 1 年内发生衰退的概率仅为 6%

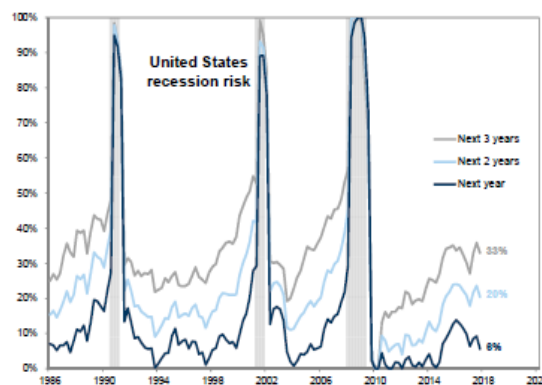
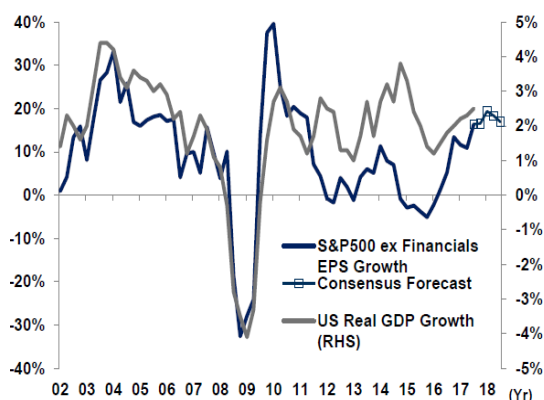
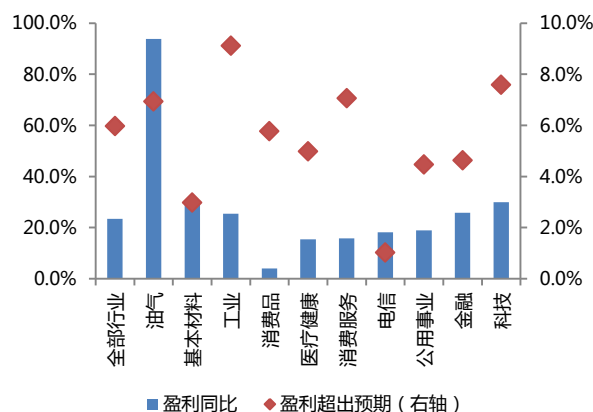


图 18 一季报美股盈利同比增长近 24%



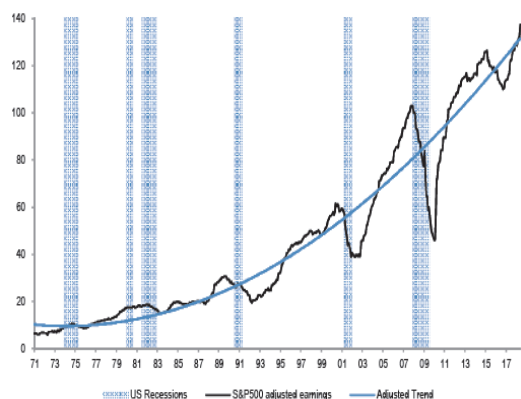
数据来源：Nomura AM，Bloomberg

图 19 各行业板块盈利全面超出市场预期



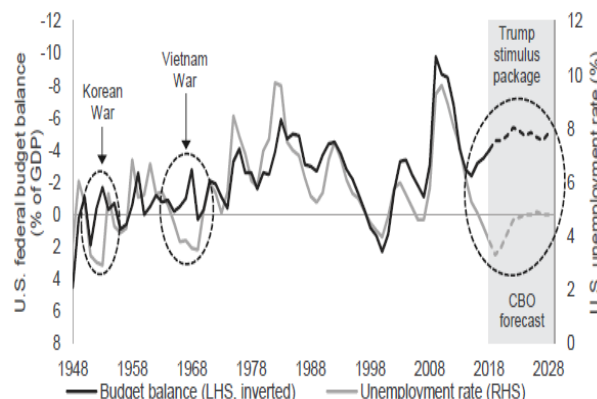
而根据历史规律，盈利还有向上空间。从经济向好的角度来说，企业盈利还将继续攀升，从历史规律上看也同样如此。下图是摩根大通对于美股盈利水平及其趋势线之间的联系，在每一轮盈利的扩张周期中，盈利的顶峰会超出其趋势线的水平，过去几轮周期中，峰值水平超出趋势线的平均水平是 29%。当前美股企业盈利超出趋势线仅 4%，由此可见未来企业盈利还将会有继续攀升的过程。此外，前文提到的特朗普的财政刺激计划，如果能够全面实现，则将大大超出美国预算委员会（CBO）所认为的经济所需财政支出水平，这也将促使美国经济在短期内呈现出繁荣的状态。

图 20
历史上，美股盈利峰值平均超出趋势线 29%



数据来源：J.P.Morgan, RBC GAM

图 21
特朗普的财政刺激计划将促进经济短期繁荣



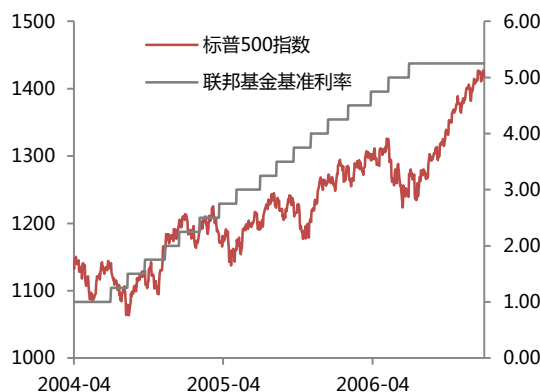
加息会影响股市吗？至少在目前不会。不少投资者对于 2018 年 2 月的市场大跌仍心有余悸，而该次市场大跌的原因被归结为债券收益率的迅速拉升，因此在加息环境下股市是否能够承受来自收益率上升的压力就成为了关切的问题之一。从高盛的分析可见，归纳过去几轮加息周期，特别是几次 10 年期国债收益率攀升超过 100BP 的阶段，大部分时候其实股市都仍然是上涨的（只有 1997 年-2000 年那次例外，股市小幅下跌 2%），因此国债收益率的上升并不必然成为股市的压力，高盛预计只要国债收益率不超过 3.5%，对于股市而言都仍然是可承受的范围。此外，我们也统计了上一轮加息周期，即 2004-2006 年的加息周期，共计 17 次加息，但同期股市上涨 26%。因此，至少在 12 个月的维度上，无需对加息问题担忧过多。

图 22
高盛认为利率在升至 3.5%之前对股市无压力



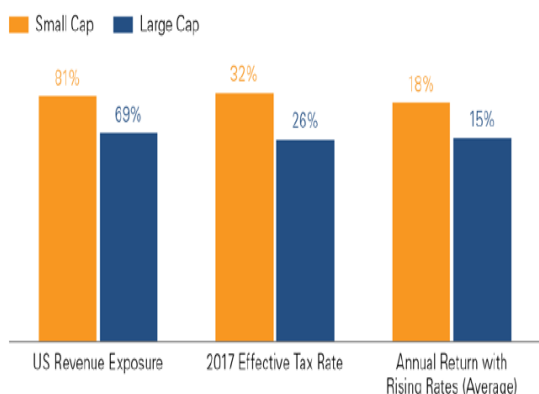
数据来源：Goldman Sachs, Bloomberg

图 23
上一轮加息周期，标普 500 上涨 26%



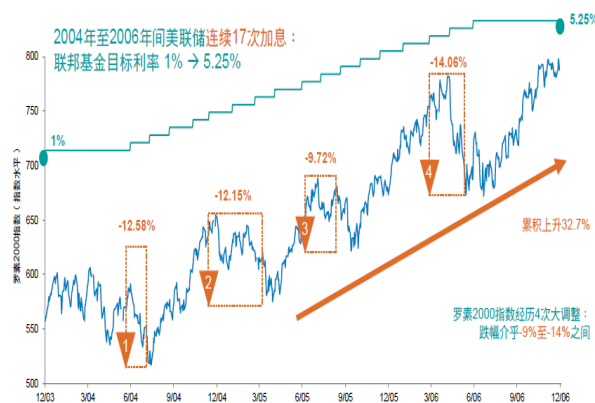
小盘股迎来多重利好的共振期。上文我们分析了美国经济正当午、盈利上升环境之下对股市的提振作用，而预计小盘股将更加受益于当前市场，因为多重利好因素的共振。其一，贸易战的阴影下，出口部门将承受压力，但小盘股公司的营业收入基本来自美国本土（81%），而大盘股以跨国公司为主，这一比例为69%；其二，小盘股之前的税率（32%）高于大盘股，税改对其盈利的提振效果更佳。此外，之前提到的同一个加息周期里（2004-2006），小盘股的涨幅32.7%也要超出大盘股。

图 24
小盘股相比大盘股在当前环境具有多重优势



数据来源：Legg Mason

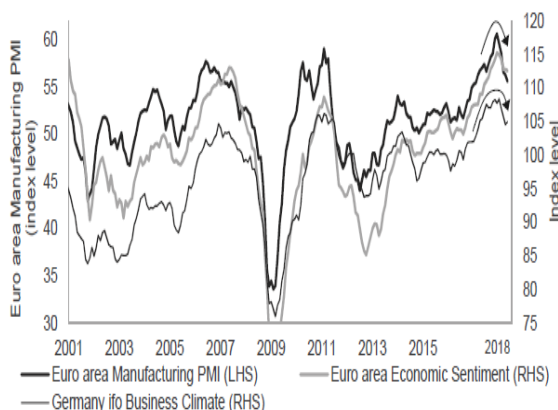
图 25
上一轮加息周期，小盘股表现超出大盘股



（三）欧洲股票：复苏遇挫，政治风险需关注

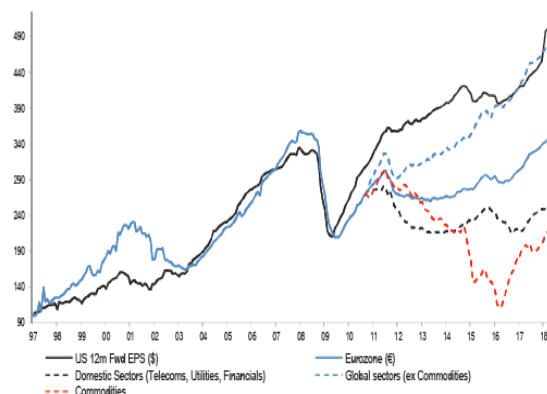
欧洲复苏遇到挑战，内需不振是主要原因之一。欧洲经济数据自2018年初之后出现了明显的拐点（如下图），无论制造业 PMI 还是经济情绪指标都出现了边际的回落，复苏遇到了一定的挑战。归其原因，内需不振或许是主要的渊藪之一，如下右图摩根大通的研究表明，如果将欧洲的经济部门分成全球型（global）和内需型（domestic）两类，则可以发现自2008年的金融危机之后，全球型部门的增长基本能跟上美国的增长，而内需型部门则构成了显著的拖累。因此，内需不振再叠加欧洲近期的政治风险（包括西班牙、意大利等），欧洲经济的短期前景并不十分乐观。

图 26
欧洲经济复苏遇到挑战



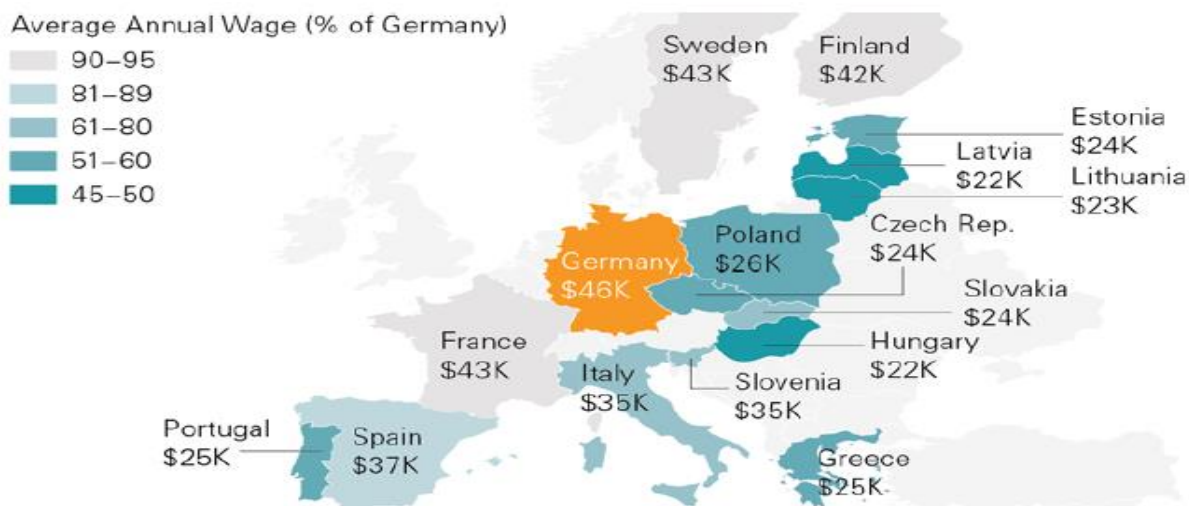
数据来源：RBC GAM, J.P.Morgan

图 27
内需不振是主要原因之一



通胀始终难以实现，宽松货币政策可期。 欧洲央行所致力于实现的 2% 的通胀目标实现起来具有难度，因为欧元区囊括了经济发展水平不一的诸多经济体，围绕经济状况较好的德法，多个其他经济体天然地具有输入性的通缩压力——如下图所示，环绕德国和法国，其他经济体的工资水平普遍较低，像波兰、匈牙利、捷克、斯洛文尼亚等的工资都不到德国的 60%。既然通胀拉动困难，经济复苏又遇到挫折，大概率欧央行将在一段时期内维持宽松的货币政策，这也将对股市形成一定的支撑。

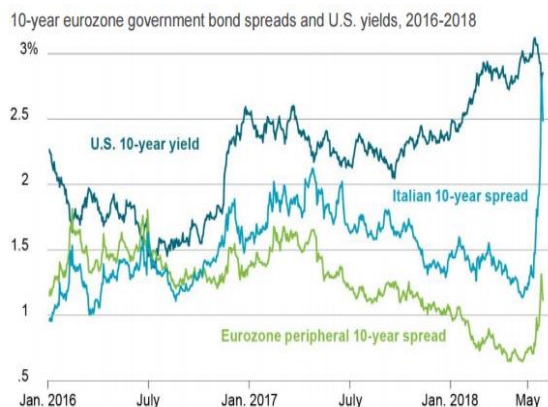
图 28 环绕德法，多国工资水平显著偏低，输入性的通缩因素始终存在



数据来源：Goldman Sachs AM

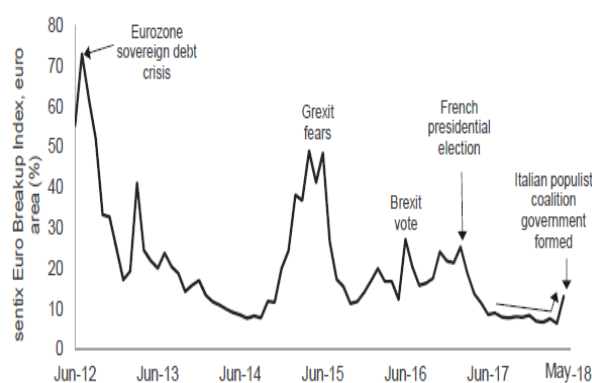
政治风险有所升温，但影响幅度有限。 近期意大利的事件搅动市场，因反建制、反欧元立场的五星运动党和北方联盟执政，让市场大为不安，意大利国债收益率出现了飙升（如下左图），意德国债利差创下了近年来的新高。更早的时候则是发生了西班牙首相被弹劾下台的事件。尽管如此，我们认为欧元区的政治风险依然是局部的、有限的，从下图右图可以看到，即使在意大利事件发酵期，欧元区的分裂风险指数（Euro Breakup Index）仍然处于较低的水平，这一水平远远低于 2012 欧债危机的时候（70%），也低于英国脱欧以及法国选举的时候（约 30%），欧元区的政治风险依然处于低位。

图 29 意大利问题让其国债收益率飙升



数据来源：BlackRock, RBC GAM

图 30 目前欧元区的分裂风险指标仍处于相对的低位



（四）日本股票：积极因素与消极因素的交织/转化

日本股市的部分积极与消极因素存在相互交织或者转化的可能。

正面因素方面：正面因素之一是宽松的货币政策 QQE，自 2013 年以来 QQE 成为了股市上涨的背后推手，日经 225 指数也从 10000 点附近上涨到了目前的 20000 点以上。但这一因素需要日本央行坚持其 QQE 政策，而一旦美国加息周期继续深入，日本经济又存在向好的迹象，则宽松的货币政策存在转向的可能性。正面因素之二是低估值。日本股市不同于其他主要的股票市场，尚未出现估值过高的风险，但低估值其实也是一个惯性，如果要打破低估值的惯性，似乎也需要新的动力。例如高盛近期的一项研究认为，日本 65% 的行业存在行业集中度偏低的问题，缺少所谓的龙头带动行业估值上行，高盛认为如果 M&A 能够增加，则有望显著提升日本股票的估值。正面因素之三是改善的公司治理，近年来日本在公司治理方面取得了长足的进步，诸如交叉持股、信息披露、公司召开会议、董事会治理等方面均有改善，而分红率以及公司回购也呈现逐渐上升的趋势，预计这面向好的趋势不变，还将继续推动股市的上行。

负面因素方面：美国的贸易战也同样波及了日本，目前美国豁免了部分日本钢铁企业的关税，但对于汽车关税方面则没有新的进展，所以这成为了 Q3 最大的不确定性；此外，安倍能不能连任自民党总裁也至关重要，因为这成为了投资者判断日本是否将保持当前宽松的货币政策以及扩大财政支出的一种依据。

（五）新兴市场股票：杀跌结束，等待美元回归弱势

尽管景气回落，但新兴市场基本面尚属健康。新兴市场在近期成为了关注的对象，从阿根廷的风暴开始，再到土耳其，之后蔓延到墨西哥、巴西、南非，近期似乎还有扩散至亚洲新兴市场的迹象。如果仅仅从基本面的角度看，确实在近期出现了一定的回落，如下左图是高盛追踪的主要新兴市场的 CAI（经济活动状况的一种度量指标）指数，在 2018 年之后都出现了一些边际的下降，而从右图看，EM 的 PMI 指数也有较为明显的拐点出现。因此，不能说本轮新兴市场的下跌没有基本面的因素，但如此大幅的下跌，而且是股债汇的全面下跌，似乎有些超出了正常的范畴。如果要总结促成本轮下跌的因素，应该是在强美元、贸易战、多国面临选举背景下，一些双赤字的债务国出现了动荡，进而影响和蔓延到了更多的市场。

图 31 新兴经济体基本面仍较为健康

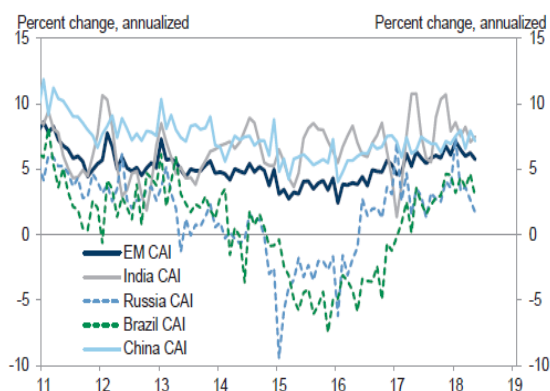
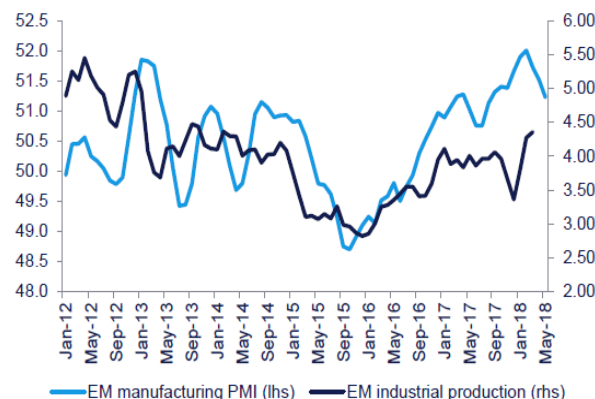


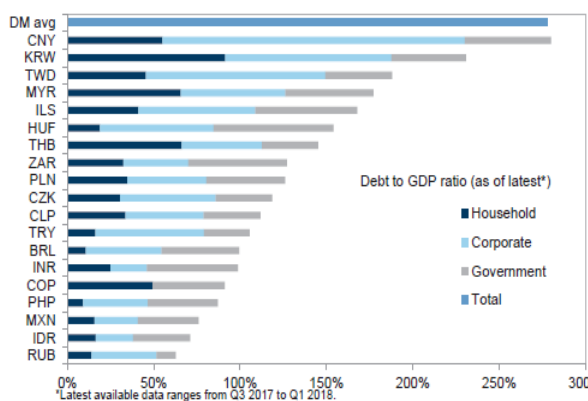
图 32 尽管景气度边际上有所回落



数据来源：Goldman Sachs，Aberdeen Standard Investments

但债务问题确实是一个困扰，对于部分经济体而言还是个大问题。债务负担确实在部分新兴经济体来说是一个较为严重的问题，尤其一些拉美国家依赖借债度日（仰仗资金流入），让其经济的不平衡性加剧，而一旦美元走强，资本流出这些经济体，就会导致严峻的事态。如典型的双赤字国阿根廷，其面临着经常账户和财政预算的双赤字局面，成为了本轮风暴中扇动翅膀的蝴蝶——尽管已经在不断加息抑制本币贬值，但依然难以阻止市场的抛售。而亚洲经济体普遍经常账户较为强健，经常账户顺差国能够通过贸易获得美元，因此偿债能力更强（外汇储备更多）。据统计，亚洲新兴市场经济体平均经常账户盈余占 GDP 比例为 5.7%，而亚洲以外的新兴经济体该数字是逆差 1.7%。前者外储占名义 GDP 比例 37.7%，后者则仅有 15.3%，因而躲过了第一轮的市场抛售。综上所述，新兴市场分化较大，更应当关注债务过高国家的风险。

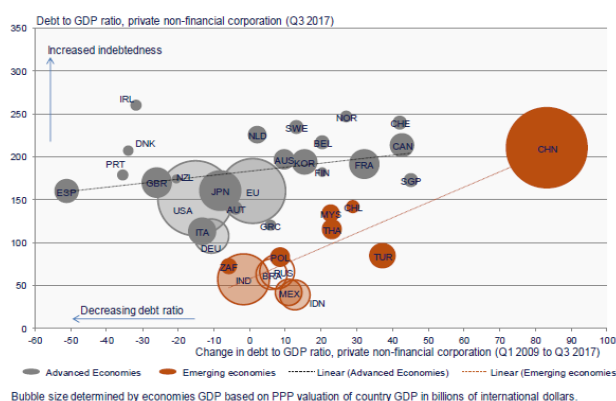
图 33 新兴经济体的债务负担偏高



数据来源：Goldman Sachs, Aberdeen Standard Investments

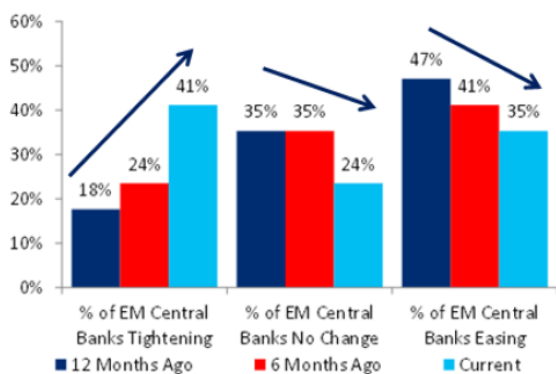
加息防止汇率进一步贬值，然后等待美元回归弱势。在货币贬值情况下，越来越多的新兴经济体开始采取加息等政策抑制本币的进一步贬值和资本流出。根据花旗的统计，当前开始加息的新兴经济体比例已经从 1 年前的 18% 骤升至 41%，而我们预计这一比例还将继续上升。鉴于新兴市场股票和美元指数的相关性较高，我们判断新兴市场企稳反弹需要等待美元的强势进程停止乃至逆转才能出现，当前是等待和准备布局新兴市场的较好时机，一些市场已经具有价值：印度（经济增长）、巴西（超跌反弹）、俄罗斯（油价）。

图 34 且分化较大，部分经济体债台高筑



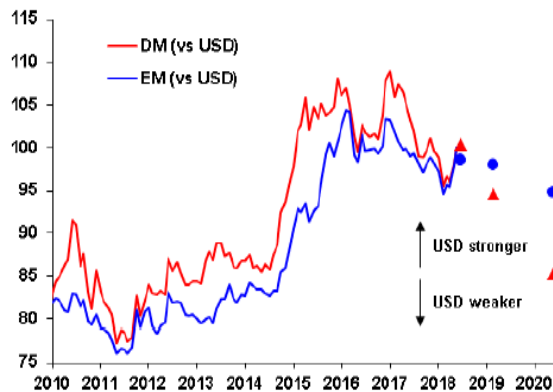
数据来源：Goldman Sachs, Aberdeen Standard Investments

图 35 步入加息的新兴经济体越来越多



数据来源：Citi

图 36 等待美元回归弱势



三、中国债券资产展望

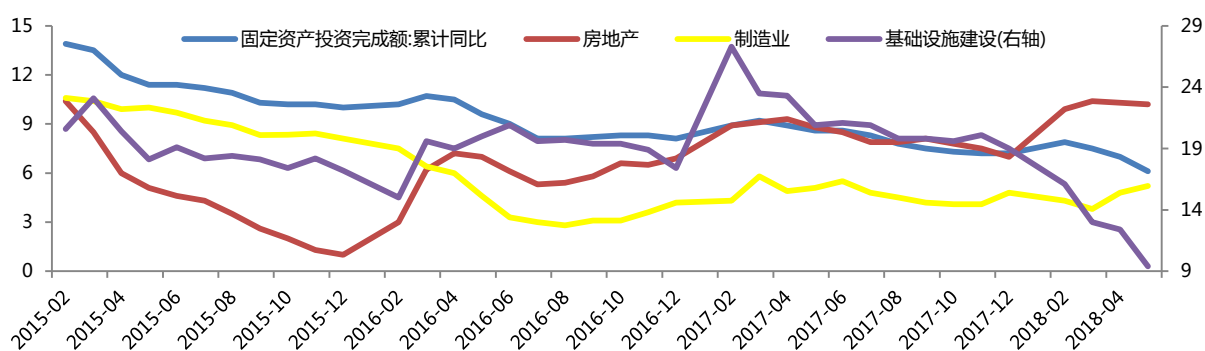
(一) 经济基本面隐忧浮现

投资、消费等需求数据走弱，贸易摩擦风险缭绕，经济基本面隐忧浮现。1-5月，规模以上工业增加值同比增长6.9%，继续保持在相对高位，但经济增长背后的隐忧正逐步浮现。

首先，固定资产投资同比增速放缓至6.1%。基建投资成为最大的拖累，从2017年底的19%降至1-5月的9.4%：一方面，2018年的财政资金主动投放规模受到约束，预算赤字依旧安排在2.38万亿元，赤字率下调至2.6%；另一方面，对地方政府融资平台的规范和治理仍在持续的进行，PPP项目的备案和入库也再度受到了严格的清查。房地产投资虽然保持在相对高位，但主要受土地购置费用的带动，同比增长达到了52.2%；对上下游产业链带动作用明显的建筑施工相关的投资则为负增长，同比下滑2.91%。

图 37

固定资产投资增速降至6.1%，基建高位跳水、制造业低位反弹、房地产独木难支

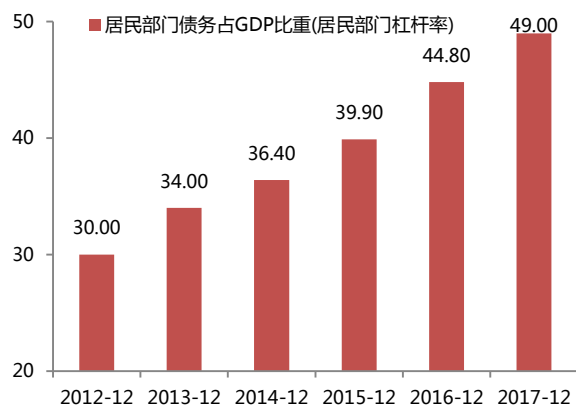


数据来源：Wind

其次，消费增速不断放缓。受居民购房贷款的快速上升带动，居民部门杠杆水平已经从2012年底的30%上升至2017年底的49%。与此同时，一季度居民可支配收入增速下滑至8%，消费能力受到了进一步的限制。1-5月社会消费品零售总额同比增长9.5%，较2017年10.2%的增速下滑0.7个百分点。

图 38

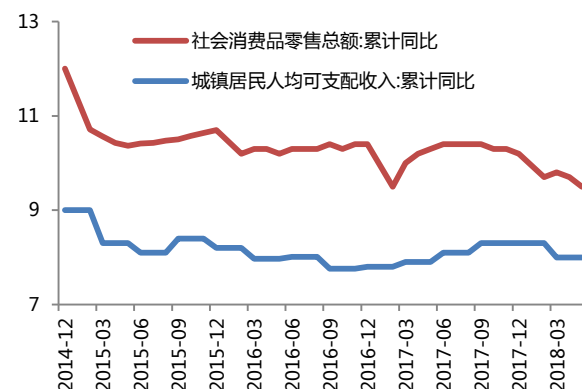
居民部门杠杆水平快速提升



数据来源：Wind

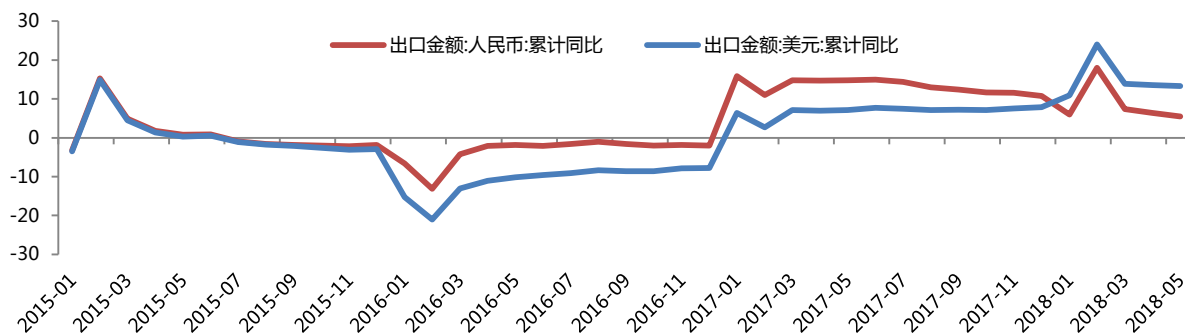
图 39

居民收入与社零总额增速下滑



另外，贸易摩擦的再次升温也为未来的国内出口蒙上了一层阴影。作为 2017 年经济改善最大边际贡献量的净出口将不可避免的受到影响：以人民币计的出口增速从 2017 年底的 10.8% 降至了 1-5 月的 5.5%；以人民币计的贸易差额则在 6500 亿元左右，较去年同期减少约 1/3。

图 40
1-5 月人民币计价的出口增速降至 5.5%



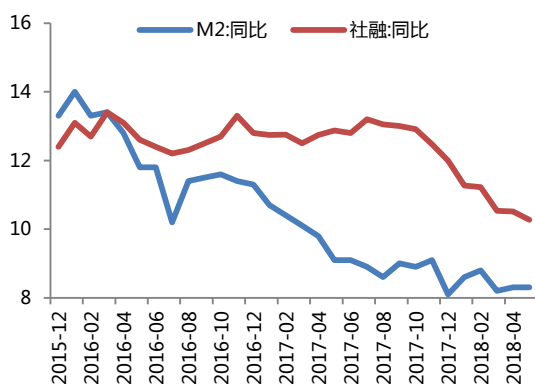
数据来源：wind

(二) 社会融资规模增速放缓

社会融资规模增速放缓。2018 年，去杠杆由金融领域向实体领域扩散，社会融资规模增速持续放缓。一方面，委托贷款、信托贷款等表外融资渠道被压缩；另一方面，在额度控制、资本金约束以及风险偏好等的影响下，表内信贷难以有效扩张。与 2017 年同期相比，1-5 月新增社会融资规模同比减少 1.47 万亿元：表内银行信贷增加约 3100 亿元；表外融资同比则减少 2.82 万亿元；直接融资同比增加 1.04 万亿元，主要受 3、4 月份债券融资回暖带动，但是信用风险升级之后，5 月、6 月净融资额大幅缩减。

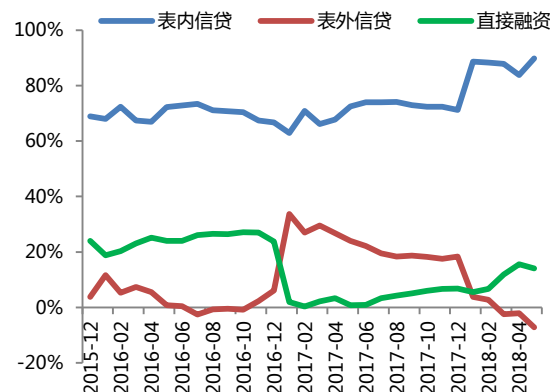
与此同时，企业的信贷需求也开始走向下滑通道：央行二季度银行家问卷调查报告显示，贷款总体需求指数为 66.7%，比上季度降低了 4.2 个百分点；制造业贷款需求指数为 60.3%，比上季度降低 1.1 个百分点，非制造业贷款需求指数为 60.7%，比上季度降低 3.6 个百分点；大、中、小微企业贷款需求指数分别为 58.0%、60.6%和 64.5%，比上季度分别降低 3.1、2.1 和 1.8 个百分点。

图 41
M2、社融增速持续下行



数据来源：Wind

图 42
表内信贷占比激增，表外大幅收缩



（三）货币政策稳健中性，保持流动性合理充裕

保持流动性合理充裕。2018 年的政府工作报告将货币政策定位为“稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重。”在央行二季度货币政策委员会例会之后，相关表述进一步调整为“稳健的货币政策保持中性，要松紧适度，管好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，引导货币信贷及社会融资规模合理增长。”从“合理稳定”到“合理充裕”的措辞调整，结合年内央行多次的定向降准措施，我们认为货币政策已有转向边际宽松的迹象。

货币市场资金利率保持在相对低位。在央行的多重呵护之下，2018 年上半年的货币市场资金利率持续在相对低位运行。6 月 R001 加权平均成交利率仅为 2.62%，较去年同期下行约 23BP；R007 加权平均成交利率则为 3.46%，同比下行约 3BP。中长端的 Shibor1M、3M 利率水平则在 3 月下旬快速走低，年中考核时虽有所上行，但仅为 4.03%、4.16%，较去年同期下行 43BP、35BP。

图 43
短端资金利率保持低位

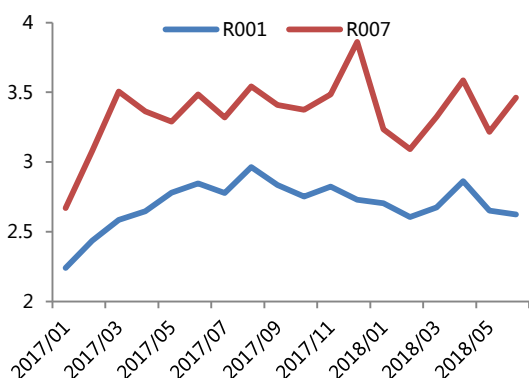
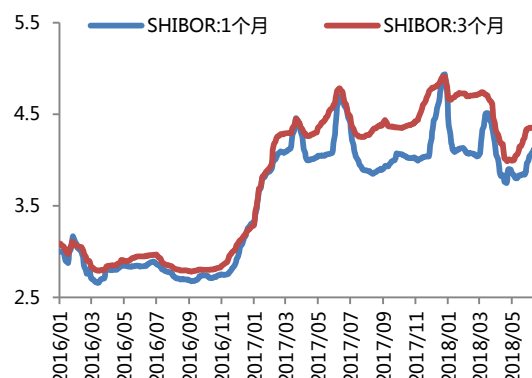


图 44
Shibor 利率从高位回落



数据来源：Wind

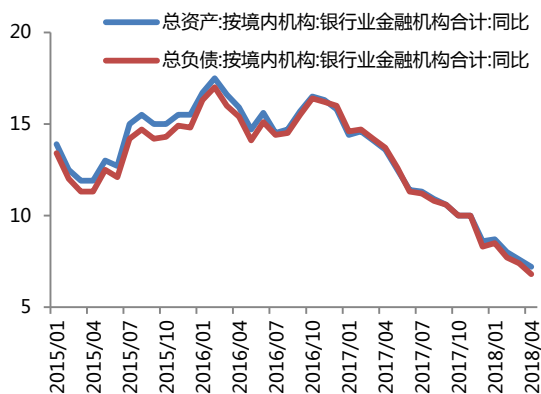
（四）金融去杠杆取得阶段性成效，监管政策边际宽松

金融去杠杆已取得阶段性成效。央行在 2018 年一季度的货币政策执行报告中指出“宏观杠杆率增速放缓，金融体系控制内部杠杆取得阶段性成效。”而我们观测的部分指标也进一步验证了央行的上述结论：银行业金融机构的资产和负债增速已从 2016 年四季度 16% 左右的增速持续下滑至 2018 年 5 月底的 7% 附近；2017 年底银行理财规模为 29.54 万亿元，同比增速也从 50% 以上滑落至 2%；作为同业杠杆链条重要组成部分的同业理财规模更是从年初的 5.99 万亿元减少至 3.25 万亿元。

监管新规及部分细则过渡期适当延长。4 月 27 日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布实施。与征求意见稿相比，正式稿在打破刚性兑付、产品净值化、严控非标投资、消除多层嵌套等原则性意见和核心精神上均保持不变，但“坚持防范风险与有序规范相结合，合理设置过渡期，给予金融机构资产管理业务有序整改和转型时间，确保金融市场稳定运行。”正式稿将过渡期延长至 2020 年底，为金融机构业务的有序整改提供了更大的空间和更多的时间。此后，陆续发布的包括《商业银行流动性风险

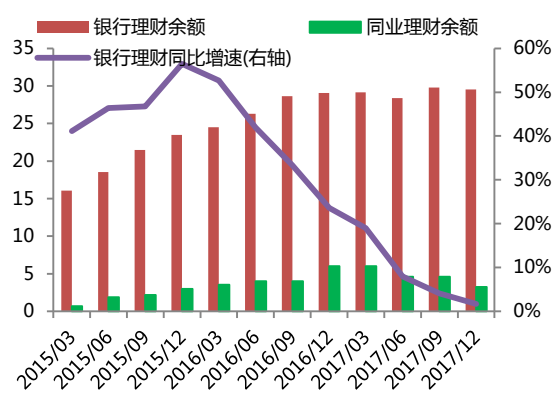
管理办法》等资管新规的配套细则，均出现了诸如过渡期适当延长等的边际宽松迹象。

图 45
银行业金融机构资产、负债增速快速下滑



数据来源：Wind

图 46
银行理财增速大降，同业理财规模腰斩



(五) 利率债谨慎乐观，收益率有望震荡下行

利率债收益率有望震荡下行。 综上，投资、消费等需求数据走弱，叠加贸易战的再度升级和去杠杆下的信用收缩，我们认为经济基本面存在一定的下行压力。作为对冲的货币和监管政策则有望边际宽松，旨在降低企业融资成本、缓解小微企业融资困难的定向降准可能再次出现，货币市场的资金环境保持在相对低位，利率债的收益率有望震荡下行。与历史平均水平相比，当前短端的 1Y 国债、国开债仍分别高出约 56BP、71BP，存在较大的下行空间；国开债相对于国债更是普遍的处于相对更高的历史分位上，存在较为显著的配置价值。

图 47
国开债收益率的历史分位普遍高于国债

国债	当前水平	历史分位	历史均值	当前-均值 (BP)	国开债	当前水平	历史分位	历史均值	当前-均值 (BP)
1Y	3.16	75%	2.60	56.10	1Y	3.68	73%	2.97	70.85
2Y	3.26	73%	2.76	50.18	2Y	3.99	77%	3.25	74.23
3Y	3.31	69%	2.91	40.46	3Y	4.01	75%	3.40	61.54
5Y	3.35	62%	3.14	20.88	5Y	4.11	70%	3.67	43.73
7Y	3.49	59%	3.39	9.99	7Y	4.32	72%	3.88	43.77
10Y	3.48	46%	3.52	-4.45	10Y	4.25	63%	4.03	22.28

数据来源：wind

(六) 信用违约将成常态，配置策略建议短久期、高评级、适当杠杆

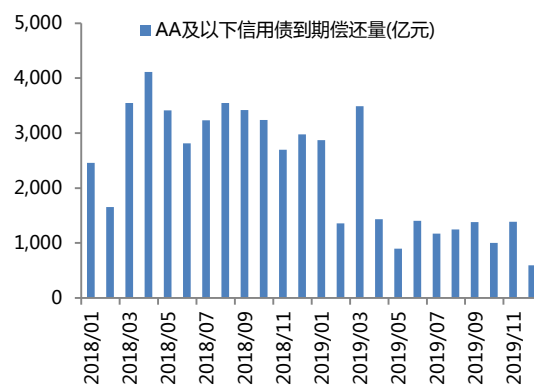
信用违约将成常态。 在资管新规正式施行之后，打破刚性兑付被提升到了更为重要的位置，叠加当前去杠杆、紧信用的政策环境，我们预期信用违约事件将逐步成为常态，尤其是中小企业、民营企业的处境

相对堪忧。一方面，在本轮经济反弹的过程中，中小企业、民营企业的盈利改善程度远小于国有企业和大型企业，现金流甚至有所弱化。2017年的规模以上工业企业中，国有及国有控股企业盈利增速高达45.1%，而同期私营企业盈利增速则仅为11.7%，是前者的1/4左右。另一方面，表外融资渠道的大幅收缩、表内信贷的额度控制以及中低评级信用债居高不下的到期压力，也将持续冲击本已脆弱的市场情绪。比如，1-5月表外融资同比大幅减少2.82万亿元，而表内信贷仅增加约3100亿元；2018年下半年AA及以下等级的信用债月均到期规模仍超过3000亿元。

图 48 2017年私营企业盈利增速仅为国企的1/4



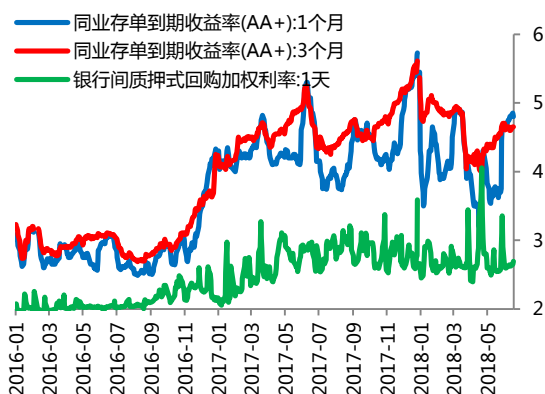
图 49 未来中低等级信用债的到期规模仍居高不下



数据来源：Wind

配置策略建议短久期、高评级、适当杠杆。因而，在当前的市场环境下，我们建议对中低等级信用债保持谨慎，维持高评级、短久期的防御型配置。1M、3M的同业存单到期收益率仍在5%附近，1Y中票的收益率继续在4.5%以上。另外，在货币市场流动性保持平稳并在相对低位的环境下，杠杆水平可适当提升。

图 50 同业存单利率仍接近 5%



数据来源：Wind

图 51 短端中票收益率处于历史均值以上

信用债	当前水平	历史分位	历史均值	当前-均值(BP)
中票AAA:1Y	4.54	68%	4.11	43.04
中票AAA:2Y	4.55	63%	4.30	24.91
中票AAA:3Y	4.55	56%	4.45	10.35
中票AAA:5Y	4.66	49%	4.67	-1.40
中票AAA:7Y	4.90	51%	4.87	2.34
中票AA+:1Y	4.90	68%	4.40	49.94
中票AA+:2Y	4.91	65%	4.64	27.26
中票AA+:3Y	4.91	56%	4.79	12.11
中票AA+:5Y	5.08	50%	5.08	-0.19
中票AA+:7Y	5.32	40%	5.42	-10.16

四、全球债券资产展望

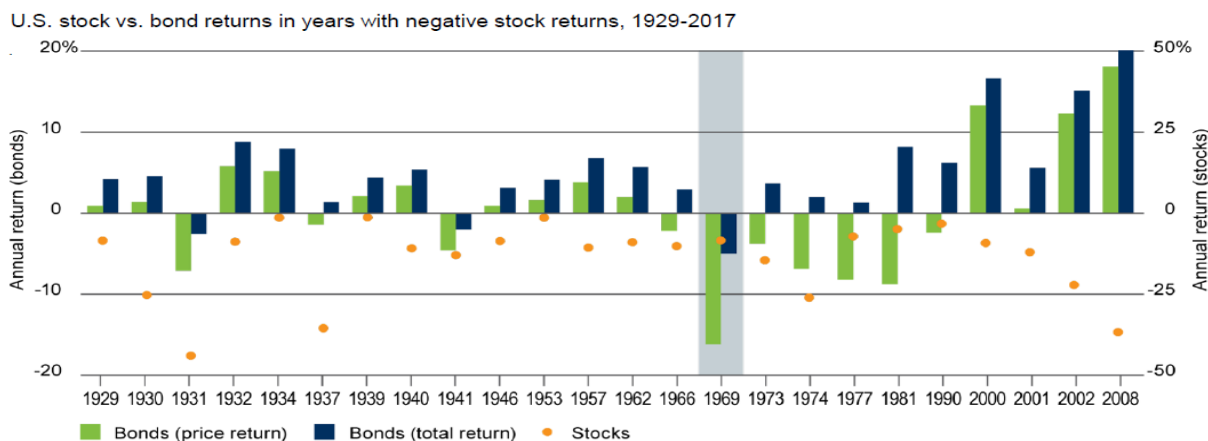
(一) 全球债券：新的环境，新的挑战

全球经济环境的大变革期即将来临。太平洋资产管理公司 (PIMCO) 在 2018 年 5 月召开了其一年一度的会议，该会议旨在判断未来中周期 (3-5 年) 的经济形势，本期的会议主题定调为“惊醒” (Rude Awakening)，在其报告中专门提到：“我们预计随着后危机时代的终结，一个更加困难的市场环境将让投资者惊讶。……货币财政政策的组合正在改变，央行从货币宽松中撤出而财政政策在扩张，监管的讨论则从金融行业转向科技行业，经济国家主义和保护主义在上升。”从中周期的角度而言，全球经济环境的大变革期即将来临。

正确认识债券资产的功能，对冲增长风险，而非通胀风险！在这场经济环境的大变革中，我们该期待债券资产起到什么样的作用呢？贝莱德的研究表明，债券资产的作用在于对冲增长的风险，但不能用来对冲通胀的风险。换言之，如果风险来自于经济增长不及预期，则投资者判断货币政策将在未来偏于宽松，故而政府债券等的吸引力上升，债券资产将上涨；但是，如果风险来自于通胀的上升，则货币政策将会进一步收紧，从而导致债券资产价格的下跌。以 1969 年为例，如下图，当时美国面临着通胀的风险（通胀持续攀升，1969 年 CPI 同比 5.5%），在这一阶段，债券的表现就相当不好，从而出现了股债双杀的局面。因此，尽管当前的主线是经济增长加上可控的通胀风险，但是一旦油价继续大幅攀升（例如超过 100 美元/桶），那么股票将因成本端上升而盈利下降，而债券则无法为此风险提供对冲效果。

图 52

历史上看，债券资产能够对冲增长风险，但不能对冲通胀风险！



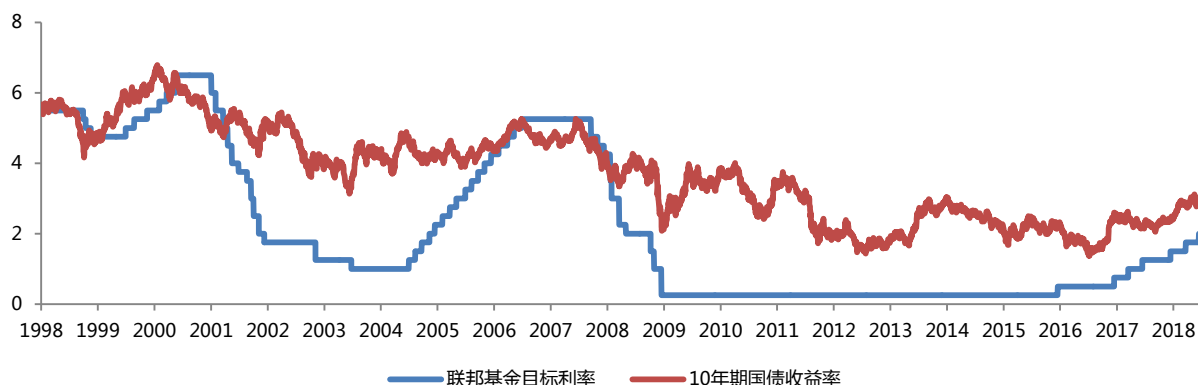
数据来源：BlackRock

(二) 美国国债：10 年期国债的顶部在 3.5%-4%

美国 10 年期国债的顶部有多高？预计在 3.5%-4%。年内美国 10 年期国债曾经一度站上了 3.1% 以上的位置，从而让投资者感到了一些恐慌，因此判断其顶部是具有相当价值的。从历史上看，其顶部的位置与联邦基金的基准利率顶部水平较为一致，故而可以通过后者来判断 10 年期国债的顶部位置。当前联储所认定的长期均衡利率是 3.5%，而且联储允许通胀的非对称（即允许通胀在一定时期内超出 2% 目标），所以均衡利率还有上修的风险，综合判断，10 年期国债的顶部在 3.5%-4%，而触顶的时间将在 2020 年上半年。

图 53

从历史上看，联邦基金利率的顶部与 10 年国债的顶部水平比较一致，且触顶时间点也比较接近



数据来源：Wind，嘉实财富

相比美国国债，其他发达经济体的国债在未来将面临更多的压力。与美国国债处于相对合理价值的情况不同，其他发达经济体因为在周期上落后于美国，其国债在未来也面临更多的压力。如下图所示，无论是欧元区还是日本的 10 年期国债，其当前的水平都低于 RBC 所判断的公允价值区间，在之后的周期内（至 2020 年），上述经济体的国债都面临着更多的收益率上行压力。

图 54

欧元区 10 年期国债

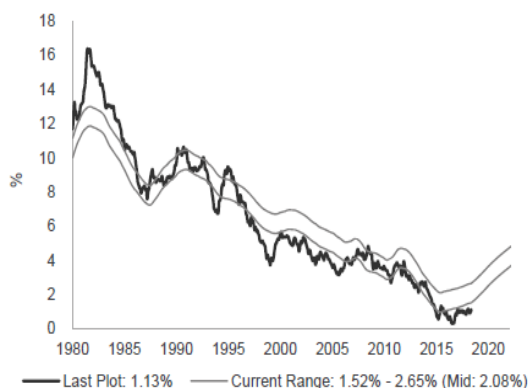
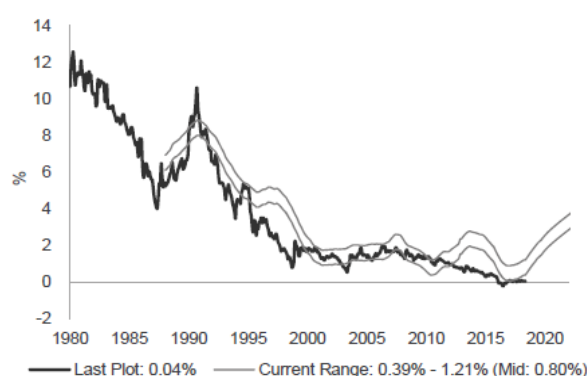


图 55

日本 10 年期国债

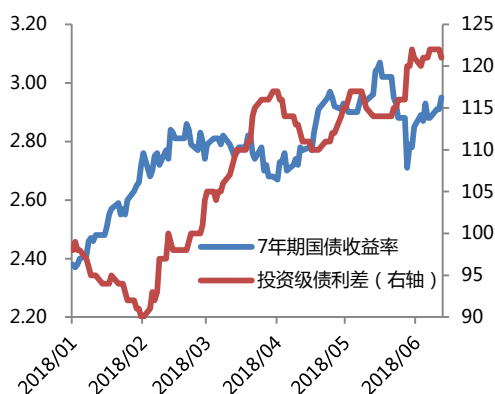


数据来源：RBC GAM

（三）美国投资级企业债：相对价值削弱

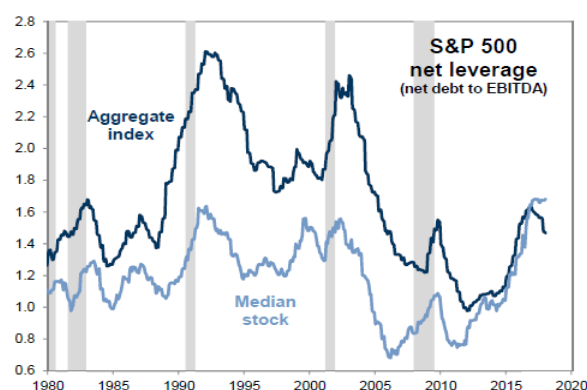
投资级债利差扩大难抵无风险利率上升速度，且杠杆率隐忧浮现。投资级债也成为了 2018 年以来下跌的重灾区，下跌幅度仅次于新兴市场债。原因何在？或许是不不断削弱的相对价值。高评级的信用债因其信用风险较低，故而同无风险利率（相同期限的国债）需要有一定的收益率差距才能凸显其投资价值。而在 2018 年至今，随着加息进程的深入，收益率曲线越发平坦，短端利率的快速上行让高评级的债券深受其苦。例如，截至 6 月中旬，年初以来的投资级债利率上升了约 20 多个 BP，但同期 7 年期国债的利率却上行了超过 50 个 BP，收益率吸引力下降是本轮投资级债下跌的原因之一。除此之外，自 2011 年后，美国企业杠杆率在不断攀升，投资级债发行量增加，也成为导致其杀跌的诱因。但 Q3 该板块存在超跌后的修复动力。

图 56
投资级利差扩张 20+BP ,但国债上升逾 50BP



数据来源：Bloomberg，Goldman Sachs

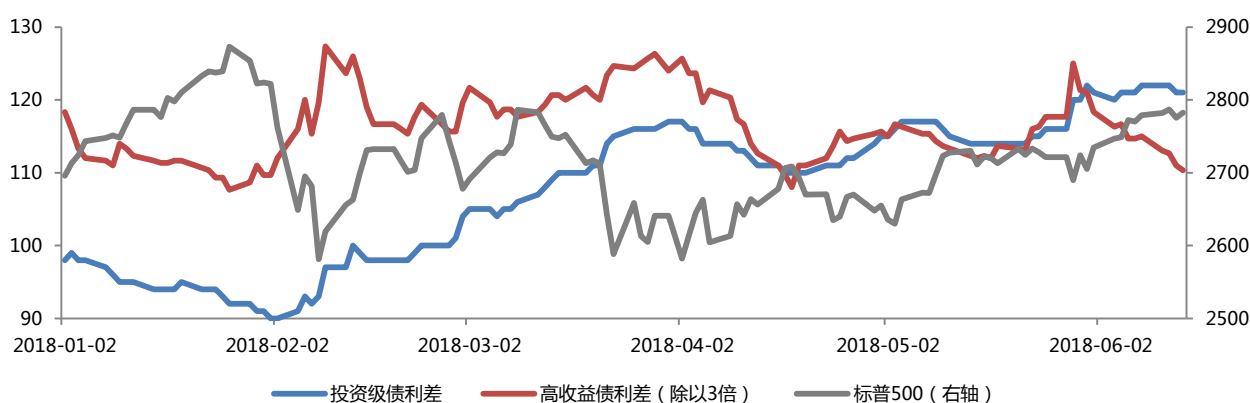
图 57
杠杆率的攀升成为隐忧



(四) 美国高收益企业债：取决于风险偏好的提振

风险偏好的提振让高收益债利差继续收窄。不同于投资级债的利差扩大（下图蓝线），高收益债年初以来的利差其实是收窄的（下图红线），其原因就在于风险偏好的回归。1 月底股市大幅下跌的阶段，高收益债同期利差曾经同步有显著的扩张，但随后尽管面临贸易战的困扰，股市风险偏好逐渐回归，高收益债的利差也逐渐步入下行的通道。年初以来的利差收窄抵消了无风险收益率上升的影响，而且高收益债本身又有较高的票息收益作为防护，因此上半年高收益债成为录得正收益的债券板块。

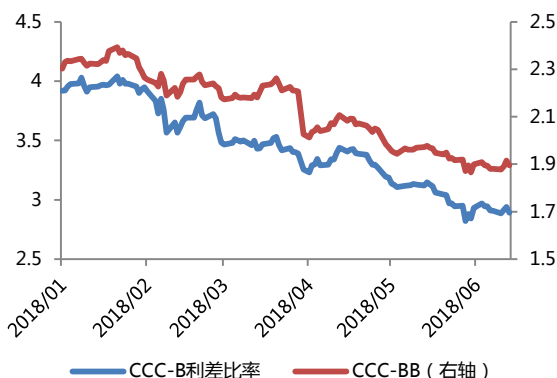
图 58
年初至今高收益债的上涨，主要归功于自 2 月以来股市上涨提振的风险偏好



数据来源：Wind

但后期或面临分化，利差也难以继续收缩。但后期高收益债的前景也难言乐观，一方面在于风险情绪能否提振取决于贸易战等风险因素能否得到纾解，目前看该因素尚具有较大的不确定性。事实上，由于年初至今高收益债整体表现良好，其内部不同等级的券种之间的分化还没有到来（如下图，不同评级的高收益债利差比率还在不断下降），后期或将面临考验；另一方面，利差的收窄也终有尽头，高盛预计到年底高收益债的利差会小幅扩张，然后在未来几年保持相对的稳定。尽管如此，鉴于高收益债本身的低久期、高票息的特征，其依然具有一定的投资价值。

图 59
不同评级之间尚未迎来分化



数据来源：Bloomberg，Goldman Sachs

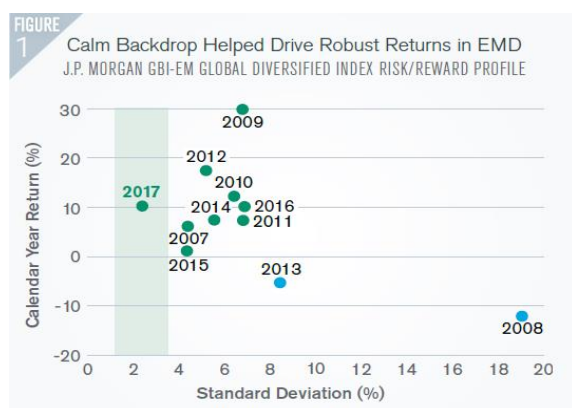
图 60
高盛认为利差将难以继续收窄



(五) 新兴市场债：迎来布局良机

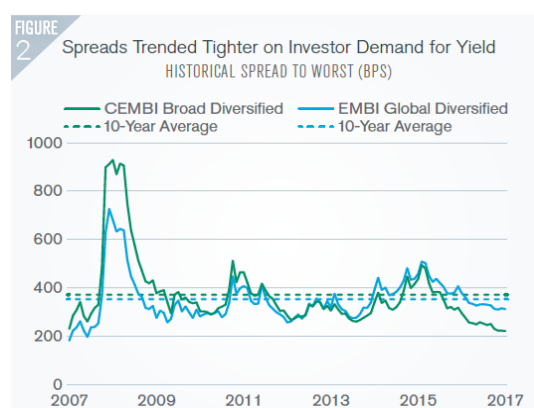
Q2 新兴市场债的下跌部分是源自对之前狂热市场的修正。二季度以来新兴市场债遭遇了不断的抛售，资金大幅流出，该板块的季度跌幅超过 3.5%（本币债因为汇率原因跌幅更大），让投资者感到惊讶。归其原因，部分是源于对 2017 年的不正常的市场的一种修正。如下左图所示，2017 年的“好日子”具有高收益、低波动的特点，收益近 10%而波动率仅有 2%+，这显然并不符合该资产类的特点，而从下图右图所示，截至 2017 年底，新兴市场债利差（公司债及政府债）也已经低于其历史平均水平，因此 2018 年向其正常情况收敛也是应有之义。

图 61
2017 年的“好日子”不是正常情况！



数据来源：American Century Investments

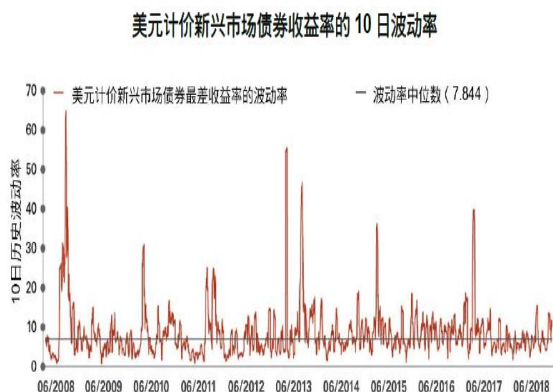
图 62
同期新兴市场债利差也收缩至均值以下



但也有矫枉过正之嫌，波动回归正常，估值似乎已经偏离较多。从波动性的角度看，波动性自 2018 年已经逐渐回升，回到了平均水平之上。而同期新兴市场债的价格也出现了显著下行，但当前的估值水平似乎已经超出了正常的范畴，如下右图所示，横轴为投资级债的利差，纵轴为新兴市场债的利差，两者之间的曲线拟合度高达 79%，但红色所标注的当前利差情况已经明显要高于曲线拟合所对应的水平，因此我们判断当前新兴市场债的利差扩大已经超出了正常的范畴。因此，整体而言波动率的回归较为正常，但利差的过度扩张已经超出了合理的范围，新兴市场债已经具有了投资价值。

图 63

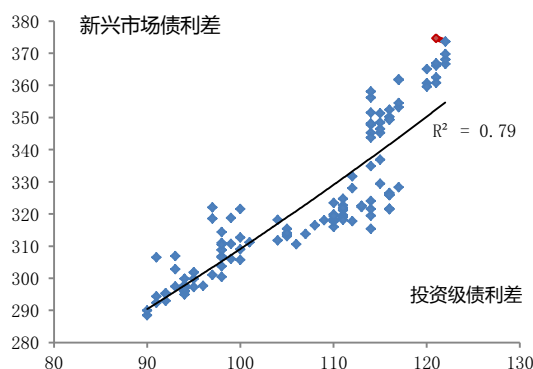
波动性已经回归



数据来源：Legg Mason，Bloomberg，嘉实财富

图 64

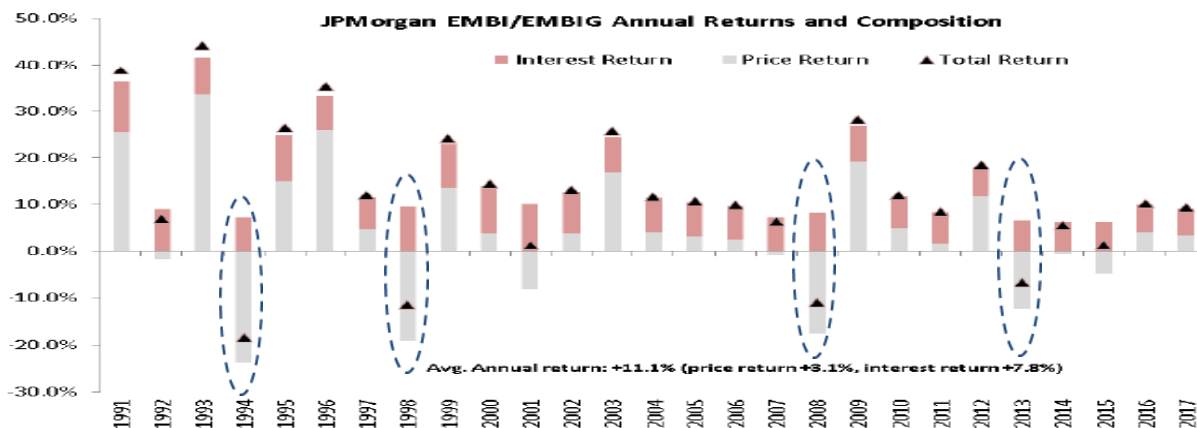
估值已经偏离均衡水平



历史上的大跌之后，新兴市场债倾向于反弹。另一个佐证新兴市场债的投资价值的论据是，历史上自 1990 年代以来，新兴市场债还从未出现过连续两个年度的下跌，其在 1994 年、1998 年、2008 年和 2013 年都曾经录得负收益，但之后的年度都有较大幅度的反弹，本次应该也不会例外。这背后的逻辑在于，当新兴市场债大跌之后，因为利差已经无法再扩张，收益率则已经被推升到较高的位置，之后 1 年仅仅依靠票息也能够收益不少。

图 65

自 1990s 以来，新兴市场债从未出现过连续两个年度的负收益，大跌之后往往是大涨



数据来源：Nomura AM

需要格外关注几个重点新兴市场的基本面变化。新兴市场债券的集中度是比较高的，外币债指数中前 10 大国家或地区的占比为 58%，本币债指数则是 72%，因此几个重点国家或地区的基本面变化值得关注，其中外币债中占比前五大的国家分别是墨西哥（12.3%）、中国（9.1%）、印尼（8.1%）、土耳其（6.1%）和阿根廷（5%），本币债的前五大国家则是巴西（10%）、墨西哥（10%）、印尼（9.3%）、波兰（9%）和南非（8.9%）。举例来说，墨西哥需要关注 NAFTA 谈判的进展以及总统选举的情况，巴西需要关注在卡车司机罢工之后经济的恢复情况以及总统选举的进展，土耳其需关注在埃尔多安就任后对经济政策的观点，阿根廷需要关注在 IMF 救助后国内情况的稳定及后续的改革进展，等等。

五、外汇资产展望

（一）发达经济体经济增长趋于分化，货币环境仍显宽松温和

发达经济体经济增长分化明显，美国一枝独秀领先全球。除美国外，其他发达经济体 GDP 均出现不同程度下滑，日本甚至出现负增长。企业活动放缓，各国制造业 PMI 从高点回落。另外，花旗经济惊喜指数更是快速下跌，说明经济增长的下滑超出市场预期。但消费者信心指数相对比较稳定，为未来经济增长提供支撑。各国失业率维持低位，劳动力市场进一步收紧。且各国基准利率偏低，为经济提供宽松货币环境。

图 66 除美国外，其他发达经济体 GDP 出现下滑

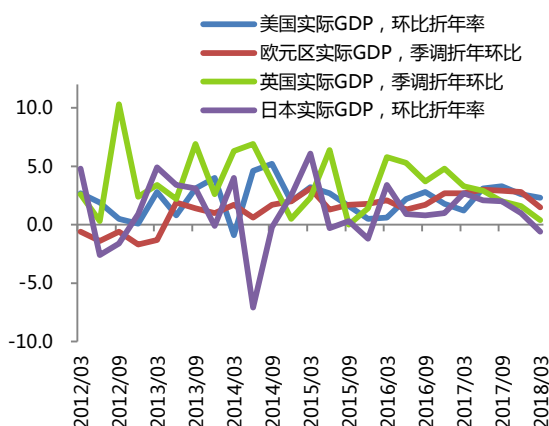
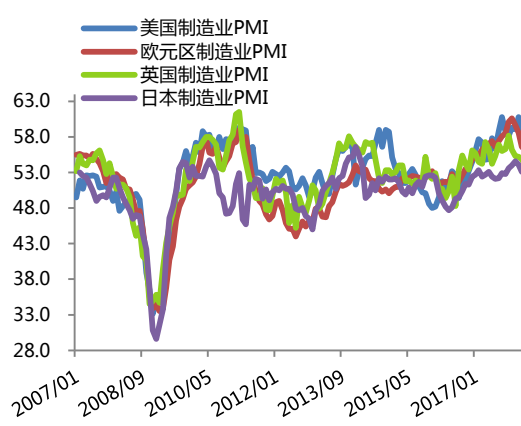
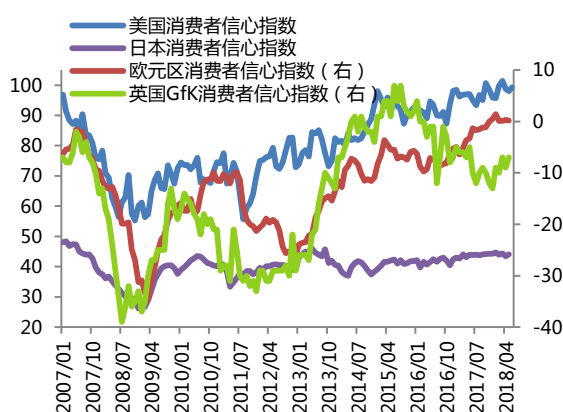


图 67 制造业 PMI 不同程度下行



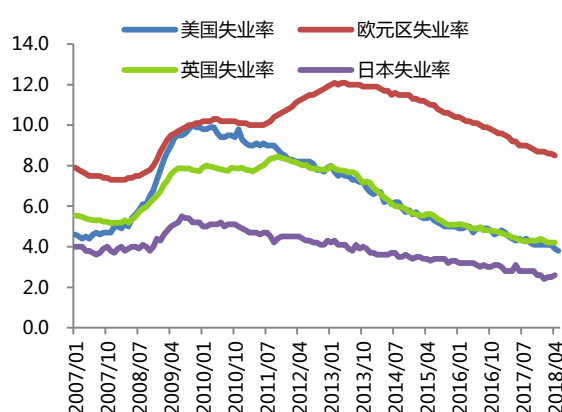
数据来源：Wind

图 68 消费者信心指数相对稳定



数据来源：Wind

图 69 失业率继续维持低位



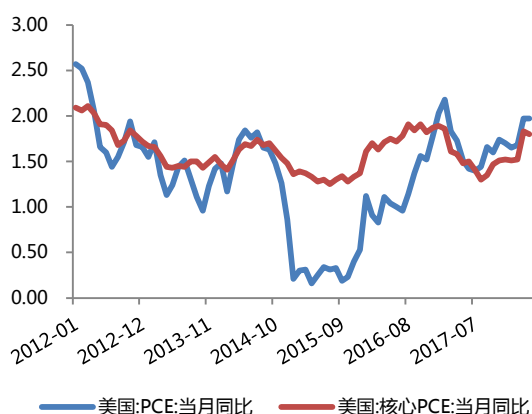
（二）美联储加息步伐加快，贸易摩擦加大不确定性，预计美元中性

二季度，美国方面先是 10 年期国债收益率四年来首次升穿 3% 提振了美元上行，之后中美贸易摩擦再度升级，特朗普扬言要针对 4500 亿中国商品征收关税，避险情绪蔓延打压风险货币，美元相应上行，另外

欧洲、英国及日本央行鸽派态度利空本国货币，种种因素的叠加使美元在二季度大幅上涨 5.18%，迎得六个季度以来的首个季线上扬。

基本面来看，通胀稳步上行趋势乐观，美国 3 月及 4 月核心 PCE 同比增长 1.8%，在薪资加速增长的基础上，预计核心 PCE 年内能达到美联储 2% 的目标。美联储 6 月意料之中宣布加息，并且预计年内仍有 2 次加息，较 3 月会议时预计多加息一次，略微鹰派的态度也符合部分市场人士预期。短期资金面来看，在经历了大半年的看空之后，投机头寸跟随此轮美元上涨再次看多美元，但没有明显看多优势。另外，中美贸易摩擦预计成为三季度焦点。特朗普在 6 月宣布将对 340 亿美元中国进口商品征收 25% 关税，并于 7 月 6 日生效。中国对此称将“做出强有力反制”，特朗普威胁如中国进行反制，将对另外 4000 亿美元中国商品加征关税。除了中国外，特朗普“美国优先”的贸易保护主义政策引发的美国与主要贸易伙伴国之间贸易争端也不断升级。虽然关税造成的直接经济损失可能相对有限，但多年全球化努力的倒退，预计将在未来很多年产生负面影响。

图 70
核心 PCE 逐步上涨



数据来源：Wind, GS

图 71
薪资加速增长

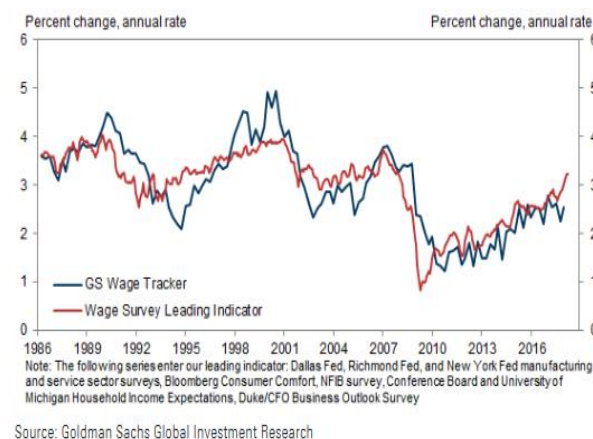
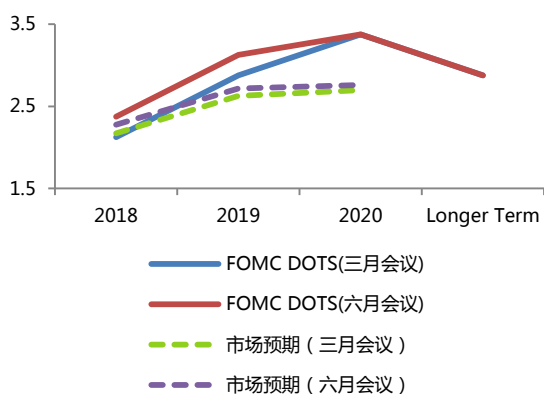
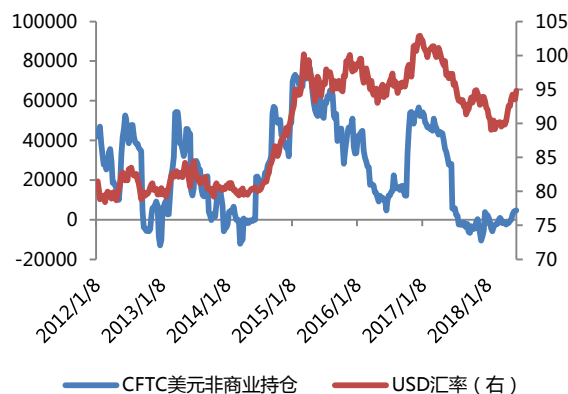


图 72
美联储预计年内共 4 次加息



数据来源：Bloomberg, Thomson Reuters

图 73
投机头寸逐渐看多美元



(三) 三季度欧元、英镑中性，日元中性偏多

欧洲通胀开始出现反弹，但离央行目标仍有距离。ECB 预计年底结束购债，但低利率仍将保持到明年夏末。随着美联储加息进程的提速，美欧利差料将继续扩大，对欧元形成压力。短期资金面来看，CFTC 显示看多欧元头寸二季度从高点回落，但整体仍偏多。从流入欧洲股市资金看，主动承担汇率风险的资金从 10 年高点快速回落，但仍远远大于选择汇率风险对冲的资金，说明此部分资金仍看多欧元，希望从汇率上获得超额收益。长期因素看，欧元区国际收支由逆差转为均衡。综上所述，**欧元区经济增速放缓，但整体温和，支撑欧元的资金快速下跌，但尚未改变看多的方向，短期重点关注政治风险，预计三季度欧元中性。**

图 74
欧元区通胀出现反弹

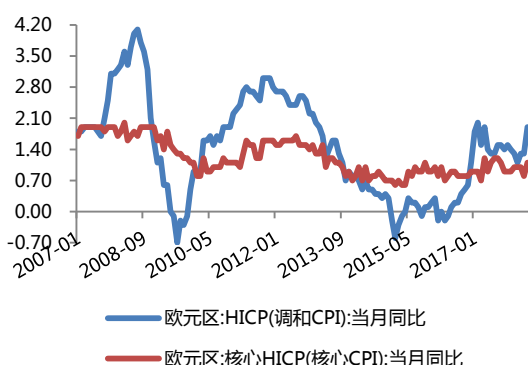
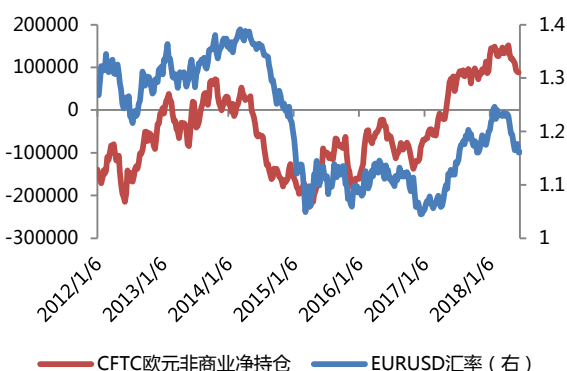


图 75
投机看多欧元头寸回落



数据来源：Wind，Thomson Reuters

英国经历了前期的经济下滑后，二季度基本面出现企稳迹象。核心通胀回落至 2.1% 后企稳，薪资增长也停止下跌步伐，零售销售数据出现急升，各方面数据显示英国经济广泛走上了正轨。经常账户逆差快速收敛，与退欧后峰值相比已收缩了近 50%。英国央行在 6 月会议上提到“情绪指标已经反弹，就业增长依然稳固，零售销售已经恢复，消费信贷流动反弹，下行风险已经消散”。**市场相应提升了英国央行 8 月会议升息的概率，但预计仍需更多数据提供支撑。另外退欧谈判尚有不少难题需要攻克，三季度预计英镑中性。**

图 76
英国通胀及薪资增长止跌企稳

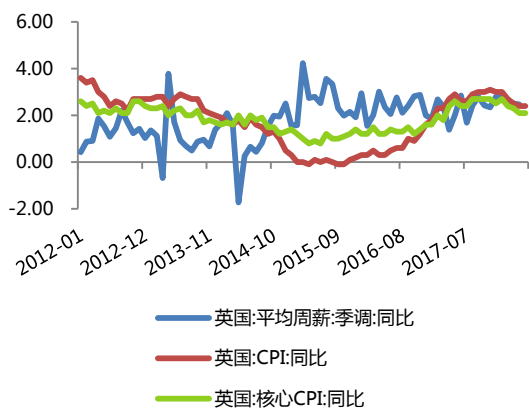
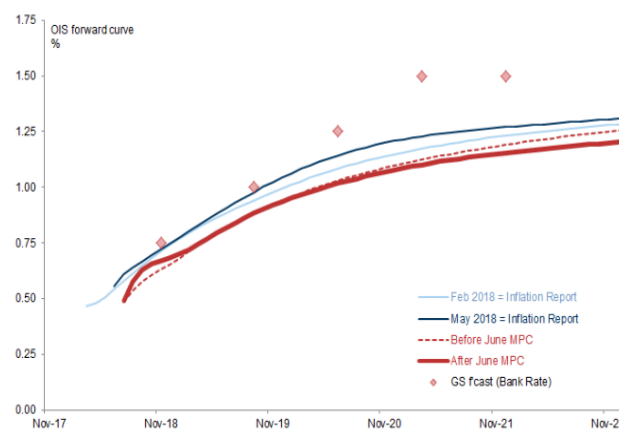


图 77
市场预期英国央行 8 月加息概率上升



Source: Bank of England, Goldman Sachs Global Investment Research

数据来源：Wind，GS

日本通胀依旧低迷，薪资增长缓慢，预计核心通胀很长一段时期内都难以达到央行目标。另外，利差影响汇率的逻辑重新启动，随着美国加息，美日长期利差扩大，对日元形成压力。资金面来看，投机头寸趋于均衡，在笼罩全球的贸易摩擦背景下，投机头寸倾向于空仓观望。同时我们看到，**对贸易战的担忧引发了恐慌情绪的抬头，日元因其避险效用受到了追捧，预计三季度中性偏多。**

（三）人民币短期紧跟美元走势，贸易摩擦利空人民币，短期中性偏空

人民币与美元保持高度相关性，美元未来走势仍是影响短期人民币的最主要因素。资金方面，客盘结售汇双边力量较为均衡，但短期结汇力量大于售汇力量，5月银行结售汇顺差创下4年新高。一是人民币贬值预期逐渐消散，市场普遍接受双边波动的趋势，二是人民币经历了一轮上涨后，在5月美元反弹时，前期累积的美元多头择机结汇。国际收支方面看，涉外收付款整体稳定，外汇市场供求平衡。**未来最大不确定因素是贸易摩擦，短期情绪面对人民币形成压力，预计三季度人民币中性偏空，但中长期仍将双向波动。**

图 78
结售汇顺差创 4 年新高

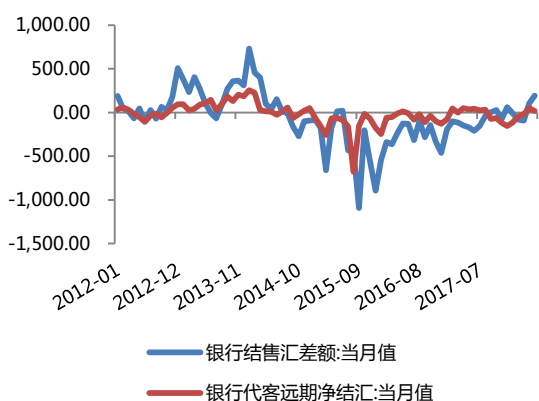
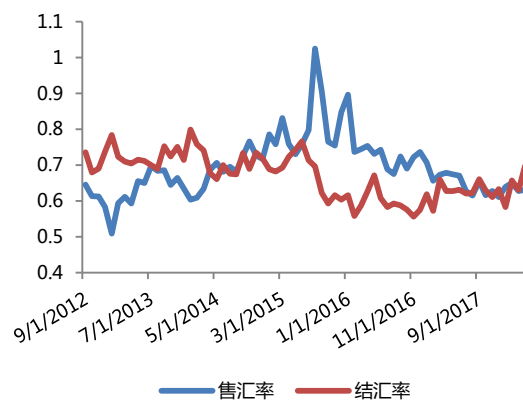


图 79
结汇率明显高于售汇率



数据来源：Wind，Bloomberg

图 80
涉外收付款整体均衡

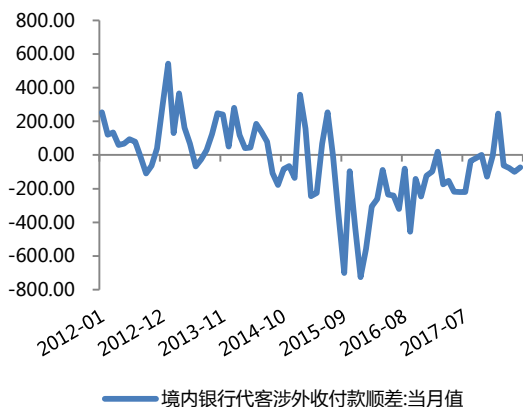
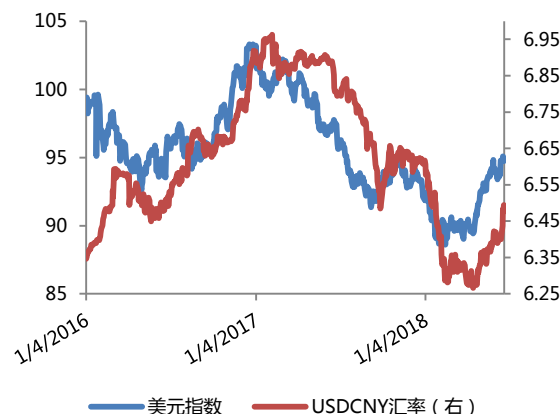


图 81
人民币与美元继续保持高度相关性



数据来源：Wind，Thomson Reuters

六、大宗商品资产展望

(一) 三季度金价面临进一步下行的压力

二季度美元汇率高位震荡，黄金价格低位震荡后继续下行，伦敦现货黄金收于 1252.40 美元/盎司。

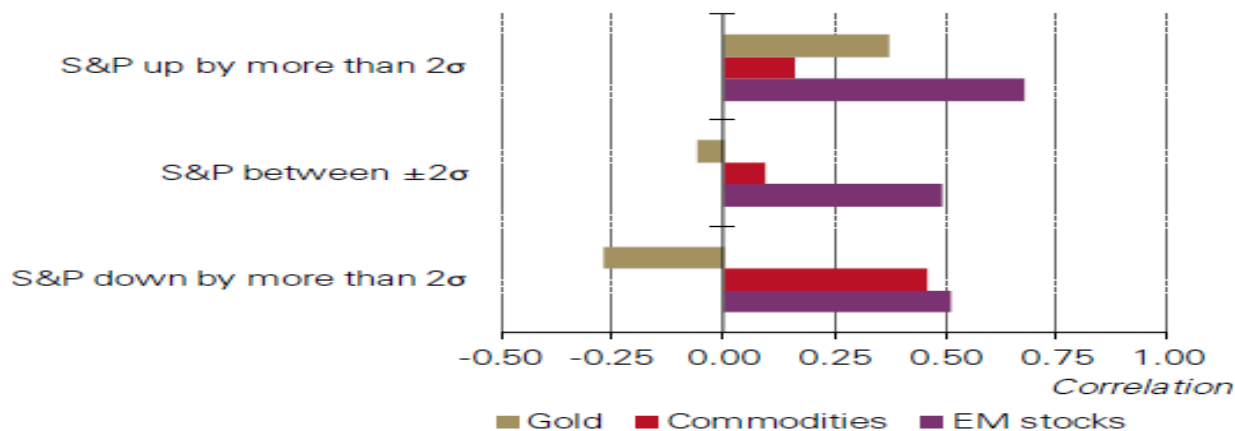
2018 年三季度金价面临进一步下行的压力。全球经济持续增长，美联储 6 月加息 25 个基点后，市场仍预期还将加息两次，预计美国国债收益率易上难下，不利于金价长期走势。避险需求方面，VIX 指数由低位反弹，股票市场波动增加，投资方面的避险需求有所增加。近期贸易战进一步升级，超出市场预期，未来贸易摩擦有进一步扩大的可能，适当增加黄金的配置能够对冲市场（尤其是股市）的大幅波动。

图 82
美国国债利率由低位上行



数据来源：Wind

图 83
历史上，黄金在股市大幅波动期间（超过 2 个标准差）有很好的对冲风险作用



数据来源：World Gold Council

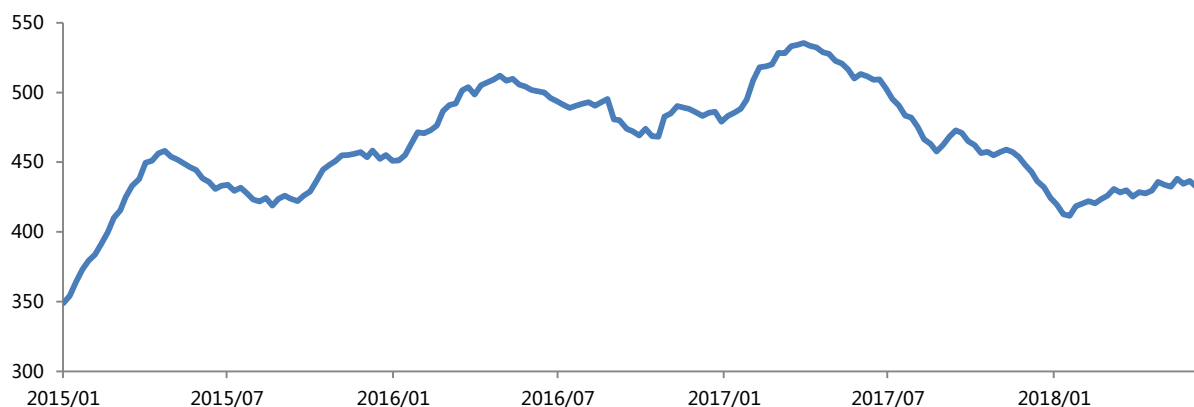
（二）三季度油价的不确定性增加

OPEC 和俄罗斯对减产协议态度的转变导致原油市场对 OPEC 增产过度悲观，油价由高位开始回落，6 月 22 日 OPEC 能源部长会议同意将减产执行率调降至 100%，低于市场普遍的增产预期，在增产计划公布后的当天，原油大幅上涨，整个 6 月原油呈现低位运行后大幅上行的走势，WTI 原油收于 74.29 美元。

受原油价格回升的影响，美国原油产量和油井数量持续增加，大幅抵消了前期 OPEC 减产的影响。1 月中下旬以来，原油库存结束之前持续回落的走势，开始小幅震荡。当前经济并没有超预期的利好和利空因素出现，中短期内供给仍是影响原油价格的主要因素。6 月 22 日 OPEC 在维也纳召开能源部长会议，决定将减产执行率调降至 100%，名义增产幅度约为 100 万桶/日。由于委内瑞拉国内政局不稳，增产能力受限，以及美国退出伊朗核协议对伊朗原油出口的影响，实际的增产幅度可能小于预计的增产幅度。中短期内美国对伊朗的制裁情况以及 OPEC 实际增产情况仍存在较大变数，油价的不确定性仍未消除。**在原油开始增产的背景下，预计未来油价整体震荡偏弱。**

图 84

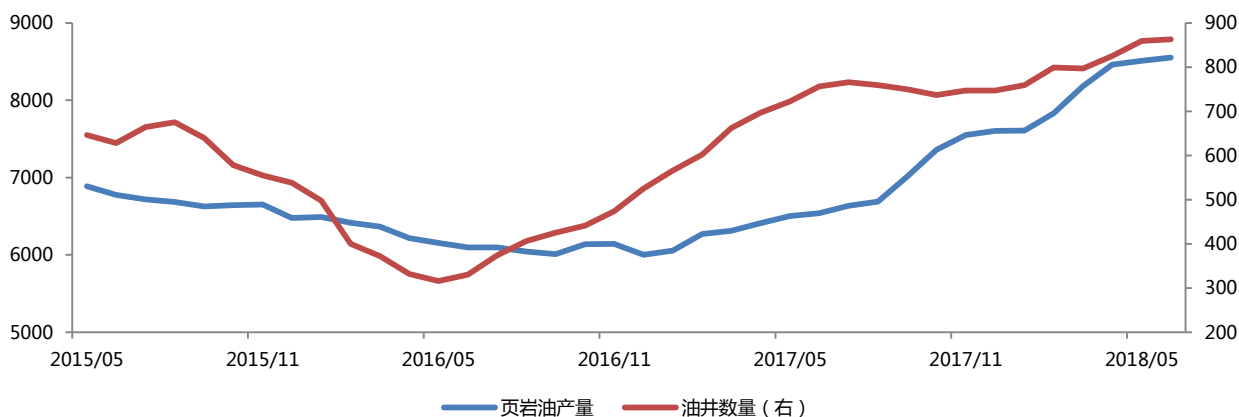
EIA 原油库存结束持续下行走势



数据来源：Wind

图 85

美国油井数量与页岩油产量持续增加



数据来源：Wind

七、中国地产资产展望

（一）销售有压力，投资有支撑

全国商品房销售缓增趋势仍将延续，投资数据保持韧性。2018年上半年，全国各地房地产市场调控政策依然延续了2017年的主基调，力度不松劲，商品房销售面积和金额的增速自年初以来逐月下滑，直至5月才有所回升。前5个月，商品房销售面积和金额的累计增速分别为2.3%和11.8%，维持同比增长趋缓的态势。从销售区域来看，经济较发达城市集中的东部地区热度继续减退，对全国整体的销售面积增速形成拖累；而三四线城市比例较大的其他地区同比全面上升，其中中部和西部地区累计增速达10%左右。

而与销售数据相背离的是，房地产开发投资增速的超预期回升成为上半年经济的总量指标中为数不多的亮点。我们进一步将投资增速拆分发现，基于土地购置费需按实际发生额分期计入投资的属性，土地购置费增速大致滞后本年土地成交价款增速7个月左右，因此当前投资韧性主要依靠2017年下半年土地成交价款增速回升至近年来高位的支撑。预计土地购置费对投资的高贡献度将维持至年末，但边际影响会略有减弱，且在资金约束主导的环境下，房地产企业将更理性的参与土地市场，因此年末投资增速较年中水平或有所走弱。

图 86

销售增幅同比放缓

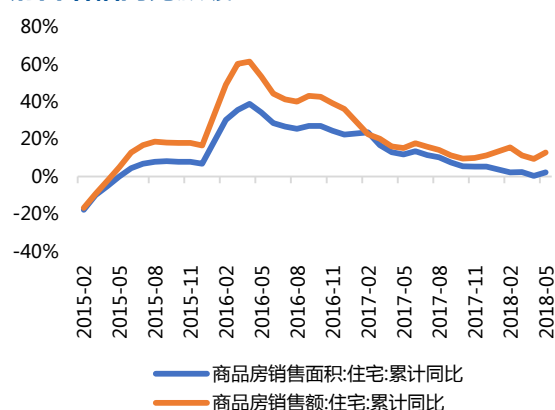
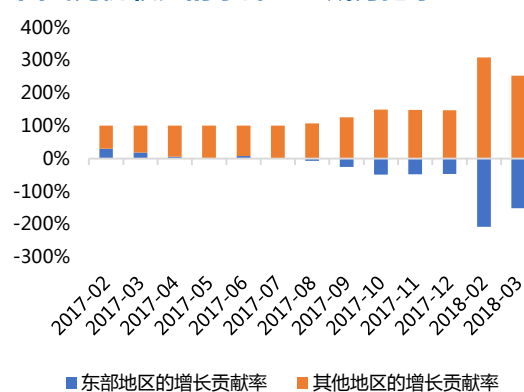


图 87

三四线比例较少的东部地区成为拖累



数据来源：国家统计局，Wind，嘉实财富

（二）棚改将更倾向于低能级的三四线城市，整体贡献度趋弱

棚改贡献度的边际趋弱并未超出市场预期。自2017年政府严调控政策开始在传统热点城市显现威力以来，全国商品住宅销售面积大部分的增量贡献均来自于三四线城市。除了需求外溢的诱因，棚户区改造货币化安置是本轮三四线城市楼市持续热销的核心驱动因素。国家计划在2015-2017年三年中推进棚改1,800万套，实际超额完成；且货币化安置比例更是呈现逐年提升态势，从2015年的30%到2017年的近60%，有效又快速的解决了安置房缺乏但商品住宅却库存高企的矛盾，同时燃起了三四线城市的市场热度。棚改资金方面，在2018年上半年实现了超预期投放，前5月累计投放抵押补充贷款（PSL）4371亿元，同比增长48%，达到去年投放总量的69%。

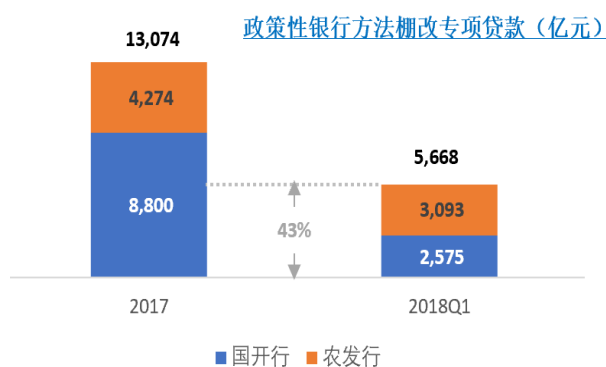
年中有媒体报道的关于国开行总行收回棚改项目的合同审批权限的消息扰动了市场情绪，不过三四线

城市棚改对房地产市场的边际贡献下降也是在预期之内的。我们曾在年初提出 2018 年棚户区改造货币化安置会更加下沉更加精准，即会倾斜投放于低能级、库存依然处于过剩的城市，而去库存效果非常理想的城市，货币化安置的比例会有所下降。从对市场的影响来看，当前存量棚改项目所涉及贷款正常发放，但变化在于增量项目审批趋严；而由于审批授信与资金投放有时滞效应，对于投放资金短期影响不大。另外，未来棚改资金来源或源于地方政府发行棚改专项债，并且专款专用。总而言之，我们预计棚改的推进将是有序和平稳，在区域去库存的使命阶段性完成后，棚改或将淡出焦点，我们也应更关注三四线城市内生需求的迸发。因此，三四线城市商品住宅销售的量价将逐步回归理性。

图 88 棚改货币化对全国销售面积增长的贡献

	2015	2016	2017	2018E
计划开工(万套)	580	600	600	580
实际开工(万套)	601	606	609	
货币化安置比例 (%)	29.9%	48.5%	60.0%	
货币化安置面积(亿平方米)	1.5	2.5	3.1	
全年商品住宅销售面积(亿平方米)	11.2	13.8	14.5	
货币化安置对销售面积贡献 (%)	13.6%	18.2%	21.4%	
商品住宅销售面积增长 (%)	6.9%	22.4%	5.3%	
货币化部分的增长率贡献 (%)		39.8%	81.0%	

图 89 上半年棚改资金方面支持力度超预期



数据来源：住建部，国家统计局，国开行年报，农发行年报，嘉实财富

(三) 资管新规，地产新颜，期待供给增加

通道业务受限，规范地产融资将作用在供给端。在资管新规之前，资金通过多层嵌套、以明股实债等方式规避监管，债券类资金经过包装后也可以成为拿地资金；而在资管新规之后，在穿透式监管之下，拿地和开发类资金的区别将更加泾渭分明，即债权类资金用于开发，仅股权类资金用于拿地。这对于房地产行业这样的融资驱动型行业来讲，急速的阵痛肯定会存在，但从本质上讲，资管新规并不是真的要收紧融资，而是规范融资，使整个行业在长期维度增加抗风险能力。

大部分投向房地产行业的非标融资将在 2020 年底前无法续发或存续，因此为了补偿融资缺口，房地产企业有如下三种途径：一是转向标准化融资渠道（“非标转标”）；二是转让股权将土地卖掉；三是房企可以通过加大供给的方式回笼现金流和补充资金来源。

“限价”作为本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。我们曾在年初的策略报告中预测，这些热点二线城市有机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，对购房者以限售等手段保持调控。然而从目前情况来看，这些处于紧平衡的二线城市的供给紧缺并没有以政府价格层面的让步而告终，反而是有望通过“去杠杆”造成房地产企业资金面紧张，迫使房企放弃继续与政府博弈“限价”的取消，转而加速开盘换取现金流。若在需求端没有出现进一步收紧的情况下，上述这些热点二线城市供不应求将逐渐往供需平衡转向。

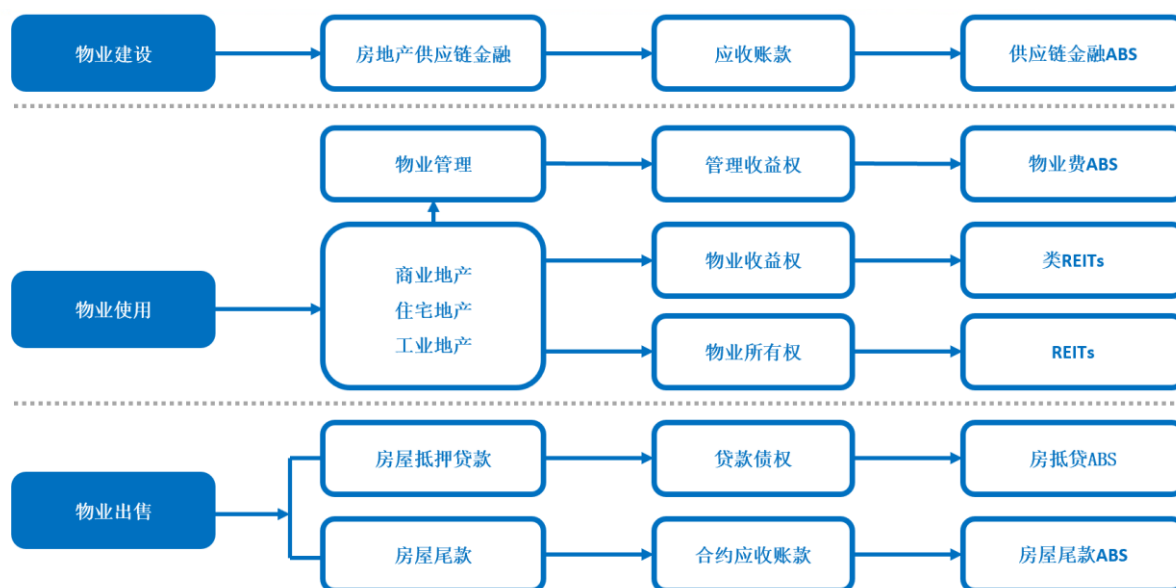
（四）回归高周转的行业龙头，行业开启现金流融资时代

高周转将成行业 ROE 的催化剂，资产证券化丰富房企的融资渠道。近年来推动行业 ROE 回升的主要因素是企业盈利水平的提升。但在当前严格的限价和去杠杆环境下，我们预计利润率的增长以及杠杆的比拼对企业 ROE 的提升贡献度空间有限。我们认为只有具备产品标准化、采购规模化和城市分散化的特性且有能力实现高周转速度的龙头房企，未来才更有机会实现 ROE 的边际改善。

与非标产品构成鲜明对比，资管新规对标准 ABS 产品从嵌套认定的角度进行了豁免。我们认为资产证券化产品也将成为地产企业重要的增量融资渠道。以往企业只能聚焦于开发快速周转的产品线，一旦周转速度放慢，企业资金就会沉淀下来，并影响企业的发展速度。但资产证券化产品足以分离物业开发能力和物业持有需求，使得企业出表存量资产。目前与地产相关的 ABS 产品日渐丰富，多由地产企业增信，比如房地产供应链金融 ABS、购房尾款 ABS、物业费 ABS、类 REITs 等。

图 90

日渐丰富的资产证券化产品



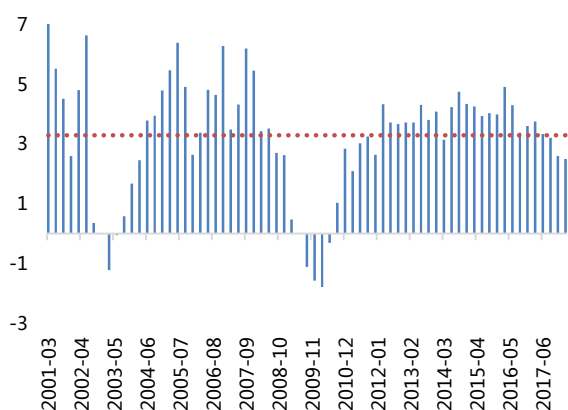
数据来源：嘉实财富

八、国际地产资产展望

(一) 美国 REITs：快速修复，震荡上行

快速修复了一季度的深度跌幅，重拾稳健步伐。在一季度的策略报告中我们预测美国 REITs 在经历了业绩预期与估值双方面的重新定价之后，该板块或存在一定的反弹机会，至少在一季度末市场已经大概率高度定价计入因利率上升对业绩增长的负面影响，因此我们对二季度并不悲观。事实印证了我们的判断：二季度美国 REITs 指数上涨了 8.5%，快速修复了一季度 6.7% 的深度跌幅。但其实二季度美国 10 年期国债收益率并不平静，几经大起大落，曾一度突破 3.11% 高位，随后又因贸易战、意大利政府组建不顺等因素而燃起的避险情绪而一路降至 2.78%。但美国 REITs 反应相对温和，并没有重现年初戏剧性的动荡。无论“类债性”还是“类股性”均维持在一个比较稳定的区间，似乎开始重拾以往稳健的“形象”，防御的属性也在市场不确定性增强的环境中愈发显现。从估值方面来看，随着二季度股价的回升，隐含资本化率 (Implied Cap Rate) 已从 6.1% 下降到 5.7%，无论以 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，美国 REITs 相对于其他资产类的估值还是相当具有吸引力的。

图 91 美国 REITs 同店净运营收入增速 (%)



数据来源：NAREIT T-Tracker Data，嘉实财富

图 92 美国 REITs 租用率水平 (%)

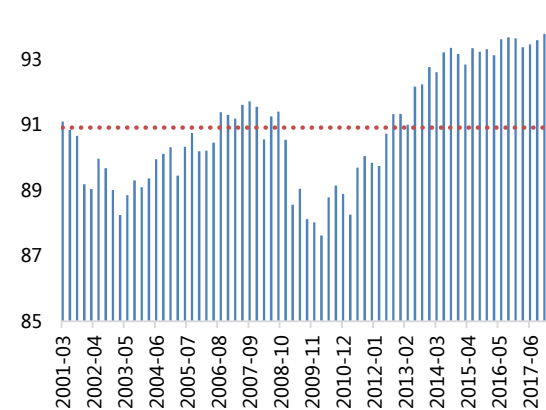
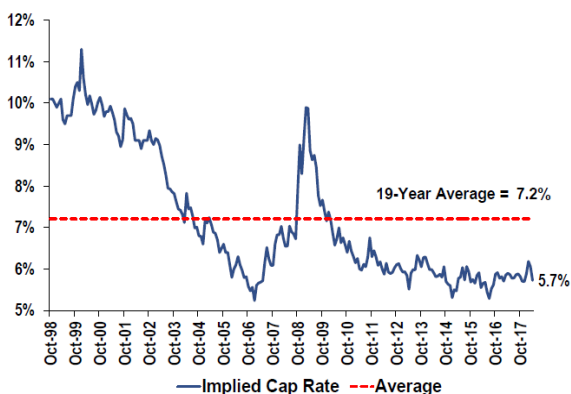
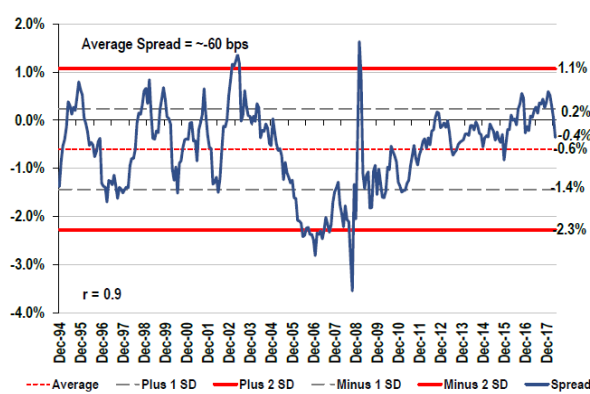


图 93 美国 REITs 隐含资本化率



数据来源：Citi

图 94 美国 REITs 分红率与 BBB 企业债收益率的利差

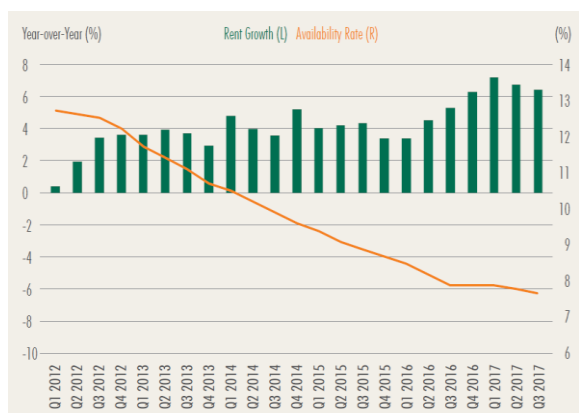


市场情绪面的转变，一定程度上得益于 REITs 一季度业绩整体好于预期，尽管不能用“强劲”来形容，但这样的结果同样给市场带来安慰，也让**市场重新相信 REITs 底层物业基本面表现依然稳健**。来自宏观环境的支撑仍然是十分坚定的，特别是当经济增长提速显现在就业领域。6 月份举行的 NAREIT 大会上，REITs 管理人普遍对未来 12 个月 REITs 表现更加乐观，并一致上修了同店 NOI 增速至 3.1%。

电子商务为工业类 REITs 带来的黄金时代仍在继续：几近满租的物流中心依靠租金的上涨，仍能实现强劲的同店 NOI 增速，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在供应链成本中占比超过 75% 的大支出。

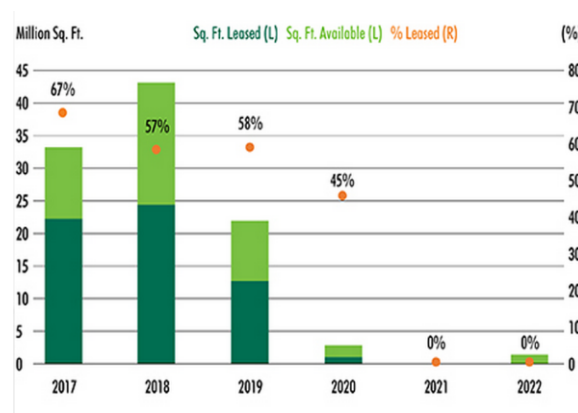
住宅类 REITs 方面，2017 年美国平均租金收入比已经升至历史上 28% 的高位，再加上薪资增长一直比较温和，市场普遍质疑租金能否继续增长。摩根士丹利一项研究表明，其实比起收入增长的影响，当地新增就业岗位的增长才是租金上涨最主要的驱动力，它们之间的相关性高达 72%。然而，彭博对美国 GDP 增速的一致预期已由年初的 2.55% 向上调整至 2.90%，我们相信更加强健的经济增长能够带来更多的就业机会，从而驱动当地租金的上涨；另一方面，根据纽约联邦储备银行的测算，当前学生贷款的重负令“千禧一代”的购房需求减少了 35%，更多年青人倾向选择租房，这也将利好住宅类 REITs。

图 95 工业类 REITs 的黄金时代仍在继续



数据来源：CBRE

图 96 办公类 REITs 租金提升受到新增供应的威胁



办公类 REITs 方面，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 etc 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；再叠加税改落地的加持，令市场对企业盈利改善后的需求扩张有所预期。而这种繁荣，往往会导致频繁的过度建设。尽管目前美国写字楼的租用率还维持在历史高位，但同店净经营收入增速却未能因此而获得提振，主要源于租金的进一步上涨受到了大量新增供应的威胁，市场仍在努力消化，并出现了东西两岸严重分化的状态，西岸旧金山、洛杉矶和西雅图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增供给迅速消化；东部则相反，过度供给抵消了就业数量增长的利好。

然而对于零售类 REITs 管理人来说，关店潮的噩梦还没有结束，比起希望能借此机会寻找到愿意承担更高租金的新租户，更棘手的是需要考虑如何快速填充这些大量的空置空间。估值处于低位的优质零售 REITs

成为私募地产基金并购标的的消息频传，虽然鲜有实质进展，但短期会对市场情绪形成提振，推动二季度零售 REITs 上涨 10.2%。不过值得注意的是，市场情绪面的改善，并不能改变整个线下零售行业仍陷于艰难处境的状态。

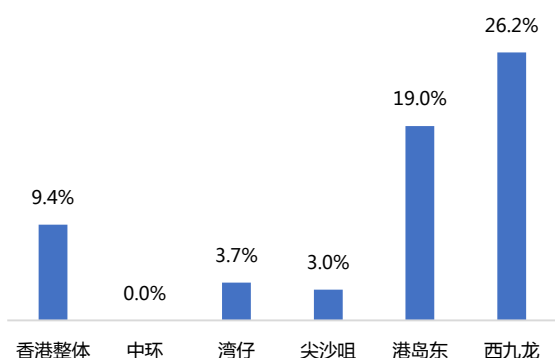
根据高盛的研究，历史上在利率经历类似 5 月中旬这样的跳升之后，REITs 在未来 6 个月会迎来超过标普 500 指数 5 个百分点的表现。结合嘉实财富全球债券团队对三季度长端利率的判断，我们认为三季度 REITs 将继续震荡上行。

（二）其他区域 REITs：关注香港及德国的办公类 REITs

香港地区：根据仲量联行发布的 2017 年度调查报告，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，虽然估值偏高。

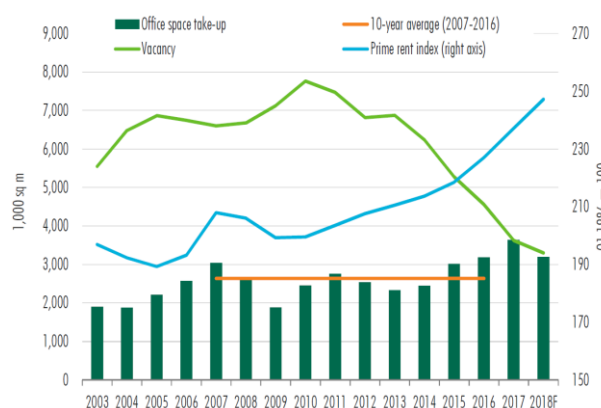
欧洲地区：我们除了继续看好一季度提到德国住宅类 REITs 以及欧洲工业类 REITs，还看好德国办公类 REITs 的未来表现。德国写字楼市场除了受惠于德国自身经济的强劲表现之外，市场更将其视为英国退欧之后跨国企业设立欧洲总部的重要承接地之一。柏林、法兰克福、慕尼黑、汉堡和杜塞尔多夫五大核心城市写字楼租赁需求旺盛，但新增供应有限，因此核心地段的空置率低至 2% 左右，租金尚有进一步提升的空间。

图 97 2017-21E 香港甲级写字楼新增供应/库存比



数据来源：UBS，CBRE，嘉实财富

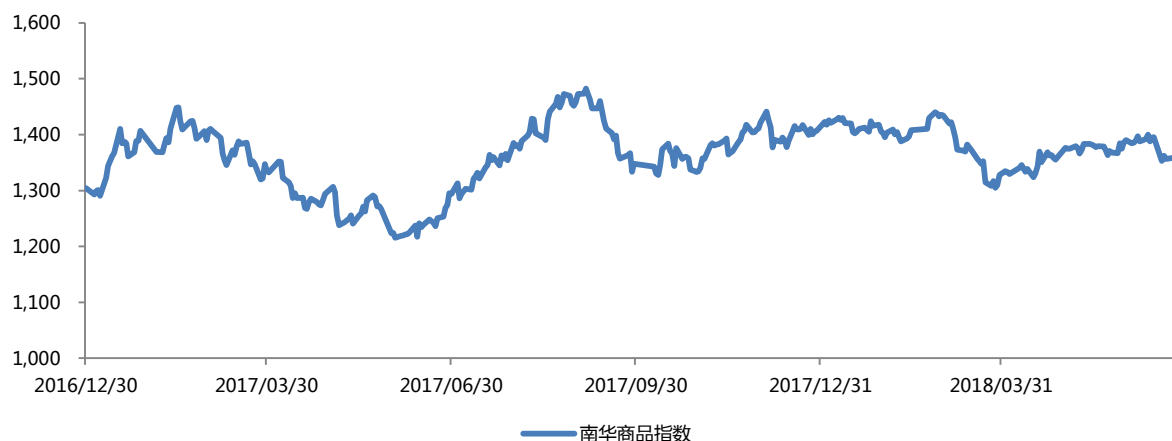
图 98 德国写字楼需求旺盛



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。

图 99
大宗商品综合指数走势



数据来源：Wind

趋势策略：大宗商品震荡走势，策略风险降低，未来业绩可期。年初以来，大宗商品整体处于震荡中，趋势策略表现一般，净值基本持平。2017 年以来大宗商品以震荡走势为主，趋势策略表现一般，市场资金对该策略的追逐将会降低，有利于其未来的表现。股指期货的限制正在逐步放松，股指趋势策略的空间逐步扩大。近期股票市场大幅下跌，配置股指趋势策略能够较好地对冲股票多头产品的亏损。

图 100
趋势策略表现情况



注：策略表现为历史回测数据

套利策略：关注不同期限、不同品种大宗商品价格的变动，通过发现市场不理性的波动获取收益。 资金利率、仓储成本等因素决定了不同期限大宗商品价格的合理范围，当超过这一合理范围时，可以通过期现套利、跨期套利等策略获取收益。上下游产业链之间，由于生产工艺的限制，不同品种大宗商品价格之间存在较为稳定的关系，当市场不理性波动打破这种关系时，可以通过跨品种套利获取收益。近期贸易战的不断升级，大宗商品波动加大，套利策略的风险和获利机会都在增加。

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。 不同资产类和策略之间的相关性较低，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。宏观对冲与多策略的优点很突出，能够在基金内部实现大类资产配置，降低资产配置的资金门槛，提升资金使用效率。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，持有与自身风险偏好、资产配置目标相匹配的产品。

图 101
宏观对冲策略表现情况



注：策略表现为历史回测数据

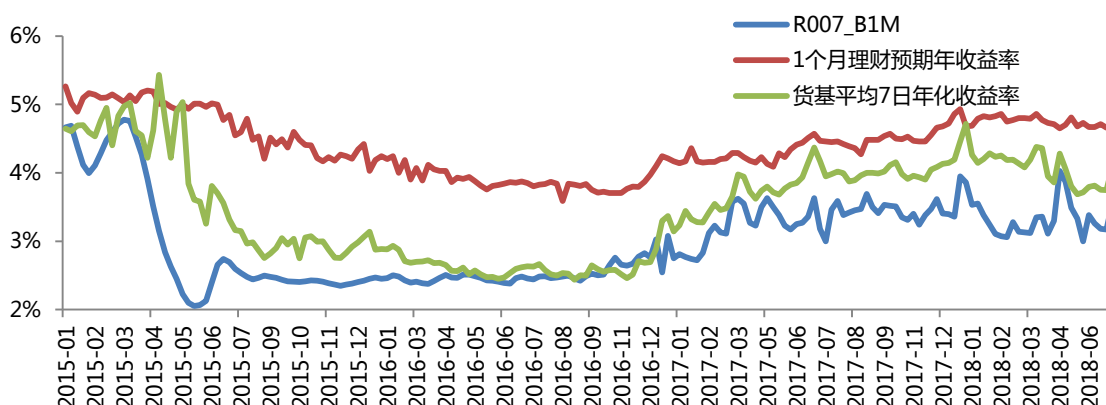
十、现金资产展望

货币政策边际宽松，理财及货币收益率略有下行。上半年央行货币政策操作呈现先中性偏紧后边际宽松的特点，以不断对冲严监管和金融去杠杆对货币投放的负面影响。年内央行通过公开市场操作、定向降准以及临时准备金动用等多种方式调节市场流动性，货币资金利率不断下行：1 个月移动平均的 R007 从 2017 年底的 3.95% 降至一季度末的 3.35% 和二季度末的 3.56%。与此同时，银行理财和货币基金的收益率也随之走低：与一季度末相比，二季度末全市场 1 个月期限的理财产品预期收益率下降 16BP 至 4.7%，货币基金平均收益则下滑 29BP 至 4.09%。

资金保持充裕，现金类产品收益率步入下行通道。接下来，在经济基本面隐忧浮现和中美贸易摩擦升级的背景下，央行将可能加大公开市场操作力度，或再次置换式降低存款准备金率以加强流动性保障，货币市场利率中枢也有望继续波动下行，现金类产品收益率将步入下行通道。不过，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仍存优势，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，其收益率仍相对可观。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 102

货币市场资金相对充裕，理财及货币基金收益率步入下行通道



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: 0532-89075639 ; Fax: 0532-86686627

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

Tel: 028-86202100 ; Fax:028-86202709

宁波：宁波市海曙区月湖金汇小镇拗花巷 18 号(315100)

Tel: 0574-87648227

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

Tel: 029-87204861

苏州：苏州市工业园区晋合广场二期 11 楼 1126 室(215000)

Tel: 0512-89165226

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