中信 CITIC | 财富管理 WEALTH MANAGEMENT

中信财富指数

2017年3月刊

目录

国际经济形势

国内经济形势

金融市场分析

资产配置建议

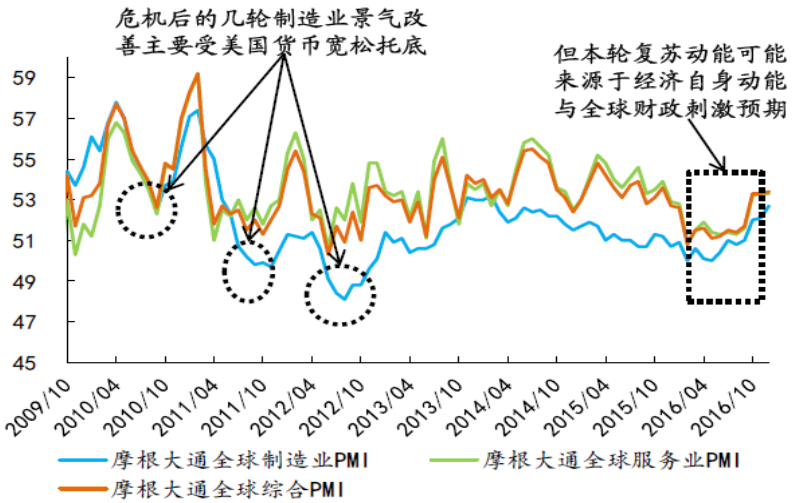
中信 CITIC | 财富管理 WEALTH MANAGEMENT

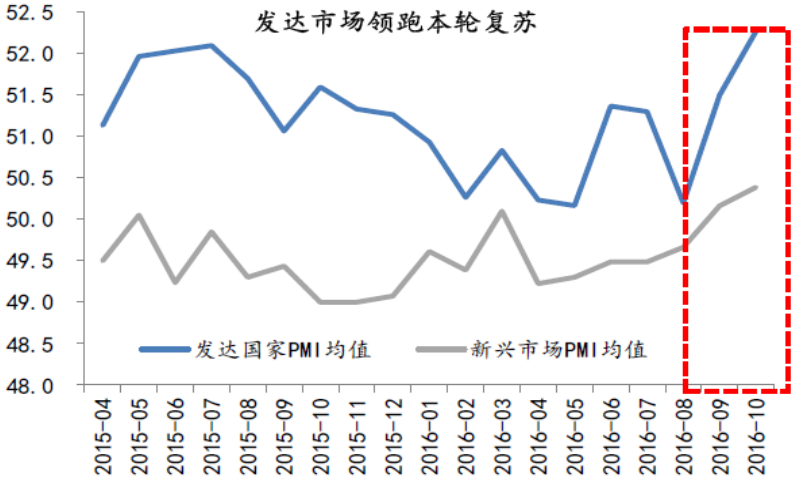
国际经济形势

全球：“再通胀”预期升温，长期增长仍面临挑战

- **发达经济体引领短期复苏，“再通胀”预期升温，全球经济及货币政策预期转向。**
  - 川普上台前，全球经济自2011年以来持续减速，各国实行超宽松货币政策 “低增长低通胀”成为主流预期。
  - 川普上台后，其主张以财政刺激、减税、增加基建来促进就业，强化了全球增长预期，叠加企业补库存的周期性动能，全球经济在过去数月触底回升。
- **经济长期增长态势仍然不明朗。**周期性动力下，美国经济景气维持高位，股指连创新高，欧日经济短期企稳回升，呈现复苏之态。但长期看，受人口周期、资本投入、技术进步等结构性因素拖累，全球主要经济体潜在增速仍面临挑战。

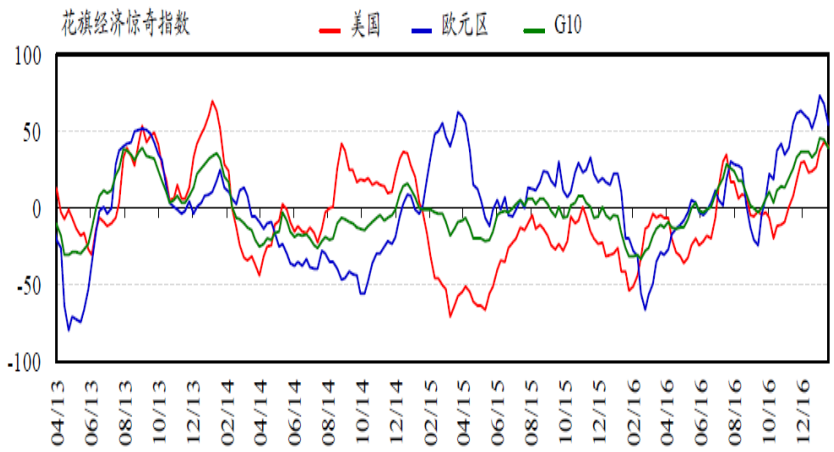
目前的市场氛围仍然处在第四阶段

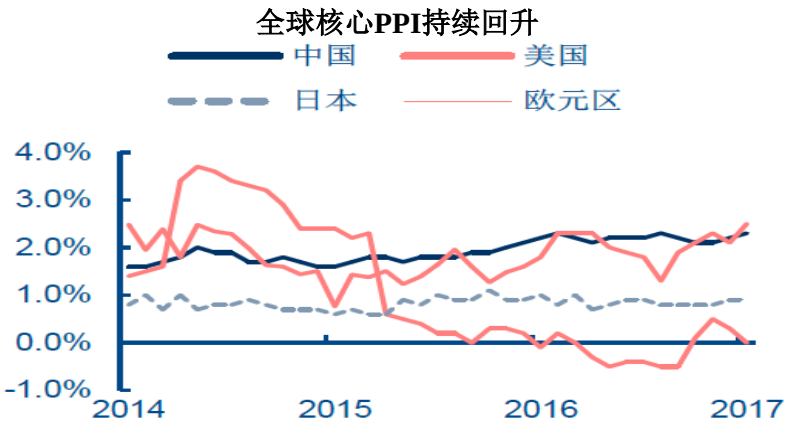


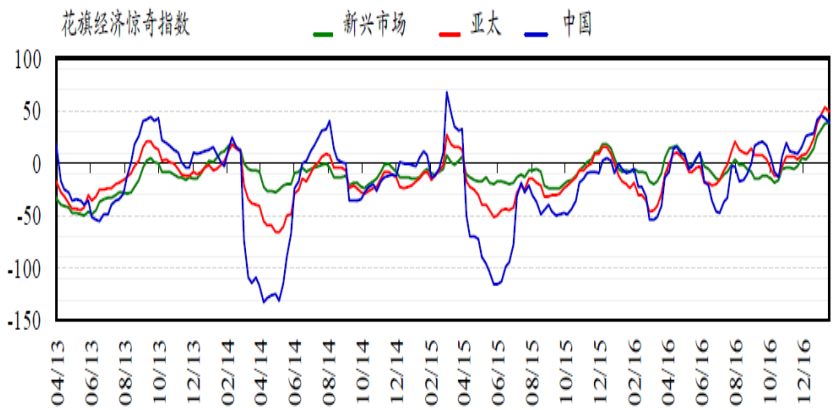


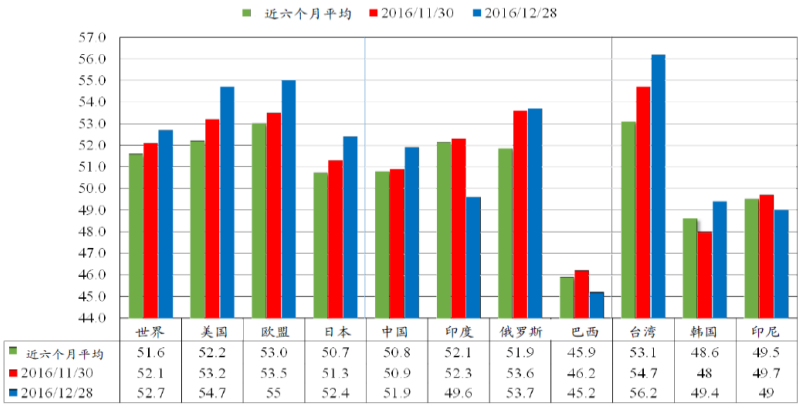
全球：经济数据超预期，短期复苏态势明显

- 经济超预期，最新花旗经济惊奇指数处在市场预期的0分界点以上。
- 全球多数具代表性国家及地区制造业PMI高过近6个月平均值。





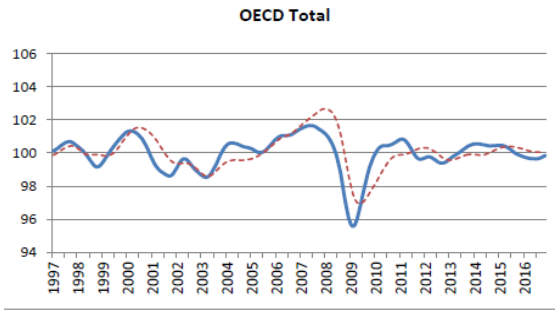


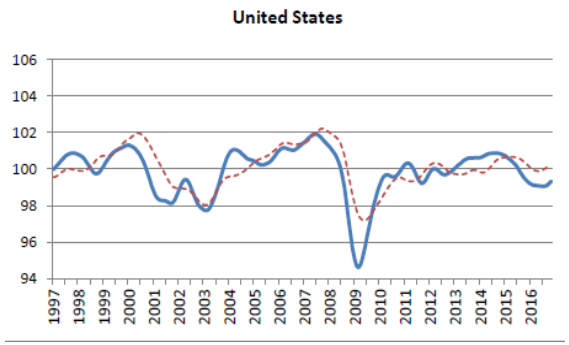


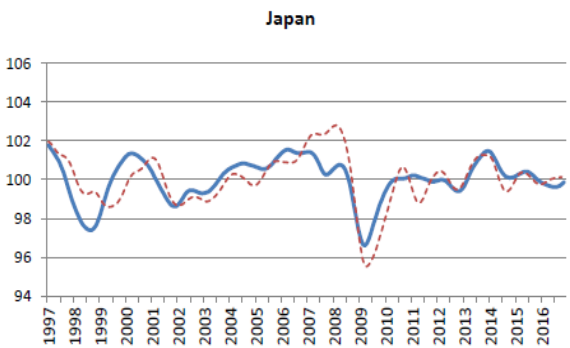
	世界	美国	欧盟	日本	中国	印度	俄罗斯	巴西	台湾	韩国	印尼
近六个月平均	51.6	52.2	53.0	50.7	50.8	52.1	51.9	45.9	53.1	48.6	49.5
2016/11/30	52.1	53.2	53.5	51.3	50.9	52.3	53.6	46.2	54.7	48	49.7
2016/12/28	52.7	54.7	55	52.4	51.9	49.6	53.7	45.2	56.2	49.4	49

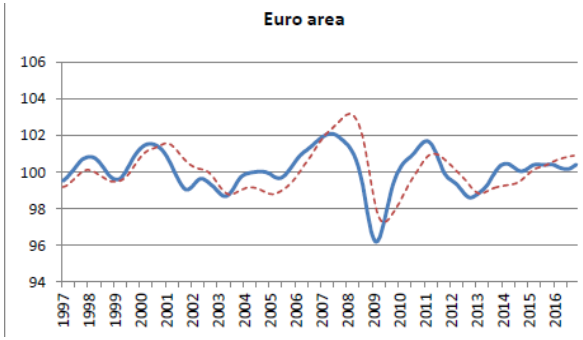
全球：领先指标预示经济回暖

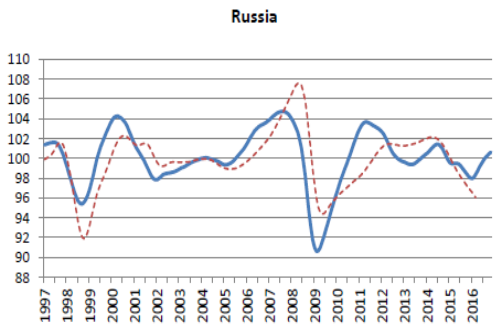
- 整体OECD领先指针转折点已浮现。
- 除印度外BRICs领先指标均见上扬

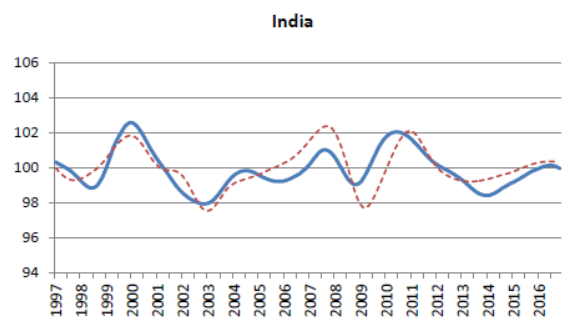


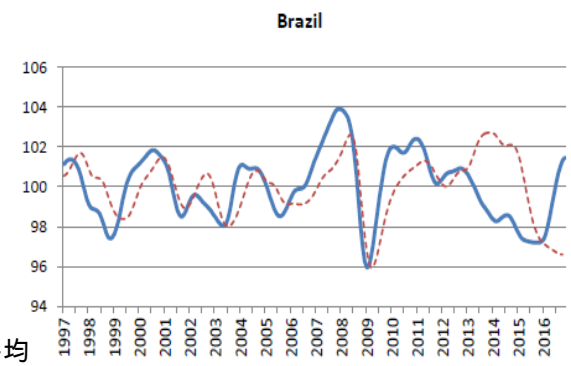


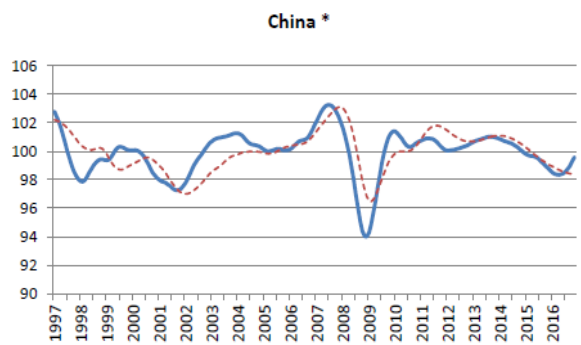












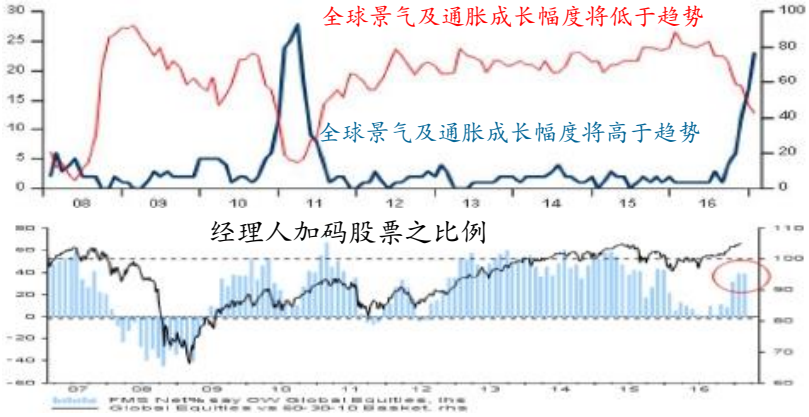
注：阴影为景气收缩期；指标值100代表长期平均
数据源：OECD

全球：经理人投资风格转变，加股减债趋势明显

- 根据2月**美银美林全球经理人调查**，经理人预期景气及通胀将加速攀升，因此调升股市投资展望，并进一步下调债券占比，但高收益债可望受惠景气增温，加上利率敏感度低，为通胀及公债收益率攀升期间债券首选。
- 欧股及日股最受经理人青睐，而新兴市场虽仍获加码配置，但加码幅度明显下降；信息科技及银行为前两大获经理人加码类股，主要是与景气高度连动的景气循环类股。
- 欧洲地区年底前将有数个重要选举，欧盟稳定性被视为最大尾端风险。

经理人预期全球景气及通胀将加速攀升，调升股市展望

2月美银美林全球经理人调查：认为未来12个月全球景气及通胀成长幅度将高于或低于趋势之比例



欧洲政治不确定性被视为最大尾端风险

2月美银美林全球经理人调查：最大尾端风险

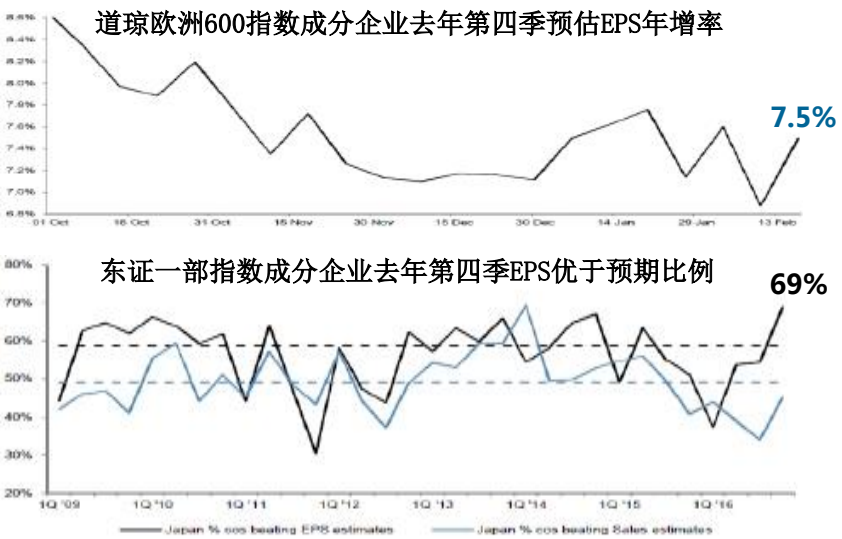
全球： 美欧日企业财报强劲，助力股价上行

- **美企财报传佳音，美股创新高：**目前已有逾七成美国企业公布去年第四季财报，美国S&P500指数企业预估EPS(每股盈余)年增率逾5%，较前季攀升，已公布财报的企业中获利优于预期比例达76%，高于历史平均值，信息科技及医疗保健企业获利优于预期比例分居第一及第二名。
- **欧、日企财报创佳绩，股市行情可期：**预估去年第四季道琼欧洲600指数企业预估EPS年增率7.5%，以信息科技及工业企业预估EPS年增率分别为17%及16%表现最佳。目前已有逾95%东证一部指数成分企业公布财报，预估EPS年增率13%，已公布财报的企业中获利优于预期比例达69%，为逾七年来最佳表现。

美国S&P500指数成分企业去年第四季预估EPS年增率及EPS优于预期比例

	% cos Beating EPS estimates	%yoy EPS growth
S&P500	76%	5%
Energy	71%	-14%
Materials	75%	7%
Industrials	66%	-6%
Discretionary	71%	-1%
Staples	65%	8%
Healthcare	87%	4%
Financials	80%	8%
IT	90%	10%
Telecoms	25%	2%
Utilities	60%	8%
Real Estate	70%	11%
Ex-Financials & Real Estate	75%	4%
Ex-Energy	76%	5%

美国企业去年第四季获利优于预期比例高达76%

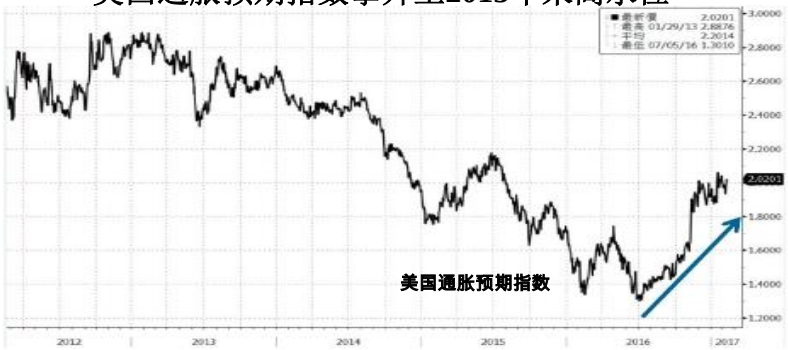


欧、日企业去年第四季财报强劲

美国：经济稳步复苏，加息预期升温

- 美国经济数据强劲，美联储主席耶伦再次表示美国经济正持续回暖，加息预期升温。
  - 1月CPI环比0.6%，为2013年2月以来最大环比升幅。
  - 从10-12月月度数据看，私人消费保持稳健，净出口为最大拖累。
  - 1月新增就业22.7万人，远超预期的18万人
  - 1月美国ISM制造业PMI进一步恢复到56，为14年以来新高。
  - 1月失业率4.8%，维持在相对低位，劳动参与率提升至62.9%，就业整体情况良好。
  - 美国4季度GDP数据环比增长1.9%，低于市场预期的2.2%。

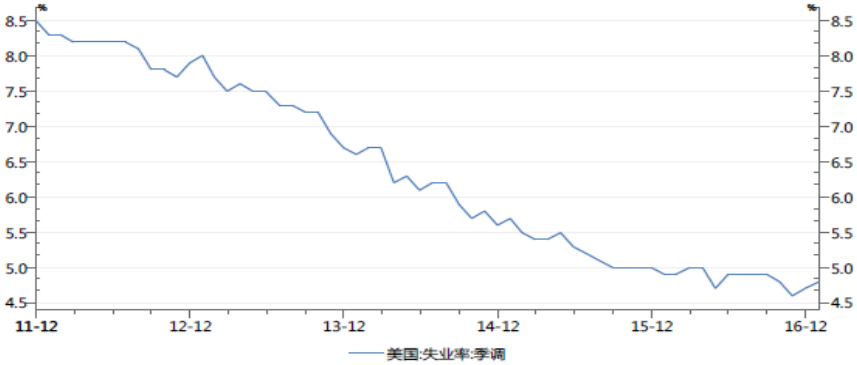
美国通胀预期指数攀升至2015年来高水位



市场预期美联储三月份升息机率窜升

- 经济持续温和复苏，且就业市场接近充分就业
- 物价趋势向上，且通胀预期提高
- 金融市场还算稳定
- 越来越多官员立场转向鹰派，且开始谈论资产负债表缩减议题

	3/15	5/3	6/14	7/26	9/20	11/1	12/13
升息機率	32.9	46.3	72.5	75.6	83.9	86.6	92.9



数据来源:Wind资讯

美国：川普近期政策及影响

议题	内容	影响
企业法规松绑	基本原则为，只要有一新的法规订定实施，并须有两个旧的法规废除。	目前无立即影响。必须等待细部内容底定，特别是适用的产业，与评估成效。
外国人旅游禁令	立即禁止持有伊朗、伊拉克、利比亚、索马利亚、苏丹、叙利亚和也门等七护照持有者，进入美国，禁令为期120天。	由于此措施，立即生效，且无预警，已引发各方谴责，各地并有大规模抗议。同时，也激起宪政争议，美国的代理司法部长，也因立场与川普总统不同而下台。欧洲国家如德、英、法国皆谴责此措施。航空旅游业首当其冲，多家科技业与全球知名的美国网络或零售业，亦表态不支持，如苹果、亚马逊、星巴克…等。甚至已有企业准备对川普这项政策，提出法律诉讼。
边境安全	于美墨边境筑墙	后续必须经过国会两院批准，始能成为法律。经费方面，墨西哥已经言明不可能负担。
欧巴马健保	下令联邦层级相关单位，针对对健保体系与个人产生财务负担部分，通过不执行、延迟、运用例外排除等方式 ，削弱欧巴马健保。	目前并无立即影响。后续须经国会两院批准，始能成为法律。
对外贸易	退出泛太平洋伙伴关系(TPP)	川普表示将单独与其他各国签订双边自由贸易协议。某些签属国企图力挽狂澜，企图自行继续推动落实。日本安倍首相仍不放弃说服川普。
能源	下令提前兴建两条输油管 (the Keystone XL与 Dakota Access)	这两项计划早先，因与达成抑制气候变迁的目标违背，以及Dakota州居民的抗议而喊停，如今恢复，必将重新引爆争议。

川普落实适度改革（可能性约50%-60%）

- 川普迎来改革的机会，风险性资产长线多头确定，惟需注意空窗期风险
- 美国经济更好，使美元走强
- 债券持续空头市场
- 因为避险需求降低、强势美元、和通胀上扬等势力影响，黄金呈现中性的定价
- 美国重要贸易伙伴有对美谈判筹码，经济受影响程度偏轻，但贸易依存度高或是夹处中美两国之间的小国，可能在中长线受伤。

维持现状

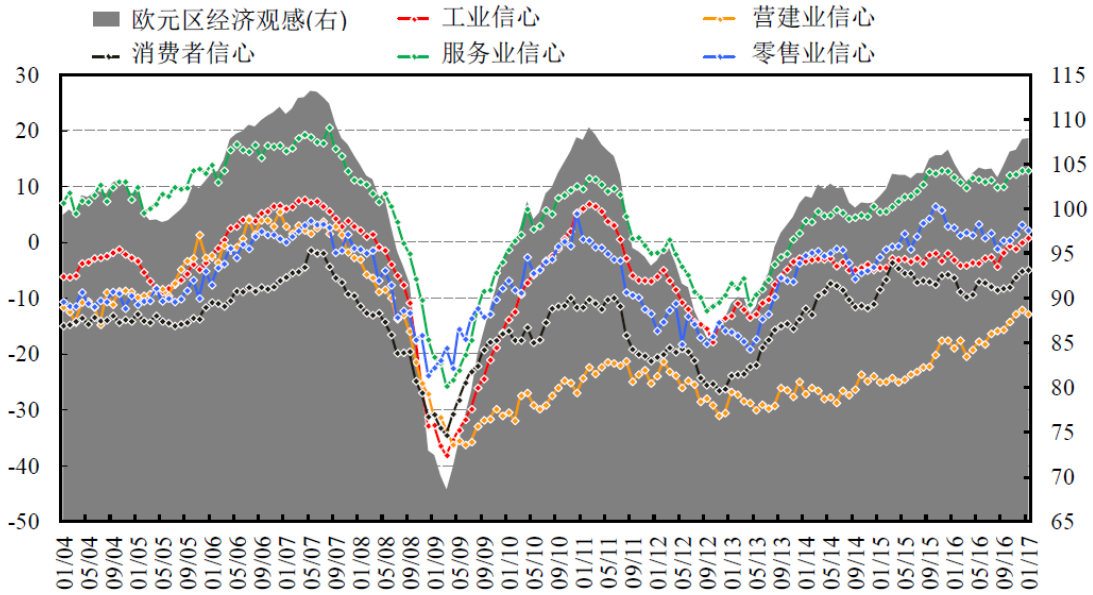
- 失望性的卖压使股市下跌，尤其美股将更为弱势，相比之下新兴市场因为货币环境转为宽松而获得喘息机会
- 通胀预期的降低及升息预期的降低，使债券收益率降低
- 基础建设题材消散，鸽派联准会主导经济，升息预期降低，使美元走弱
- 美元弱势、货币供给增加、利率下滑使黄金走强

最糟的情况

- 风险性资产大跌，股票下跌
- 美元丧失准备货币地位，去美元化趋势使美元走弱
- 停滞性通胀和去美元化，使美国债券收益率上扬；同时，避险资金挹注欧日债市，使欧洲、日本债券收益率下滑
- 作为美国公债的替代品，又具抗通胀特性的黄金会强势

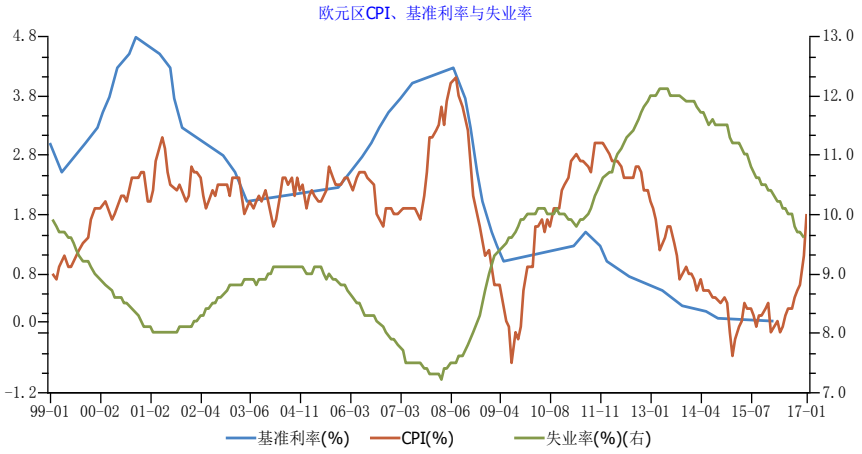
欧元区：经济表现良好，政治变数较多

- 除了PMI制造业指数、CPI等经济数据外，欧元区劳动力市场同样持续稳步复苏。欧元区多个经济指标超预期。
  - 零售业与消费者信心带动下，1月份欧元区经济观感指标上扬至欧债危机以来最高。
  - 1月CPI同比增速从1.1%上升至1.8%，核心CPI同比维持0.9%。
  - 12月失业率继续下降至9.6%，恢复至2010年年中的水平。
- 欧洲央行希望在欧洲各国大选之前维持货币政策不变。欧洲央行在1月19日的货币政策决议中，继续维持当下的货币政策选择：将存款利率维持在-0.40%，主要再融资利率维持在零，边际借贷机制利率维持在0.25%不变；并将量化宽松(QE)规模维持在800亿欧元不变。



欧元区：经济表现良好，政治变数较多

- **随着法国勒庞的支持率再度提升，市场对于欧洲大选的政治风险关注度有所增加，如果欧洲政治风险超预期也可能成为导致市场情绪逆转的因素：**
  - **荷兰大选(3月15日)：**极右翼政党自由党目前支持率超过执政党，重点关注非右翼政党能否联合执政阻止右翼政府上台；
  - **法国大选(4月23日、5月7日)：**勒庞明确表示在当选总统后将推行保护主义政策，并主导法国脱离欧元区。近年来，在中东难民和北非移民冲击下，法国民众对欧盟的不满日益升温。勒庞旗帜鲜明的“退欧”主张为她赢得了众多支持。最新的大选民调显示勒庞的民众支持率达到26%，高居第一。
  - **德国大选(2017年8月27日到10月22日)：**重点关注社民党候选人舒尔茨是否会继续追赶默克尔，不过曾经连任三届欧洲议会会长的舒尔茨是欧盟的坚决拥护者。德国作为欧元区主心骨的作用大概率将继续维持
  - **意大利大选(理论上在2018年举行)：**关键看现任总理是否会提前进行大选，右翼政党五星运动党支持率也在持续提升。
- **阶段性避险情绪的升温将不利风险资产表现，并对避险资产形成支撑。**



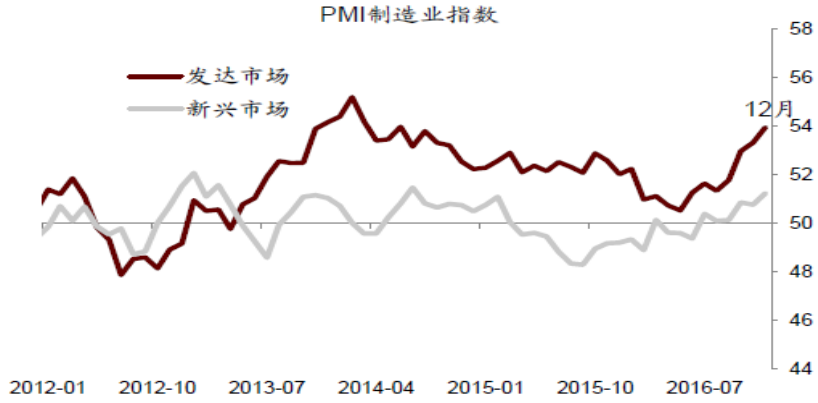
新兴经济体：经济数据有所改善，新兴市场景气回升

- 新兴市场：最近几个月，主要新兴经济体进出口、工业产出、通胀等数据有所改善，新兴市场整体PMI制造业指数继续回升。

国家	出口同比增速				进口同比增速				工业或制造业产出同比增速				CPI通胀		
	11月出口同比（3mma YoY）	出口增速低点月份（3mma YoY）	短期趋势（3个月）	中期趋势（1年）	11月进口同比（3mma YoY）	进口增速低点月份（3mma YoY）	短期趋势（3个月）	中期趋势（1年）	11月产出同比（3mma YoY）	短期趋势（3个月）	中期趋势（1年）	2012年后均值	12（或11）月数值	过去1年趋势	2012年后均值
印度	5.1	2015/11	上行	上行	5.4	2015/11	平稳	V型	1.4	上行	平稳	1.4	3.4	下行	7.2
巴西	-0.6	2015/9	平稳	上行	-12.6	2016/2	上行	上行	-4.4	上行	上行	-3.6	6.3	下行	7.1
俄罗斯	-2.2	2015/9	上行	上行	7.2	2015/7	平稳	上行	0.5	上行	上行	0.5	6.0	下行	8.5
墨西哥	2.4	2015/10	上行	上行	0.1	2016/7	上行	V型	-0.4	上行	下行	1.2	3.4	V型	3.5
印尼	8.3	2016/1	上行	上行	3.8	2015/11	上行	上行	-1.4	下行	倒V型	4.7	3.0	平稳	5.3
土耳其	0.1	2016/1	上行	上行	1.9	2015/11	上行	上行	0.6	上行	下行	2.9	8.5	W型	8.1
沙特	-12.6	2016/9	上行	下行	-30.4	2016/10	平稳	下行	na	na	na	na	2.3	下行	3.0
阿根廷	2.5	2015/6	上行	上行	-6.3	2016/9	上行	V型	-6.3	企稳	下行	-1.9	41.0	下行	33.9
尼日利亚	-26.2	2015/9	平稳	上行	-30.5	2016/9	上行	倒V型	1.6	上行	V型	0.0	18.6	上行	10.7
波兰	1.1	2015/5	平稳	倒V型	3.6	2015/5	上行	上行	1.7	下行	下行	3.0	1.0	上行	0.7
南非	5.3	2016/2	上行	上行	-4.3	2016/2	上行	上行	-0.2	下行	倒V型	1.0	6.8	V型	5.7
注释	绿色表示出口增速回升，几乎所有新兴市场的出口在2015年底开始快速回升。				绿色表示进口增速回升				绿色表示产出增速上行，红色表示产出增速下行。				绿色标示通胀正走向/处在合意区间，红色表示通胀过高或过低。		

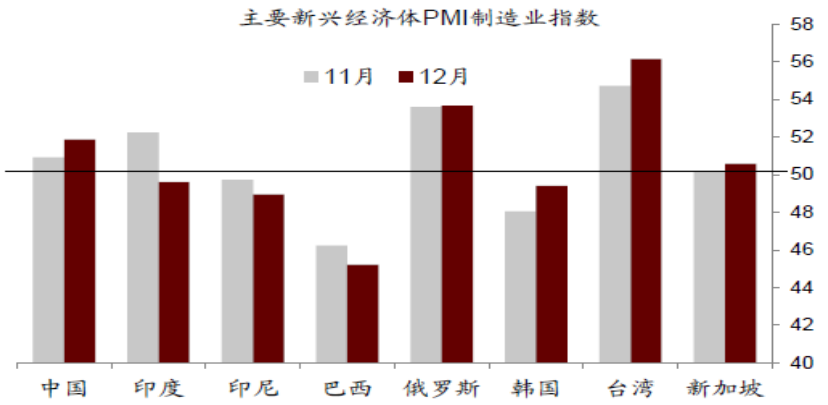
绿色部分为表现较好的指标

12月新兴市场整体PMI制造业指数51.2，连续6个月高于枯荣线



资料来源：Haver Analytics、、中金公司研究部

12月台湾PMI制造业指数回升至56.2

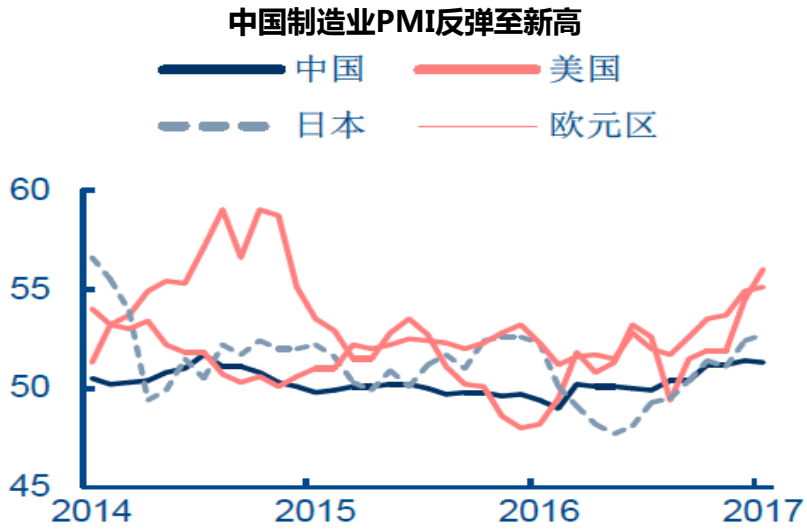


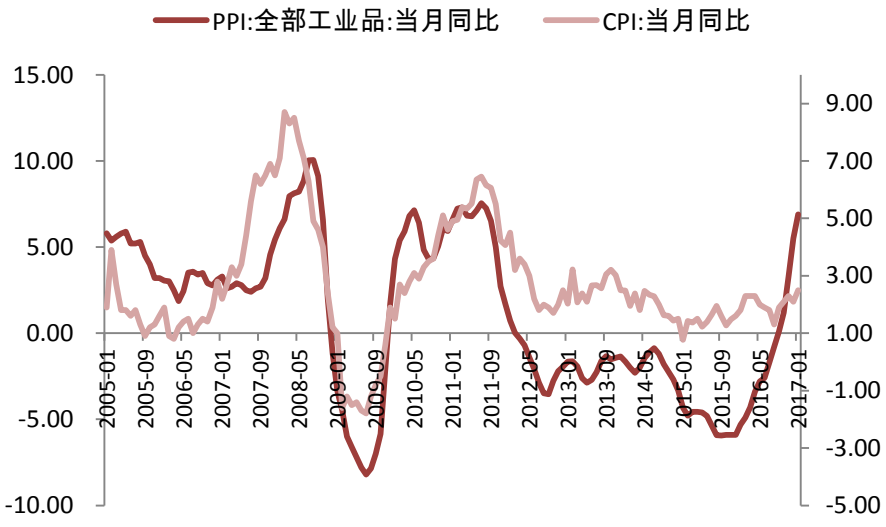
资料来源：Haver Analytics、、中金公司研究部

国内经济形势

经济运行稳中有升

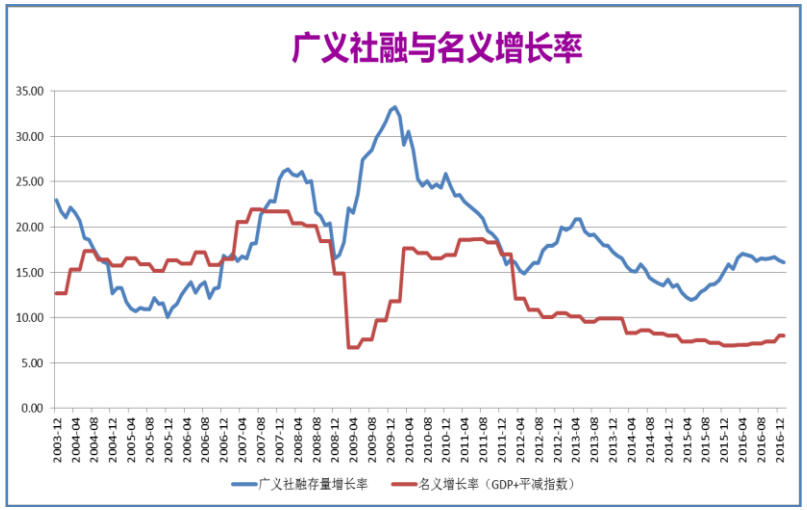
- **经济增长：**2016年四季度GDP同比增长6.8%，为2年来首度回升，好于市场预期；三产的贡献继续抬升。
- **PMI：**2017年1月PMI指数为51.3%，较上月略微回落0.1个百分点，延续扩张势头，2017年1 月数值为近几年高点。
- **投资：**12月固定资产投资累计同比增长8.1%，略低市场预期；制造业、地产投资增速回升，基建投资增速下半年来持续回落；
- **消费：**12月社消增长10.9%，有所提速，略好于预期的10.7%。
- **生产：**12月工业增加值同比增长6.0%，略低市场预期的6.1%，较上月下滑0.2个百分点，主因高耗能产业减产、限产影响。
- **经营：**2016年工业企业盈利增长8.5%，12月单月增速回落至2.3%，其中包括资产重组计提减值损失、投资收益波动等一次性因素；也包括由于成本上涨，造成行业盈利增速下滑的负面影响。
- **物价：**CPI同比提升，PPI同比再次显著抬升， 1月，CPI同比2.5%，高于前值2.1%。1月，PPI同比6.9%，再次显著抬升。

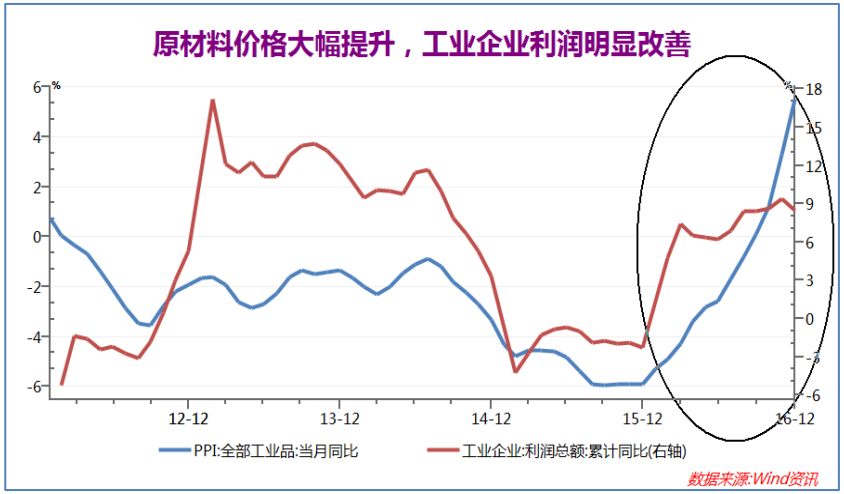




库存情况：需求转暖带动价格上行，企业库存回补或将延续

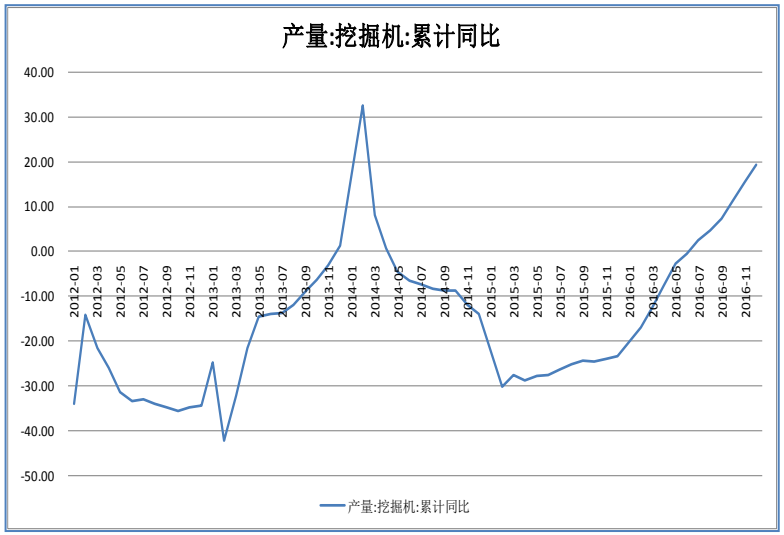
- 2016年以来，供给端，上游企业经历了自发的去产能，供给下降。需求端，通过实施积极的财政政策、大量进行地方债务置换等刺激需求端的回暖。导致原材料价格大幅提升，工业企业利润明显改善，企业融资需求回升。
- 实体企业在2013年融资需求被抑制后，经历了主动去库存、被动去库存两个阶段，现在大概率已经进入了主动补库存阶段。本轮补库存周期起始于2016年7月，叠加16年12月和17年1月信贷数据偏强的情况，我们认为2017Q1-Q2仍然处于企业补库存期。

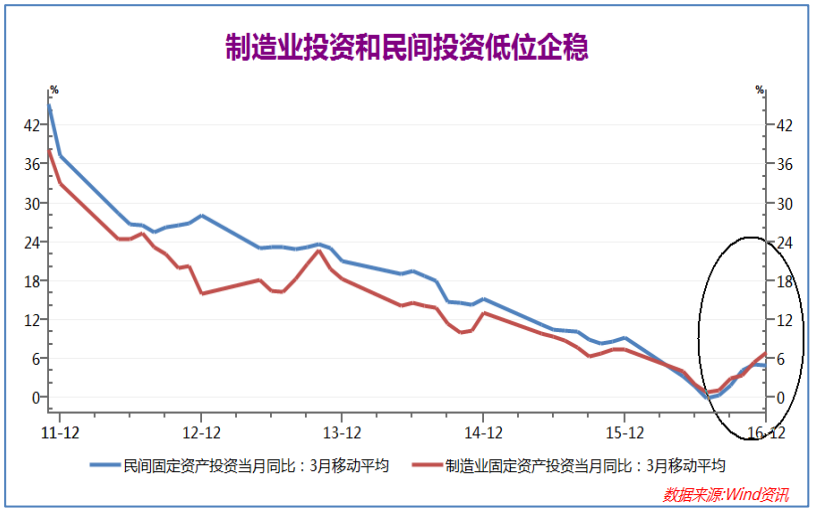


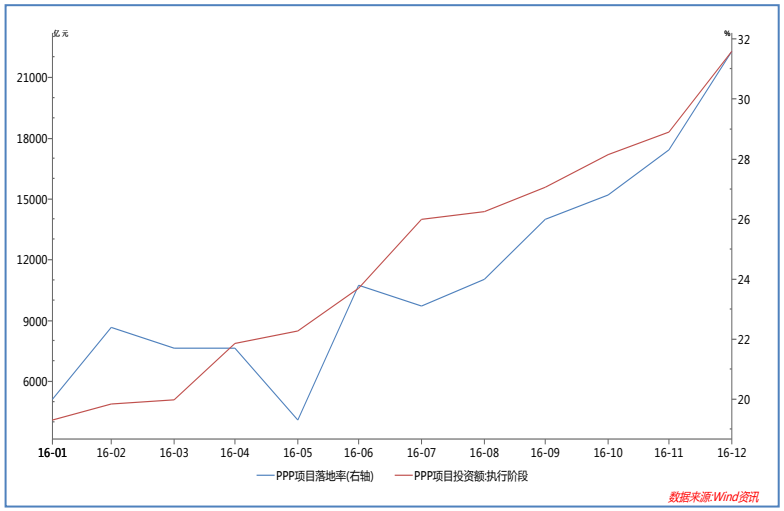


固定资产投资：制造业投资及民间投资企稳回升

- 制造业和民间投资方面，2016年下半年同比数据呈现稳步上升的趋势。投资回升主要受到中下游行业带动，产能过剩行业并未显著扩张，显示制造业投资回升结构较为健康。
- 基建投资方面，从去年6月以来，PPP落地率和投资金额明显上升，工程机械销量同比大幅上升，显示基建等固定资产投资升温。从1月信贷数据来看，预计一季度基建的活跃情况将延续。

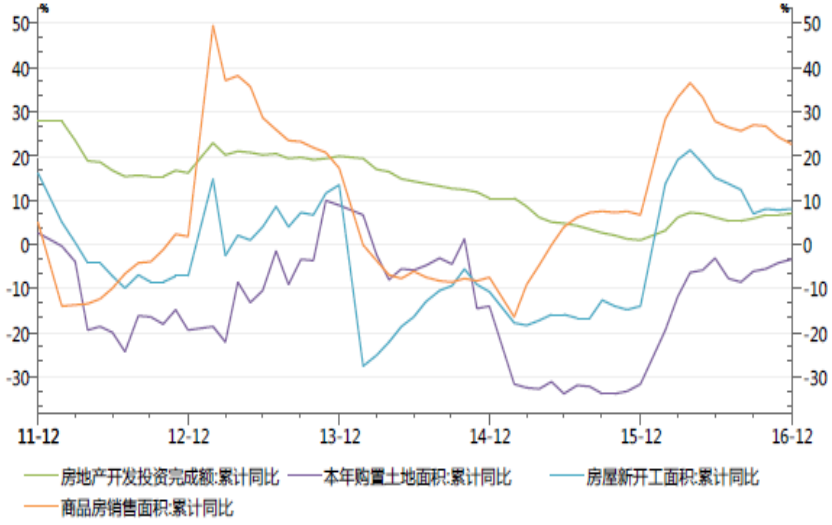


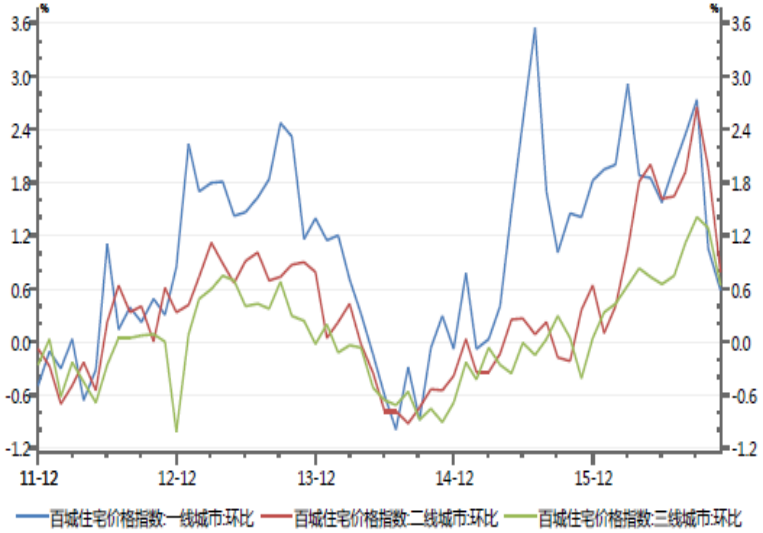




房地产: 销售持续下行，投资依旧平稳

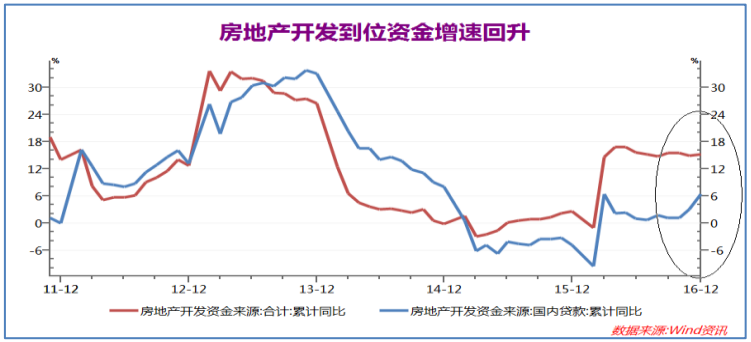
- 商品房销售：2016年全年商品房销售面积累计同比增长22.5%，为过去五年来最高。全年商品房销售面积达到15.7亿平米，为历史新高。但10月以来销售增速下行的趋势继续得到确认。
- 房地产开发投资：全年房地产开发投资增速6.9%，12月由于比较基数较低，单月同比增速出现翘尾，12月单月同比增长11.1%。
- 新开工：2016 年全年房屋新开工面积增速回升至8.1%，三年以来首次转正。考虑到2017年要完成棚改任务600万套，即使假设50%通过新建实现，单套60平米，对新开工的正向影响也达到1.8亿平米，今年新开工增速并不悲观。

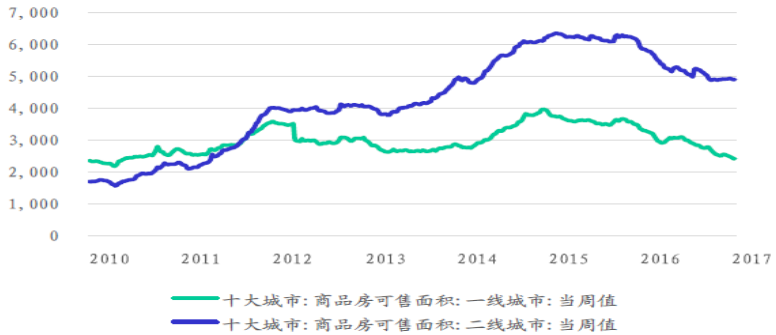


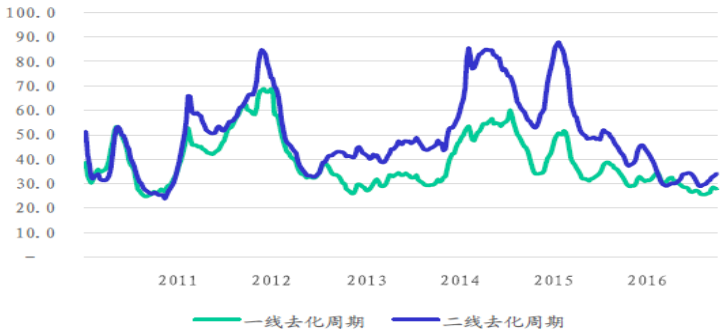


房地产：库存去化后存回补需求，长期仍受人口制约

- 库存：经过2015年以来的去库存，房地产的库存销售比已经回落到2012-2013年的低位。
  - 截至1月15日，一线城市较9月底下降13.3%，二线城市较9月底下降2.6%。一线、二线库存分别同比下降26.8%和16.3%。截至1月15 日，一线城市库存去化周期29.4周，较调控前提升2.2周，比去年同期高0.5周；二线城市库存去化周期42.3周，比调控前上升11.8周，比去年同期高4.6周。
- 去年11月以来，房地产企业到位资金增速有所提高，房地产开发贷款放量。因此，房地产企业短期可能进入一轮补库存周期，**一些草根调研显示房地产市场实际情况好于预期**，投资周期可能处于上升期的中后期。长周期看，房地产长周期趋于下行，其核心原因是人口自然周期的断档，长周期地产产业链将逐步退潮。
  - 中国80-87年是一波婴儿潮，该人群处于25岁左右的时候是中国房地产需求的一轮顶峰，即2005-2012年。最后的需求（以28岁-30岁推算）应该在2015-2017年。由于80-87年之后新生儿数量断档明显，所以房地产长周期是趋于下行，这意味着地产系产业链中长期会逐步退潮，地产系上下游不可避免将受到影响。因此建议关注房地产行业的中长期风险。

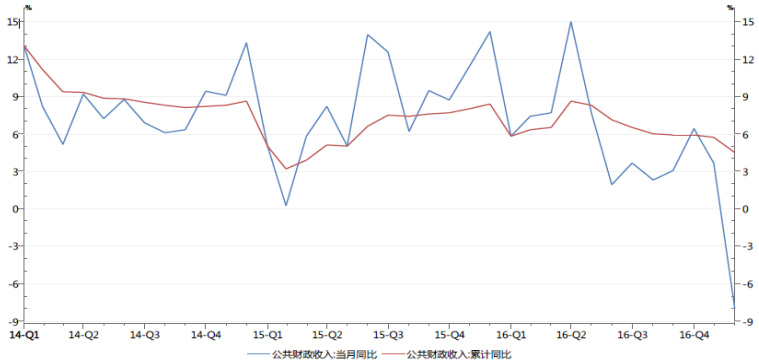


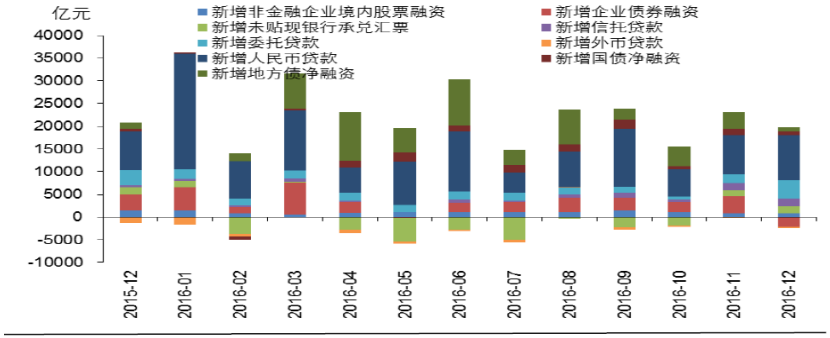




财政：收入持续低迷，赤字继续扩张

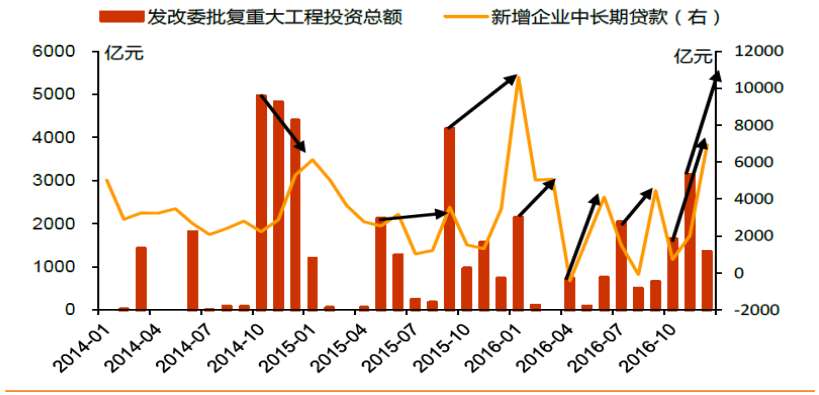
- 2016年12月，公共财政收入同比下降7.9%，较上月回落11.6个百分点；1-11月财政收入累计同比增长4.5%，整体仍显低迷。12月，公共财政支出同比下降13.9%，相比下降较多，累计同比回落至6.4%，增速较15年明显下行。1-12月累计赤字已达28289亿元，实际赤字率3.8%，比15年上升0.4%

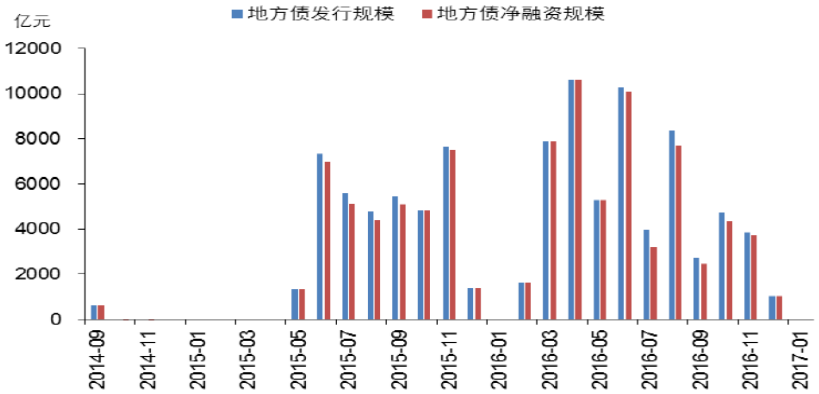




资料来源：Wind

图 5：发改委批复重大工程投资领先于新增企业中长期贷款 2-4 个月

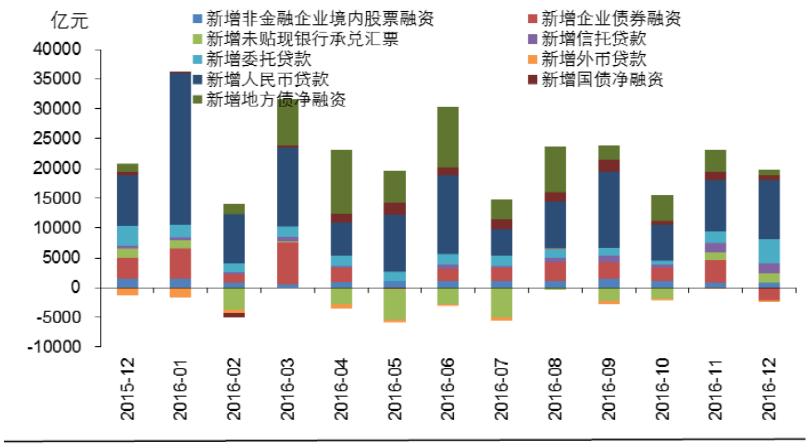




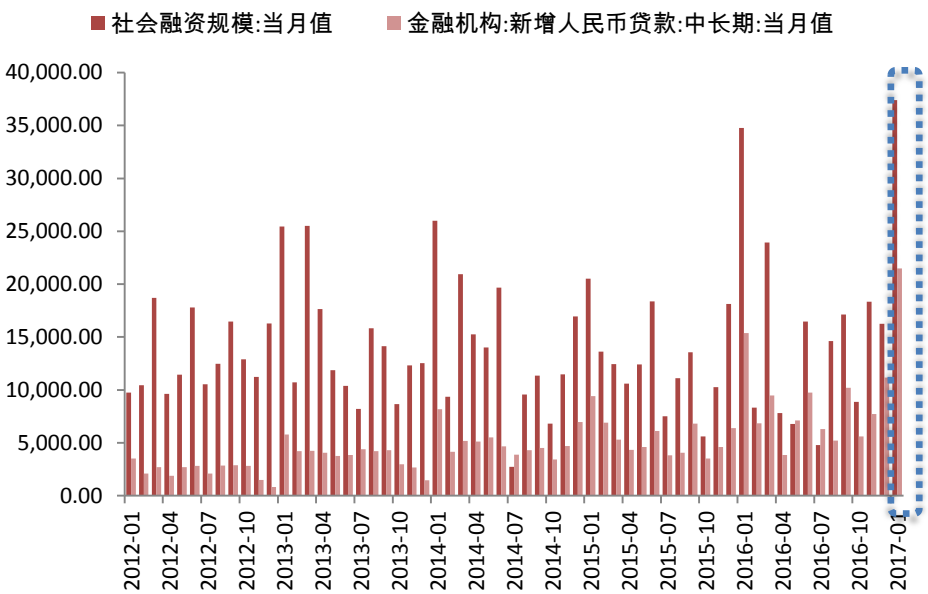
资料来源：发改委，Wind，天风证券研究所

社融及信贷：1月社融超预期，居民和企业中长期贷款表现较好

- 1月社融新增3.74万亿，创历史新高，大幅超市场预期，1月信贷新增创一年来新高2.03万亿，但未超去年同期天量水平，M1、M2剪刀差继续缩窄。
- 内部结构上看，居民和企业中长期贷款同比表现较好，既体现了银行“早放贷早受益”的原则，更重要的是来自于对于节后开工复产补库周期和基建项目发力的向好预期。



资料来源：Wind



近期热点评析

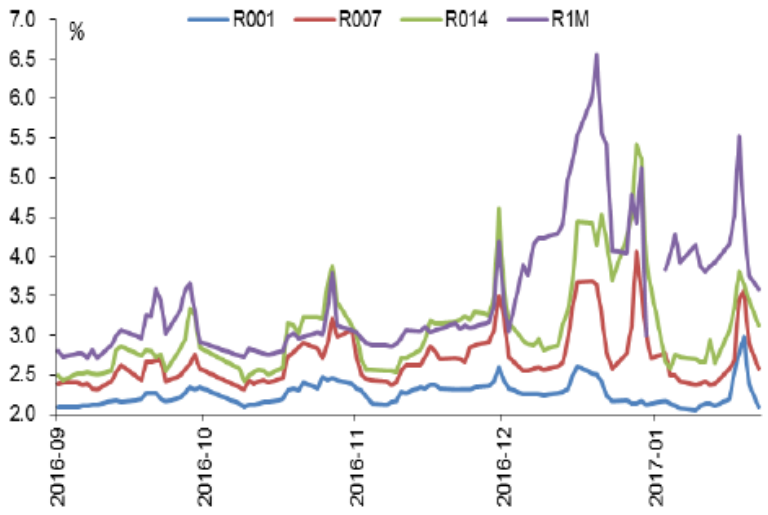
- **经济：**1月铁路运量同比增长10.4%（去年12月为9.8%）；水泥价格近期强势；重卡挖掘机销量增长强势；
  - **点评：**经济复苏暂时仍无法证伪，市场分歧较大。从信贷和工业库存位置看，短期预期仍可支撑。
- **税收：**企业所得税法修正案草案未调整税率，公益性捐赠税前扣除加大优惠。
  - **点评：**目前世界正似乎经历一场由美国总统特朗普主导的减税潮，A股近期相关预期也有所升温，按“减少所得税/行业净利润总和”排序，工业金属(13.54%)、煤炭开采(9.16%)、种植业(8.72%)受益最明显
- **货币：**中国银行间市场7天期质押式回购利率上升至3.34%
  - **点评：**央行仍致力于维持市场预期的稳定和降低金融杠杆，对于股市而言无需过虑，但对债市而言多点谨慎为好。
- **监管：**再融资新规、资管新规、保监会：严厉打击保险资金短期炒作；保监会主席项俊波表示，绝不能把保险办成富豪俱乐部
  - **点评：**政策导向仍然整体偏紧，如果类滞胀的经济环境、去杠杆的货币政策、偏紧的监管导向、较快的IPO叠加，A股长期趋势性机会可能仍需等待。**我们预测：A股2017年全年整体收益水平一般，但期间出现阶段性比较明显的结构性机会和波段性机会。**

中信 CITIC | 财富管理 WEALTH MANAGEMENT

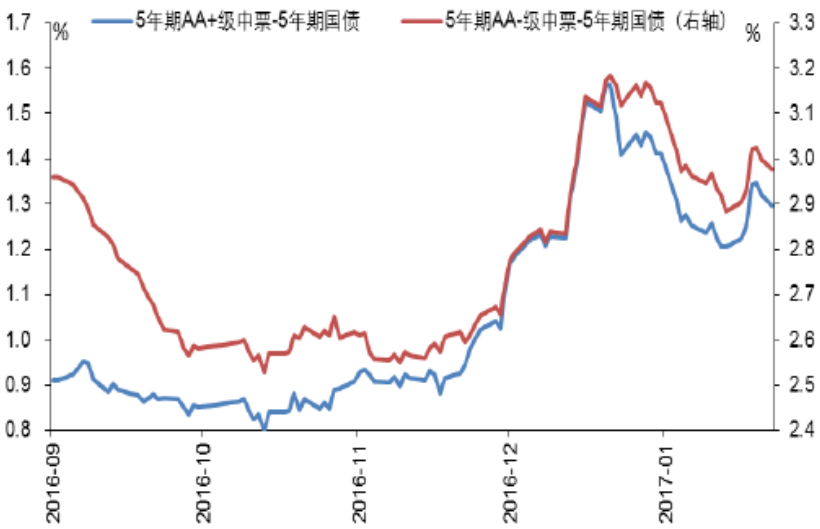
金融市场分析

现金类资产市场：风险事件频发，仍具配置价值

- 国内外经济环境复杂多变，短期全球经济缺乏新的增长点，存量资源博弈特征明显，经济金融问题、政治问题以及其他衍生问题的暴露在所难免，投资风险上升。建议保有一定比例现金类资产，保持流动性，抵御投资风险。



资料来源： Wind

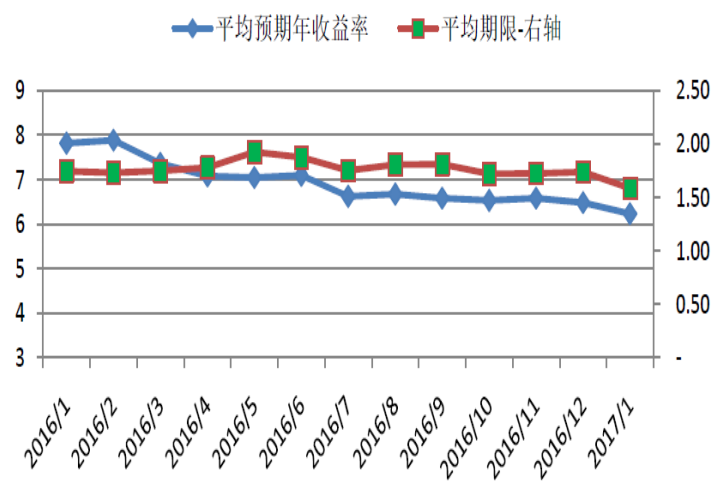


资料来源： Wind

类固收资产：规模及收益存反弹诉求，建议积极布局优质资产

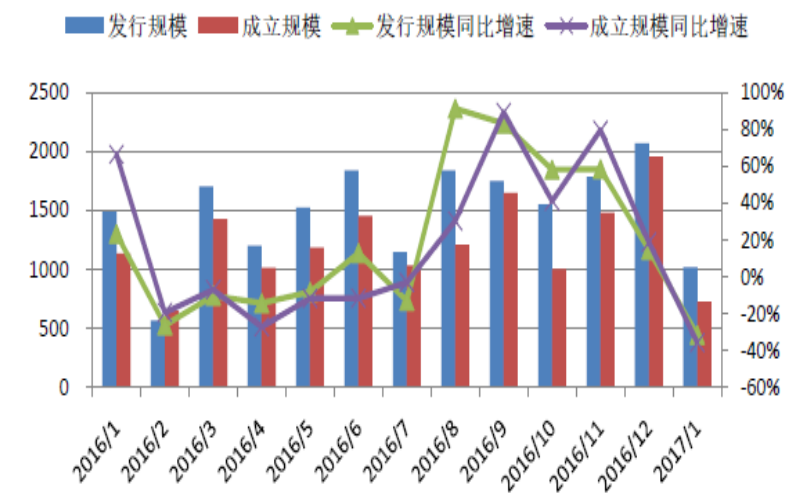
- 1月发行量减幅较大，有春节因素影响，预计未来规模会回升。近期信托平均收益持续下滑，但因为资金成本正在上浮，预计收益会有所反弹。
  - 因为发债成本高，去年年底至今企业发债负增长，会使得高评级企业倾向于贷款。政策收紧，地产发债门槛提升，一些资管通道关闭，拿地出资比例下降，一线地产存业务融资需求仍然存在，将作为下一阶段业务推进重点。
  - 政信类项目今年会萎缩，但是项目仍然会有所存续。今年大量城投债到期，与平台公司合作会延续，PPP仍然会重点推进。
  - 机构定制项目也会重点推进，项目都是高评级主体借款人，所以融资成本低，主要对接同业或者理财资金。
- 1月共有52家信托公司参与集合信托产品发行，共发行438款集合信托产品，发行数量环比下降44.34%。1月，发行规模达到1015.44亿元，环比下降50.84%。从成立情况来看，共有52家信托公司成立371款集合信托产品，环比下降58.31%。成立规模726.66亿，环比下降62.85%
- 1月，集合信托产品的平均预期收益率为6.23%，比上月减少0.25个百分点，仍然延续去年跌跌不休的趋势，并且有加速下滑的倾向，可谓开年不利。与此同时，1月集合信托产品平均期限减少了0.15年至1.59年。可以看出，集合信托产品短期化趋势加剧，拖累产品收益率加速下跌.

图4 集合信托的平均预期年收益率与期限变动趋势 单位：年，%



数据来源：用益金融信托研究院

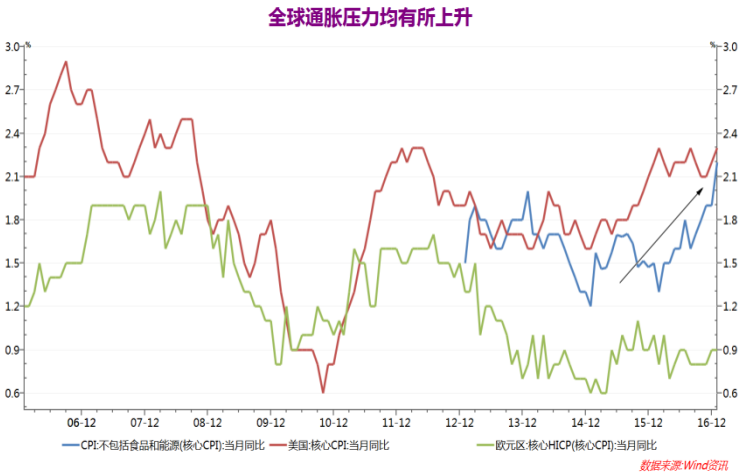
图1 集合信托产品数量及增速变化趋势 单位：亿元，%

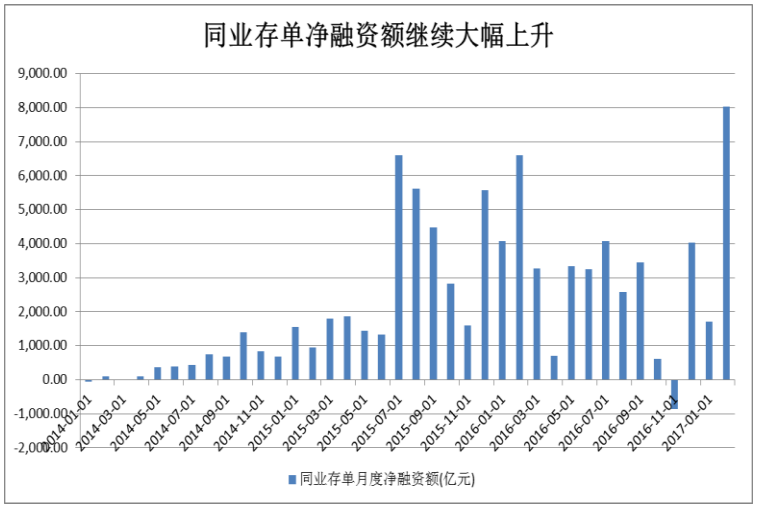


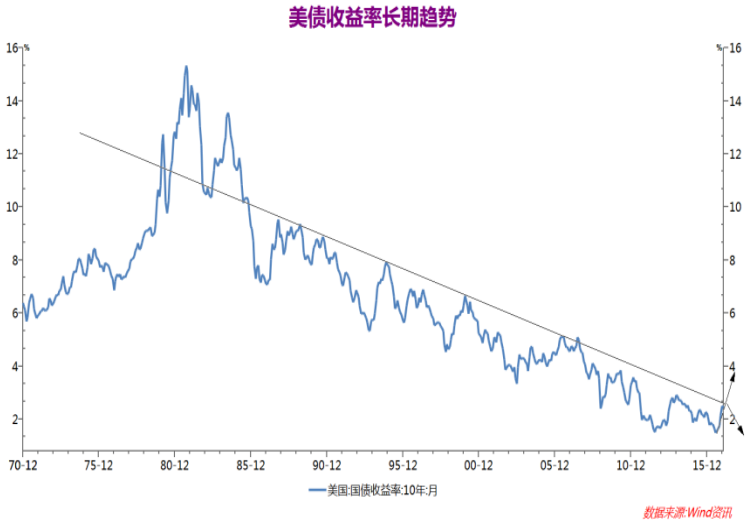
数据来源：用益金融信托研究院

债市：货币收紧与2013年似而不同，尚不至全面走熊

- **货币政策收紧与13年有相似有不同，尚不至债市全面走熊**
  - **13年政策指向M2高企。**源于同业投资非标，带来M2增速飙升，从而引发通胀担忧。
  - **16年政策指向资产价格泡沫。**同业存单净融资额从16年10月起大幅萎缩，但17年2月同业存单发行规模已接近1.4万亿；随着理财收益走高，金融套利仍存，去杠杆面临反复
- **关注同业监管，MPA举足轻重。**从去杠杆的角度，央行仍将维持资金面紧平衡，并进行纳入理财的MPA考核。若去杠杆不达预期，可能出台的同业监管包括将同业存单纳入同业负债，抬高流动性工具利率，或对理财资产配置范围和比例进一步收紧
- **目前看，经济基本面、信贷、通胀预期、货币政策等都不支持债市马上掉头重回牛市，谨慎为上。趋势性机会仍需等待**







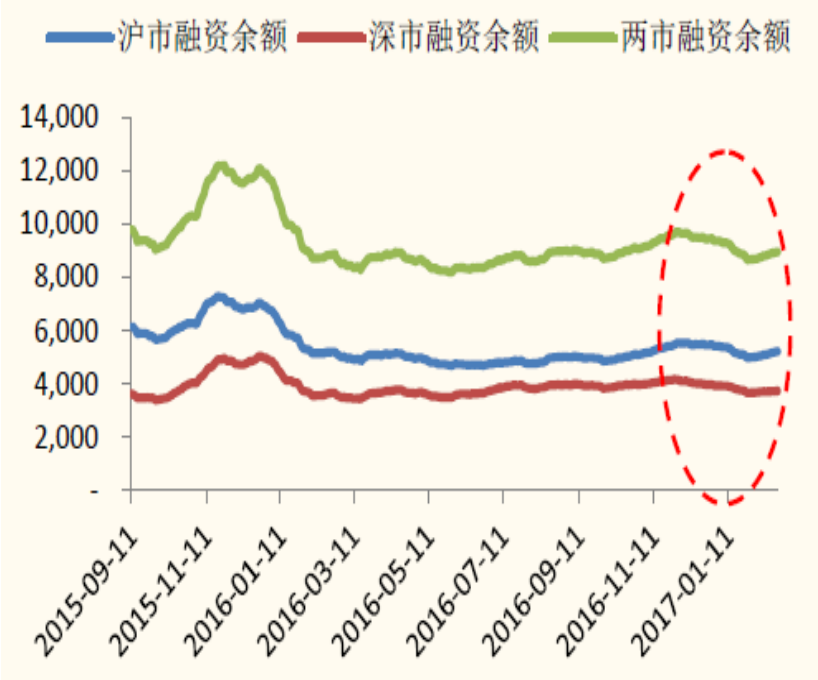
债市：大跌之后配置价值渐显，短端品种确定性相对较高

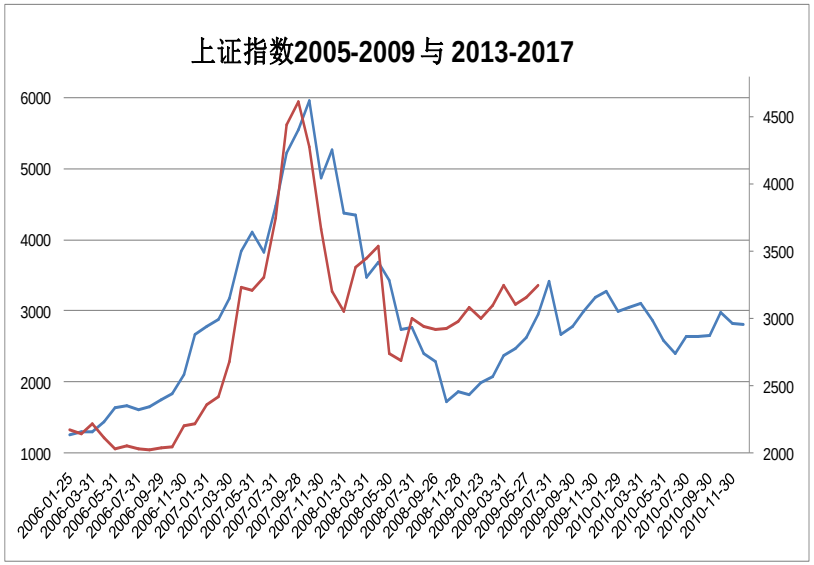
- 利率大幅上升后，债券的相对价值已经提升。未来1-2个季度，基本面仍处于实体经济扩张期，实体融资需求较为旺盛；同时金融业处于收缩期，从基本面和资金流向上仍对债券不利。但是债券大跌之后配置价值上升，尤其是短端品种的价值突出，确定性较高。

- **短期不确定因素：**
  - 全球通胀压力均有所上升，原油价格能否向上突破
  - 美国长期利率能否突破40年的下行趋势上沿
  - 国内同业负债继续上升 VS 资产久期逐步下降
- **投资策略**：
  - 短久期品种作为基础配置，实现稳定收益。
  - 长端价值有所上升，但趋势机会仍需要耐心观察通胀、海外环境、库存和投资周期、金融去杠杆的情况。

权益类资产：多因素制约，系统性牛市尚未到来

- 短期来看，在国内金融资产中，权益市场经历了3轮股灾后杠杆出清是较为彻底的。
- 当前经济基本面PPI回升而CPI低位，非常有利于企业盈利的回升以及股票估值提升，短期有利。
- 若通胀压力上升带来利率系统性上行，则实体企业面临资金压力以及股票估值存在下修可能。
- 向前展望，本轮经济复苏周期见顶后经济会有下行压力，可能再次压制企业盈利。
- 股票市场未来的供给量仍很大，包括定增解禁、首发股东解禁、IPO等，出现系统性牛市的可能性较低。

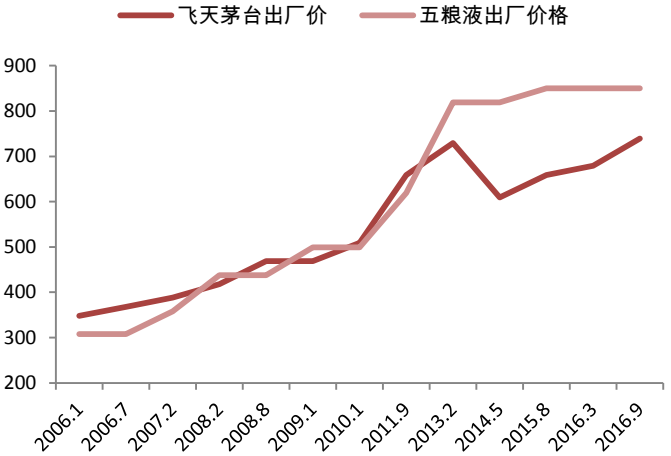


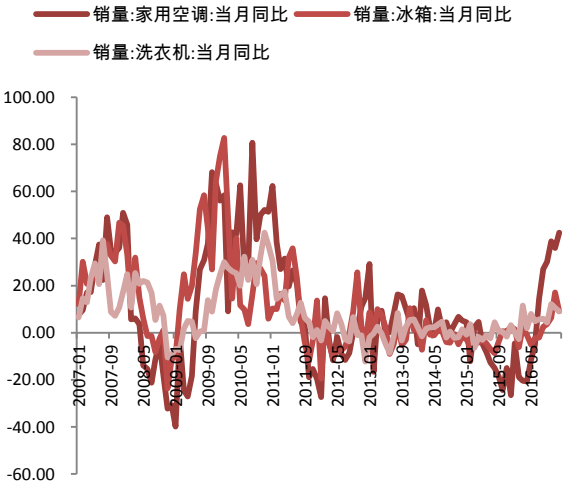


日期	上证指数（收盘）	涨跌幅	涨跌时间	日期	上证指数（收盘）	涨跌幅	涨跌时间
2006/1/25-2007/10/30	1099-5954	442%	20个月	2013/9/30-2015/6/30	2175-4611	112%	20个月
2007/11/30-2008/10/31	4871-1728	-64.5%	12个月	2015/7/31-2016/2/29	4277-2688	-37.2%	9个月
2008/11/28-2009/12/31	1871-3277	75.1%	14个月	2016/3/31-2017/2/23	3003-3251	21.0%	12个月

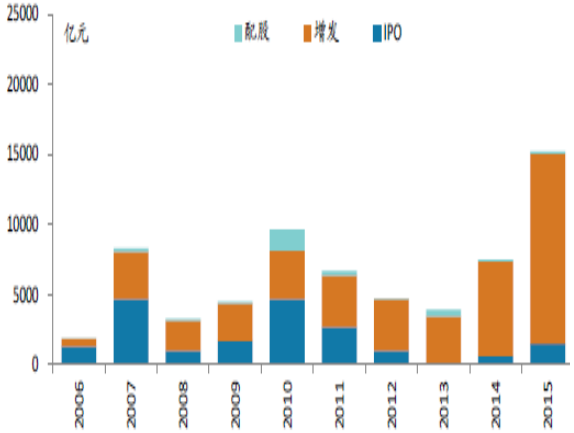
权益类资产：定增新规影响下，成长性绩优股或受青睐

- 定向增发是A股上市公司非公开发行的最重要的形式。新规从“锁价”向“市价”的调整实际上削减了“锁价”折扣部分的收益。
- 对于更注重“锁价”套利这部分收益的投资者，新规会将其资金从原有链条挤出。其替代选择可能使得部分资金参与 IPO 打新（需要配置市值底仓），也可能进入大宗交易市场。
- 新规的结构性影响也很重要。一方面，融资套利空间缩小后，留存的定增资金将更注重标的基本面遴选，内生增长稳定，分红与和自由现金流较好的公司更受青睐。另一方面，对融资规模和频率的限制，对于传统企业大规模转型和对外延扩张依赖较高的行业相对不利。

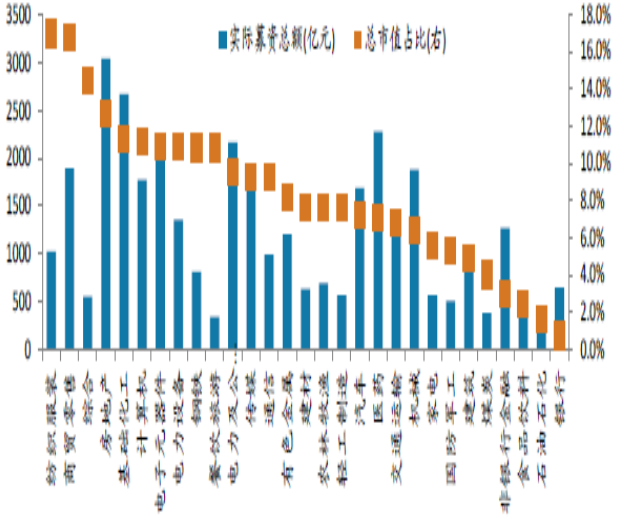




A股融资规模及构成



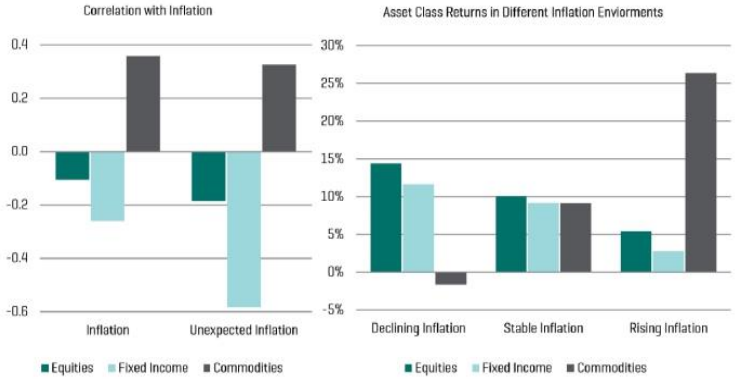
中信一级行业再融资占总市值规模（2014~2016 年累计）



权益类资产：供需变化叠加通胀上行，关注商品类股配置机会

- 商品类股在过去40年以来扮演着最佳抗通胀的工具，具备相对较高的配置价值。
- 信贷扩张以及固定资产投资增速的回升，基建投资维持相对高位拉动工业金属尤其是用铜的需求，下游家电行业基本面强劲补库持续。中长期钴短缺持续，供给收缩的逻辑支撑2017全年钴价的上涨。大型铜矿供应中断的问题仍将扰动全球市场，紧平衡格局支撑铜价进一步走高，看好铜和钴价上涨带来的板块机会。

商品类股在过去40年以来扮演着最佳抗通胀的工具



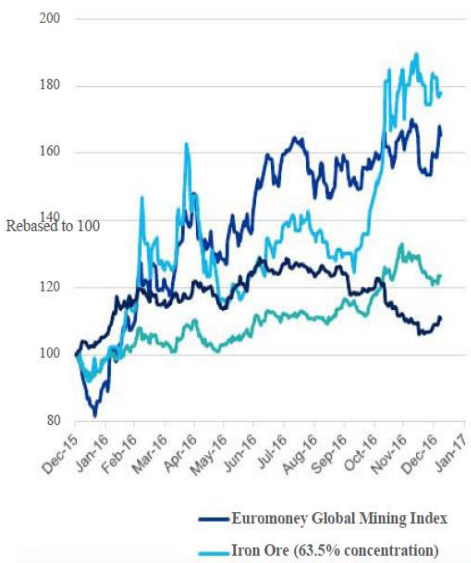
数据源: S&P DOW Jones Indices, MSCI, Barclays, Federal Reserve. Data from 1972/12 to 2012/06

Average nominal and real returns when inflation is low and high. Nominal return ignores inflation, real return takes inflation into account.

Average Performance 46-Year Period from 1970–2015		Large U.S. Stock (%)	Small U.S. Stock (%)	Non-U.S. Stock (%)	U.S. Bonds (%)	U.S. Cash (%)	Real Estate (%)	Commod-ities (%)	7-Asset Portfolio (%)	60% Stock/40% Bond (%)
Low Inflation Years Below Median CPI	Average Nominal Return	12.8	13.5	11.5	6.8	2.7	13.4	-1.9	8.4	10.4
	Average Real Return	10.5	11.1	9.2	4.6	0.6	11.0	-4.0	6.2	8.1
High Inflation Years Above Median CPI	Average Nominal Return	10.7	12.4	10.5	9.1	7.5	13.2	22.0	12.2	10.0
	Average Real Return	4.4	6.0	4.3	2.9	1.3	6.7	15.0	5.8	3.8

数据源: Lipper & Steele System. Data from 1970 to 2015

矿业类股2016年绩效表现



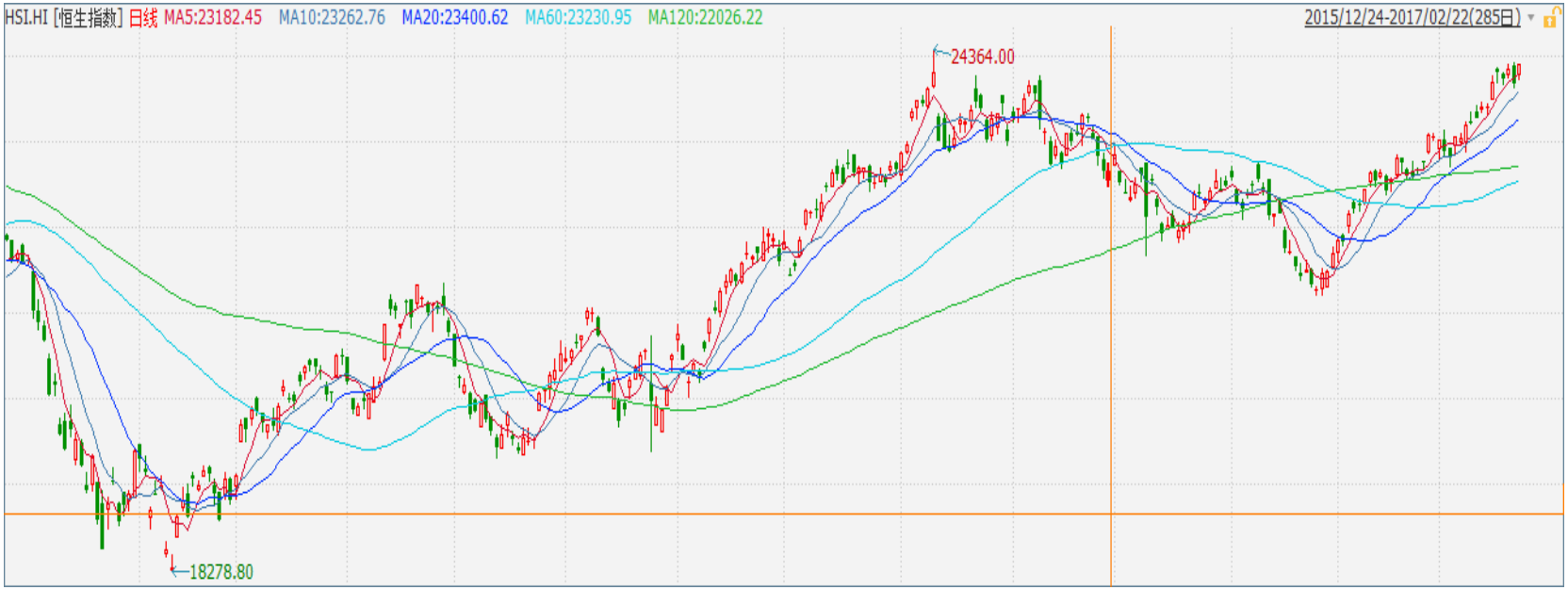
矿业类股过去2年绩效表现

虽然矿业类股在2016年表现强劲，但只回到2015年6月的水平

港股：汇率估值双重支撑，港股仍具投资价值

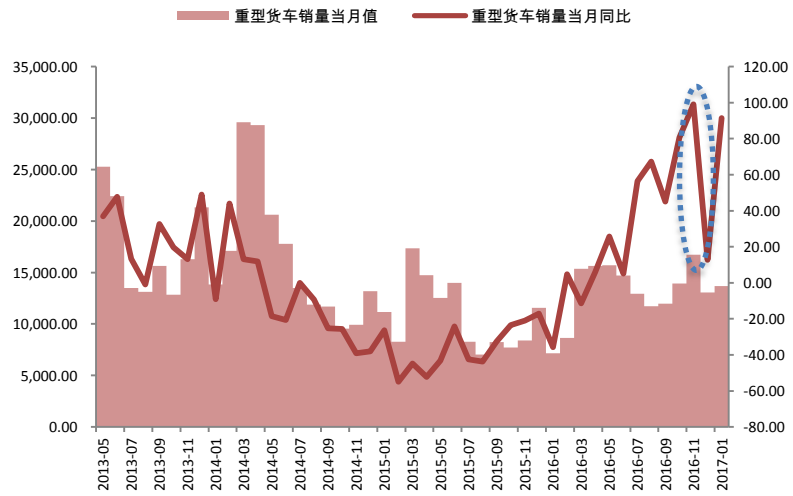
- 去年2月份开始，港股进入了新一轮的上涨周期，一年时间恒生指数已经上涨了31.2%，港股的上涨既有基本面配合，又有资金支持。
- 去年中国经济逐渐短期企稳，政府加大对金融部门的监管，房地产市场在经历了2015-2016年的暴涨之后陷入短期的低迷，充足的大陆资金希望寻求合理的投资标的，而港股经历了前期的调整之后估值吸引力上升。
- 港币与美元挂钩，在美元升值周期对资金有强大的吸引力。

恒生指数走势图



大宗商品：拐点尚未到来，机会风险并存

- 2017年供给侧改革将延续，工业企业产成品库存同比增速自去年下半年开始回升，直至现在还没看到拐点的到来。
- 我们判断补库存周期在2017年中将走到尾声，因此也需要紧密观察数据，预防大宗拐头的风险。



大宗商品：供需缺口利好原油，通胀上行及避险需求利好黄金

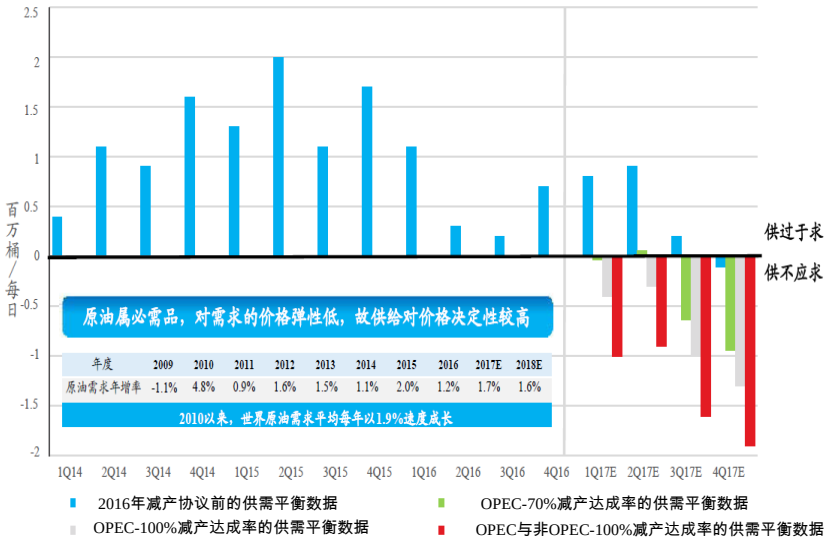
- OPEC国家的巨大问题：近年能源投资稀缺，剩余产能恐不足以支应需求增幅。市场普遍未意识到OPEC能源投资稀缺的严重性。
- 美国原油产量确实在提高，但仍难以撼动即将到来的供不应求，在最极端的状况下，2017年底全球原油供给不足以支撑需求之比率，可能达 2%。

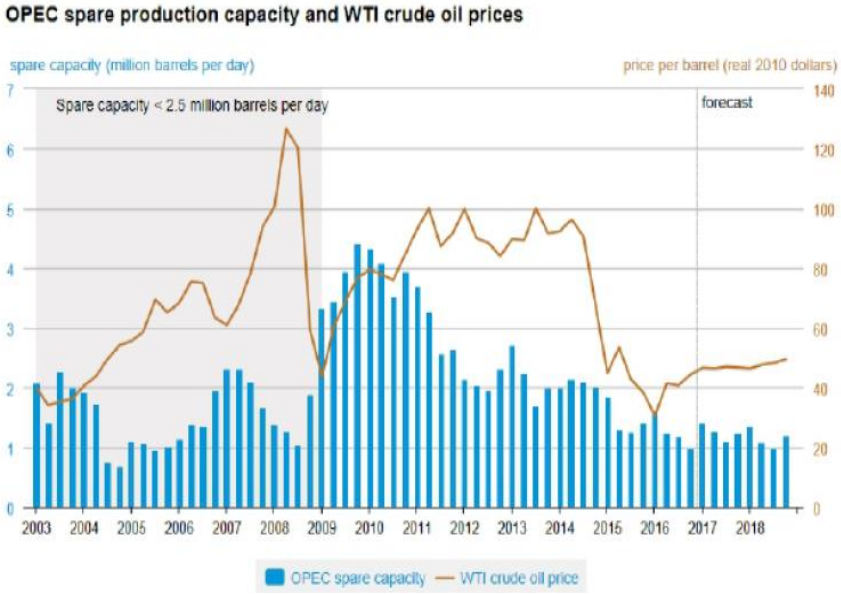
「如果全球石油产业投资不复苏，未来2-3年全球供应将出现巨大缺口。」

国际能源署长*Fatih Birol, 2017/1*

全球油汽探勘开发总投资额	2013	2014	2015	2016E
资本支出 (亿美元)	4,100	4,250	2,500	2,000
年增率	9%	4%	-41%	-20%

数据源：IEA，Bloomberg，2016年增率的市场共识为衰退15-20%





大宗商品：供需缺口利好原油，通胀上行及避险需求利好黄金

- 黄金配置逻辑并未发生改变，黄金继续受益于再通胀上升实际利率下行及避险情绪升温，同时美欧政治不确定性隐含的避险需求也令黄金受益，黄金波段性机会仍有，但暂时看不到趋势性上涨。
- 原油前期一直高位震荡，其滞涨因素主要是非OPEC国家1月减产计划完成率仅有40%。 2月份非OPEC国家减产完成率上升至60%，油价小幅上扬。

美国增产不影响供求格局

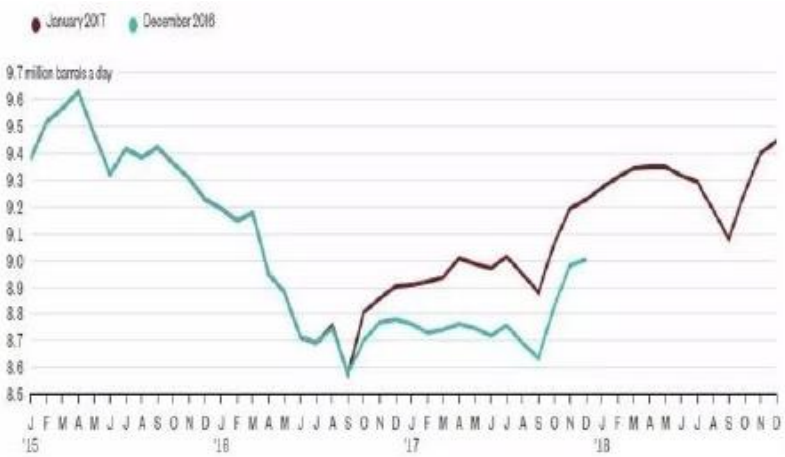
- IEA预估今明两年，全球原油需求增长分别为1.7%与1.6%，亦即每年原油需求增长约150万桶/天。在OPEC减产协议下，即便美国未来两年原油供给提高至900万桶/天以上，供不应求的趋势仍难以扭转。

美国页岩油增长速度有限

- 美国页岩油投产速度约3-6个月，推测部分原因来自于整体钻井效率的提高，然考虑以下三点因素，美国页岩油供给开出速度可能低于市场预期：
  - 页岩油甜点（SweetSpot）消耗：市场预估5-8年内美国页岩油主要甜点将被大幅消耗，而针对非甜点的作业则往往需要较高的油价。
  - 2017年资本支出增速有限：当前，美国页岩油业者普遍营运营现金流远小于资本开支，资金缺口是靠股权融资、债务融资以及变卖资产三种途径补充获得的。
  - 页岩油先天技术限制：水压裂解技术使得页岩油产出衰退快速，油井存续期间普遍低于三年。

美国油井数量回到2016年初水位

美国能源局亦上调国内原油产出预估



资产配置建议

资产配置建议

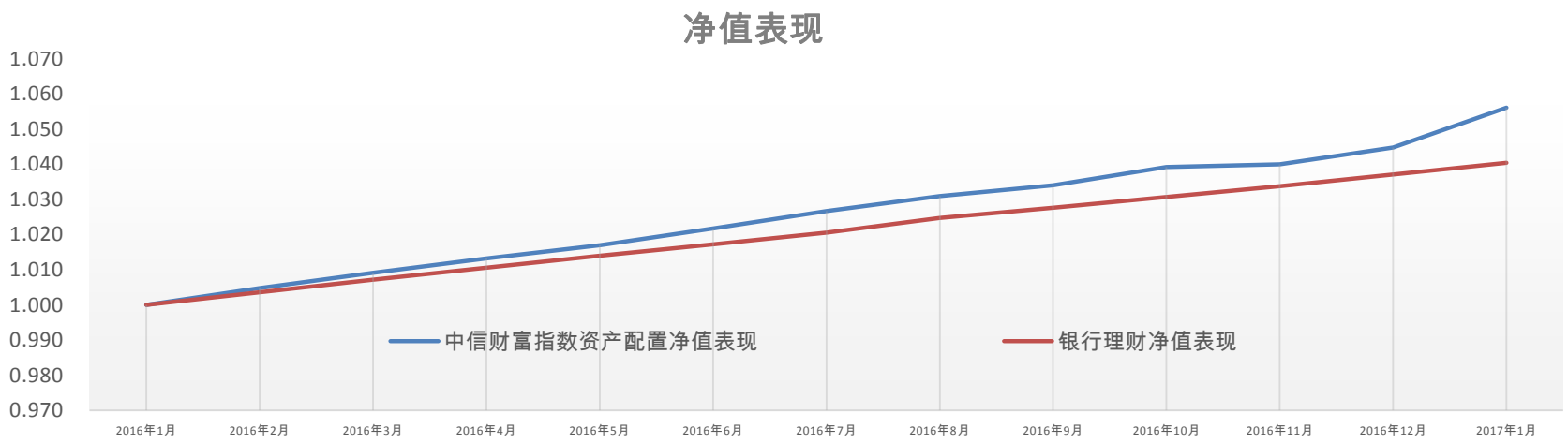
资产类别	本期权重	上期权重	比例变化（本期-上期）
现金类资产	25%	30%	-5%
类固定收益类资产	25%	25%	0%
债券	10%	8%	+2%
权益类资产	25%	22%	+3%
大宗商品	15%	15%	0%

指数收益表现（仅供参考）

配置比例

	2016年3月	2016年4月	2016年5月	2016年6月	2016年7月	2016年8月	2016年9月	2016年10月	2016年11月	2016年12月	2017年1月	2017年2月	2017年3月
现金类资产	30%	20%	20%	25%	25%	25%	28%	28%	26%	24%	30%	30%	25%
类固收资产	30%	25%	25%	30%	30%	27%	27%	27%	27%	25%	25%	25%	25%
债券	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	8%	8%	10%
权益类资产	15%	25%	30%	25%	20%	20%	20%	20%	22%	25%	22%	22%	25%
大宗商品	15%	20%	15%	10%	15%	18%	15%	15%	15%	16%	15%	15%	15%

产品配置净值测算



特别提示：

本资料所载的市场研究信息是由中信银行、中信证券、中信信托、信诚人寿、中信建投证券、天安财险、华夏基金、信诚基金共同参与制作。

本资料所载的研究信息及结论、收益表现通常基于特定的假设条件，并不涉及对具体证券、金融工具或者金融产品在具体价位、具体时点、具体市场表现的判断，因此不能够等同于带有针对性的、指导具体投资的操作意见。本资料仅供订阅人参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。个人投资者如需使用本资料，须寻求专业人士的指导，自主作出投资决策并自行承担投资风险。若因不当使用相关信息而造成任何直接或间接损失，中信银行、中信证券、中信信托、信诚人寿、中信建投证券、天安财险、华夏基金、信诚基金不对使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。感谢您给予的理解和配合！