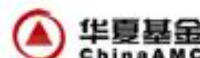
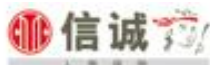




中信 | 财富管理  
CITIC | WEALTH MANAGEMENT

# 中信财富指数

2017年4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



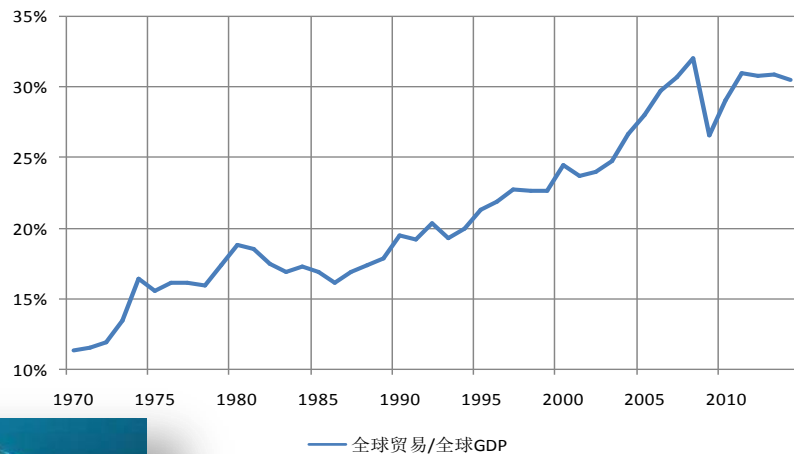
中信 | 财富管理  
CITIC | WEALTH MANAGEMENT

The background of the slide is a vibrant red field filled with various financial data points, including stock prices, percentages, and currency symbols. A large, white, 3D-style arrow curves upwards from the bottom left towards the top right, symbolizing growth and upward market movement. The text '国际经济形势' is centered in white over this background.

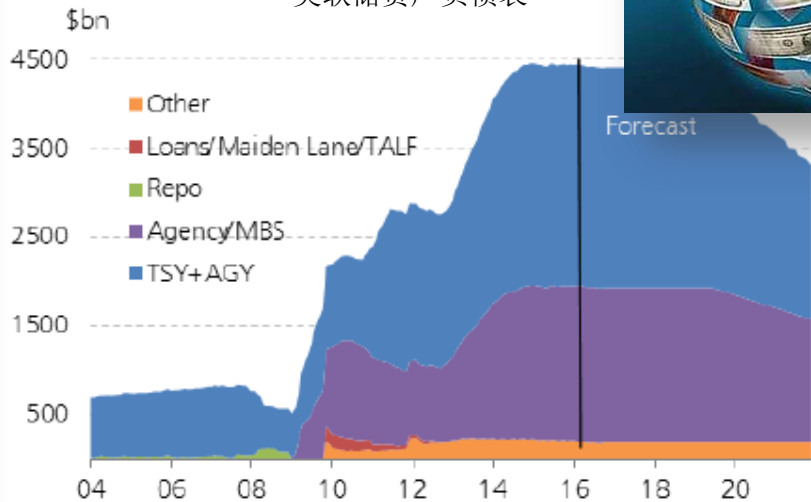
## 国际经济形势

# 国际形势：货币政策趋紧，政治风险未消，复苏之路曲折

- 前期中美过去宽松环境和库存周期向上将带领全球经济在2017年上半年维持复苏格局，1月全球PMI呈现久违的同步复苏走势，改善趋势预计至少能延续至2季度。
- 全球流动性最宽松阶段性过去，年内和2017年上半年利率有回升压力。但随着货币环境趋紧，以及欧洲可能的黑天鹅事件负面冲击，全球经济复苏持续性仍存变数。

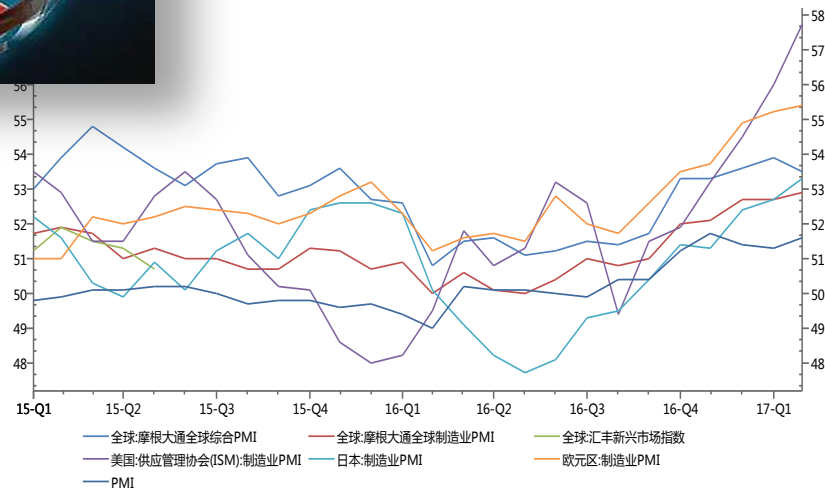


美联储资产负债表



资料来源：CEIC、IHS

全球各主要经济体PMI

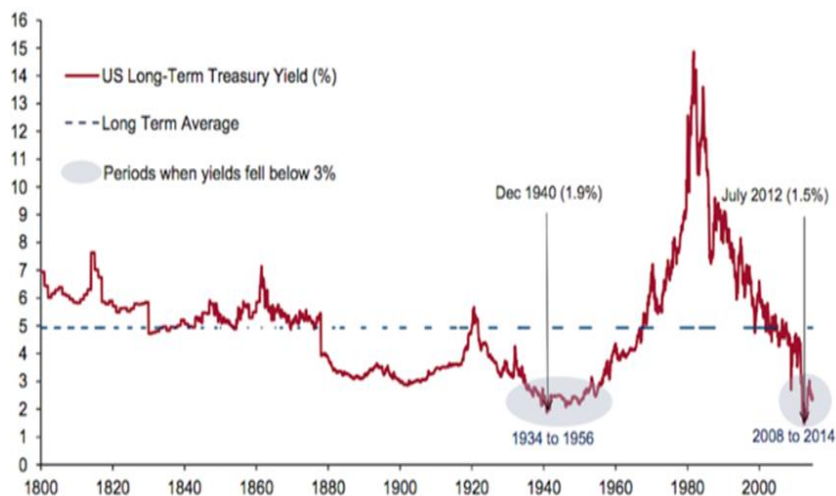


数据来源：Wind资讯

# 美国：消费增长通胀上行，美联储“温和”加息

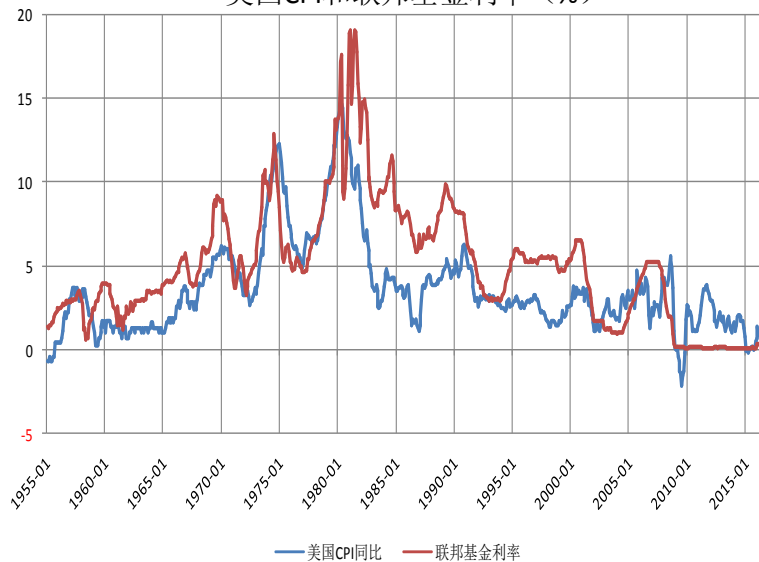
- **美国经济数据**：得益于类似中国的低库存，美国在2016年下半年和2017年上半年都是补库存周期，但拉动效力在2016年三季度达到最大。
  - 美国居民消费继续稳步增长，耐用品新订单增速继续回升，油价及基数效应驱动CPI通胀显著跳升。
  - 预计2017年全年总CPI增速约为2.2%，总PCE增速约为1.7%，均明显高于2016年的水平。今年全年美国通胀的走势很可能是一个倒V型，即1~3季度上行或维持高位，4季度下行。
- **美联储加息**：北京时间3月16日凌晨，美联储发布FOMC会议公告，以9比1的投票表决，宣布将联邦基金利率目标区间升至0.75%-1%，即加息25个基点，符合近期市场预期。公告中联储用“温和（moderate）”一词形容经济总体情况。利率上升或制约美国地产行业的进一步改善，而美国地产回暖已经达到历史较高景气水准，利率的负面冲击有可能在2017年下半年显现。

美国长期利率波动历史（%）



资料来源：Bloomberg、南方基金

美国CPI和联邦基金利率（%）

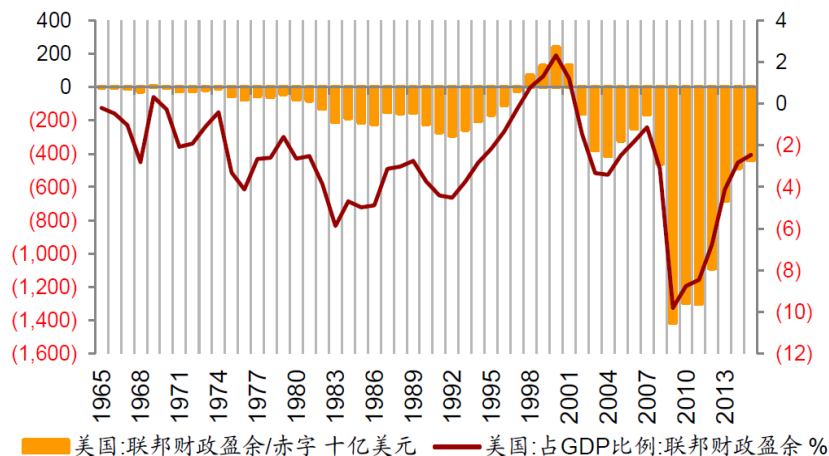


— 美国CPI同比 — 联邦基金利率

# 美国：具备小幅财政加码空间，政策执行存不达预期风险

- **具备小幅财政加码空间**：经过奥巴马政府第二任期的财政整肃，美国从财政悬崖边勒马回头，当前赤字率处于21世纪以来中性偏低的水平，有助于在特朗普第一个任期内适当扩大财政赤字。
- **政策推进进度或不达预期**：加大财政赤字需要正常的行政程序，最快时点也应在2017年年中之后，而且力度也很难如特朗普承诺的4年5500亿美元，这还是不考虑减税之后的约束。

美国财政赤字和赤字率



资料来源：Wind、招商证券

美国房地产市场景气度



资料来源：CEIC、UBS

# 欧洲：弱复苏态势延续，政治风险未消

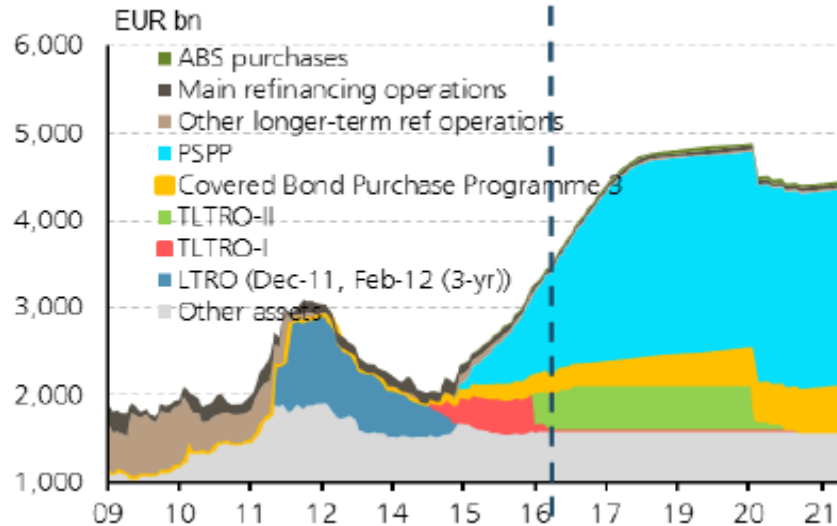
- ❑ 欧元区4季度GDP环比增长0.40%，较3季度环比增速0.44%略有放缓。1月总CPI同比增速从12月的1.1%跳升至1.8%，明显高于市场预期的1.5%；主要受能源价格回升的拉动，剔除食品和能源后的核心CPI同比维持0.9%不变。2月PMI制造业指数初值55.5，超过了2014年的高点。
- ❑ 3月荷兰大选、4-5月法国大选、9-10月德国大选等都可能因为保守主义和民粹主义抬头而出现较大黑天鹅事件，甚至动摇欧元的存在基础，引发对国际货币体系和国内证券市场的阶段性冲击。

2011年欧债危机对国内股市的冲击



资料来源：Wind、南方基金

欧央行资产负债表

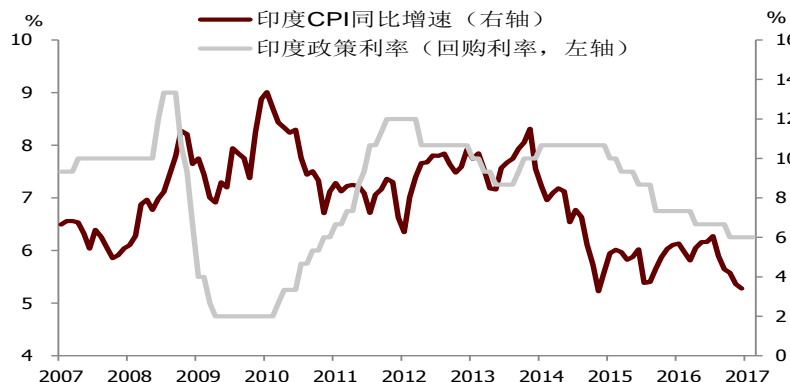


资料来源：CEIC、UBS

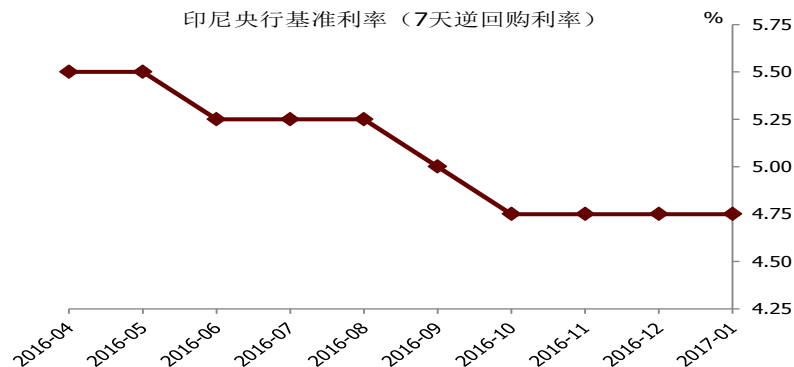
# 新兴市场：货币政策逐步回归中性

- 可能主要受到中国和巴西的拖累，1月新兴经济体整体PMI的下行。多个经济体货币政策转为中性。印尼、韩国、泰国、马来西亚基准利率在经历前期的几次下调后，在过去几个月均维持不变。印度央行更是在2月的议息会议声明中明确宣布货币政策基调从宽松转为中性。
- 虽然各国的国内需求是决定其货币政策走向更重要的因素，但全球大宗商品价格持续上升、美联储加息、欧央行削减QE购买量、中国央行上调逆回购利率，可能是上述新兴经济体货币政策转向的共同外部因素。

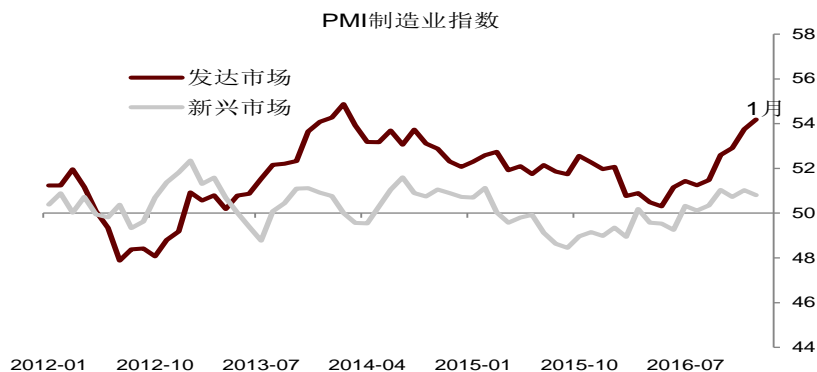
2月8日印度央行议息会议维持基准利率不变



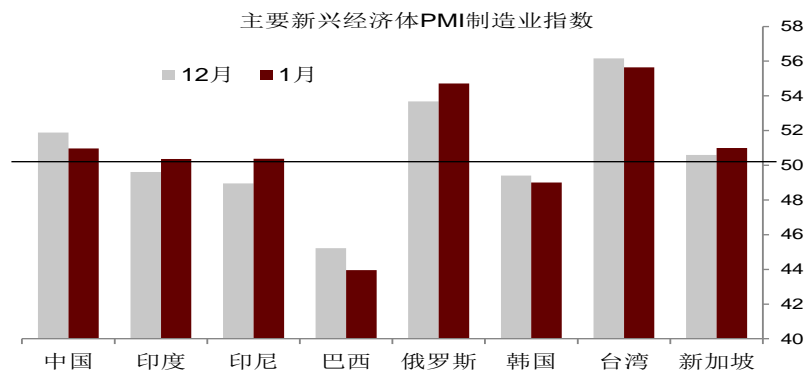
去年11月开始，印尼央行一直维持基准利率不变



1月新兴市场整体PMI制造业指数50.8



1月新兴经济体整体PMI的下行可能主要受到中国和巴西的拖累







中信 | 财富管理  
CITIC | WEALTH MANAGEMENT

The background of the slide is a vibrant red field filled with various financial data points, including stock prices, percentages, and currency symbols. A large, white, upward-pointing arrow is superimposed on the right side, symbolizing growth and positive economic trends. The overall aesthetic is professional and data-driven.

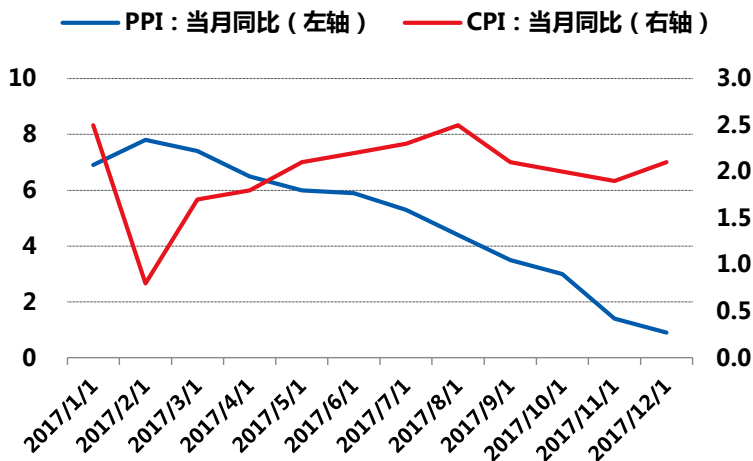
## 国内经济形势

# 国内经济：库存周期率先见顶，中周期下行压力强化

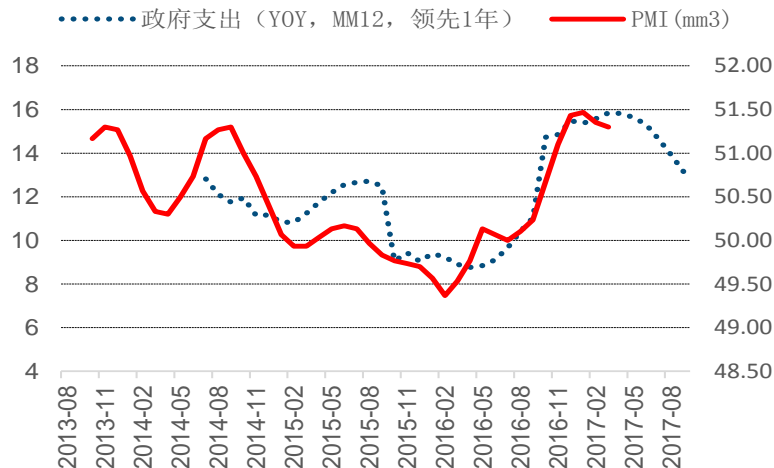
## □ 2017Q1全球经济向上共振后，中国库存周期率先见顶

- 未来3-6个月PPI与CPI的剪刀差收窄，类滞胀的环境带来需求抑制和货币紧缩效应。PPI见顶预示这轮价格修复带动的企业盈利改善进入尾声；
- 第三库存周期对真实需求的拉动作用有限，政策调控会激化结构矛盾，积蓄周期走向分化乃至共振向下的力量。

预计PPI与CPI的剪刀差收窄，类滞胀环境特征



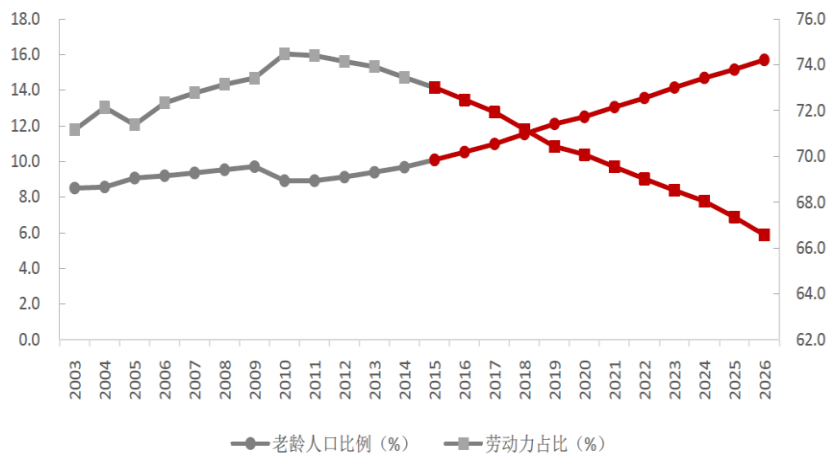
政府支出增速领先制造业PMI见顶



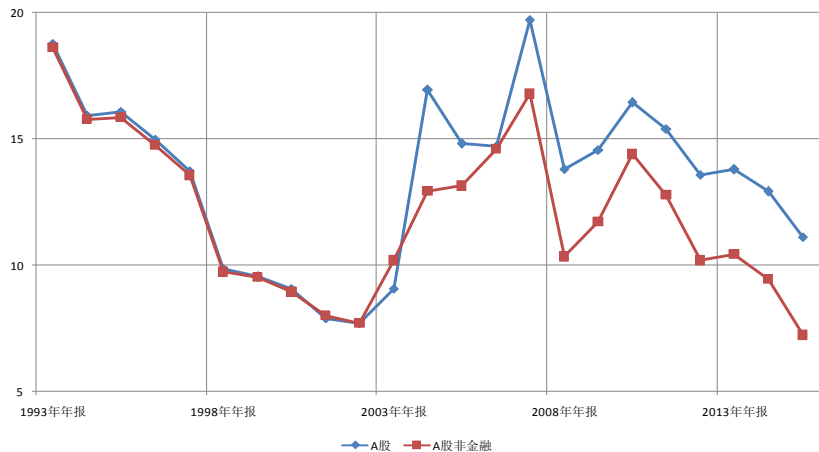
# 实体回报率：工业利润短期改善，资本回报率长期承压

- 在利率持续调低、产能有所去化后、大宗价格大幅反弹，2016年企业盈利阶段恢复。
- 预计工业企业利润虽毛利率迅速改善后，毛利率进一步大幅扩张难度较大，工业企业利润增速改善幅度将放缓。企业盈利改善的基础并不扎实，对制造业投资的提升作用有限。
- 中国人口红利在2011年前后已经结束，劳动力人口数量快速下降。长期而言或将拖累潜在增速，压低了实业资本回报率。

中国人口结构问题加剧，劳动力数量快速减少



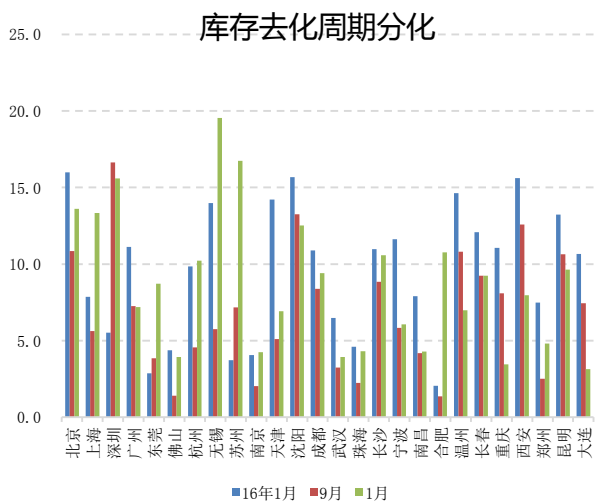
A股上市公司盈利能力ROE变化 (%)



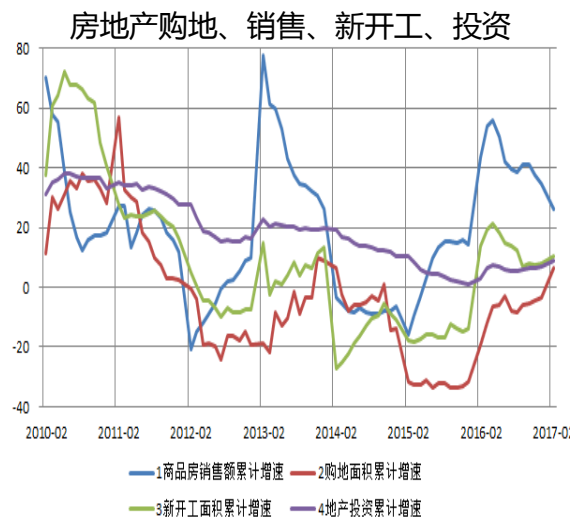
资料来源：Wind、南方基金

# 房地产：监管趋严市场分化，地产周期或近尾声

- 二三线城市成交面积增长较快，非限购城市的销售仍然较为理想**：限购城市2月前21天成交面积同比持平，而非限购城市同比+79.5%。随着热点城市极其严厉的调控措施的出台，地产小周期复苏也已经结束，节后出现的三四线持续回暖需要观察。
- 重点城市库存低位反弹，弱二线和强三线城市库存去化周期缩短**：从库存规模来看，今年1月底我们跟踪的26个重点城市库存1.55亿平米，环比+1.2%，这是2015年9月以来首次环比上升，处于2012年以来的低位，较最高点（2.64亿平米）低41%。一线城市库存去化月数提升，弱二线和强三线城市库存去化周期缩短。
- 人口因素使得需求消化承压**：随着城市化率进入低速提升阶段，每年的新增入城人口仅为1500万左右（年均1.1%），新增住宅需求4.5亿平米（人均30平米），但目前住宅商品房在建面积高达50亿平米，可能供过于求。
- 杠杆空间有限**：前期居民加杠杆力度较大，短期空间已经有所透支，随着地产限购政策的加码，居民加杠杆的宣泄口已经不再，很难再作为稳增长的推动力。



资料来源：CEIC、海通证券



## 房地产：次领先指标表现相对稳健，对房地产市场形成短期支撑

- 地产投资反弹的持续性不强，但其领先指标——购地、新开工增速仍在企稳略反弹，因此，预计仍将延续反弹态势多几个月。
- 30个大中城市新房销售景气回落，严格限购之后，11-12月负增长态势明显，但春节返乡买房成为趋势，三四线城市销售大幅好转。
- 信贷数据有所高涨，媒体报道将超过去年1月天量，引发央行强力压制调控，预计最终数据仍将保持较高水平。

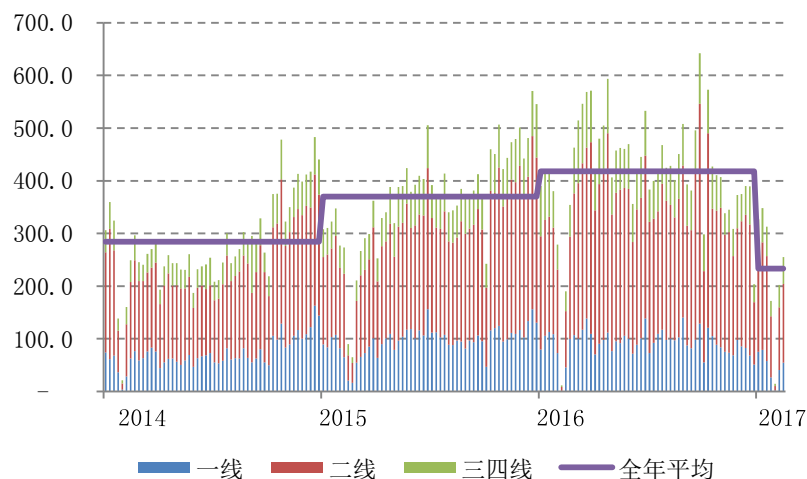
全国住宅商品房库存



数据来源:Wind资讯

资料来源: Wind、南方基金

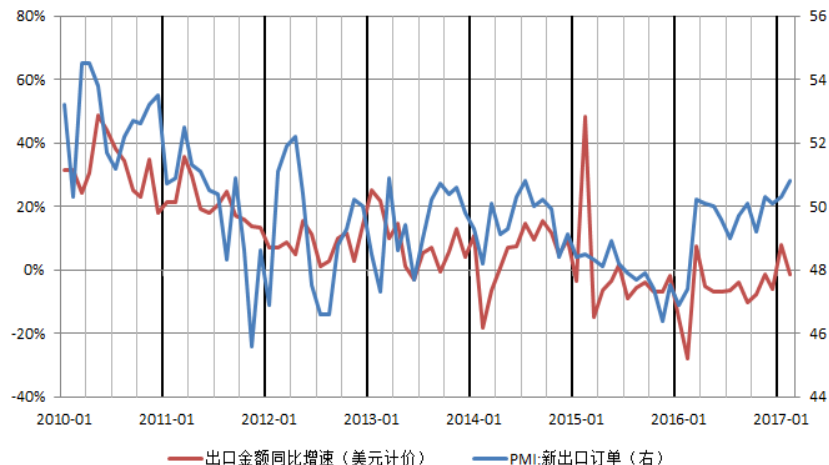
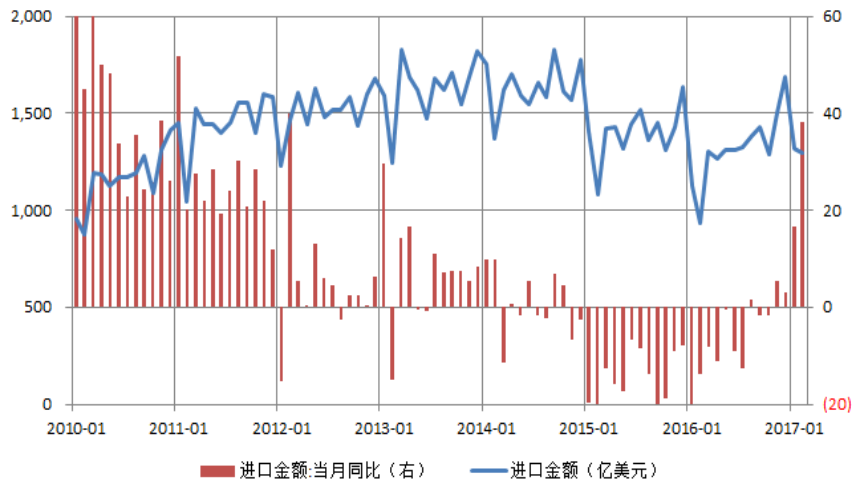
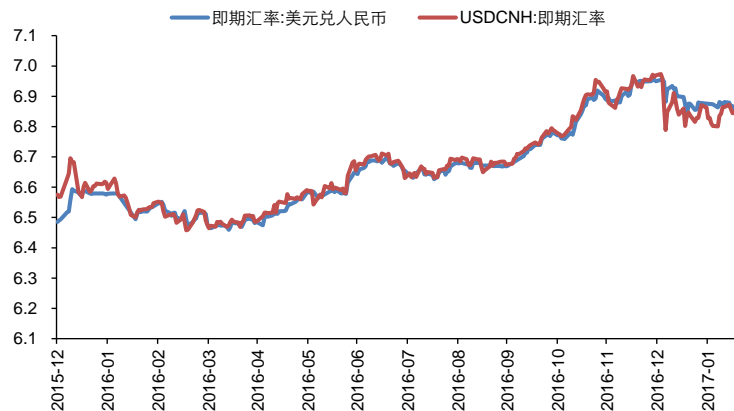
非限购城市与限购城市市场成交面积继续分化



# 对外贸易：海外经济改善，出口或将持续向好

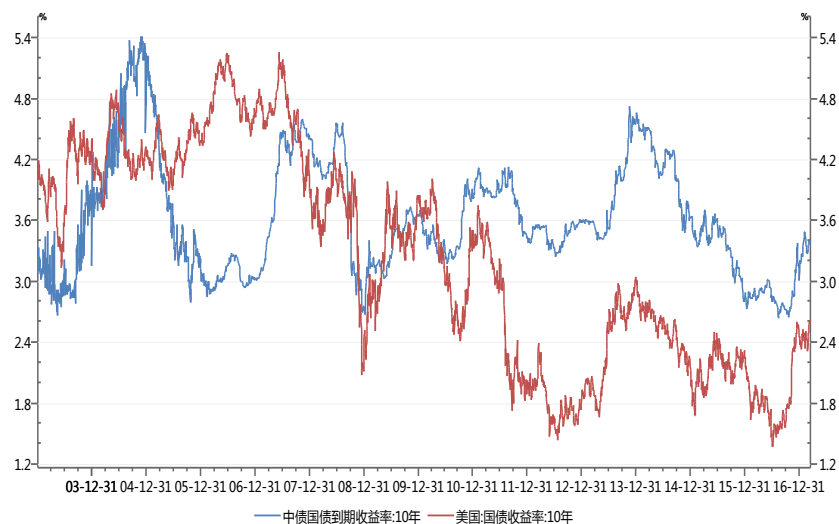
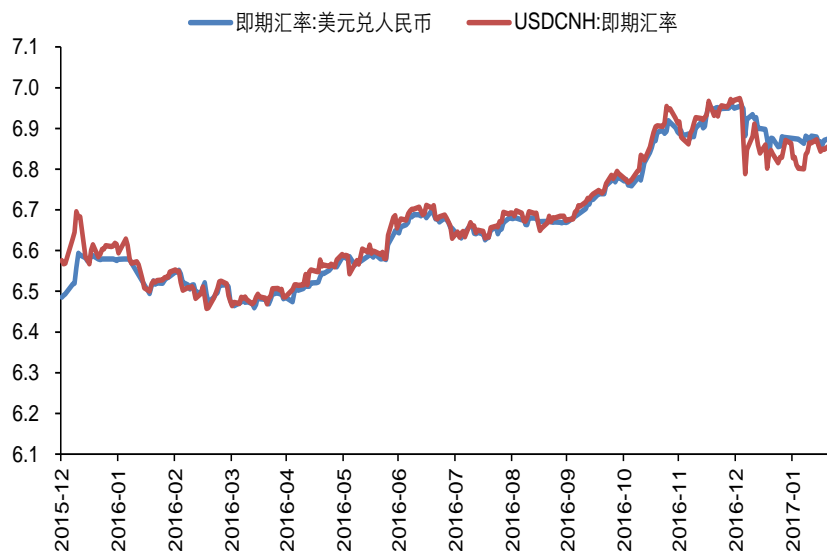
- **出口**：海外经济改善，有助于提振国内出口和制造业投资，弥补地产投资可能的下滑
- **进口**：进口改善符合经济企稳的背景，未来补库存力度减弱，则贸易逆差难以持续。

	增速		2016年占进口比例
	2017-01	2017-02	
农产品	14	39	10.2%
铁矿砂及其精矿	85	108	19.8%
原油	72	69	20.7%



# 利率&汇率：利率接近景气高点，人民币贬值压力短期缓解

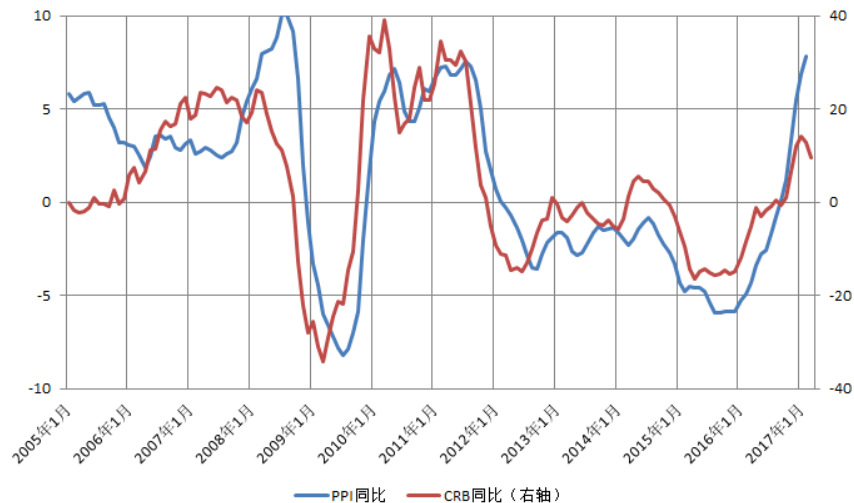
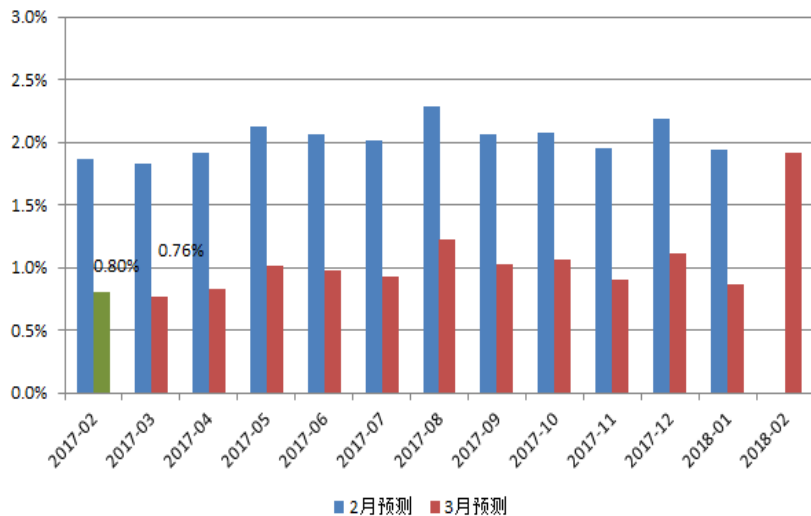
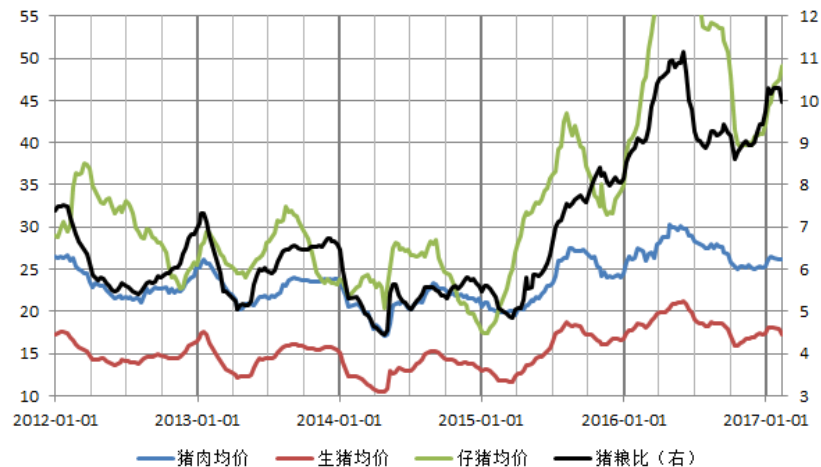
- 美国利率1-2年内面临较大的短期上升压力，中美利差仅有80BP左右，因此，国内利率再继续下降难度较大，短期有回升压力。从10-20年视角看，随着人口结构的进一步恶化，中国利率仍有较大的下降空间。
- 受美国国内政治、经济预期波动，美元走弱，叠加国内经济有所改善，人民币贬值压力短期有所缓解



数据来源: Wind资讯 中国债券信息网

# 物价：全年物价压力有限

- ❑ 猪饲料销售景气回到2013年高点，表明农业部存栏数据存在低估，将有助于抑制2017年的猪价上涨，压制全年CPI。
- ❑ PPI方向符合预期，但后续上升斜率或放缓；预计在3月份摸高后回落。
- ❑ 综合看，全年物价压力有限，但未来的同比下行也不会增加货币政策的宽松度，目前货币紧缩的目的在于控风险和去杠杆，以及对去年过度宽松的修正。





## 货币政策：宽松的货币政策已到周期尾部

- 如果再考虑去年没有包含在社融、信贷数据里的5.6万亿地方债增量，实际流动性宽松程度是高于市场一般共识的，因此，在较大规模的货币刺激且经济有所企稳，流动性宽松有所收敛是合理、也是大概率的政策选择。

含政府融资的宽口径融资总量

	社融总量①	政府融资②	宽口径融资总量=①+②	社融增速	宽口径融资增速
2008	69,802	9,988	79,790		
2009	139,104	14,238	153,342	99.28%	92.18%
2013	173,169	23,112	196,281		
2014	164,571	22,698	187,269	-4.97%	-4.59%
2015M10	124,711	44,896	169,607		
2015	154,086	59,326	213,412	-6.37%	13.96%
2016M10	143,500	75,254	218,754	15.07%	28.98%

资料来源：财政部、人民银行、Wind、南方基金

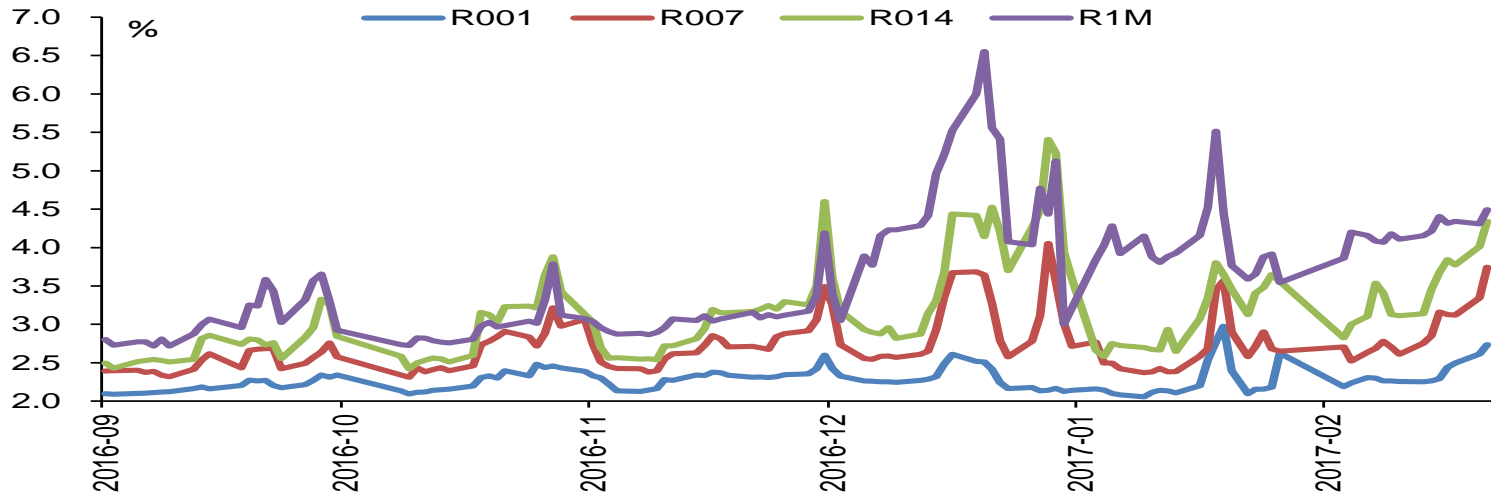


中信 | 财富管理  
CITIC | WEALTH MANAGEMENT

# 金融市场分析

## 现金类资产：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。



# 类固收资产：预期收益多数上行，把握时机积极布局

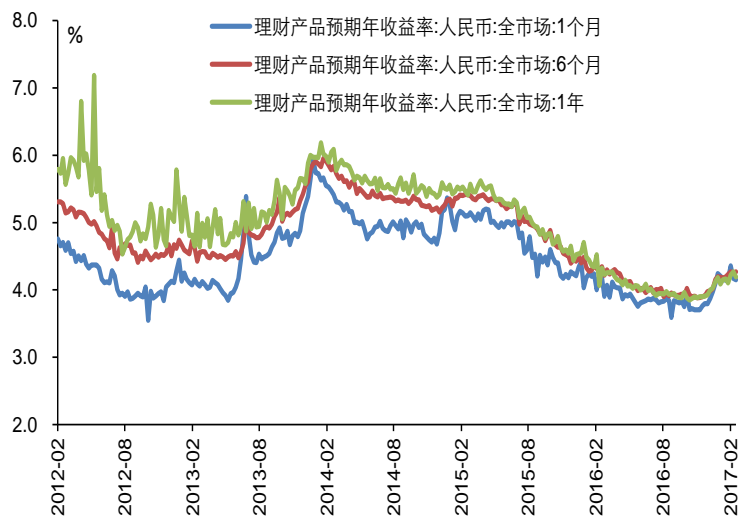
- 理财产品预期收益率整体回升，1年期产品预期收益率由1月底的4.11%上升至2月中旬的4.19%。
- 1月信托产品预期收益率多数上行，贷款类、房地产和基础设施信托平均收益率分别较上月上行9BP、下行5BP和上行59BP。

## 房地产信托

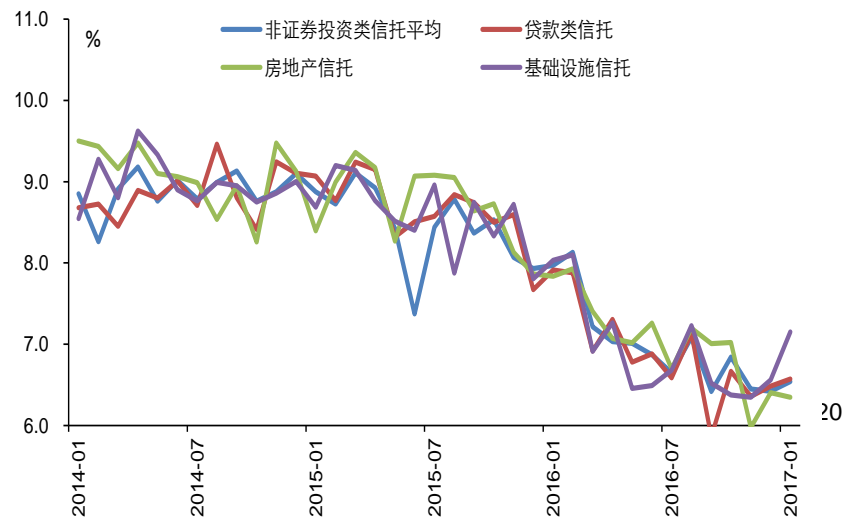
- 房企融资渠道收紧利好信托产品供给
- 内外现金流收紧房企信用资质整体恶化，不同房企分化加剧

## 政信类信托

- PPP替代 + 财政部问责地方府违规举债，应收账款流动化产品供给或降低
- 应收账款流动化信托产品整体风险缓释
  - 有效绑定政府信用，合规性无瑕疵
  - 债务置换推进，债务风险缓释
  - 央地事权再划分，地方财有保障



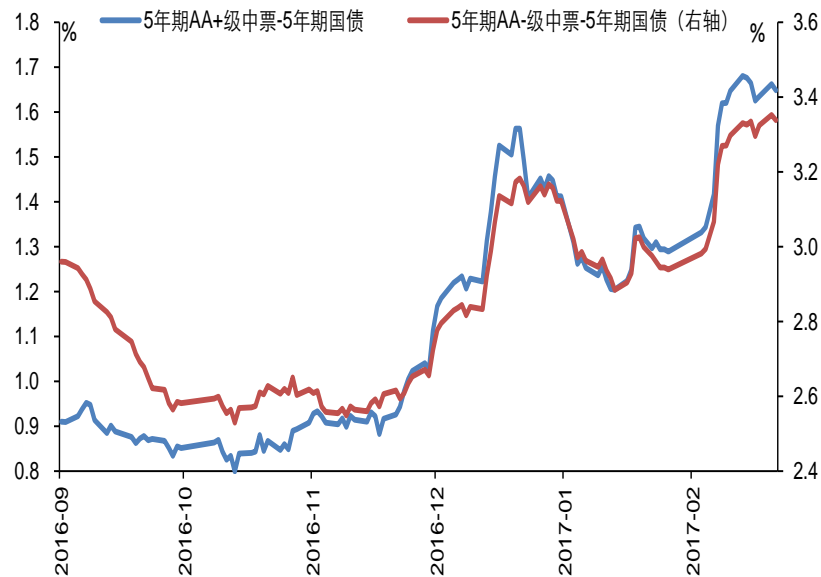
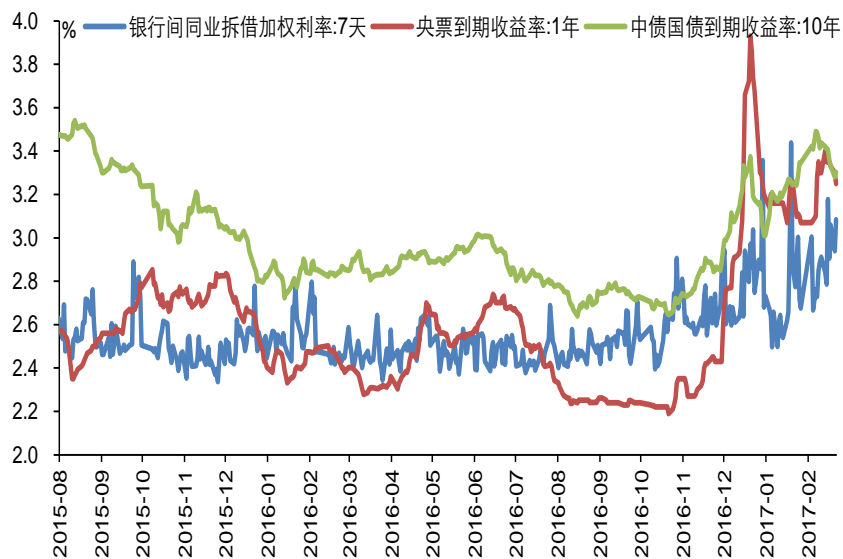
资料来源：Wind



资料来源：Wind

# 债券：短期对利空有所钝化，但调整尚未结束

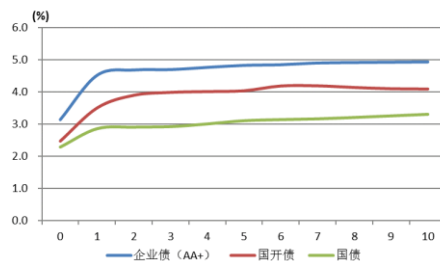
- 1月，资金紧张使得信用利差小幅走阔；2月，逆回购利率上调，债市调整，信用利差大幅走阔。
- 2月，节后一周央行连续净回笼，资金面总体偏松，第二周天量资金到期，央行加码逆回购和MLF操作，月末考核临近，资金开始紧张。
- 3月16日，央行逆回购中标利率有所抬升，对3月末MPA考核对资金面的冲击需要有所防范。



# 债券：短期对利空有所钝化，但调整尚未结束

- 逆回购利率上调带动债市继续调整，央行加码逆回购和MLF操作后，情形缓和，债市出现反弹，短期对利空有所钝化。
- 产品方面，债券仍是收益相对稳定的基础资产，鉴于近期市场波动加剧，建议配置以固定收益为主、以债券作为基础性资产，在此基础上叠加权益、宏观对冲、分级基金策略等以实现收益增强的产品。

收益率曲线整体上移



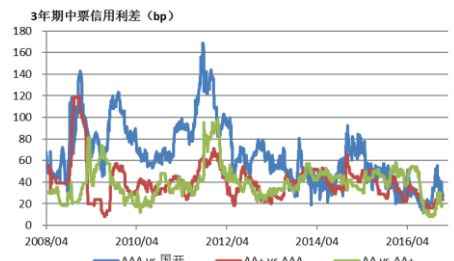
NCD发行利率回升



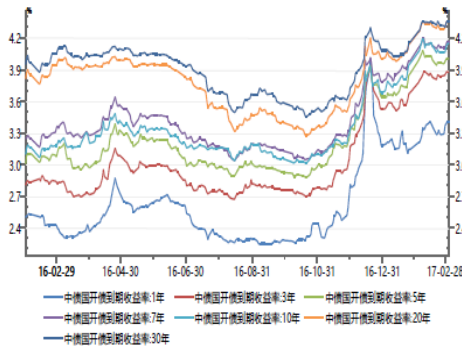
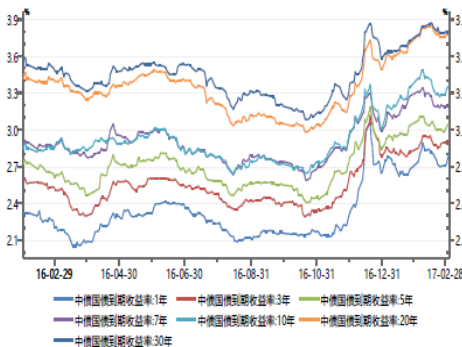
10年金融债收益回归



信用利差调整风险待释放



- ✓ 央行屡次提高政策利率，经济数据及监管收紧未超预期，收益率曲线平坦化。
- ✓ 短久期利率债相对价值提升，延长久期意义下降。
- ✓ **风险提示：1) 提防度过季末后由于监管的持续收紧而使得资金面缓解程度不及预期。2) 由于开工旺季到来，经济反弹持续性超预期。**



# 权益市场：掘金“后周期”

 银行作盾，消费为剑，配置后周期受益品种



## 银行做盾

- 行业基本面的改善
  - ✓ 贷款占比高的传统行业复苏，不良增势趋缓
  - ✓ 个人贷款不良率较低，商业银行持续受益
  - ✓ 实际利率回升，社融需求稳定，息差边际向好
- 银监会新任监管领导履新
- 银行股风险偏好持续修复



## 消费为剑

- 养殖后周期
  - ✓ 饲料、动物保健需求旺，且对价格较为不敏感
- 线下零售
  - ✓ 互联网冲击边际减弱
  - ✓ 消费体验再度觉醒
  - ✓ 农村消费能力升级
- 医药
  - ✓ 新版医保目录的时间、数量超出市场预期
  - ✓ 行业刚需及消费升级的需求是推动药品行业发展的长逻辑

# 权益市场：布局龙头，寻找“隐藏的冠军”



## 寻找“隐藏的冠军”

### ■ 产业空间大、确定性高的细分领域龙头公司

- ✓ 以成长为中心，新品的迭代与渗透超越同行业的竞争者，竞争者难以模仿，产品销量曲线平滑向上
- ✓ 优秀的市场营销能力，有能力保持顾客的满意度
- ✓ 压倒性的优势，产品品质和技术的护城河高，卓越的渠道和财务管控能力



### 落实至投资角度

- ✓ 投资时钟：需求稳定，成本转嫁能力强的下游消费行业
- ✓ 科技映射：美股医疗、消费、科技板块排名居前。行业轮动力量正在从中上游转向下游
- ✓ 政策主题：地产热对消费的挤压，以及土豪崛起，带来高端消费品相对普通消费品旺盛的景气度
- ✓ 自下而上：欧奈尔的RPS值大于80以上才可能是龙头目标

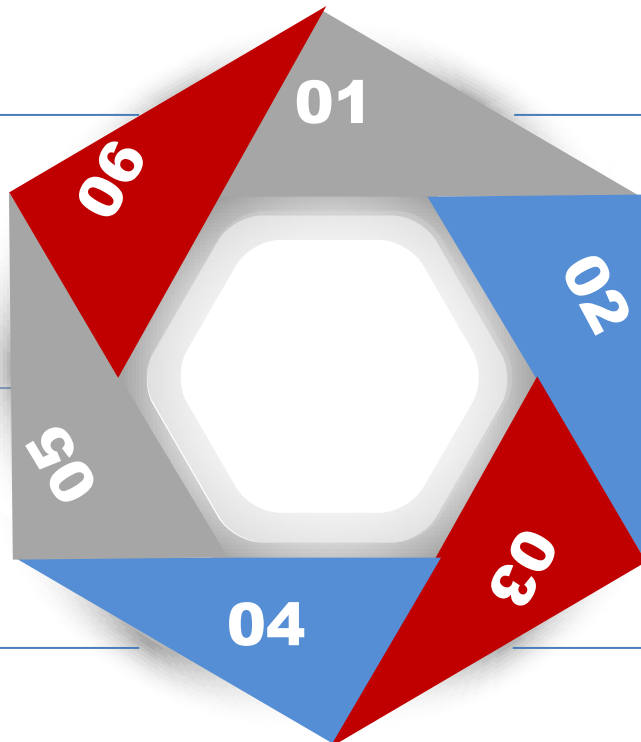


# 港股市场：具备较高配置价值

**便宜的资产：**香港市场仍处于估值洼地。恒生指数和恒生国企指数2016年动态市盈率分别仅为11.6倍和8.1倍，显著低于欧美等发达市场估值和新兴国家市场

**高股息资产：**恒生国企指数和恒生指数近12个月股息率分别达到4.35%和3.44%，大幅高于沪深300和上证综指

**全球化配置：**资产全球化配置趋势加快，不仅能有效分散和对冲风险，还可以分享各地不同阶段的发展成果



**优质的资产：**香港证券交易所凭借其各方面优越条件，吸引了大批本地、大陆和海外的优质公司上市。

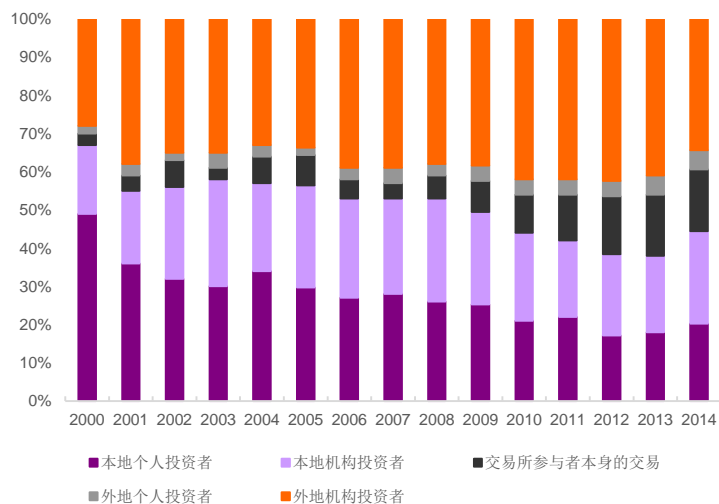
**强势货币：**港币与美元将有望在未来一段时间保持在强势周期中。从历史数据来看，大多数情况下美国加息周期内香港股市往往不跌反涨。

**政策的支持：**深港通政策正式落地，预计11月份开始实施，南下总额度取消上限，港股占成交量90%以上的股票对大陆投资者放开，两地市场互联互通机制得到进一步加强。

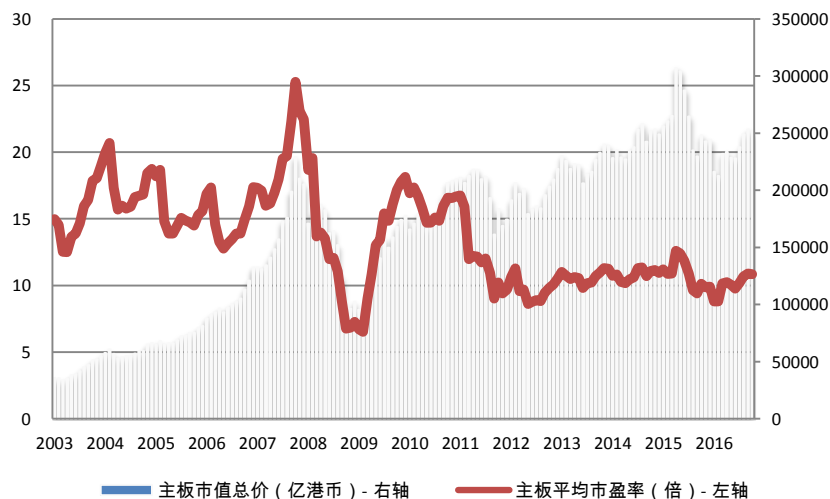
# 港股市场：具备较高配置价值

- 港股市值增长最快的时期（83-93,03-07），估值的扩张幅度都比较有限。一个基本由盈利增长和新增上市推动市值增长的市场，应当是泡沫比较小的市场，从而也是长期投资价值突出的市场。
- 今年的港股可以重点关注50亿市值以上的中型股。从行业来看，可以关注科技股、互联网、汽车股，及受惠于国内供给侧改革及环保限产相关的周期材料股。

由欧美为主的外地机构投资者长期占据市场主要地位



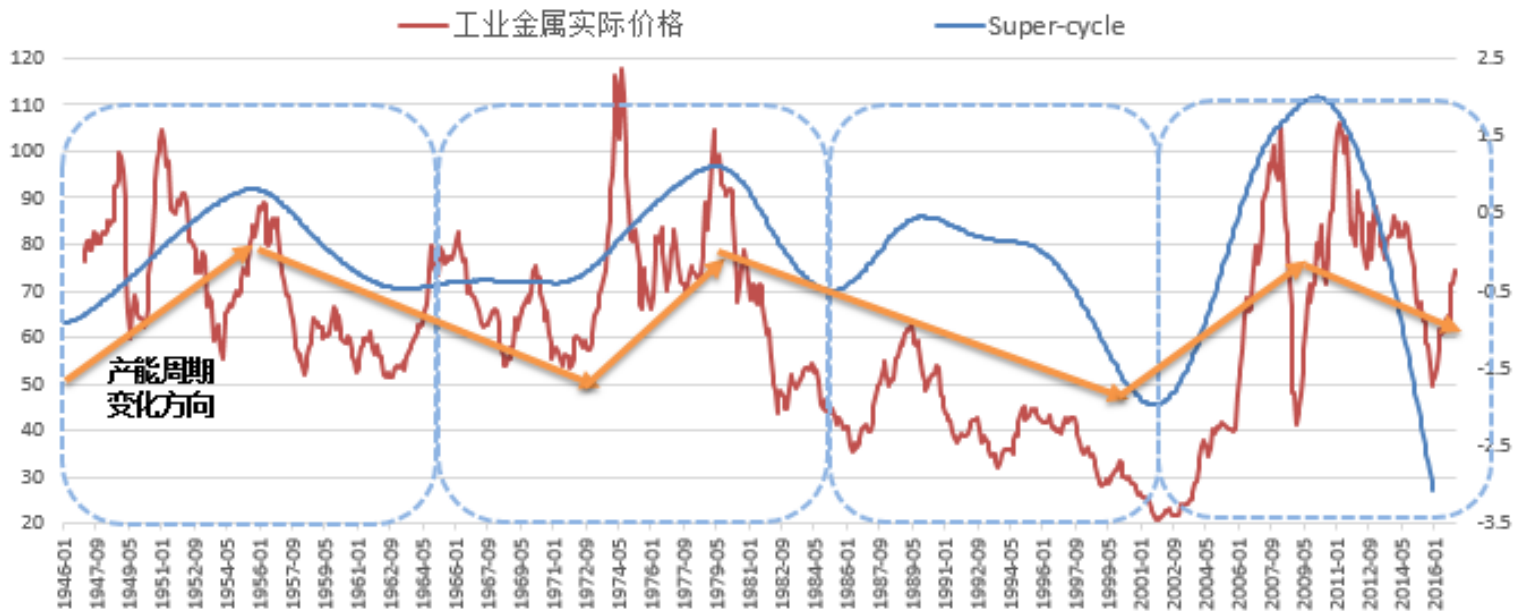
港股主板市值（03以来，逐月）和主板平均估值对比



# 大宗商品: 大周期下行中，关注细分品种投资机会

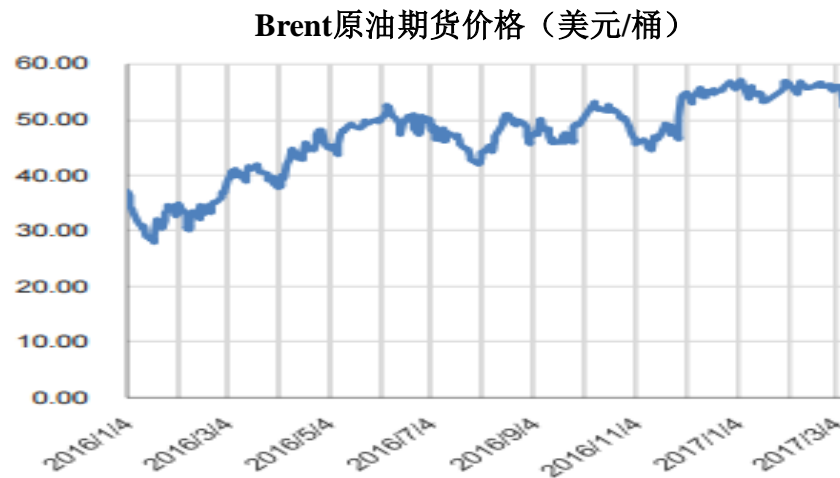
- ❑ 基于商品周期的演进逻辑，从商品周期的波动级别来看，商品价格大的下行周期或尚未结束。
- ❑ 显然目前不可能具备开启新的产能周期的条件，那么在经历过自2016年的年度级别的反弹后，商品价格的触顶以及“二次探底”就成为接下来需要关注的重点。但是在在大周期下行中，可以关注细分品种的投资机会。

大宗商品产能周期（箭头方向）与价格周期（Super-cycle）



# 大宗商品：黄金趋势性行情仍需等待，油价有望重回50~60美元

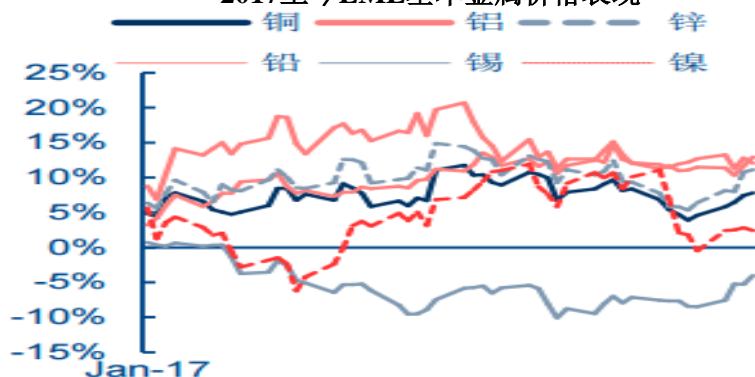
- ❑ 美国库存周期的上行以及经济体短周期分化格局，将使得美元资产至少在2季度前仍处于强势周期，连续加息预期的存在也将成为部分商品的重大抑制因素。
- API和EIA公布数据显示美国原油库存至终于下降，一定程度上减少了市场对美国需求疲弱的担忧。根据IEA月报，全球原油17Q2将进入去库存阶段，Q2油价有望重回50~60美元区间。
- 黄金自去年四季度开始出现调整，在本质是源于全球经济在中美库存周期共振下的改善和价格体系的修复，金价四季度之后出现的折返与背离是短周期演进过程中的应有之义。从全年来看，周期运行的节奏和实际利率走势是支撑金价趋势走强的核心因素，黄金资产的配置价值处于逐渐增强的过程。



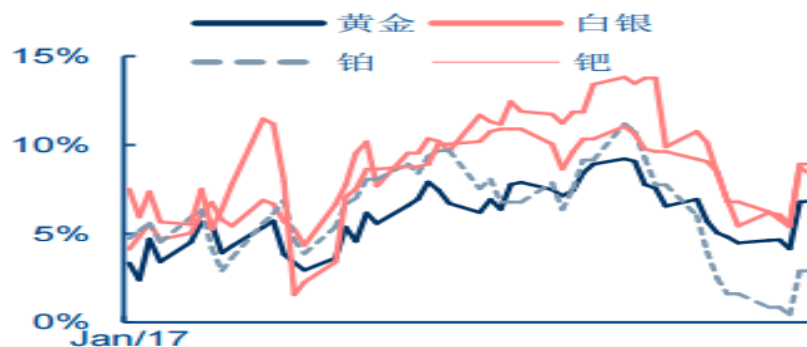
# 大宗商品：加息预期消化商品压力减轻，相对看好铜板块投资机会

- **市场展望**：美联储加息如期落地但不及预期鹰派，特朗普税改和基建计划不明、美国政府债务触及上限和欧元区经济持续改善等因素压制美元上行，短期内提振商品市场。两会正式闭幕，继续关注去产能边际变化和房地产供给端政策对上游产品价格预期的影响。
- **投资逻辑**：开年多项经济指标强劲复苏，基础设施投资和房地产开发投资大幅增长，需求预期向好有望提振铜价持续震荡反弹。铜矿供应偏紧状况持续，叠加下游消费旺季补库需求，看好铜价回补之后的买入机会。

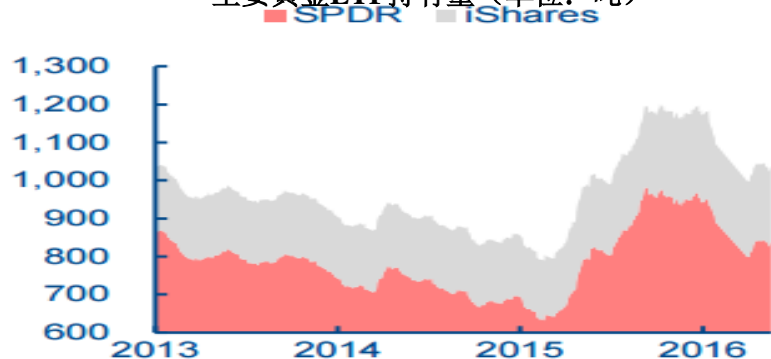
2017至今LME基本金属价格表现



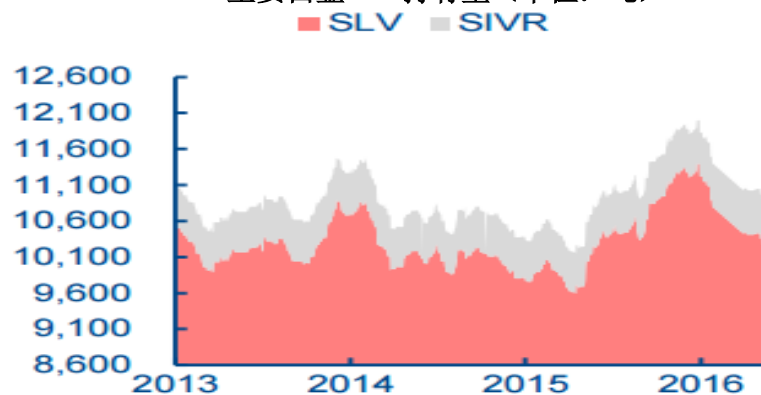
2017至今伦敦贵金属市场价格表现



主要黄金ETF持有量（单位：吨）



主要白金ETF持有量（单位：吨）





中信 | 财富管理  
CITIC | WEALTH MANAGEMENT

The background of the slide is a red-toned financial chart. It features a large white arrow pointing upwards and to the right, overlaid on a grid of various data points, including percentages and dollar amounts. The text '资产配置建议' is centered over the chart.

## 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	20%	25%	-5%
类固定收益类资产	30%	25%	+5%
债券	10%	10%	0%
权益类资产	25%	25%	0%
大宗商品	15%	15%	0%

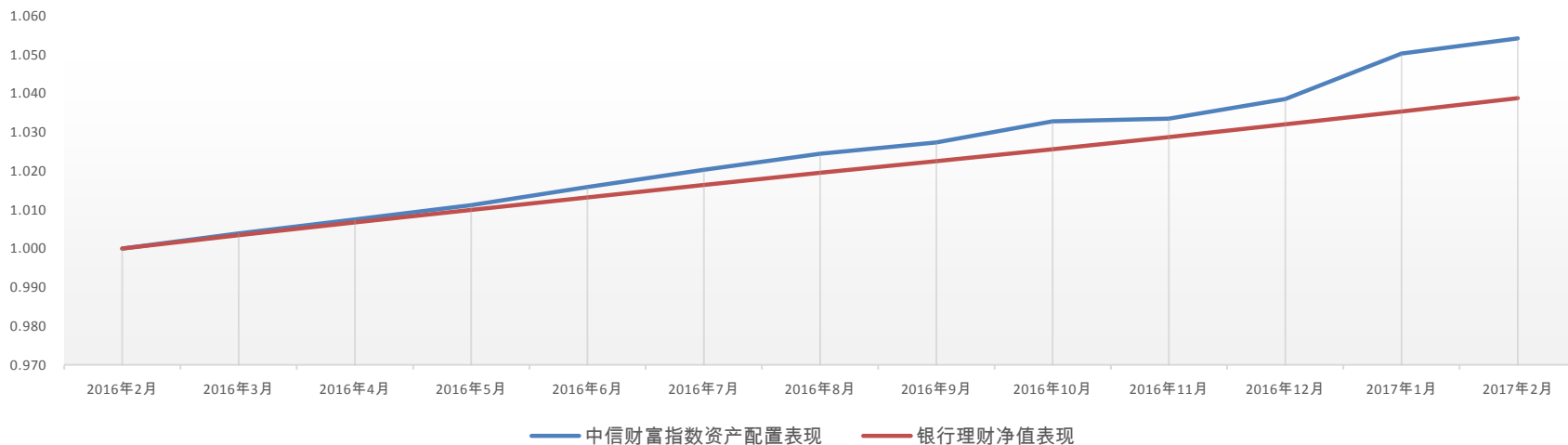
# 指数收益表现（仅供参考）

## 配置比例

	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	2017年4月
现金类资产	20%	20%	25%	25%	25%	28%	28%	26%	24%	30%	30%	25%	20%
类固收资产	25%	25%	30%	30%	27%	27%	27%	27%	25%	25%	25%	25%	30%
债券	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	8%	8%	10%	10%
权益类资产	25%	30%	25%	20%	20%	20%	20%	22%	25%	22%	22%	25%	25%
大宗商品	20%	15%	10%	15%	18%	15%	15%	15%	16%	15%	15%	15%	15%

## 产品配置净值测算

净值表现





## 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。特别鸣谢南方基金、银叶投资对本期报告给予的宝贵支持!

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、信诚基金及其他参与合作机构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!