



全球视角下的资产配置

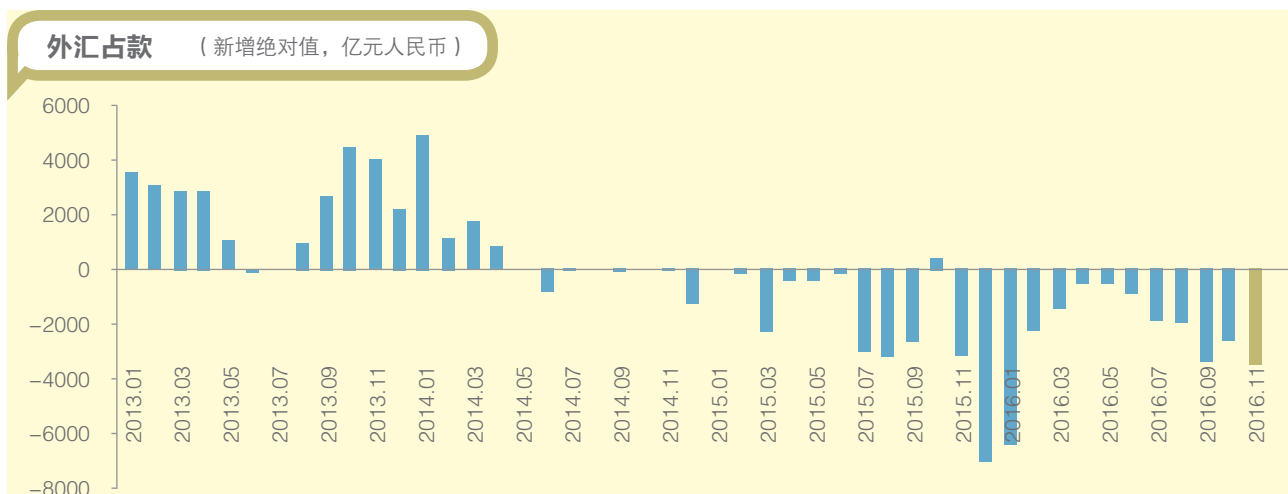
中美两国经济形势和政策的变化，大部分情况下影响着全球金融市场的整体走势。2017年，两大经济体政策动向为哪般，资金流动将何往，资产配置要如何，值得关注。

文 | 刘陈杰

2016年即将过去，这一年海内外发生了很多对资产配置影响深远的事件。国际方面，6月份英国的“公投脱欧”，11月份美国总统大选，对全球经济形势和资本市场产生重大影响。国内方面，保增长、房地产调控、供给侧改革等政策措施，也显著影响着国内股票、债券、大宗商品和汇率等大类资产。很多学者认为2016年是全球经济形势发生变化的开始，

是对2008年全球金融危机以来量化宽松的回首和再择途。变化意味着风险，也同时孕育着机会。

前瞻地看，2017年的全球宏观经济形势会怎样，政策动向为哪般，资金流动将何往，资产配置要如何。目前全球市场的分析重点在于美国和中国的形势变化，这两大经济体影响着全球金融市场的整体走势。



数据来源：中国人民银行，交行金研中心

近期市场预期美国经济增长动能和通胀水平有望加速上行。这一预期带来的直接效果是：风险偏好抬升、利率水平显著上行、通胀预期回升、加息预期升温、美元走强。

美国预期

2017年特朗普就任美国总统，之后的宽财政+略紧货币、经济上行+再通胀，可能将对全球大类资产配置产生重大影响。

按照特朗普以往的政策主张和近期的一系列言论，其上台之后很可能采取“宽财政+略紧货币”的政策组合。同时，美国经济可能在基建投资等积极财政政策的带动下，出现“经济上行+再通胀”的组合。因此，近期市场预期美国经济增长动能和通胀水平有望加速上行。这一预期带来的直接效果是：风险偏好抬升、利率水平显著上行、通胀预期回升、加息预期升温、美元走强。

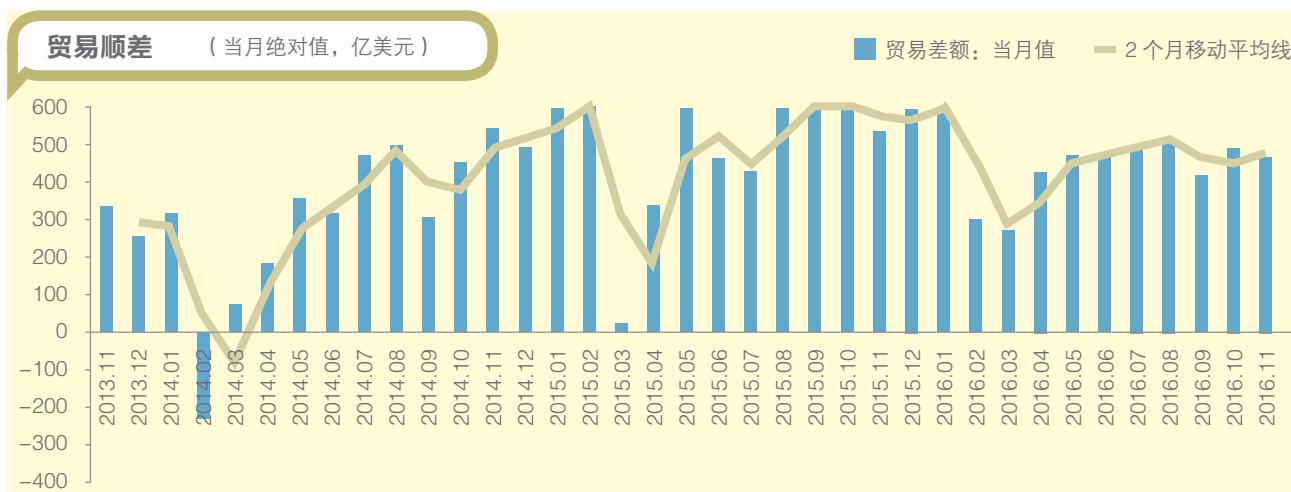
市场预期的变化主要源于，对2008年全球金融危机以来美国不断采取量化宽松政策的边际效用递减的担忧，以及对这些宽松政策的纠正。这一预期的变化又会给大类资产带来一系列影响。

第一，就美国股票资产而言，风险偏好抬升，直接体现为股权风险溢价下降推动估值扩张。在盈利增长方面，投资者对于美国经济更为乐观的预期也有望促使盈利预测上

调。具体来说，新总统特朗普上任后，美国有望实施更为积极的财政政策——5500亿美元的新增基础设施投资、以及5万亿美元规模的减税。按照测算，这一新政如果得以贯彻，将使美国基建投资从目前2.8%的年同比增速显著攀升至7.2%。同时，如果美国经济能够达到如特朗普“百日新政”中所提到的4%年同比增速目标的话，则将对企业盈利也产生显著推动作用。

但是，美国无风险收益率上行可能对股市估值形成一定的压力。一方面目前美股估值在17倍左右，处于历史高位，同时不断上升的美国10年期国债收益率将压制股市估值水平。因此，经历了短期的风险偏好提升之后，美国股市未来的上涨将主要依靠盈利的改善预期，估值可能维持稳定或略微下降。

特朗普政策将使一些行业受益。放松对银行的监管、支持废除Dodd-Frank法案，有利于大金融板块；加大交通运输领域的基础设施投资，有利于资本品、原材料和交通运输；大规模的减税政策刺激消费，有利于可选消费品；支持废除奥巴马医保法案、民主党支持严控药



数据来源: 海关总署, 交行金研中心

价对药企形成打压, 有利于医疗保健。但是, 由于特朗普对科技公司持批评态度, 信息科技板块等可能承压。

第二, 特朗普就任美国总统之后可能采取的政策将对新兴市场国家的资金流动和汇率产生巨大影响。美元走强和利率抬升使得新兴市场资金开始回流美国。大选后的几个交易日内, 美元走强使得新兴市场货币普遍贬值, 这也成为拖累后者表现的主要原因。近期监测全球资本市场资金流动的 EPFR 统计的全球资金回流美国股票和债券型基金, 同时流出新兴市场, 特别是新兴市场债市为近六个月以来的首次净流出。

第三, 利率债可能受到经济和通胀向上预期影响承压, 信用债可能相对表现好于利率债。整体上, 在利率抬升阶段, 债券都是表现最差的资产类别。具体而言, 相比对利率更为敏感的利率债, 在经济复苏和再通胀推动企业盈利改善的预期下, 信用利差收窄可能会抵消一部分利率抬升的效果, 进而使得信用债的相对表现好于利率债。

对于大宗商品, 经济复苏和再通胀预期均有利于需求端的表现, 但从供给端角度看, 特

朗普“百日新政”中要放宽对美国 50 万亿美元产值的能源储备生产限制则可能带来一定的供给扩张压力。同时, 如果美元维持强势, 也不利于以美元计价的大宗商品的表现。就很多投资者关心的黄金而言, 风险偏好和美国实际利率是影响其价格的重要原因。目前来看, 风险偏好提升、美元走强、以及实际利率上行都是负面因素, 这一预期可能在一定程度上压制未来黄金价格的抬升。

中国展望

从中国 2017 年宏观经济形势和政策可能的走向看, 防范资产泡沫、房地产投资下滑、汇率贬值压力、适度的资本管制可能并存, 基建投资保增长与通胀预期抬升可能是未来一年经济形势的基本假设。

从防止资产泡沫和维持金融稳定来看, 中国经济在 2014 年以后, 出现了实体经济投资回报率持续低于融资成本的重要变化。这一重要变化使得债务杠杆不断加高。具体而言, 非金融企业的信用风险, 房地产泡沫, 金融市场波动性加大, 短期资本流动和人民币汇

从中国 2017 年宏观经济形势和政策可能的走向看，防范资产泡沫、房地产投资下滑、汇率贬值压力、适度的资本管制可能并存，基建投资保增长与通胀预期抬升可能是未来一年经济形势的基本假设。

率波动，互联网金融等新兴金融业态的风险，可能是现阶段维持金融稳定的关键。因此，未来的金融监管可能从分业监管转变为综合统一监管，成立统筹金融监管领域的机构和组织，在顶层监测各类部门之间的交叉风险，盯住各类资产稳定的流动性管理成为重要的工具。维持各类资产在各个时刻稳定，不出现短时间内暴涨暴跌，统一领导机构的流动性管理工具就成为有力武器。同时，针对银行不良贷款，非金融企业高负债等问题产生的“债转股”等政策措施，也将一定程度上降低对中国银行业资产质量的担心，降低对企业负债压力的担心，以及降低海内外对中国企业债务可持续性的担心。此外，地方政府债务置换的深入推进和 PPP 的推广，也有利于地方政府增强融资能力，降低偿债风险。因此，从防止资产泡沫和维持金融稳定的政策来看，2017 年银行和高负债企业的担忧将逐渐下降，估值水平有望稳步回升。

从人民币重估压力和资本管制的加强来看，国内股市的吸引力在逐渐加大。如何应对人民币汇率贬值预期？首先，要稳定人民币汇率预期。无论从经济基本面、中美利差等因素来看，人民币对一篮子货币保持稳定是具有宏观基础的。没有必要就短期的波动而过于恐慌。就目前而言，人民币贬值预期主要受到国内外短期经济增长前景的变化、居民资产配置等因素的影响。即便人民币汇率贬值，也是缓慢、小幅、有序的。等待短期不确定性褪去，人民币汇率将重新恢复平静。其次，居民资产配置的需求是合理的，但也没有必要跟风。如果居民的金融资产规模足够大，比如大于 500 万人民币，那么出于资产配置的原因，适度配置一点美元资产无可厚非。如果资产规模较小，盲目换汇又寻找不到收益率较高的投资领域，毕竟国内美元理财产品收益率相对于人民币产品收益率偏低，那么回过头来可能反而导致持有美元的

机会成本增加。最后，出于规避国内汇率波动影响的目的，可以适度增加一些国际定价产品的配置，比如说参与沪港通或深港通的股票投资，在一定程度上也能作为海外资产配置的替代。建议相关部门实时监测短期资本流动，积极引导人民币汇率预期，加强国内外的沟通和交流，保持人民币汇率稳定。进一步来讲，房地产调控加上可能加强的资本管制，将有助于居民资金和投资兴趣转移向估值并不高的 A 股市场。经测算发现，以往每一轮房地产上涨周期，都与其他类别资产，比如中国股市，呈现出弱正相关性。其背后都是坚实的基本面，结合流动性的松紧，推动资产价格的涨跌。自 2014 年以后，房地产市场价格和股市之间展现出显著的负相关性，二者之间表现为价格的轮动而不是以往的正相关性。因此，这轮房地产市场泡沫更多表现为资产之间的轮动，而不是以往受到背后实体经济基本面的推动。居民资金在资本管制的压力下，很难进行海外资产配置，那么目光可能投向国内资本市场。具体板块而言，由于防止资产泡沫的政策压力，高估值的创业板股票很难受到资金的青睐，估值合理、盈利增速稳定的大盘蓝筹有望引起投资者的兴趣。

基建投资保增长与通胀预期抬升，以及债市的去杠杆等，可能加大对国内债券市场的压力。由于基数原因和新增动量的冲击，2017 年 1 季度 PPI 同比可能突破 4%，CPI 同比可能突破 2.5%。通胀预期的抬升有望持续压制债券市场的表现。同时，防止资产泡沫、对债券市场进行局部的去杠杆等，也将抬高债券市场收益率水平。

综上所述，2017 年股市表现可能好于债市，大宗商品由于受到需求回升和供给回升的双重影响而比 2016 年存在不确定性，新兴市场汇率可能要受到一定的压力。□

（作者系望正资本全球宏观对冲基金董事长，中国新供给经济学五十人论坛成员）