

二〇一八年股市策略与展望

立足于人民币资产国际化元年

旗帜鲜明地做多中国资产

主要观点阐述

即将步入新的一年，西京投资继续看好全球股票资产。经济增长稳健，无明显证据表明市场近期面临下行风险。目前全球股票的市盈率在 21 倍，符合长期基本估值。股票估值尚未高到预示调整来临的水平，但重复近年来双位数的年化回报率的概率亦不大。今年“中国资产”迎来再定价，相关指数表现在全球股票市场中大放异彩。也引发了市场对于人民币资产国际化，人民币资产债务化的热烈讨论。西京投资认为今年仅是中国资产再定价的元年，未来一段时间内，中国资产仍将成为全球市场中最具投资价值的主流资产。

全球市场回顾

过去 10 年间全球经济在宏观层面充满各种不确定的情况下艰难复苏，尽管大多数投资者对于全球经济的未来走势缺乏足够乐观的态度，而且金融市场中周期性出现的干扰事件也加剧了市场的波动，但从经济数据来看，全球主要经济体数据从 2016 年开始重拾升势并且在 2017 年得到了进一步的加强和巩固。

根据联合国近日发布的《WORLD ECONOMIC SITUATION AND PROSPECTS 2018》¹ 报告中预测，2017 年全球经济增速估计已达到 3.0%（或 3.6%，如果按照各国货币购买力进行调整）。这将是 2011 年以来全球经济增速最高的一年。其中，东亚和南亚各国经济增量占到了全球近一半，仅中国对于全球经济增量的贡献就约占到三分之一；另外发达国家的各项经济指标以及投资信心依旧延续着 2016 年开始的良好态势继续走强。

¹<https://www.un.org/development/desa/dpad/publication/world-economic-situation-and-prospects-2018/>

趋于稳定的金融环境、持续增长的信贷总额和更为确定的经济复苏趋势都提振了年内投资尤其是风险类资产的偏好和基本面。

因此回顾全年各类资产表现，大类资产平均回报率排列中，股票 > 大宗商品 > 信用债 > 利率债；货币中欧元 > 人民币 > 日元 > 港币 > 美元。总体上风险类资产的表现优于防守型资产；生产型大宗商品价格尤其是铜价表现抢眼。

市场	指数	价格指数			变动 (%)			市场	指数	收益率 (%)			收益率变动(bp)			全收益回报率 (%)			
		最新	百分位 (10Y)	1M	3M	YTD	最新			百分位 (10Y)	1M	3M	YTD	1M	3M	YTD			
权益								利率债											
全球	MSCI ACWI	510	100%	2.5	4.5	20.9	中国	2Y	GCNY1YR Index	CN 1-3	3.8	97%	19	34	115	0.1	0.3	1.8	
发达市场	MSCI DM	2,095	100%	2.9	4.8	19.7		10Y	GCNY10YR Index	CN 7-10	3.9	72%	-4	28	89	-0.1	-2.4	-3.9	
新兴市场	MSCI EM	1,133	90%	-0.3	1.9	31.4	美国	2Y	USGG2YR Index	US 1-3	1.9	85%	11	42	67	-0.1	-0.3	0.4	
美国	SP500	2,679	100%	3.8	6.8	19.7		10Y	USGG10YR Index	US 7-10	2.5	49%	13	23	5	-0.7	-1.2	1.9	
欧洲	MSCI EU	131	89%	0.6	1.8	7.1	欧洲	2Y	GECU2YR Index	EU 1-3	-0.7	9%	4	2	9	-0.1	-0.0	-0.2	
德国	DAX	13,069	99%	0.1	4.0	13.8		10Y	GECU10YR Index	EU 7-10	0.4	17%	4	-4	20	-0.4	0.9	1.6	
法国	CAC40	5,353	89%	0.2	2.1	10.1	日本	2Y	GJGB2 Index	JP 1-3	-0.1	14%	5	-2	4	-0.1	-0.1	-0.2	
英国	FTSE100	7,525	99%	1.8	3.5	5.4		10Y	GJGB10 Index	JP 7-10	0.1	13%	2	3	1	-0.1	-0.1	0.3	
意大利	FTSE MIB	22,110	69%	-0.4	-1.1	14.9	信用债												
西班牙	IBEX35	10,208	51%	1.8	-0.8	9.1				信用利差 (%)			信用利差变动(bp)			全收益回报率 (%)			
日本	NIKKEI	22,892	100%	2.8	12.7	19.8	全球	IG	Global IG OAS	Global IG	1.0	6%	-5	-10	-30	0.4	0.1	8.1	
韩国	KOSPI	2,472	98%	-2.2	2.5	22.0		HY	Global HY OAS	Global HY	3.4	7%	-8	-0	-72	0.6	0.4	9.8	
海外中资股	MSCI China	88	98%	-2.8	2.8	49.4	美国	IG	US IG OAS	US IG	0.9	4%	-7	-12	-29	0.1	0.5	5.5	
中国香港	HSCEI	11,506	65%	-0.3	3.0	22.5		HY	US HY OAS	US HY	3.4	7%	-14	-8	-65	0.4	0.5	7.2	
中国	CSI300	4,030	90%	-2.7	4.9	21.8	欧洲	IG	Pan Euro IG OAS	Pan Euro IG	0.9	7%	-3	-8	-33	-0.0	0.7	1.9	
俄罗斯	MICEX	2,103	97%	-1.3	2.2	-5.8		HY	Pan Euro HY OAS	Pan Euro HY	2.9	12%	13	32	-81	0.0	0.7	6.8	
印度	SENSEX	33,777	100%	1.3	4.2	26.9	新兴	IG	EM IG OAS	EM IG	2.3	5%	-10	-12	-78	0.3	0.6	7.7	
巴西	IBOVESPA	73,367	98%	-0.1	-3.5	21.8		HY	EM HY OAS	EM HY	3.6	13%	-40	-39	-131	0.8	0.6	9.4	
大宗商品								中国	IG	CN IG OAS	CN IG	2.9	100%	24	32	33	-0.1	-0.2	1.9
CRB	CRB	187	14%	-1.1	1.3	-2.8		HY	CN HY OAS	CN HY	4.0	93%	23	13	-11	-0.2	0.0	2.6	
能源	Energy	73	13%	-2.3	2.6	-9.5	外汇												
工业金属	I Metals	270	44%	2.3	3.6	23.6				点位			变动 (%)						
贵金属	P Metals	343	46%	-1.5	-4.3	7.0	美元	USD	93.3	75%					-0.8	0.9	-8.7		
农产品	Agriculture	96	0%	-2.2	-3.8	-11.8	人民币	CNY	6.6	53%					1.1	0.2	5.9		
原油	Brent Oil	65	34%	3.8	14.7	13.6	港币	HKD	7.8	1%					-0.2	-0.3	-0.9		
铜	Copper	6,998	52%	2.9	8.0	26.7	欧元	EUR	0.8	26%					1.2	-0.2	12.9		
黄金	Gold	1,265	58%	-1.7	-3.6	10.4	日元	JPY	113.4	23%					-0.7	-1.1	3.2		
											0%								
											100%								

(数据来源: Wind, 中金公司, 截止 2017 年 12 月 21 日)

全球股指方面，新兴市场主要指数 (MSCI EM) 平均涨幅达到 31.4%，远超出发达市场 (MSCI DM) 19.7%和全球市场 (MSCI ACWI) 20.9%的平均回报，其中海外中资股指数 (MSCI China) 以 49.4%的涨幅领涨全球主要指数。地区方面，印度、巴西、韩国股指皆表现不俗，而香港恒生指数更是以 33.72%的涨幅（截止到 12 月 21 日）惊艳全球投资市场。

单位: 百万美元	(截止: 上上周四至上周三)									
Date	流入中国 (大陆+香港)	流入香港	流入印度	流入俄罗斯	流入巴西	流入新兴市场	流入美国	流入日本	流入德国	流入发达市场
12/20/2017	486.48	-86.4	96.47	79.47	64.36	1884.27	-17793.47	1446.27	-238.48	183.48
12/13/2017	-283.37	-36.53	193.68	96.48	38.26	1198.38	7427.19	2114.69	-463.27	-2064.32
12/06/2017	-252.69	16.12	-67.86	-74.49	57.69	-213.68	2216.39	1343.72	-193.68	154.39
11/29/2017	882.842	101.32	-72.69	-43.85	-93.78	1661.49	4452.36	-592.68	231.42	1413.28
11/22/2017	74.62	152.47	52.97	102.68	152.72	1812.32	1672.89	3054.48	-432.68	1036.84
11/15/2017	452.69	104.38	97.65	42.83	193.48	764.79	321.46	2282.74	-294.36	-553.58
11/08/2017	653.73	142.48	79.68	39.23	126.37	831.62	-4572.39	1683.76	-164.39	4823.27
11/01/2017	-533.42	39.52	110.21	-27.98	-132.75	624.49	-553.48	3727.73	104.34	863.63
10/25/2017	-524.47	60.65	-58.98	96.37	-87.11	-223.63	7114.67	-683.39	-136.24	2221.79
10/18/2017	582.63	98.41	167.32	112.68	131.48	1942.48	8364.82	-4153.73	-267.18	2243.48
10/11/2017	1292.37	194.36	236.98	178.64	198.73	3892.67	2145.28	1093.68	612.32	3443.29
10/04/2017	232.49	113.32	132.64	62.28	98.76	1093.73	323.79	122.48	362.79	3034.72
09/27/2017	183.73	69.35	69.93	99.37	136.63	1654.39	-6532.73	-941.86	498.36	3193.36
09/20/2017	486.29	30.41	97.96	121.36	187.62	2219.67	262.78	-1132.59	376.58	2648.17
09/13/2017	673.69	-40.9	136.43	114.89	127.4	2283.37	1962.49	3813.28	-287.45	1135.46
09/06/2017	471.38	13.21	73.68	79.42	76.31	1123.46	113.78	823.39	197.84	1486.21
08/30/2017	950.96	36.48	116.65	49.37	117.62	2273.49	201.63	286.48	-327.34	-876.36
08/23/2017	48.87	87.08	-32.67	21.74	113.73	452.37	-2432.47	3472.43	-231.64	832.26
08/16/2017	-913.42	-49.86	-23.67	-37.69	3.43	-1361.32	-4073.48	2721.68	237.12	1162.14
08/09/2017	742.37	110.56	53.63	97.96	169.34	2152.67	-536.43	1823.42	438.23	2296.32
08/02/2017	234.62	40.56	65.68	110.92	165.73	2323.58	-2967.32	1063.46	398.76	1954.83
07/26/2017	342.63	74.07	110.76	79.32	108.65	1813.43	1153.27	1665.32	473.89	4726.17
07/19/2017	693.28	194.23	128.67	97.89	117.23	2683.42	193.17	1233.36	532.31	4913.34
07/12/2017	-191.34	154.32	101.24	76.98	126.37	962.58	-272.43	513.46	107.36	2983.46
07/05/2017	43.05	123.14	127.48	93.67	129.78	1223.6	-3734.47	1742.48	-267.89	2512.36
06/28/2017	551.65	128.32	213.25	107.84	163.72	2192.4	-4842.43	1063.63	-236.47	3814.48
06/21/2017	362.43	86.95	234.21	132.67	168.89	2433.3	-7242.28	1473.31	173.43	2374.46
06/14/2017	68.68	10.59	193.34	78.32	121.34	1643.4	17261.34	2223.46	112.46	2663.36
06/07/2017	110.23	93.58	213.43	47.24	117.62	1541.37	-4453.48	-1272.48	-162.43	2173.47
05/31/2017	39.85	38.2	137.68	30.91	128.45	1294.37	8206.89	92.73	673.23	3586.12
05/24/2017	-160.46	40.67	167.38	28.64	130.27	1223.49	-3932.67	2181.34	783.96	1262.63
05/17/2017	860.32	130.67	310.43	37.82	96.45	4310.11	-9130.54	-880.48	-121.32	3,230.47
05/10/2017	960.26	152.88	336.46	46.93	162.21	3145.2	-1686.34	-1981.68	110.32	8,180.49
05/03/2017	468.6	100.38	499.05	73.38	191.97	2584.92	-9042.13	457.22	831.39	-6345.51
04/26/2017	498.95	144.47	406.98	21.63	80.74	1966.15	13,661.36	1,143.58	1,027.65	18,942.07
04/19/2017	447.73	39.27	219.54	-69.82	145.11	977.02	-2688.36	-504.29	-18.44	-1793.8
04/12/2017	432.6	106.88	568.23	24.47	185.55	2513.83	238.05	-241.43	759.92	3778.73
04/05/2017	564.67	109.52	516.18	138.09	379.47	2442.09	-13833.3	754.99	607.84	-10229.24
03/29/2017	112.62	38.29	328.84	23.72	251.56	1863.96	-923.81	3,270.64	769.61	4588.33
03/22/2017	356.25	98.16	593.65	296.32	372.43	2650.37	-8114.18	2852.53	293.84	-4267.59
03/15/2017	-332.6	23.1	248.92	-362.87	-6.56	-864.68	12,193.08	1,650.99	376.61	15,075.52
03/08/2017	134.85	30.96	236.63	-155.28	189.37	709.38	7515.04	1446.8	227.74	10852.74
03/01/2017	-232.36	45.09	45.25	-213.65	203.22	-269.03	8202.71	1238.43	36.43	9791.37
02/22/2017	-299.64	-30.81	35.41	53.53	512.25	736.59	3,388.53	2,008.41	433.48	7,762.34
02/15/2017	571.44	111.38	571.47	319.01	241.08	2,961.39	9,952.59	1,460.25	349.08	14,444.62
02/08/2017	139.18	68.45	127.47	220.72	295.86	1,469.33	-991.24	3,826.79	104.71	4,765.49
02/01/2017	92.73	13.25	294.96	353.09	265.55	1,575.25	8,424.47	774.28	158.09	11,094.45
01/25/2017	236.15	-45.97	207.52	118.39	195.57	1,099.68	-6,221.38	3,460.09	397.96	-1,181.41
01/18/2017	78.46	-123.09	98.97	293.17	24.17	208.53	-2,116.98	2,781.59	-254.97	1,184.97
01/11/2017	-224.55	50.71	31.66	222.92	173.81	888.66	556.29	3,630.38	152.13	6,955.63
01/04/2017	-238.17	-56.87	-88.17	88.95	163.11	-270.05	6,566.04	-1,189.15	-112.29	5,755.74

(数据来源: EPFR 数据 (流入 Equity Market, week); 国金证券)

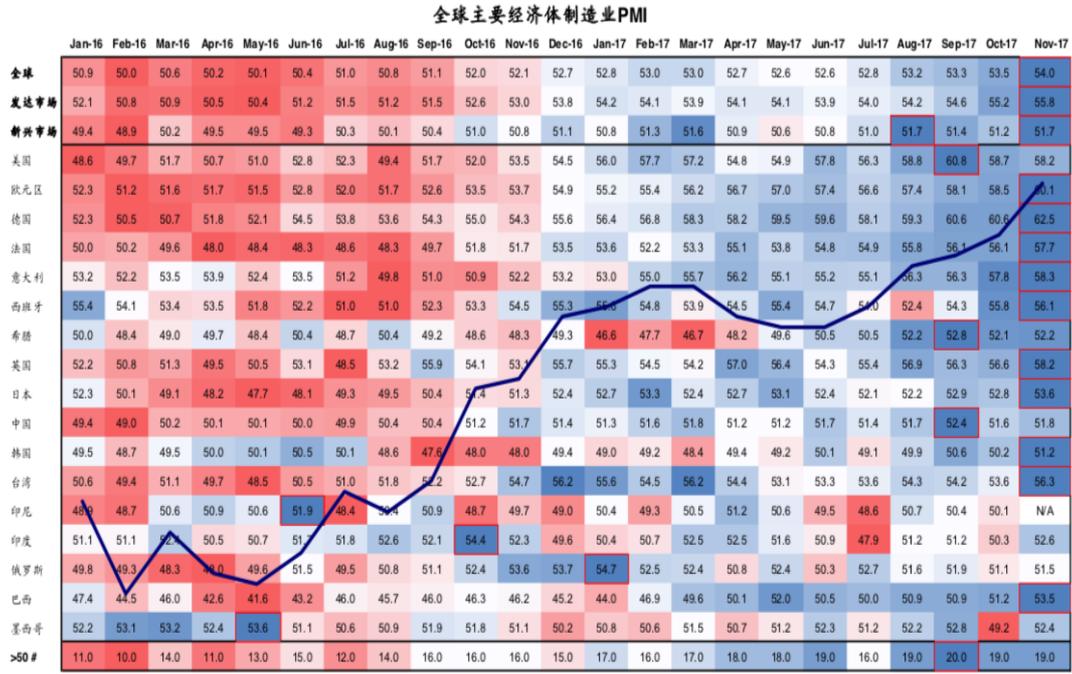
从资金流向可以明显看到虽然发达市场和新兴市场均迎来资金的净流入,但是从区域分布上新兴国家市场在下半年更受资金青睐。其背后的原因则是全球经济的持续复苏带来

市场更加乐观的投资前景，因此资本更关注于潜在弹性空间巨大的新兴市场。经历全年的上涨后，全球主要市场以及行业的估值情况如下：

市场/行业	指数	彭博代码	P/E (X)			EPS增长率			P/B (X)			ROE			股息收益率		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
发达市场	MSCI发达市场	MXWD	21.4	18.3	16.7	-1%	16%	10%	2.6	2.4	2.3	12%	13%	14%	2%	2%	2%
标普500	标普500	SPX	22.1	19.9	18.0	0%	10%	11%	3.4	3.2	3.0	15%	16%	17%	2%	2%	2%
欧洲	Stoxx欧洲600	SXXP	18.2	16.2	14.9	-2%	13%	9%	1.9	1.8	1.8	10%	12%	12%	3%	3%	4%
德国	德国DAX	DAX	16.3	14.7	13.3	2%	11%	11%	1.9	1.8	1.6	12%	12%	12%	2%	3%	3%
法国	法国CAC40	CAC	17.1	15.6	14.5	8%	10%	7%	1.6	1.6	1.5	9%	10%	10%	3%	3%	3%
西班牙	西班牙IBEX35	IBEX	19.3	14.4	13.3	-7%	35%	9%	1.5	1.4	1.4	8%	10%	10%	4%	4%	4%
日本	日经225	NKY	23.2	19.3	17.3	5%	19%	12%	2.1	1.9	1.8	9%	10%	10%	1%	2%	2%
新兴市场	MSCI新兴市场	MXEF	17.4	14.0	12.4	7%	27%	13%	1.9	1.7	1.6	11%	12%	13%	2%	2%	3%
亚太	MSCI亚太(除日本)	MXAPJ	18.2	14.9	13.5	1%	24%	11%	1.9	1.8	1.6	10%	12%	12%	2%	3%	3%
金砖国家	MSCI金砖国家	MXBRIC	17.8	15.0	13.1	-4%	21%	15%	2.0	1.9	1.7	11%	13%	13%	2%	2%	2%
中国	MSCI中国	MXCN	19.5	15.6	13.6	-18%	27%	15%	2.2	2.0	1.8	11%	13%	13%	2%	2%	2%
印度	标普BSE Sensex	SENSEX	24.0	23.2	19.4	6%	5%	20%	3.5	3.2	2.9	15%	14%	15%	1%	1%	1%
巴西	巴西圣保罗交易所	IBOV	19.5	14.0	12.3	21%	40%	14%	1.8	1.7	1.5	9%	12%	12%	2%	3%	4%
俄罗斯	MSCI俄罗斯	MXRU	7.5	7.3	6.5	13%	4%	12%	0.8	0.8	0.7	11%	11%	11%	4%	5%	6%
南非	MSCI南非	MXZA	23.0	20.0	16.5	-11%	17%	21%	2.7	2.4	2.2	12%	12%	13%	2%	3%	3%
东南亚	MSCI东南亚	MXSO	18.4	16.6	15.2	1%	12%	9%	2.0	1.8	1.7	11%	11%	11%	3%	3%	3%
韩国	韩国KOSPI	KOSPI	14.9	10.4	9.4	12%	45%	11%	1.2	1.1	1.0	8%	11%	11%	1%	2%	2%
全球市场	MSCI全球市场	MXWO	20.9	17.7	16.0	0%	18%	10%	2.5	2.3	2.1	12%	13%	13%	2%	2%	3%
可选消费品		MXWOCD	21.1	18.9	17.0	5%	12%	11%	3.2	2.9	2.7	15%	16%	16%	2%	2%	2%
必需消费品		MXWOCS	23.4	21.2	19.5	4%	10%	8%	4.4	4.1	4.0	19%	19%	20%	2%	3%	3%
能源		MXWOEN	44.5	21.4	18.1	-44%	107%	18%	1.5	1.4	1.4	3%	7%	8%	3%	4%	4%
金融		MXWOFN	15.9	13.8	12.4	3%	16%	12%	1.4	1.3	1.2	9%	9%	10%	3%	3%	3%
银行		MXWOBK	14.7	12.3	11.4	-3%	20%	8%	1.3	1.2	1.1	8%	10%	10%	3%	3%	4%
保险		MXWOIR	16.0	15.5	12.7	-0%	3%	22%	1.5	1.3	1.3	9%	9%	10%	3%	3%	3%
多元金融		MXWOOF	20.0	17.2	15.3	-5%	15%	13%	1.8	1.7	1.6	9%	10%	10%	2%	2%	2%
房地产		MXWOORE	17.9	16.6	15.3	8%	8%	8%	1.6	1.6	1.6	9%	10%	10%	4%	3%	4%
医疗保健		MXWOHC	19.1	18.0	16.9	6%	6%	6%	3.9	3.6	3.4	20%	20%	20%	2%	2%	2%
工业		MXWOIN	22.8	18.8	17.4	1%	20%	8%	3.2	2.9	2.7	14%	16%	16%	2%	2%	2%
资本品		MXWOOCG	22.7	18.3	17.1	2%	23%	7%	3.2	2.9	2.7	14%	16%	16%	2%	2%	2%
交通运输		MXWOOTP	22.7	19.3	17.3	-2%	16%	12%	3.1	2.8	2.6	14%	15%	15%	2%	2%	2%
信息技术		MXWOIT	25.2	20.4	18.0	5%	24%	14%	4.8	4.2	3.7	19%	21%	21%	1%	1%	1%
原材料		MXWOOMT	22.2	16.3	15.1	19%	36%	8%	2.2	2.0	1.8	10%	12%	12%	2%	2%	3%
通信		MXWOOTC	16.4	14.9	14.2	-2%	10%	5%	2.2	2.0	1.9	13%	14%	14%	4%	4%	4%
公用事业		MXWOOUT	17.2	17.1	15.9	-5%	1%	7%	1.8	1.7	1.6	10%	10%	10%	3%	4%	4%

(数据来源：彭博咨询，中金公司，截止 2017 年 12 月 21 日)

虽然年内多个市场的股指已经创 10 年新高甚至历史新高，但随着全球主要经济体的制造业 PMI 数据稳步维持在“繁荣线”之上，企业盈利的提升进一步降低了各市场的平均估值。未来各国经济的持续回暖的趋势改变不大，市场对于 2018 年全球经济保持积极乐观态度，预计 GDP 和通胀均会温和上升。



(数据来源：Wind, 中金公司, 截止 2017 年 12 月 10 日)

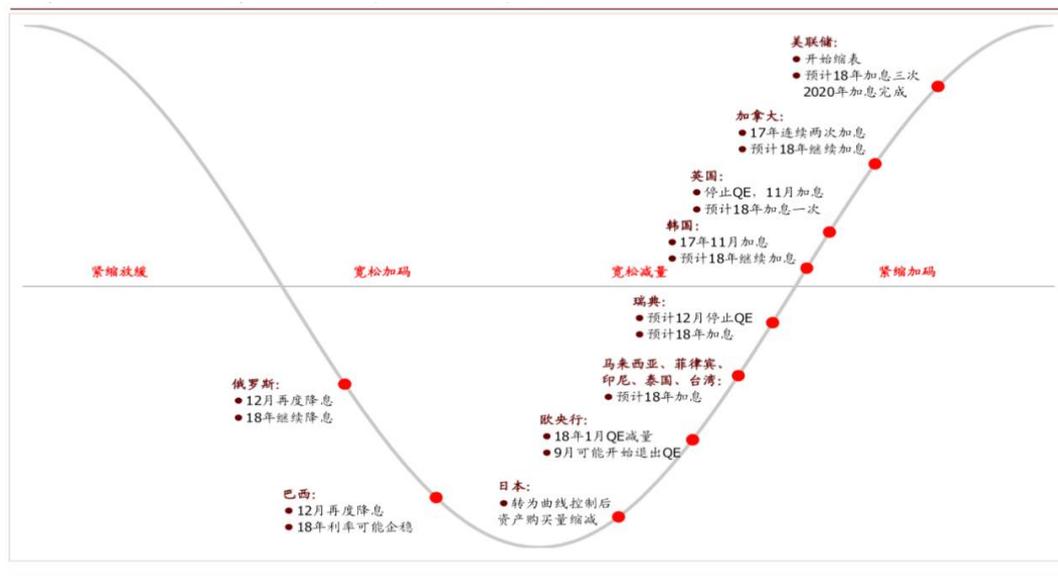
截止目前市场对于主要经济体 2018 年 GDP 的增速以及 CPI 增速预期如下：

GDP 增长率(%)	2015(A)	2016(A)	2017 (E)	2018(E)	CPI 增长率	2015(A)	2016(A)	2017 (E)	2018(E)
全球	3.2	3.1	3.6	3.7	全球	2.8	3	2.4	2.6
美国	2.6	1.6	2.4	2.5	美国	0.1	1.3	2.1	2.2
欧元区	2	1.6	1.7	1.8	欧元区	0	0.3	1.5	1.5
日本	0.5	0.5	1.3	1.2	日本	0.8	-0.2	0.4	0.8
英国	2.2	1.8	1.6	1.6	英国	0.1	0.7	2.7	2.5
印度	7.6	7.3	6	6.7	印度	4.9	5	3.3	3.5
俄罗斯	-3.7	-0.9	1.4	1.8	俄罗斯	15.5	7.1	3.7	3.8
巴西	-3.8	-3.3	0	1.5	巴西	9	8.8	3.5	4
中国	6.9	6.7	6.8	6.9	中国	1.4	2.0	1.6	2.5

(数据来源：Wind, 西京投资, 截止 2017 年 12 月 10 日)

可以看到随着 GDP 的良性增长及发达经济体的 CPI 数字接近 2% 的既定目标，明年的全球加息周期可能进入下半场。其中美国自从 2015 年 12 月开始加息，至今已经启动 5 次，联邦基金利率上限从 0.25% 上调至 1.5%，并且在年内开始缩表；英国和加拿大年内开始加息，欧元区有望在 2018 年开始减少购债规模，日本则已经开始减少相关购买量；其他市场中，韩国 11 月启动加息，中国今年以来 3 次上调逆回购利率，东南亚各国经济受益于中国需求提振以及美国减税法案落地等利好，相信明年将会迎来一定程度的加息窗口；相比之下，俄罗斯和巴西则有可能选择继续降息。因此明年全球流动的相对收紧将是大概率事件，其中欧洲央行是否会减量甚至退出 QE，日本央行是否会大幅

缩减购债规模将会成为全球流动性的转折点。毕竟在美股退出 QE 后，全球每年新增流动性中的近 70%由这两家央行所提供。

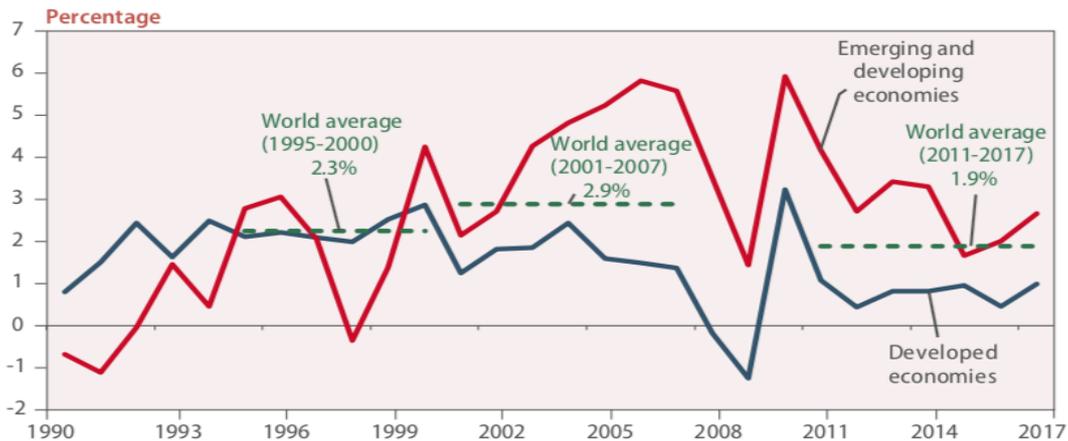


(数据来源：Bloomberg, 中金公司)

虽然全球流动性的收紧一定程度上会抑制股票市场的表现，但以美国为首的成熟经济体的持续复苏会在一定程度上对冲由于流动性缩减对于股票造成的下行风险。尤其在“特朗普税改”落地之后，对美国企业 2018, 2019 两年的 EPS 会有向上推动力，并使得美元短期走强；全球范围内以制造出口为主的国家经济将间接受惠，尤其以亚太国家为主。

另一方面，全球劳动人口老龄化已成为各国在未来 5-10 年间将共同面临的挑战，根据联合国所公布的全球平均生产率增速可以看到目前仍处于较低水平，恢复到金融危机之前的水平尚需时日。疲软的消费需求和低生产率增速也会制约全球加息的步伐和空间，成为各家央行需要衡量的主要因素之一。

Labour productivity growth, developed versus emerging and developing economies



(数据来源：UN, 《WORLD ECONOMIC SITUATION AND PROSPECTS 2018》)

因此我们认为在即将来临的 2018 年，综合考虑确定的经济复苏走势以及不确定的加息时间点，股票、大宗商品以及风险类资产的表现仍将大概率超出其他类型资产。但是 2017 年全球普涨的情况有所不同，2018 年投资机构将会更多地寻找确定性的投资机会并紧密观察全球流动性的变化，提防流动性超预期收紧所导致的资产价格崩塌，引发债务通缩及经济衰退。

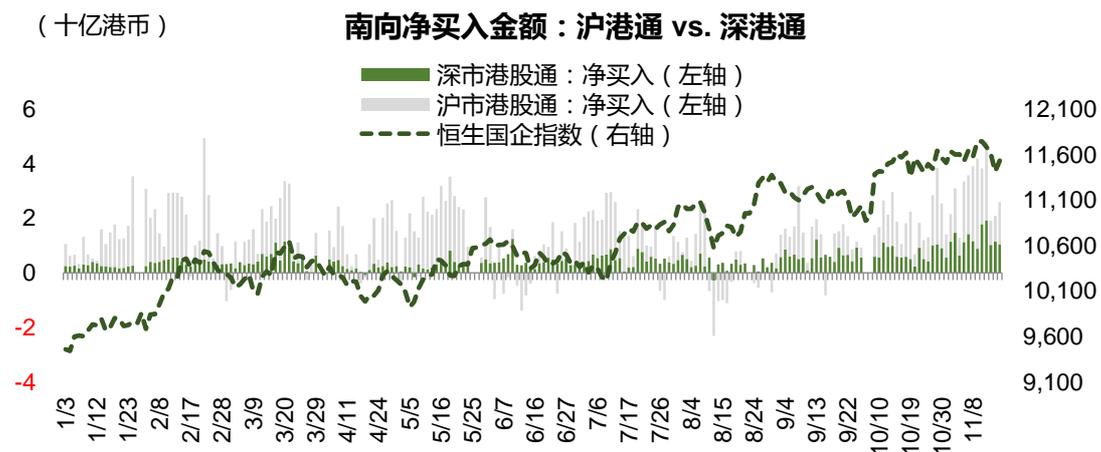
“做多中国”的机构成为 2017 年最大赢家

今年以来，中国全球代表指数之一 MSCI China 的回报达到了惊人的 49.4%（截止 12 月 21 日），成为了全球最佳指数之一；参照 2016 年 12 月的成分股构成，该指数包括了 47% 的 H 股，20% 的红筹股，22% 的民企股，1% 的 B 股和 10% 的 ADR。目前第一大权重股为腾讯（0700 HK），第二大权重则为阿里巴巴（BABA），均为中国“新产业，新经济，新消费”行业中的代表企业。因此从投资主题来看，投资中国资产是 2017 年的最佳策略，而该指数的上涨也侧面说明了全球资金对于中国未来经济的乐观态度；与此同时，西京投资认为“做多中国资产”不但是 2017 年最佳投资题材，同样也会成为 2018 年乃至之后 3 年的最佳投资策略。因为我们正在见证一个伟大的变化进程：人民币资产国际化和人民币债务国际化；这势必会带来全球资金对于人民币资产的持续重估与关注。

港股：从资产配置上升至战略配置，人民币资产国际化持续进行

截止到 12 月 20 日，香港恒生指数以及国企指数分别上涨了 33.72% 和 23%，其中主要上涨板块为科技、金融、汽车以及各行业龙头。截止 12 月 1 日在可统计的 2097 只港股中，今年以来涨幅为正的有 1023 只，占比约为 48.78%，占据了半壁江山；而跑赢大盘的股票有 446 只，占比为 21.26%。市场“二八分化”明显，前十大市值公司为今年的恒生指数贡献了 50% 的涨幅。

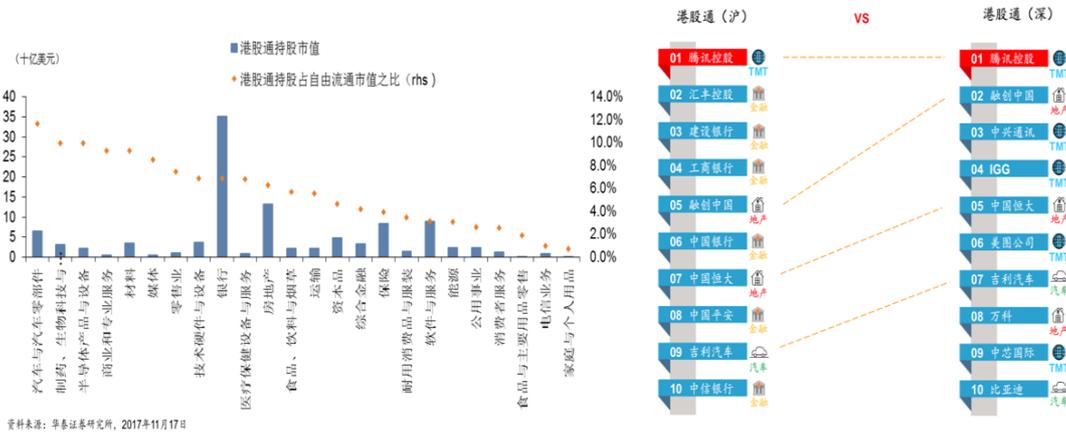
随着“互联互通”的机制落地满三年（2014 年 11 月 17 日-2017 年 11 月 17 日），内地和香港的资金互动情况越来越频繁。根据港股通的流入流出数据可以明显看到，截止 12 月 20 日，内地资金通过互联互通机制进入香港市场的新增资金达到了 5900 亿人民币，仅在今年就净流入 2700 亿人民币，绝对量和增速都出现快速提高，同时占每日港股市场交易量的占比从去年同期的 4~5% 上升到 10% 左右。



(数据来源：Wind, 西京投资, 截止 2017 年 12 月 1 日)

通过港股通制度可投的 443 只港股，今年涨幅为正的有 352 只，占比达到 79%，也就是说，近八成港股通标的股票得正涨幅；而跑赢大盘的港股通标的股有 158 只，占比约为 36%；目前港股通标的总市值占香港 2097 多只股票的比重已达 90% 以上。内地资金的不断流入，不但改善了港股的流动性，带来了一波明显的“估值修复”行情，也已经在一定程度上改变了香港的投资者的构成和投资偏好。以港股通为例，今年在港股涨幅居前的前五板块中，内资资金已经占行业市场流通市值的 10% 或以上；同时内地资金也围绕“低估值/高成长/去人民币资产”三个主题进行投资。另外进入“A 股流动范围”

的港股通标的或多或少享受到了“再 IPO 式”红利：估值方面港股通平均加权 PE 为 20.2 倍，市场平均估值 17.2 倍；换手率方面，港股通的平均换手率则在 56%， 港股目前平均换手率为 43%。（以上截止至 12 月）



随着内地资金成为港股市场中的另一股决定性力量，今年以来在内外不同的估值逻辑和比价效应影响下，内资资金和海外资金在个别股票的定价权上展开了激烈的对抗。截止 7 月份港股中包括辉山乳业、瑞声科技、敏华控股在内的 6 家公司被对冲基金共同做空；另外长城汽车，融创中国，中国恒大等公司也遭到恶意做空。但从复盘看来，除了辉山乳业和科通芯城仍然没有反弹以外，其他被做空的标的均有所反弹并有部分股价创新高；其中长城汽车和融创中国等还上演了波澜壮阔的“逼空行情”。西京投资认为内地资金会如此坚定的持有港股标的，背后的主要原因是港股资产的属性已经从“资产配置”上升到了“战略配置”的高度。

港股作为中国经济的延伸市场，其中 50%的上市公司是在香港上市的内地公司，并且市值和交易量占到港股的 60%和 70%，可以说代表着中国资产国际化的前沿阵地；在一直以来欧美资金的定价逻辑主导下，港股中的中资上市公司缺乏资金关注和沟通能力，因此相对内地甚至美股均有不小的折价。2014 年 11 月出台的“港股通”机制是国家管理层的试水，而在 2016 年 9 月由保监会发布的《关于保险资金参与沪港通试点的监管口径》的指引则是以国家意志为导向的明确指引，因此保险资金成为了目前港股通制度下最大的投资资金。根据西京投资所掌握的数据显示，截止到 12 月，保险资金通过港股通机制在香港的沉淀资金达到了 2500 亿人民币左右，占到全部新增资金的 40%以上，而明年各家保险机构还将在此基础上再增加 50-60%的比例；此外，公募基金、券商、

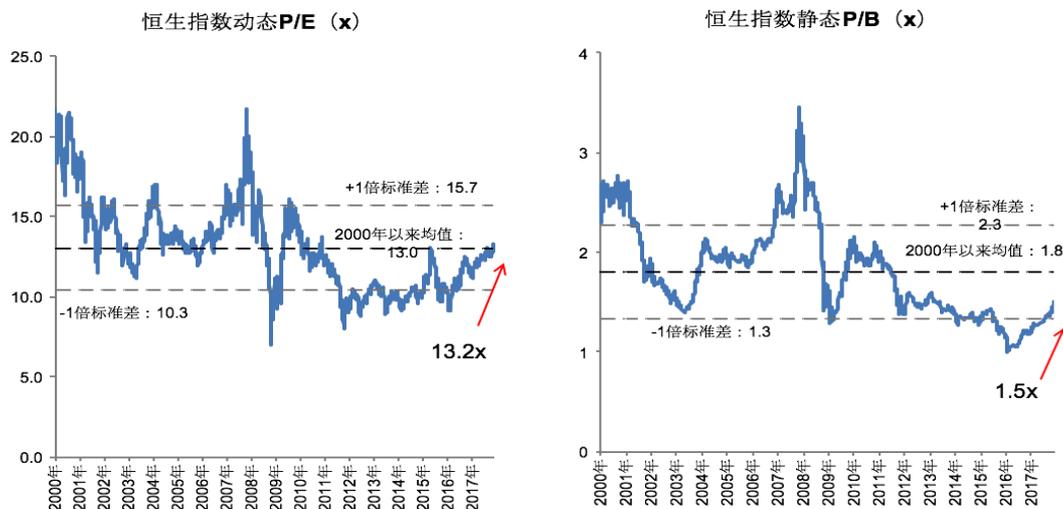
银行资管等机构也在加大港股的配置比例，同时在香港积极申请资产管理牌照和组建团队。因此西京投资对于内地资金在未来几年持续南下增加港股配置的趋势非常之确定。而通畅的流动机制也有希望将香港打造成为内资对外投资的“桥头堡”。

内资踊跃投资港股除了政策导向以外，港股本身的估值优势以及全球资产配置的趋势也进一步增强了机构的投资信心。截止到 12 月 1 日，香港整体的估值仍是性价比较高的市场之一：

市场	市盈率 (10Y)		市净率 (10Y)		分红收益率 (10Y)		北市场整体市盈率 (10)		市场	到期收益率 (10Y)	
	最新	百分位	最新	百分位	最新	百分位	最新	百分位		最新	百分位
全球权益市场									全球债券市场 (十年期国债)		
全球	20.0	82%	2.3	89%	2.4	14%	100%	100%	全球		
发达市场	20.8	82%	2.4	90%	2.4	16%	104%	47%	发达市场		
美国	21.8	96%	3.2	100%	1.9	22%	109%	89%	美国	2.4	43%
欧洲	20.4	62%	1.9	86%	3.4	26%	102%	39%	欧洲	0.4	15%
德国	19.1	75%	1.9	91%	2.5	10%	95%	47%	德国	0.4	15%
法国	18.3	51%	1.6	84%	3.1	18%	92%	39%	法国	0.7	12%
英国	21.0	64%	1.9	67%	4.3	75%	105%	51%	英国	1.3	10%
意大利	48.0	99%	1.2	80%	3.0	21%	2399%	99%	意大利	1.8	15%
西班牙	15.3	50%	1.5	66%	4.1	25%	76%	43%	西班牙	1.5	11%
日本	19.1	30%	1.9	92%	1.6	42%	95%	10%	日本	0.1	11%
韩国	13.8	23%	1.1	58%	1.4	46%	69%	1%	韩国	2.6	26%
中国香港	17.2	81%	2.1	64%	1.9	17%	86%	67%	中国香港	1.7	49%
新兴市场	15.7	83%	1.8	63%	2.3	22%	78%	50%	新兴市场		
中国	16.9	62%	2.1	49%	1.8	54%	85%	42%	中国	3.9	74%
俄罗斯	8.1	54%	0.9	56%	4.8	91%	41%	32%	俄罗斯	4.1	17%
印度	23.8	95%	3.0	61%	1.2	25%	119%	71%	印度	7.1	17%
巴西	18.2	58%	1.7	66%	2.5	9%	91%	38%	巴西	10.3	15%

(数据来源: Wind, 中金公司, 截止 2017 年 12 月 10 日)

而香港恒生指数目前的估值也处于自身历史估值中的中位数, 相比之下 P/B 还是在 1 倍标准差左右。



(数据来源: Wind, 中金公司, 截止 2017 年 12 月 10 日)

上半年我们看到的情况是一波急速上涨的β行情，而下半年在企业盈利强劲恢复的情况下，港股又迎来了一波个股α的行情。因此在明年全球经济大概率复苏的前提下，市场对于香港上市公司的盈利增速预期依旧乐观：

H股盈利预测 - 自上而下	2015A	2016A	2017E	2018E
非金融				
收入增长	-5.1	0.3	15.0	10.5
净利率	5.0	4.9	6.0	6.5
盈利增长	-12.6	-3.1	40.9	19.7
金融	7.8	-7.6	7.1	8.5
整体	-0.4	-6	19.6	13.4

(数据来源：Wind，西京投资，截止 2017 年 12 月 10 日)

展望 2018 年，西京投资认为今年港股的分化格局还将继续，投资主线依然会围绕“消费升级”展开，同时自下而上的寻找具有确定性业绩增长的个股（这也是西京投资的投资优势所在）。而从自上而下来考量，板块选择依然专注在后周期以及估值合适的龙头里，西京投资认为 2018 年港股投资将依然延续三条主线：第一，后周期板块将集中在医药、金融、地产，基本面改善非常明确，而且能持续 2-3 年。第二，估值合适的成长股。西京投资认为科技股和电子板块仍然值得配置，毕竟消费电子目前仍然具有刚性特征。第三，消费升级和高端制造这两个领域不只是明年，可能是贯穿未来中国 4-5 年的投资主线。

P/E (倍数)												P/B (倍数)													
年份	所有股份	能源业	原材料业	工业	消费品制造业	消费者服务业	电讯业	公用事业	金融业	地产建筑业	资讯科技业	综合企业	年份	所有股份	能源业	原材料业	工业	消费品制造业	消费者服务业	电讯业	公用事业	金融业	地产建筑业	资讯科技业	综合企业
2012	10.50	10.42	9.35	9.38	15.81	16.00	13.15	18.73	10.15	7.04	12.98	5.68	2012	1.35	1.55	1.04	1.04	2.17	2.46	1.66	1.81	1.26	0.89	3.19	0.78
2013	11.24	8.76	11.94	17.52	19.53	23.34	11.45	18.32	9.53	6.19	36.56	10.19	2013	1.28	1.18	0.82	1.16	2.30	4.13	1.34	1.88	1.12	0.72	4.65	0.75
2014	10.94	8.32	13.92	17.05	16.79	15.53	12.91	18.30	9.12	7.00	28.74	9.17	2014	1.19	0.92	0.86	1.08	1.96	2.19	1.44	1.76	1.10	0.69	4.02	0.75
2015	9.90	6.59	12.70	16.58	15.99	12.73	13.54	8.49	8.26	7.21	30.79	6.61	2015	1.06	0.71	0.76	1.10	1.79	1.73	1.35	1.49	0.93	0.63	4.30	0.83
2016	10.53	20.74	16.75	13.89	17.95	16.84	13.59	13.10	7.58	8.26	36.41	4.26	2016	1.07	0.89	1.08	1.07	1.73	1.95	1.32	1.35	0.92	0.61	4.67	0.76
2017 Oct	15.58	27.85	15.47	17.23	21.97	23.76	15.19	17.05	11.90	11.13	49.52	10.34	2017 Oct	1.32	0.88	1.41	1.39	2.25	2.38	1.24	1.64	1.05	0.88	6.26	0.82

(数据来源：Wind，中金公司，截止 2017 年 12 月 10 日)

此外，港股交所在 4 季度推出的各种制度改革措施，相信会在未来吸引更多的优质内地企业到港上市。其中包括：“接受同股不同权制度、放宽生物科技公司上市限制和放宽香港作为第二上市渠道的限制。不同投票权架构公司的预期最低市值须达 100 亿元，若市值低于 400 亿元，须通过于上市前的完整财政年度录得 10 亿元收入的较高收入测试。未有收入公司若根据《主板规则》新增的生物科技公司适用章节申请上市，预期最低市值须达 15 亿元”。这些制度的修订会更加符合中国当前“新经济，新消费，新产业”的企业经营现状，提供更加便利的上市路径。这样的转变从今年港交所先后引入了众安保险、阅文集团、雷蛇、易鑫集团等市场中的热门 IPO 便可初见端倪，相信未来港交所的方向会更加灵活和积极。

资金方面除了相信内地资金会继续南下并提高港股通标的的流动性以及估值外，全球资金有望在明年回流港股。中国经济复苏中体现出来的韧性，新一代领导人所展示出来的执行力和政局稳定性，以及庞大的中产阶级消费人群基数的扩大将是外资重新定价中国资产的核心原因；从资金上来看，以 EPFR ETF 基金为例，目前欧美资金对于香港以及大中华的配置也仅仅从以前的大幅低配到适度低配中国，从平均-5.3%到今年的-4.8%；而欧美主动管理型产品的仓位还没有显著提高。

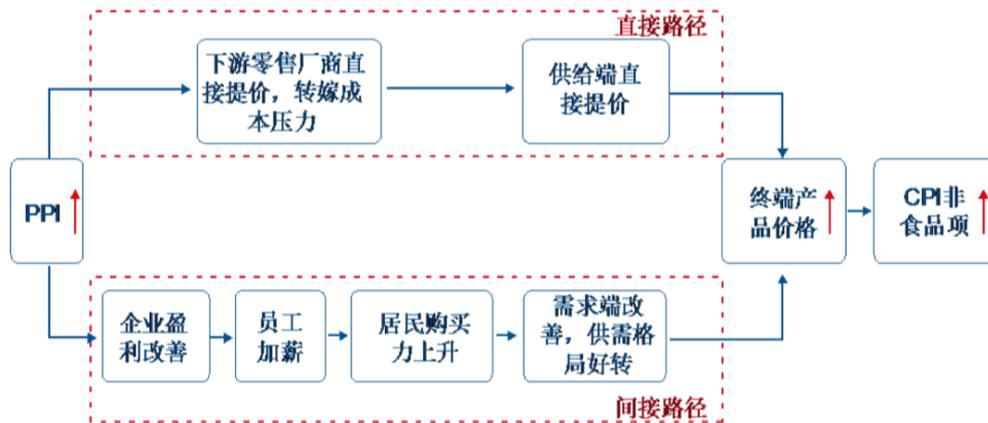
A 股：通胀上升货币政策中性偏紧，企业盈利面持续复苏，A 股国际化趋势将延续

随着 2017 年中国 GDP 的增速不断超出之前预期，市场对于 2018 年实际增速也相应从之前的 6.7%上调至 6.9%；远高于之前 6.4%的预期。尽管货币利率还会跟随美国的加息而有所上调，但是西京投资认为货币政策退出宽松的步伐会慢于企业投资回报率的回升和通胀预期的上升速度。

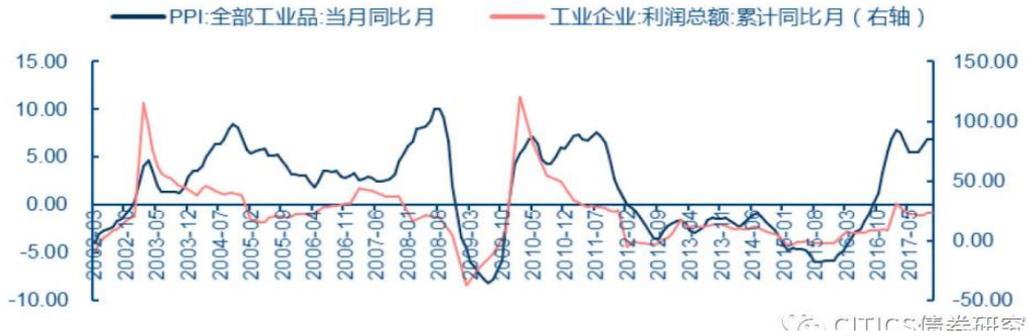
		新								旧							
		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	1Q2017	2Q2017	3Q2017	4Q2017E	1Q2018E	2Q2018E	3Q2018E	4Q2018E
实际GDP增速	%，同比	7.3	6.9	6.7	6.8	6.9	6.8	6.8	6.7	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	6.8	6.8	6.9
名义GDP增速	%，环比年化	-	-	-	-	-	-	-	-	6.9	7.3	6.6	6.4	7.2	7.0	6.7	6.7
	%，同比	8.2	7.0	8.0	11.3	10.5	10.2	10.6	9.7	11.8	11.1	11.2	11.1	10.3	10.7	10.5	10.4
工业增加值	%，同比	8.3	6.3	5.9	6.8	6.5	6.3	6.6	6.3	6.8	6.9	6.7	6.7	6.4	6.4	6.5	6.5
名义社会消费品零售总额	%，同比	11.9	10.7	10.4	10.4	11.2	11.2	10.7	11.2	10.0	10.8	10.3	10.6	10.9	10.4	11.5	11.7
出口	%，同比	6.0	-2.9	-7.7	7.7	6.3	6.5	8.5	4.9	7.6	8.5	6.6	8.0	5.3	4.2	8.2	7.2
进口	%，同比	0.5	-14.3	-5.5	15.0	7.0	6.9	10.5	2.5	24.2	14.4	14.5	9.2	6.8	6.9	7.4	7.0
M2增速	%，同比	12.2	13.3	11.3	9.3	9.5	9.2	10.2	10.0	10.6	9.5	9.2	9.3	9.5	10.1	9.9	9.5
新增人民币贷款	万亿元	9.8	11.7	12.7	14.1	15.5	16.0	13.3	14.4	4.2	3.8	3.2	3.0	5.1	4.1	3.2	3.0
CPI	%，同比	2.0	1.4	2.0	1.6	2.5	2.5	1.7	2.6	1.4	1.4	1.6	1.9	2.5	2.6	2.6	2.4
PPI	%，同比	-1.9	-5.2	-1.3	6.1	3.0	2.5	5.3	2.3	7.4	5.8	6.2	5.0	2.4	3.8	3.0	2.9
GDP平减指数	%，同比	0.9	0.1	1.1	4.2	3.4	3.2	3.6	2.8	4.6	3.9	4.1	4.0	3.2	3.6	3.4	3.3
1年期贷款基准利率(期末)	%	5.60	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
1年期存款基准利率(期末)	%	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
7天回购利率(期末)	%	4.10	2.25	2.25	2.45	2.75	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.45	2.55	2.65	2.75	2.75
10年期国债到期收益率(期末)	%	3.62	2.82	3.01	3.70	4.00				3.28	3.57	3.61	3.70				4.00
基准存款准备金率(大型机构)	%	20.0	17.5	17.0	17.0	17.0*	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
人民币兑美元汇率(期末)	市场价格	6.12	6.49	6.94	6.68	6.48	6.78			6.90	6.77	6.64	6.68				6.48
预算财政赤字率	%，占GDP比例	2.1	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0									

(数据来源: Wind, 中金公司)

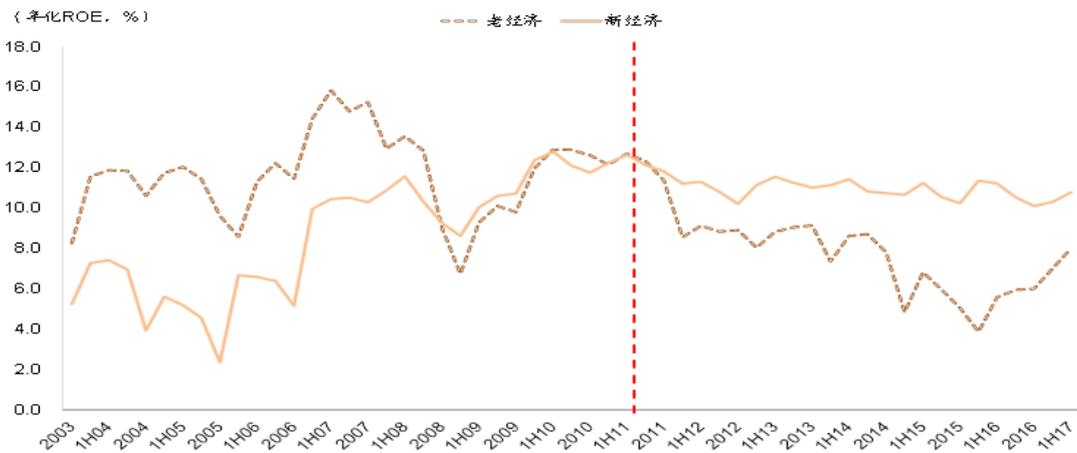
随着企业盈利的持续改善以及消费需求的不断提升,上游PPI和CPI“剪刀差”情况将在一定程度上收窄,PPI有望向中游CPI进行传导,预计CPI方面2018年上升至2.5%。根据以往的PPI向CPI非食品路径的间接传导逻辑下:企业盈利改善→员工薪酬上升→进一步提高购买力→提高终端消费价格。



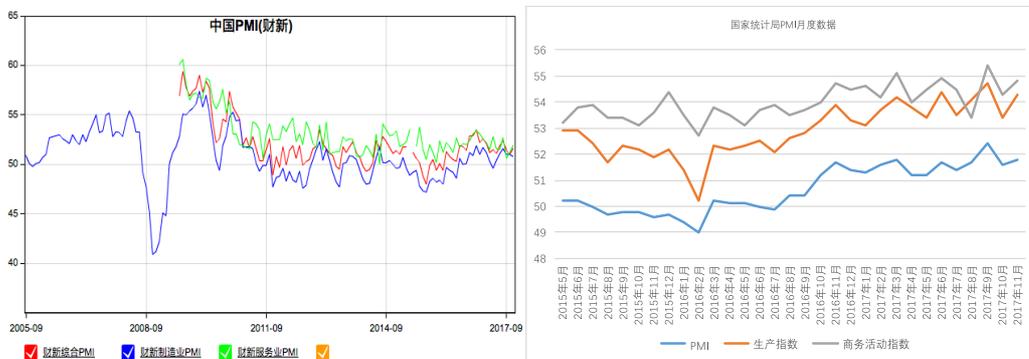
(资料来源: 中信证券)



PPI 方面可以看到截止 17 年 3 季度，在工业出厂价出现大幅提升的同时，企业利润总额增速并没有同时上涨，和 2002 年以及 2010 年时期的表现大相径庭。其中主要原因是今年以来的“三去一降一补”供给侧改革还在深入进行之中，加上环保力度的从严，更加利好老经济企业以及行业龙头企业的盈利复苏。相比之下新经济企业以及中小企业的盈利尚无明显改观，这也在一定程度上解释了相比财新 PMI 指数，国家统计局所发布的 PMI 指数更加乐观。

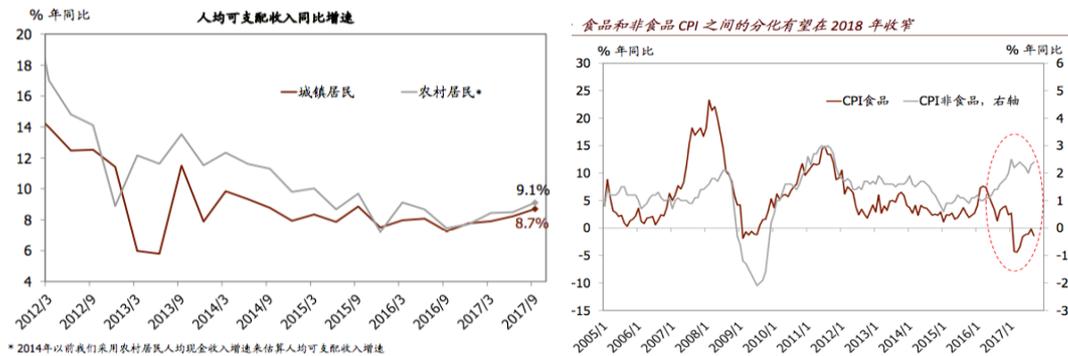


(数据来源: Wind, 中金公司)



(数据来源: Wind, 西京投资, 截止 2017 年 12 月 10 日)

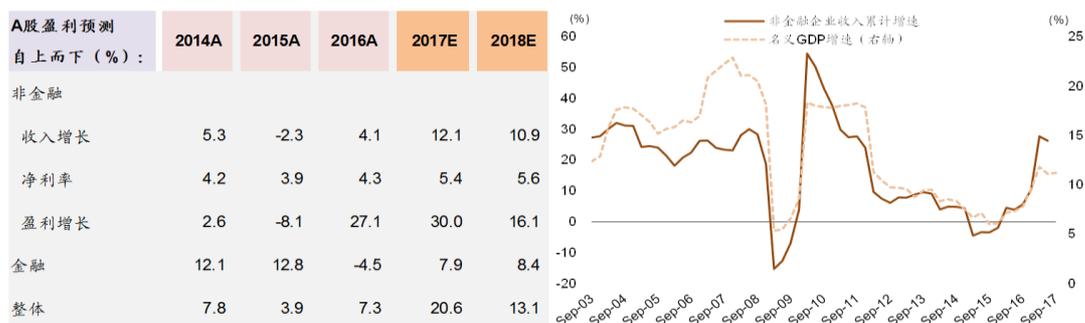
另外从今年的数据看到的趋势是今年以来城乡居民收入稳定上升，以农产品为代表的食品 CPI 经过下跌后已经逐渐企稳。因此不论是从企业盈利上升带动亦或是收入上升带动，明年中国的 CPI 增速大概率会处于缓慢复苏阶段；而其中相比企业盈利的增速，国内人均可支配收入的递增速度则是会成为影响货币政策退出速度的主要因素。



(数据来源：Wind, 中金公司)

利率方面受到今年以来持续不断的金融去杠杆和监管的从严从紧措施，市场流动性一定程度上收紧并带动实际利率走高。西京投资认为 2018 年货币政策会贯彻央行货币政策报告强调的“双支柱调控”，货币政策偏中性，主要针对总量经济，侧重稳定，加息概率不大。而与此同时就是宏观审慎原则，直接和集中作用于金融体系本身，侧重于防范系统性金融风险，两者可以相互补充和强化。因此双支柱体系下，即使不加息，市场利率仍会维持在较高的水平，预计资金在年初降准实施后仍会偏紧。

市场预计明年上市公司企业盈利增速也会持续走强，受惠于房地产企业的再次爆发以及消费升级的拉动，今年非金融企业的平均盈利增速达到了 30%；而明年虽然房地产企业业绩增速放慢，但是考虑到中国城镇化建设的推进以及城市化升级的需求，一线城市以及地方核心城市的房地产不会过于悲观。而未来几年地产行业的整合会加速，龙头化趋势明显。整体预测明年上市企业整体利润增速有望持续。



(数据来源：Wind, 中金公司)

今年市场“一九”分化行情明显，上证 50，行业龙头股等蓝筹大盘股股价表现优秀。截至 2017 年 12 月 22 日，上证指数上涨 6.23%，沪深 300 上涨 22.49%，中证 500 下跌 0.33%，创业板指数下跌 9.31%，全部 A 股的涨跌幅中位数为下跌 20.4%。2017 年是 A 股历史上指数波动率最小的年份，只有惊人的 11%，同时也是 A 股 20 多年历史上分化最大的一年。主要原因包括金融监管处于历史最严阶段；IPO 常态化发行缩减上市公司壳价值；同时龙头公司相对于全球公司处于折价，而小市值公司处于溢价。因此市场对于今年蓝筹股上涨以及中小股下跌的情况称为“A 股港股化”。

西京投资认为 A 股港股化或者国际化的趋势还将继续，第一是“互联互通”机制为海外资金投资 A 股提供了长期路径：港股通开通以来，通过此制度北上的增量资金达到了 2900 亿人民币左右，其中 60% 的资金集中持有了 20 只股票，主要逻辑为“**低于全球可比估值**”、“**符合消费升级趋势**”、“**民族品牌**”，名牌价值投资风格明显。第二是政策导向鼓励市场对外开放，进一步提升外资参股金融机构的比例限制；邀请全球性投资机构包括美国富达国际、瑞士瑞银集团、新加坡淡马锡控股、英国英仕曼基金在内的机构在国内成立外商独资企业并发放境内私募管理人资质。第三是随着 2018 年 MSCI 纳入中国 A 股，中国市场将成为全球不得不投资的市场，这也是中国市场即将独立于亚太市场的元年。2018 年如果以 5% 的因子纳入 222 只 A 股，意味着将有 140 亿美金的资金流入，如果以 100% 因子纳入，意味着中国市场将在 MSCI 新兴市场中权重高达 40%。

深股通持有市值前十股票			沪股通持有市值前十股票		
证券简称	持有市值	今年以来涨幅 (%)	证券简称	持有市值	今年以来涨幅 (%)
海康威视	339.46	145.55	贵州茅台	453.14	93.75
美的集团	313.56	88.15	中国平安	275.44	99.76
格力电器	209.15	79.34	恒瑞医药	224.96	78.2
五粮液	66.81	101.15	长江电力	177.92	36.55
洋河股份	65.75	56.53	伊利股份	156.5	68.85
云南白药	56.45	26.54	上海机场	137.5	60.91
平安银行	45.71	48.32	招商银行	98.1	68.73
老板电器	42.70	64.04	青岛海尔	92.08	81.88
大族激光	22.66	126.93	方正证券	91.57	-0.39
京东方A	22.09	97.3	中国国旅	87.8	91.98

(数据来源：Wind，西京投资，截止 2017 年 12 月 4 日)

来年海外资金对于 A 股的配置也会持续提高，因此今年 A 股的分化行情还将继续延续；上市公司盈利能力的提升，市场可能从“一九”行情向“二八”行情进行演变，从“强者恒强”到“强者更强”进行演变。随着中国经济从高速增长转为中高速增长，越来越多的行业步入成熟期，渗透率出现瓶颈，而龙头的市占率却普遍提升。作为经济晴雨表

的 A 股也是如此，盈利和收入在以更快的速度向龙头归集，龙头的营收和盈利增速跑赢整个行业的现象越来越普遍。而就目前 A 股龙头股和海外可比公司做对比，可以发现估值动态比较下，A 股依然具有吸引力。



(数据来源：Wind，中信证券)

行业方面，西京投资认为背靠全球最大基数中等收入群体的优势（1.09 亿人次，瑞信，2015 年财富报告），“消费升级”相关标的是确定性最大的投资主题，包括汽车产业链，手机产业链，家用电器，影视娱乐，旅游出行，医疗美容以及由此延伸出来的“消费金融化”相关标的，包括消费分期，信用支付等。以一级市场为例，包括滴滴出行、小米、美团+大众点评、今日头条、陆金所均入选 2017 年全球独角兽公司前十，因此未来围绕改变生活模式的“新消费和新经济”公司具有极大的投资潜力。

此外，参照全球成熟国家的城镇化比例以及基础设施配置标准，“智慧化城市”也将是极具潜力的投资主题，相关行业包括：安防，5G，线上医疗。其中需要说明，以 5G 为例的具有“中国制定”能力的行业或公司将会受到资金追逐。

大健康，养老产业链已经成为了众多投资机构的标准配置，但是基于估值一直比较高，因此西京投资会更多地把相关标的纳入配置资产而非主要主题。另外需要提及的是，未来 3-5 年全球范围内将有极大可能迎来无人驾驶的实现。因此从产业集成优势来看，中国的电动汽车产业链上会有爆发增长的机会。

[免责声明]

本文提供之市场展望和投资策略纯属西京投资管理有限公司（「西京」）之观点，会因市场及其他情况而改变。以上数据并不构成任何投资建议，亦不应视作投资决策之依据。所有数据是搜集自被认为是可靠的来源，但西京不保证数据的准确性。本文包含之部分陈述可能被视为前瞻性陈述，此等陈述不保证任何将来表现，实际情况或发展可能与该等陈述有重大落差。

投资涉及风险。投资者应特别注意投资新兴市场涉及之风险。本文章并未经证监会审阅。
刊发人：西京投资管理有限公司。