

# 2019

---

## 中国银行个人金融资产配置 策略报告





# 蜜蜂学堂



# 前沿资讯报告

每日精选业内3份前沿资讯报告

你——值得拥有最优质内容

扫码加【首席王牌助教Annie酱】

拉你入【HRD前沿资讯群】







## 中国银行个人金融资产配置专家组

中国银行：崔 瑛 文晓波 沈丹妮 王文婧  
司瑞雪 洪郑冲 李颖杰 何晶亮  
郭 岑 俞亚莲 杨 杰 徐银朋  
孟凡强 余 超 赵艳群 万 洁  
王 颖

中银国际证券：陈乐天 徐沛东 李彦姝 许蔚然

联系人：文晓波

电 话：010-66592240

邮 件：shendanni@bankofchina.com

## 内容摘要

### 全球市场回顾：过去三年，两个阶段，资产价格走势反转。

2016 年初至今，全球资产市场分为两个阶段——2016 年初至 2018 年初、2018 年初至今。第一阶段，全球权益、大宗牛市，债券熊市，美元贬值；第二阶段，权益、大宗技术上熊市，美债继续熊市，中债牛市上半场，美元升值。全球资产价格在两个阶段出现反转，背后是全球经济及政策变化。

### 宏观前瞻：过去三年的全球复苏结束，等待政策宽松。

2016 年初至 2018 年初，中美经济都在复苏，推升了全球利率、权益资产和大宗商品。2018 年初至今，中国经济下行，政策宽松；美国经济上行，继续加息。2019 年，我们判断，中国周期延续下行，美国经济见顶回落，过去三年的全球复苏明确结束。中国继续宽松，美国加息继续，其他经济体面临宽松压力。中美经济分化、政策分化，决定全球资产价格。

### 权益前瞻：全球市场 A 股最佳，风险释放迎来转折。

全球经济放缓压低业绩，上半年美联储加息影响全球利率，权益市场都将受此影响。除此之外，美股估值偏高，欧洲面临政治考验，日本经济下行，港股市场虽受益于国际资本投资中国和低估值会有所表现，但全球权益难有明显机会。唯有 A 股，估值既是历史底部也是全球底部，政策底、社融底之后有望迎来市场底，均值回归叠加股利分红、业绩增长以及政策宽松，长线资金供给渠道打通带来稳定增量资金，风险释放迎来转折。

### 债券前瞻：中债牛市继续，美债等待配置机会。

美债：美国经济顶部、通胀压力以及持续加息继续推动利率中枢上行，美债等待配置机会；中资美元债

2019 年吸引力上升，高质量短久期债券具备较好配置价值。中债：经济下行叠加政策宽松，利率中枢继续下行，延续牛市格局；信用债风险偏好会有所修复，关注高收益债的投资机会；可转债位于底部区域，战略性看多。

### 外汇：美元见顶，人民币压力下降，澳元看高一线。

从基本面的横向对比、利率因素、政策因素和风险事件等综合来看，明年美元大概率是先强后弱的走势，而人民币贬值压力也相应降低。其他国家货币重点看好澳元，核心在于经济基本面。

### 大宗与黄金：原油震荡，黄金因经济放缓将受关注。

随着全球能效提升、经济下行，原油需求明显下降，预计 2019 年原油轻微过剩，价格震荡。黄金供求关系对黄金价格上升支持动能不强，全球政治及经济不确定风险犹存，美国经济放缓初显，为黄金价格提供有效支撑，若美国经济出现拐点，美元走软黄金价格将进一步走高。

### 配置建议：超配中国资产，等待美债配置机会。

2019 年全球经济复苏明确结束，中美战略、政策分化加剧。基于估值、经济、利率等因素考量，我们认为 2019 年全球资产配置：**超配中国资产，包括股票与债券；低配美国资产，等待美债配置机会；大宗商品有阶段性机会，标配黄金以缓释美国经济放缓及全球不确定风险；外汇中澳元可以看高一线。**

<b>一、回顾篇：过去三年，两个阶段</b>	9	<b>四、债券篇：美债熊市没结束，中债牛市下半场</b>	32
1.1 过去三年，两个阶段	9	4.1 美国国债市场展望	32
1.2 资产价格反转的宏观驱动	10	4.2 中资美元债市场	32
<b>二、宏观篇：中美经济从分化到殊途同归</b>	12	4.3 内地货币市场展望	33
2.1 中美经济：继续分化，还是殊途同归	12	4.4 内地债券市场展望	34
2.1.1 中国经济：内需下行，政策对冲	12	4.4.1 利率债展望	34
2.1.2 美国经济：复苏顶部，趋于下行	13	4.4.2 信用债展望	35
2.2 欧元区与日本：缓慢下行	15	4.4.3 可转债市场	36
2.2.1 欧元区：内需尚好，出口拖累，经济继续回落	15	<b>五、外汇篇：美元见顶，人民币贬值压力消减</b>	38
2.2.2 日本：净出口已成拖累，企业投资放缓	15	5.1 美元是全球货币锚，强美元周期没结束	38
2.2.3 其他经济体：中美影响不可避免，印度一枝独秀	16	5.2 其他主要货币走势预测	38
2.3 全球经济：过去三年的复苏宣告结束，等待政策宽松	17	<b>六、大宗篇：石油震荡，黄金看风险</b>	42
<b>三、权益篇：美股顶部区间，A 股底部崛起</b>	20	6.1 原油：供给不确定，价格震荡	42
3.1 美国股市：顶部位置，谨慎看待	20	6.2 黄金：震荡为主，观看经济不确定性	42
3.2 欧洲股市——面临考验，英国可以观察	21	<b>七、配置篇：2019 年资产配置策略</b>	45
3.3 日本股市——建议谨慎	22	7.1 宏观走势：中美分化加剧	45
3.4 港股——谨慎看多	24	7.2 资产配置建议：超配中国资产，等待美债底部	45
3.5 新兴市场：风险较大，重点关注印度	25		
3.6 A 股：估值底部，迎来转折	27		
3.6.1 估值底部区域，2019 年有望估值回归	27		
3.6.2 预期 2019 年全 A 业绩增速 5% 左右	28		
3.6.3 长期资金供应通道打通，带来稳定增量资金	29		
3.6.4 A 股风险释放，迎来趋势转折	29		

图表 1. 全球权益：第一阶段牛市，第二阶段熊市	9	图表 33. LIBOR3 月 -HIBOR3 月与美元兑港币对照	25
图表 2. 全球债券：第一阶段熊市，第二阶段中国牛市	9	图表 34. 新兴市场主要指数估值情况	25
图表 3. 全球货币：第一阶段美元升值，第二阶段贬值	9	图表 35. 印度股指成分股归母净利润同比	26
图表 4. 全球商品：第一阶段牛市，第二阶段熊市	9	图表 36. 印度 NIFTY 与美元指数	26
图表 5. 2016 年至今，中国从复苏到下降、美国强劲增长	10	图表 37. 主要宽基指数估值处于历史低位	27
图表 6. 2015-2017 年三大需求对中国经济拉动	12	图表 38. 全 A 估值中位数低于过去四次市场底部	28
图表 7. 2018 年前三季度三大需求对中国经济拉动	12	图表 39. 全 A 中低估值个股占比高于过去四次底部	28
图表 8. 基建投资企稳，房地产、制造业投资或回落	13	图表 40. 万得全 A 净利润同比	28
图表 9. 2019 年，中国库存周期进入主动去库存阶段	13	图表 41. IMF 对主要经济体未来经济增速预测	28
图表 10. 2018 年前三季度美国 GDP 内部驱动分解（百分点）	14	图表 42. 2018 年公募基金发行比 2017 年明显更为活跃	29
图表 11. 2015-2018 年美国产能利用率回升接近尾声	14	图表 43. 今年在市场不好的情况下外资仍整体大幅加仓	29
图表 12. 美国居民人均可支配收入增速达到顶部	14	图表 44. 推荐行业配置：低估值与基本面并重	30
图表 13. 9 月会议市场预期 2019 年还将加息三次	14	图表 45. 加息周期，短债利率与政策利率相关系数 0.77	32
图表 14. 2018 年前三季度欧元区 GDP 内部分解	15	图表 46. 十年期美债收益率接近与两年期美债收益率平水	32
图表 15. 居民薪资仍在快速增长	15	图表 47. 今年中资美元债发行利率中枢显著提升	33
图表 16. 2018 年前三季度日本 GDP 增速内部分解	16	图表 48. 货基收益率与存款收益率间的缺口不断缩窄	33
图表 17. 2017 年中以来，日本产能扩张放缓	16	图表 49. 低收益率环境下货币基金规模增速放缓	33
图表 18. 加拿大：消费与投资都在下降	16	图表 50. 2018 利率债收益率短端下行得更多	34
图表 19. 澳大利亚：库存驱动强劲增长	16	图表 51. 国债收益率期限预计 2019 年将是牛平走势	34
图表 20. 2018 年上半年印度 GDP 内部分解	17	图表 52. 2019 年国债 + 地方债发行预测（亿元）	34
图表 21. 印度居民部门可支配收入保持较快增长	17	图表 53. 2019 年政策性银行债发行预测（亿元）	35
图表 22. 2018-2019 年全球及主要国家经济增速预测	18	图表 54. 年内信用债违约频发，违约金额超 1000 亿	35
图表 23. 发达市场历史全时间段估值比较	20	图表 55. 等级利差年内大幅上升，近期回落	35
图表 24. 美国 GDP 增速及 IMF 对未来五年预测	21	图表 56. 可转债当前处于底部区域	36
图表 25. 标普 500 与国债 10 年收益表现相关性	21	图表 57. 美元指数走势	38
图表 26. 欧洲市场主要指数估值情况	21	图表 58. 美元兑日元走势	39
图表 27. 英国富时 100 成分股盈利同比位居前列	22	图表 59. 中美利差与人民币汇率	40
图表 28. IMF 经济增长预测—欧洲	22	图表 60. 美国原油库存走势	42
图表 29. 日经 225 估值	23	图表 61. 美国原油产量走势	42
图表 30. 日本经济增速预测	23	图表 62. 全球黄金供需平衡	43
图表 31. 日本央行购买国债情况	23	图表 63. 2019 年资产配置策略一览表	45
图表 32. 恒生指数市盈率	24		





# 一、回顾篇

## 一、回顾篇：过去三年，两个阶段

有先哲曾云：要前瞻多长，就须回看多远。

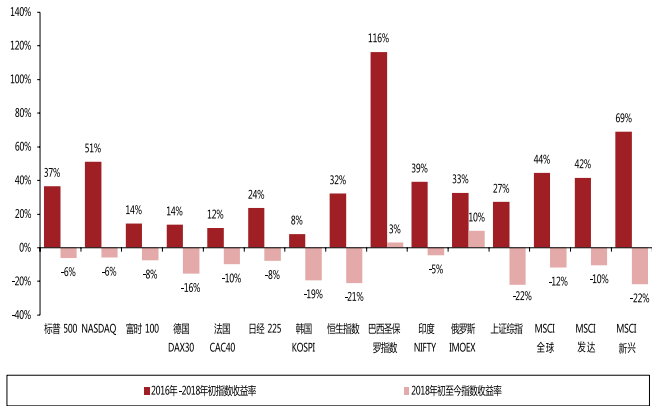
站在 2018 年底，前瞻 2019 年全球资产价格走势，我们至少要回顾 2018 年全年的市场。但是，2018 年的市场又是从何而来？当我们复盘多种资产、多个市场，发现需要回到起点——2016 年初。

### 1.1 过去三年，两个阶段

从 2016 年初至今，全球资产价格分为两个阶段——2016 年初至 2018 年初、2018 年初至今。这两个阶段，全球资产价格大都发生反转。

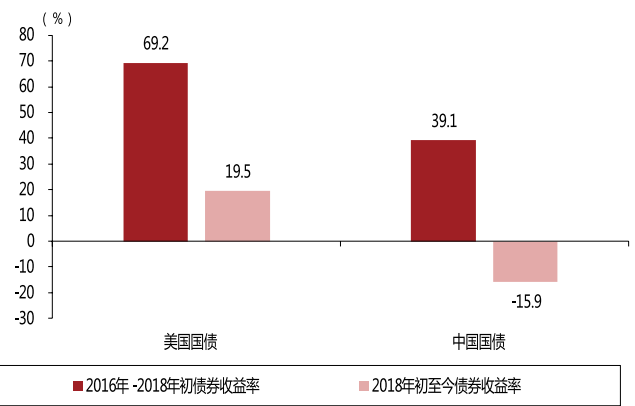
全球权益与债券市场，第一阶段权益牛市，MSCI 全球、发达、新兴市场上涨 44、42、69%，债券资产熊市；第二阶段权益熊市，美债延续熊市，中债牛市。

图表 1. 全球权益：第一阶段牛市，第二阶段熊市



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

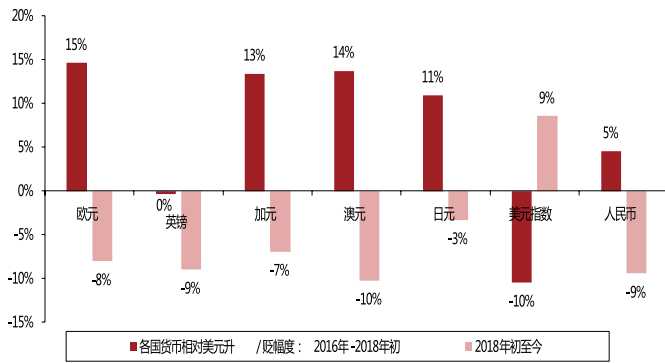
图表 2. 全球债券：第一阶段熊市，第二阶段中国牛市



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

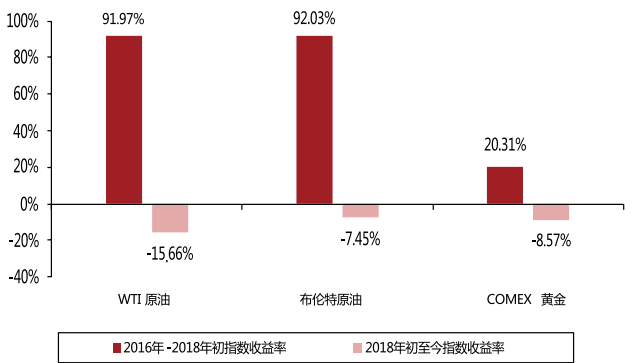
全球主要货币与商品方面：第一阶段美元贬值 10%，其他主要货币升值，原油上涨 90%、黄金上涨 20%；第二阶段美元升值 9%，其他主要货币贬值，原油下跌 15.6%，黄金下跌 8.6%。

图表 3. 全球货币：第一阶段美元升值，第二阶段贬值



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 4. 全球商品：第一阶段牛市，第二阶段熊市



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行



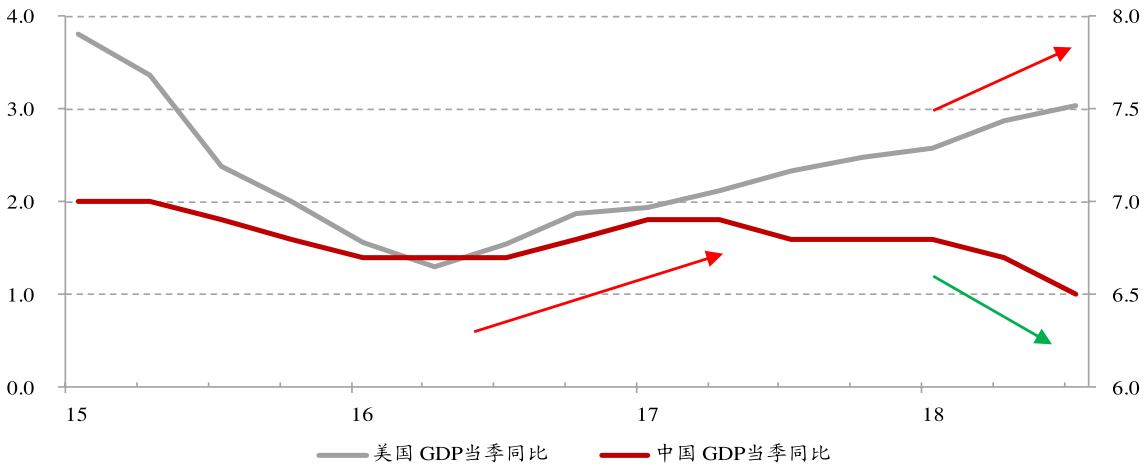
1.2 资产价格反转的宏观驱动

过去三年，全球资产价格走势出现大的反转，背后是全球经济尤其是中美经济与政策的转变。

**第一阶段：经济复苏，货币收紧。**实体层面：2016 年上半年中国库存周期见底，需求边际好转，企业走上库存回补之路，供给侧改革维持了 2017 年经济的韧性；内需驱动的美国经济，在私人部门带动下，2016 年起保持强劲复苏。政策层面：经济复苏叠加供给侧改革，中国及其他国家实体回报率回升，利率中枢上移；美国内生的复苏开启加息周期并持续，推升全球利率水平。

**第二阶段：中国下行、政策宽松，美国复苏、继续加息。**实体层面：2018 年初开始，中国经济进入下行阶段，美国则因为减税效应继续强劲复苏。但由于中国对全球经济增长贡献度更高，全球经济见顶回落。政策层面：中国从去杠杆到稳杠杆，流动性从偏紧到宽松；美国则继续加息，坚决回到中性利率。

图表 5. 2016 年至今，中国从复苏到下降、美国强劲增长



资料来源：IMF、中国银行

## 二、宏观篇



## 二、宏观篇：中美经济从分化到殊途同归

中美作为全球第一和第二大经济体，经济总量和对全球经济增长贡献度都在 34% 以上，研究全球经济重点就是研究中美经济。

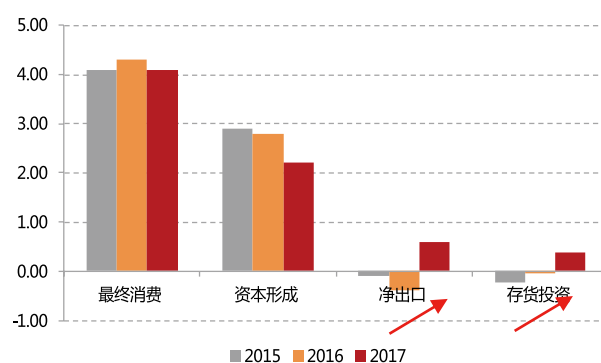
## 2.1 中美经济：继续分化，还是殊途同归

## 2.1.1 中国经济：内需下行，政策对冲

**过去二十年，中国逐渐成为全球经济增长主要的贡献者。**根据世界银行数据，以不变价衡量，中美经济全球占比，2000 年为 4.5、25.4%，2010 年为 9.2、22.7%，2017 年为 12.7、21.6%。中美对全球经济增长贡献率，2000 年为 8.3、23.8%，2010 年为 21.5、13.6%，2017 年为 26.8、15%，中国已经成为全球增长的第一大贡献经济体，与美国一道成为全球经济走势的决定力量。

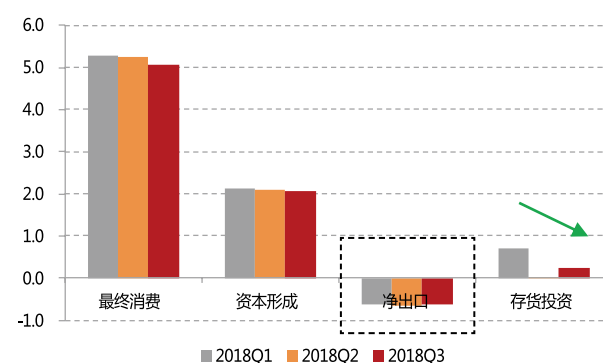
**2016-2017 中国复苏靠出口与库存，2018 年净出口成拖累，库存风险上升。**2016-2017 年，中国经济回升主要依赖净出口与库存投资，国内需求相对疲软：最终消费、资本形成、净出口和存货投资对 GDP 的拉动，2016 年为 4.3、2.8、-0.4、0 个百分点，2017 年为 4.1、2.2、0.6、0.4 个百分点。2018 年前三季度，消费支出拉动作用提升，固定资本拉动作用继续下降，净出口拉动则转负，工业库存对 GDP 拉动 0.25 个百分点，被动补库存。如果需求继续下行，企业开始去库存，对中国经济影响负面。

图表 6. 2015-2017 年三大需求对中国经济拉动



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 7. 2018 年前三季度三大需求对中国经济拉动



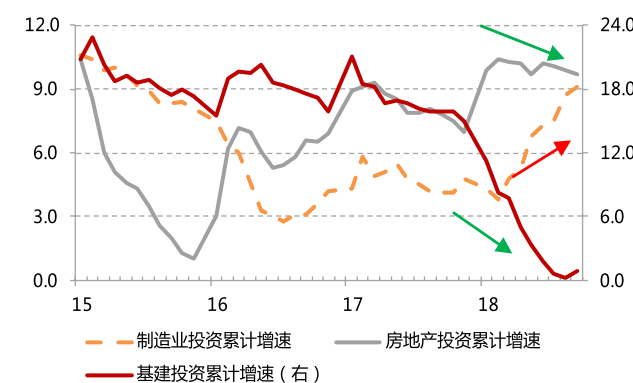
资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

**制造业投资难持续，地产投资小幅回落，基建部分对冲，投资仍有下行压力。**过去两年制造业投资上升，市场期待明年能继续好转。问题在于，尽管产能利用率在过去两年攀升，但已有触顶回落迹象。由于缺少新增长点及利润下降，预计制造业投资回升难以持续。基建方面，7 月政策开始放松，但由于债务问题及政策时滞，三季度基建投资增速还在下降，到 10 月份才企稳。因为大规模建设阶段已经结束，预计 2019 年基建增速略高于 2018 年，但不会有明显回升。房地产投资 2018 年下滑缓慢，原因在于库存下滑，土地储备减少刺激企业拿地部分对冲了房地产建安投资下滑的影响。展望明年，库存下降将推动开发投资回升，但销量下降将导致土地购置下滑，预计房地产投资继续下降。综合来看，2019 年固定资产投资将延续下行态势，但下降幅度因政策对冲而较为平缓。

**就业市场边际宽松，消费将平稳下滑。**私人消费取决于经济增长与劳动力市场。如果明年投资增速继续下行，将制约经济增长和居民收入增加。求人倍率能很好衡量劳动力市场状态，2016 年初至今求人倍率不断上升，支撑收入扩张。但今年开始求人倍率同比出现回落，劳动力市场边际上趋于宽松，居民收入增速下行制约居民消费。2018 年 1-10 月，社会消费品零售总额同比增速比去年下降 1 个百分点。2019 年，预计消费继续小幅下滑。

**2019 年中国经济主动去库存，政策宽松改变不了周期下行。**投资与消费的内在趋势，决定 2019 年中国经济内需仍将较 2018 年有所下滑。与此同时，库存风险在上升。2019 年，我们认为，中国内部需求继续下行，库存周期进入主动去库存阶段。宏观政策将会延续宽松：财政政策更加积极，可以预期大规模减税以及中央赤字率上调；货币政策继续宽松，定向降准仍将是常规操作，利率下调可以期待，预计 10 年期国债收益率下降至 3-3.2% 区间。宽松的政策将会缓解下行节奏，但改变不了周期。

图表 8. 基建投资企稳，房地产、制造业投资或回落



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 9. 2019 年，中国库存周期进入主动去库存阶段



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

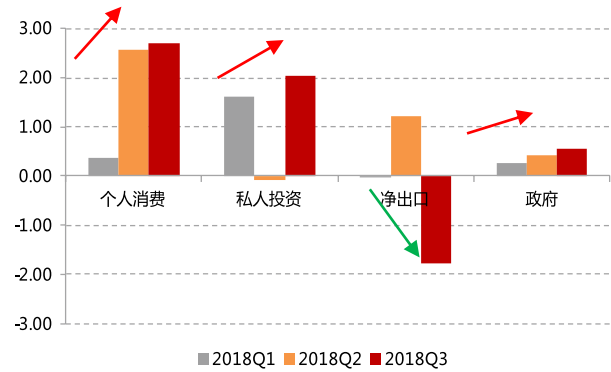
## 2.1.2 美国经济：复苏顶部，趋于下行

**美国经济保持健康增长。**2016-2017 年美国 GDP 增长 1.6%、2.2%，动力主要来自于私人投资部门：和 2016 年相比，2017 年私人消费拉动下降 0.1 个百分点，私人投资拉动增加 1.05 个百分点。2018 年前三季度，美国 GDP 分别增长 2.6%、2.9%、3.0%，私人消费、私人投资是主要动力，平均拉动 1.9、1.2 个百分点，净出口仍然是负贡献，政府部门拉动作用略有增强。

**产能宽松制约私人投资前景。**美国经济持续向好，但我们发现一些相对不利的情况。美国工业部门产能利用率在回升，2018 年 10 月为 76.8%，是 2015 年以来高点。但是这一绝对水平是美国历史合理区间 78-83% 的下沿，表明美国产能供给仍然宽松。如果是这样，我们认为过去两年私人部门的投资难以持续，而事实上 2016 年以来私人部门投资增长并不稳定。我们判断，2019 年很难看到私人部门投资再加快，同时产能相对宽松也将制约美国通胀上升基础。



图表 10.2018 年前三季度美国 GDP 内部驱动分解（百分点）



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 11. 2015-2018 年美国产能利用率回升接近尾声

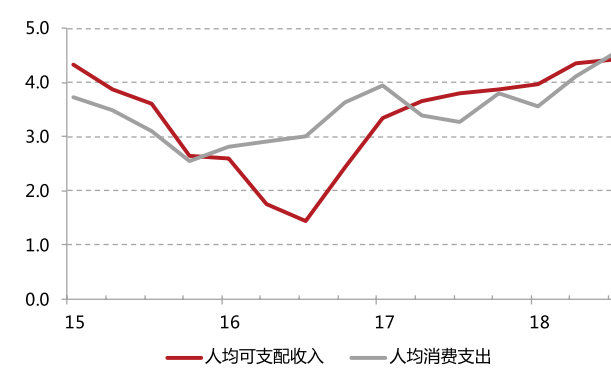


资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

**收入增长趋平，信心开始回落，制约私人消费扩张。**美国经济强劲复苏带来劳动力需求扩张，失业率持续下降并且职位空缺上升，这将提升劳动力薪资增长，对居民收入构成基础支撑。但是今年三季度美国居民人均可支配收入增速和二季度持平，没有进一步上升，最近的消费者信心指数与预期指数显示居民开始担心经济前景。这一系列信号表明，美国居民消费扩张基础可能开始变弱。同时，过去两年美国消费扩张加快，受到股市财富效应以及减税政策支撑，这两方面因素在 2019 年将会弱化。2019 年，预计美国私人消费扩张将会放缓。

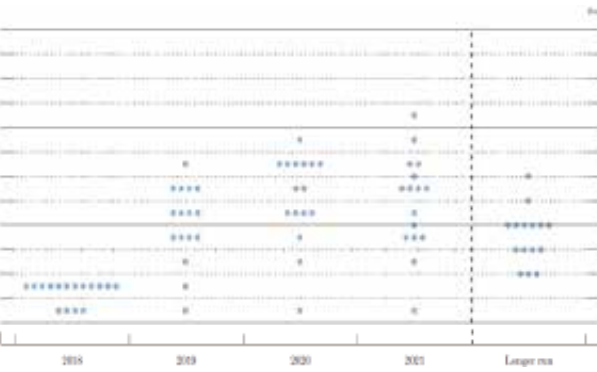
**美联储继续加息，财政政策边际趋紧，美国经济触顶回落。**过去三年美国通胀回升，既与国内需求有关，也与全球尤其是中国经济有关。明年，中美贸易摩擦将会抬升进口商品价格，美国通胀处在相对较高水平，推动美联储延续加息。目前，市场预计 2019 年还将加息 2-3 次，届时基准利率在 3% 左右。**我们判断，2019 年美国 10 年期国债到期收益率将达到 3.5%。**从历史经验来看，10 年期国债收益率达到 3% 以上时，将对美国经济形成明显抑制。财政方面，2018 年 11 月中期选举民主党重新夺回众议院主导权，2019 年美国财政难以再继续宽松，预计边际趋紧。综合投资、消费与宏观政策，我们判断，**2019 年美国经济将触顶回落，但仍能保持较快增长，顶部或在 1 季度前后。**

图表 12. 美国居民人均可支配收入增速达到顶部



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 13. 9 月会议市场预期 2019 年还将加息三次



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

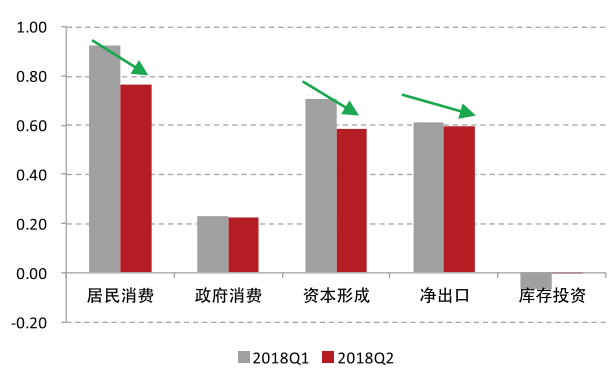
## 2.2 欧元区与日本：缓慢下行

### 2.2.1 欧元区：内需尚好，出口拖累，经济继续回落

**欧元区内需拉动减弱，出口贡献下降。**2015-2017 年，欧元区 GDP 增长 2.0%、2.1%、2.7%。从内部结构看，国内需求作用在下降，净出口拉动在增强，这三年净出口对 GDP 的拉动分别是 -0.74、-0.18、1.4 个百分点。2018 年前三季度，国内需求拉动继续下降，而净出口受制于全球经济转而下行，导致欧元区经济增速回落，1-3 季度 GDP 增长 2.4%、2.2%、1.7%。

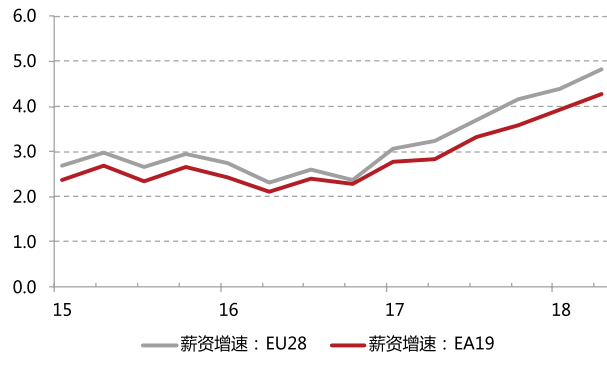
**企业部门投资弱化，居民消费相对健康，出口下滑，欧元区经济延续回落。**2019 年，受中美内需下滑影响，预计欧元区出口继续下行。这将改变企业预期，影响企业投资。过去几年，欧元区失业率持续下降，2015 年初至今从 11.3% 降至 8.1%。但进入 2018 年后，失业率下降速率趋缓，最近 3 个月持续保持在 8.1%，反应了经济运行的最新态势。居民薪资自 2017 年以来保持加速增长势头，这支持居民消费稳健扩张。从出口、投资及消费来看，**我们判断，2019 年欧元区经济继续小幅回落。**政策层面，欧洲央行仍将结束 QE，利率政策维持不变。在美联储加息背景下，**预计 2019 年欧元区流动性会趋于紧张，利率水平将上升。**

图表 14. 2018 年前三季度欧元区 GDP 内部分解



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 15. 居民薪资仍在快速增长



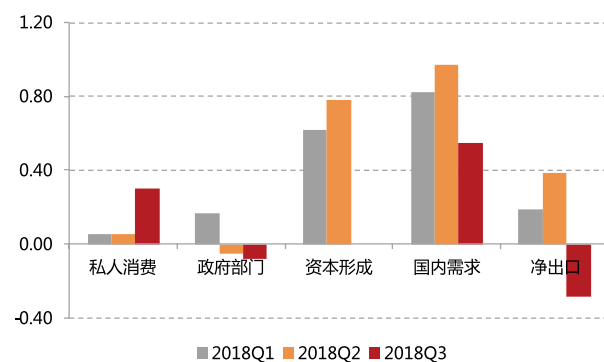
资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

### 2.2.2 日本：净出口已成拖累，企业投资放缓

**私人消费推动三年扩张，净出口下滑降温日本经济。**2015-2017 年，日本经济保持扩张态势，GDP 分别增长 1.1%、1.6%、1.9%，私人部门消费拉动 0.14、0.32、0.54 个百分点，私人部门固定资产投资每年拉动 0.4 个百分点，出口部门平均拉动 0.5 个百分点以上，总体来看日本经济增长比较均衡。但 2018 年前三季度，日本经济增长出现降温态势，三个季度 GDP 分别增长 1.1%、1.4%、0.3%，净出口下降明显，政府部门转变为拖累，私人消费也出现降温现象。

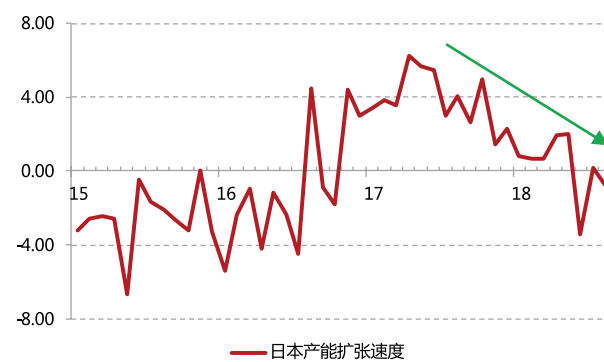
**投资下滑，税收影响消费，预计日本经济小幅下行。**受益于总需求持续扩张，2017 年产能出现增长，带动总需求进一步上升。但随着今年 3 季度经济滑坡，产能收缩，显示企业对前景预期变坏。过去三年失业率持续下降，劳动力市场偏紧，支撑了日本私人消费的扩张。前三季度，尽管日本经济下滑，但劳动力市场紧张态势依旧，居民消费根基没有受到影响。但 2019 年，日本税收政策将调整，预计将消费税从 8% 上调到 10%，这将削弱居民消费能力。综合投资、消费与中美经济判断，**预计 2019 年日本经济将小幅下滑，日本央行维持超宽松货币政策，利率将维持较低水平。**

图表 16. 2018 年前三季度日本 GDP 增速内部分解



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 17. 2017 年中以来，日本产能扩张放缓

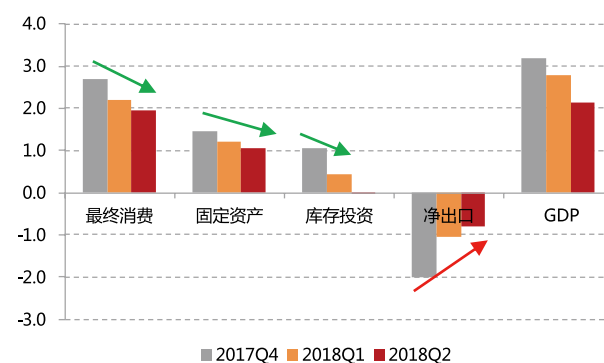


资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

## 2.2.3 其他经济体：中美影响不可避免，印度一枝独秀

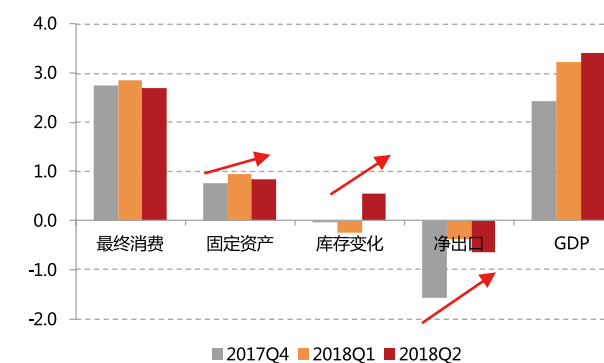
**受中国影响，新兴市场与其他经济体继续放缓。**全球经济链条中，中国是投资中心也是消费中心，新兴市场与其他国家经济跟随中国脉动，2015 年处于底部，2016、2017 年复苏，2018 年增长略有放缓。2019 年，随着中国内需下降以及经济去库存，新兴市场与其他经济体预计进一步放缓。其他发达经济体中，加拿大在过去三个季度持续下滑，GDP 增速从去年 4 季度 3.2% 降至今年 2 季度 2.1%，最终消费、固定资本形成、存货投资拉动作用都在下滑。作为资源型经济体，加拿大经济增长受中国影响较大，预计 2019 年净出口负贡献将会扩大，继续下降。同样作为资源型经济体，澳大利亚 GDP 从去年 4 季度 2.4% 上升至今年 2 季度 3.4%，最终消费和固定资本投资保持稳定扩张，净出口持续拖累。2019 年，中国投资下滑将影响澳大利亚出口，预计经济增速将略有下降，但仍能保持较快增长。

图表 18. 加拿大：消费与投资都在下降



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

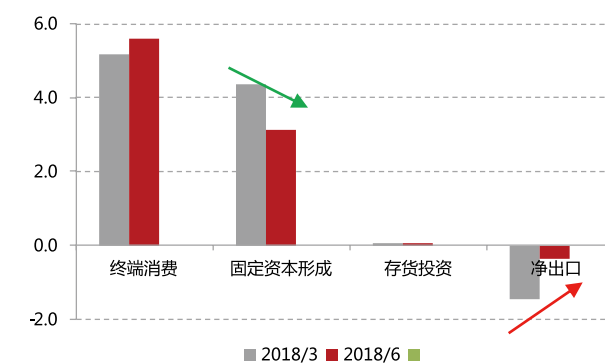
图表 19. 澳大利亚：库存驱动强劲增长



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

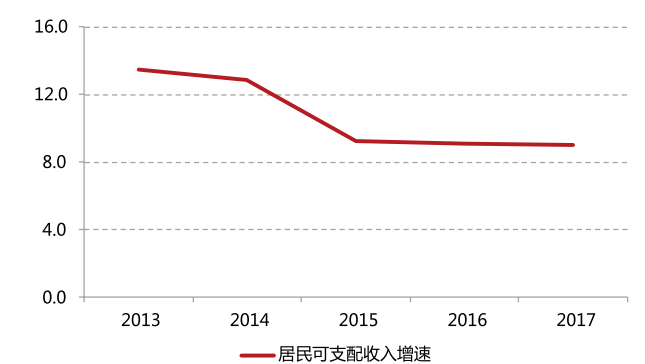
**印度：内需主导，仍然健康。**印度过去两年保持较快增长，2016-2017 年 GDP 分别是 8.2%、7.1%，其中消费支出贡献超过 60%，成为驱动印度经济的主动动力。2018 年上半年，固定资本拉动开始下降，净出口拖累 0.8 个百分点。受益于人口扩张以及失业率保持在较低水平，印度居民部门收入增长 9% 以上，居民消费仍会维持较快增长。投资方面，近期有回落态势，反应总需求在今年 2 季度之后的下行。由于居民收入增长以及印度内部结构性改革，预计 2019 年印度经济仍将保持健康增长。

图表 20. 2018 年上半年印度 GDP 内部分解



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 21. 印度居民部门可支配收入保持较快增长



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

## 2.3 全球经济：过去三年的复苏宣告结束，等待政策宽松

**全球增长：中美从分化到殊途同归，明年全球放缓、复苏结束。**根据上面分析，中美内部需求在 2019 年将会放缓，影响新兴市场及其他经济体出口。2019 年，中美经济将从 2018 年的复苏分化转为殊途同归，进入下行阶段，全球经济进一步放缓不可避免，过去三年的复苏宣告结束。

**全球通胀：过去三年无通胀，未来三年也无通缩。**过去三年，中国库存回补与供给侧改革驱动大宗商品价格大幅上涨。全球各国 CPI 虽然跟随 PPI 上行，但核心通胀没有明显上升。原因在于，中国复苏并非投资与消费驱动，而是供给侧改革的结果，中美两国产能供给相对宽松。2019 年，全球经济放缓，CPI 下行压力远大于上行压力。近期油价大幅下跌，市场担心资源品价格崩塌再度通缩，这忽视了中国供给侧改革的积极进展。**展望 2019 年全球价格，我们认为，过去三年没有通胀，未来三年也不会有通缩。**

**全球政策：中国将以更大力度改革开放替代更宽松，美联储加息最早上半年终止，全球财政政策将是减税竞争。**展望 2019 年，由于经济下行，市场预期中国会大规模宽松，但我们判断中央会以更大力度的深化改革、对外开放，替代大规模宽松。历史上，货币政策滞后于经济，尤其是在上行到顶部时，我们判断，美联储停止加息预计要到 2019 年 2 季度甚至更晚，美国 10 年期国债利率或升至 3.5% 附近。因此，中美政策在 2019 年上半年将相向而行，中国适度宽松，美国适度收紧，而其他经济体因货币政策受美国掣肘，则处在艰难态势。经济下行压力决定财政需要挺身而出，预计明年我们将看到全球主要经济体之间的减税竞争。



图表 22.2018-2019 年全球及主要国家经济增速预测					
	2015	2016	2017	2018E	2019E
全球	3.5	3.3	3.7	3.7	3.7
发达经济体	2.3	1.7	2.3	2.4	2.1 ↓
新兴市场与发展中国家	4.3	4.4	4.7	4.7	4.7
欧元区	2.1	1.9	2.4	2.0	1.9 ↓
法国	1.0	1.1	2.3	1.6	1.6
德国	1.5	2.2	2.5	1.9	1.9 ↑
意大利	1.0	0.9	1.5	1.2	1.0 ↓
英国	2.3	1.8	1.7	1.4	1.5 ↑
美国	2.9	1.6	2.2	2.9	2.5 ↓
印度	8.2	7.1	6.7	7.3	7.4 ↑
澳大利亚	2.5	2.6	2.2	3.2	2.8 ↓
加拿大	1.0	1.4	3.0	2.1	2.0 ↓
日本	1.4	1.0	1.7	1.1	0.9 ↓

资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

### 三、权益篇





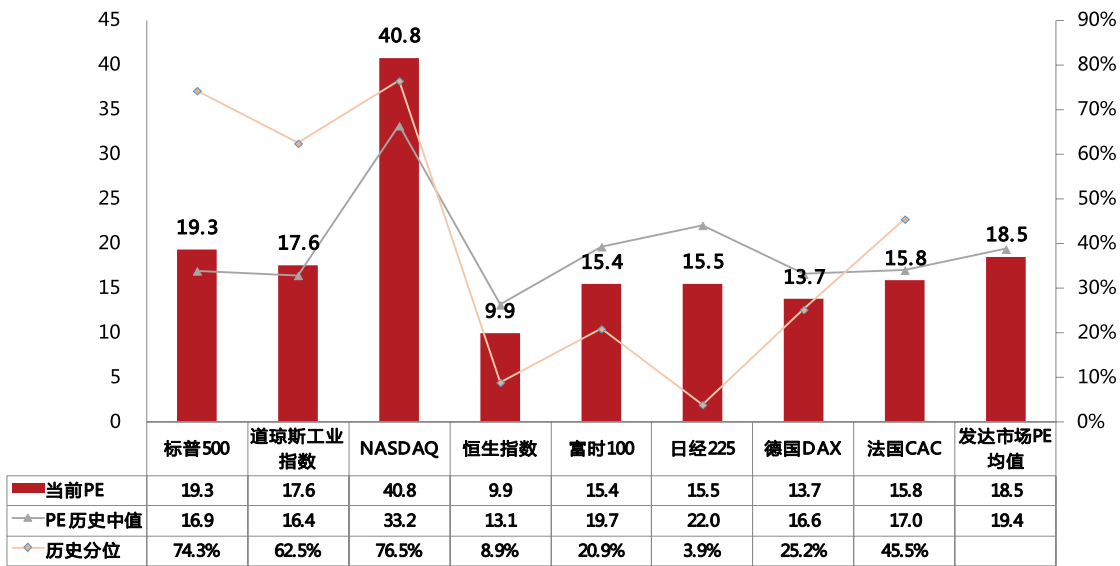
三、权益篇：美股顶部区间，A 股底部崛起

3.1 美国股市：顶部位置，谨慎看待

**美股处于估值高位，横向纵向比较均不便宜。**美股此轮牛市始于 2009 年 3 月，在 2018 年继续保持较好增长势头，频频创出新高。今年 2 月，美国首次长端利率快速上行造成股市剧烈波动，10 月长端利率又一次上行再次冲击美国股市，并持续弱势调整，标普、纳斯达克股指均有较明显的回调，同时也带来了估值的同步向下。

**经过 10 月份的调整，美国标普 500、道琼斯工业指数、NASDAQ 指数仍处于历史估值的相对高位。**与发达市场横向比较，三大指数估值均高于其他市场指数；按时间序列纵比，三大指数目前均高于历史中值，处于 74.3%、62.5%、76.5% 的历史分位水平。过高的初始估值必然面对均值回归和资金流向其他低估值市场的压力。

图表 23. 发达市场历史全时间段估值比较



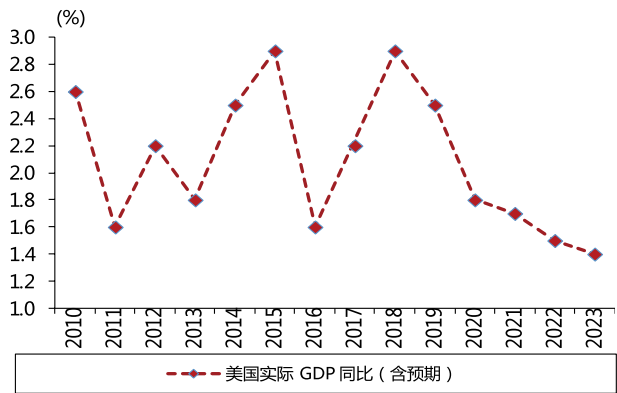
资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

**经济增长预期放缓。**从长期趋势来看，美国的 GDP 增速和股市走势十分相似。2018 年，在全球经济下行风险加大背景下，美国高增长、高就业、通胀温和上行，经济一枝独秀。但根据 IMF 对美国 GDP 未来五年预测，这种增长态势不具有持续性，呈现见顶后放缓并逐渐回落势头。对 GDP 增速贡献构成进一步分析发现，个人消费支出是主导，私人投资在设备、住宅、私人库存变化方面对 GDP 的贡献明显。但对以上因素分析发现，均存在增长放缓趋势。

**税改刺激效用递减。**美国的税改政策为顺周期减税，其效果显现快，但是消退也快，对企业盈利持续增长构成压力。美国此次税改自年初试行以来，1、2 季度企业投资增长强劲，但 3 季度企业投资增长疲弱，预计明年开始其效用将边际衰减。美国中期选举后，民主党时隔 8 年重新控制众议院，新一届国会将于 2019 年初履职，预计特朗普政府及共和党进一步推进新的财政扩张计划概率显著下降，而正在进行中的减税法案对增长的贡献也将减弱。

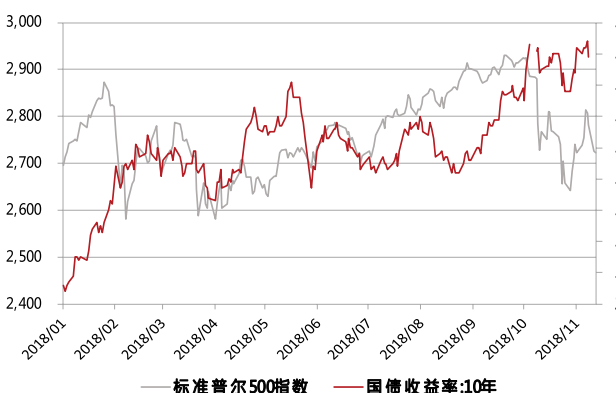
**利率端看：长短端利率走平，风险集聚可能导致长端利率上行，有可能触发美股大幅波动。**2018 年美联储已加息三次，年内大概率还有一次加息（12 月 FOMC 会议），且“缩表”进程持续。今年的连续加息，其影响在减税等效应下得到抵减，到目前为止增长仍然强势。根据联邦基金利率期货隐含的加息概率显示，市场认为 2019 年大概率加息两次。在经济复苏周期末期，加息政策存在不确定性：过慢会催生泡沫，并加大资本市场对货币政策的依赖；过快则会使股市承压，并进一步使经济承压。因此，宏观经济、货币政策和金融稳定将共同权衡。目前市场担忧 2019 年美债长短端利率走平，风险集聚可能导致长端利率上行，并可能触发美股大幅波动。例如 2018 年 2 月上旬和 10 月，10 年期美债收益率两度出现快速上行，美股也相应出现了较大幅度的调整。

图表 24. 美国 GDP 增速及 IMF 对未来五年预测



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 25. 标普 500 与国债 10 年收益表现相关性



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

3.2 欧洲股市——面临考验，英国可以观察

**欧洲股市估值处于历史较低 20%-50% 分位，英国估值优势更大。**从市盈率（PE TTM）历史估值的百分位来看，目前法国处于历史较低 45.5% 分位，德国处于历史较低 25.2% 分位，英国处于历史较低 20.9% 分位。从绝对值来看，整个欧洲市场和发达市场均值相比具有估值优势，基本都低于发达市场市盈率均值，其中以德国 DAX 指数市盈率绝对值最低，基本在 13-14 左右。而从横向和纵向相结合对比来看，则是英国的估值优势最大，目前处于历史后 21% 分位左右。

图表 26. 欧洲市场主要指数估值情况

	当前 PE	历史分位	PE 历史中值	PE 历史最大值	PE 历史最小值	PE 历史均值
富时 100	15.4	20.9%	19.7	143.0	8.1	25.1
德国 DAX	13.7	25.2%	16.6	260.1	8.3	22.5
法国 CAC	15.8	45.5%	17.0	589.1	7.4	30.1
发达市场 PE 均值	18.5		19.4			

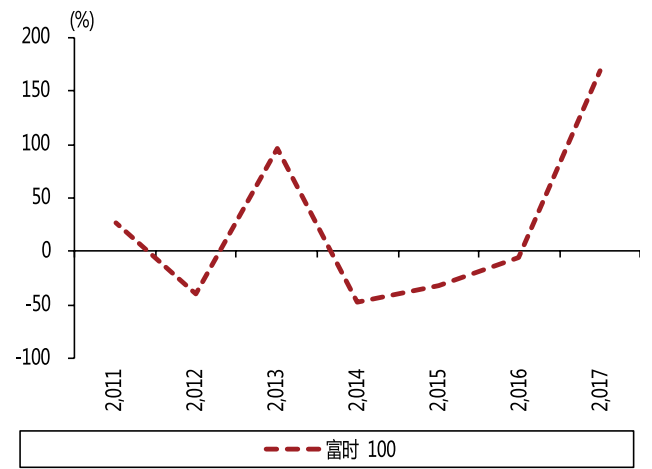
资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行



**欧元区经济增长放缓，英国富时 100 成分股归母净利润位居前列。**欧元区经济增长明显放缓且弱于市场预期，今年前三季度上市公司归母净利润较 2017 年回落，但富时 100 成分股公司归母净利润仍保持同比 51.7% 的较高涨幅。从上市公司盈利增长的横向对比来看，英国富时 100 的今年前三季度归母净利润同比大幅超过法国、德国等其他可比经济体。从 IMF 预测来看，英国未来 3 年的增速在欧洲也居于高位，和法国类似。而德国的未来 3 年经济增速预测则不太乐观。

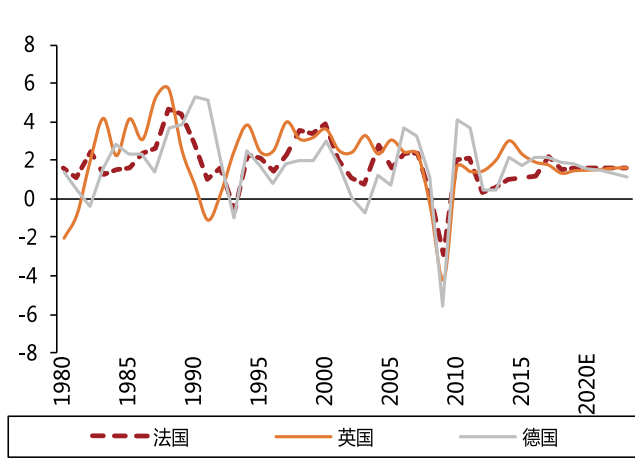
**货币政策正常化，资金面相对紧张，关注潜在政治风险因素。**欧洲央行自 2018 年 1 月起购债规模由当前 600 亿欧元减至 300 亿欧元，2019 年央行货币政策预计将逐步正常化。若意大利债务问题进一步发酵，债券和银行板块或将受到影响，则将加剧投资者的担忧；短期内至 2019 年年初英国脱欧协议达成情况未知，会导致市场持续波动，脱欧或将演变成全球范围内黑天鹅事件；德国选举结果、欧央行行长换届、欧盟委员会和欧盟理事会选举也都值得密切关注，可能会不时扰动市场。

图表 27. 英国富时 100 成分股盈利同比位居前列



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 28. IMF 经济增长预测—欧洲

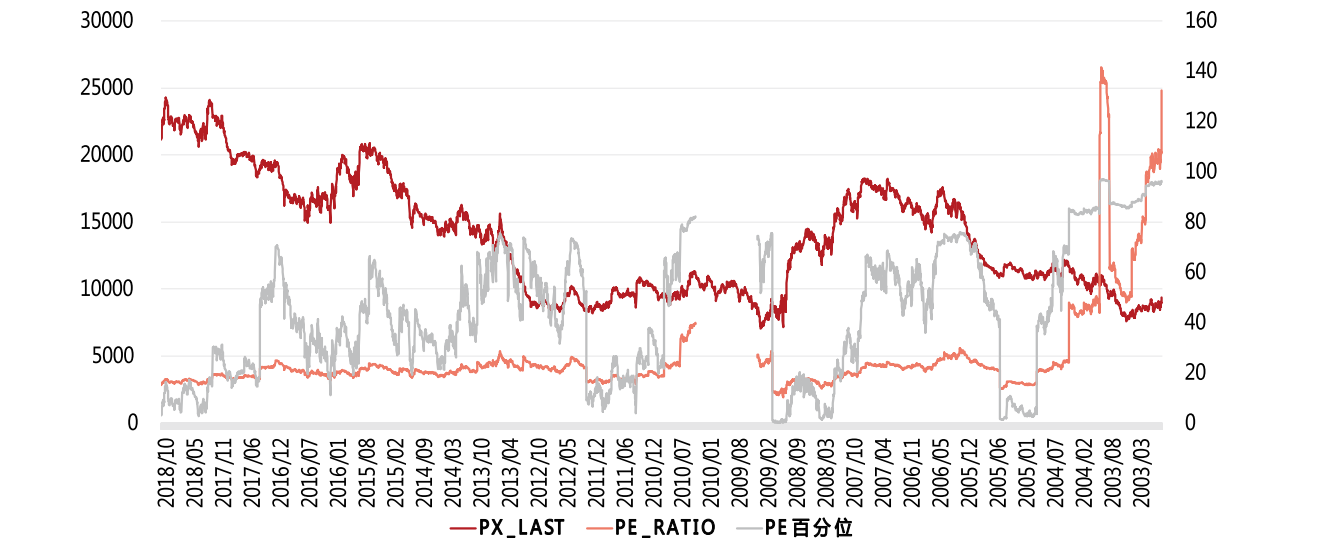


资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

### 3.3 日本股市——建议谨慎

**日经 225 估值有一定优势。**与全球主要股票市场相比，日经 225 指数估值当前在 15 倍 PE 左右，低于美指、与英法德三国股指基本持平、高于恒指和上证综指。与日股自身相比，日经 225 指数的 PE 百分位处于历史极低水平，仅略高于 2008 年金融危机时期。

图表 29. 日经 225 估值

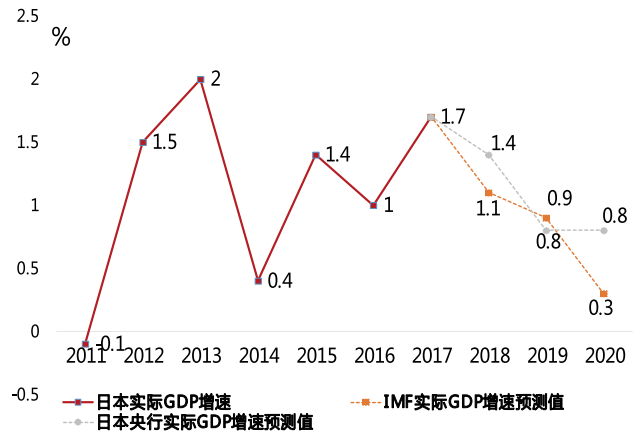


资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

**宏观经济和企业盈利放缓。**从日本央行和 IMF 最新发布的日本实际 GDP 增速预测看，17 年是日本经济本轮复苏的次高点，18 年 GDP 增速较 17 年明显下滑，而 19 年、20 年预计继续下滑或持平。日本企业的盈利增速方向与 GDP 增速高度相关，那么意味着日企的盈利增速在 19 年、20 年也将出现放缓，对日股的影响相对负面。

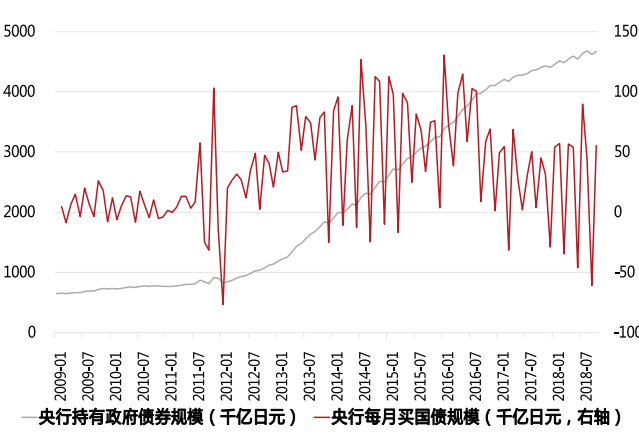
**资金面影响相对积极。**09 年 1 月，日本央行再度重启零利率和 QE、QQE 政策至今。日本央行 11 年开始购买国债的规模逐渐加大，直至 17 年初购买规模有所下降，同时日本央行在 10 年 12 月底开始购买股票 ETF。在此期间，随着流动性的大量释放，日本股市开始震荡走高，日经指数和日元汇率的相关性也明显增强。考虑到 19 年 GDP 增速将下滑以及通胀距离 2% 目标差距较大，日本央行在 19 年大概率仍将继续执行当前货币宽松政策，总体对日股的影响相对正面。

图表 30. 日本经济增速预测



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 31. 日本央行购买国债情况



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

总体看，日本股市继续向好的抑制因素较多，单纯依靠流动性支持，使得日股的上涨空间受限，全年高位震荡或小幅回落的概率较大。

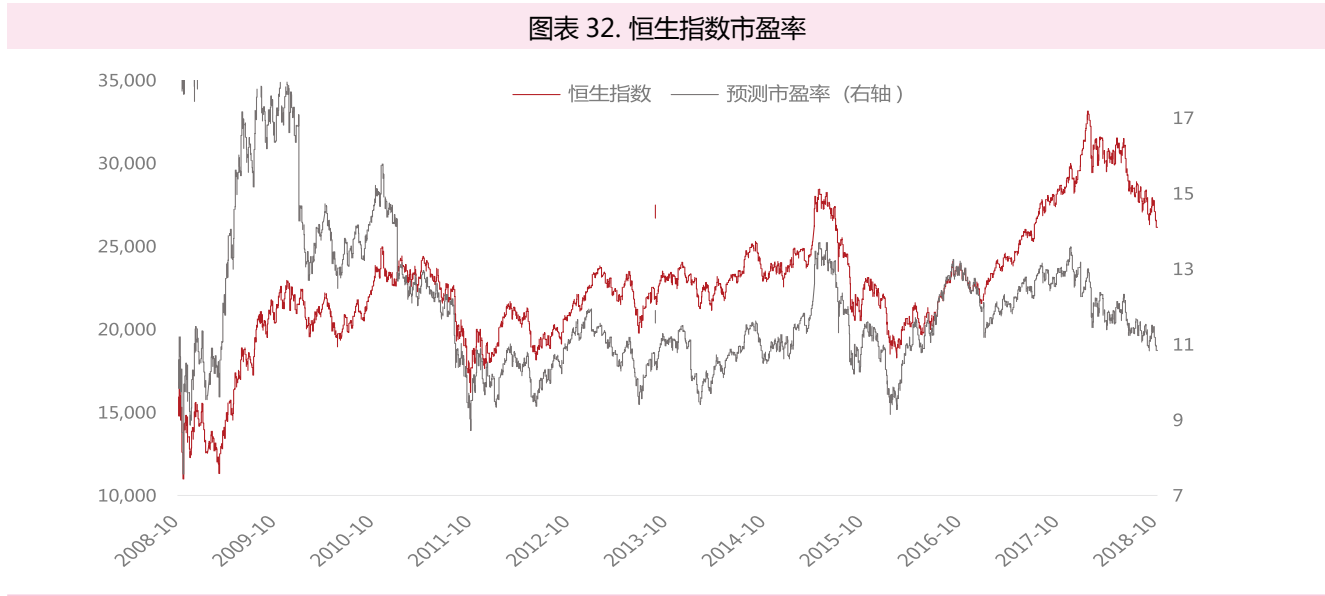
3.4 港股——谨慎看多

**估值：港股估值仍具优势。**相对于全球市场而言，港股一直处于低估值的价值洼地。尤其对于港股上市的国有中资企业、大型周期型企业、大型银行保险企业，其估值都具有相当的优势。与此同时，港股的一些特色版块如教育行业、同股不同权的科技股、未盈利的生物医药板块等，都具有相当的发展优势。

**资金面：预计宽松，关注外部资金增量。预计 2019 年港股通南下资金将呈现恢复性增长。**随着近年来境内高净值投资者、机构投资者海外资产配置的不断完善，港股通也愈来愈成为港股市场举足轻重的资金来源。我们认为，2019 年，随着人民币汇率在低位区间徘徊，港股估值优势明显，会促使更多的国内投资者通过港股通渠道投资香港市场。从资金面来看，从二季度以来南下资金干涸已经得到逐步缓解，我们预计 2019 年港股通南下资金将会呈现恢复性增长，资金面增长的趋势已经确立，将为港股带来更多的北水。

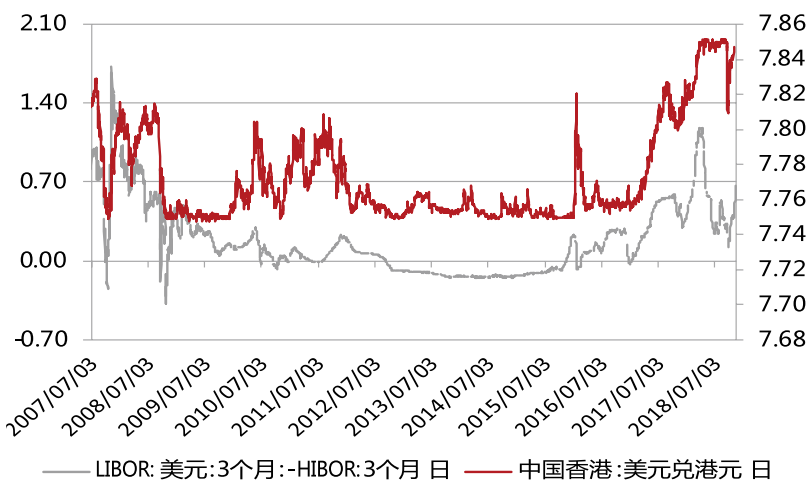
**国际投资者加大中国投资比重，港股市场同样受益。**2018 年以来，国际知名指数纷纷加大中国市场的配置比重，反映了国际经济比重逐渐向东方转移的趋势，这使得港股资金面迎来充裕的供给。作为发达的资本市场，港股拥有完善的法制、开放的市场、成熟的监管等诸多先天优势，我们预计港股在资金面上也将率先受益于中国整体市场的崛起。

**港币仍面临汇率压力。**随着美联储加息进程的延续，美元持续升值仍然是大概率事件。美元升值也将导致新兴市场出现潜在的资本流出风险，从而危及全球尤其是新兴市场经济体市场的热度。金融危机后，低廉的资本如潮涌般流入新兴经济体，从而推动了新兴市场的长期繁荣。但是一旦资本回流到发达经济体的趋势确立，那么新兴经济体将难免承受资本流出的阵痛。香港市场作为新兴经济体中国的资本市场桥头堡，也将难免受到冲击，这点从今年以来美元兑港币持续处于高位可见一斑。



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 33. LIBOR3 月 -HIBOR3 月与美元兑港币对照



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

总体看，港股全球估值最低且受益于国际资金投资中国影响，虽受美元加息约束，仍谨慎看多。

3.5 新兴市场：风险较大，重点关注印度

**新兴市场中，估值合理，宏观风险较大。**新兴市场整体外债占比较高，在美国继续加息以及美元走强背景下，金融环境面临不确定性。而经济基本面则面临中国下行的压力。整体上，我们认为新兴市场宏观面风险较大。估值来看，中国具有估值优势，印度估值处于高位。新兴市场股市近期和 1 月高点相比平均回落了 20% 的涨幅。随着估值走向合理，全球配置资金在 2019 年或继续向优秀的新兴经济体倾斜。目前新兴市场平均估值 14 倍，低于发达市场平均 18 倍的估值，尤其是和美股相比，从估值端更能吸引长期基本面投资者。印度 NIFTY 指数估值：2003 至今，印度 NIFTY 指数市盈率整体波动上升，在 2011 年以来上升明显。但是从 2017 年下半年开始又有小幅回落。

**新兴市场投资策略：整体有风险，但是印度市场值得关注。**

印度虽然当前处于历史的估值较高分位，但是和今年的高点相比已经有了超过 20% 的回落。经济的高速增长远超其他国家，对估值形成支撑，同时国内政策风险较小，在当前大家对全球权益资产充满担忧的情况下仍然是优秀的配置选择。具体的配置策略上，新兴市场的医药板块和科技龙头在 2019 年可能更具价值。

图表 34. 新兴市场主要指数估值情况

	当前 PE	历史分位	PE 历史中值	PE 历史最大值	PE 历史最小值	PE 历史均值
巴西圣保罗指数	18.8	59.7%	16.6	393.3	6.9	29.5
印度 NIFTY	21.9	87.0%	17.1	25.3	9.1	17.4
韩国 KOSPI	10.1	15.7%	13.9	1255.3	6.0	20.6
台湾 TWSE	13.3	11.3%	16.4	156.1	8.3	21.9
俄罗斯 IMOEX	6.2	18.7%	7.9	21.4	2.6	8.4
新兴市场 PE 均值	14.0		14.4			
发达市场 PE 均值	18.5		19.4			
上证综指	11.4		27.6	773.4	8.9	43.0

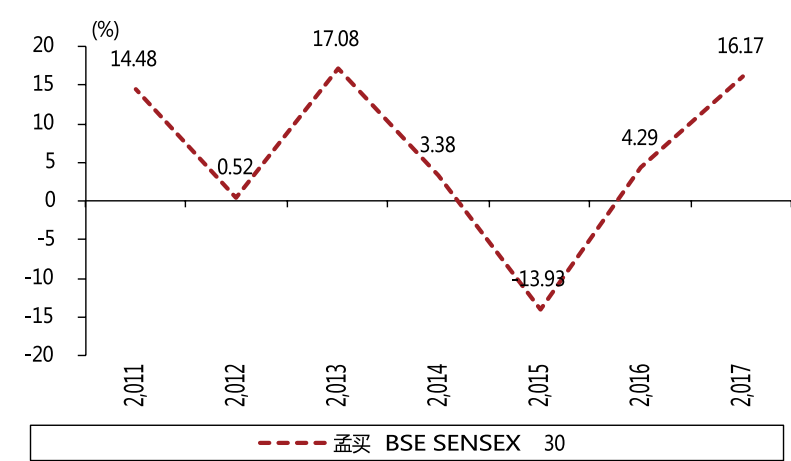
资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行



从经济基本面和上市公司盈利来看，印度一枝独秀。从经济基本面来看，印度经济目前在全球主要经济体中名列前茅，2019 年实际 GDP 预计增速 7.3% 左右，远高于全球发达市场经济预期均值 2.1% 和新兴市场经济预期均值 4.5%。从 PMI 先行指标来看，印度也在新兴市场中一枝独秀。

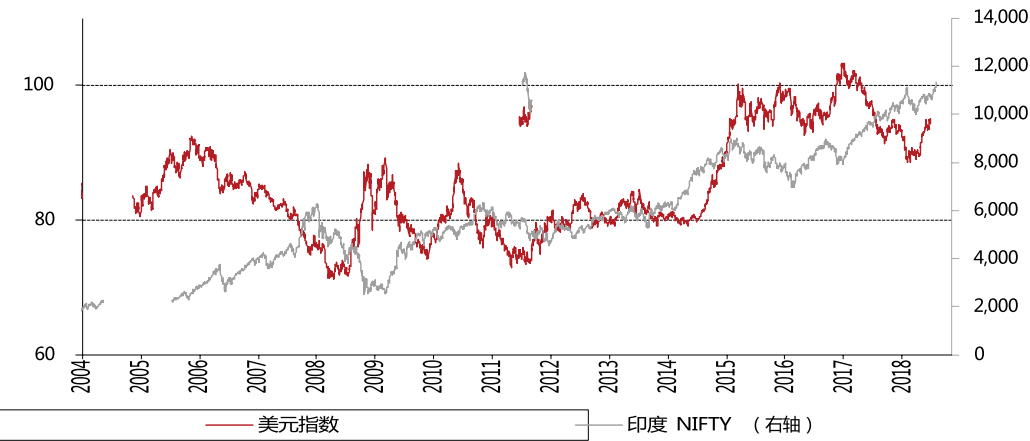
另外，印度股市收益和美元指数具有极强的负相关性。在整个历史上，新兴经济体往往呈现汇率和权益市场同涨同跌的特性。这与发达市场不同，发达市场汇率波动和股市涨跌时常是相反的。在汇率端，对于美元我们认为随着新的贸易规则的落实以及美国国内经济下行风险逐步增大，美国和其他经济体之间的增速逐步收窄甚至被反超，非美货币将迎来较好的反弹机遇，美元指数明年大概率是一个先高后低的走势。

图表 35. 印度股指成分股归母净利润同比



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 36. 印度 NIFTY 与美元指数



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

3.6 A 股：估值底部，迎来转折

3.6.1 估值底部区域，2019 年有望估值回归

当前，和发达市场及部分新兴市场相比，A 股估值性价比仍高。国内估值比发达市场和新兴市场估值相比便宜，且处于历史低位。国内上证综指 PE 为 11.5，发达市场 PE 均值为 18.2，新兴市场 PE 均值为 14.2，国内比发达市场 PE 均值低 36.8%，比新兴市场 PE 均值低 19.0%。国内当前 PE 值比历史中值低 58.33%，发达市场低 6%，新兴市场低 1%，国内估值不仅便宜而且与发达市场和新兴市场相比处于历史更低位（见图表 23）。

主要宽基指数动态估值均处于历史较低分位。创业板指、中证 500、中证 1000 和创业板 50 处于绝对低位，历史分位小于 3%；同 2012 年以来的 PE（TTM）均值相比，当前 PE 也处于较低位。当前最新市净率也处于历史低位，除去深证成指（12.32%）和创业板指（13.0%），其他主要宽基指数历史分位均低于 6%。

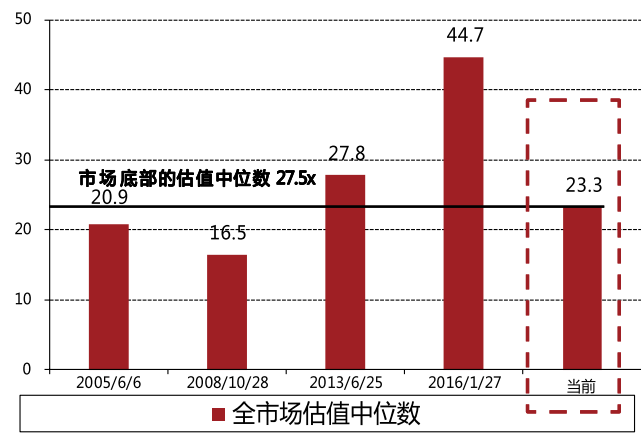
图表 37. 主要宽基指数估值处于历史低位

指数板块	PE TTM			PB LF			净利润同比		
	当前 PE (2018/11/2)	2012年以来 PE 均值	历史 分位	当前 PB (2018/11/2)	2012年以来 PB 均值	历史 分位	2017A	2018 E*0.8	2019 E*0.8
上证综指	11.5	13.3	8.50%	1.3	1.6	2.40%	17.80%	-27.20%	8.90%
深证成指	17.2	23.1	28.50%	2	2.7	12.30%	17.50%	20.30%	17.90%
创业板指	28.5	51.4	0.50%	3.3	5.4	13.00%	-39.80%	85.90%	22.40%
上证 50	9.5	9.7	19.10%	1.2	1.4	5.40%	13.90%	10.60%	9.30%
沪深 300	10.8	11.8	17.30%	1.3	1.6	4.20%	14.30%	11.80%	11.00%
中证 500	18.5	35.6	1.00%	1.6	2.7	0.80%	31.10%	12.80%	15.80%
中证 1000	20.1	62	1.40%	1.8	3.7	1.10%	32.60%	11.20%	18.50%
创业板 50	29.5	55.8	2.60%	3.7	6.3	5.30%	-56.80%	199.00%	18.80%

资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

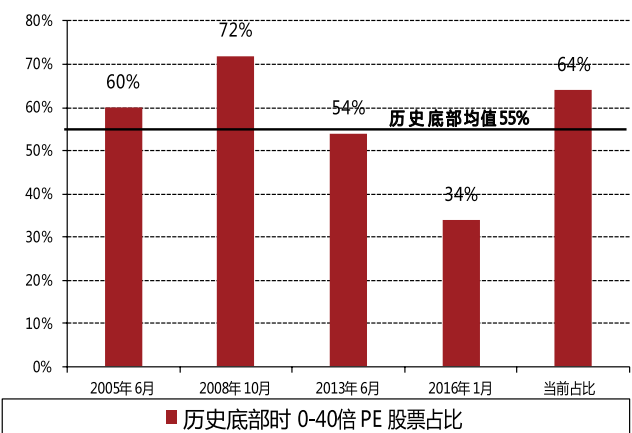
从估值分布来看，当前全 A 最新估值中位数 23.3，低估值个股占比 64%。全 A 的 TTM PE 估值中位数为 23.3，远低于过去四次市场底部时的估值中位数均值 27.5，同最近一次市场底部时（2016/1/27）的估值中位数 44.7 相比接近减半。全 A 的估值分布低于 0 倍的占比 11%，0-20 倍和 20-40 倍都占比 32%，40-60 倍占比 12%，大于 60 倍占比 13%，0-40 倍估值个股占比合计达 64%，高出历史底部均值 9%，同最近一次历史底部时 0-40 倍 PE 股票占比相比大增。

图表 38. 全 A 估值中位数低于过去四次市场底部



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 39. 全 A 中低估值个股占比高于过去四次底部



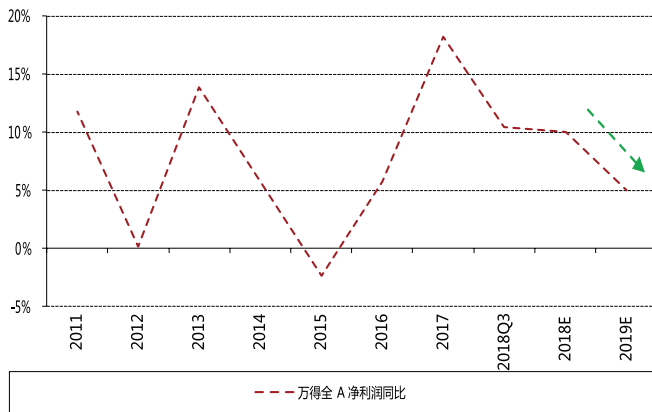
资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

### 3.6.2 预期 2019 年全 A 业绩增速 5% 左右

我们预期万得全 A 业绩增速明年在 5% 左右。经济虽然下滑，但是不会失速，和国际比，未来十年中国的增速是发达国家的 2 倍以上。经济增速是企业利润的支撑，是影响股市中期走势的核心分子变量。从中长期来看，股票走势和经济走势基本是相同的。过去，中国的经济增速远超发达市场；未来，IMF 对主要发达经济体未来 6 年的经济增速做了预测，中国的经济增速仍将保持在 6% 以上的高位，而多数发达市场的经济增速预计在 0%-2.5% 之间，中国的经济增速仍将是多数发达市场的两倍以上，经济增长为股市中期走好提供了有力支撑。

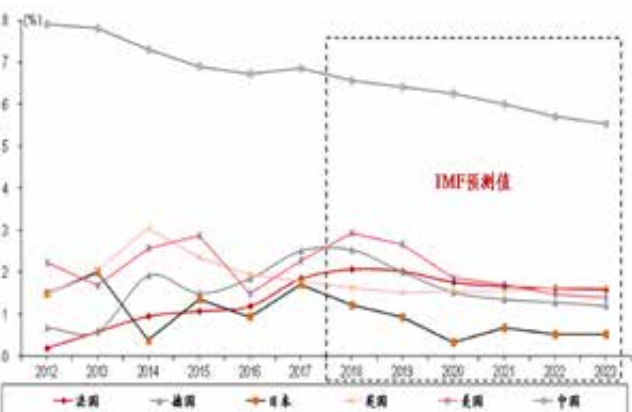
虽然名义增速仍向下，但是对市场的影响将会弱化。我们认为 2018 年至今的调整已经反映了部分名义增速下行的悲观预期。对比历史数据会发现，经济的名义增速与周期板块的走势基本一致，但是从 17 年四季度至今，双方出现了显著的分化。我们判断，这种分化与下跌提前反映了市场对于名义增速的悲观预期，因此虽然名义增速仍会下行，但对市场的影响将会弱化。

图表 40. 万得全 A 净利润同比



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 41. IMF 对主要经济体未来经济增速预测

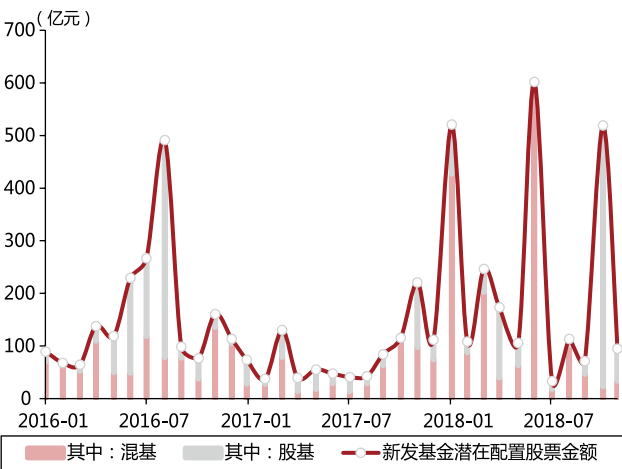


资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

### 3.6.3 长期资金供应通道打通，带来稳定增量资金

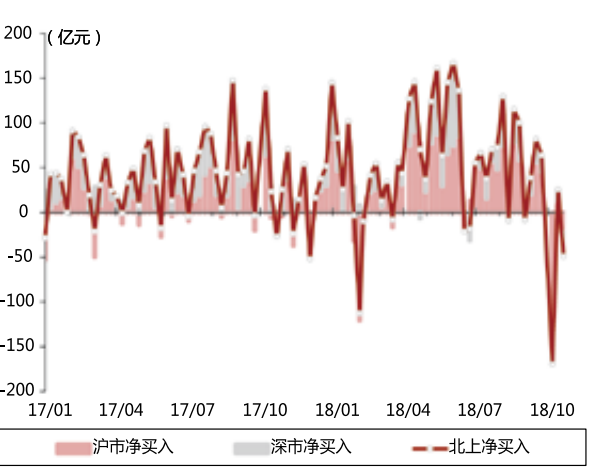
除不断增加的公募基金、保险资金之外，2018 年支持股市稳定发展的其他长线资金渠道得以打通。国内社保基金、年金入市，商业银行理财子公司产品可直接投资股票；海外港股通、沪伦通，MSCI、富时罗素、标普道琼斯将 A 股纳入其相关指数并将逐年提高比重，都将为市场带来长期稳定资金来源，预计 2019 年将为市场带来长期资金万亿以上。另外，监管部门近年来对股市的一系列制度建设和完善，打击市场操纵、完善退市制度、推出科创板和注册制，对于构建健康的股市生态系统，理性的投资文化进而引导长期资金入市投资创造良好的条件。

图表 42. 2018 年公募基金发行比 2017 年明显更为活跃



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 43. 今年在市场不好的情况下外资仍整体大幅加仓



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

### 3.6.4 A 股风险释放，迎来趋势转折

2019 年，A 股在经历三年的调整，尤其是 2018 年充分释放风险之后，在无风险利率大概率下行的背景下，随着经济增速下滑短周期的结束，减税、改革开放力度的加大，系列配套政策的落地，市场有望缩短政策底与市场底时差，完成底部构筑，迎来长期上升趋势。综合估值、业绩、分红、长期资金入市和国际化进程推进等因素，我们判断 2019 年 A 股有望迎来下降趋势的反转，构建新的上升通道，风格往新兴和成长板块迁移。

从推荐板块上来看，我们重点推荐低估值和科技龙头、具有内在价值的公司。具体配置上，优选成长板块中新基建领域（5G、新能源）与技术龙头。行业上主要推荐银行、非银、煤炭、传媒、电力与公用事业、商贸零售 6 个一级行业。



图表 44. 推荐行业配置：低估值与基本面并重



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

## 四、债券篇

## 四、债券篇：美债熊市没结束，中债牛市下半场

## 4.1 美国国债市场展望

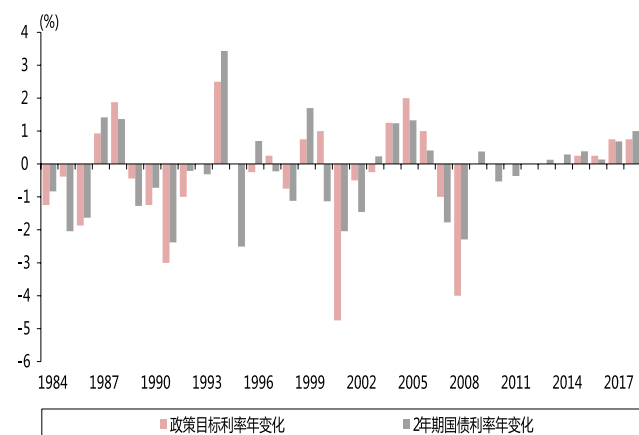
**美债整体观点：等待熊市结束。**我们认为 2019 年 10 年期美债利率中枢向上（3.4%），全年窄幅波动，区间 3.0%-3.7%；期限结构上，预计 2019 年美债期限曲线平坦化，策略上短久期保持灵活性。

**回归中性利率，美国加息没结束。**根据我们前面对 2019 年美国经济的判断，2019 年美国增速会有回落。通胀方面，内外因素决定美国通胀维持较高水平，十年期 TIPS 隐含通胀预期在 2.1%。通胀压力及回归中性利率，决定美国加息没结束。预计美国加息最早也要到明年 2 季度才结束。

**短债利率将跟着政策利率走。**从市场分隔来看，短债利率上美联储话语权较大，美联储主要通过短期国债的买卖来实现利率引导，因此美债短端利率往往弹性更高。在加息周期中，特别是在加息周期前半段，2 年期美债与联邦基金目标利率的同步较为明显，而到了加息周期的后期由于预期的扭转同步性会减弱。基于中性假设，我们预计明年短端利率将上行 60-80 个 bp。

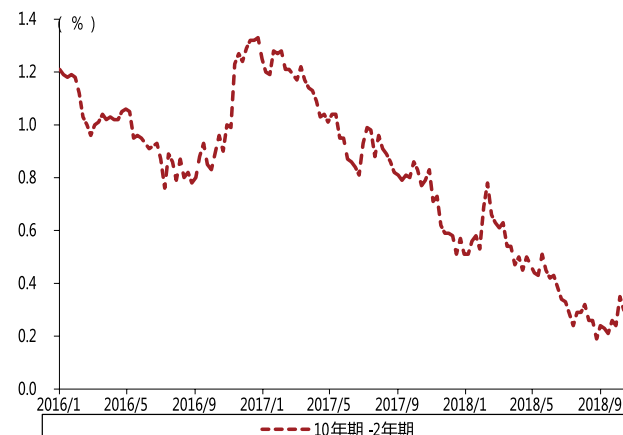
**长债利率中枢上行，预计提升 40bp。**长端利率中枢反映了美国实际经济增速、通胀预期以及全球安全资产需求（配置 + 避险）的综合结果。我们认为，基于基本面的因素 2019 年美债长端利率中枢仍将继续上行，但避险需求将弱化上行幅度，2019 年美债长端利率中枢预计提升 40 个 bp。

图表 45. 加息周期，短债利率与政策利率相关系数 0.77



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 46. 十年期美债收益率接近与两年期美债收益率水平

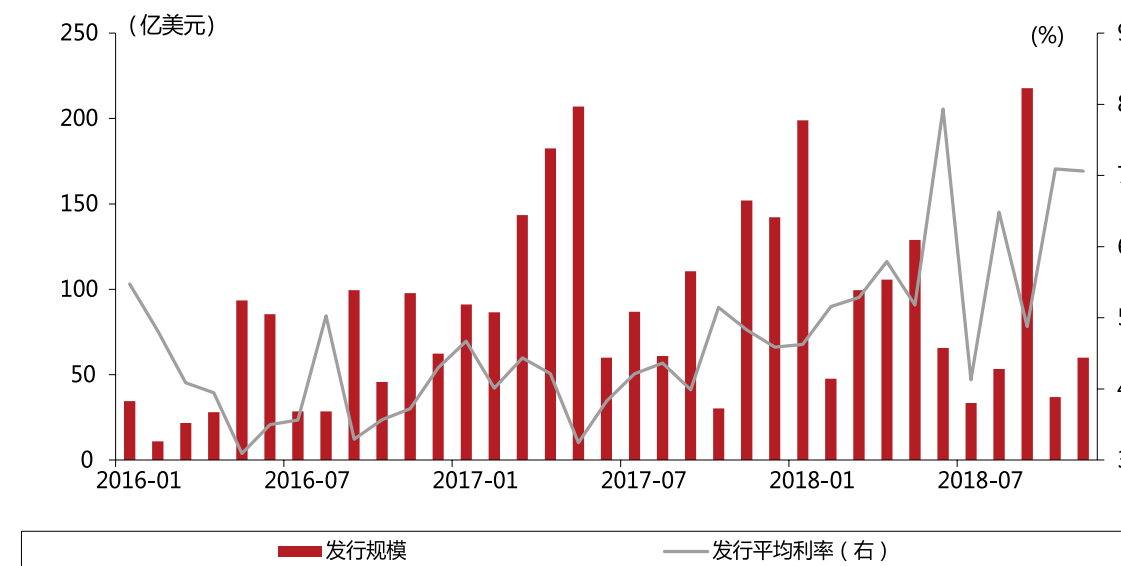


资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

## 4.2 中资美元债市场

**2019 年中资美元债吸引力提升，高质量短久期债券具备较好配置价值。**展望 2019 年中资美元债市场，我们认为政策上监管层仍坚持严防外债风险，对企业境外发债政策的整体基调仍将趋于审慎收紧，限制性行业如房地产企业跨境发债或将持续受到影响，中资美元债市场扩容速度或将持续放缓，而涉及新经济以及“一带一路”建设等企业将得到更好的政策扶持。信用估值修复在三季度已有所体现，未来信用市场估值的吸引力有望进一步提升，一些高质量短久期的债券具备较好的配置价值。

图表 47. 今年中资美元债发行利率中枢显著提升

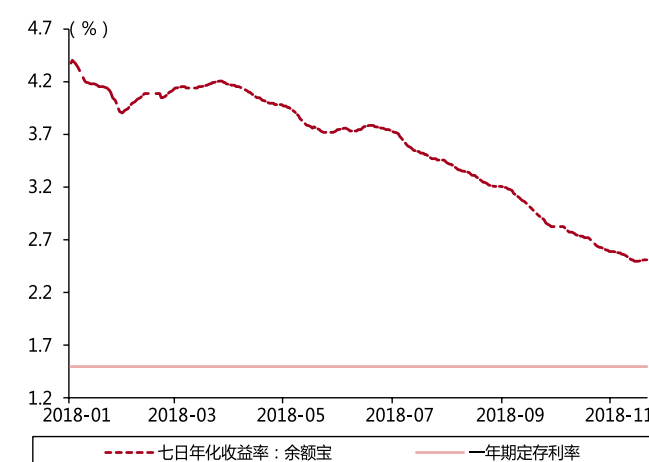


资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

## 4.3 内地货币市场展望

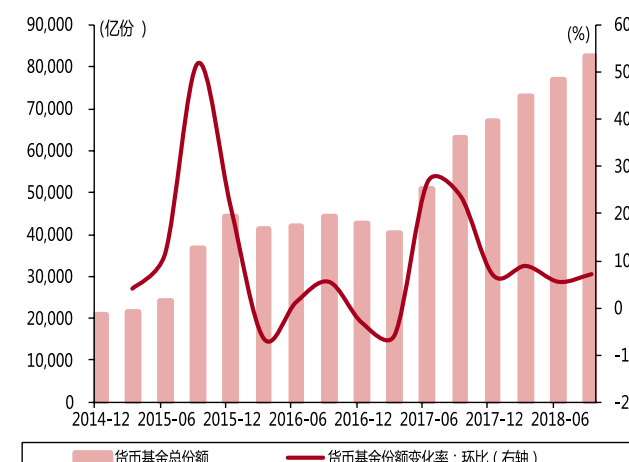
**展望 2019 年，预计现金管理类产品收益率将与货币市场同步，低位震荡为主。**我们预计 2019 年货币政策整体基调不变，货币市场利率维持 2.5-2.8% 中枢区间。向下看利率中枢不会过低，在保持流动性合理充裕的前提下，利率走廊下限管理将加强，限制市场资金利率过低；向上看利率中枢也不会过高，抬升资金成本最终传导至民企负债端。2019 年我们预计央行将着力引导宽货币向宽信用的转化，商业银行作为重要载体，同业存单利率会处于 2016 年与 2017 年构成的利率区间的中下端，低位震荡，易下难上。

图表 48. 货基收益率与存款收益率间的缺口不断收窄



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 49. 低收益率环境下货币基金规模增速放缓



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

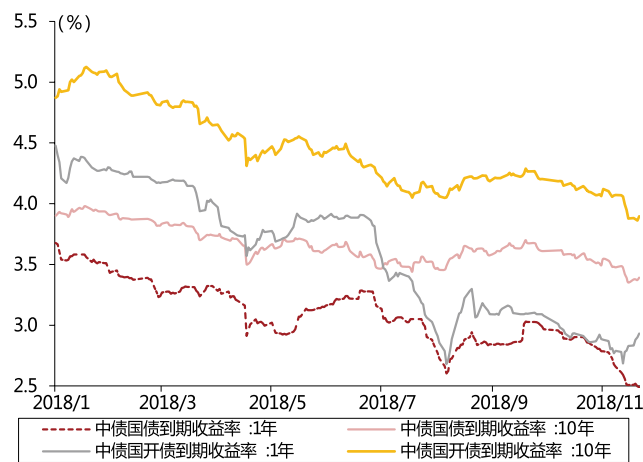


4.4 内地债券市场展望

4.4.1 利率债展望

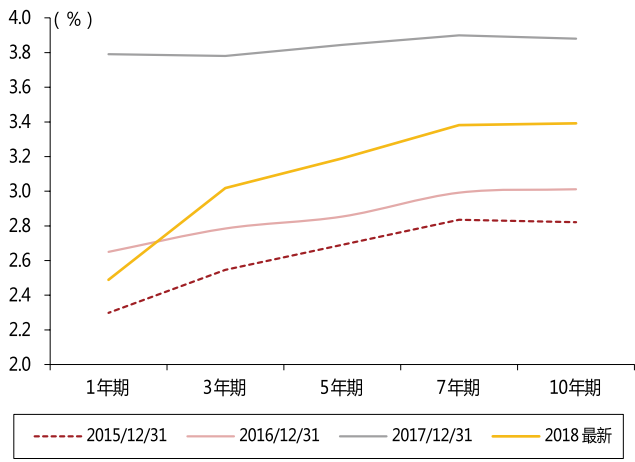
**展望 2019 年，我们预计利率债债牛延续，10 年期国债收益率降至 3.0%-3.2%。**2019 年，我们认为利率债长端收益率的进一步下行空间将被打开。主要由于宏观经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露，面临一些新问题新挑战，外部环境发生明显变化。预计 10 年期国债收益率最低降至 3.0-3.2% 区间。

图表 50. 2018 利率债收益率短端下行得更多



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 51. 国债收益率期限预计 2019 年将是牛平走势



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

**预计长短端期限利差收窄，净供给量 5.67 万亿 -6.17 万亿。**2019 年经济预期未有明显改善前，利率债收益率大概率从牛陡走向牛平。期限品种上，短端潜在下行空间不如长端广阔。2019 年财政预算赤字率大概率将返回 3%，将对利率债的供给产生正面影响，预计 2019 年国债供给规模为 4.3 万亿，地方债供给叠加专项债为 4.15 万亿，政金债总计 3.44 万亿。

**预计 2019 利率债内部需求有望增加，外部需求增势延续。**利率债需求分为内外两块。内部因素方面，今年以来利率债的托管余额持续增加，明年机构对利率债的配置需求仍将得以延续。外部需求方面，境外机构对利率债已连续 16 个月增持，2019 年 4 月国内利率债将被逐步纳入彭博巴克莱全球综合指数，且财政部出台了境外机构投资债券的税收优惠，未来境外资金将继续加大配置中国债券。

图表 52. 2019 年国债 + 地方债发行预测（亿元）

	19 年到期	19 年发行预测	19 年净发行预测
国债	18936.83	43000	24063.17
地方债	13151.87	41500	28348.13
合计	32088.71	84500	52411.29

资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 53. 2019 年政策性银行债发行预测（亿元）

	19 年到期	16-18 年发行/到期 均值	19 年发行预测	19 年净发行预测
国开债	11076.3	1.47	16282.2	5205.9
进出口债	4569.9	1.42	6489.3	1919.4
农发债	6787.9	1.72	11675.2	4887.3
合计	22434.1		34446.7	12012.6

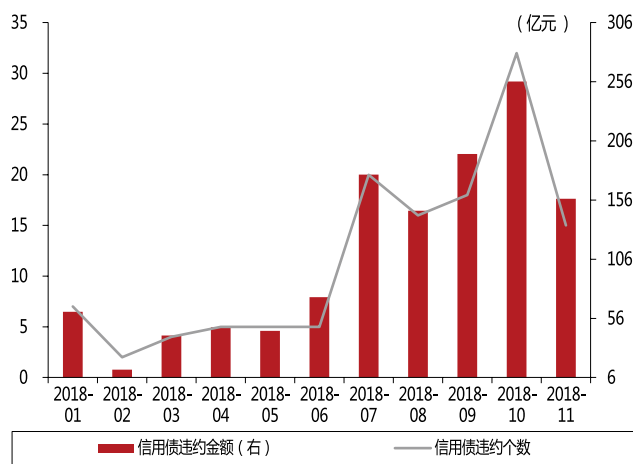
资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

4.4.2 信用债展望

**展望 2019 年，我们认为信用债市场将随着宽信用政策实施效果的逐步显现，带来收益率曲线的整体下移，利率债收益曲线的逐渐走平会进一步打开信用债收益率下行的空间。**

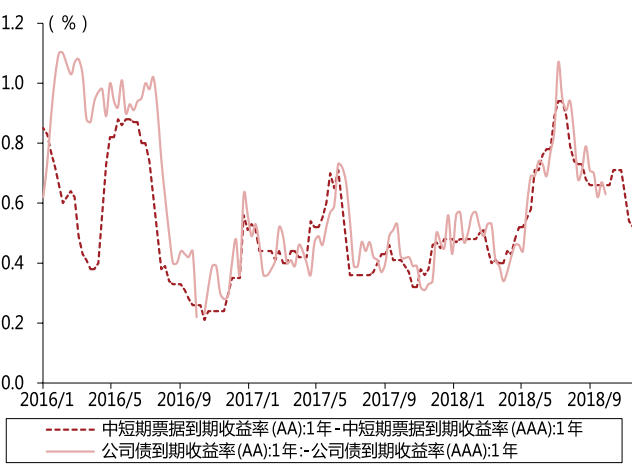
**高收益债是信用债中最佳的弹性品种，违约风险的重新定价将带来可观的投资收益。**在经济由下行至复苏的过程中，最先受益的仍然是基本面优良、盈利能力快速恢复或提升的行业和企业，预计高等级信用债的信用利差将率先进一步缩窄。针对民营企业流动性困境以及融资难等问题，当前监管正通过财政、央行、银行、证券、保险等渠道形成合力给予帮助，包括资金支持与政策支持。**预计上述政策将给中低等级信用债提供流动性，带来等级利差缩窄的投资机会。**

图表 54. 年内信用债违约频发，违约金额超 1000 亿



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 55. 等级利差年内大幅上升，近期回落

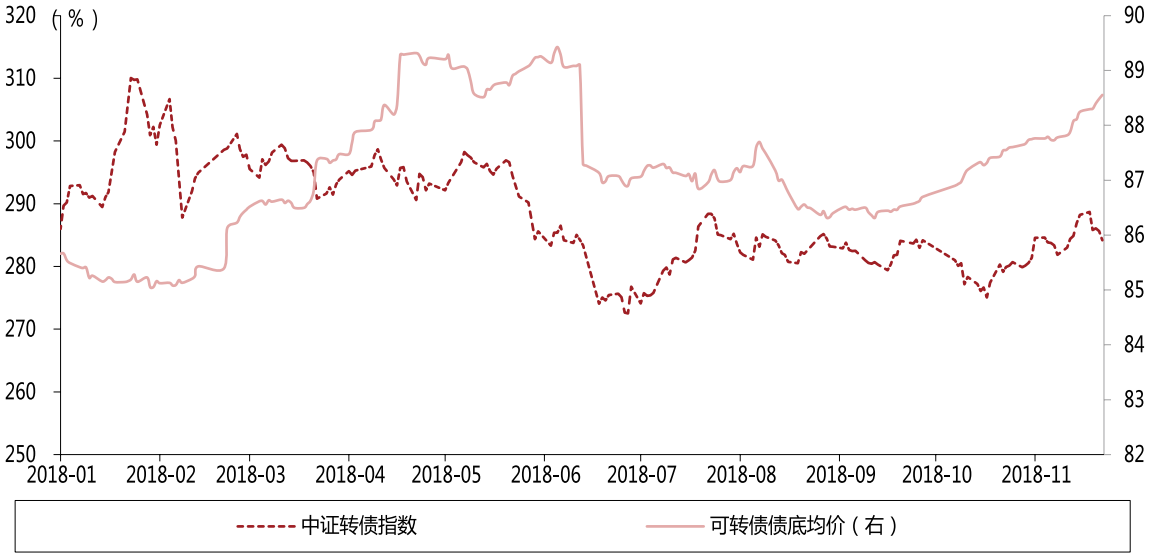


资料来源：中债信息网

4.4.3 可转债市场

**2019 年战略性看多可转债。**综合考虑当前 A 股市场估值处于历史底部、A 股“政策底”已经到来、可转债市场到期收益率处于历史顶部，我们战略性看多可转债市场。目前可转债市场现存 102 只（含可交换债），其中 64 只跌破面值 100 元，占比超 60%；91 只到期收益率为正，占比 89.21%。平均价格 98.39 元，平均到期收益率 2.81%。这一到期收益率水平在历史上属于极高水平。综合考虑，当前可转债风险收益比高，建议进行提前布局。

图表 56. 可转债当前处于底部区域



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

# 五、外汇篇

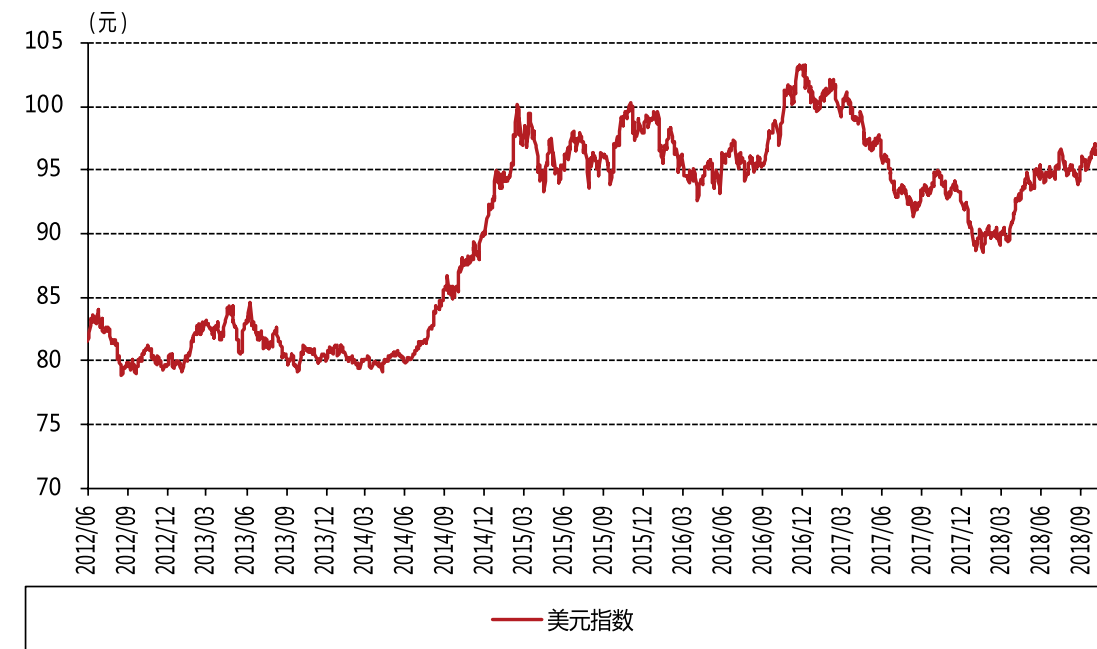


## 五、外汇篇：美元见顶，人民币贬值压力消减

### 5.1 美元是全球货币锚，强美元周期没结束

**美元指数：强美元没结束，2019 年前高后低。**展望 2019 年，经济基本面看，美国经济或逐渐接近此轮上涨周期的顶部，经济仍保持相对高增长但增速将边际放缓。劳动力市场依然紧俏，薪资增速上行继续推动消费增长和物价指数走高。政策层面，美联储保持独立性仍将持续加息，预计 2019 年加息 2-3，美债收益率大概率继续震荡上行。风险情绪方面，中美贸易摩擦仍是长期性的问题。短期稍有缓和，但未来美国仍有加征关税的空间和贸易战升级的风险，这将对美元扰动的风险因素。综合来看，美元大幅趋势性上涨的可能性降低，整体或呈现前高后低并保持相对强势。

图表 57. 美元指数走势

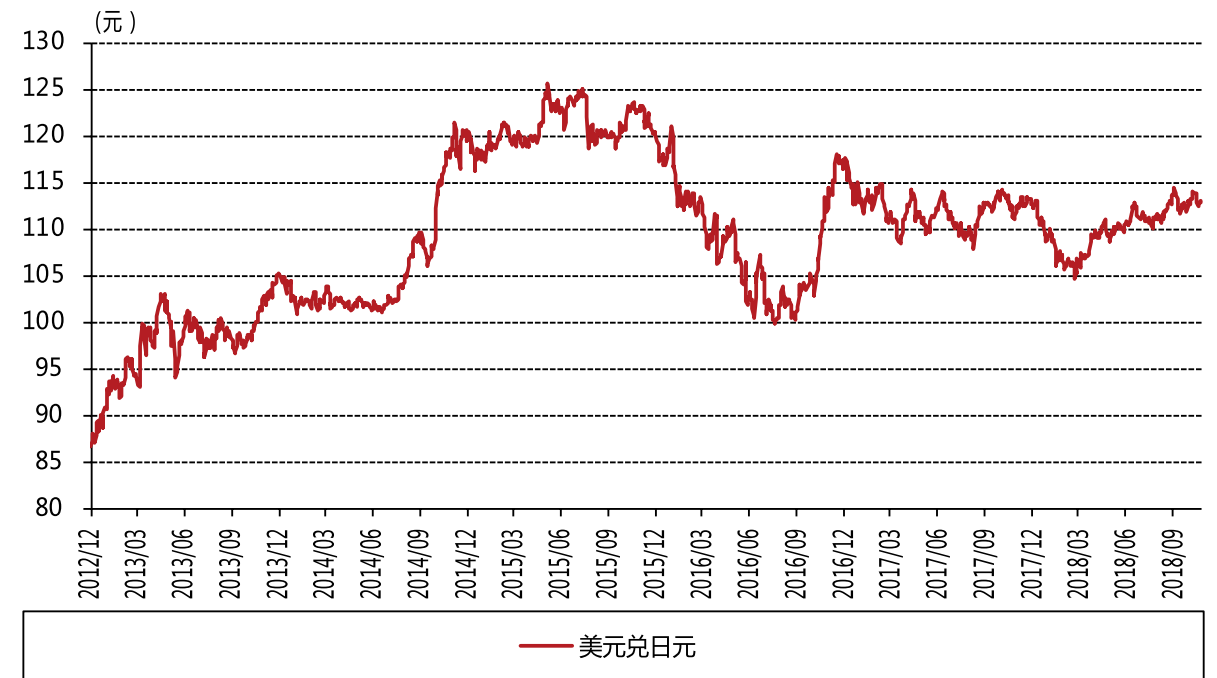


资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

### 5.2 其他主要货币走势预测

**日元：从整体来看，影响日元的主要因素就是量化宽松和避险情绪。**当前，全球金融市场剧烈震荡及局部地区局势紧张，日元作为避险资产受到了较为强劲的支撑，然而，日本央行持续推行的量化宽松及维持低利率的政策成为压制日元走强的绊脚石。目前日本央行的资产规模已超过日本国内 GDP 年化规模，预计 2019 日本央行量化宽松空间不大，规模恐将逐步压缩，甚至超预期退出。而金融市场下行或波动剧烈程度有望超预期，避险情绪将对日元表现形成直接利好，日元汇率易涨难跌，有望在 120--100 区间波动。

图表 58. 美元兑日元走势



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

**人民币：跟随美元双向波动，合理均衡水平动态调整。**人民币汇率中长期走势取决于中国经济基本面。目前经济仍在转型调整中，在金融严监管和去杠杆的背景下，M2 和社会融资规模持续下滑，信用收缩趋势明显，实体融资需求萎缩。政策方面，央行持续定向降准释放流动性，但从宽货币到宽信用仍然不畅，银行风险偏好较低保持谨慎，企业贷款意愿不足。未来仍有定向降准的预期，财政政策也将更加积极。中美之间政策的分歧使得中美利差持续收窄，中长期看人民币汇率仍有下行压力，但不具备大幅贬值的基础。我国外汇储备在波动中保持相对稳定，资本账户收支大体平衡，经常账户保持贸易顺差，银行代客结售汇逆差虽有所扩大，但资本流动仍处在管控当中，央行将继续加强外汇监管，人民币中间价形成机制中加入逆周期因子，通过提高保证金和发行离岸央行票据加大做空成本，积极采取宏观审慎政策等措施来稳定外汇市场预期。

**欧系货币：**随着英国脱欧进程的不断深入，英国脱欧事件的负面影响有望逐步降低，欧盟和英国经济尤其是贸易问题的不确定性有望降低，尽管意大利组阁危机引发的债务问题拖累欧元汇率，但是，从谈判前景来看，意大利政府有可能做出让步，最终朝着解决问题的方向发展，英国脱欧和意大利债务问题最严峻的时刻可能已经过去。内部因素保持稳定，整体走势决定于美元。

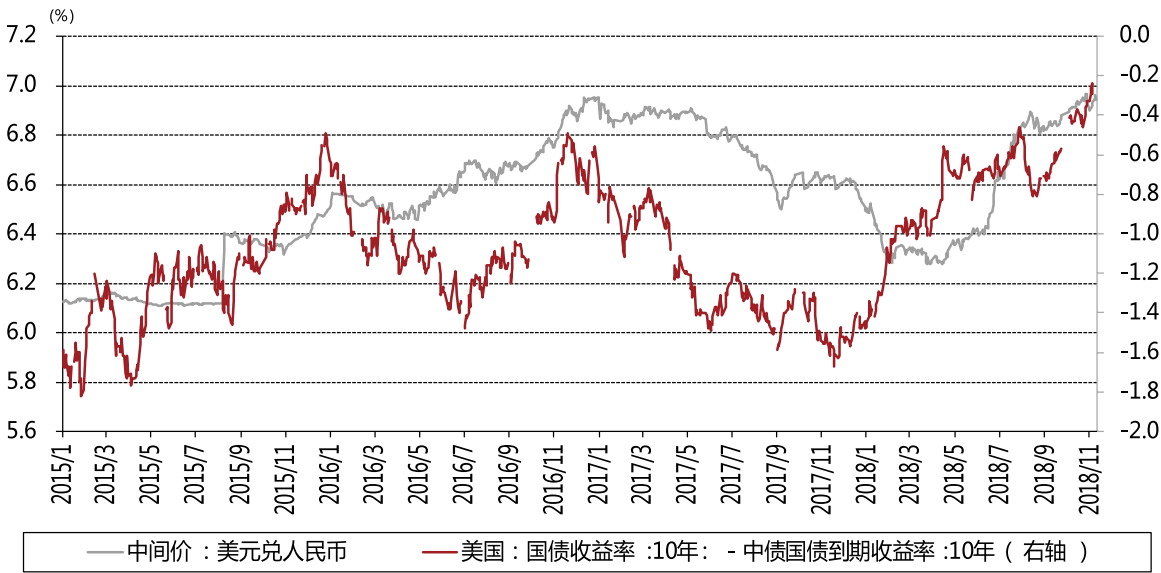
**加元：**从基本面来，加拿大经济增速自 2017 年 6 月起出现明显回落，今年一直维持在 3% 以下，加元汇率受到明显冲击；从利率来看，虽然今年加拿大央行连续 3 次加息，但近期加拿大央行官员对于明年加息的预期有降温迹象，也对加元短线走势构成威胁；从贸易形势来看，美、墨、加今年重新签署新的北美贸易协定对加拿大并不是特别有利，



加元短期走势不容乐观。总体而言，短期来看加元依旧将呈现出震荡下行的走势，但加拿大央行一贯偏积极的作风或将支撑加元走势，加元有望出现先弱后强的格局。

**澳元：**中美贸易关系有缓和迹象，对商品货币澳元提振明显，而最新公布的澳洲通胀及就业数据超预期，反映出经济基本面的好转，澳元汇率后期表现值得期待。

图表 59. 中美利差与人民币汇率



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

## 六、大宗篇



六、大宗篇：石油震荡，黄金看风险

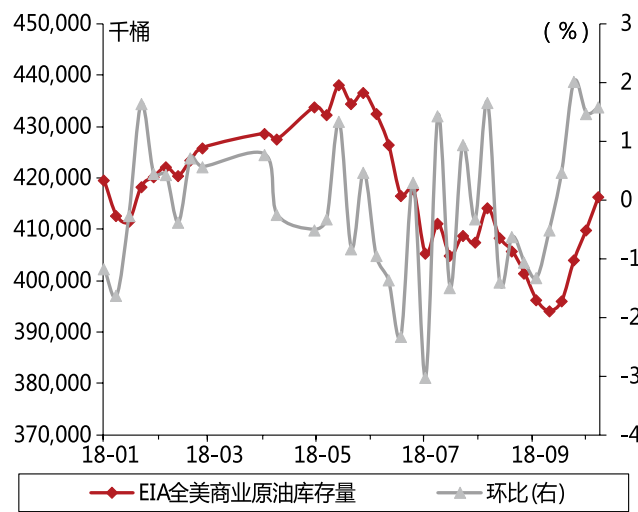
6.1 原油：供给不确定，价格震荡

**供给方面，预计明年库存累积，供应面将宽松。**油价的持续下滑，原油输出国的产能料将下滑。预计明年 OPEC 供应将小幅下滑，市场供应保持相对宽松，原油库存开始累积，不支持油价继续大涨。

**需求增长不及预期。**近六个月全球油品消费同比增量均低于 100 万桶 / 天，当前仍处于需求淡季，明年整体需求料保持平稳，需求端亦不支持油价继续上涨。

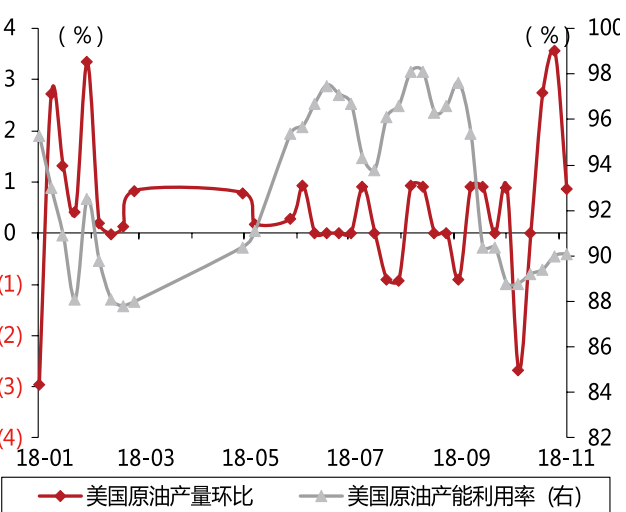
**四季度油价被抛售可能继续，但明年有望修复。**我们预计，当前市场供应仍然过剩，伊朗制裁风险的重估可能会导致短期抛售继续，但往前看，当前油价进一步下行空间有限，且明年有望修复。

图表 60. 美国原油库存走势



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

图表 61. 美国原油产量走势

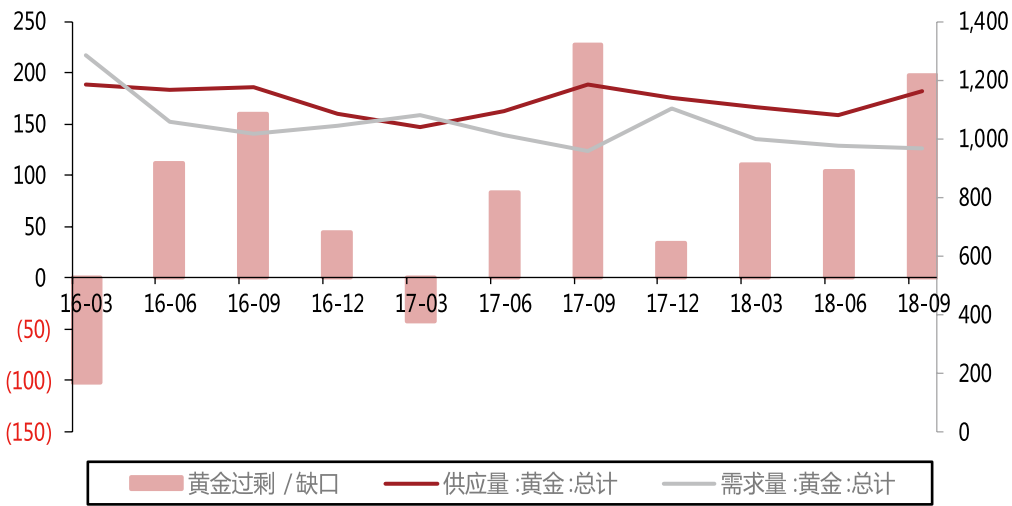


资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

6.2 黄金：震荡为主，观看经济不确定性

**黄金供求整体宽松，价格具有下行空间。**黄金价格取决于经济基本面决定的供求关系、通胀、美元计价以及避险因素。从黄金的供给情况来看，黄金供给方面取决于开采成本及黄金目前市场价格情况。目前矿产企业还是有利可图的，不会导致黄金减产，供给萎缩的情况发生。从黄金需求来看，投资需求量整体波动较大。科技用金处于平稳水平，金饰用金成周期波动，央行储金近一年有明显抬升趋势。2016 年至今，黄金供给过剩一直存在，目前不存在因供不应求而导致黄金价格上行的可能，黄金需求疲软及矿业盈利区间将会使得金价有进一步下行的空间。

图表 62. 全球黄金供需平衡



资料来源：WIND、CEIC、彭博、中国银行

**美元指数助力走势，避险需求提供支撑。**2015 年至今，黄金与美元及美国国债收益率都呈现出一定的负相关性。美国经济相对较好，美元指数走强，美元 10 年期国债收益率依然上行，都将一定程度抑制黄金价格的上行，而美国经济下行，黄金将受到青睐。从避险属性来看，可预期的风险事件带来避险情绪为金价提供短期上行动力，而重大不确定事件发生，会大幅度提振黄金价格。从目前全球政治及地缘局势来看，不确定性依然支撑黄金价格，无法预知风险将使得黄金熠熠生辉；美国经济放缓初显，美元计价对黄金的抑制会发生转向，待美国经济增长出现拐点后，可以进一步增加配置比例。





# 七、配置篇

## 七、配置篇：2019 年资产配置策略

### 7.1 宏观走势：中美分化加剧

2018 年，全球市场最重要的宏观主题是中美冲突，这加剧市场对中国经济的悲观看法，并拖累对全球经济的判断。  
**展望 2019 年，我们认为中美分化会加剧：战略分化加剧。**美国民主党重新夺回众议院，并不会改变美国朝野对中国的看法。美国对中国的定位已经改变，中美关系从 2018 年的贸易冲突向其它领域蔓延，中美战略关系会进一步调整、分化。  
**政策分化加剧。**经济与战略决定政策调整。2019 年中美经济虽然殊途同归，但美国相对健康决定政策仍将收紧。2019 年中美政策分化加剧，中国政策延续宽松，美国延续加息周期、财政边际收紧。中美利率在交织后分道扬镳，决定全球资产价格。

### 7.2 资产配置建议：超配中国资产，等待美债底部

中美分化加剧决定全球资产配置。从估值、经济增长、宏观政策等方面去分析各种资产，以及基于对未来 3-5 年的长期判断。我们认为，2019 年全球资产配置：**超配中国资产**，全年超配 A 股市场、超配债券；**低配美国资产**，美股顶部区域，减持美股等待美债底部配置机会；其他权益市场，印度积极关注，香港谨慎推荐，英国中性，日本、欧元区保守。大宗方面，原油震荡，黄金标配。货币方面澳元可以看高一线，日元谨慎推荐，美元保守。

图表 63. 2019 年资产配置策略一览表

股票	低配程度		标配 中性	超配程度	
	看空	保守		谨慎推荐	积极
美国	●				
欧洲（除英国）		●			
英国			●		
日本		●			
印度					●
A 股					●
香港				●	
债券	看空	保守	中性	谨慎推荐	积极
美国国债		●			
中资美元债				●	
中国：货币市场				●	
中国：利率债					●
中国：信用债					●
中国：可转债				●	
商品	看空	保守	中性	谨慎推荐	积极
原油		●			
黄金			●		
外汇	看空	保守	中性	谨慎推荐	积极
美元		●			
欧系货币			●		
加元			●		
澳元					●
日元				●	
人民币				●	

资料来源：万得，中国银行，中银证券





## 主要资产观点如下：

**日本：**总体而言，日股估值水平适中，估值吸引力不及港股和 A 股；日企盈利增速有随经济增速同步放缓的压力；日本央行仍将维持总体宽松的货币政策，但流动性增速有放缓迹象。外围市场中，美股也面临见顶压力，施压日股。总体看，日本股市继续向好的抑制因素较多，单纯依靠流动性支持，使得日股的上涨空间受限，全年高位震荡或小幅回落的概率较大。

**港股：**港股市场已经处于全球估值洼地，市场走势已经较为充分反应市场悲观预期，结合南下资金的增长和国际资金投资中国，港股会在美元利率接近中性利率后出现估值修复行情。

**新兴市场：**建议超配优秀经济体，如印度、中国。从经济基本面和上市公司盈利来看，印度一枝独秀、中国次之。印度经济目前在全球主要经济体中名列前茅，2019 年实际 GDP 预计增速 7.3% 左右，远高于全球发达市场经济预期均值 2.1% 和新兴市场经济预期均值 4.5%。从 PMI 先行指标来看，印度也在新兴市场中最佳。中国市场估值优势明显。此外，美元指数和新兴市场股票收益具有较强的负相关性。

**中国：**我们认为，2019 年 A 股在经过调整达到估值底部后，面临着利率继续下降以及长期资金通道打通，大量海内外资金涌入的独有优势。叠加经济增速、上市公司盈利增长，均值回归和制度完善后的风险偏好修复，A 股在风险释放之后有望迎来趋势反转，并在 2019 年形成新的上升趋势，有望成为全球最好的权益资产之一。

## 主要资产观点如下：

### 1、权益市场

**美国：**内因方面，税改带来的企业盈利和市场乐观预期是支撑此轮美股牛市的重要因素。由于经济预期增速将放缓，叠加税改效用递减，民主党控制众议院后对财政政策形成限制，加息对企业融资成本的影响，以及贸易战等不确定因素，我们认为支撑美股继续上行的动能减弱。在一段时间内，美股较一些市场仍具有优势，但美股的高估值将使其优势收窄。此外，美股的收益波动将加剧，投资股票需要承担更大的风险，使其吸引力进一步下降。

**欧洲：**欧元区经济增长明显放缓且弱于市场预期，2019 年央行货币政策预计将逐步正常化，英国脱欧、德国选举、意大利债务问题等政治事件等都不利于欧股的整体表现。但富时 100 成分股公司归母净利润仍保持较高增幅，估值优势相对突出，可适当关注。

### 2、债券市场

**美国债券：**2019 年维持低配。我们认为 2019 年 10 年期美债利率中枢向上（3.4%），全年窄幅波动，区间 3.0%-3.7%；期限结构上，预计 2019 年美债期限曲线平坦化，故短久期机会更大。2019 年美国经济仍能维持高速增长，美国通胀将进一步上行，对基准利率压力较大，短债利率将跟着政策利率走；叠加美联储缩表效应积累，将继续推动长债利率中枢上行，但避险需求将弱化上行幅度，预计长债利率中枢提升 40bp。

**中资美元债：**美联储政策继续收紧，欧央行有结束量化宽松的预期，美元加息的压力仍使中资美元债面临压力，但中资美元债的信用估值修复在三季度已有所体现，随着国内宽信用政策的铺开，未来信用市场的估值吸引力将进一步提升，一些高质量短久期的债券具备较好的配置价值。

**中国货币与现金市场：**预计 2019 年，货币政策基调不会有大的变动，既有宽松的必要性，也不可能全面放水。货币市场利率预计维持低位；而商业银行在负债端压力仍然较大的情况下，短期银行理财收益率下降速度较为缓慢且幅度相对较小，以企稳维持现状为主。

**中国债券市场：**2019 年利率债尤其是长端品种仍有投资价值，建议重点关注高等级信用债的投资机会及可转债的提前布局。经济基本面仍将对债市形成支撑，货币政策预计仍将维持合理宽松格局，但市场已相对充分预期，短端利率下行动能趋弱，而长端债利率下行空间更大。随着宽信用政策实施效果的逐步显现，2019 年债市热点将向信用债轮动，高等级信用债的信用利差将率先进一步缩窄，经济企稳后中低等级信用债的投资机会将进一步显现，同时补短板积极财政政策下，城投债也或有收益率下行的空间。此外，考虑当前 A 股市场估值处于历史底部、“政策底”信号明显、可转债市场到期收益率处于历史顶部，可转债市场债券属性强，安全边际高，我们战略性看多可转债。

### 3、外汇市场

展望 2019 年，受全球贸易环境恶化影响，经济增速放缓预期升温，美国分裂国会制衡总统权力，美国和其它经济体经济基本面优势将收窄，美联储加息预期放缓，美元指数上行压力增大，非美货币反弹可期。

**美元：**美国经济仍保持相对高增长但增速将边际放缓，特朗普减税的财政政策刺激作用边际递减。劳动力市场依然紧俏，薪资增速上行继续推动消费增长和物价指数走高。政策层面，美联储保持独立性仍将持续加息，美债收益率大概率继续震荡上行，对经济和股市估值的抑制作用或逐步显现。中美贸易摩擦仍是长期性的问题。从技术层面看，美元大幅趋势性上涨的可能性降低，受各因素和风险事件因素影响震荡波动，整体或呈现前高后低趋势，大概率在 90-100 的区间内运行。

**欧系货币：**随着英国脱欧进程的不断深入，英国脱欧事件的负面影响有望逐步降低，欧盟和英国经济尤其是贸易问题的不确定性有望降低，尽管意大利组阁危机引发的债务问题拖累欧元汇率，但是，从谈判前景来看，意大利政府有可能做出让步，最终朝着解决问题的方向发展，英国脱欧和意大利债务问题最严峻的时刻可能已经过去。

**加元：**加拿大经济增速回落，货币政策未来操作空间有限，美、墨、加今年重新签署的北美贸易协定对加拿大并不是特别有利，加元走势不容乐观；而加拿大央行一贯相对积极的利率政策有望给加元带来支撑，加元有望出现先弱后强的格局。

**澳元：**中美贸易关系有缓和迹象，对商品货币澳元提振明显，而最新公布的澳洲通胀及就业数据超预期，反映出经济基本面的好转，澳元汇率后期表现值得期待。

**日元：**日本经济增速略有放缓但仍然相对平稳，预计 2019 日本央行量化宽松空间不大，规模恐将逐步压缩，甚至超预期退出。而金融市场下行或波动剧烈程度有望超预期，避险情绪将对日元表现形成直接利好，日元汇率易涨难跌。

**人民币：**人民币跟随美元指数双向波动加大，在合理均衡水平上动态调整。人民币汇率仍有下行压力，但不具备大幅贬值的基础。中国经济基本面在转型调整中，仍需要宽松的货币政策和积极的财政政策支撑，中美之间国债利差持续收窄，贸易摩擦短期缓和但中长期仍有压力，人民币汇率仍是政策工具的选项。但央行积极采取宏观审慎政策措施来稳定外汇市场预期，加强外汇监管和做空成本，资本流动处在管控当中，另外人民币汇率的相对稳定有利于提振市场信心，促进人民币国际化进程。

### 4、商品市场

**原油：**预计明年原油宽幅震荡的概率较高。美国制裁伊朗措施大幅低于预期，原油价格升至 70 美元上方，以美国页岩油为主要出口的产能料将增加，全球经济增长放缓，原油供过于求的态势有望延续，油价不具备继续上扬的基础；但在油价下行过度时，不排除 OPEC 采取减产行动进行干预；技术面国际油价自 2016 年探底反弹之后，已经连续上涨超过 3 年，累计上升幅度超过 300%，继续上涨的概率降低，预计油价以宽幅震荡为主。

**黄金：**明年预计黄金价格整体区间盘整，随美国经济放缓，将筑底寻求向上突破。虽然供需关系不提供黄金价格上涨动力，但市场不确定性带来的避险情绪上升及美国经济增长速度放缓将为黄金价格提供支持。





# 风险提示及免责声明

## 风险提示及免责声明

本报告由中国银行股份有限公司（以下简称“中国银行”）个人金融资产配置专家组撰写并发布。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买任何投资产品的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中国银行不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告对任何个人和机构均不构成任何投资建议，中国银行对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告所载资料的来源及观点都是报告撰写人员秉承独立客观公正的分析立场，以勤勉尽责的职业态度，从相信可靠的来源取得或达到，但仍不能保证报告所述信息的准确性和完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中国银行不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。

本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映中国银行个人金融资产配置专家组在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中国银行可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略，本报告所载的观点并不代表中国银行的立场。

本报告所载的资料、意见及推测仅代表中国银行个人金融资产配置专家组迄今为止的判断，过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。中国银行可以不经通知改变判断，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本报告版权仅为中国银行所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对外翻版、复制和发布。不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



