

证券研究报告·金融工程专题

资产价格反应了多少经济预期？

——“基本量化”系列思考之四

资产价格反应市场预期而经济数据披露滞后

同期经济数据和资产价格表现出较高的相关性，由于数据可得性的问题，实际经济数据披露滞后到 T+1 期，而通常需要在 T-1 期制定投资决策。已披露经济数据大部分 price in 在资产价格里，但经济变量有一定的动量效应（特别是考察同比值的经济变量），该类趋势模型赚钱的本质是经济变量的动量收益。不确定性来自于经济变量的拐点和市场预期与真实经济数据披露的预期差

中美欧一揽子资产价格反映的经济预期同步回落

以一篮子资产价格同比为 X，经济数据为 Y，反观资产价格反映多少经济预期。历史上，资产价格与经济变量的波动同步见顶见底，08 年之后，各国的货币政策：中国的“钱荒（2013）”，“降息降准（2015）”、美国 QE、欧洲负利率，对资产价格影响显著。目前，全球资产价格反映的经济预期见顶回落。

资产价格对于美联储加息反映不足

以一篮子资产价格的同比数据为 X，以联邦基金利率的 12 个月差分为 Y，考察市场对于货币政策的预期。市场观点显示美联储 3 月加息的预期已经打满，全年 3 次加息似乎也有准备，但我们认为无论是疲软的美元指数、并不强势的实际利率等资产价格都没有 price in 所谓 3 次的加息预期。如果 2018 年出现 4 次加息，或者更强的加息节奏，那么对于资本市场而言是潜在的风险点。

美股 PE：绝对高估，相对合理，调整后仍有机会

截止 3 月 4 日，道指的市盈率为 19.81 倍，估值中枢为 17.6 倍左右。美股短期风险并未完全释放，下半年或将重新抬头的美国经济是加分项，而货币政策、通货膨胀预期和技术面走势减分。对于贸易战的担忧增加了更多的不确定性，拥挤的头寸是追涨杀跌的墙头草。本次美股的回调来自风险偏好的变化，高位谨慎情绪的宣泄，中期向下趋势仍需基本面转差来确认，目前并未显现。

黄金：逢跌吸筹，静待加息落地后做多机会，目标 1380 美元

目前市场已充分预期美联储 3 月加息，关于“利率-美元”因素对于黄金的压制即将解封。通胀预期和不确定性正在推高黄金的配置价值，我们认为 3 月加息前黄金的每一次回调都是加仓的机会，逢低吸筹，静待加息落地做多机会。

原油：短期回调后或将反弹，WTI 油价 6 月目标 75 美元

农产品：基本面产生变化，布局中长期做多机会

受累于美国产量、库存双升和短期美元反弹，原油价格承压下跌。我们认为短期调整后，原油仍将继续震荡上行。

请参阅最后一页的重要声明

金融工程研究

丁鲁明

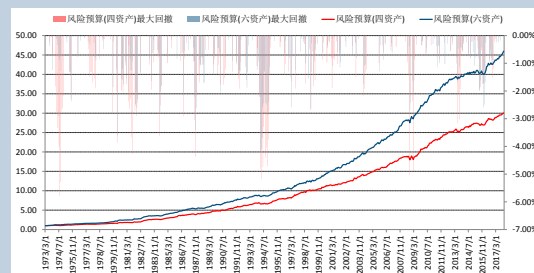
dingluming@csc.com.cn

021-68821623

执业证书编号：S1440515020001

发布日期：2018 年 3 月 8 日

市场表现



相关研究报告

- 18.02.09 基本面、通胀预期和加息节奏谁跑的更快？——“基本量化”系列思考之二
- 18.01.23 黄金反弹完美兑现，平多静待议息会议：原油继续中期看涨，目标维持 65 美元不变——《量化大类资产配置月报 2018 年 1 月》
- 17.12.25 加息兑现美元短期震荡，黄金迎接反弹：税改落地经济乐观预期，原油目标 65 美元——《量化大类资产配置月报 2017 年 12 月》
- 17.11.06 原油冲高获利了结，年底前盘整回落：通胀略超预期，黄金下跌建议平空——《量化大类资产配置月报 2017 年 11 月》
- 17.10.11 “油涨金跌”观点完美兑现：美国经济乐观预期，继续多原油空黄金——《量化大类资产配置月报 2017 年 10 月》
- 17.08.15 七月油价暴涨观点兑现，建议继续做多，避险情绪推升金价，但黄金中期头部已现——《量化大类资产配置月报 2017 年 8 月》
- 17.07.11 黄金如期重回 1200，空头建议获利了结：原油 45 美元存在超卖，继续推荐——《量化大类资产配置月报 2017 年 7 月》
- 17.06.19 美联储加息落地，黄金 1200~1300 震荡：原油 45 美元存在超卖，建议买入——《量化大类资产配置月报 2017 年 6 月》
- 17.05.10 6 月美联储加息概率大，黄金短期延续调整：OPEC 减产态度坚决，原油 6 月目标 55 美元——《量化大类资产配置月报 2017 年 5 月》

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

目录

一、资产价格反映着怎样的经济预期？	3
1.1 经济数据与资产价格	3
1.2 资产价格里的经济预期	4
1.3 资产价格里的货币政策预期	11
二、美股估值是否偏贵，接下来将何去何从？	12
2.1 美国经济和非农就业数据回顾	12
2.2 道琼斯工业指数市盈率估计	13
2.3 美股大跌后的回顾与风险提示	14
三、逢低吸筹，黄金做多机会或将来临	15
四、原油短期回调后或将反弹	16
五、天气助力，农产品中期机会可期	19

图目录

图 1：标普 500 与宏观因子不同期限收益率的相关性.....	3
图 2：经济数据与资产价格之间的关系	4
图 3：最近 5 次加息前后美元指数的走势变化.....	5
图 4：最近 5 次加息前后十年期国债收益率的走势变化.....	5
图 5：最近五次加息后黄金价格的变化	5
图 6：资产价格反映出美国经济预期	6
图 7：美国三轮 QE 过程中的证券净购买	7
图 8：资产价格反映出的中国经济预期	7
图 9：中国泰勒规则	8
图 10：欧元区经济预期的比较	9
图 11：欧元区：HICP（调和 CPI）	9
图 12：欧元区：十年期公债收益率	9
图 13：中美欧 GDP 同比的比较	10
图 14：中美欧经济预期的比较	10
图 15：中美欧利率预期的比较	11
图 16：美国失业率和 CPI	12
图 17：标普 500 和十年期国债收益率	12
图 18：美股最近加权美股收益（道指和标普 500）	12
图 19：密歇根大学消费者信心指数	12
图 20：彭博美联储加息概率	13
图 21：美股估值走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 6 月，其中 4,5,6 月为静态外推）	13
图 22：一图概括市场对于本次暴跌的解读.....	14
图 23：黄金价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 6 月，其中 4,5,6 月为估计值）	15
图 24：黄金和原油涨跌时期经济指标的分布.....	16
图 25：OPEC 原油产量	17



图 26: OPEC 原油产量（按国家分）	17
图 27: 美国原油库存	17
图 28: BAKER HUGHES 钻井机数量	17
图 29: 美国原油产量	17
图 30: 俄罗斯产量	17
图 31: 原油价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 6 月，其中 2018 年 4 月-2018 年 6 月为估计值）	18
图 32: 彭博农产品商品指数成分权重(2018.3.4).....	19
图 33: 彭博农产品商品指数走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 5 月，其中 3,4,5,6 月为估计值）.	19

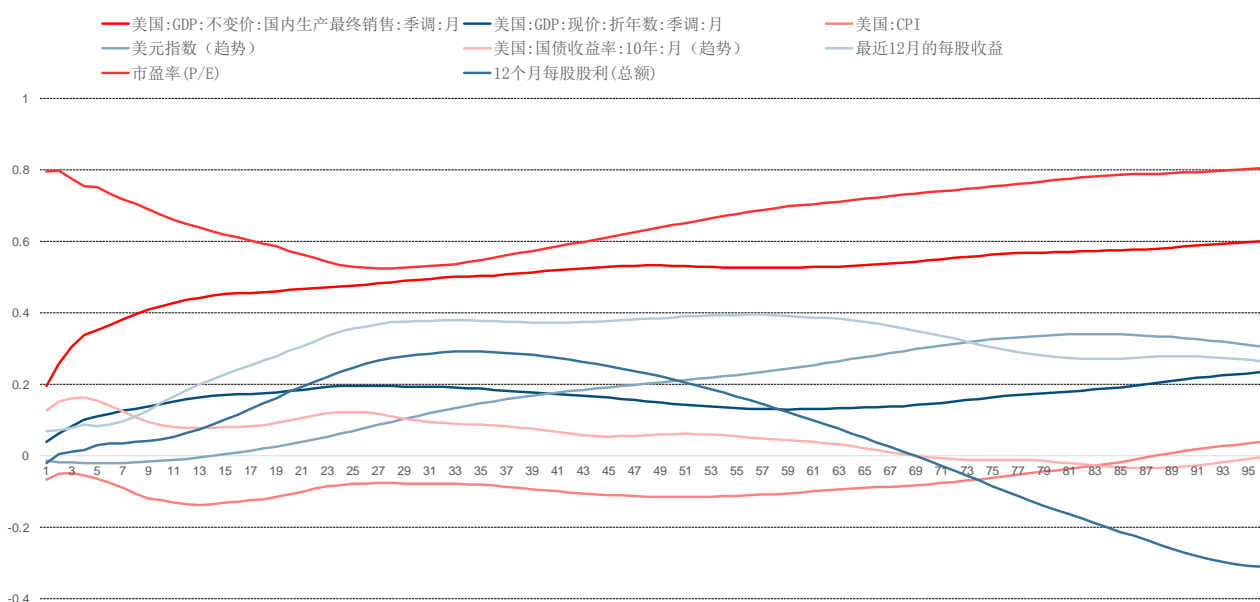
一、资产价格反映着怎样的经济预期？

1.1 经济数据与资产价格

“量化基本面”体系框架的前提之一是经济数据和资产价格之间存在高相关性。尽管静态来看，部分经济指标单变量有效性在减弱，但如果将一篮子资产（股、债、现金、商品、黄金、原油等）打包来看，在非极端经济状况下，大类资产和经济指标之间依然存在很强的逻辑关系。（注：极端情况指金融/经济危机时期：各大类资产之间的尾部相关性会大幅提高）

以标普 500 为例，我们计算了宏观经济指标 N 个月（横坐标是月份）的对数收益率/差分与同期标普 500 对数收益率相关性，其中估值、盈利、GDP 和美元指数和标普 500 对数收益率存在逻辑稳定的相关性，且在不同期限下保持相对稳定。另外，股票并不是很好的对冲通胀的资产。

图 1：标普 500 与宏观因子不同期限收益率的相关性

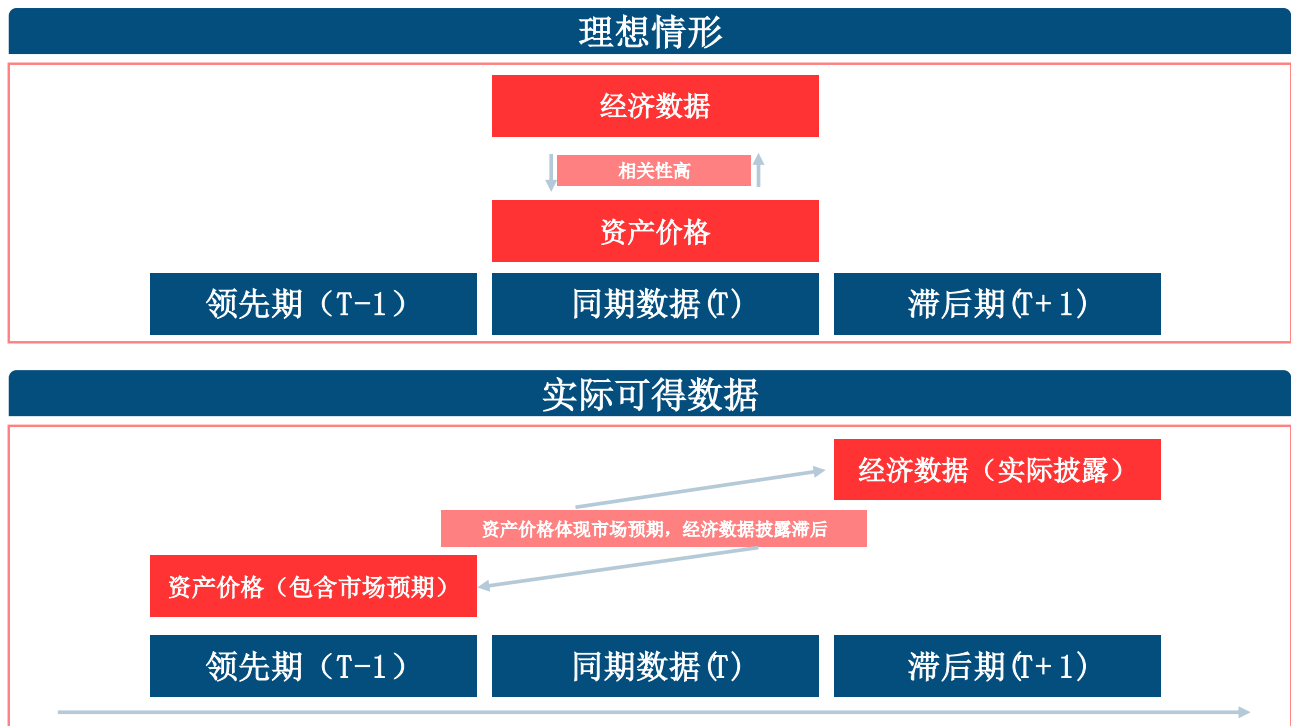


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

从大类资产到基本面因子，从宏观经济到中观行业，从投资时钟到行业拆解，我们自上而下回测结果显示，同期的经济数据和资产价格表现出较高的相关性，但由于数据可得性的问题，实际经济数据披露滞后到 T+1 期，而通常我们需要在 T-1 期制定投资决策，因此经济数据本身滞后两期。



图 2：经济数据与资产价格之间的关系



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

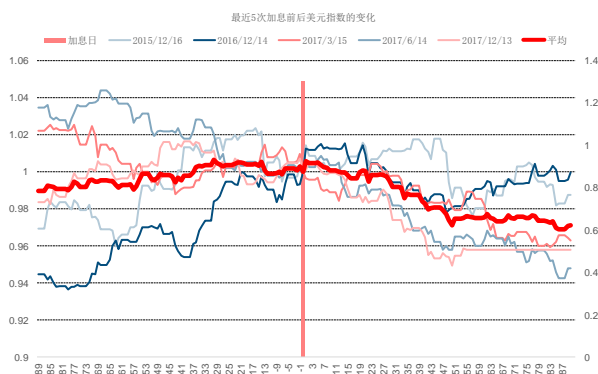
资产价格反应市场预期而经济数据披露滞后。已经披露经济数据的信息大部分已经 price in 在资产价格里，但经济数据有一定的动量效应（特别是考察同比值的经济变量），此类趋势模型赚钱的本质是经济变量的动量收益。拥挤的头寸和市场预期也是部分指标效用衰减的原因。最大的不确定来自于经济变量的拐点及市场一致预期和真实经济数据披露的预期差，这是一种反转收益。投资本身就是在做动量和做反转之间博弈。

基于以上逻辑和假设，存在两套研究思路：一、预判经济数据方向，把握经济环境，配置资产/因子，风控模型控制收益风险比；二、以资产价格为 X，反观资产价格反映了多少经济预期。前者是我们整套大类资产配置的基础也是主流的研究方向。本文将简单探讨后者，讨论资产价格蕴含着怎样的经济预期？

1.2 资产价格里的经济预期

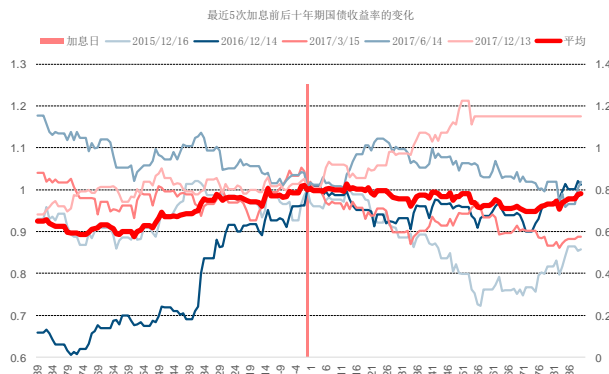
市场的一些现象亦可在这套框架中得到解释。举例释义，从宏观经济到中观行业，资产价格“买预期，卖事件”的效应不断增强，比如美联储最近的五次加息前后这种现象尤其明显。这与美联储的预期管理很重要的关系，本质上预期管理就是为了更好地推进政策的落地，在施行的过程中，防止突发超预期的事件，引起资本市场的剧烈波动，有利于降低事件冲击，熨平资产价格的波动。

图 3：最近 5 次加息前后美元指数走势变化



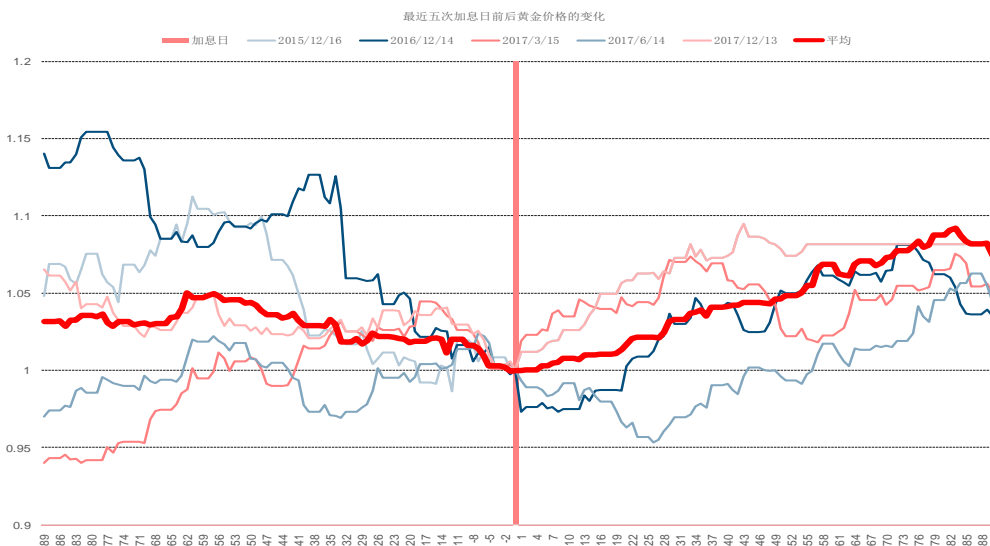
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 4：最近 5 次加息前后十年期国债收益率的走势变化



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 5：最近五次加息后黄金价格的变化



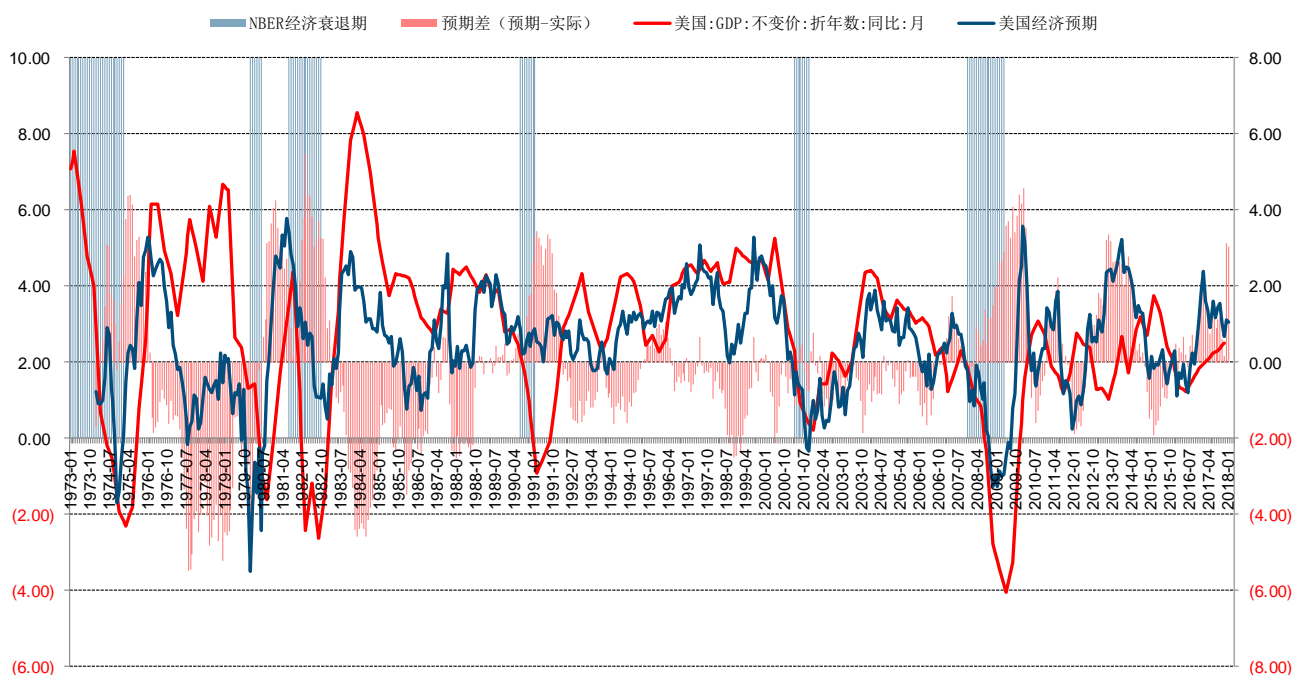
数据来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

正如在 1.1 中提到，资产价格与经济指标之间有很强的相关性。传统的研究视角都是从经济数据到资产价格的正向演绎，那么如果我们以一揽子资产价格同比为 X ，以经济指标同比为 Y ，那么会反映出怎样的预期呢？

商品价格传递市场整体供求信息，在供给稳定的情况下，反映了全球需求端的变化；股票价格在传递上市公司经营和盈利状况的同时，包含了资本市场参与者风险偏好的波动；债券的票息收益，提供防守的需要；而兼顾了避险、抗通胀、抗不确定性的黄金则能部分对冲市场风险。各类资产构成了全天候的价值网络，除此之外，投资者最终的交易价格反映着市场的预期。基于此，我们以这些大类资产价格为自变量，以经济指标（各国 GDP 同比微因变量），计算资产价格本身包含的经济预期。

针对中、美、欧元区三个市场，我们分别试做验证。首先是美国数据，结果见下图，主要有以下结论：

图 6：资产价格反映出美国经济预期



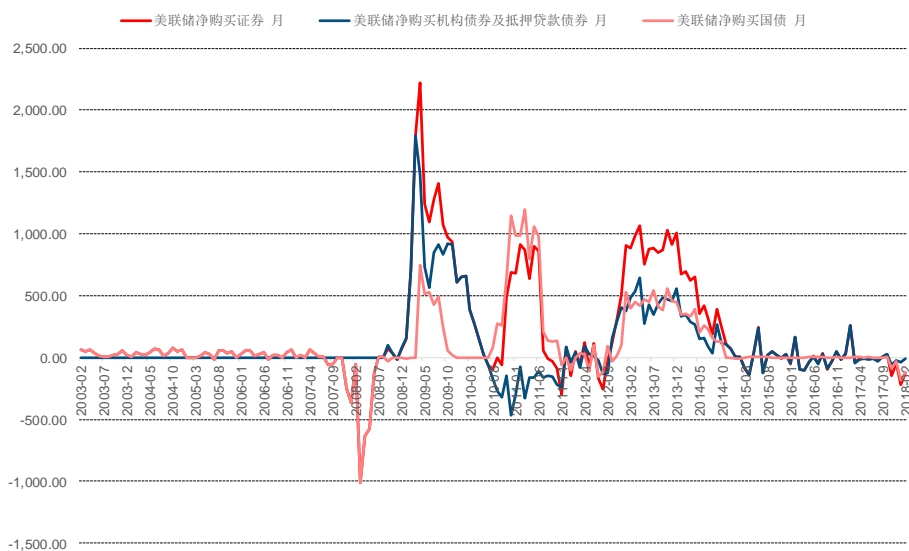
数据来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

一、美国历史上资产价格与经济变量同步见顶见底，08 年金融危机后，资产价格的预见性增强。

二、经济衰退期后（美国 NBER 划分），一篮子资产价格体现的经济预期会有一波跳升。市场中有观点认为“价值投资的力量来自低估，特别是好股票应该敢于在黑天鹅的时候加仓”。该逻辑放到大类资产层面同样适用，每一次金融危机来临，资产价格相关性（特别是尾部相关性）大幅提升，甚至出现风险资产和无风险资产一起杀跌，这个时候被错杀的资产在经济回暖的过程中一定会有大幅跳升，从幅度上来看，此时资产价格相对于经济预期 BETA 更大，弹性更高。

三、资产价格会受到外部影响的扰动，因此不完全跟着经济走。下图显示的是 08 年金融危机后几轮 QE 过程中，美联储的证券净购买情况，直观显示，在这三段净购买证券大幅增加的时期，美国资产价格出现一波不同于经济本身运行的波动。

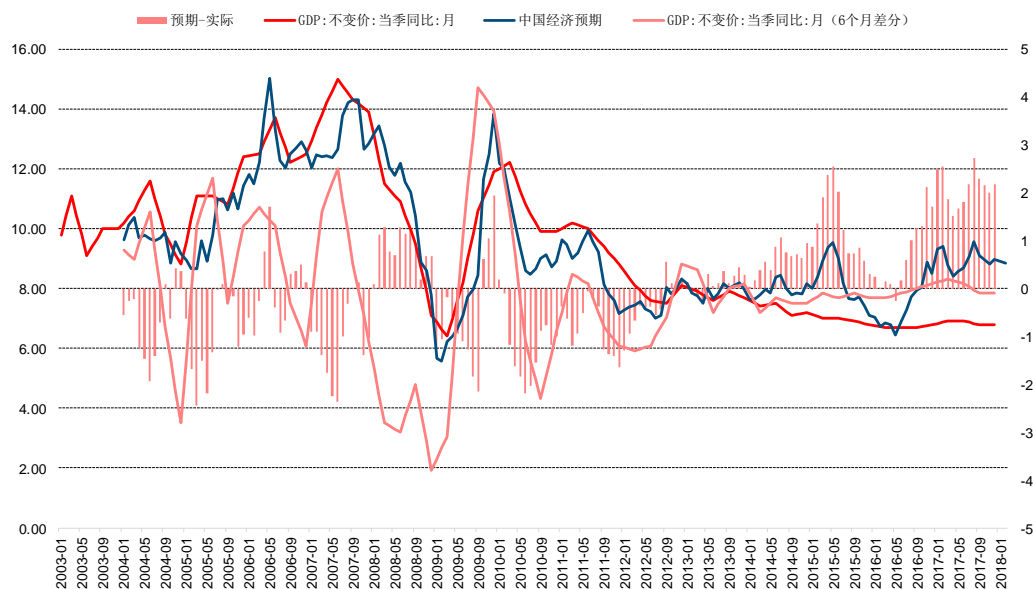
图 7：美国三轮 QE 过程中的证券净购买



数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

四、立足当前，尽管经济预期不低，但预期差已经不断收窄，市场的避险情绪其实已体现在价格里。接下来，资产怎么走，核心还是在于宏观经济的方向如果变动。

图 8：资产价格反映出的中国经济预期



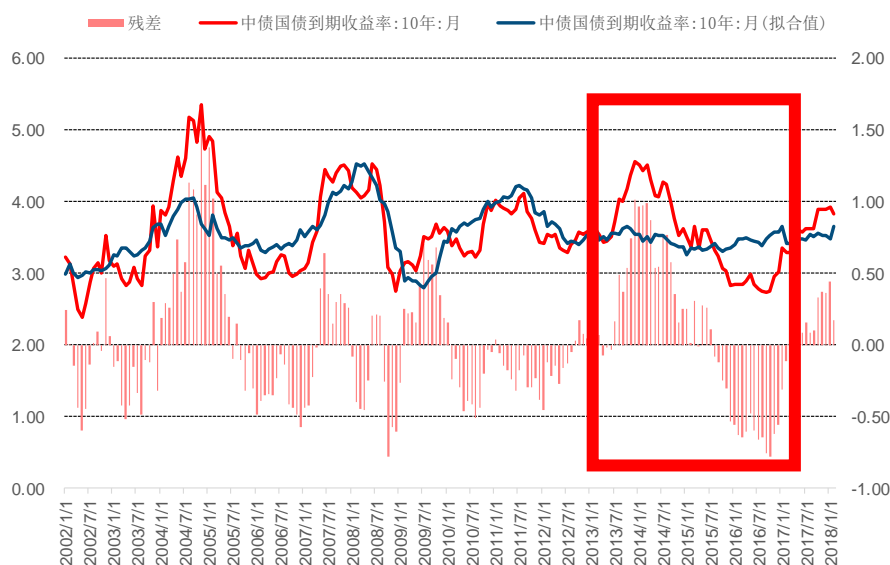
数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

再看中国经济预期的变化：

一、2013 年之前，一篮子资产价格的变动很好的解释了经济的波动，2013 年以后，经济指标钝化，波动降低，解释度下降。2013 年以后，GDP 同比的差分（相当于高阶）指标与资产价格同比的相关性更高。

二、2013 年-2016 年初，中国市场存在货币政策扰动，导致了资产价格的非常态波动，与经济基本面关联度低。这里和中国变形的泰勒规则恰好相互验证。2013 年出现钱荒，高贴现率压低了各类资产的收益率，2015 年出现降息降准，过度宽松推高了金融资产的泡沫。除去这段时间，中国资产表现出很强的相关性，因此预测经济的方向是十分有意义的。

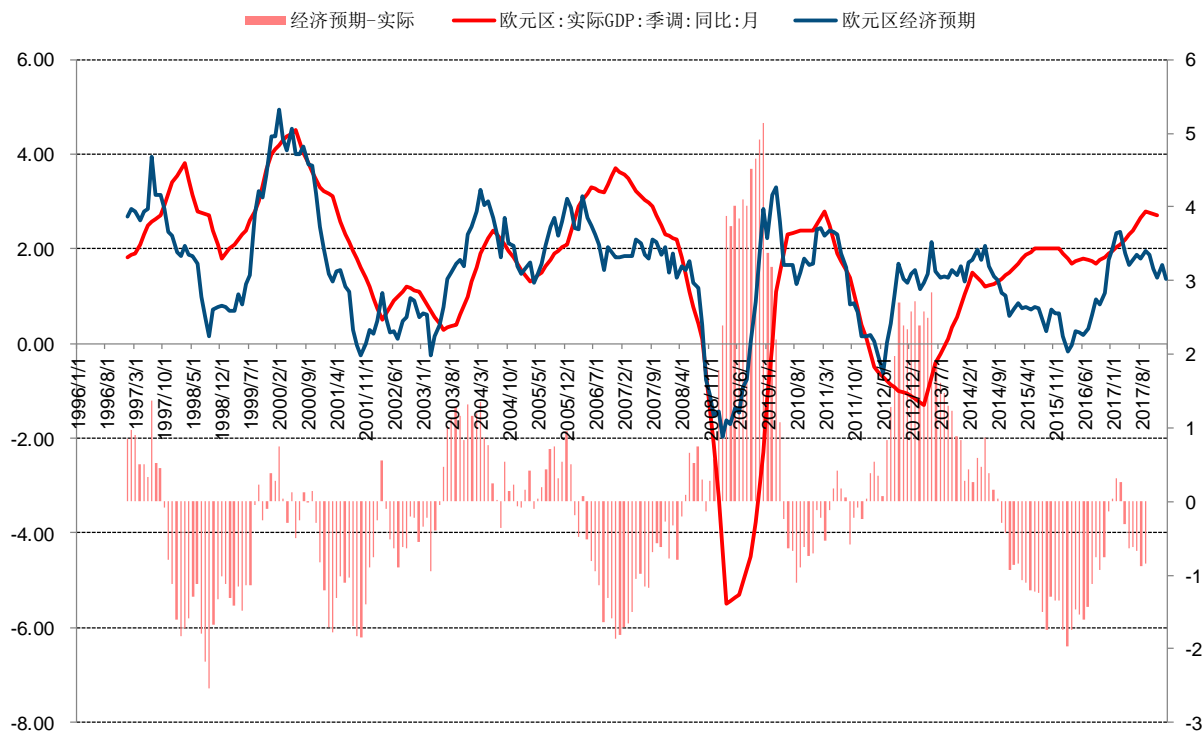
图 9：中国泰勒规则



数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

三、2016 年后的经济预期的提升真实来自经济的改善，叠加供给侧改革的影响，走出了一波幅度不小的行情，但从时间为主来看，资产价格的经济预期在 2016 年末和 2017 年走出双头，在 2017 年中期见顶，和宏观经济的节奏同步。这里需强调，我们选择的是股票资产是上证综指和深圳成指的等权，未选择带有一定市值风格的指数。

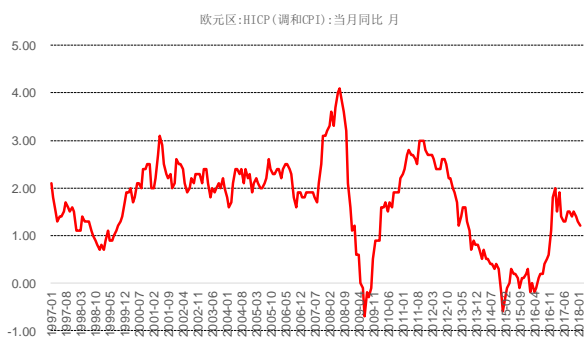
图 10：欧元区经济预期的比较



数据来源：wind，中信建投证券研究发展部

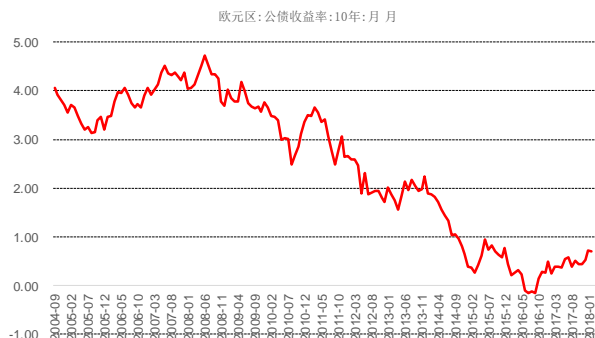
最后看欧元区的数据，和市场感受非常相似。欧元区 2014-2016 三年通胀一直低于 1%。2016 年之前，市场一致预期是欧洲经济增速乏力，通胀难起。2016 年、2017 年预期反转，悲观预期修复，资产价格反应剧烈。最近有观点认为，市场对于欧洲的经济前景过度乐观，需警惕风险。我们认为这仍有待进一步观察。目前来看，欧洲经济保持平稳。

图 11：欧元区：HICP（调和 CPI）



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 12：欧元区：十年期国债收益率

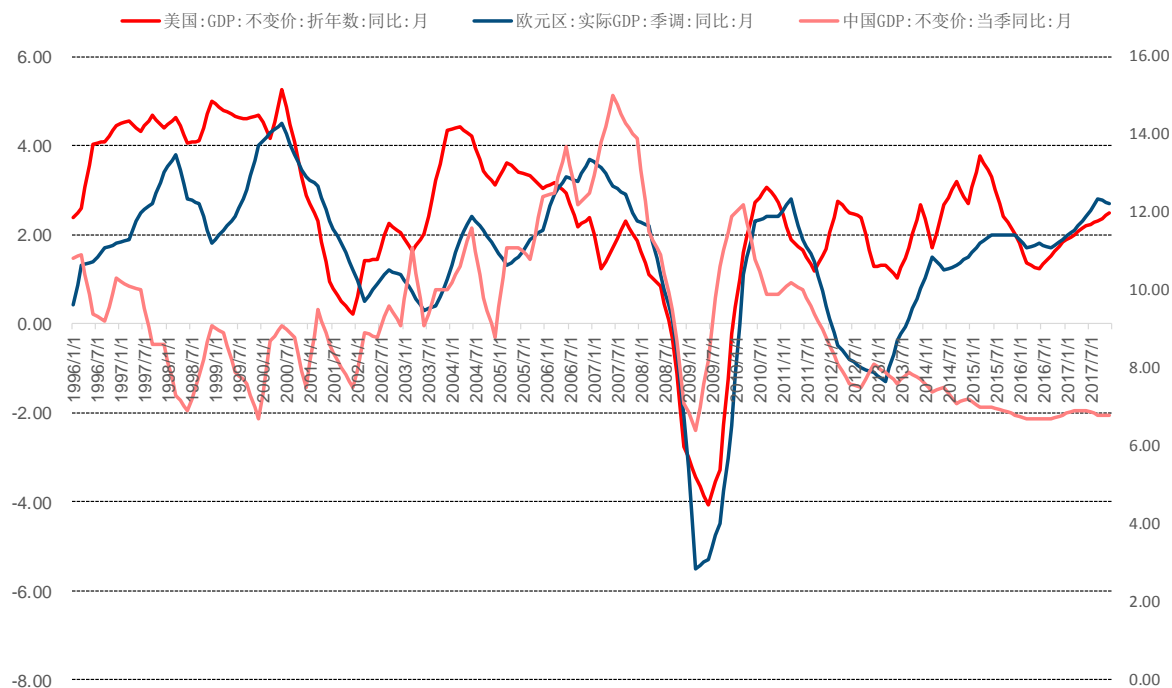


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

综合中国、美国和欧洲的数据，我们看到非常有意思的现象。直观从经济数据来看，各国 GDP 同比存在自己的节奏，但是资产价格所反映的经济预期存在很强的同步性。

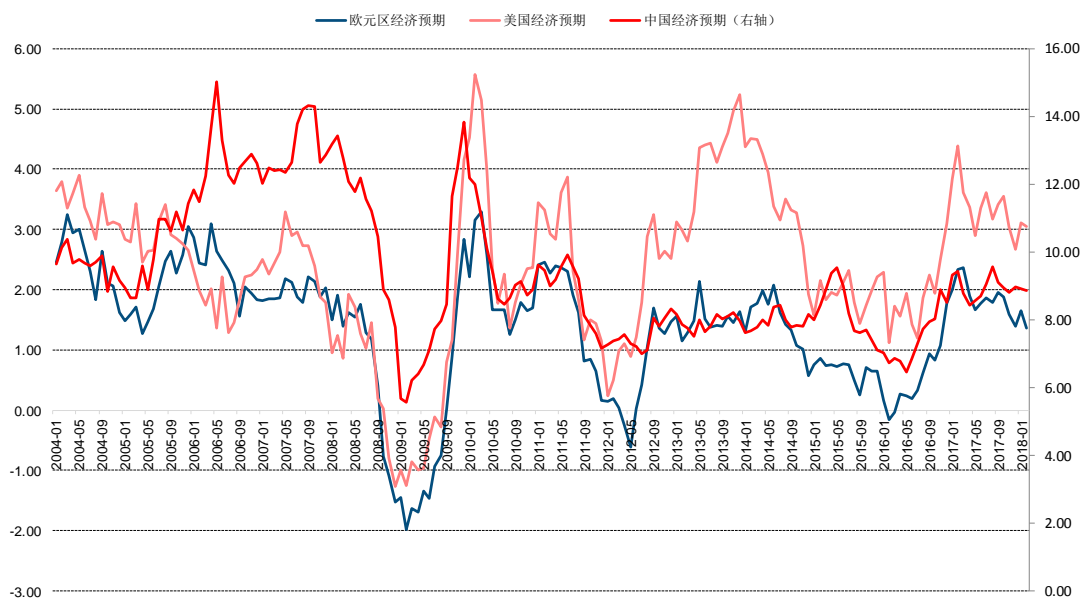


图 13：中美欧 GDP 同比的比较



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 14：中美欧经济预期的比较

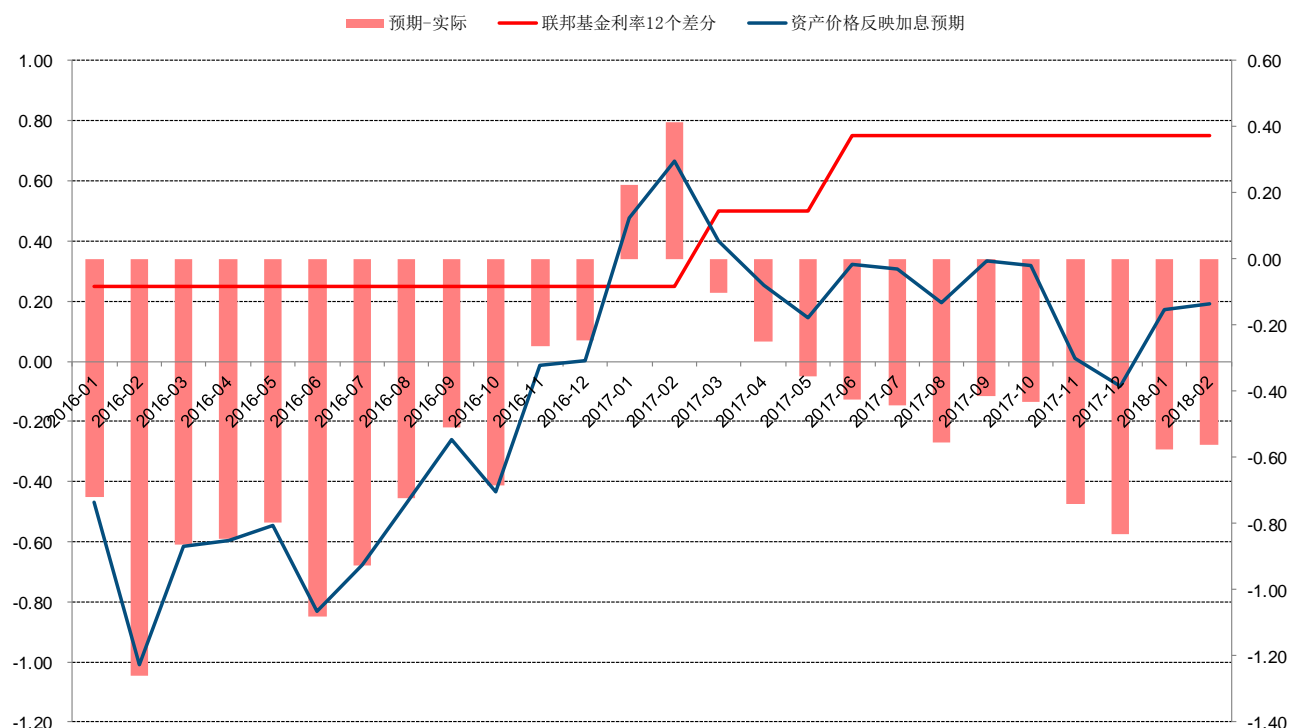


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

1.3 资产价格里的货币政策预期

类似的框架，我们希望从资产价格里提取，市场对于美联储联邦基金利率的估计。我们以资产价格的同比数据为 X，以联邦基金利率的 12 个月差分为 Y，考察市场对于货币政策的预期。

图 15：资产价格对于美联储加息预期反映不够充分



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

我们认为当前市场，特别是资产价格对于货币政策的反映是不足的。很多观点是 2018 年美联储加息 3 次的预期已经打满，但我们认为无论是疲软的美元指数还是并不强势的实际利率都没有 price in 所谓 3 次的加息预期。如果 2018 年出现 4 次加息，或者更强的加息节奏，那么对于资本市场而言是潜在的风险点，或出现类似 2 月的情况。

二、美股估值是否偏贵，接下来将何去何从？

2.1 美国经济和非农就业数据回顾

首先聚焦美国经济和非农就业数据。2017 年四季度，美国 GDP 年化环比初值增速 2.6%。美国 2 月 ISM 制造业指数 60.8，创 2004 年 5 月份以来新高，预期 58.6，前值 59.1。美国 2 月 ISM 制造业就业指数 59.7，前值 54.2。美国 2 月 ISM 制造业新订单指数 64.2，前值 65.4。2018 年 2 月 2 日，美国劳工部公布非农数据：

- 1、就业人数超预期。1 月新增非农就业人数升至 20 万人，高于预期的 18 万人；
- 2、失业率维持低位。失业率 4.1% 为 2000 年 12 月以来的低点，劳动参与率维持 62.7%，与预期持平。
- 3、平均时薪是亮点。1 月平均时薪环比上升 0.3%，高于预期的 0.2%，前值从 0.3% 修正至 0.4%，平均时薪同比达 2.9% (市场预期 2.6%)，为 2009 年 5 月以来的最大增速。

再看美股的盈利，道琼斯工业指数和标普 500 的最近 12 个月每股收益依旧保持稳健，消费者信心指数持续回升。

图 16：美国失业率和 CPI

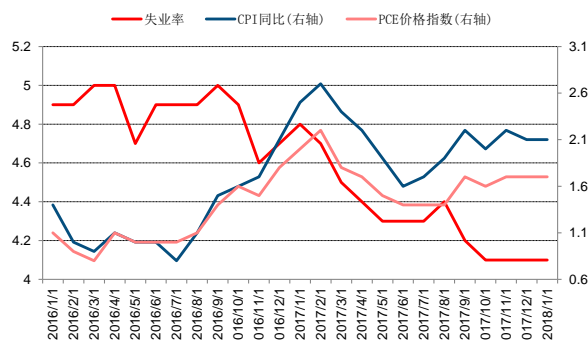


图 18：美股最近加权美股收益（道指和标普 500）

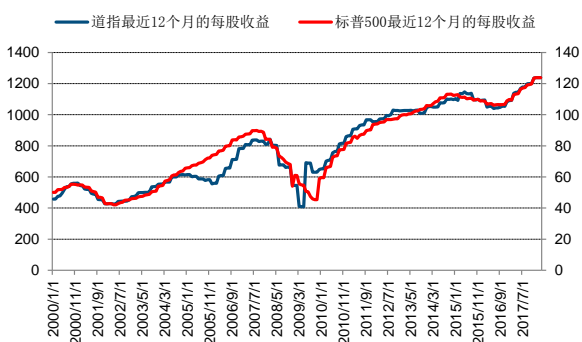


图 17：标普 500 和十年期国债收益率



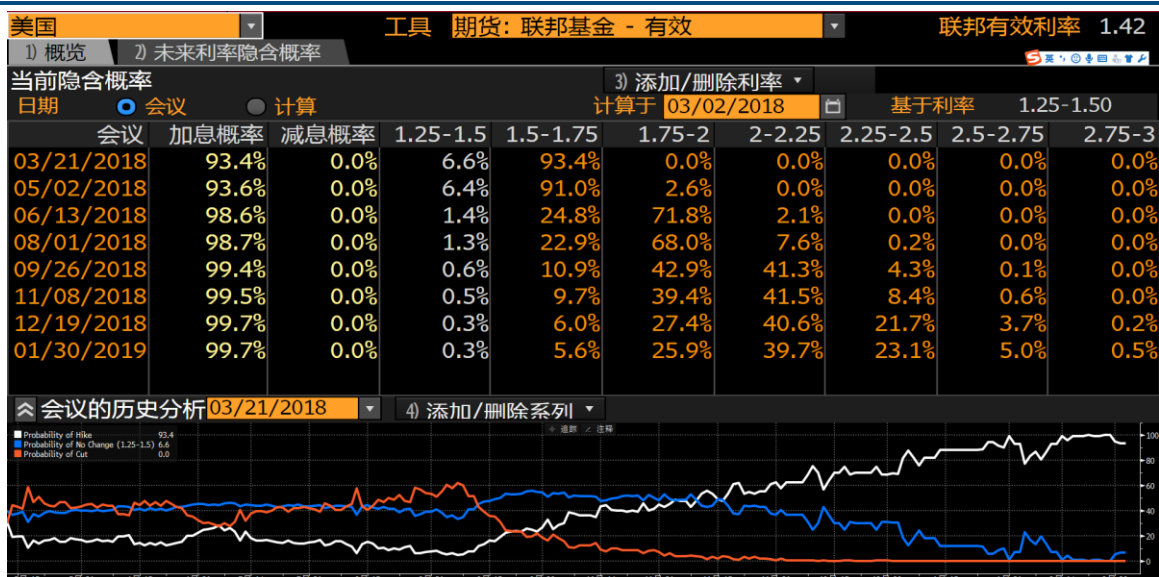
图 19：密歇根大学消费者信心指数



数据来源：bloomberg, wind、中信建投证券研究发展部

目前美联储 3 月加息概率接近 100%，按部就班加息后或有机会。

图 20：彭博美联储加息概率

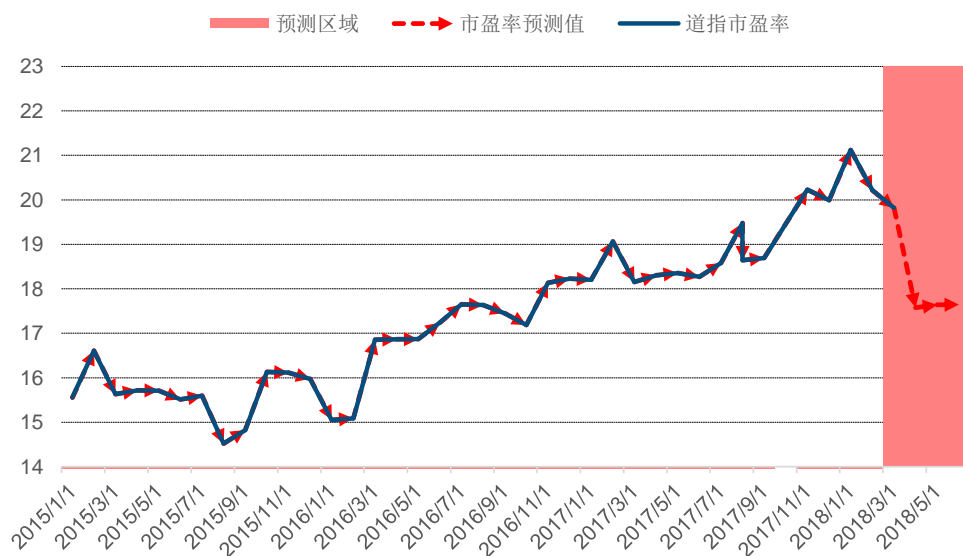


数据来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

2.2 道琼斯工业指数市盈率估计

截止 3 月 4 日，道琼斯工业指数的市盈率为 19.81 倍，我们认为道指的合理估值中枢为 17.6 左右。即使大跌后，美股仍处于“绝对高估，相对合理”的状态。在没有看到基本面明显转差的情况下，本次美股的回调更多是市场风险偏好的变化，高位谨慎情绪的宣泄，中期向下趋势仍需基本面转差来确认，目前并未显现。中期来看，我们认为下半年美国经济仍然有上冲的可能。

图 21：美股估值走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 6 月，其中 4,5,6 月为静态外推）



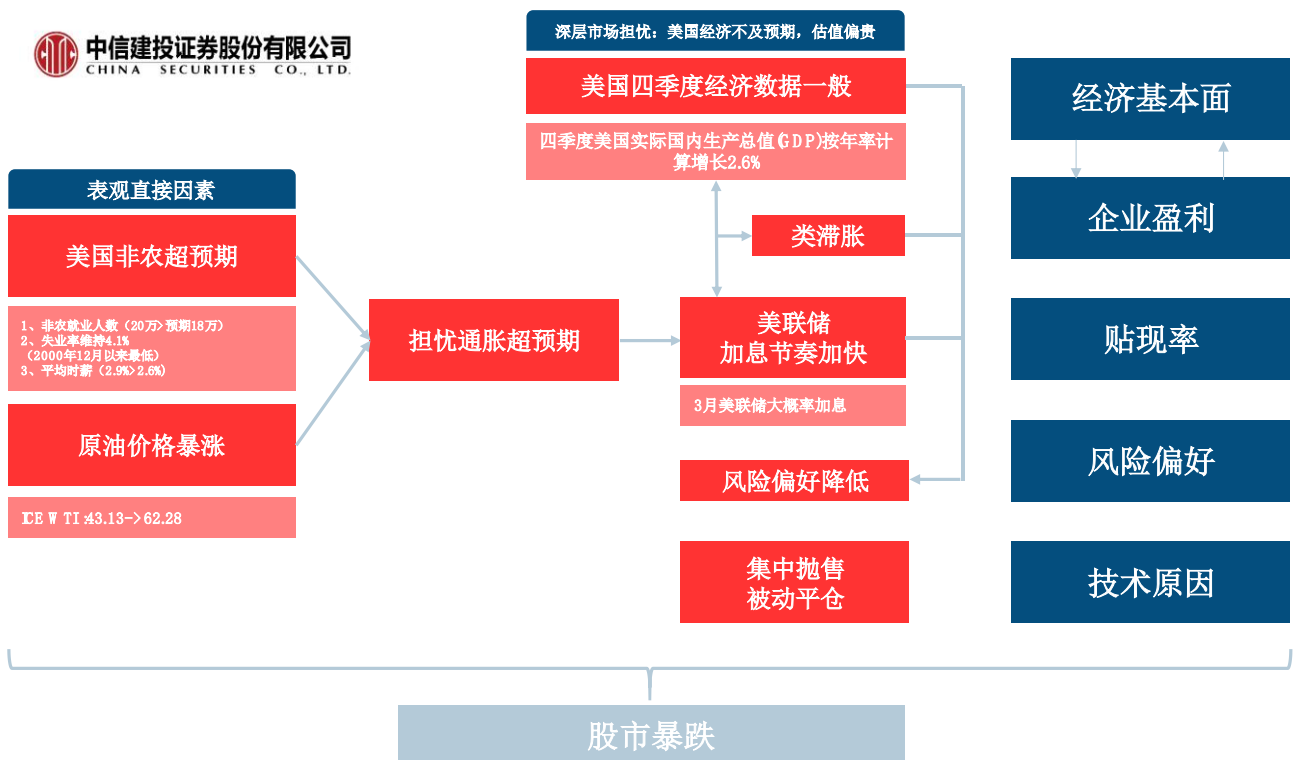
数据来源：wind、中信建投证券研究发展部



2.3 美股大跌后的回顾与风险提示

短期来看，对于全球风险资产，我们认为风险并未完全释放，短期震荡后或将重新抬头的美国经济是加分项，而货币政策、通货膨胀和技术面减分，若原油大涨、农产品价格触底持续反弹，通胀上行，在经济短期无忧的情况下，或导致美联储加速收紧货币，企业利息成本提高，融资利率抬升，公司回购减少，EPS 承压。另一方面，对于贸易战的担忧则增加了更多的不确定性，拥挤的头寸是追涨杀跌的墙头草。

图 22：一图概括市场对于本次暴跌的解读



数据来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

三、逢低吸筹，黄金做多机会或将来临

在 1 月的大类资产月报中，我们明确提示：“自 2017 年 12 月 14 日起，我们看多黄金，截至 2018 年 1 月 19 日，黄金区间涨幅达到 6.64%。本轮反弹主要来自加息落地到下一次议息会议的时间差，税改签字到实际反应在经济数据里的时间差、加息预期被消化的预期差以及欧元相对强势和美元实质走弱的影响，叠加地缘政治事件的支撑，黄金如期站上 1330 美元。从时间上来看，黄金本轮反弹已经接近尾声，随着 2、3 月议息会议临近，美元或有反弹，黄金大概率在 1 月底 2 月初见顶，建议逢高减仓，黄金观点由多转平。”

“当前黄金价格亦在按照这个逻辑运行，回归最近 5 次加息前后黄金的走势，基本都是先跌后涨。基于我们“避险-抗通胀-抗贬值-抗不确定性”的黄金定价公式，认为加息之前黄金难有较大起色。从避险角度来看，在全球股市暴跌的同时，本次黄金价格不升反降，避险属性似乎并未被触发，这恰恰部分验证了当前市场下跌的原因并非基本面，大概率来自对于利率提升的警惕。黄金走势是这道证明题里的核心论据。我们的估值模型显示，黄金短期承压，大概率在 3 月加息前后走出 V 型。”

目前市场已充分预期美联储 3 月加息，关于“利率-美元”因素对于黄金的压制即将解封。通胀预期和不确定性正在推高黄金的配置价值，我们建议 3 月加息前黄金的每一次回调都是加仓的机会，逢低吸筹，静待加息落地。

截止 2018 年 3 月 4 日，黄金现货价格为 1322.75 美元，目前市场基本预期 3 月加息的因素。我们预期在加息落地后黄金或有一波向上的行情，模型显示 4 月、5 月、6 月的黄金价格中枢为 1386、1360、1330 美元。

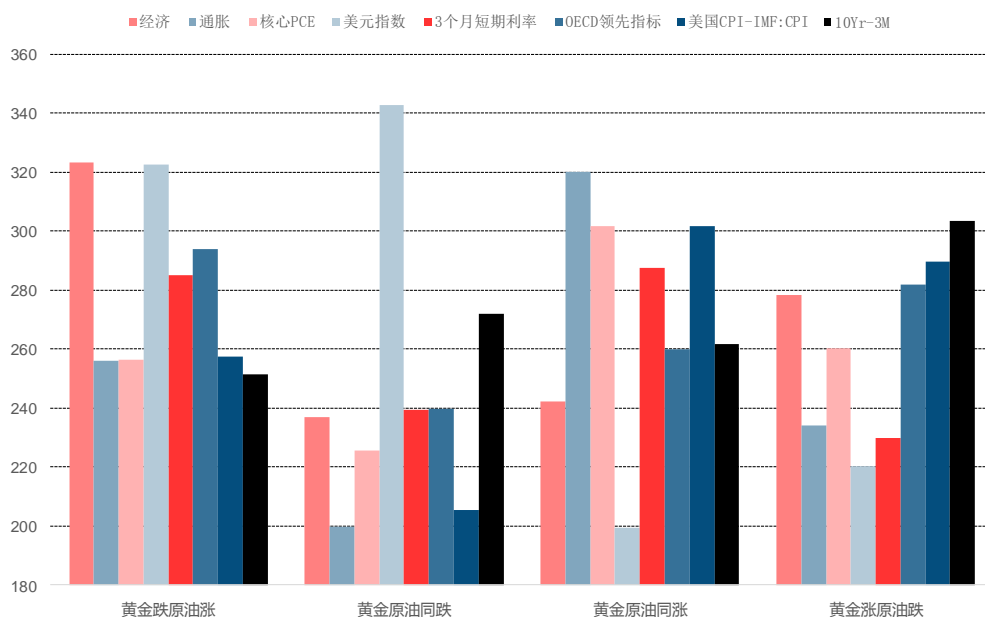
图 23：黄金价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 6 月，其中 4,5,6 月为估计值）



数据来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

从资产收益率的角度出发,从12月14日至今,黄金和原油表现除了较强的相关性,先黄金原油同涨,后黄金原油同跌。历史统计结果显示,黄金原油同涨的时期,通常发生在美国经济一般、通胀预期提升、美元持续走弱。

图 24: 黄金和原油涨跌时期经济指标的分布

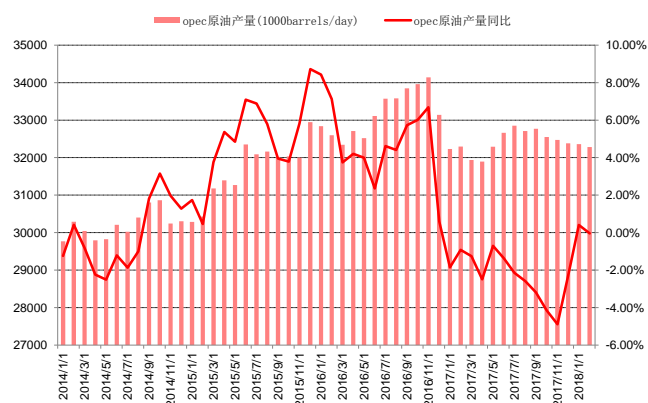


数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

四、原油短期回调后或将反弹

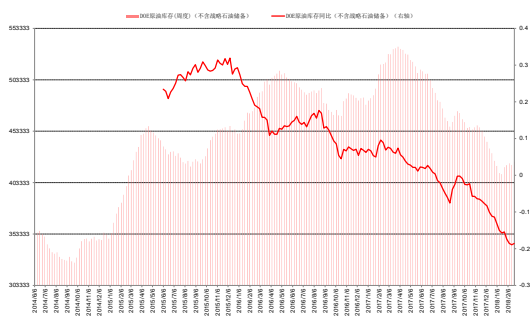
首先关注油价。EIA 数据显示,截至2月23日当周,美国商业原油库存增加301.9万桶,预期增加200.00万桶,前值减少161.60万桶;现货交割地库欣地区原油库存减少121.8万桶,前值减少266.40万桶;汽油库存增加248.3万桶,预期增加100.00万桶;精炼油库存减少96万桶。炼厂设备利用率下降0.3%,前值下降1.70%。OPEC方面,2月产量下降80千桶,目前为32280千桶/日。钻井机数量稍有增加,同比依旧回落。

图 25: OPEC 原油产量



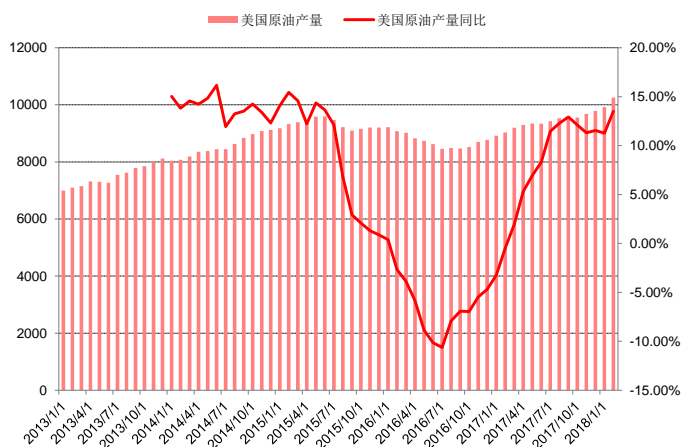
资料来源: bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 27: 美国原油库存



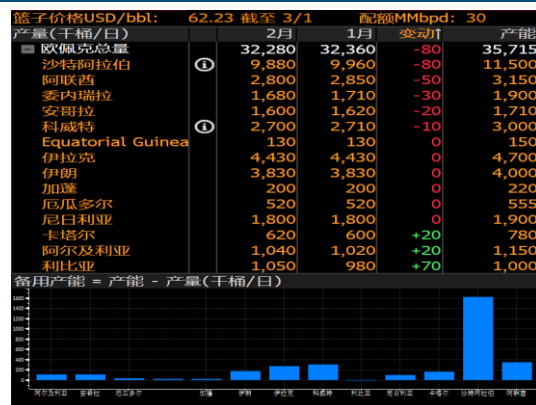
资料来源: bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 29: 美国原油产量



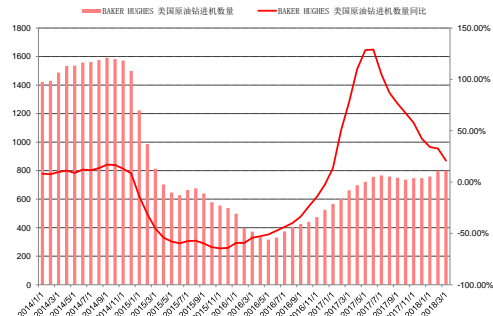
资料来源: bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 26: OPEC 原油产量 (按国家分)



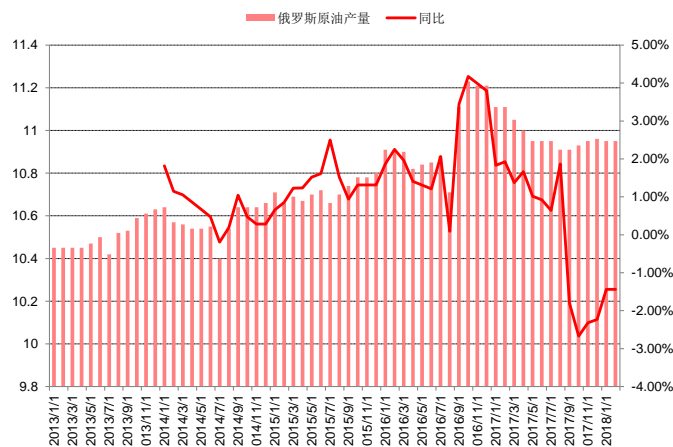
资料来源: bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 28: BAKER HUGHES 钻井机数量



资料来源: bloomberg、中信建投证券研究发展部

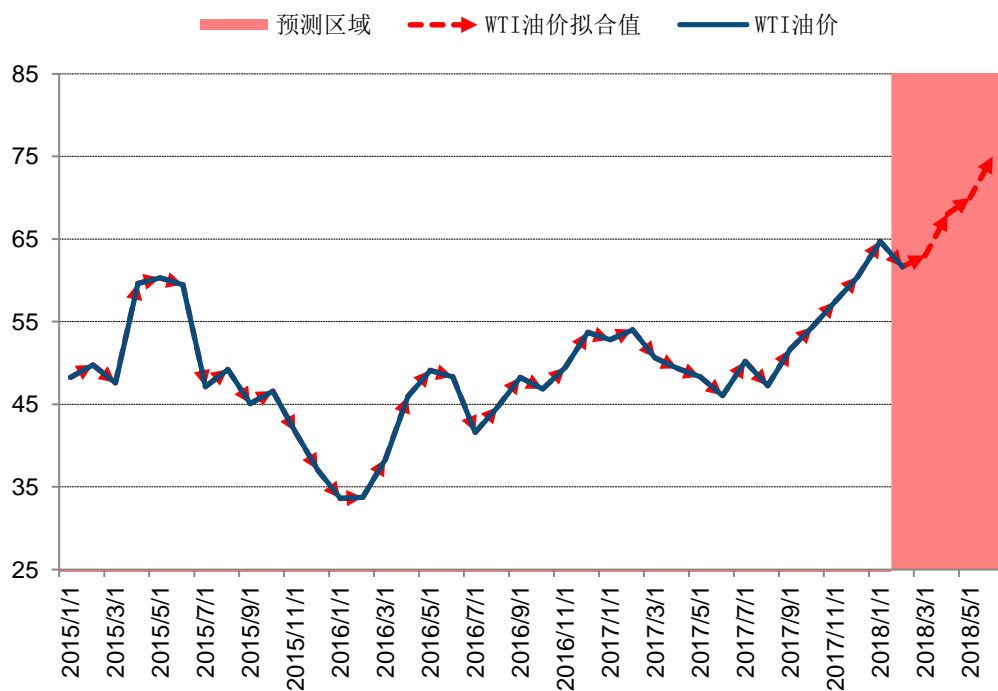
图 30: 俄罗斯产量



资料来源: bloomberg、中信建投证券研究发展部

考虑到受累于美国产量、库存双升和短期美元反弹，原油价格承压下跌后反弹。我们认为当前原油主要矛盾在于以下几点：(1)美国原油产量提高和 OPEC 持续减产谁更有持续性？(2)页岩油的投资逻辑是否发生改变？本周 OPEC 与美国页岩油生产商的能源峰会值得重点关注；(3)全球原油需求（经济预期）将如何变动？我们认为原油仍将继续震荡上行，6 月目标价 75 美元。

图 31：原油价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 6 月，其中 2018 年 4 月-2018 年 6 月为估计值）



数据来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

五、天气助力，农产品中期机会可期

农产品方面，目前我们选择观测的指数为彭博农业总回报指数，原名为“道琼斯-瑞银农业分类指数总回报”，本指数为彭博商品指数总回报的农产品小组分类指数，主要由玉米、大豆、糖、豆粕、豆油、小麦、咖啡、棉花期货合约组成，它反映了美元报价的完全担保的期货头寸的回报率。具体指数权重见下图。

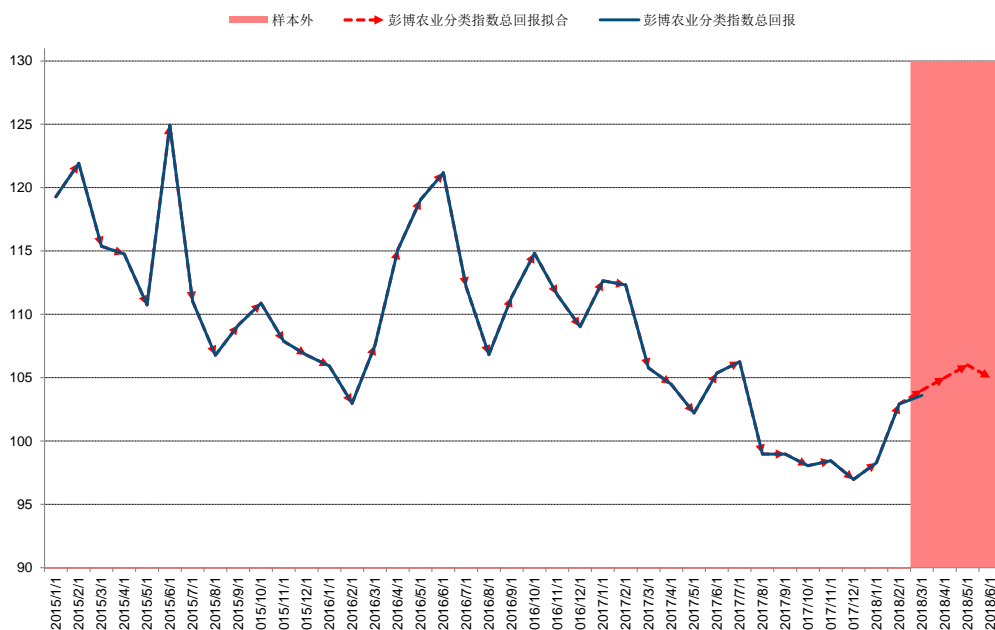
图 32：彭博农产品商品指数成分权重(2018.3.4)

代码	名称	到期	交易所	权重	结算价
BCOMAGTR Index					
C K8 Comdty	CORN FUTURE	MAY 18	Chicago Board of Trade	20.92	385.25
S K8 Comdty	SOYBEAN FUTURE	MAY 18	Chicago Board of Trade	20.44	1071
W K8 Comdty	WHEAT FUTURE(CBT)	MAY 18	Chicago Board of Trade	11.76	500
SMK8 Comdty	SOYBEAN MEAL FUTR	MAY 18	Chicago Board of Trade	11.52	392.9
SBK8 Comdty	SUGAR #11 (WORLD)	MAY 18	ICE Futures US Softs	9.78	13.42
BOK8 Comdty	SOYBEAN OIL FUTR	MAY 18	Chicago Board of Trade	8.17	32.3
KCK8 Comdty	COFFEE 'C' FUTURE	MAY 18	ICE Futures US Softs	7.7	122.2
KWK8 Comdty	KC HRW WHEAT FUT	MAY 18	Chicago Board of Trade	4.95	533.75
CTK8 Comdty	COTTON NO.2 FUTR	MAY 18	ICE Futures US Softs	4.76	82.09

数据来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部

截止 2018 年 2 月 8 日，彭博农业分类指数总回报为 99.02，持续底部徘徊。2017 年，天气条件较好，农产品供求平衡，价格震荡下行。展望 2018 年中期，短期我们认为左侧交易机会出现，阿根廷干旱天气造成作物减产或是起点，中长期或有做多机会。

图 33：彭博农产品商品指数走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 5 月，其中 3,4,5,6 月为估计值）



数据来源：bloomberg，中信建投证券研究发展部



分析师介绍

丁鲁明：同济大学金融数学硕士，中国准精算师，现任中信建投证券研究发展部金融工程方向负责人，首席分析师。7年证券从业，历任海通证券研究所金融工程研究员、量化资产配置方向负责人；先后从事转债、选股、高频交易、行业配置、大类资产配置等领域的量化策略研究，对国内证券市场的量化策略构建具备资深经验。曾多次荣获：新财富最佳分析师上榜，包括2009年第4、2012年第4、2013年第1、2014年第3等；水晶球奖：2009年第1、2013年第1等。

报告贡献人

赵然：中国科学技术大学统计与金融系硕士，主要研究方向全球大类资产配置、基于因子的风险预算模型及量化基本面方面的研究。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

邓欣 dengxin@csc.com.cn

谈祺阳 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859