

证券研究报告·金融工程专题

## 贸易战升级，投资时钟还靠谱吗？

——“基本量化”系列思考之五

### 投资时钟未失效，关键在于如何划分周期

贸易战来临，突发事件和政治因素导致宏观变量与资产价格之间的稳定关系备受考验。本文重新聚焦投资时钟，验证其稳定性。我们构造多头：投资时钟（复苏配股票、过热配商品、衰退配债券、滞胀配现金）与空头：避险时钟（复苏配现金、过热配债券、衰退配商品、滞胀配股票）两个维度来验证其有效性。投资时钟2003-2017可获得年化20%的收益率，最大回撤17%，避免时钟年化-8.87%的收益，最大回撤80.29%，多空年化收益率达到31%。

### 通胀因子贡献有限，GDP+PPI时钟年化收益达27%

通胀因子低效用的原因之一是由于商品指数覆盖大量工业品价格，CPI与PPI表现的差异直接导致通胀指标增量有限。基于GDP同比差分+PPI同比差分构造的投资时钟表现较好，年化收益达到27%，年化波动率18.17%，夏普比率达到1.49。

### PCA进行宏观因子降维，提取更有价值的主成分

考虑宏观经济变量之间相关性高，我们选取GDP现价同比、CPI同比、PPI同比、OECD的领先指标和工业增加值同比进行降维，提取前二的主成分，根据这两项主成分的差分进行配置，可以实现年化29%的收益，最大回撤22%，夏普比率达到1.48。

### 美股PE：绝对高估，相对合理

截止4月13日，道指市盈率19.78倍，估值中枢为17.6。美股短期风险并未完全释放，货币政策、通货膨胀预期和技术面走势减分。贸易战和地缘政治的不确定性导致脉冲式下跌。逆全球化过程将最终引发全球经济回落，短期减仓规避风险，但美国经济下半年或重现相对强势，留意深跌后的反弹机会。

### 黄金：逢跌吸筹，静待加息落地后做多机会，目标1400美元

美联储加息落地，关于“利率-美元”因素对于黄金的压制解封，我们第一时间发出买入信号，目前建议继续多头持有。通胀预期和地缘政治的不确定性正在推高黄金的配置价值，由于5月美联储大概率不加息，短期黄金上涨的利空（利率上行、美元反转）还需等待，作为美元信用体系的对冲工具，时间差推升了黄金的配置价值，1个月目标价1400美元。

### 原油：短期回调后或将反弹，WTI油价6月目标75美元

OPEC减仓执行率高，特朗普的政策不利全球经济，但短期将刺激本国经济，需求不弱，断供风险和地缘政治的不确定性为油价提供支撑。截止4月16日，WTI原油现货价格在67.39美元，我们预计此轮油价有望上冲至75美元附近，目标时间6月底前。

## 金融工程研究

丁鲁明

dingluming@csc.com.cn

021-68821623

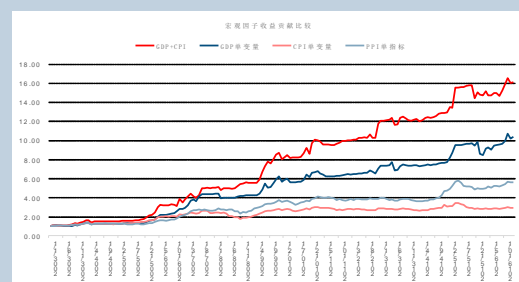
执业证书编号：S1440515020001

研究助理：赵然

zhaoran@csc.com

发布日期：2018年4月17日

### 市场表现



### 相关研究报告

- 18.03.08 资产价格反应了多少经济预期？——“基本量化”系列思考之四
- 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》



## 目录

一、投资时钟里的收益分解 .....	3
1.1 投资时钟真的失效了吗? .....	3
1.2 再谈中美投资时钟的差异 .....	4
1.3 中国的通胀指标 (CPI 同比) 贡献了多少增量信息? .....	6
二、寻找增量信息更高的宏观基本面变量 .....	8
2.1 常用宏观经济变量的测试 .....	8
三、宏观因子背后的隐变量 .....	9
3.1 主成分分析实现宏观经济指标的降维 .....	9
四、美股估值是否偏贵, 接下来将何去何从? .....	11
4.1 美国经济和非农就业数据回顾 .....	11
4.2 道琼斯工业指数市盈率估计 .....	12
五、短暂蜜月期, 黄金积极做多 .....	13
六、原油多方利好, 继续坚定看多 .....	14
七、布局农产品中期做多机会 .....	17

## 图目录

图 1: 投资时钟与避险时钟的净值 .....	3
图 2: 投资时钟与避险时钟的收益回测 .....	3
图 3: 美国资产在复苏期里的表现 .....	4
图 4: 美国资产在衰退期里的表现 .....	4
图 5: 美国资产在过热期里的表现 .....	4
图 6: 美国资产在滞胀期里的表现 .....	4
图 7: 中国资产在复苏期里的表现 .....	5
图 8: 中国资产在衰退期里的表现 .....	5
图 9: 中国资产在复苏期里的表现 .....	5
图 10: 中国资产在衰退期里的表现 .....	5
图 11: wind 商品指数标的品种&中国 2016 年 2 月 CPI 权重调整 .....	5
图 12: GDP 同比差分+CPI 同比差分和 GDP 同比差分+PPI 同比差分投资时钟的比较 .....	6
图 13: CPI 与 PPI 的相关性 .....	6
图 14: 投资时钟宏观因子收益贡献比较 .....	7
图 15: 宏观因子影响资产价格的逻辑 .....	8
图 16: 各类资产在不同经济周期下平均收益表现 .....	8
图 17: 各类资产在不同经济周期下平均收益表现 .....	9
图 18: 主要经济指标之间的相关性较高 .....	10
图 19: 主要经济指标之间的相关性较高 .....	10
图 20: 美国失业率和 CPI .....	11
图 21: 标普 500 和十年期国债收益率 .....	11
图 22: 美股最近加权美股收益 (道指和标普 500) .....	11



图 23: 密歇根大学消费者信心指数 .....	11
图 24: 彭博美联储加息概率 .....	12
图 25: 美股估值走势预测结果 (2015 年 1 月-2018 年 7 月, 其中 5, 6, 7 月为静态外推) .....	12
图 26: 黄金价格走势预测结果 (2015 年 1 月-2018 年 7 月, 其中 5, 6, 7 月为估计值) .....	13
图 27: 黄金和原油组合涨跌时期经其他济指标的分布.....	14
图 28: OPEC 原油产量 .....	15
图 29: OPEC 原油产量 (按国家分) .....	15
图 30: 美国原油库存 .....	15
图 31: BAKER HUGHES 钻井机数量 .....	15
图 32: 美国原油产量 .....	15
图 33: 俄罗斯产量 .....	15
图 34: 原油价格走势预测结果 (2015 年 1 月-2018 年 7 月, 其中 2018 年 4 月-2018 年 7 月为估计值) .....	16
图 35: 彭博农产品商品指数成分权重 (2018. 4. 16).....	17
图 36: 彭博农产品商品指数走势预测结果 (2015 年 1 月-2018 年 7 月, 其中 5, 6, 7 月为估计值)	17

## 一、投资时钟里的收益分解

本系列报告是之前大类资产月报的改版，在保留黄金、原油等大类资产观点的同时，每期针对热点问题展开讨论，主要基于宏观经济变量，结合量化方法，构建简单有效的解释和预测模型。由于宏观指标和资产价格的相关性在月度级别更有效，因此，我们投资的时间窗口为 1-6 个月。

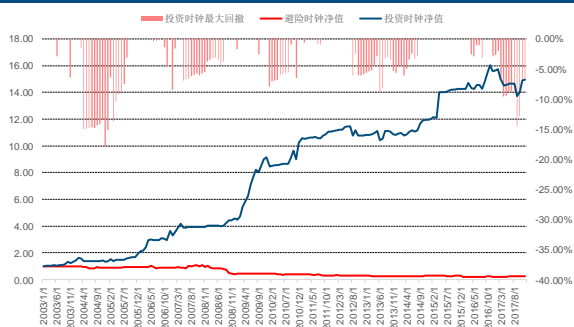
贸易战来临，地缘冲突升级，突发事件和政治因素的扰动，宏观经济变量与资产价格长期稳定的关系备受考验。本篇报告重新聚焦投资时钟，从更多维度审视该模型稳定性。美林投资时钟模型深入人心，但仔细研究会发现存在诸多问题值得进一步讨论：**1、投资时钟真的失效了吗？2、中美投资时钟的有何差异？3、中国的通胀指标（CPI 同比）贡献了多少增量信息？4、除了经济和通胀，还有哪些宏观因子适合构造时钟模型？5、能否通过数据降维，获得更有效的宏观变量？**针对以上问题，我们将一一论证。（注：后文中，投资时钟的划分均根据经济指标同比数据 N 个月差分的方向得到，具体细节可参考之前的深度报告）

### 1.1 投资时钟真的失效了吗？

2013 年之后，市场关于投资时钟的质疑开始多了起来。由于中国经济增速换挡，告别了供需主导、地产拉动的高速增长期，货币政策的逆向调控产生了巨大影响，潜移默化地影响着资产价格的波动规律，那么投资时钟是否真的失效了呢？

我们构造了多头：投资时钟（复苏配股票、过热配商品、衰退配债券、滞胀配现金）与空头：避险时钟（复苏配现金、过热配债券、衰退配商品、滞胀配股票）两个维度来证明该模型的有效性，所谓避险时钟，即每一期去配置逻辑上表现最差的资产。回测显示，投资时钟从 2003 年至 2017 年可获得年化近 20% 的收益率，最大回撤 17%，避险时钟年化-8.87% 的收益，最大回撤 80.29%，多空年化收益率达到 31%。结果说明，投资时钟依然能够获取相对稳健的汇报。

图 1：投资时钟与避险时钟的净值



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

图 2：投资时钟与避险时钟的收益回测

	年化收益率	最大回撤	收益回撤比	收益率分位点 (0.01)	夏普比率
上证深圳等权	7.26%	70.48%	0.10	-22.69%	0.24
中证国债	3.75%	6.39%	0.59	-1.91%	1.07
WIND商品指数	7.63%	58.55%	0.13	-14.32%	0.34
现金	2.11%	0.00%		0.09%	
避险时钟	-8.87%	80.29%	-0.11	-19.38%	-0.43
投资时钟	19.75%	17.89%	1.10	-8.09%	1.15
多空收益	31.41%	22.01%	1.43	-15.86%	1.84

既然回测结果没有大问题，那么市场为什么会产生巨大的争议呢？我们认为核心在于投资周期如何划分，由于 GDP 同比波动在 2013 年之后大幅降低，其绝对值的参考意义下降，更重要的是参考其边际的变化。另外，经济波动放缓，趋势性（或者是动量效应）减弱，因此更需要去预测经济的方向，而不是根据已经披露的数据来投资。

提到了经济指标的边际变化，不由联想到最近市场比较关注的创业板业绩问题，其实逻辑非常类似。创业

板的增速分为内生和外延，其中外延这块是可以基本精确提前一年左右预测，比如一家公司出了预案，可以从大样本的角度估计这块利润多久以后并入上市公司，大概应该给多少倍 PE，然后具体把所有这类公司的数据加总，通过整体法推算出板块未来一年的外延并购利润。2016 年监管机构对于外延并购监管趋严，特别是 2016 年底几乎没什么公司做并购，所以我们看到了 2017 年创业板的外延增速贡献几乎为零的业绩坑，2017 年监管机构的态度逐步放松，所以 2018 年我们会看到外延并购的利润逐步回升。另外，对于业绩的预期，我们去年年底就强调过，一季度内生增长在 0-10% 之间，并不是一个很高的值，外延有 15% 以上的增速。所以实际披露的内生是略超预期的，因此核心的矛盾在于这个不到 10% 的内生是否值得涨？我们认为是支撑的，主要有两点：第一、去年四季度的业绩非常差，股价、估值和业绩三杀，业绩是 -10% 以下，所以从 -10% 到 10% 本身的边际变化就非常大，从历史回测来看，股价和业绩同比的边际变化相关性更高，而不是绝对值。另外，就是往后看，我们的预测，二季度创业板的内生会重新回到 10%，外延也在 15% 以上，所以整体比一季度要好，三四季度假设内生增长不变，但是外延由于 2017 年下半年监管的放松，一定会有提高，所以叠加下来，2018 年的业绩是逐步抬升的。因此，何时关注变量绝对值的变化，何时关心同比边际的变动都是非常重要的。

## 1.2 再谈中美投资时钟的差异

回归投资时钟，不得不提中美投资时钟的差异。中美投资时钟的投资标的覆盖股、债、现金、商品，考虑到黄金、原油和美国经济周期更接近，因此放在美国投资时钟里讨论。我们分别将中美历史上的四个经济周期里的数据提取出来，计算不同资产在四个经济周期里的表现，收益净值化，该图能够直观展现资产表现的差异。

图 3：美国资产在复苏期里的表现

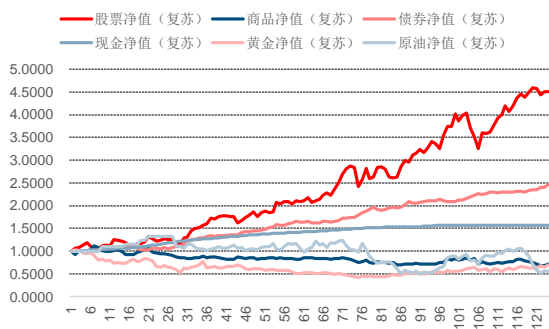
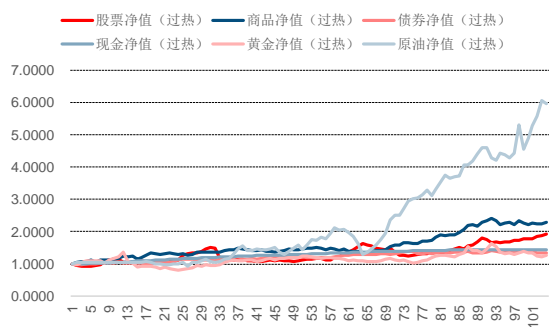


图 5：美国资产在过热期里的表现



数据来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

图 4：美国资产在衰退期里的表现

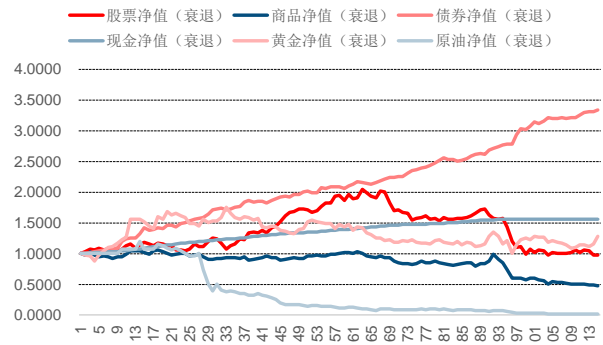
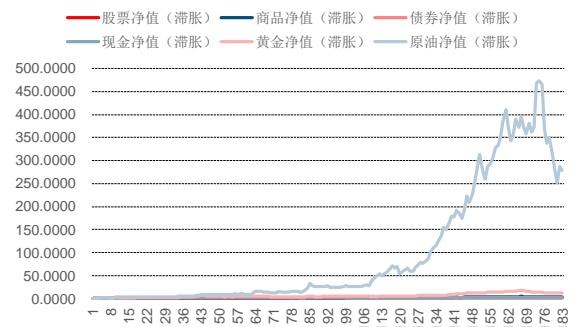


图 6：美国资产在滞胀期里的表现



数据来源：bloomberg、中信建投证券研究发展部

从结果我们不难看出，美国投资时钟各类资产表现在不同经济周期里分化较大且相对强弱关系较为稳定，



尤其是控制经济变量一致的时期，如过热和复苏期（过热：商品>股票，复苏：股票>商品）、衰退和滞胀期（滞胀：商品>股票，衰退：股票>商品），资产的表现依然存在明显差异且符合经济逻辑，但是对比中国投资时钟该种划分方式的结果会发现，在衰退、复苏和过热三个周期里，股票和商品表现差异并不大。

图 7：中国资产在复苏期里的表现

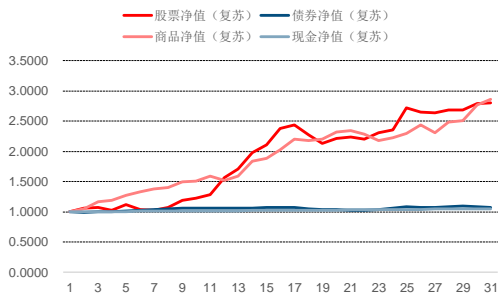


图 8：中国资产在衰退期里的表现

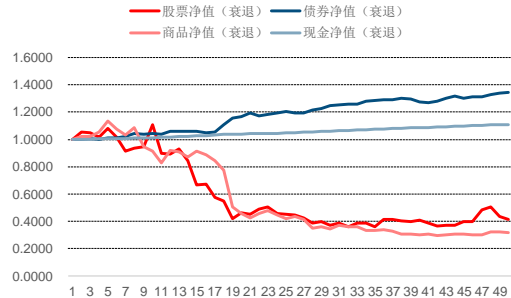


图 9：中国资产在过热期里的表现

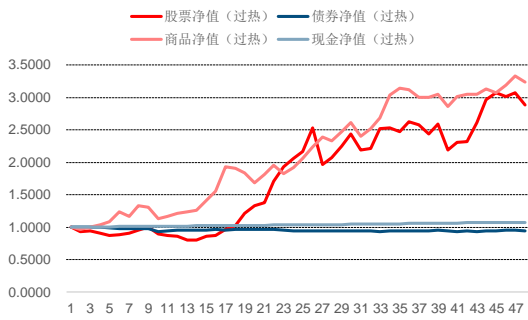
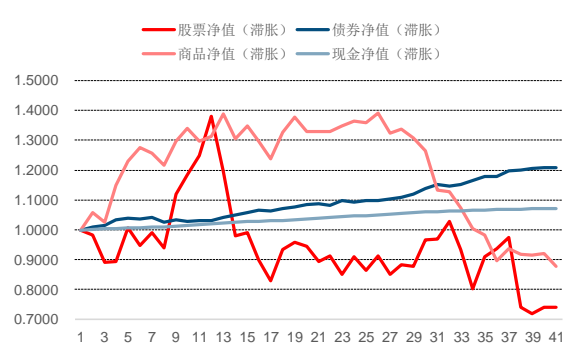


图 10：中国资产在滞胀期里的表现



数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

从收益的归因来看，中国的投资时钟模型里通胀单指标提供的分类信息十分有限，换言之，GDP 同比差分的贡献远大于通胀。有观点认为，问题出在指标并不匹配，因为我们商品的投资标的是 wind 商品指数，该指数成分覆盖了贵金属、有色、煤焦钢矿、非金属建材、能源、化工等工业品，而国内 CPI 覆盖标的更多是农产品等。通胀因子低效用的原因之一是由于商品指数覆盖大量工业品价格，而 CPI 同比与 PPI 同比表现的差异是直接导致通胀指标指向性不强的原因之一。

图 11：wind 商品指数标的品种&中国 2016 年 2 月 CPI 权重调整

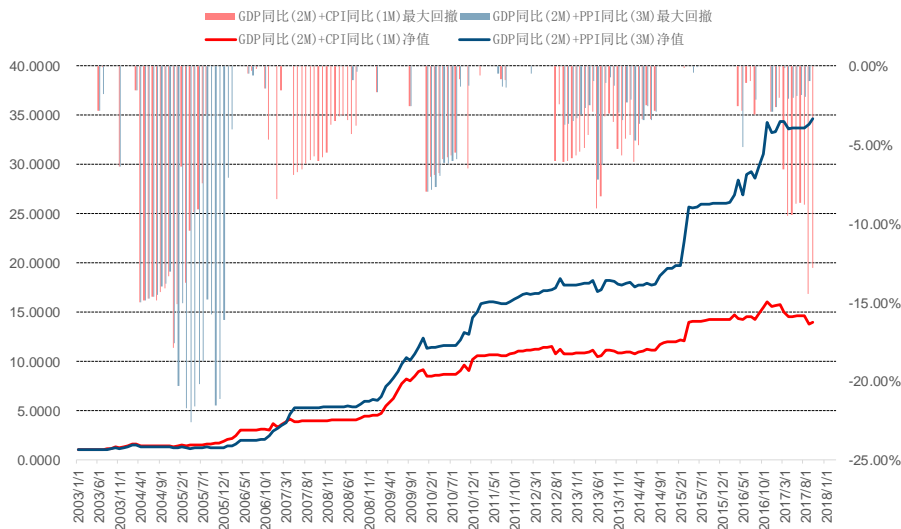
wind 商品指数标的品种									CPI 权重			
分类	具体品种								原二分类	原八分类		
贵金属指数	黄金	白银							食品	食品	食品烟酒	食品
有色指数	铜	铝	铅	锌	镍	锡			非食品	烟酒	衣着	非食品
煤焦钢矿	焦煤	焦炭	铁矿石	螺纹钢	热卷	线材	硅铁	锰铁		家庭设备	生活用品	
非金属建材	纤维板	胶合板	玻璃	PVC						医疗保健	医疗保健	
能源指数	燃料油	动力煤								交通通讯	交通通讯	
化工指数	LLDPE	聚丙烯	PTA	甲醇	橡胶	沥青				娱乐教育	娱乐教育	
谷物指数	玉米	早籼稻	粳稻	强麦	普麦	晚稻				居住	居住	
油脂油料	豆一	豆二	豆粕	豆油	菜籽	菜粕	菜油	棕榈油		——	其他用品	
软商品指数	棉花	白糖										
农副产品	鸡蛋	玉米淀粉										

数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

### 1.3 中国的通胀指标（CPI 同比）贡献了多少增量信息？

指标覆盖标的不匹配确实非常重要的原因之一。为了验证该想法的准确性，我们直接将投资时钟里的通胀指标换成了 PPI 同比，比较 GDP 同比差分+CPI 同比差分和 GDP 同比差分+PPI 同比差分这两个时钟配置结果的差异，回测结果显示年化收益率从 19.47% 上升到了 27%，验证了之前的假设。

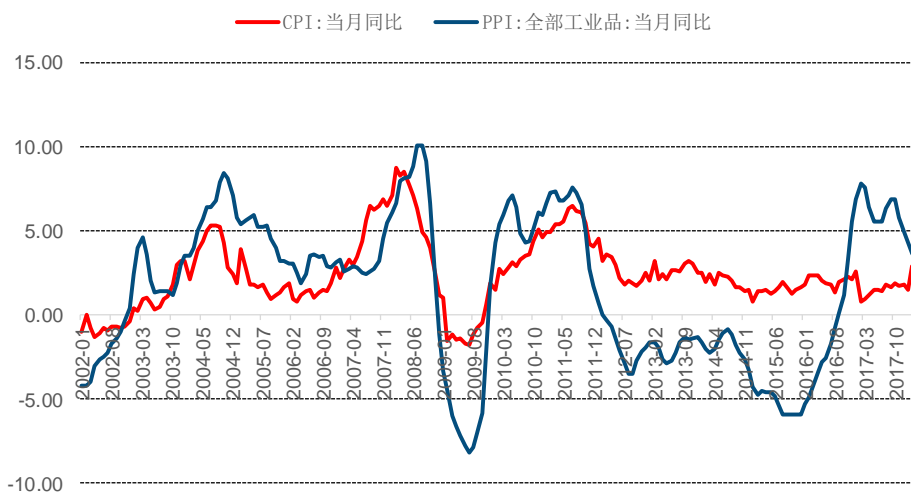
图 12：GDP 同比差分+CPI 同比差分和 GDP 同比差分+PPI 同比差分投资时钟的比较

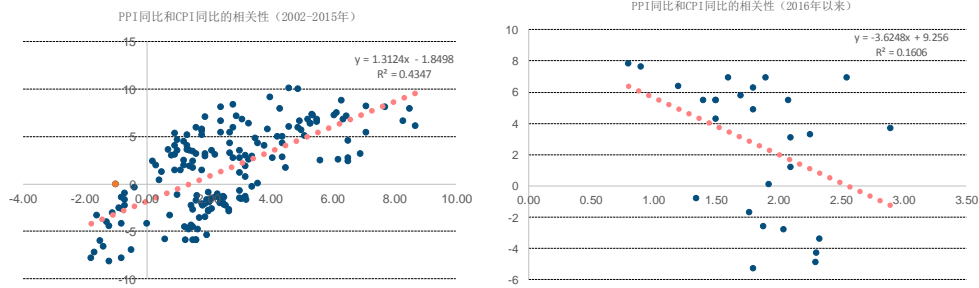


数据来源：wind、中信建投证券研究发展部

特别是 2016 年以来，由于供给侧改革的影响，PPI 同比和 CPI 同比的相关性产生了异常。

图 13：CPI 与 PPI 的相关性

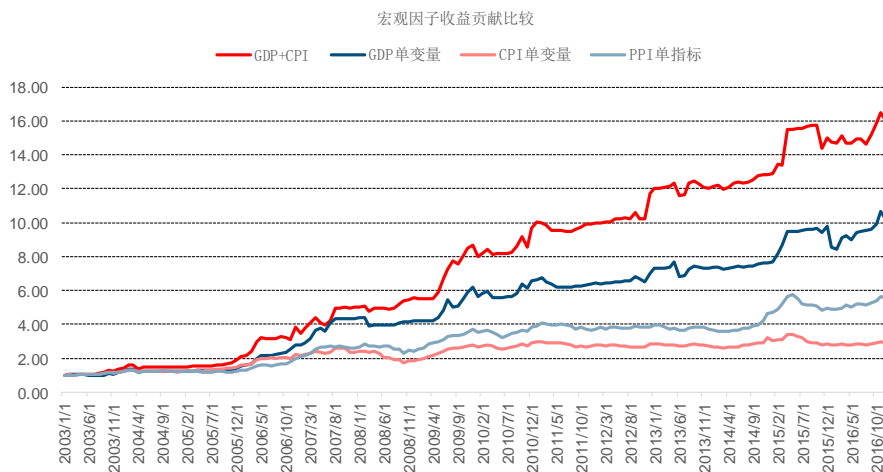




数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

立足于以上逻辑，我们直接分解：1、GDP 单变量：经济好配股票商品等权，经济差配债券现金等权；2、CPI 单变量：通胀高配商品现金等权，通胀低配股票债券等权；3、PPI 单变量：PPI 高配商品现金等权，PPI 低配股票债券等权。（其中单变量高低的定义是自变量同比的 N 个月的差分值）

图 14：投资时钟宏观因子收益贡献比较



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

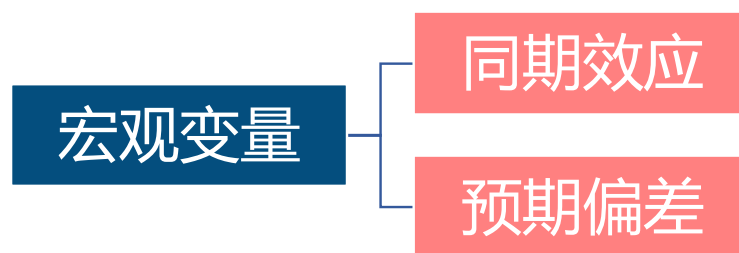


## 二、寻找增量信息更高的宏观基本面变量

### 2.1 常用宏观经济变量的测试

我们通过大量的回测和比较发现，宏观变量对于资产价格影响主要来自两个维度：同期效应和预期差，本文重点讨论的前者，之所以反复强调预测，正是因为宏观数据和资产价格之间的同期关系是非常显著的。由于宏观经济变量频率低且数据量十分有限，资产价格对于宏观变量的方向更敏感，同比的绝对值反而信噪比不高。

图 15：宏观因子影响资产价格的逻辑



数据来源：中信建投证券研究发展部

本文以示例为主，初选了 GDP:现价:当季值:月:同比、GDP:不变价:当季同比:月、CPI:当月同比、PPI:全部工业品:当月同比、OECD 中国领先指标：同比、消费者信心指数、M2 货币供应：同比、M1 货币供应：同比、M1-M2、出口：同比、进口：同比、工业增加值：同比十二个变量进行测试。目的是为了验证如果准确判断了这些经济指标的 1 个月同比方向，会得到怎样的投资收益？

图 16：各类资产在不同经济周期下平均收益表现

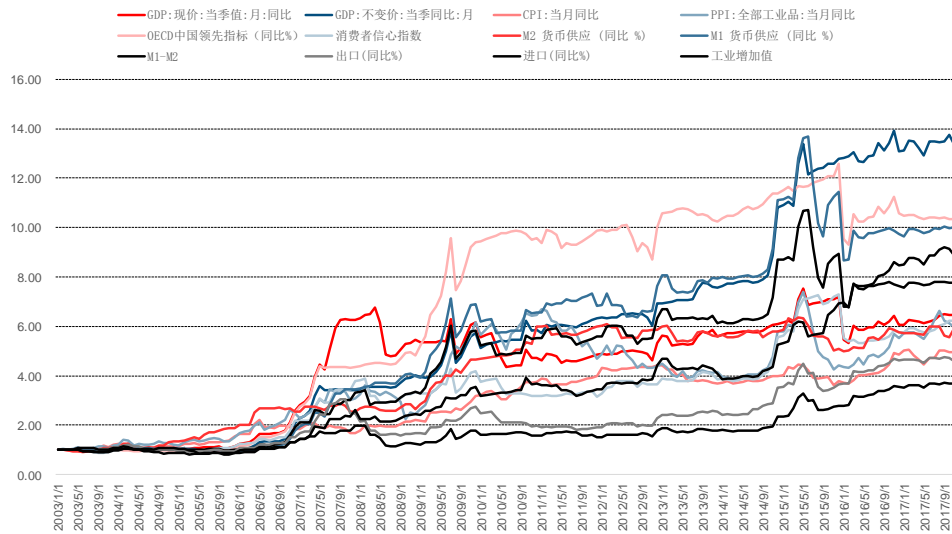
	指标下行	指标上行	指标下行	指标上行	指标下行	指标上行	指标下行	指标上行	指标下行	指标上行	指标上行做多	指标下行做多
GDP:不变价:当季值:月:同比	股票 0.00%	1.72%	债券 0.59%	0.03%	商品 -0.04%	1.48%	现金 0.18%	0.16%	股票 0.18%	0.16%	股票	债券
GDP:现价:当季同比:月	-0.81%	2.65%	0.45%	0.14%	-0.64%	2.18%	0.19%	0.15%	0.19%	0.15%	股票	债券
CPI:当月同比	0.46%	1.30%	0.45%	0.17%	0.07%	1.35%	0.18%	0.16%	0.18%	0.16%	商品	股票
PPI:全部工业品:当月同比	1.48%	0.48%	0.51%	0.13%	0.50%	0.97%	0.18%	0.16%	0.18%	0.16%	商品	股票
OECD中国领先指标(同比%)	-0.47%	3.41%	0.29%	0.31%	-0.40%	2.87%	0.18%	0.15%	0.18%	0.15%	股票	债券
消费者信心指数	0.20%	1.55%	0.26%	0.33%	-0.63%	1.99%	0.18%	0.16%	0.18%	0.16%	商品	债券
M2 货币供应(同比%)	1.06%	0.76%	0.31%	0.28%	-0.23%	1.88%	0.17%	0.16%	0.17%	0.16%	商品	债券
M1 货币供应(同比%)	-0.73%	2.64%	0.29%	0.31%	0.43%	1.12%	0.17%	0.16%	0.17%	0.16%	股票	债券
M1-M2	-0.32%	2.36%	0.40%	0.18%	0.54%	1.04%	0.17%	0.16%	0.17%	0.16%	股票	债券
出口(同比%)	0.22%	1.63%	0.32%	0.27%	0.21%	1.33%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	股票	债券
进口(同比%)	-0.35%	2.36%	0.38%	0.20%	0.20%	1.42%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%	股票	债券
工业增加值	0.20%	1.66%	0.23%	0.34%	-0.23%	1.80%	0.18%	0.16%	0.18%	0.16%	股票	债券

数据来源：中信建投证券研究发展部

在只做多的前提下，我们考察了每个变量同比上行/下行时的配置收益。其中，GDP 现价同比的效果好于不变价同比，因为 GDP 现价中部分包含了价格的因素。OECD 领先指标同比表现较好，达到了年化 16.87% 的收益，且变量本身具有一定的领先性，非常值得跟踪。综合来看，由于指标之间的相关性较高，大多数变量和 GDP 都呈现非常高的收益分布特征。此处只是单变量回测结果，未考虑变量之间的交互效应和共线性，并非投资建议，具体逻辑在后续报告中会展开讨论。



图 17：各类资产在不同经济周期下平均收益表现



	年化收益率	最大回撤	收益回撤比	年化波动率	夏普比率
上证深圳等权	7.59%	70.48%	0.11	29.28%	0.26
中证国债指数	3.46%	6.39%	0.54	3.45%	1.00
WIND商品指数	7.17%	58.55%	0.12	22.49%	0.32
3个月定期存款利率	2.06%	0.00%		0.19%	
GDP:不变价:当季同比:月	13.27%	35.29%	0.38	21.73%	0.61
GDP:现价:当季同比:月	18.88%	31.29%	0.60	19.34%	0.98
CPI:当月同比	11.06%	23.80%	0.46	15.65%	0.71
PPI:全部工业品:当月同比	12.66%	42.67%	0.30	23.31%	0.54
OECD中国领先指标(同比%)	16.87%	26.12%	0.65	18.75%	0.90
消费者信心指数	12.99%	27.24%	0.48	20.70%	0.63
M2 货币供应(同比%)	12.61%	21.26%	0.59	15.32%	0.82
M1 货币供应(同比%)	16.61%	36.62%	0.45	22.12%	0.75
M1-M2	14.66%	36.62%	0.40	22.17%	0.66
出口(同比%)	10.69%	48.45%	0.22	20.07%	0.53
进口(同比%)	15.68%	27.69%	0.57	18.22%	0.86
工业增加值	9.11%	41.88%	0.22	19.54%	0.47

注：该节只是数据结果的呈现，并非投资建议，具体逻辑在后续报告中会展开研究。

数据来源：中信建投证券研究发展部

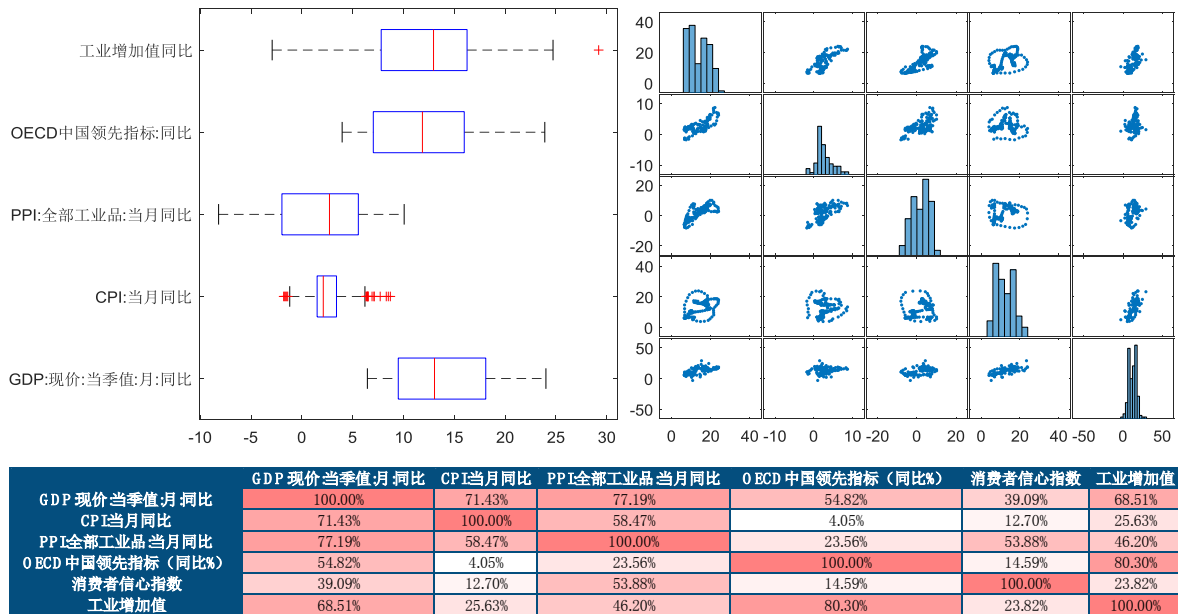
诚然，宏观经济变量是高度降维的结果，总量数据容易丢失内在结构信息，特别是进去去杠杆和稳经济的关键时期，经济结构的变化及变量之间的相互影响，非常值得关注。

### 三、宏观因子背后的隐变量

#### 3.1 主成分分析实现宏观经济指标的降维

上文梳理了主要经济指标单变量的对于资产配置的效用，但最大的问题在于，宏观变量之间本身存在较强的相关关系，单变量未考虑宏观变量间的内在关系。1.2 中也证明了本身 CPI 单变量提供的增量信息十分有限，因此，我们尝试采用 PCA 进行宏观因子的降维，提取能够解释大部分信息且相关性较低的主成分。

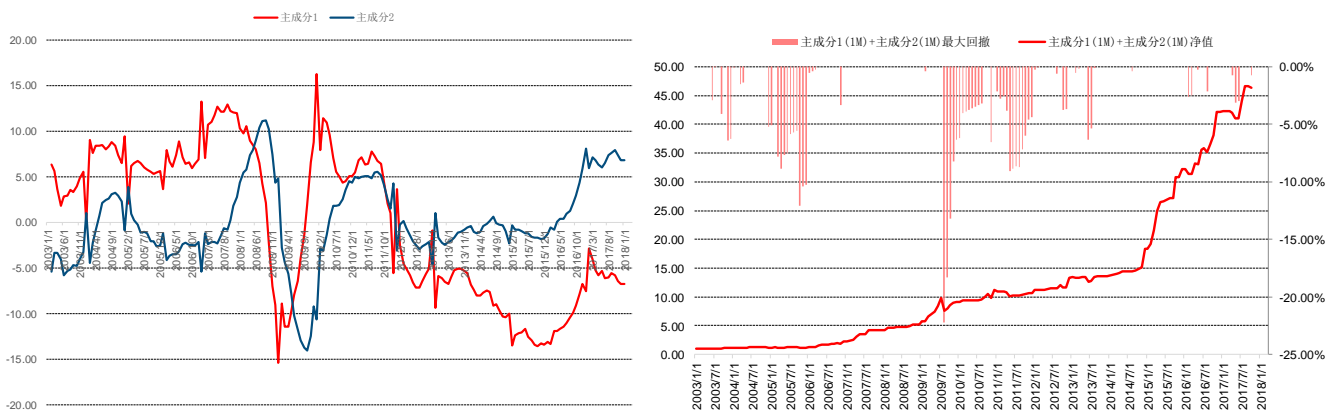
图 18：主要经济指标之间的相关性较高



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

我们选取 GDP 现价同比、CPI 同比、PPI 同比、OECD 的领先指标和工业增加值同比进行降维，提取前二的主成分，可以解释变量 90% 的信息，其中主成分 1 和经济的相关性非常高，而主成分 2 更像是价格指数。我们根据这两项主成分的差分进行配置，可以实现年化 29% 的收益，最大回撤 22%，夏普比率达到 1.48。这里的收益确实诱人，但核心在于实际投资中对于各项宏观变量方向的预测，这也侧面说明了利用简单的量化模型去预测经济的重要性。

图 19：主要经济指标之间的相关性较高



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部

综合以上，我们可以看出经济指标的同期变动对于资产价格的影响十分显著。尽管不同时期市场关注的核心变量可能存在差异，但很多大逻辑是长期稳定的，事件冲击会影响价格，价格可能会短期偏移价值，但均值回归是投资的重要支撑。

## 四、美股估值是否偏贵，接下来将何去何从？

### 4.1 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，美国实际GDP终值年化季率为2.9%，高于修正值得2.7%，略低于去年第三季度的3.2%，美国商务部表示，数据上调的核心贡献变量来自个人消费开支增长，其值高达4%，为经济增长贡献了2.75%，创三年以来的新高。展望2018年，我们认为上半年美国经济将保持温和回落，下半年仍有可能迎来反弹，被低估的美元也存在上行的空间。

再看PMI的数据，美国3月ISM制造业指数59.3，预期60，2月为60.8，当时创2004年5月以来新高。美国3月ISM制造业物价支付指数78.1，创2011年4月以来新高，预期72.5，2月为74.2。美国3月ISM制造业就业指数57.3，2月为59.7。美国3月ISM制造业新订单指数61.9，2月为64.2。整体高位震荡，绝对值略有回落，但依然保持景气。

美国劳工部4月6日公布就业数据，美国3月新增非农就业人数10.3万，不及市场预期，2月非农数据从31.3万上修至32.6万，1月数据从23.9万下修至17.6万。3月美国劳动参与率略降至62.9%，失业率维持在4.1%。美国三月非农数据不及预期。3月美国非农私人企业平均时薪环比增速从0.1%回升到0.3%，同比则从2.6%升至2.7%，薪资数据保持平稳。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。我们认为类似“贸易战”等事件性的干扰，导致很多波动性较高的经济指标异常，整体基本面依旧平稳。

图 20：美国失业率和 CPI

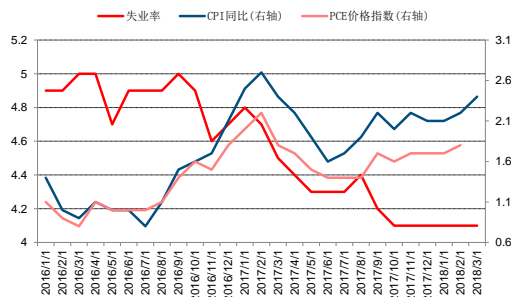


图 21：标普 500 和十年期国债收益率



图 22：美股最近加权美股收益（道指和标普 500）

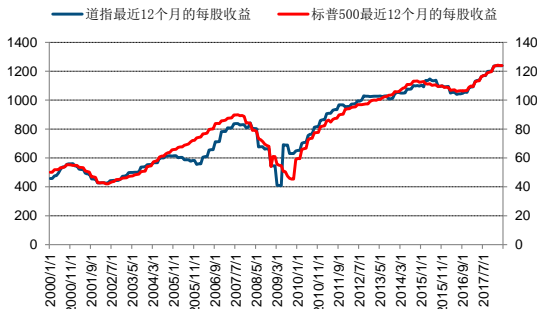


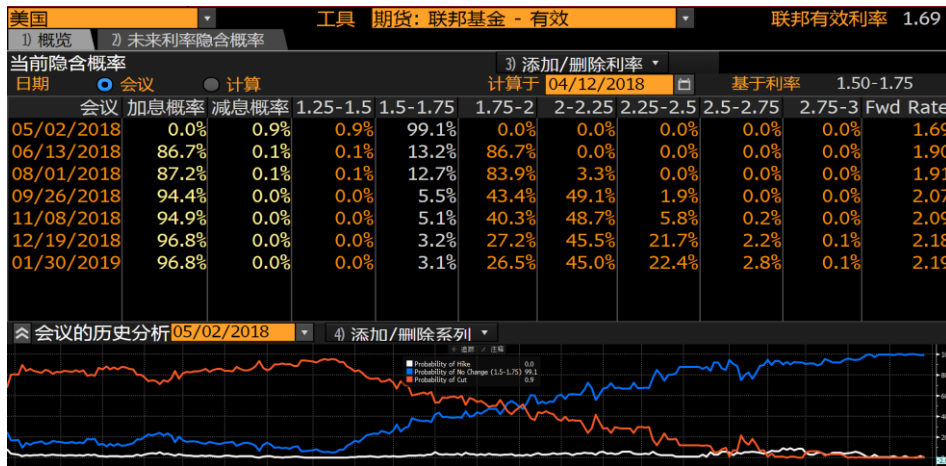
图 23：密歇根大学消费者信心指数



数据来源：bloomberg、wind、中信建投证券研究发展部

目前市场一致预期认为 5 月美联储加息概率较低。

图 24：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

## 4.2 道琼斯工业指数市盈率估计

截止 4 月 13 日，道琼斯工业指数的市盈率为 19.78 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。美股短期风险并未完全释放，货币政策、通货膨胀预期和技术面走势减分。贸易战和地缘政治的不确定性导致脉冲式下跌。逆全球化过程将最终引发全球经济回落，短期减仓规避风险，但美国经济下半年或重现相对强势，留意深跌后的反弹机会。

图 25：美股估值走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 7 月，其中 5,6,7 月为静态外推）



数据来源: wind、中信建投证券研究发展部



## 五、短暂蜜月期，黄金积极做多

在上个月的月报中我们提出：“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。”加息落地后，我们第一时间发出买入信号，目前可以继续多头持有，由于 5 月美联储大概率不加息，短期黄金上涨的利空（利率上行、美元反转）还需等待，作为美元信用体系的对冲工具，短期时间差推升了黄金的配置价值。另外，不得不提贸易战和地缘政治风险导致避险情绪升温对于黄金价格的贡献，但我们想强调，避险情绪是墙头草，经常会让黄金偏离其合理价值中枢且不具有持续性，更多时候是脉冲式的影响，因此本轮反弹的卖点可能会在 5 月中下旬，市场再起加息预期，黄金由于避险情绪上冲的时刻，我们将重点关注。

截止 2018 年 4 月 13 日，黄金现货价格为 1340.44 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 1400、1374、1350 美元。

图 26：黄金价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 7 月，其中 5,6,7 月为估计值）

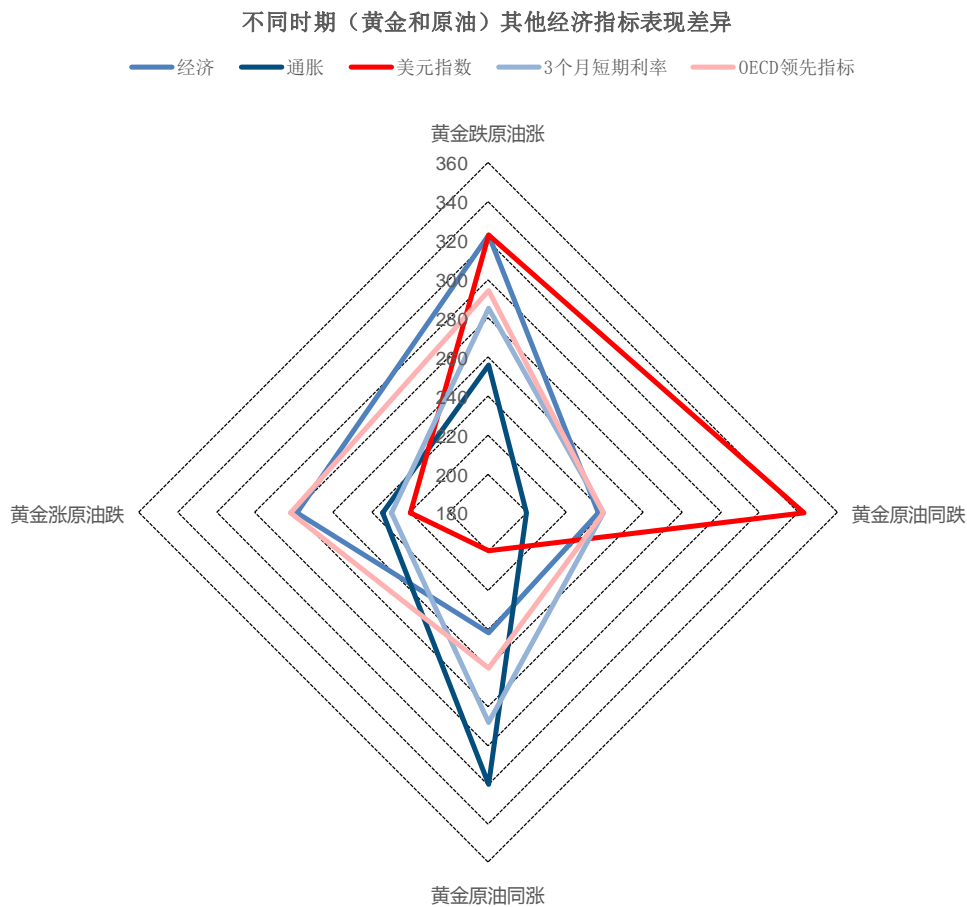


数据来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

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 27：黄金和原油组合涨跌时期经其他济指标的分布



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

## 六、原油多方利好，继续坚定看多

油价方面，美国能源信息署(EIA)周三(4月11日)公布的数据显示，上周美国原油库存意外大增，同时汽油库存也意外增加，但精炼油库存降幅大于预期。EIA公布，截至4月6日当周，美国原油库存增加330.6万桶至4.286亿桶，市场预估为减少18.9万桶。钻井机数量提高至815台，同比依旧回落。

图 28: OPEC 原油产量

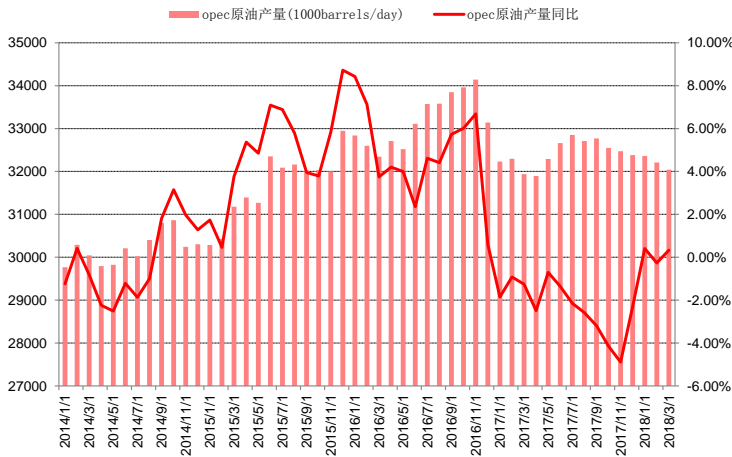


图 29: OPEC 原油产量 (按国家分)

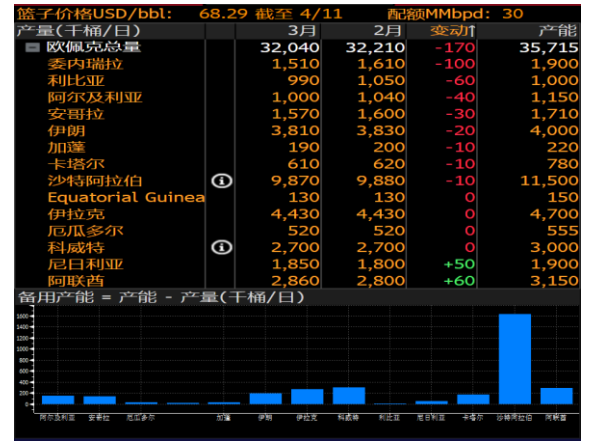


图 30: 美国原油库存

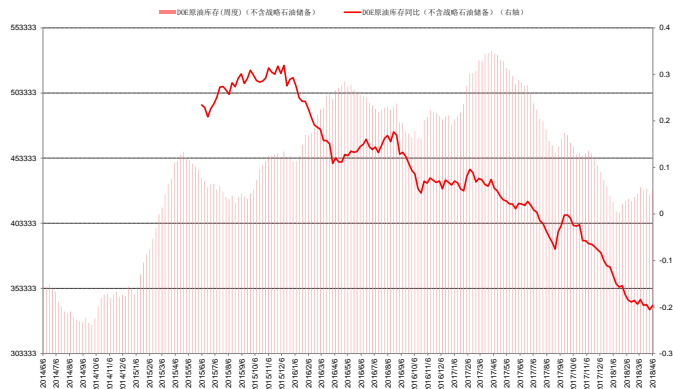


图 31: BAKER HUGHES 钻井机数量

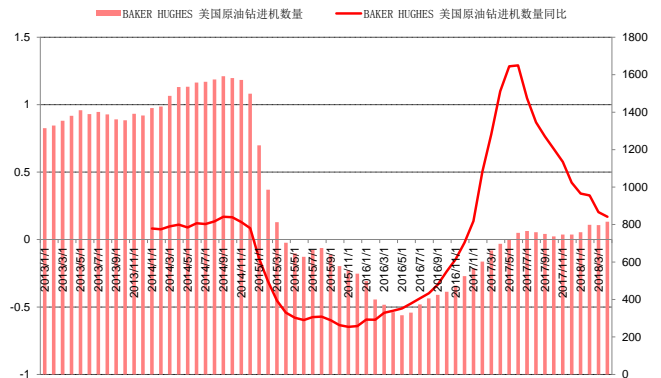


图 32: 美国原油产量

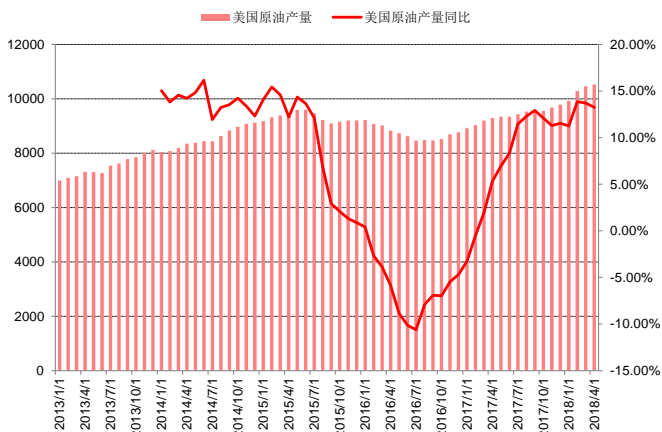
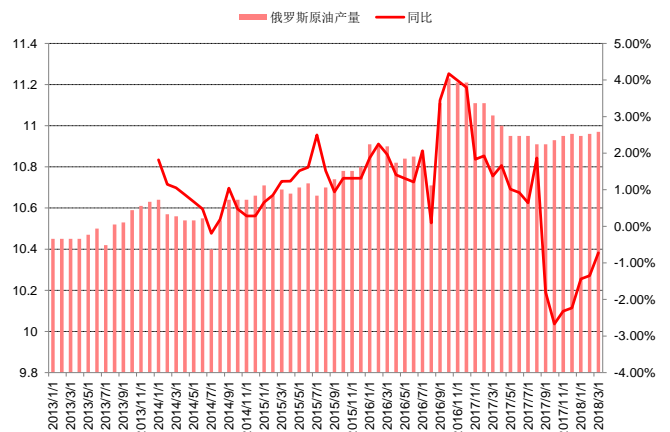


图 33: 俄罗斯产量



资料来源: bloomberg、中信建投证券研究发展部

资料来源: bloomberg、中信建投证券研究发展部

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 持续减产谁是关键变量, 谁更有



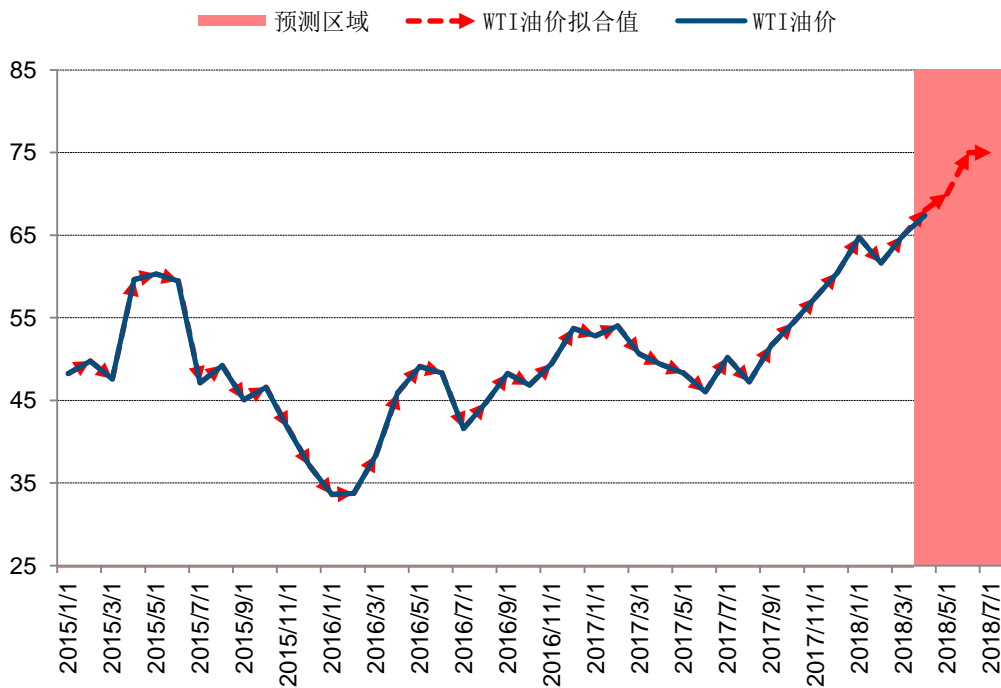


持续性？(2)页岩油的投资逻辑是否发生改变？(3)全球原油需求（经济预期）将如何变动？（4）地缘政治摩擦升级是否能助推油价上行？

回到我们的研究框架，从供给的角度来看，OPEC 减产持续进行中，三月减少 170 千桶/日，整体依然保持较高的执行率。中东贸易摩擦持续升级，对于未来经济的不确定性会推高原油价格，中东地区断供风险则为油价提供了新的支撑。需求方面，短空长多，最近两周库存数据和钻井机数的提升是减分项，但特朗普的经济刺激政策是中期加分项，如果下半年美国经济出现反弹，需求支撑价格。从金融资产角度，短期弱美元环境对原油价格有正面影响。

截止 4 月 16 日，WTI 原油价格在 67.39 美元，我们预计此轮油价有望上冲至 75 美元，目标时间 6 月底前。

图 34：原油价格走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 7 月，其中 2018 年 4 月-2018 年 7 月为估计值）



数据来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部



## 七、布局农产品中期做多机会

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 35：彭博农产品商品指数成分权重(2018.4.16)

代码	名称	到期	交易所	权重	结算价
C N8 Comdty	CORN FUTURE	JUL 18	Chicago Board of Trade	21.71	394.5
S N8 Comdty	SOYBEAN FUTURE	JUL 18	Chicago Board of Trade	20.6	1065
W N8 Comdty	WHEAT FUTURE(CBT)	JUL 18	Chicago Board of Trade	11.66	489.25
SMN8 Comdty	SOYBEAN MEAL FUTR	JUL 18	Chicago Board of Trade	11.49	386.8
SBN8 Comdty	SUGAR #11 (WORLD)	JUL 18	ICE Futures US Softs	9.02	12.2
BON8 Comdty	SOYBEAN OIL FUTR	JUL 18	Chicago Board of Trade	8.14	31.75
KCN8 Comdty	COFFEE 'C' FUTURE	JUL 18	ICE Futures US Softs	7.64	119.5
CTN8 Comdty	COTTON NO.2 FUTR	JUL 18	ICE Futures US Softs	4.89	83.35
KWN8 Comdty	KC HRW WHEAT FUT	JUL 18	Chicago Board of Trade	4.84	515

数据来源: bloomberg, 中信建投证券研究发展部

截止 2018 年 4 月 16 日，彭博农业分类指数总回报为 100.48，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，目前贸易摩擦的进展直接影响农产品价格，中长期或有做多机会。

图 36：彭博农产品商品指数走势预测结果（2015 年 1 月-2018 年 7 月，其中 5,6,7 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。9年证券从业，历任海通证券研究所金融工程高级研究员、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，对大类资产配置、资产择时领域研究深入，创立国内“量化基本面”投研体系。多次荣获团队荣誉：新财富最佳分析师2009年第4、2012年第4、2013年第1、2014年第3等；水晶球最佳分析师2009年第1、2013年第1等。

## 研究服务

**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数据的研究。

## 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

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

田倩 tianqian@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

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@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，且本文作者为在美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。本报告清晰准确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