
2018 年应该投资什么？

刘劲、陈宏亚¹

2018 年 3 月 28 日

2018 年 1 月我们在 DBA 同学中做的小范围投资情绪调查发现大家在新的一年里相对看好股市、看空房市。DBA 同学大多是价值投资取向，看好股市是因为对利润增长乐观，加上估值水平相对合理；看空房市主要是因为房价和基本面严重脱节带来巨大风险。DBA 同学在适度加大股市投资的情况下预计会大幅加大对企业的投资。我们的分析发现这些同学的企业有高利润、适中估值、高回报的特性，是中国企业中的佼佼者。

我们的宏观分析基本支持 DBA 同学对上市公司基本面的判断。2018 年初是自 2008 年金融危机以来全球经济最健康的时期。全球最重要的四大经济体——美国、中国、欧盟、日本——同时表现出稳定的增长，尤其中国控制住了债务和汇率的风险。CPI 和 PPI 的回升使企业重新有了盈利的机会。

进一步分析我们发现全球政治过程对经济发展的反应明显滞后。美国的激进贸易保护主义是由经济衰退引发，但在经济已经大幅回暖时才全面显现。再加上西方对中国崛起在安全上的担心和围堵，世界经济持续增长的政治基础非常不稳定。因此，我们建议，除了减少房产投资、适度增加对股市和自己公司的投资外，DBA 同学可以考虑用降杠杆和加大对低风险资产的配置，来对冲由全球的政经对抗所带来的巨大不确定性。

¹ 刘劲是长江商学院教授、副院长、投资研究中心主任；陈宏亚是长江商学院投资研究中心研究员。本研究有待更深入的探讨，仅为教学和内部讨论使用，如需引用需征得作者的同意。

1.DBA 小范围投资情绪调查

2018 年 1 月初，我们首次在 DBA 部分学员中发放了关于投资情绪的问卷调查，调查内容是关于大家对 A 股、房地产等投资品价格走势的看法。整体而言，同学们对未来 A 股走势的看法比较积极。63.7%的受访者认为，在未来 12 个月 A 股会上涨，只有 16.9%的人认为会下跌。在认为上涨的意见中，60.5%的人认为未来涨幅将在 15%~30%之间，上涨意见平均值为 25%，中位数为 20%；在认为下跌的意见中，66.7%的人认为未来跌幅在 5%~10%之间，下跌意见平均值为 13.3%，中位数是 10%。将同学们给出的涨幅和跌幅意见进行汇总取平均值，A 股涨幅为 17.8%，中位数为 20%。

关于 A 股上市公司未来 5 年利润的年均增长率，同学们看法也比较积极，但涨幅意见分歧较大。有 13%的人认为涨幅小于 5%，11%人认为涨幅在 15%~20%之间，甚至有 4.3%人认为涨幅将超过 50%，大部分人(52.2%)认为涨幅在 5%~10%之间。综合同学们意见，A 股上市公司未来 5 年利润的年均增速平均值为 17%，中位数为 10%。

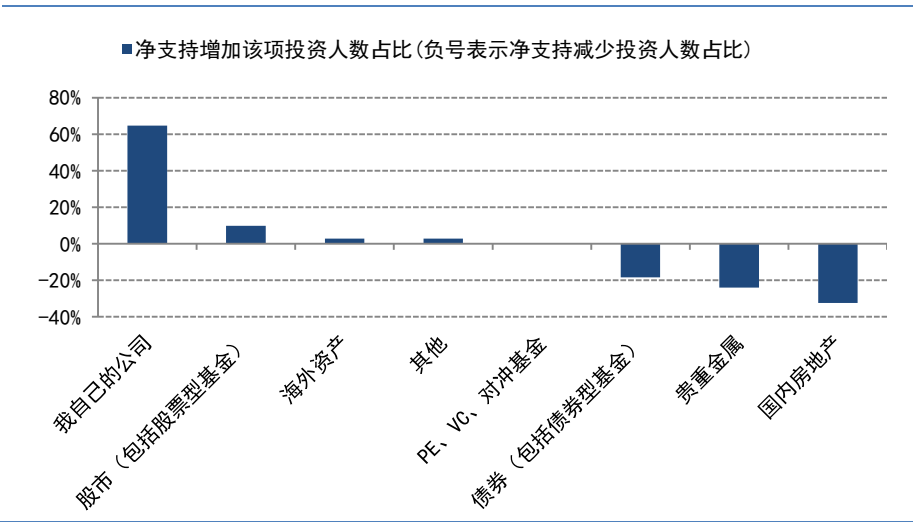
尽管同学们对 A 股未来走势持积极态度，仍有 39.4%的人认为，目前 A 股价格相比基本面来说太高，43.7%的人认为基本合理，认为合理的比例略高于认为太高的比例。

同学们对房市的看法相对负面，认为房价是否合理的意见相当集中，76%的受访者认为，目前一、二线城市的房价和城市居民的财富与收入相比太高，只有 17%的人认为基本合理，认为房价太低的仅有 2.8%。然而，尽管如此，仍有 52%的人认为房价在未来 1 年仍将继续上涨，涨幅意见平均值为 19.4%，中位数为 15%。只有 26.8%的人认为房价会下跌，下跌意见平均值为 13.8%，中位数是 15%。汇总涨幅和跌幅意见，则未来 1 年一、二线城市房价上涨的平均值是 7.8%。中位数是 10%。

以上是调查同学们对市场的主观判断。从另外一个侧面，我们问到大家会具体如何操作，在将来的一年里会增加或减少哪类的投资。同学们显现出了明显的对股市的相对偏好和对地产、债券和贵金属的规避。我们用加大投资的人数扣除减少投资的人数得到净增加投资的人数，发现对国内房地产、债券和贵金属的净减少投资人数占比为 32%、18%和 24%。而对股市的净增加投资人数占比为 10%。

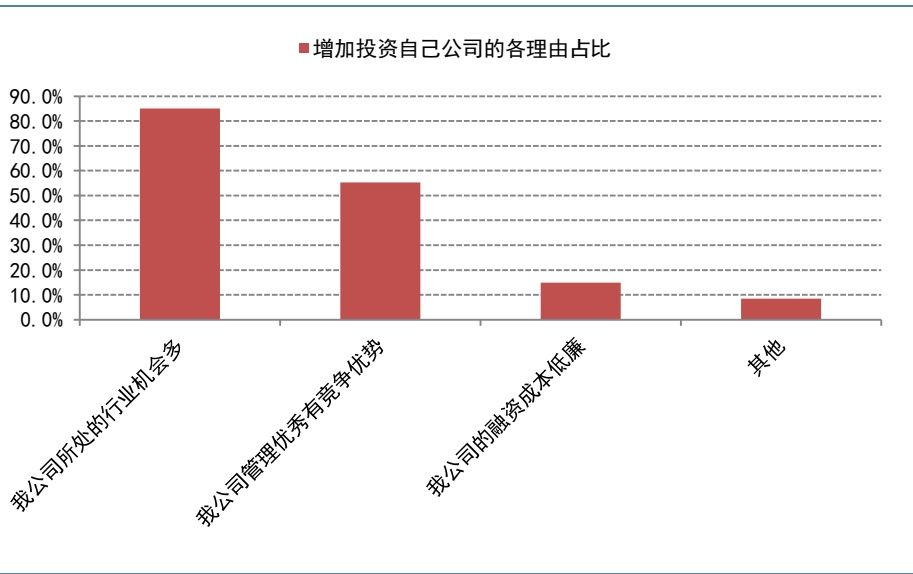
另外，受访者普遍表现出对自己公司具有较强的信心，有 65%的受访者选择增加投资自己的公司，仅有 1 人选择减少投资自己的公司。当我们问到为什么要追加投资自己的企业时，给出的最重要原因有两点，85%的人认为自己行业里的投资机会多，55%的人认为是由自己企业的管理所带来的竞争优势。

图 1：DBA 受访学员的投资意见



说明：该图是问卷问题“在将来的 12 个月，您会加大/减少以下几种投资”的统计结果，净支持增加人数占比，是用支持增加该投资的人数扣除减少该投资的人数再除以总样本，正号表示净支持人数大于零，负号表示净支持人数小于零。

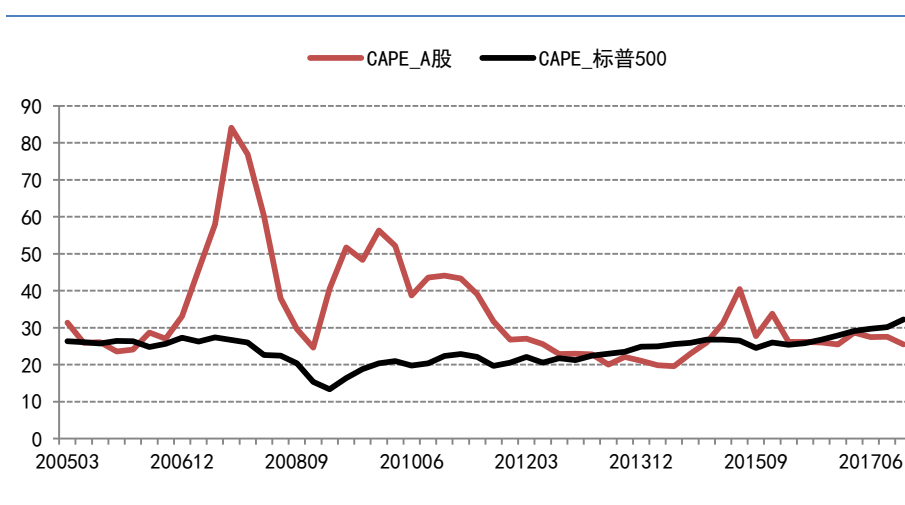
图 2：DBA 受访学员选择增加投资自己公司的原因



说明：该图是问卷问题“如果您在上一题中选择了增加投资我自己的公司，请描述您的理由”的统计结果。各理由占比是用选择该理由的人数除以选择投资自己公司的人数。

从以上调查结果可以说明两个问题：第一，DBA 同学的基本投资理念属于价值投资。大家不看好房地产并不是认为地产要垮掉，而是因为价格太高、偏离了基本面。大家相对看好股市，是因为大家对上市公司的盈利增长比较有信心，而且觉得上市公司的股价虽然偏高但相对合理。我们自己对股市和房市的研究结果与 DBA 同学对这两个市场的判断基本相吻合。房地产的超高估值是个不争的事实，但泡沫何时破裂实际是非常难预测的。减低对泡沫资产的匹配是风险控制的防御性策略，不见得在 12 个月内风险就会显现在价格上。股市的价值投资出发点是基本面和估值，在下面一节我们会对宏观和微观的基本面做更详尽的分析，总体来说全球和中国经济目前处于最近几年来最好的状态，这种状态同时体现在上市公司的收入和盈利上。至于估值，以下图表可以看出，相对美股或 A 股十二年来历史估值，目前 A 股上市公司的估值处于多年的相对低位。值得注意的是，由于政府对企业上市制度的行政管制，使得中国资本市场的供求关系长期受到供给侧的制约，导致 A 股估值从整体上高于港股和在美国的中概股，从而使港股和中概股成了投资中国上市企业的价值洼地。

图 3:2005 年 3 月至 2017 年 12 月 A 股非金融上市公司与标普 500 周期调整市盈率(CAPE)

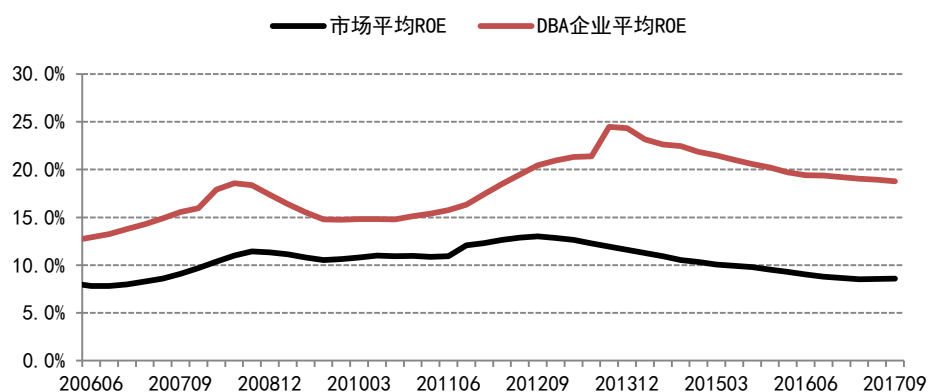


说明：①该图反映的是我国非金融行业上市公司和美国标普 500 在 2005 年 3 月至 2017 年 12 月期间的市盈率。②图中的 CAPE 指周期调整市盈率(Cyclically Adjusted Price to Earnings Ratio)。一般来说，公司的盈利有时波动很大，会表现出一定周期性，因而在计算市盈率时通常要对盈利进行调整。这里的调整方式是，把经过通胀调整后的过去 10 年的平均盈利作为 PE 中的 E，把经过通胀调整之后的当期股价作为 PE 中的 P。③我国上市公司的数据来自 CSMAR。美国标普 500 市盈率来自诺贝尔经济学家 Robert.Shiller 的个人网页。

第二，DBA 同学对自己的公司有强烈的投资偏好。出现这种现象的原因可能有两个：一种可能是同学们普遍过分自信，对自己的企业有不切实际的判断。另一个可能是这些同学的企业本身就非常优秀，其质量高出了中国企业的平均水平。

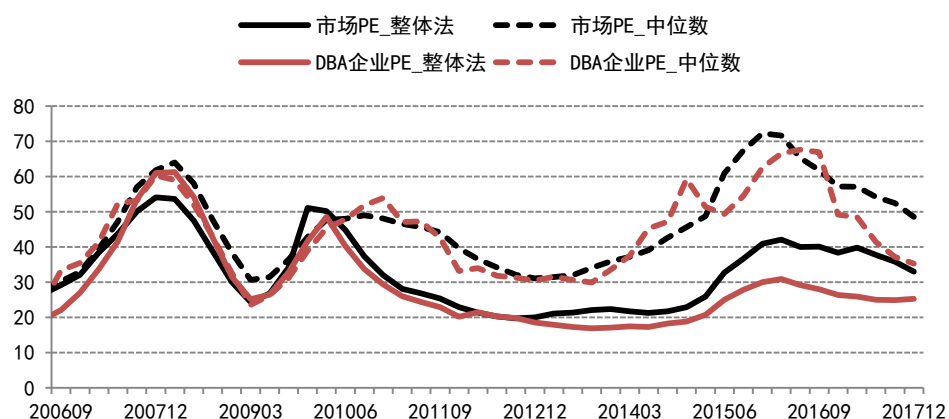
为了判断这两种可能哪一种更合理，我们把在 A 股上市的 DBA 企业与 A 股的平均盈利能力（ROE）、估值水平（市盈率）、以及投资回报进行比较。结果显示，DBA 企业的平均水平显著高于市场平均水平，从 2006 年到 2017 年 9 月，DBA 企业的整体 ROE 平均在 18% 左右，而市场在 10% 左右。同时 DBA 企业的估值水平却略低于市场平均水平。按照整体法计算，在 2017 年底，DBA 企业的市盈率为 25，市场为 33。如果取中位数，DBA 企业目前的市盈率为 35，市场为 48。最后，从过去的股价表现看，投资 DBA 企业是一个不错的选择。从 2009 年到 2017 年 12 月，DBA 企业 3 年平均股票回报率始终跑赢沪深 300，每年大约有 5% 到 10% 的超额回报。

图 4：2006 年 6 月至 2017 年 9 月 DBA 企业与 A 股非金融上市公司 ROE 对比



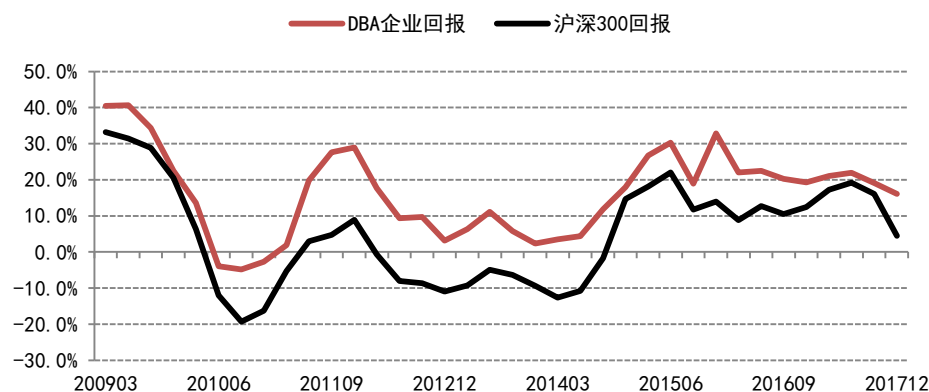
说明：①该图对比了 DBA 企业与 A 股非金融上市公司，在 2006 年 6 月~2017 年 9 月这段时间 3 年平均 ROE 水平。我们只选取了 DBA 企业中在 A 股上市的公司。②计算方式：分别计算每只股票 3 年平均净利润和 3 年平均净资产，然后对同一时期的净利润和净资产进行加总然后计算 ROE。③数据来源：CSMAR。

图 5：2006 年 9 月至 2017 年 12 月 DBA 企业与 A 股非金融上市公司 PE 对比



说明：①该图对比了 DBA 企业与 A 股非金融上市公司，在 2006 年 9 月~2017 年 12 月这段时间连续 12 个月的平均 PE。我们只选取了 DBA 企业中在 A 股上市的公司。②我们分别按照整体法以及分位数法计算了 DBA 企业和 A 股市场的 PE。③数据来源：CSMAR。

图 6：2009 年 3 月至 2017 年 12 月 DBA 企业与沪深 300 指数 3 年平均股票回报对比



说明：①该图对比了 DBA 企业与沪深 300 指数，在 2009 年 3 月~2017 年 12 月这段时间连续 3 年的平均回报率。我们只选取了 DBA 企业中在 A 股上市的公司。②我们按照整体法将 DBA 企业的不含股利的股价编成指数，然后求 3 年平均回报并与沪深 300 对比。③数据来源：CSMAR。

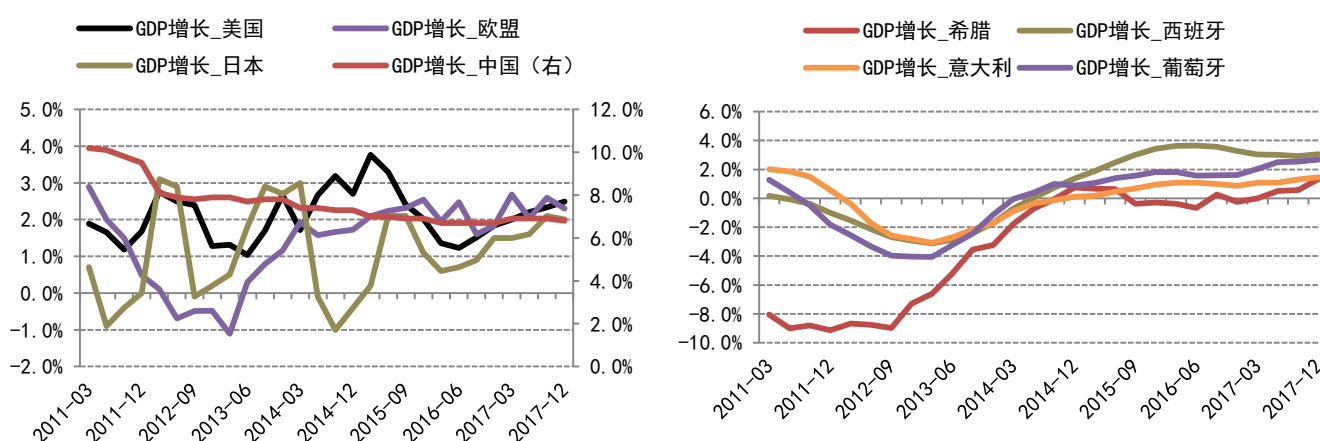
2.宏观的基本面分析

股权投资的基本面来自于公司的盈利能力以及业绩的增长，而公司的盈利能力和业绩增长又受到全国乃至全球宏观经济的影响。从某种意义上看，虽然 08 年的金融危机已经过去近十年，但全球经济实际并没有完全走出金融危机长长的阴影。中国经济看似几乎没受到金融危机的影响，08 年以来 GDP 一直保持高速或中高速增长，但不可忽视的是激进的财政政策带来的产能大量过剩和债务快速攀升，以及连带产生的资本外逃倾向和人民币汇率的巨大压力。美国、欧洲、日本没有动用财政政策的强刺激，但不得不把利率降到零，用无比充沛的流动性刺激投资和消费，降低债务的利息负担。值得一提的是，在 16 年底，世界的主要经济体（中、美、欧、日）从来都是“不是你有问题就是我有问题”，没有同时都健康的，但到了 16 年底，大家的问题都同时得到了较好的控制。所以从宏观的数据上看，目前是 08 年金融危机以来最好的年头。主要原因包括：1）美国通过零利率有效地让经济恢复了增长，目前已经进入加息、回收流动性的阶段；2）欧盟在经过一番国与国之间的讨价还价、互相指责的阶段之后，终于回归大义，通过用零利率和欧盟中心国家对周边国家的金融援助，使欧盟得以走出欧债危机，重新走上增长的道路；3）中国通过去产能的供给侧改革，对债务的高速增长进行了有效的遏制。其次，通过外汇管制和汇率市场干预有效地杜绝了资本外流，维持了人民币汇率的稳定性。

2.1 全球欧盟经济强劲复苏

自 2008 年美国次贷危机和 2010 年欧债危机爆发以来，全球经济普遍下滑。我们把 2000~2016 年这段时间划分为两个阶段，2000~2007 年为危机前阶段，2010~2016 年为危机后阶段。美国是发达经济体中最先复苏的国家。危机前，美国 GDP 年均增速为 2.7%，危机后，略微下滑至 2.1%，接近危机前水平。欧盟情况较差，危机前平均增速为 2.4%，危机后下降到 1.4%。日本经济持续低迷，危机前后水平维持在 1.2% 左右。然而最近，世界经济出现了积极的变化。2017 年 12 月，美国经济继续上行，GDP 同比增速为 2.5%。变化最大的是欧盟，危机后，其经济增速一度下滑至负增长，2013 年一季度开始逐渐复苏，到 2017 年 12 月，经济增速已经达到 2.3%，与危机前平均水平相当。

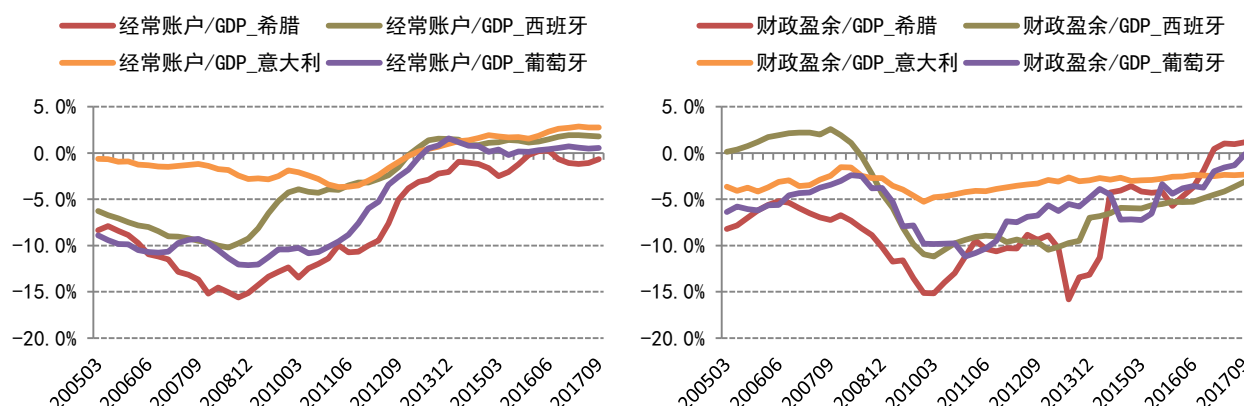
图 7：2011 年 3 月至 2017 年 12 月重要国家和经济体 GDP 增长情况



说明：①左图反映的是我国以及美国、欧盟和日本在 2011 年 3 月~2017 年 12 月以季度为频率的 GDP 实际增速。右图反映的是欧债危机严重的四个国家，在相同期间 GDP 实际增速。②美国和日本的数据来自 Wind，欧盟及其成员国的数据来自欧盟统计局。尽管英国已经脱欧，但图中的欧盟仍然包括英国的情况。

欧盟经济的复苏得益于欧债危机的缓解。曾经深陷经常账户赤字和财政赤字的欧洲四国——意大利、西班牙、葡萄牙和希腊，情况显著好转。2008 年，上述四国的经常账户赤字占 GDP 比分别为-2.8%、-9.3%、-12.1%、-15.1%，目前（2017 年 9 月）则分别为 2.8%、1.8%、0.5%和-0.7%。财政赤字也大幅改善，分别由 2009 年的-5.3%、-11%、-9.8%、-15.1%改善为-2.3%、-3.1%、-0.1%、1%（2017 年 9 月）。随之而来的是经济增速摆脱负增长阴霾，截至 2017 年 12 月，GDP 增速分别为 1.5%、3.1%、2.7%和 1.3%。

图 8：2005 年 3 月至 2017 年 9 月欧债危机较为严重国家的经常账户和财政盈余占 GDP 的情况

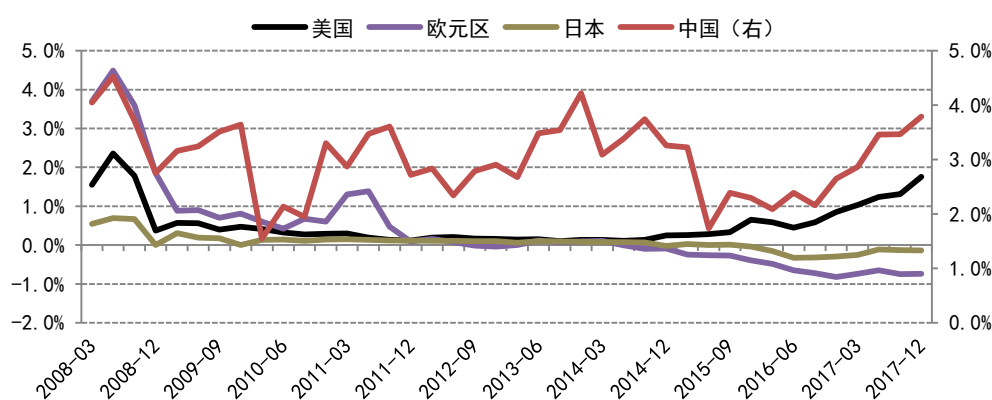


说明：①左图反映的是欧债危机严重的四个国家，在 2005 年 3 月~2017 年 9 月以季度为频率的经常账户占 GDP 比例情况，右图反映的该四个国家在相同期间财政盈余/赤字占 GDP 比例情况。②两幅图的数据均进行了年化处理，以左图为例，在每个期间上，将连续 4 个季度的经常账户金额和 GDP 值分别加总，然后计算比值。③所有数据来自欧盟统计局。

2.2 全球的低利率时代接近尾声，美联储率先加息

短期国债收益率在一定程度上代表了一国基准利率。危机爆发后，美国经济迅速跌入负增长区间，美联储随即开启量化宽松政策，从 2008~2015 年间，美国 1 年期国债收益率由危机前约 2% 的水平下滑至约 0.4%。在经历两年增长低迷后，美国经济开始强劲复苏，到 2015 年，GDP 增速达到 2.9%，美联储开始危机后的首次加息。目前，美国 1 年期国债收益率已经由 0.4% 上升至 1.8%，接近危机前水平。与此同时，欧洲央行和日本央行仍然处于量化宽松政策当中，欧元区 and 日本的 1 年国债收益率仍在负值区间，但已经停止了下降趋势。

图 9：2008 年 3 月~2017 年 12 月中国、美国、欧元区和日本 1 年国债收益率

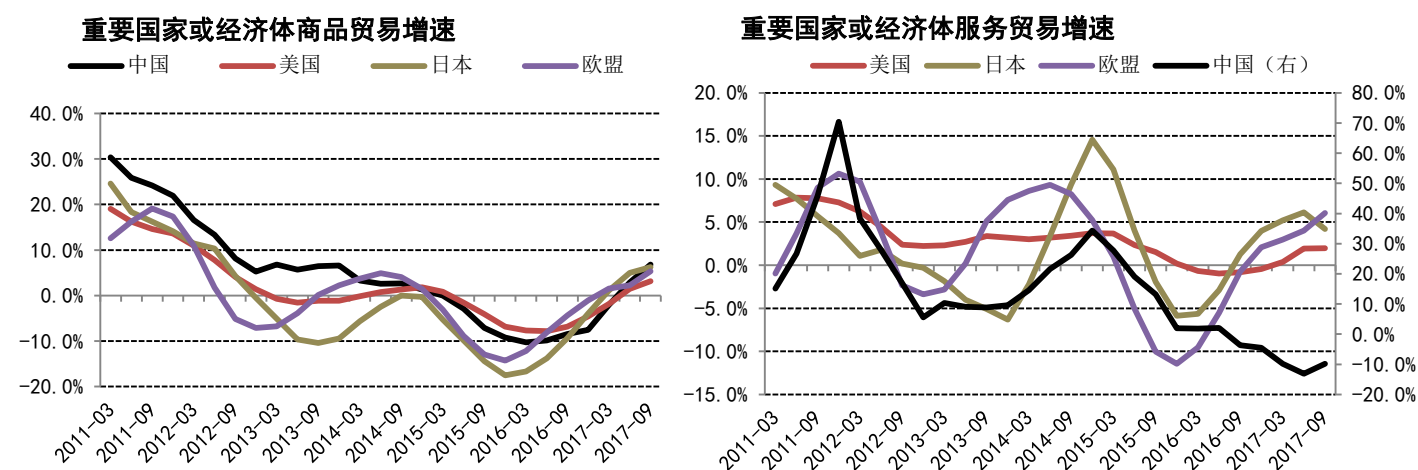


①该图反映的是 2008 年 3 月~2017 年 12 月期间，中国、美国、欧元区和日本 1 年国债收益率。②数据来源：Wind。

2.3 全球贸易摆脱下滑阴霾

与经济复苏相伴的是国际贸易的恢复。危机前，美国、欧盟、日本和我国商品贸易年均增速分别为 4%、8.7%、4%和 31.9%，危机后下滑至 0.5%、-1.3%、-3.5%和 2.5%。危机前，服务贸易增速分别为 5.2%、10%、3.3%和 18%，危机后下滑至 2.6%、1.4%、1.4%和 9.1%。然而，同样是在 2017 年，全球贸易回暖，美国、欧盟、日本以及我国的商品和服务贸易均摆脱负增长态势。需要特别指出，我国的服务贸易出现了与全球变化不一致的趋势。从 2014 年开始，我国服务贸易增速迅速下降，截至 2017 年 9 月，我国服务贸易仍在继续下滑，同比增速为-9.8%。引发增速下滑的主要是以下四类服务，商业服务、交通运输、建筑以及金融保险，四类服务在全部服务贸易中占比 65%，其中，商业服务占比最高 39%，其在 2014~2016 年间的平均增速-6.2%，交通运输、建筑和金融保险在该期间的年均增速分别为-7.2%、-10.4%、-12%。中国服务贸易在全球回暖的情况下明显萎缩是一个非常值得焦虑的变化。和商品贸易不同，服务需要人来完成，服务贸易的萎缩意味着人之间的来往减少了，是有悖于全球化、中国融入世界的初衷的。

图 10：2011 年 3 月~2017 年 9 月重要国家或经济体贸易增速



说明：①左图反映的是我国、美国、欧盟以及日本在 2011 年 3 月~2017 年 9 月期间商品贸易的同比增速，右图反映的是它们在相同期间服务贸易的同比增速。②计算方式和数据来源：商品和服务贸易实际增速均剔除的是美元通胀。数据来自 IMF。

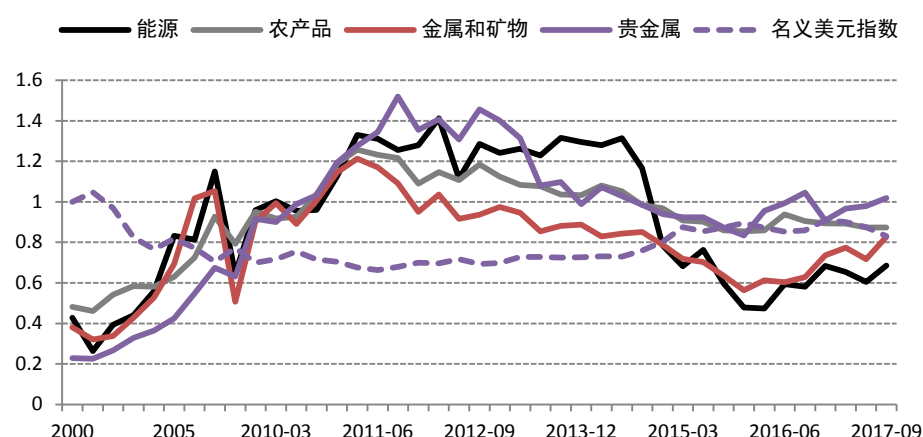
2.4 大宗商品价格急速回升

与经济增速和商品贸易一同复苏的还有大宗商品价格水平。能源以及金属矿

物类大宗商品与生产活动休戚相关。从 2000 年至 2008 年 7 月危机爆发前，以中国为代表的新兴国家经济快速发展，并带动了这两类大宗商品价格持续攀升，年均增长分别达 17.4%和 10%。随着危机爆发，全球经济增速放缓，这两类大宗商品价格大幅下跌，在 2008 年 7 月至 2015 年 12 月期间，年均增长-16.8%和-10.5%。从 2015 年末至 2017 年 11 月，两类大宗商品价格再次恢复增长态势，年均增速达 25%和 20%，本轮增长可能与欧盟经济复苏有关。

贵金属价格水平主要反映的是黄金的价格走势。一个有意思的现象是，进入 2000 年以来，美元和黄金的价格走势呈一定反向关系，黄金走强，美元走弱：2000~2008 年间，黄金价格年均增长 14.8%，美元年均增长-3.2%；2015 年至今，黄金价格年均增长 9.6%，美元年均增长-2.7%；例外的是 2008~2015 年，黄金和美元分别年均增长 4%和 2.2%，这期间可能与全球经济不景气，人们处于避险情绪购买黄金和美元资产有关。

图 11：2000 年 1 月~2017 年 9 月四类大宗商品价格走势



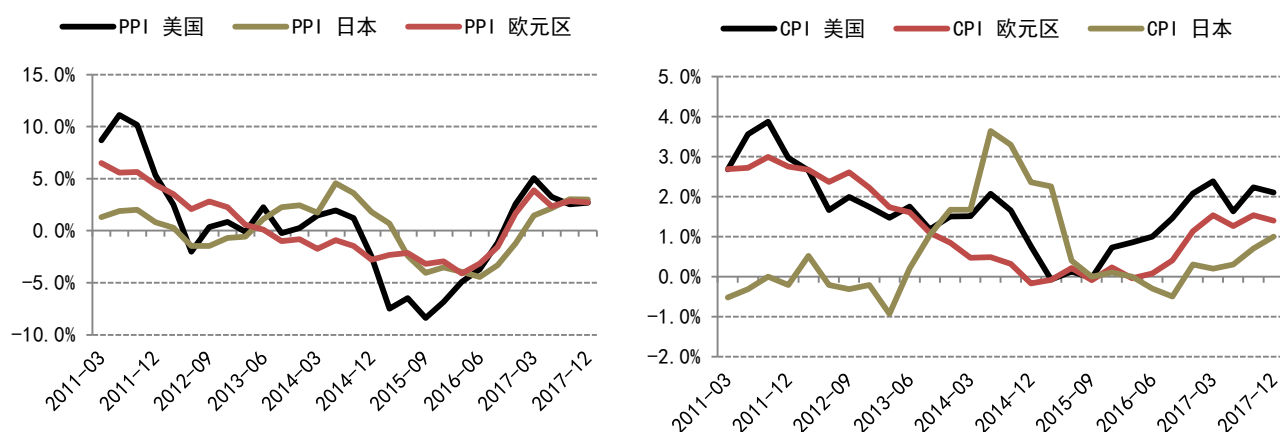
①该图反映的是能源、金属和矿物、贵金属以及农产品四类大宗商品，在 2000 年 1 月~2017 年 9 月期间名义价格水平，在编制四类大宗商品的价格指数时，以 2010 年的价格水平为基准。②大宗商品价格数据来自世界银行。美元指数来自 wind。

2.5 PPI 持续走高，CPI 告别零增长时代

工业品大部分是可贸易品，因而生产资料价格指数（PPI）在全球有一定同步性。金融危机后，美国、欧元区、日本 PPI 走势低迷，都出现了较长时间的负增长，各国程度略有不同，美国和日本大约持续了 2 年，欧元区持续了约 3 年。但是，从 2016 年下半年开始，上述三个地区的 PPI 陆续走出阴霾，从负增长扭

转为正增长，截至 2017 年 12 月，美国、欧元区、日本的 PPI 季度同比增速分别为 2.7%、2.8%、3%。PPI 走势提高与欧盟经济复苏、大宗商品价格走高有关。与此同时，美国、欧元区 CPI 也告别了零增长时代，2017 年 12 月同比涨幅为 2.1%、1.4%。日本 CPI 涨幅仍然不高，只有 1%。

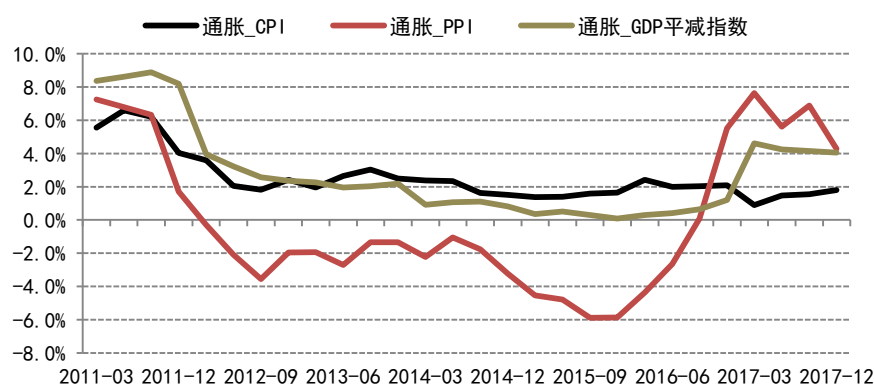
图 12：2011 年 3 月~2017 年 12 月美国、欧元区和日本 PPI 和 CPI 走势



①左图反映的是 2011 年 3 月~2017 年 12 月期间，美国、日本和欧元区的 PPI 价格走势，右图反映的是它们的 CPI 在此期间的走势。②数据来源于 Wind。

与全球价格同步，我国 PPI 在经历了连续 18 个月负增长之后，于 2016 年三季度由负转正，截至 2017 年 12 月，我国 PPI 同比增长 4.3%，受此影响，GDP 平减指数涨幅远高于 CPI 涨幅，前者为 4.1%，后者为 1.8%。

图 13：2011 年 3 月~2017 年 12 月我国通胀水平

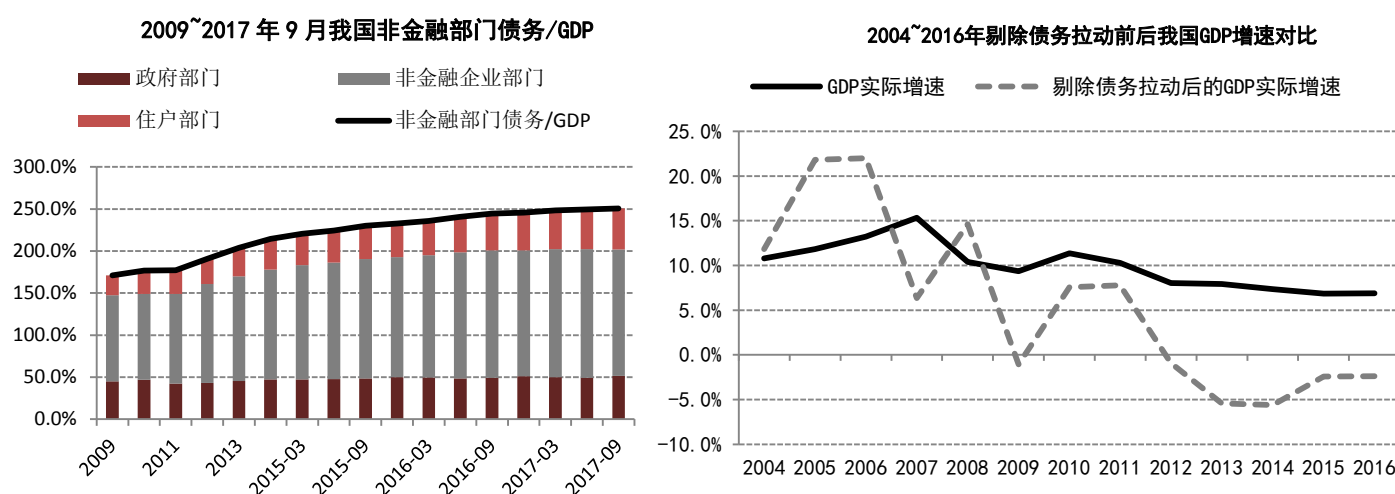


①该图反映的是 2011 年 3 月~2017 年 12 月期间，我国 PPI、CPI 以及 GDP 平减指数的价格走势。②数据来源于 Wind。

2.6 中国债务规模整体可控，汇率风险较低

2010 年以来，我国经济增速持续下滑，为提振经济，我国出台了经济刺激计划，在投资回报率下降的背景下，经济刺激的后果是造就了过剩产能和规模庞大的内部债务。2009~2015 年，我国非金融部门债务年均实际增速达 14.6%，债务占 GDP 比重从 1.7 上升至 2.3。如果将债务对 GDP 的拉动剔除，我国经济增速将下降很多，很多时候甚至为负值。从 2013~2016 年，在债务的拉动下，我国 GDP 增速表现为 7.8%、7.3%、6.9%和 6.7%，如果将债务拉动率剔除，增速则只有-5.4%、-5.6%、-2.4%和-2.4%。2015 和 2016 年剔除债务后的增长率没有继续下探，表明我国债务总体规模的增长趋势已经得到控制，2015 年、2016 年和 2017 年（前 9 个月的年化值）债务实际增速分别为 16%、12%和 8%。目前，债务占 GDP 比重控制在 2.5 倍左右。

图 14：我国的债务规模变化以及剔除债务拉动前后的 GDP 实际增速



①左图反映的是 2009~2017 年 9 月我国非金融部门债务占 GDP 的比重，右图对比的是我国在剔除债务前后 GDP 增速情况。②左图计算方法：不同部门的债务水平来自我们的估算，住户部门债务包括住户贷款，政府部门债务包括国债、政府支持机构债、地方政府债和城投债，平台贷款根据公开资料进行整理。非金融企业债务包括银行贷款和各类债券、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票、小贷公司贷款。我们计算的结果与国际清算行估算的结果基本一致。③右图计算方法：先计算扣除债务后的名义增速=（本期名义 GDP 增量-本期净负债增量）/期初名义 GDP，扣除债务后的实际增速=上述名义增速-通胀率。净负债增量=债务增量-M2 增量。④数据来源：分别来自 Wind，Choice，信托业协会。

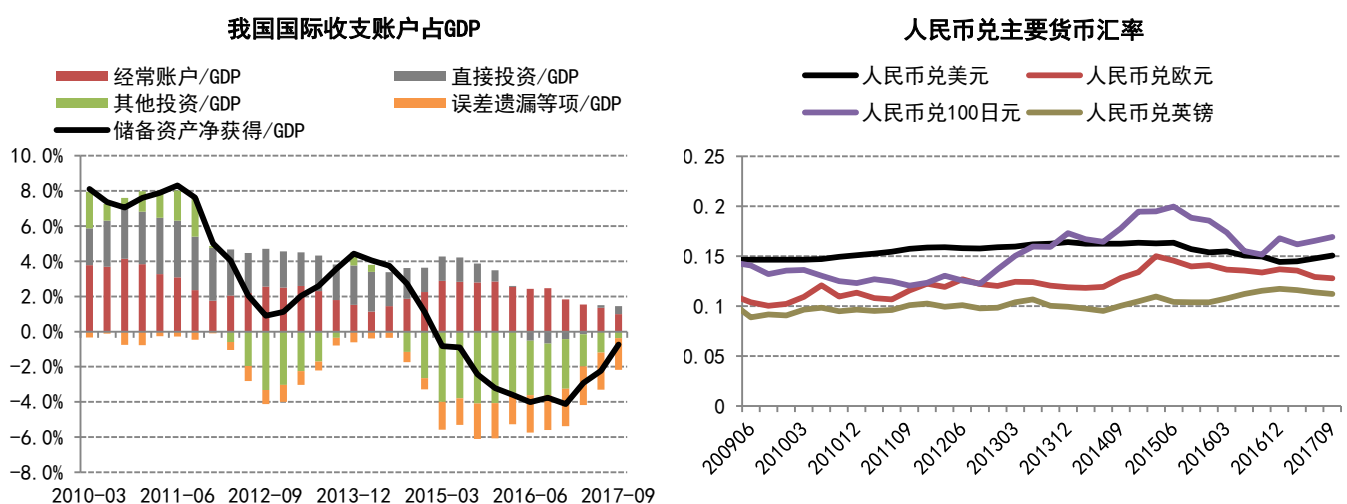
在全球贸易增速下降的背景下，我国经常账户占 GDP 比重也相应下降。该比重在 2007 年曾一度达到 10%，2016 年已经下滑至 1.8%，2017 年 9 月为 1%。2014 年 3 季度开始，我国由当年国际收支形成的储备资产净流动方向出现了反转，由过去净流入转为净流出，到 2016 年四季度，储备资产净流入占 GDP 比重

下滑到-4.1%（负值表示净流出），该比值在高峰时曾达到 13%（2007 年）。2017 年，情况有所好转，逆差规模缩小，目前其净流入规模占 GDP 比重为-0.7%。

从具体项目看，经常账户始终维持顺差地位。FDI 账户随着我国加强对外直接投资，顺差规模显著下降。对储备资产净流入影响最大的是其他投资账户，该账户主要包括贷款、贸易信贷、货币和存款等项。自 2014 年三季度开始，该账户出现逆差并逐步扩大，这可能与企业偿还外币借款、资金汇出中国境内有关。2017 年，其他投资账户逆差缩小，目前其规模占 GDP 比重为-0.4%。

国际收支情况直接影响汇率水平。随着我国储备资产净流动方向由正变负，人民币兑美元汇率发生较大幅度贬值，2014~2016 年间，人民币相对美元贬值 11.8%，同一期间，人民币相对欧元小幅升值 2%，这与该期间欧盟经济疲弱有关。2017 年，人民币兑美元情况好转，前 3 个季度相对美元升值了 6%(年化后结果)，而随着欧盟经济走强，人民币相对欧元贬值-8.7%。

图 15：我国国际收支各账户占 GDP 比重以及人民币兑主要货币汇率变化



①左图反映的是我国在 2010 年 3 月~2017 年 9 月期间，国际收支各账户占 GDP 比的情况，右图反映的是 2009 年 6 月~2017 年 9 月人民币兑主要货币的汇率变化。②右图的数据进行了年化处理，以经常账户为例，在每个期间上，将连续 4 个季度的经常账户金额和 GDP 值分别加总，经常账户金额按同期美元兑人民币汇率换算成人民币，然后计算比值。③数据来源：国际收支平衡表的数据来自国家外汇管理局，GDP 以及汇率数据来自 Wind。

3.讨论

我们的宏观分析发现 2018 年的第一季度是 08 年金融危机以来全球经济最繁荣的时期。无论是美国、欧盟、中国还是日本都回到良性增长的道路。作为世界第二大经济体，中国对债务规模和汇率压力的有效控制对全球的经济局势起到了非常重要的积极作用。对企业尤其重要的是产品价格的回升，使企业重新获得盈利的空间，有促进投资的积极影响。

DBA 同学在投资情绪调查中表现出的对自己企业和股市的看好符合全球经济全面复苏的宏观判断。他们对房地产的谨慎态度主要是来自于对风险的防御式规避，而不是判断房市的崩盘。

令人遗憾的是经济数据并不是投资判断的唯一依据，人类社会所有的大趋势，包括经济、政治、军事、文化等等，都会对资产价格产生直接或间接的影响。从全球大视角来看，除了经济数据鼓舞人心之外，其它很多方面实际都令人非常担心。二十一世纪全球最大的政经事件是中国的持续崛起，以及其它国家对中国崛起做出的反应。大国的崛起必然会对原有体系带来地动山摇般的冲击，唯一平稳过渡的可能是全球主要国家对这种巨变事前达成共识，并积极管理这一过程，否则这种过程一定是动荡的，充满不确定性的，甚至造成正面冲突。以目前的情形来看，这种国际共识并没有达成，因此这个过程不是平稳的。TPP、台湾问题、钓鱼岛问题、南海问题的发酵只是这种动荡的前奏，最近美国把中国正式列为战略竞争对手，以及聚焦中国出口的巨额惩罚性关税计划是这种不确定性的具体体现，把深层的不稳定带到了明处。中国服务贸易最近几年的萎缩也绝对不是一个好的兆头。虽然贸易战不见得真正能打起来，但深层的不确定性却不会因为避免贸易战而消减，而是愈演愈烈，时刻有可能引发更大的显性危机。

如何对冲这种风险？当然，从根本上讲需要各国的政治家们能够从全球整体利益出发，求同存异，尽快达成对这一过程和最终状态的共识和妥协。但在民族主义、民粹主义全球泛滥的今天，达成这种共识并非易事，或者可以说是非常困难。如果世界强国之间的关系因此从合作走到对抗，全球经济一体化进程就会停滞，经济增长自然就会变成牺牲品。

对于个人投资者而言，国家之间的事情都是外部因素，属于系统风险。需要清醒认知的是目前全球良好的经济数据并没有良好的全球政治秩序做支撑，因此

持续性堪忧。所以，我们认为，**2018** 年的投资策略应该有更大的防守性。对高价地产的规避是个很好的开始。由于目前严格的外汇管制，用全球分散投资的方式来管理风险并不容易实施。所以，用降低投资杠杆、增加对低风险资产类别（比如黄金）的配置以有效降低整体投资风险的方式是非常可取的。