

CHINAAMC

2018 年大类资产分析报告

市场回顾

□ 2017年：全球主要股市持续上涨，与经济扩张、企业盈利复苏趋势同步

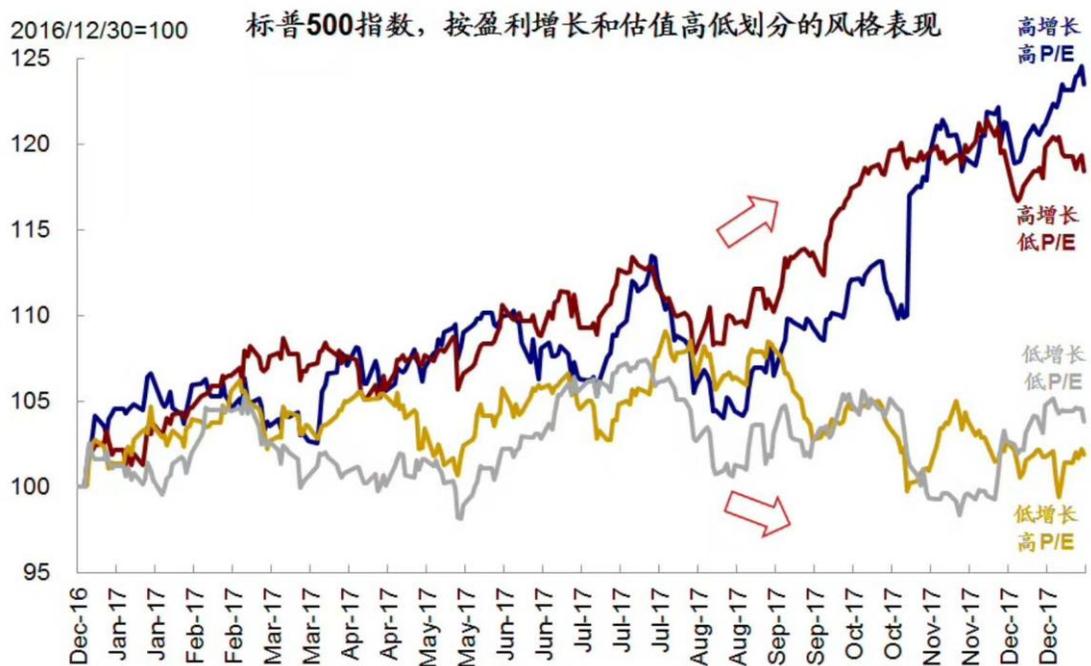
- ◇ 2017年，美国、欧洲、中国香港市场涨幅均非常显著，新兴市场整体稳定向好，而此前持续相对跑输的日本股市在四季度以来也快速爬升赶超。最终，到2017年底，全球主要股市除俄罗斯外全部录得上涨。

2017年各主要股票市场全年涨幅统计

市场	2017年表现	市场	2017年表现	市场	2017年表现	市场	2017年表现
MSCI 新兴市场	+33.8%	英国富时 100	+6.7%	巴西 IBOVSPA	+26.9%	俄罗斯 MICEX	-5.8%
MSCI 全球市场	+21.7%	标普 500	+20.0%	印度 Nifty	+28.0%	上证综指	+6.2%
MSCI 发达市场	+20.3%	Stoxx 欧洲 600	+7.8%	恒生国企	+24.4%		

- ◇ 在全球经济复苏情绪下的估值提升无疑对股指上涨起到积极的推动作用，但**盈利增长更是2017年全球股票牛市的核​​心因素**，指数和板块均是如此。

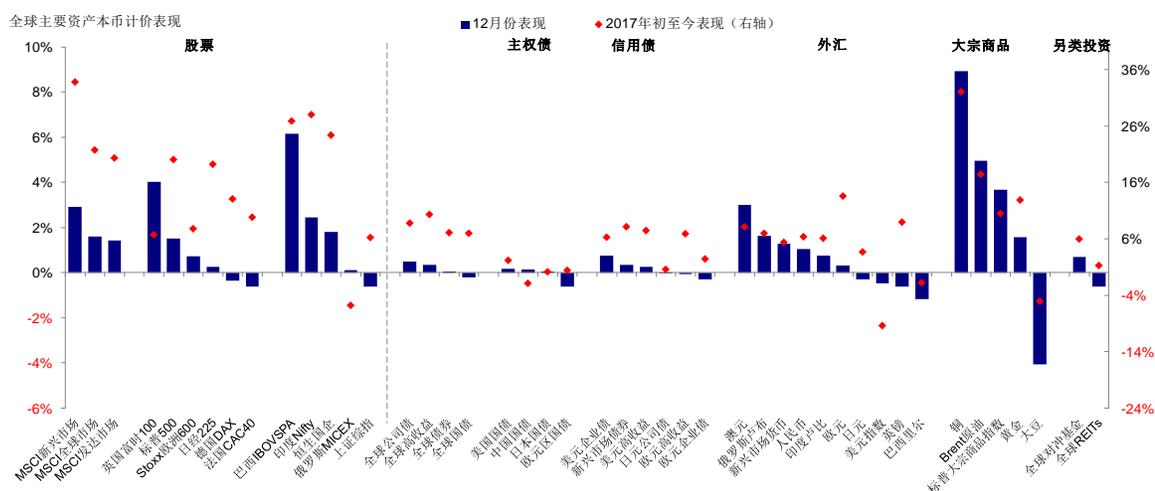
以标普 500 指数为例，盈利增长仍然是核心驱动因素



12月：权益类资产收涨，新兴市场强势，债市不温不火，美元指数继续下行

12月作为2017年收官月，按本币计价的全球资产主要呈现“股涨、债分化、汇涨、大宗商品涨”的格局，股票市场中新兴市场表现继续跑赢发达市场，债券市场不温不火，国际外汇市场受美元指数下行影响多数收涨，大宗商品继续强势反弹。其中，全球新兴市场多数收涨，发达市场除德国和法国外多数收涨，新兴市场继续跑赢发达市场。全球债券类市场在美联储货币政策已被市场充分预期的背景下波澜不惊，信用债整体好于主权债，临近年末流动性持续趋于紧张，国债短端利率进一步上行，长端利率变化不大，收益率曲线进一步平坦化，信用利差继续走扩。12月大宗商品多数收涨，原油、工业金属、黄金上涨；农产品、BDI指数下跌；美元指数继续下行贬值。

12月份全球主要资产价格表现



数据来源：WIND，2017-12-31

- 股票市场：**全球新兴市场多数收涨，发达市场除德国和法国外多数收涨，新兴市场继续跑赢发达市场。发达市场方面：伴随着本月美国税改法案正式通过，以及美元指数再次走跌的刺激，美国三大股指再创新高（但受到月初科技股突然下跌的影响，纳斯达克指数表现稍逊）；英国股市本月继续领涨全球发达市场。欧元区市场继续受到欧元及其他欧洲货币兑美元大幅升值压制股市影响，股指多数收跌。新兴市场中，上证指数受到国内利率上行影响领跌。
- 债券市场：**12月全球债券类市场在美联储货币政策已被市场充分预期的背景下波澜不惊，信用债整体好于主权债，临近年末流动性持续趋于紧张，银行间、交易所质押回购利率全面上涨，国债短端利率进一步上行，长端利率变化不大，收益率曲线进一步平坦化，信用利差继续走扩。
- 大宗商品：**12月大宗商品多数收涨，原油、工业金属、黄金上涨；农产品、BDI指数下跌。具体来看，12月涨幅较大的商品品种包括铜、镍、铝、原油；跌幅较大的包括BDI干散货、大豆、天然气。黄金受到美元指数走跌影响全月收涨。原油则在沙特内部反腐风暴、权利移交及周边区域紧张局势升级等因素带动下延续强势表现。

- 汇率市场**：12月首先在美联储加息和税改推进的双重预期下向上爬升，但下半月在利好逐渐兑现后又快速回落，最终全月仍然表现疲软，由12月1日的92.8789跌至12月29日的92.2574，跌幅-1.09%。但期间拉动主要新兴市场货币继续上涨表现。12月澳元、加元领涨，11月涨幅较大的墨西哥比索领跌。受美元指数12月继续回落影响，美元兑人民币汇率全月单边下行贬值，人民币重现升值走势，由12月1日的6.6065最终收于12月29日的6.5120，全月整体微上涨1.5%。

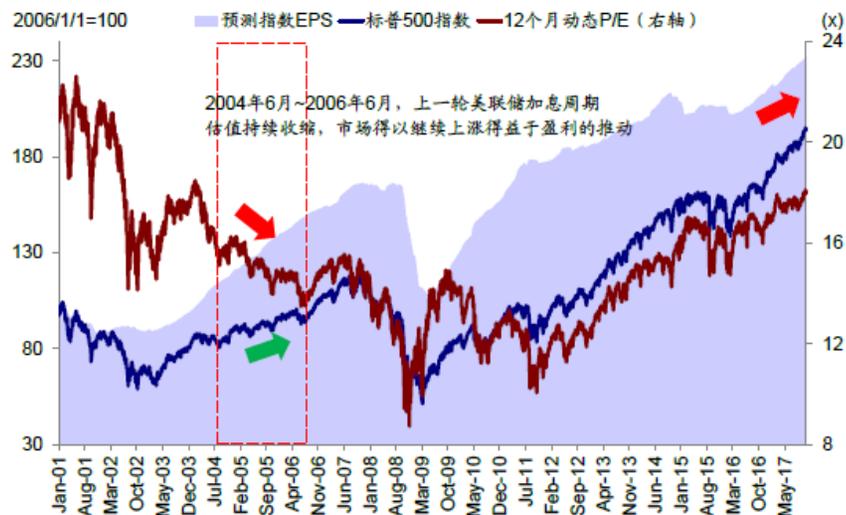
市场展望

海外市场资产配置思路：股票>大宗商品>债券

展望2018年，我们认为全球大的**确定性趋势**主要包括两点：

- 其一，全球温和通胀环境下、各国家经济体宏观经济和盈利继续同步复苏，因此对风险资产仍然有利。**预计全球经济和企业盈利的同步复苏有望继续，虽然部分市场增速水平上可能不及2017年的高增长，但结构上有望从2017年受益于低基数从底部的修复转向2018年边际上受益于需求好转的继续复苏。与此同时，需求向好下大宗商品和通胀水平也有望回升，部分打消市场对于持续低通胀的担忧。
- 其二，是全球各主要经济体央行对于货币宽松政策的加速退出。**2017年包括美联储进行3次加息及执行缩表计划、欧洲央行正式宣布将QE月度购债规模由600亿欧元缩减至300亿欧元持续9个月、以及英国央行近期超预期加息等等，均印证这一趋势。在基准情形下，美、欧、日、英四家央行所持证券资产总规模拐点预计在2018年末出现。利率或因此存在上行压力，债券和市场估值也将承压。不过，在盈利继续增长的背景下，预计增长能够有效抵消温和渐进退出的冲击。

以美国为例为例，上一轮加息周期中估值收缩，盈利推动指数上行



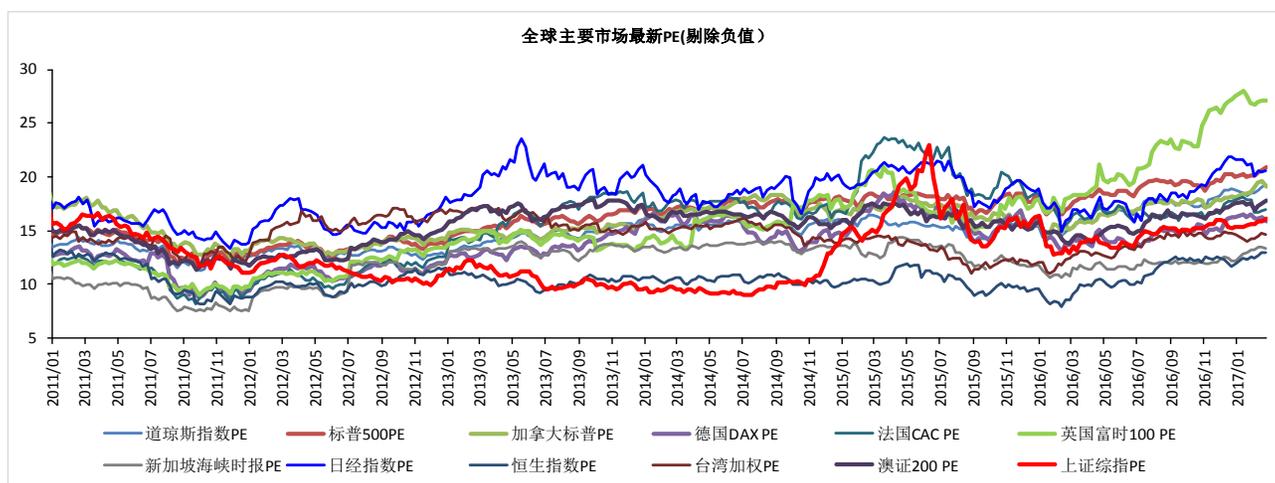
2018 年全球股指潜在的风险主要来自：

- ✧ **上行风险**或来自于选举压力下的“特朗普交易”推进超预期。预计将会推动今年过于悲观的美元资产回暖上行、并使“特朗普交易”部分重演。
- ✧ **下行风险**则来自成本端（工资收入和大宗商品价格）推动的通胀上行或货币宽松加速退出（如美联储加息更快），则将会抬升成本、推高利率、冲击信用债。此外，获利压力和“拥挤交易”下市场突发动荡也值得关注。

2018 年海外市场资产配置思路概括为：

- ✧ 增长通胀向上有利于股市资产、而宽松退潮加速则相对不利于债券资产。我们对海外大类资产的初步排序是：**股票>大宗商品>债券**。
 - 权益资产：在通胀温和增长和盈利持续复苏环境下，权益类资产将继续受益，但需要更多盈利进行支撑；从市场支撑来看，新兴市场>美国=欧洲>日本；
 - 大宗商品方面同样或受益，供需关系改善支撑油价温和上行；
 - 对债券相对悲观，尤其是欧洲债市；新兴>美国>欧洲、信用仍好于利率，但信用利差在主要市场也已降至历史低位。

全球估值对比图



□ 中长期看好新兴市场、港股市场前景，积极把握 A 股 2018 年投资机会

全球温和通胀环境下、各国家经济体宏观经济和盈利继续同步复苏，因此对风险资产仍然有利。同时，全球各主要经济体央行对于货币宽松政策加速退出。2018 年海外市场资产配置思路概括为：增长通胀向上有利于股市资产、而宽松退潮加速则相对不利于债券资产。在通胀温和增长和盈利持续复苏环境下，权益类资产将继续受益，但需要更多盈利进行支撑。大宗商品方面同样或受益，供需关系改善支撑油价温和上行。对债券相对悲观，尤其是欧洲债市，信用仍好于利率，但信用利差在主要市场也已降至历史低位。

◇ 股票市场：

- 美股：**12 月前期美国股市受到一轮较为强烈的风格切换导致科技股领跌，而后在税改正式落地的提振下，全月美国三大股指继续上涨，再创历史新高，但资金流方面出现较大流出。2018 年预计私人部门 Capex 强劲回升、持续复苏的美国就业市场将稳步推动**消费增长、叠加特朗普税改政策正式落地中短期对于美国经济的积极刺激作用，美国经济和企业盈利增长将依然维持稳健**。美国股财报优异。由于全球主要国家积极的货币政策奏效，美国处在经济向好，全球经济持续复苏的阶段。海外市场正处在市场系统风险较低，风险偏好较高，投资获利较为容易的甜蜜点上。我们认为美联储将采取较为稳健及缓慢的升息及缩表步伐，且处于升息及缩表初期阶段，估计对全球经济不会产生太大影响。全世界处于经济复苏及流动性非常好的阶段，另外企业获利情况良好，企业财报优异，估值较高，但称不上泡沫，故 2018 年海外牛市预估大概率仍将持续下去。

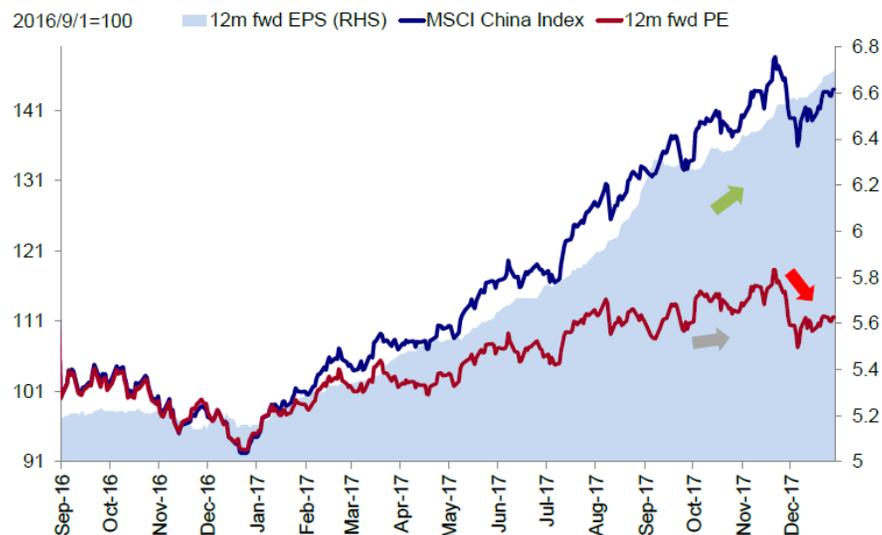
风险在于，2018 年美国货币政策的确定性紧缩和当前偏高的估值水平是潜在的影响。2018 年，预计美联储将多次加息，并存在加快加息节奏的可能。



另外，考虑美国税改，短期将提升美国经济增长 0.4-0.5pcs，但长期影响相对不显著；不过需要留意的是，税改对财政赤字将带来更大压力。虽然增加的税基可以抵消一部分赤字，但随着税收豁免的取消（2025 年以后），赤字将会增大。**税改利好美国经济，对全球市场利大于弊**。特朗普成功推行税改，标志其终于在财政政策道路上取得进展。税改的顺利推动对于 2018 年的美股市场有直接利好。在税改、全球经济向好的大环境以及坚实的盈利基本面支持下，美股有望继续维持上升态势。和跨国公司相比，高有效税率的国内公司将更为受益（例如金融企业和其他境内重资产公司）。

- **A 股**：2018 年市场核心驱动因素仍是盈利提升，宏观经济韧性增强，消费升级与制造业升级存在巨大的空间，并且会持续推动国内经济结构优化和持续增长。从微观层面来看，2018 年 A 股整体盈利增速会有小幅回落，但仍处在改善区间，ROE 仍然有小幅提升机会。从政策面来看，金融去杠杆还不会出现大的改变，利率水平仍将维持在高位，意味着投资者仍需**遵循盈利增长的主线**，挖掘市场投资机会。
- **港股**：展望 2018 年，我们认为以香港为代表的海外中资股市场在盈利的持续驱动下，重估趋势仍将稳健继续，**主要驱动因素来自于**：
 - ①中国宏观经济增长韧性与持续性不悲观，预期 2018 年**中国经济增长仍然具有相当的韧性**。除了消费和房地产投资维持稳健增长以外，企业资本开支的回升趋势预计将会为经济和盈利增长提供坚实支撑。另一方面，通胀回升虽然值得关注，但是温和通胀下的增长环境仍然会提升市场风险偏好，利好风险资产。
 - ②**企业盈利持续强劲增长**，利润率仍有望进一步改善。从全球经济复苏和企业利润的情况来看，基本面都支持港股形成牛市行情。

MSCI 中国指数上行中，盈利驱动显著强于估值驱动



- ③港股在 2017 年大涨以后，**市场估值横向比较仍然存在一定优势**。

当前估值与历史水平相比仍处于合理区间；与 A 股和海外市场相比，依然具有相当的比较优势，尤其是金融等板块。纵向历史对比来看，目前已经逼近过去五年估值的较高位置，但是距离整体估值水平来看仍然处于合理偏低的位置。

- ④互联互通机制及海外资金增配，将继续加速**海外资金以及中国内地南下资金回流、支撑市场继续重估**。

海外资金未来将会加速回流，主要是考虑到整体新兴市场 and 亚太区域市场基金当前仍然明显低配中国市场，美元指数中期可能维持相对弱势，以及中国相关资产吸引力的提升。同时，短期内港股将受益于美股向好发展的情绪溢出，国际市场向好有望推动港股市场摆脱 2017 年底获利了结压力和倦怠状态。中期内，财政政策不断加码对美国货币政策带来的压力值得关注。在

上述基准情形之外，潜在的下行风险来自于通胀超预期上行、房地产销售回落幅度大于预期、以及美联储加息节奏快于预期等等，因此需要密切关注。

- **新兴市场**：在基本面转好+资金大幅流入的双重刺激下，2017 年新兴市场表现非常强劲，整体大幅跑赢发达市场。根据 IMF 的预测，新兴市场 2018 年实际 GDP 同比增速将继续回升至 4.9%，发达市场 2018 年 GDP 同比增速将小幅回落至 2.0%，未来新兴市场相对增长优势有望继续扩大。根据历史数据显示，新兴市场相对发达市场的表现与两者经济增长差的变化基本同步，因此在这一背景下，**新兴相对发达市场的强劲表现有望得到延续**。美元前高后低或在短期内带来扰动，但不会终结当前的逆转趋势。预计或带来指数层面 15%-20%左右的收益（15%的左右盈利增长叠加 5%左右的估值）。
- **欧洲**：展望 2018 年，预计在居民消费、企业投资和政府小幅财政扩张的推动下，欧洲市场复苏态势仍有望延续；与美国不同的是，欧洲仍处于复苏的早期，因此仍有可能存在更大的弹性。市场指数空间上，我们预计欧洲仍将有 10%左右的上行空间，**盈利将是主要的驱动因素**。相比之下，欧洲债市可能会面临较大风险。中期看政治和政策走向。欧洲复苏有望继续，不过 2018 年中前后意大利大选和欧洲央行紧缩预期再起值得关注。
- **日本**：中期建议持谨慎乐观态度。基本面向好、美元走强缓解汇率压力、估值便宜都是短期内日本股市在四季度表现亮眼的原因。但中期来看，复苏基础不如美国稳固，动能则不如新兴和欧洲强劲，货币政策空间有限、改革进程尚不明朗。预计指数存在 10%左右的上行空间。

◇ 外汇市场：

- **人民币**：受美元指数 12 月继续回落影响，美元兑人民币汇率全月单边下行贬值，人民币重现升值走势，由 12 月 1 日的 6.6065 最终收于 12 月 29 日的 6.5120。结合我们此前对于美元指数的中期走势预测，2018 年对于人民币汇率的判断双向波动走势将会加强，短期看人民币仍然存在升值风险，但空间相对或有限。从近几个月外汇储备规模保持小幅增长，市场结售汇平衡持续改善等判断，近期央行已基本退出了常态化干预。这段时期人民币汇率保持基本稳定，并且出现一定程度升值，很大程度上反映了外汇市场各方力量综合平衡的结果。此外，伴随人民币汇率形成机制不断完善，境内主体对外投资更趋理性，对外负债平稳恢复，国际收支平衡有望保持良性循环。
- **美元**：12 月首先在美联储加息和税改推进的双重预期下向上爬升，但下半月在利好逐渐兑现后又快速回落，最终全月仍然表现疲软。在美联储加息节奏及“特朗普交易”推进给予中性的预期下（后续每月进行持续跟踪），**美元指数中期内很可能难有超预期大幅上涨，主要压力来自于欧元区货币正常化趋势对于欧元升值的支撑**。美联储 2018 年仍将继续多次加息；而减税政策得以实施后，如果美国通胀水平显著提升，美联储或进一步加快加息节奏，这两点因素需要持续追踪。而**欧央行方面或将成为中期内最主要变量**。初步判断，2018 年，在欧央行继续推进货币正常化背景下，美元中期内或保持弱势。同时，在法、德大选后，欧元区主权风险大幅下降；德国组阁谈判和意大利大选或将阶段性干扰欧元和美元走势。

美元指数与欧元兑美元走势呈现高度负相关性


◇ 债券市场：

- **全球债市：**全球债券类市场在美联储货币政策已被市场充分预期的背景下波澜不惊，信用债整体好于主权债。目前美元指数处于调整阶段，预计 2018 年一季度将出现一定反弹。从利率角度来看，全球整体经济相对向好，至少美国通胀预期目前较低，短期内长端利率债都仍将处在易上难下局面。
- **国内债市：**目前来看实体去杠杆、金融防风险下，货币难松，短端政策利率仍有进一步抬升的可能。不强的经济、可控的通胀、偏低的基准利率叠加受控的软约束部门融资需求组合下，长端无风险利率并不具备继续大幅上行的基础。2018 年，从债券供给看，一季度到期量上升，有利于释放一部分再投资需求；企业的融资需求也未呈现明显下降趋势，滚动发行需求尚存。此外，一级招标处于弱势，叠加增值税的影响，投资者对于票息，对于债券基金，2018 年存在结构性机会和参与股市机会，但不应留太多权益敞口。**预计短期债券市场仍维持底部震荡，风险仍然有待于释放，继续坚定看好债券市场的中长期配置机会，但市场机会仍需耐心等待。**

◇ 大宗商品市场：

- **原油：**12 月国际原油价格继续维持震荡上行走势，布伦特原油期货最终收于 12 月 29 日的 66.62 美元/桶，全月大幅暴涨 6.32%；WTI 原油价格收于 58.13 美元/桶，全月大幅上涨 5.92%，继续验证我们上月所提到的“在年末收官之际，在短期 OPEC 会议刺激下，最终油价将收于 60 美元之上”的预测。**对于 2018 年全球油市供需格局，我们判断弱平衡仍将是主基调。**对于油价的走势判断，我们认为 2018 年将呈现宽幅震荡的格局，弱平衡市场之下季节性因素对油价的影响将会凸显，全年油价高点有望在二、三季度需求旺季出现。

华夏基金重点海外产品

产品代码	产品名称	基金经理	产品类型	主要投资范围	12月收益率(%)	2017年累计收益率(%)	成立以来累计收益率(%)
000041	华夏全球精选	李湘杰	股票型	主要投资于全球股票市场,当前重点配置市场包括美国、香港及日本市场等	-3.49	36.54	5.00
160322	华夏港股通精选	李湘杰	股票型	利用港股通额度投资香港市场,不受 QDII 额度限制,专注香港股票市场投资	1.25	34.22	33.42
159920	华夏恒生 ETF	张弘弢、徐猛	指数型	境内首批跨境 ETF,跟踪香港旗舰指数——恒生指数	1.18	30.24	58.43
513660	华夏沪港通恒生 ETF	张弘弢	指数型	首批沪港通基金,跟踪香港恒生指数,不受 QDII 额度限制	1.12	28.75	34.33
000071	华夏恒生 ETF 联接(人民币)	张弘弢、徐猛	指数型	ETF 联接基金,跟踪华夏沪港通恒生 ETF	1.10	28.64	53.57
000948	华夏沪港通恒生 ETF 联接	张弘弢、徐猛	指数型	ETF 联接基金,跟踪华夏沪港通恒生 ETF	1.21	28.29	26.69
002230	华夏大中华企业精选	阳琨	股票型	以大中华企业发行的股票为投资对象,投资范围涵盖境内外市场,当前重点投资区域主要以 A 股和港股为主,配有少量美股	0.90	18.62	45.90
002892	华夏移动互联(美元)	刘平	股票型	投资全球市场的移动互联创新企业,以 TMT 行业为主要投资对象,重点持有优质中资互联网企业	-1.32	19.79	18.97
001066	华夏海外收益 A(美元)	祝灿	债券型	投资全球固收类资产,包括中资地产债及非中资高收益债等,同时维持美元敞口,应对汇率风险	0.53	9.83	36.63
002879	华夏大中华信用精选(美元)	祝灿	债券型	以大中华企业发行的信用债券为投资标的,全面均衡把握境内和海外债市的投资机会	0.99	8.24	1.80

数据来源: Wind, 2017-12-31