华夏基金 CHINA ASSET MANAGEMENT 20th 1998-2018

CHINAAMC

# 大类资产分析报告

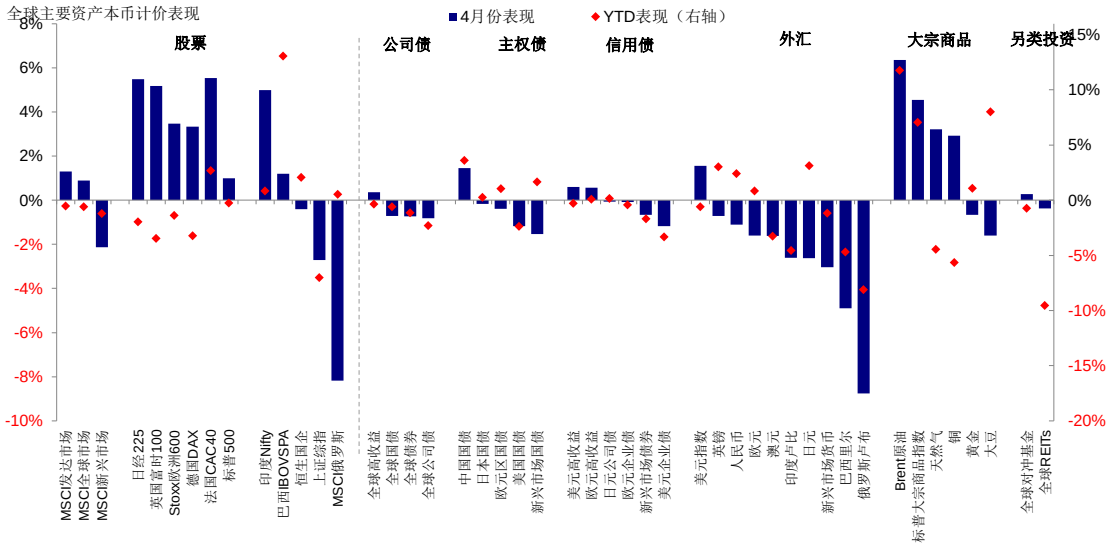
2018 年 5 月

# 市场回顾

## ❑ 4 月：全球股市普遍反弹，债券利率普遍回升，大宗商品表现亮眼

**从跨资产类别的表现来看，4 月大类资产中风险资产跑赢：大宗商品在油价大涨的带动下表现抢眼；全球股市普遍反弹，发达市场跑赢新兴市场；油价大涨推升通胀预期，全球主要市场债券利率再度回升。**

**4 月份全球主要资产价格表现**




- ✧ **股票市场：**全球股市普遍反弹，发达市场总体跑赢；得益于美元走强，欧洲和日本股市领先美股；新兴市场中，印度、巴西领先，而俄罗斯、A 股和恒生国企落后。

- ✧ **债券市场：**油价大涨推升通胀预期，除中国外的主要市场债券利率再度回升；10 年期美债利率 2014 年初以来首次突破 3%；期限利差和信用利差均有所收窄。

- ✧ **大宗商品：**能源方面，原油价格持续强势；金属方面，铝大涨，镍、铜价格有所反弹；农产品方面，小麦、棉花价格显著上行，糖价调整幅度较大；黄金价格受美元指数底部反弹的影响，小幅下跌 。

- ✧ **汇率市场**：美元指数经过 2 个月的盘整再度反弹，其他主要货币对美元均明显走弱，尤其是新兴市场货币；其中英镑、人民币、欧元表现较坚挺；卢布、巴西里尔、日元等相对表现较弱。

本资料仅为内部交流资讯，不作为任何法律文件。报告中的所有信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。货币基金不等同于银行存款，管理人不保证盈利，也不保证最低收益。过往业绩不预期未来表现，市场有风险，入市需谨慎。

## 市场展望

### ❑ 贸易摩擦叠加地缘政治风险，加大风险资产波动，利好避险类资产

**中美贸易冲突及地缘政治风险使短期市场系统性风险增加，可能加大市场波动，市场风险偏好降低，避险情绪上升，风险资产表现分化加大，而有利于避险类资产及有避险属性的防御板块。**

✧ **股票市场：**

➢ **美股**：4 月受中美贸易摩擦升温，叙利亚局势紧张，以及苹果产业链回调等扰动因素影响，引发市场对美国经济的担忧，美股自中旬开始出现一轮调整。但从基本面看，美国一季度经济数据走强，且经济增长相较其他发达经济体更为强劲。美联储三月会议纪要显示，乐观展望经济和通胀，所有委员都预计未来将有更快的 GDP 增长、更高的通胀。过去几个季度支出不断增加，劳动力市场进一步增强，FOMC 预期 GDP 将有所上升：2018 年 2.7%，2019 年 2.4%，均明显高于经济危机后的平均水平。同时减税措施和 1.3 万亿美元的综合支出法案将提振经济增长。从估值来看，自 2009 年 3 月开始近九年的上涨，美国三大指数的 P/E、P/B 估值都已经超越近 10 年的中位数水平，并高位震荡，单从估值上看，股市有回调压力，但我们还需要核心关注企业盈利增长的情况。展望后市，受益于美股一季度业绩强劲，叠加投资者对贸易摩擦的担忧边际缓解，以及货币政策扰动暂时解除，风险偏好得到一定修复，美股开始从底部反弹，未来要警惕其它国家的报复行为以及贸易政策相关的不确定性对美国经济构成的下行风险。

➢ **A 股：**受中美贸易争端升级影响，投资者信心一度悲观，市场在 4 月中旬前后出现大幅杀跌，至 4 月下旬，A 股市场逐步稳固并反弹。从目前影响市场运行的核心逻辑观察，我们认为对权益市场预期最悲观的时候接近结束，指数在震荡筑底后有望修复，迎来结构性特征行情。基本面因素， 1 季度 GDP 增长 6.8%，与前值持平，经济复苏韧性较好。4 月份以来，中上游景气恢复，钢铁、水泥和工程机械等量价改善，库存继续下行，需求逐渐回暖，季节性复苏迹象明显，此外，1 季度上市公司盈利仍然延续改善趋势。政策方面，近期扩大内需、加大改革力度、减税等利好刺激不断，政治局会议强调保持货币政策稳健中性，并再度提出“持续扩大内需”，虽然并非政策全面转向，但为贸易摩擦可能带来的冲击做准备，近日国务院和财政部分别发布措施，要求加快财政支出进度和压缩工程建设项目审批时间，基建投资有望短期加快。资金层面，央行宣布下调存款准备金 1 个百分点，总体来看，降准释放流动性有限，但信号较强，货币政策或出现松动，货币紧缩周期基本见顶；4 月底，资管新规落地，相比于之前的征求意见稿偏温和，可以看出在避免短期金融风险的前提下，通过加强监管防范长期金融风险是中央政策的主要目标。2 月份以来，大盘累计跌幅较大，中美贸易战和社融表外转表内不通畅制约社融是两个核心原因。目前来看尽管外部冲击尚未完全消退，但 A 股内在运行逻辑逐步清晰，中央出台多项政策，维持社融和经济的稳定增长，后续可能手段包括持续降准，适当降低融资利率等，市场之前的悲观预期可能得到部分修复。后续反弹幅度取决于政策引导方向和基本面持续巩固的幅度，以及社融恢复程度，市场将更多呈现整体筑底和结构性行情特征。

本资料仅为内部交流资讯，不作为任何法律文件。报告中的所有信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。货币基金不等同于银行存款，管理人不保证盈利，也不保证最低收益。过往业绩不预期未来表现，市场有风险，入市需谨慎。

- **港股：**4 月港股市场跟随美国波动剧烈，香港市场虽然跟随美联储加息，但港币兑美元仍跌至 7.85，触发了香港金管局的弱方兑换保证，金管局总共买入 513 亿的港币护盘，暂时稳住了港币的汇率。金管局此次干预汇率有助于缓解投资者对近期港币持续走弱的担忧情绪，抽离港币流动性，并推升 Hibor 利率。通过此次干预，投资者对于香港主要商业银行未来上调最优贷款利率（Prime Rate）的预期增强。一旦未来 Prime Rate 开启加息进程，对资产价格带来以下影响：①港币可能逐渐走强；②板块与风格上，价值好于成长，香港本地金融地产股相对受益；③海外资金有望继续流入；④利率的上调压制香港房价。经过自 2016 年 2 月开始近两年的上涨，恒生各指数的 P/E、P/B 估值都已经接近或者超越 10 年（统计数据自 2007 年开始）的中位数水平，但全球范围看仍处于估值洼地，也没有显著高于历史估值中枢，在今年盈利改善的趋势下，港股市场仍然具备较好的安全边际，长期估值修复的大趋势仍将持续。短期港股市场风险偏好降低，今年个股表现分化非常大，投资者需要做好基本面研究和选股，并增加灵活操作，适应市场风格快速切换。中长期继续看好教育、医药、互联网等子行业经营趋势向好、业绩增长确定的龙头公司，阶段性配置估值合理、业绩增长确定性较强的周期性行业个股以博取弹性。

- **欧洲：**一季度发达欧洲市场 PMI 数据走弱，经济复苏出现疲弱迹象，受数据走弱拖累，发达欧洲股指经历调整，4 月资金净流出规模为 85 亿美元，较上月的 58 亿美元的流入规模有明显收缩。但得益于美元走强，4 月欧洲股市领先美股，也明显好于新兴市场。从基本面看，一季度欧洲 PMI 先行指标出现拐头向下，经济有所走弱引起市场担忧，但 4 月欧央行议息会议预计经济增长将维持稳健，认为一季度经济的放缓是去年下半年高速增长后的正常回落，同时叠加一些暂时性因素（1 季度寒冷的天气等）。实际上，欧元区 4 月份制造业 PMI 已经基本企稳，而服务业 PMI 已经显著反弹。从政策面看，欧央行 4 月议息会议维持基准利率不变，欧元区当前仍处于量化宽松，货币政策尚未实质收紧，参照美联储的经验，欧央行货币政策正常化顺序大概率将是先退出资产购买一段时期后启动加息、加息一段时期后开始缩表。我们预测操作层面，欧央行将选择逐步结束而非立刻结束的方式，因为立刻结束资产购买并不符合其一直以来强调避免冲击市场的立场，也与美联储退出 QE 时的渐进式操作成功经验相悖。

- **日本**：4 月日经 225 指数受到美股拖累调整，受美元指数走跌影响，日元兑美元呈现显著升值走势，日本 4 月资金流入 0.83 亿美元，较上月的 109 亿美元流入规模呈明显下降趋势。从基本面看，今年以来日本的 PMI 有所回落，但日本央行依然上调了 2018 财年的经济增长预期，同时下调了通胀预期。从政策面看，日本央行 4 月利率决议继续按兵不动，决议维持利率在-0.1%不变，维持 10 年期日本国债收益率目标在 0%不变，符合市场预期，同时将继续维持量化宽松和收益率曲线控制政策框架，来实现核心通胀 2%的目标。整体来看，日本当前仍处于量化宽松中，货币政策尚未实质收紧，同时美元短期走强，相对有利于日本股市。

本资料仅为内部交流资讯，不作为任何法律文件。报告中的所有信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。货币基金不等同于银行存款，管理人不保证盈利，也不保证最低收益。过往业绩不预期未来表现，市场有风险，入市需谨慎。

## ✧ 债券市场：

- **国内债市**：基本面上，处于“现实不弱，预期修复”的过程，而贸易战的事件驱动暂时相对式微。政策面上，降准后 4 月底回笼对冲操作修正了过分乐观预期，5 月短期边际好转，但是能否创造宽松预期存疑。资管新规大部分内容相对征求意见稿有所放松（最核心在过渡期），减少短期存量的冲击，但是整改过程的规模效应影响依然存在。中长期来看，贸易战的外部冲击叠加社融对经济的影响，政策制定对经济稳定性的关注度会提高，对债市中期有利，而短期关注点在于 PMI 环比上涨叠加高频数据显示生产不弱。利率债供需方面，5 月供给不弱，随着供给放量，需求稍显疲弱。短期市场缺乏核心驱动主线，预计弱势宽幅震荡。信用债方面，近期信用风险有所抬升，信用利差走扩。预计 5 月信用债市场以盘整为主，并将迎来小幅调整

- **国际债市**：4 月全球主要债市均实现净流入，美国债市净流入 165 亿美元，依然是资金流入的主要市场，且相比于 3 月 25.78 亿美元的流入规模大幅增加。发达欧洲债市净流入 30 亿美元，日本债券市场净流出 0.49 亿美元。美国财政部近期加大了债券发行，以充实现金储备，使短端利率持续走高，叠加税改之后美国部分企业海外资金的回流，使得离岸美元的流动性收紧。而美联储会议纪要显示，乐观展望经济和通胀，暗示可能更快加息，FOMC 委员们正在考虑在未来的声明中更改对于货币政策的措施——从“宽松”改为“中性或收紧”，这或意味着联邦基金利率未来几年的合适路径比此前预计的更为激进。

## ✧ 外汇市场：

- **人民币**：近期美元反弹，引发人民币对美元出现一定贬值，但人民币兑一篮子货币的汇率指数仍相对稳定，这表明人民币并非系统性贬值，而是美元升值下的被动调整。同时多项涉及人民币国际化的措施落地，CIPS 二期投产、QDII/RQDII 重启扩容、券商跨境自营投资增批等，标志着人民币国际化不断推进。跨境政策回归中性的同时，宏观审慎监管仍不放松，整体看来，开放路径叠加中性政策，有助于吸引外资配置人民币资产。目前来看，美元反弹行情仍未结束，二季度美元指数或仍有上行空间，美元指数阶段性反弹，对人民币会形成一定贬值压力，但未来是否贬值以及相应幅度取决于贸易战进程和央行态度。

- **美元：**从货币资产的表现看，短期美元迎来反弹，其他主要货币兑美元均走跌，短期美元指数反弹的原因有以下几点：一是，美国经济数据走强，美国经济增长相较其他发达经济体更为强劲。二是，美债收益率快速上行支撑近期美元走强。但中期而言，我们认为新兴市场继续吸引资金流入和相对跑赢的趋势不会因此逆转。虽然美元短期走强，但我们仍然维持美元中期弱势的判断：一是，欧央行下半年将进一步收紧货币政策；二是，美国财政与经常账户双赤字问题为得到缓解；三是，海外投资者对美国资产回报率预期的降低。

本资料仅为内部交流资讯，不作为任何法律文件。报告中的所有信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。货币基金不等同于银行存款，管理人不保证盈利，也不保证最低收益。过往业绩不预期未来表现，市场有风险，入市需谨慎。

✧ **大宗商品市场：**

➢ **原油：**我们预计 18 年原油价格维持高位：①短期看 Q2 为原油消费需求旺季；②受近期中东地区地缘政治及局势升级影响，对全球原油供给产生冲击；③中长期看，贸易摩擦引发市场对美国经济担忧，美元存在贬值压力，而以美元计价的原油价格则有望上涨。原油是全球通胀主要推动者。原油直接影响主要经济体的 PPI 口径通胀，并通过直接和间接两种方式影响全球主要经济体的 CPI 口径通胀。原油与其他大宗商品的差异在于原油处于最上游，其价格变化往往引起其他商品运输成本及生产成本的变化。这也是油价与 PPI 高度相关，并且可以影响 CPI 非能源分项的主因。

## 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 | 4 月份收益率(%) | 2017 年收益率（%） | 2018 年累计收益率(%) | 成立以来累计收益率(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 000041.OF | 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 | -3.66 | 36.54 | -5.33 | -0.60 |
| 160322.OF | 华夏港股通精选 | 李湘杰,黄芳 | 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 | -0.49 | 34.22 | -6.39 | 24.90 |
| 159920.OF | 华夏恒生 ETF | 徐猛 | 指数型 | 境内首批跨境 ETF，跟踪香港旗舰指数——恒生指数 | 1.43 | 30.24 | 0.14 | 58.65 |
| 513660.OF | 华夏沪港通恒生 ETF | 徐猛 | 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 | 1.11 | 28.75 | 0.21 | 34.61 |
| 000071.OF | 华夏恒生 ETF 联接(人民币) | 徐猛 | 指数型 | ETF 联接基金，跟踪华夏恒生 ETF | 1.30 | 28.64 | -0.23 | 53.21 |
| 000948.OF | 华夏沪港通恒生 ETF 联接 | 徐猛 | 指数型 | ETF 联接基金，跟踪华夏沪港通恒生 ETF | 1.09 | 28.29 | 0.13 | 26.85 |
| 002230.OF | 华夏大中华企业精选 | 阳琨 | 混合型 | 以大中华企业发行的股票为投资对象，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 | -2.40 | 18.62 | -6.10 | 37.00 |
| 002892.OF | 华夏移动互联美元现汇 | 刘平 | 混合型 | 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 | -5.53 | 19.79 | 3.13 | 22.69 |
| 001066.OF | 华夏海外收益 A 美元现钞 | 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 | -0.59 | 9.83 | -2.96 | 32.58 |
| 002879.OF | 华夏大中华信用精选 A 美元现钞 | 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 | -0.58 | 8.24 | -0.66 | 1.14 |

数据来源：Wind 2018-5-10

本资料仅为内部交流资讯，不作为任何法律文件。报告中的所有信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。货币基金不等同于银行存款，管理人不保证盈利，也不保证最低收益。过往业绩不预期未来表现，市场有风险，入市需谨慎。