

CHINAAMC

大类资产分析报告

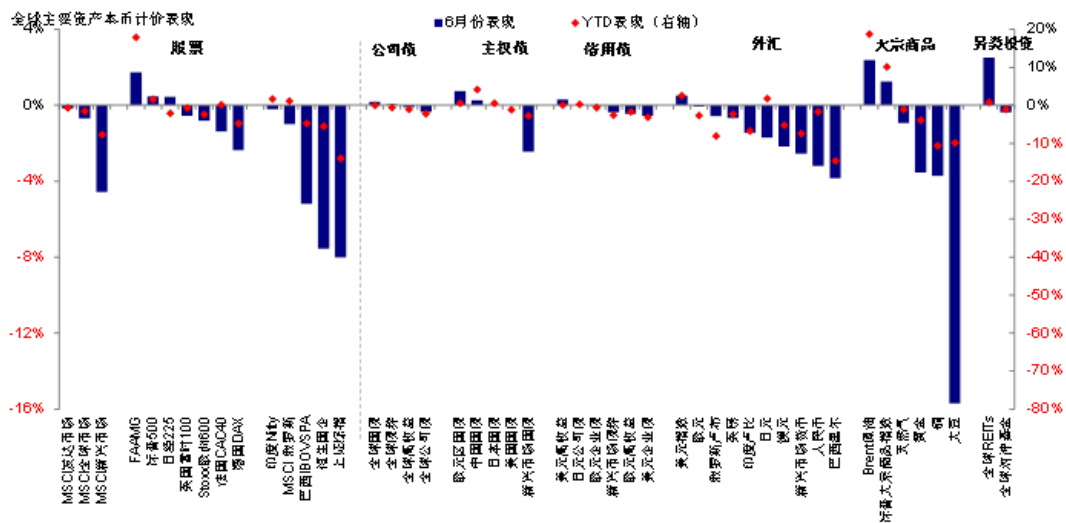
2018年7月

市场回顾

6月：资产表现分化，全球股市波动剧烈，强美元拖累新兴市场

从跨资产类别的表现来看，6月资产表现分化：大宗商品方面，油价受供应紧张的影响冲高并高位震荡，表现抢眼；以本币计价的全球股市仅有美国独善其身，标普表现抢眼，发达市场继续跑赢新兴市场；新兴市场情绪悲观，大幅调整；美联储如期加息，推动利率中枢小幅上行。美元指数连续三个月反弹，新兴市场汇率贬值势头未得到有效抑制，反而呈现出进一步扩散的迹象。

6月份全球主要资产价格表现



- ✦ **股票市场**：受中美决定互相加征关税以及美国与其他各国贸易摩擦进一步升级的影响，6月全球股票市场波动剧烈，美元持续走强导致新兴市场雪上加霜，持续走跌，与发达市场之间的差距进一步拉大。
- ✦ **债券市场**：6月美联储如期加息后，受基本面和货币政策预期的支持，美国与欧日、中国在经济和货币政策分化导致美国国债收益率持续攀升，美元资产吸引力进一步增强。
- ✦ **大宗商品**：6月大宗商品表现分化，能源在原油价格冲高的带动下，表现亮眼；而农产品和主要工业金属的调整幅度较大，尤其以大豆价格波动最为剧烈。
- ✦ **汇率市场**：美元继4月中开始反弹以来，势头不减，连续3个月大幅反弹，其快速走强主要源于市场对于美元需求的提升。美元的持续强势拖累新兴市场货币，其中巴西里尔、人民币、澳元的表现相对较弱。

市场展望

□ 7月：风险有所释放，不确定性尚存，短期看好避险类资产

中美贸易摩擦不确定性尚存，并且是影响全球市场波动的主导因素。若贸易摩擦继续发酵升级，全球风险偏好被进一步打压，美股也难继续独善其身。新兴市场经历6月波动调整后，风险尚未完全释放，汇率贬值势头未改，仍需等待市场企稳反弹的信号。短期看好避险类资产和具有避险属性的防御性板块。

◇ 股票市场：

- **美股：**基本面方面，美国6月ISM制造业PMI小幅回升，高于预期与前值（6月为60.2，前值与预期58.7），尽管劳动力技能与原材料短缺，但需求依然强劲，制造业仍在持续加速扩张。6月13日美联储如期加息，上调联邦基金利率目标区间25个基点，至1.75%-2.0%区间，为此轮周期第7次加息。同时美联储对未来经济和通胀展望态度乐观，此次美联储加息的政策报告措辞明显偏鹰派，对未来进一步加息信心充足。就业方面，失业率持续处于低位，若进一步低于美联储对长期可持续水平的预估，或将成为工资和通胀上涨的潜在因素。物价水平方面，6月美国物价指数下滑，较上月回落2.7个百分点。资金面上，受益于风险偏好提升的影响，美国重新获得资金的青睐，截止到6月27日，6月美国股票市场振幅较大，单月资金净流出97.5亿美元，较上月183亿美元的净流入，资金重新呈现流出。从估值来看，自2009年3月开始近九年的上涨，美国主要三大指数的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，因美国股市估值已高，相对股市上升动能较弱，股市有回调压力。全球资金撤出美国股市，但因美国企业持续大规模的回购，抵消了卖压，股市将维持高档强势整理，后续需要核心关注企业盈利增长的情况。
- **A股：**基本面方面，6月制造业PMI低于5月份的年内最高点但仍高于上半年均值0.2个百分点，预示制造业仍然延续了稳中有升的发展势头，经济阶段保持住了韧性。物价水平方面，6月CPI较前值微升，同比增长1.9%，PPI同比反弹至4.7%，服务价格坚挺，房租微弱。国际油价大涨，国内大宗受赶工与高温提振，新增因素较高，加上去年同期环比负增，拉低基数，PPI同比反弹至4.7%。往前看，7月后PPI基数渐起拖累同比，复工影响消退，高温影响仍在但难持久，增长承压，国内大宗价格或走弱，但原油供给上地缘风险升温，需求上美国经济向好，金融上国际资本配置力度加大，油价风险不得不防。总体来看，6月中国经济增速放缓、CPI指标整体平稳，制造业、非制造业PMI整体符合预期，但是中美贸易摩擦进一步发酵，美元持续强势，人民币贬值加速。全球股指震荡加剧，海外资金流入新兴市场的脚步放缓，资金整体流出。根据EPFR数据统计，截止到6月29日，6月份中国股市流出资金15亿美元，相比于上期的18亿美元流出额出现小幅缩减。展望未来，6月经过波动调整后风险得到有效释放，未来还需等待市场企稳的信号。在投资方向上，短期看好避险类资产和有避险属性的防御性板块；其次是内需驱动的非贸易品及受保护的板块。中长期围绕科技创新和内需消费升级，看好具有成长性的科技股、先进制造业以及可选消费等成长性细分行业内具有核心竞争力的优质公司。

- **港股：**6月因对中美贸易摩擦担忧反复，国内债务违约导致国内投资者风险偏好降低，港股市场呈现显著回调，加之受人民币贬值影响，香港中国股票市场资金净流出。近期市场风格鲜明，个股表现显著分化，必需消费品、教育等防御性板块表现坚挺，金融、原材料、工业等周期性行业跑输，投资者对企业盈利确定性增长和抗周期性的偏好十分明显。展望未来，中美贸易冲突及地缘政治风险或将带来更大的市场波动，而国内去杠杆与债务违约对于投资者信心的影响较大，短期需要基于深入的基本面研究，并增加灵活操作，以适应市场风格的快速切换。从中长期来看，坚持配置教育、医药、互联网等经营趋势向好、业绩增长确定、竞争优势明显的行业龙头公司作为长期核心持仓。而恒生指数受益于深港开通的利好政策，港股通资金持续流入，港股通新增的南下中长期资金对港股所形成的强有力支撑，对恒生指数估值的修复起到了重要的作用。

- **欧洲：**6月欧元区制造业 PMI 较前值大幅回落，德法制造业持续下滑，经济扩张继续放缓，尤其是在出口方面，石油价格的飙升和用人成本的持续走高推动公司运作成本上升，加之近期消费者需求疲软，进一步挤压企业盈利空间，导致制造业和服务业增速持续放缓。欧央行6月议息纪要显示对推出 QE 的速度以及利率前瞻指引均略偏鸽派，经济增长未来可能进一步放缓。通胀方面，根据欧盟统计局公布数据显示，欧元区6月制造商所面临的投入价格通胀依然强劲，欧元区制造业的投入价格通胀率升至四个月以来的高位。从分项数据来看，能源价格与未加工食品价格，成为推动通胀急速上升的主要因素。尽管欧洲央行行长表示中期物价将按目标迈进，但通胀的大幅增长也令市场对于欧洲央行所采取的超宽松货币政策再添质疑。从资金面来看，发达欧洲 PMI 数据走弱，且股指经历调整。截至6月29日，6月资金净流出规模为160亿美元，较上月的23亿美元的流出规模，资金流出规模进一步扩大。

- ❖ **债券市场：**
 - **国内债市：**利率债方面，6月利率债净供给6572亿元，较上月增加261亿元，认购倍数分化。6月债市先跌后涨，上旬债市调整，长短端利率均出现调整；到了中下旬，债市利多因素增加。从基本面来看，各项经济金融数据利好债市；从政策面来看，央行扩大 MLF 担保品范围，并未跟随美国加息，月末宣布定向降准；再加上贸易战升温，债市持续上涨。展望7月债券市场，货币宽松或将超过预期，但尽管货币政策转向中性偏松，未来货币市场流动性将持续充裕，但不会回到大水漫灌的老路。与此相对应，本轮利率债的牛市仍将继续，但仍将保持慢牛格局。信用债方面，6月债市收益率小幅上行后回调，全月看信用债收益率下行为主。信用利差继续维持小幅震荡的状态，其中3年期高等级信用债利差整体下行，而低等级信用债利差则整体上行。6月中高等级信用债表现好于低等级品种，信用债等级利差大幅走扩。6月城投债利差大幅上行。6月城投债 AAA 级与 AA+级利差分别上行4BP和24BP，AA级城投利差上行41BP，上行幅度明显。产业债与城投债利差整体收缩。综合来看，在银行资本金、企业新增存款下降、MLF 抵押品机制发挥作用等问题解决之前，信用紧缩的风险将继续存在，信用债配置思路仍需以高等级为主，对中低等级需保持谨慎。可转债方面，截至6月29日，6月转债指数下跌

3.10%，同期沪深 300 指数下跌 7.66%，中小板指下跌 8.73%，创业板指下跌 7.86%。6 月可转债发行重启，转股溢价率出现明显回升。今年以来，市场的流动性分化严重：一方面在多次降准之下，银行间市场流动性充裕，货币和利率债的收益率明显下行；另一方面在资管新规约束下，非标规模萎缩，企业融资不畅，信用风险多发。导致的结果是市场风险偏好下降，资金更加青睐安全资产。在去杠杆大方向不变的背景下，转债投资要更加追求稳健，尽量规避信用风险、股权质押风险等较高的个券。关注绝对价格不高，有一定债底保护的转债。

- **国际债市：**6 月除美国实现资金净流入外，全球主要债市均净流出。新兴市场和发达国家债市总计资金净流出 101 亿美元，较上月的 8.35 亿美元流入规模出现大幅缩减：其中美国债市净流入 37 亿美元，是 6 月债市资金流入的唯一市场；新兴市场债市资金净流出 80 亿美元。6 月美、欧央行边际紧缩预期的变化成为海外债市的主导因素，美联储对经济展望乐观、欧央行称 19 年中前不会加息，欧元区长端收益率小幅回落、美债长端收益率基本持平。6 月中上旬，受欧央行即将讨论货币政策紧缩路径消息刺激，主要发达国家债市长端收益率均小幅走高；此后欧央行会议声明除宣布年底退出 QE 之外，明确当前政策利率水平将延续至 19 年上半年，较市场预期更为宽松，令 6 月中下旬主要发达国家国债长端收益率普遍回落。展望 7 月，三大因素或令全球债市收益率潜在上行幅度相当有限：第一，OPEC 产量增加，油价或进入中期逐步回落阶段，对通胀预期的推动作用弱化。综合看，尽管伊朗问题可能导致短期供给紧张，但 OPEC 和俄罗斯仍将通过增产维持全球市场份额，油价或已进入中期逐步回落阶段，预计油价对后期通胀预期的推动作用有所弱化。第二，美国 1 季度实际 GDP 增速下修，前期无风险利率快速上行对消费和投资的负面影响可能在下半年逐步开始显现，下半年美国经济增长面临一定风险。第三，美国挑起的针对多国的贸易争端，将在 7 月触发多国报复性关税举措，进口关税壁垒政策的频繁使用，或将对美国和全球经济增长形成边际抑制。

◇ 外汇市场：

- **人民币：**本月人民币对美元汇率自 6 月 14 日开始急速贬值，当月累计下跌 3.3%，创出自 1994 年中国建立外汇市场以来的最大单月跌幅。人民币中间价一度连续 8 个交易日下调，在岸汇价 7 连跌，离岸人民币更是连续 12 日下挫。对于人民币的贬值，从根本上来说这是由基本面与预期因素决定的，具体分析，以下三点导致人民币贬值：第一，中国经济下行压力增大。在金融严监管和去杠杆的压力之下，社会融资增速大幅下降，增大经济下行压力。第二，受贸易战拖累，中国国际收支将大概率转差。第三，中美利差收窄。由于国内经济数据走弱，6 月央行再度宣布定向降准，国内货币政策向中性偏宽松回归。而美国通胀有望稳步回升，预计美联储 18 年内还有两次加息，中美货币政策分化，使得中美利差收窄，利差收窄对人民币汇率也会产生向下的压力。预计年内人民币对美元仍将有一定幅度的贬值，但压力整体可控。主要有以下三点原因：第一，本轮人民币汇率弹性大增，没有继续贬值压力。第二，本轮美元指数上行幅度相对有限，今年以来美国对多个经济体挑起贸易摩擦，进而招致反制措施，未来美联储加息对经济的紧缩效应日益显现，美国经济也将面临下行压力。第三，人民币 17 年以来对美元大幅升值，存在一定的安全垫保护作用，因此，只要压力整体可控，也能为市场与政府所

接受。

- **美元**：从货币资产的表现看，美元继 4 月中开始反弹以来，势头不减，6 月除美元指数一枝独秀外，其他主要货币均走跌。截止到 6 月 29 日，美元指数 6 月继续上涨 0.5%。6 月 28 日美元指数触及 95.53 关口，创下 2017 年 12 月 18 日以来新高。近期美元指数快速走强，最主要的原因是市场对美元的需求提升：①美国经济在减税的刺激下持续回升，而欧元区和日本去年的强势复苏今年开始转弱。且美国经济一枝独秀的现象在持续，吸引资本回流美国。②美国与欧日在经济和货币政策的分化，导致美国国债收益率持续攀升。美国经济和通胀的改善，使美联储的态度偏向鹰派，预计年内还有两次加息。而欧日的货币政策偏鸽派，在货币政策正常化的态度上，比美联储更加谨慎。受基本面和货币政策预期的支持，美债收益率明显上行，使得美元资产的吸引力增强。

◇ 大宗商品市场：

- **原油**：6 月 OPEC 会议增产幅度不及预期，导致全球油价再度回升至高位。此外，受美国页岩产量放缓的影响，6 月 WTI 油价继续走强，创 3 年半以来新高，至 74.46 美元。一方面，在美国高压之下，沙特 6 月石油产出实现增长，创最近五年最大增幅；另一方面，分别受经济危机和国内局势动荡的影响，委内瑞拉和利比亚石油产量则不断下降。总体来看，欧佩克产量稳定。6 月国际原油价格再度冲高，维持对 2018 年全球油市供需格局的判断：弱平衡仍将是主基调，预测在无地缘政治恶化的情况下，预计 18 年原油价格维持高位，目前全球需求端没有太大变化：全球原油需求主要增长来源于美国欧洲的恢复，中国和印度等地的消费增加前供需处于紧平衡状态，目前的需求缺口主要来自于委内瑞拉产量超预期下滑。未来主要关注供给端的变化。

华夏基金绩优海外产品

产品代码	产品名称	基金经理	产品类型	主要投资范围	6 月份 收益率 (%)	2017 年 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	-3.58	36.54	3.00
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	-3.74	34.22	20.90
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	-2.07	30.24	53.00
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	-1.79	28.75	30.09

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	-2.06	28.64	47.24
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	-1.77	28.29	22.69
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	-4.95	18.62	26.50
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, 重点持有优质中资互联网企业	-4.54	19.79	18.97
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	-1.43	9.83	29.32
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	-1.80	8.24	-1.40

数据来源: Wind, 2018-7-12