

CHINAAMC

# 大类资产分析报告

2018年8月

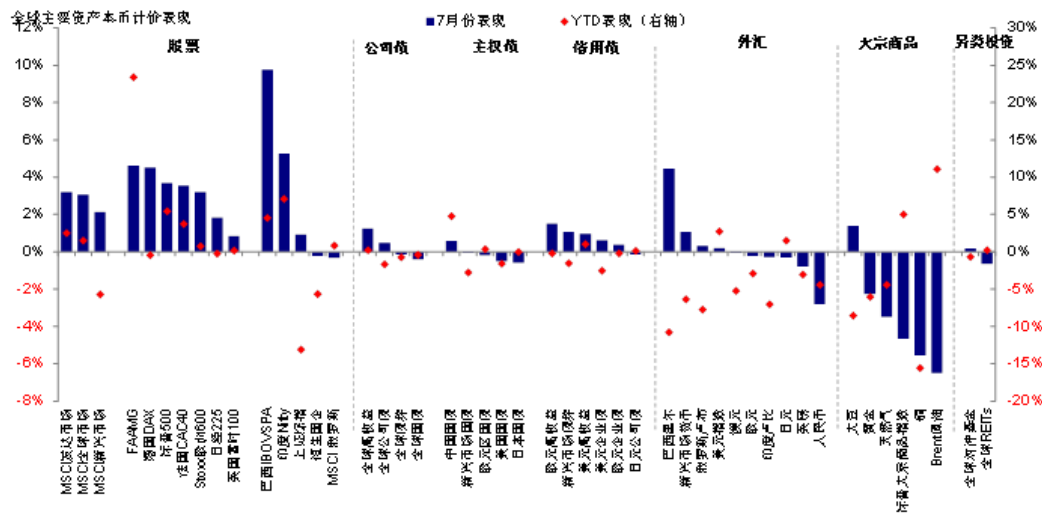
---

## 市场回顾

### 7月：全球股市全面反弹，美国经济增长强劲，美元持续强势

从跨资产类别的表现来看，7月资产表现分化：大宗商品方面，中美贸易战继续升温，市场担忧原油需求增速放缓，油价出现调整；以本币计价的全球股市普涨，标普延续6月的上涨行情，总体来说发达市场继续跑赢新兴市场。美国经济增长强劲。美元指数连续4个月反弹，除巴西里尔及部分新兴市场货币呈现反弹外，其他主要货币对美元仍然走弱。

7月份全球主要资产价格表现



- ✦ **股票市场：**受到欧日达成自贸协定及欧美贸易摩擦暂缓等利好消息的提振，美欧日市场全面上涨；部分前期跌幅较大的新兴市场国家，受益于货币止跌反弹，市场情绪得到修复，其中巴西、墨西哥反弹力度较大；中国和香港股市则由于中美贸易摩擦升级和人民币进一步贬值的拖累，呈现小幅下跌，贸易战和人民币汇率贬值，仍是未来拖累A股和港股市场的主要因素。
- ✦ **债券市场：**美联储六月会议纪要重申渐进加息，美债整体盈利尚佳、美欧贸易摩擦有所缓解，美债收益率全线上行，美债期限利差依旧走窄。国内市场，利率以下行为主，但下旬政策变化致使利率债出现明显调整，信用债好转，可转债左侧价值凸显，先于权益有所表现。
- ✦ **大宗商品：**7月大宗商品表现分化，农产品表现较好，而能源在原油下跌的带动下，和主要工业金属调整较大。
- ✦ **汇率市场：**从货币资产的表现看，美元继4月中开始反弹以来，趋势未变，7月美元指数仍实现微涨，其他主要货币走势分化，前期贬值幅度较大的墨西哥比索和巴西里尔的反弹力度最大，人民币持续贬值，且幅度最大。

## 市场展望

### □ 8月：美欧日贸易摩擦暂缓，中美贸易摩擦反复曲折，短期看好避险类资产

7月随着欧日和欧美的贸易协定先后达成，市场的最大不确定性来自中美贸易摩擦，这将是未来一段时间全球市场波动的主导因素。中美贸易战将是反复曲折的，贸易摩擦或将持续升温。在投资方向上，短期看好避险类资产；其次是内需驱动的非贸易品及受保护的板块；长期围绕科技创新和内需消费升级，看好具成长性的科技股，先进制造业、及可选消费股。

### ◇ 股票市场：

- **美股：**基本面方面，6月美国ISM制造业指数升破60.0，美国制造业重要先行指标的回升速度比市场预期的快，是仅次于今年2月的2004年以来次高水平，显示制造业连续22个月高于荣枯分水岭50，尽管劳动者、技能和原材料出现不足，但消费需求仍然旺盛，美国制造业持续扩张。美联储主席Powell国会听证会表态基本延续6月会议基调，强调将继续渐进加息。就业方面，美国6月非农就业数据失业率稳健，但时薪增速不及预期。物价水平方面，美国6月CPI同比2.9%，创2012年2月以来最大增幅。资金面上，受益于风险偏好提升以及美元的持续强势的影响，美元资产重新获得资金的青睐，截止到7月28日，7月美国市场振幅较大，单月资金净流入110亿美元，较上月的97.5亿美元流出额，资金重新呈现流入。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，但后续需要核心关注企业盈利增长的情况。
- **A股：**基本面方面，7月份PMI为51.2，较上月回落0.3个点，不及预期51.3，反映制造业景气继上月出现拐点后继续回落。随着内需转弱，后续需关注有关政策的激励效果。7月实体数据表现平稳，房地产销售表现明显好于前值，粗钢、煤炭等工业品产量略有回落，库存平稳。价格方面，6月中至7月中旬略有走弱，但7月下旬与政策刺激预期有关，商品价格出现明显上升。从同比来看，7月CPI与前值基本持平，PPI低于前值，判断今年全年通胀的基调为CPI平稳、PPI震荡下行。7月中采制造业、服务业PMI全面低于前值，均超过50。7月中国政府负债同比增速继续低于前值，这意味着财政政策整体上仍处于收敛状态。总体来看，6月中国经济表现平稳、增速放缓，通胀有所回落，但是中美贸易摩擦进一步升级，美元持续强势，人民币贬值幅度较大。全球股指表现有所分化，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7月28日，7月份中国股市流出资金6.4亿美元，相比于上期的15亿美元流出额出现小幅缩减。展望未来，A股市场经过6月和7月的下跌，已经计入了较为悲观的预期，但目前风险还没有完全释放；尤其是美元指数走强的趋势还没有结束，人民币汇率贬值势头未改；资金流出新兴股市和债券趋势也并未结束，外资在配置海外资产的时候，对汇率的敏感度较高；所以目前中国的资产价格调整，不能足以支持其触底反弹，未来还需要等待市场企稳的信号。

- **港股**：7月 MSCI China 低位波动，小幅下挫，人民币继续走弱。7月下旬国内政策发生松动，市场预期流动性极度紧张状况可能缓解，短期周期性板块反弹，建筑建材领涨，银行保险跑赢市场，前期强势的消费、科技、医药相对跑输。港股通南下资金恢复净流入，主要买入金融板块，卖出科技、汽车、医药、地产等。但行情持续性不佳，投资者仍然信心不足，市场观望气息较浓。展望8月，需要重点关注：1) 短期市场对政策的反应，2) 中报业绩。在脆弱的市场环境，做好业绩排雷，谨防业绩低于预期带来暴跌损失。中长期坚持配置教育、医疗健康、互联网等子行业经营趋势向好、业绩增长确定的龙头公司为长期核心持仓。
  - **欧洲**：欧元区6月制造业 PMI 表现欠佳，创十八个月新低；服务业就业分项则创下逾10年来最高，帮助抵消了制造业的疲软表现，将欧元区的经济表现从5月份的18个月最低水平中提振起来。欧央行7月议息会议央行声明对退出 QE 的速度、以及利率前瞻指引均略偏鸽派，经济增长可能进一步放缓，政策需要谨慎观察。通胀方面，预计今年余下的时间通胀将维持目前水平；潜在通胀将在年底前上升；中期来看，潜在通胀将缓慢上升。预计下半年各行业和各国将出现广泛的薪资增长，而薪资谈判是目前驱动名义薪资增长的主因。从资金面来看，发达欧洲股市经济复苏出现疲弱迹象，截至7月28日，单月资金净流出规模为75亿美元，较上月的160亿美元的流出规模，资金流出情况缓解。
  - **日本**：基本面方面，日本央行7月利率决议继续按兵不动，符合市场预期。日本央行季度报告对未来的前瞻指引是：决定采取利率前瞻性指引来增加政策框架的可持续性；前瞻性指引是为了更加灵活地进行市场操作与资产购买；这些举措将帮助物价尽早达到目标，同时保证经济和金融环境稳定。通胀方面，日本6月CPI不及预期，仍远低于2%通胀目标。今年3月之后，日本CPI再度与“1”无缘，持续徘徊在低位。尽管日本已经摆脱通缩困境，但通胀长期低位徘徊，迟迟未能达到日本央行2%的目标。日本央行已经在4月放弃关注达成通胀目标的具体时间点。若此次还要承认通胀目标最长三年内都无法实现，那将代表着该行过去数年提振通胀的努力宣告失败。低通胀也是日本央行将坚持超宽松货币政策的原因。
- ◇ **债券市场：**
- **国内债市**：利率债方面，受益于7月初定向降准释放7000亿资金，货币宽松程度进一步加码，货币市场利率大幅下降，国库定存招标利率较上次大幅下行103BP。再加上央行通过MLF资金支持银行投资信用债，资管新规补充文件利好短债，短期债券利率大幅下行。而长端利率涨跌互现，其中国开下行幅度最大。展望下半年积极财政将加大力度，基建、减税双管齐下，把补短板作为深化供给侧结构性改革的重点任务。未来只要去杠杆的趋势不变，货币政策有流动性释放但不会漫灌，预计未来社会融资总量增速仍将继续回落，宽货币将很难向宽信用迅速转化，衰退型宽松的格局就很难改变。为了对冲社融增速明显下滑，未来存准率仍有下调空间，再加上财政支出下半年有望加快，资金利率有望维持低位。预计债市短端利率未来仍有下行空间，债市将继续牛陡。信用债方面，整体看，7月以来政策开始向宽信用、稳杠杆过渡，违约

风险有望得以延后和缓释。信用债市场情绪转暖明显，但投资“底线”尚未明显放松。7月信用债收益率大幅下行，短端下行幅度达到80-100bp左右，中长端普遍下行35-55bp。行业利差变化主要有以下特征：1) 评级间分化明显，高等级行业利差收窄为主，中低等级行业利差普遍走扩；2) 城投债需求显著改善，其中AA+和AAA评级行业利差收窄，AA级行业利差有所走扩，但个券收益率也普遍下行、只是幅度不及曲线；3) 宽信用组合券对市场情绪提振明显，但结构上仍主要是中高等级和国企、城投受益，瑕疵个券收益率逆市大幅调整推升行业利差的例子也不少见。展望未来，虽然“去杠杆”节奏放缓，但大方向没有改变。虽然信用利差整体趋势性扩大的势头得到了遏制甚至阶段性逆转，但信用债内部的结构分化将会更加剧烈。可转债方面，随着股市7月经历阶段性筑底后明显反弹，左侧价值凸显，提前有所表现。转债先于权益反弹的主要原因在于：1) 资金面宽松+偏低的价位吸引中期资金提前布局，金融标的率先企稳；2) 下修和信用条件缓和帮助偏弱转债有所表现。

- **国际债市**：7月除日本出现资金净流出外，全球主要债市均实现资金净流入。新兴市场和发达国家债市总计资金净流入149亿美元，较上月的出101亿美元流出规模出现大幅改善：其中美国债市净流入123亿美元，是6月债市资金流入最多的市场；发达欧洲债市净流入19亿美元；日本债券市场净流出0.52亿美元。新兴市场债市资金净流入5.5亿美元：其中金砖四国债券市场整体资金合计净流入1.99亿美元。7月主要发达国家长端收益率上行。7月下旬，日本央行将日债长端利率维持在较高水平。受此影响，其他主要发达国家国债长端收益率均普遍上行。而从7月总体表现看，美国经济强劲、鲍威尔措辞偏鹰，10年美债收益率上行至2.95%；德国工业产出强劲反弹，欧、德、法制造业PMI均有所回升，10年德债收益率上行至0.414%。此外10年英债小幅上行1.6BP至1.294%。短端利率方面，美、德、英、日1年期国债利率分别上行9.2BP、3BP、5.1BP和1.3BP。7月，点心债收益率普遍大幅下行。由于美欧自由贸易谈判前景仍面临较大不确定性，短期内难以改善贸易摩擦对美国前景的潜在负面影响。综合上述因素，认为2季度美国GDP高增长可持续性较弱，下半年美债收益率进一步走高、美元指数进一步走强的空间均较为有限，而随着美国经济中期可能逐步显现下行风险，美债收益率、美元指数亦可能逐步回落。

#### ◇ 外汇市场：

- **人民币**：截至到7月30日，人民币对美元中间价较年初贬值逾4%。人民币对美元汇率自6月14日开始急速贬值，至今仅一个月多时间，人民币贬值超4000点，幅度超过6%。近期人民币快速贬值的主要原因是中美货币政策的异向操作：国内货币政策确认转向宽松，对比美国处于加息周期和美元的强势升值趋势。但从当前外汇储备规模和资本流动情况看，无论是政策层面还是市场层面，7月是人民币兑美元汇率的关键关口，大概率是这一轮贬值的底部。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，而非中国央行主动实施的贬值策略。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。未来经济下行风险将持续加大，叠加贸易摩擦升温，基本面弱化对人民币汇率产生压力。第二，受贸易战拖累，中国国际收支将大概率转差。第三，中美货币政策分化，中美利差收窄。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。年内人民币对美元仍然存在一定的贬值压力。

- **美元**：从货币资产的表现看，美元继 4 月中开始反弹以来，趋势未变，7 月美元指数微涨，其他主要货币走势分化，前期贬值幅度较大的墨西哥比索和巴西里尔的反弹力度最大，人民币继续贬值，且幅度最大。截止到 7 月 29 日，美元指数 7 月继续上涨 0.2%。近期美元指数盘整行情下，美元兑人民币上行的主要逻辑：是中美贸易战，以及国内货币政策边际宽松。特朗普“弱美元”倾向有助于美元指数短线筑顶，但尚缺趋势性下行动能。在此背景下，尽管超调已消耗单边动能，美元兑人民币短线难以出现方向性反转。本轮基本面下行和货币政策宽松整体可控，且及时反映在即期汇率上，不会持续累积单边压力。待美元指数趋势性下行，或逆周期调控回归时，美元兑人民币方能扭转。从高频数据和经济周期看，预计美国经济的“强劲”还将延续。在基钦周期出现拐点前，无需质疑美联储的加息路径。美联储可能继续“鹰派”吹风提高市场对于年内第四次加息的预期。欧美货币政策分化对于美元的提振作用已大大减弱。未来事件冲击可能成为打破当前美元指数震荡格局的契机。

#### ◇ 大宗商品市场：

- **原油**：7 月国际原油价格再度高位震荡，油价先跌后涨，振幅加大，截至 7 月 30 日，原油价格下跌超过 6%。油价 7 月初先跌，主要是有以下三点原因：一是，利比亚因武装冲突而关闭的港口在短时间内恢复正常；二是，6 月 OPEC 制定的原油增产计划有序推进；三是，中美贸易战继续升温，市场担忧原油需求增速放缓。7 月中旬以后油价温和上升，主要是由于供应紧张和地缘政治风险增加。对伊朗实施最高级别制裁的美国放话，要封锁伊朗原油出口，而伊朗总统则表态，如果美国一心要迫使所有国家停止购买伊朗石油，伊朗将封锁霍尔木兹海峡，阻挠邻国的石油出口，此举将干扰 1700 万桶/天的石油交易。此外，美国夏季用油高峰期到来，成品油库存如期下降，支撑油价；最后，其他部分 OPEC 成员国也面临着日渐升级的产油缺口，或将进一步威胁到全球原油供应。对 2018 年全球油市供需格局的判断维持弱平衡仍将是主基调，预测在无地缘政治恶化的情况下，18 年原油价格维持高位，布伦特原油价格中枢在 70 美元/桶。

## 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	近6个月收益率(%)	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	7.30	36.54	4.40
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	-0.44	34.22	20.68
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	5.29	30.24	58.89
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	5.32	28.75	35.18
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	4.16	28.64	52.73
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	5.40	28.29	27.66
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	-1.52	18.62	23.20
002891.OF	华夏移动互联网人民币	刘平	混合型	投资全球市场的移动互联网创新企业,以TMT行业为主,重点持有优质中资互联网企业	9.64	12.81	11.50
001061.OF	华夏海外收益A人民币	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	5.13	3.46	43.56
002877.OF	华夏大中华信用精选A人民币	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	4.00	1.95	1.40

数据来源: Wind, 2018-8-10