

# 大类资产分析报告



华夏基金  
CHINA ASSET MANAGEMENT



1998-2018

**2018/09**

## 市场策略 | 大类资产分析报告

2018年9月

### ■ 投资要点

8月资产表现分化，市场短期风险积聚，总体股市和大宗等风险资产，好于债券和黄金等避险资产。展望9月，中美贸易摩擦依然存在较大不确定性，并且需要警惕新兴市场风险通过情绪和资金流向在更多新兴市场中传导，短期仍看好避险类资产及内需驱动的非贸易品等。

### ■ 资产表现回顾

从跨资产类别的表现来看，权益类资产继7月全球股市全面反弹，8月市场短期风险积聚，全球股指再次出现分化，总体来说发达市场继续跑赢新兴市场。固定收益类资产方面，8月全球利率普遍回落，美债长端利率一度回落至2.8%，导致利差进一步收窄，信用利差回落。外汇资产方面，美元指数连续5个月反弹，总体小幅上涨，新兴汇率普遍大幅走弱。大宗商品除能源上涨，其余均大幅下跌。

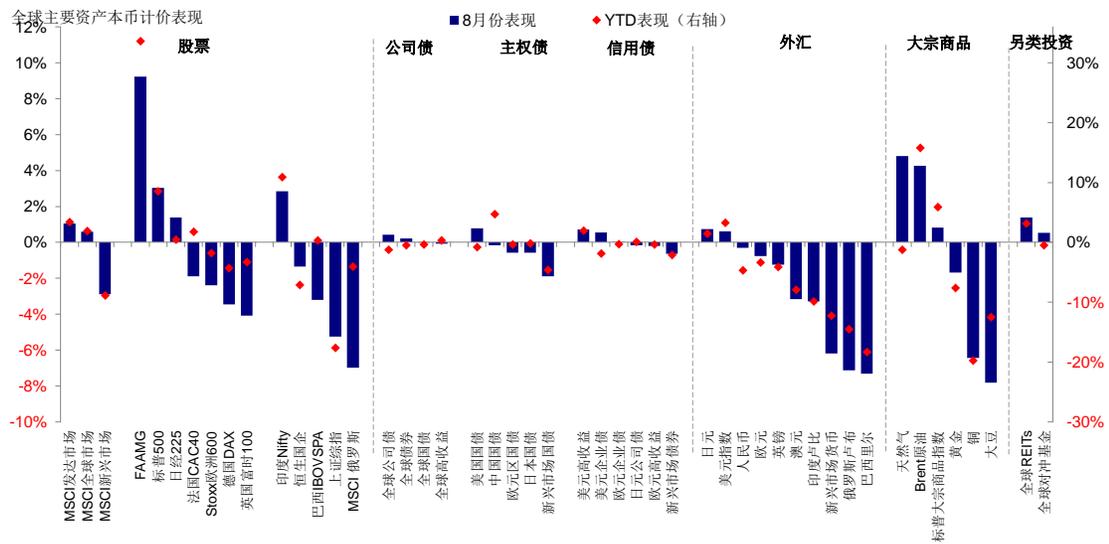
### ■ 资产配置展望

展望9月，中美贸易摩擦依然存在着较大的不确定性，这将是未来一段时间全球市场波动的主导因素。9月美联储加息与欧央行QE减量在即，全球流动性面临进一步收紧。同时，对于新兴市场风险的传导仍需保持高度警惕。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。

## 市场回顾

### ■ 大类资产收益对比

#### 8 月份全球主要资产价格表现



**从跨资产类别的表现来看，8 月资产表现分化，总体股市和大宗等风险资产，好于债券和黄金等避险资产。**

**权益类资产：**继 7 月全球股市全面反弹，8 月市场短期风险积聚，全球股指再次出现分化，总体来说发达市场继续跑赢新兴市场。美国经济增长强劲，截止到 8 月 31 日，美国科技巨头 FAAMG、标普延续 6 月、7 月的上涨行情；受益于欧日达成自贸协定，日经市场得以延续 7 月的反弹；但欧洲市场受到意大利预算与英国脱欧谈判等因素干扰，风险偏好下降，指数再次走跌；资金仍旧从新兴股市撤离，总体流出放缓，但不同市场出现分化，其中调整幅度较大的是土耳其、俄罗斯、上证、巴西等。

**固定收益类资产：**8 月全球利率普遍回落，美债长端利率一度回落至 2.8%，导致利差进一步收窄，信用利差回落。

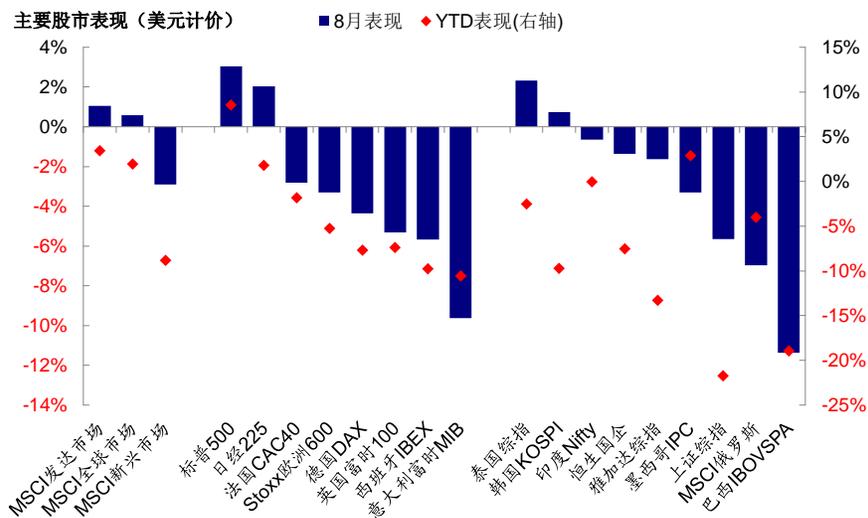
**外汇资产：**美元指数连续 5 个月反弹，8 月先涨后跌，总体小幅上涨，新兴汇率普遍大幅走弱，阿根廷、土耳其、南非和俄罗斯汇率跌幅较高，其中阿根廷和土耳其的汇率跌幅高达 25%。

**大宗商品：**除能源上涨外，大宗商品均大幅下跌。

## ■ 股票市场

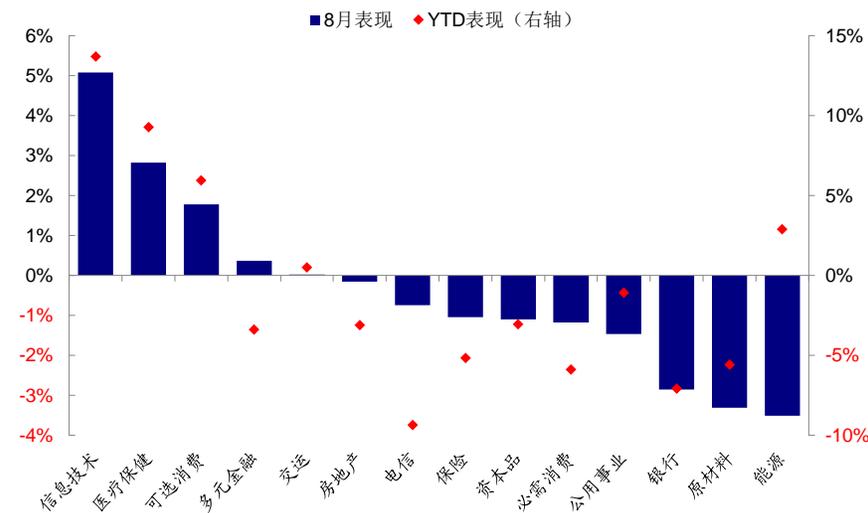
### 1、全球股市表现对比

8月全球股指分化，多数呈跌，总体来说发达市场继续跑赢新兴市场。**全球资金依然以回流美国为主、继续流出新兴和欧洲。**中美贸易摩擦愈演愈烈，美国对中国2000亿美元商品加征25%关税的公众意见征询期将于9月6日结束。鉴于中美谈判暂未取得实质性进展，关税落地的概率比较大，市场情绪受此牵制，风险偏好进一步承压，上证综指延续7月下跌的走势，而且调整幅度扩大。截止到8月31日，除标普、日经、泰国和韩国指数外，以美金计价的全球股指普遍下跌。



### 2、股票行业指数对比

从股票行业表现来看（MSCI AC World 指数），8月全球行业板块分化，其中信息技术、医疗保健、可选消费和多元金融板块表现较好，而能源、原材料和银行调整幅度相对较多。



## ■ 债券市场

### 1、国内市场

基本面方面，**8月制造业 PMI 数据弱中趋稳**，生产及国内订单指数表现已较7月出现好转，在市场预期较为悲观的背景下，基本面对债市的带动作用已有所弱化，随着时间的推移，宽信用效果显现的概率在增加。年内主要关注基建投资的企稳时间及幅度，**8月以来基建项目和资金端的推进同步加快，年内基建增速反弹可期**。叠加制造业投资高位以及房地产投资增速回落幅度较小，关注市场对经济悲观预期的修复。

货币政策方面，**美联储9月大概率实施加息**，但对我国货币政策制约作用有限，我国货币政策基调仍将围绕国内基本面情况进行。当前我国国际收支情况仍然较为稳定、汇率预期也在“**逆周期因子**”重启后出现较强的企稳迹象，我国货币政策依然具有较强的独立性。继续定向支持实体经济融资，**预计“价”将以稳为主，“量”上面保持合理充裕**。

期限利差方面，**资金面对短端的带动或有所弱化**，而随着经济预期的修复，长端或在4季度面临调整压力，届时期限利差可能再度走阔。对于短端，在政策放松初期，资金面受益最为明显，当前资金利率已经行至较低位置，随着资金逐步投向实体经济、专项债加速发行挤占流动性，预计后期资金面中枢再度进一步大幅下行的空间已经有限，债市短端利率预计也将在当前水平附近维持相对稳定。而对于长端，**随着宽信用政策逐步发酵，基本面、通胀等偏空因素逐步累积，调整压力大于短端，期限利差或在4季度再度走阔**。

### 2、海外市场

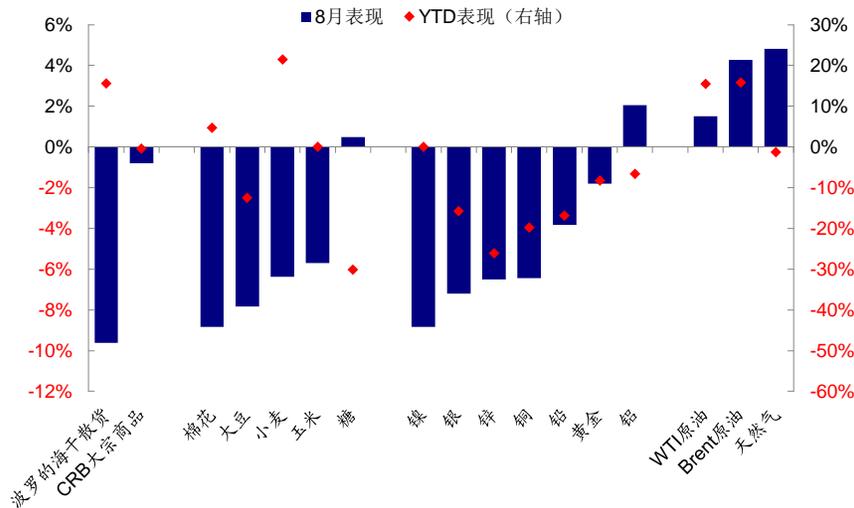
海外债市方面，**美、德长端收益率下行**。8月，美、德10年期国债收益率分别大幅下行9.9BP、11.7BP至2.8604%、0.326%。**英国脱欧谈判再现进展**，英国10年期国债收益率上行9.7BP至1.427%。此外，日本10年期国债收益率上行4.5BP至0.107%。短端利率方面，英国1年期国债利率小幅下行1.1BP，美、德、日1年期国债利率上行3.9BP、0.6BP和0.1BP，**美、德期限利差收窄。点心债收益率多数下行**。

美国：美国7月薪资增速持平于上月，劳动力成本推升通胀动能尚未增强；特朗普表态暗示希望美联储放慢加息，**美联储会议纪要担忧贸易争端对经济前景的潜在负面影响**，鲍威尔讲话称未见通胀加速的征兆，推动美国10Y国债收益率下行9.9BP。

欧元区：**土耳其里拉大幅贬值触发市场对欧洲银行业的担忧**，加之8月欧元区公布的经济数据仍多数不及预期，德国10Y国债收益率大幅下行11.7BP。

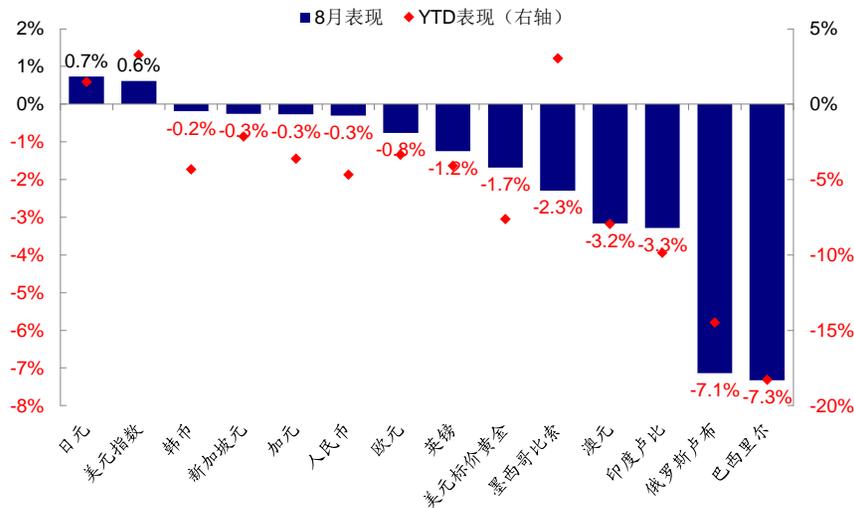
英国：**英央行实施十年内的第2次加息，英国脱欧谈判再现转机**，英国10Y国债收益率上行9.7BP。

## ■ 大宗商品



**8月大宗商品表现分化，能源在原油和天然气上涨的带动下表现较好，农产品和主要工业金属调整幅度较大。**能源方面，天然气、石油的价格涨幅靠前；金属方面，除了铝以外，镍、银、锌、铜、铅等价格出现了不同幅度的调整；除糖以外的农产品全线下跌，其中棉花、大豆、小麦、玉米等价格跌幅较大；黄金价格受美元指数上涨的影响，继续下跌；波罗的海干散货指数未能延续6、7月大幅上涨的趋势，8月下跌10%。

## ■ 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，上涨趋势未变，8月美元指数微涨0.6%。8月底土耳其局势再度恶化，引发阿根廷、巴西等货币开始新一轮暴跌。其中贬值幅度较大的是土耳其里拉、巴西里尔和俄罗斯卢布，人民币继续贬值，但幅度较小。8月15日美元指数触及96.99关口，创下2017年12月18日以来新高。

## 市场展望

### ■ 大类资产配置展望

展望 9 月，中美贸易摩擦依然存在着较大的不确定性，这将是未来一段时间全球市场波动的主导因素。9 月美联储加息与欧央行 QE 减量在即，全球流动性面临进一步收紧。同时，对于新兴市场风险的传导仍需保持高度警惕。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

#### 1、美国

基本面方面，美联储重申渐进加息，美联储独立性有待进一步观察确认。8 月 23 日美联储主席鲍威尔出席 2018 年 Jackson Hole 全球央行行长年会时发表讲话，**美国经济“强劲”，适合继续循序渐进加息**。通货膨胀方面，美国 7 月核心 CPI 同比增长 2.4%，创 2008 年 9 月以来的最大增幅。7 月美国制造业保持扩张，物价压力缓和，新订单跌至一年最低。美国供应管理协会 ISM 于 8 月 1 日公布数据显示，美国 7 月 ISM 制造业指数 58.1，低于预期的 59.3，但连续 23 个月高于 50 荣枯线，显示美国制造业持续扩张。故而，美国在所有经济体中**一枝独秀**，投资者风险偏好提升，获得资金的青睐，**资金再次出现大幅流入**。从资金总量上看，截止到 8 月 29 日，8 月流入美国股票市场的资金总规模约 135 亿美元，较上月的 110 亿美元流入额，资金流入规模出现小幅增加。

#### 2、A 股

进入 9 月份以来 A 股延续调整态势，由于市场预期不稳定，对利空放大，而对利好政策反应不足，指数反弹受挫，重回底部震荡。当前国内经济增长继续平稳回落，在对外部不确定性的情况上，对内政策有明显放松，**货币市场流动性充裕**，政策鼓励打通融资通道，改善信用环境，但在诸多金融条件和制度约束下，宽货币到宽信用的传导仍存在较多障碍，社融增速继续回落，但**后续有望逐步企稳**。我们认为市场在众多不确定性中，**继续磨底的概率较大**，但估值已经进入底部区域，进一步大幅收缩的可能性较低，对中期趋势也不悲观，历史上来看，**底部区域往往是中长期布局的良好时点**。

从趋势上来看，若政策再无重大变化，随着社融恢复，市场将进入磨底状态，如果海外事件阶段性爆发后进入真空期，**市场有反弹的可能**。中美贸易摩擦短期难以根本解决，在外部巨大不确定性下，政府对内政策边际放松，但在众多约束下，也很难走回加杆杆的老路上去，信用将有所恢复，但预计幅度不会很大，预计**短期刺激方向仍将以基建为主，长期大概率仍将支持产业结构调整**。只有贸易摩擦结果更加确定，内部结构性问题得到解决后，市场才有可能走出反转行情。

宏观政策当前已经逐步转向，从历史行情看，金融数据从收缩到扩张的过程中，周期及大盘蓝筹股表现强势，过去一个月，上证 50 具有明显的超额收益。风格上，我们仍建议用以上证 50 为代表的低估值大盘蓝筹做防御，一方面该板块具有较好的防守属性，另一方面社融如果恢复，对该板块也会有一定刺激；在衰退宽松期，主题投资可能有较好的机会，但波动较大对交易难度要求相对较高。

### 3、港股

8 月 MSCI China 继续下跌，人民币低位波动。市场信心极为脆弱，政策新闻大都倾向于负面解读，个股中报业绩低于预期的大幅下跌，超预期也未必涨。全月只有能源和通信板块录得显著正收益，公用事业、科技、原材料、消费均显著跑输。公用事业和消费行业下跌主要由于政策变化；科技行业下跌大多来自业绩低于预期；只有周期性行业中报业绩最为靓丽，受益于供给侧改革的上游行业盈利水平大多处于高位。展望 9 月，近期市场情绪仍处低位，中报季企业对未来 6-12 个月展望普遍谨慎。国内担心中美贸易战持续发酵，投资信心遭压制，短期市场大幅上涨动力不足。但与此同时，国内流动性极度紧张后的边际放松，以及市场大幅回调后底部估值对长线投资者吸引力上升可能形成一定支撑。根据 EPFR 数据统计，截止到 8 月 29 日，8 月香港股市共计流出资金 2.2 亿美元，较上期的 0.84 亿美元的资金流出规模，出现小幅增加。

### 4、欧洲

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。欧元区 7 月 CPI 同比初值 1.3%，持平预期。具体来看，受益于油价上涨，7 月能源产品价格涨幅增至 2.2%；食品和烟酒价格涨幅则持平 6 月，为 1.4%；非能源部门产品价格涨幅也从 6 月的 0.4% 升至 0.5%；服务价格涨幅则由 6 月的 1.6% 降至 1.5%。欧元区和德国 8 月制造业 PMI 初值分别为 54.6 和 56.1，均较 7 月小幅回落；但法国 8 月制造业 PMI 初值 53.7，延续 7 月小幅回升。8 月 PMI 报告显示，贸易摩擦升级担忧之下，企业预期仍较为悲观；原材料价格上涨和订单增速放缓亦令欧元区制造业 PMI 小幅承压。截止到 8 月 29 日，8 月资金净流出规模为 53 亿美元，较上月的 75 亿美元的流出规模，资金流出情况有所缓解。

## ■ 债券市场

### 1、国内债市

3 季度至今，债市在利多与利空的相互牵制下收益率呈现低位震荡，**9 月关注基建投资等经济数据及社融数据存在超预期的可能**，从当前位置看到年底，这一可能性也将逐步增加。对于利率债走势，**2018 年全年债券收益率波动呈 U 型**（右侧高点低于左侧）、10 年国债收益率波动区间 3.4%-4%，3 季度对应 U 型底部一横，4 季度对应右侧一竖。期限利差方面，短期内资金面对短端的带动或有所弱化，**短端收益率继续下行空间有限**，而随着经济预期的修复，**长端或在 4 季度面临调整压力，届时期限利差可能再度走阔**。展望四季度，由于领先指标社会融

资增速逐月下滑，预示未来 GDP 名义增速将持续回落。消费方面，居民收入增速下滑、财富效应减弱、居民举债买房透支购买力等导致消费增速持续下滑。出口方面，领先指标回落，叠加中美贸易摩擦，出口增速承压，**净出口对经济的支撑作用或将减弱**。投资方面，制造业投资回升力度偏弱，随着未来土地成交逐渐放缓，加上房地产融资受限、居民加杠杆难以持续，地产投资增速将大概率下滑；而基建投资有望迎来反弹，但**基建加码只是部分对冲经济下滑的手段，负面效应是加大政府债务风险、挤出私人投资**。

## 2、国际债市

8 月除**美国、中国出现资金净流入**外，全球主要债市均实现资金净流出。新兴市场和发达国家债市总计资金净流入 55 亿美元，较上月的出 149 亿美元流入规模出现大幅下降：其中美国债市净流入 117 亿美元，是 8 月债市资金流入最多的市场；发达欧洲债市净流出 33 亿美元；日本债券市场净流出 1.8 亿美元。新兴市场债市资金净流出 29 亿美元：其中金砖四国债券市场整体资金合计净流出 2.5 亿美元。

展望 9 月，**预计美联储将大概率实施年内第 3 次加息**，但随着贸易摩擦可能进一步加剧，以及**美债收益率持续维持高位，美国经济增长的潜在风险或持续累积**，9 月加息之后，美联储整体紧缩进程可能有所放缓。相比之下，**欧元区经济前景或逐步企稳，英国脱欧谈判趋于明朗**，年内美元指数大概率将趋于回落，美债长端收益率则仍却缺乏持续上行动力。货币政策方面，9 月美联储或将大概率实施加息，但市场对此已经充分预期。而 9 月加息之后，随着美国发起的贸易摩擦可能进一步升级，加之美国长短端利率水平平均持续高位运行，**后期美联储紧缩进程可能有所放缓**。

## ■ 外汇市场

### 1、人民币

截至到 8 月 31 日，人民币对美元中间价较年初贬值逾 4.7%。人民币对美元汇率自 6 月 14 日开始急速贬值，6、7 月的幅度超过 6%。美元指数 8 月中旬一度触及 97 高位，但**8 月人民币币值依然保持平稳，这跟近期的两项措施密不可分**。一是，中国人民银行决定自 2018 年 8 月 6 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 调整为 20%。**提高外汇准备金率实质是通过维护套利空间，来避免短期资本快速外流，降低冲击，以达到缓解贬值压力的目的，继而为宽松的货币政策赢取一定的时间与空间**。二是，8 月 24 日，中国外汇交易中心官方确认了人民币对美元中间价报价行重启“逆周期因子”的消息。预计未来“逆周期因子”会对人民币汇率在**合理均衡水平上**，保持基本稳定发挥积极作用，也有助于减少国际市场大幅波动对中间价的影响。综上所述，从当前外汇储备规模、资本流动情况和后续币值维稳政策调控手段看，**无论是政策层面还是市场层面，7 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**。

## 2、美元

美元继 4 月中开始反弹以来，上涨趋势未变，8 月美元指数微涨，截止到 8 月 31 日，美元指数 8 月微涨 0.6%。**8 月 15 日美元指数触及 96.99 关口，创下 2017 年 12 月 18 日以来新高。**17 年开始，美联储加息步伐加快，带来美债短端利率持续回升，在经济复苏支撑下，美债长端收益率也同步抬升，今年 10 年期美债的收益率接近 3%。美欧、美日的 10 年期国债的利差，较今年初分别扩大了 60BP 和 50BP，美元资产的吸引力进一步增强，推升美元走高。

## ■ 大宗商品市场

### 1、原油

**8 月原油市场趋势性驱动不显著，油价整体维持高位震荡。**8 月上半月油价在经济下行忧虑以及供需面仍疲弱的影响下，呈现震荡下行。8 月 15 日，**伴随着美元高位回落，原油低位企稳**，并在后续随 EIA 库存的大降出现了显著上涨，消除了油价将破位下行的担忧。在供需面多空驱动均不够明朗的情况下，油价走势受宏观影响很大，中美贸易谈判、特朗普通俄门事件、以及加息预期的表态都在扰动着市场神经。8 月 15 日起美元走弱，缓解市场紧张情绪，风险资产集体反弹。但是贸易战的危机尚未消除，全球经济放缓之忧仍是制约风险资产大幅反弹的原因。展望 9 月，美元难以继续大幅走强，这将使得未来一段时间市场风险偏好继续修复，对于油价形成一定支撑。另外，**9 月原油供需面将边际好转**，走强幅度取决于伊朗出口下滑速度、其余国家增产幅度以及中国采购节奏。综上，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，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<br>收益率(%) | 2017 年<br>收益率<br>(%) | 成立以来<br>累计收益<br>率(%) |
|-----------|-----------------|------|------|-------------------------------------------|------------------|----------------------|----------------------|
| 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                | <b>4.11</b>      | <b>3.46</b>          | <b>42.52</b>         |
| 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     | <b>3.49</b>      | <b>1.95</b>          | <b>0.90</b>          |
| 005698.OF | 华夏全球科技先锋        | 李湘杰  | 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 | <b>2.84</b>      | -                    | <b>2.84</b>          |
| 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         | <b>2.10</b>      | <b>36.54</b>         | <b>7.10</b>          |

数据来源：Wind，2018-9-14