

大类资产分析报告



华夏基金
CHINA ASSET MANAGEMENT



1998-2018

2018/10

市场策略 | 大类资产分析报告

2018年10月

■ 投资要点

9月总体大宗和股市等风险资产，好于债券和黄金等避险资产。新兴市场受益于美元9月走弱，外部压力得到缓解，但基本面尚待改善。近期市场情绪仍相对低迷，需适应市场风格快速切换。中长期来看，全球流动性拐点临近，或将加剧美元流动性的紧张和抬升融资成本。

■ 资产表现回顾

从跨资产类别的表现来看，9月总体大宗和股市等风险资产，好于债券和黄金等避险资产。权益类资产方面，发达市场，日本大幅领先欧美；新兴市场的风险缓解、表现分化；全球资金依然延续回流美国股债。固定收益类资产方面，9月美债利率再度快速走高，突破3.2%；高收益债好于利率和投资级信用债；外汇方面，美元指数回落，但月底再度反弹，全月基本持平。此外，能源在油价大涨的带动下大幅走高，大宗商品普遍上涨。

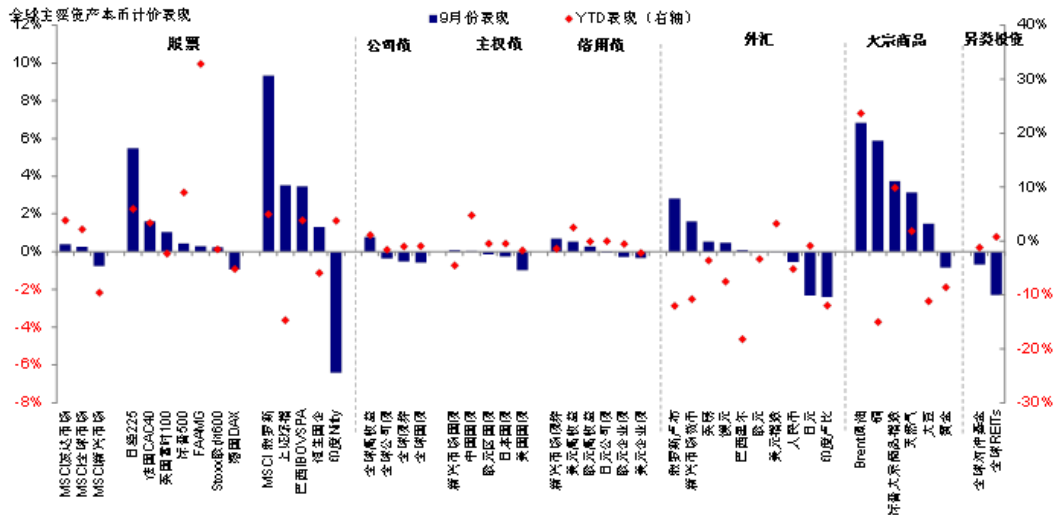
■ 资产配置展望

展望10月，美国经济持续复苏，近期欧洲数据边际转弱、与美国经济意外指数拉大；意大利财政和英国脱欧进展如果不顺利，将扰动欧元、进而推升美元。新兴市场受益于美元9月走弱，外部压力得到缓解，但基本面尚待改善。短期而言，结构性政策出台将有助于改善市场情绪，在投资方向上，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；后续会将更多仓位放置在平台型企业上，确保所投企业在全全球贸易局势紧张的情况下能够有较大的免疫能力，以维持未来的稳健成长。

市场回顾

■ 大类资产收益对比

9 月份全球主要资产价格表现



从跨资产类别的表现来看，9 月总体大宗和股市等风险资产，好于债券和黄金等避险资产。

权益类资产：发达市场中，日本市场表现大幅领先欧美市场；新兴市场则风险缓解、表现分化，俄罗斯、巴西领先；印度大跌，股汇双杀；总体来看，全球资金依然延续回流美国股债。

固定收益类资产：9 月美债利率再度快速走高，突破 3.2%；高收益债好于利率和投资级信用债。

外汇资产：美元指数回落，但月底再度反弹，全月基本持平。

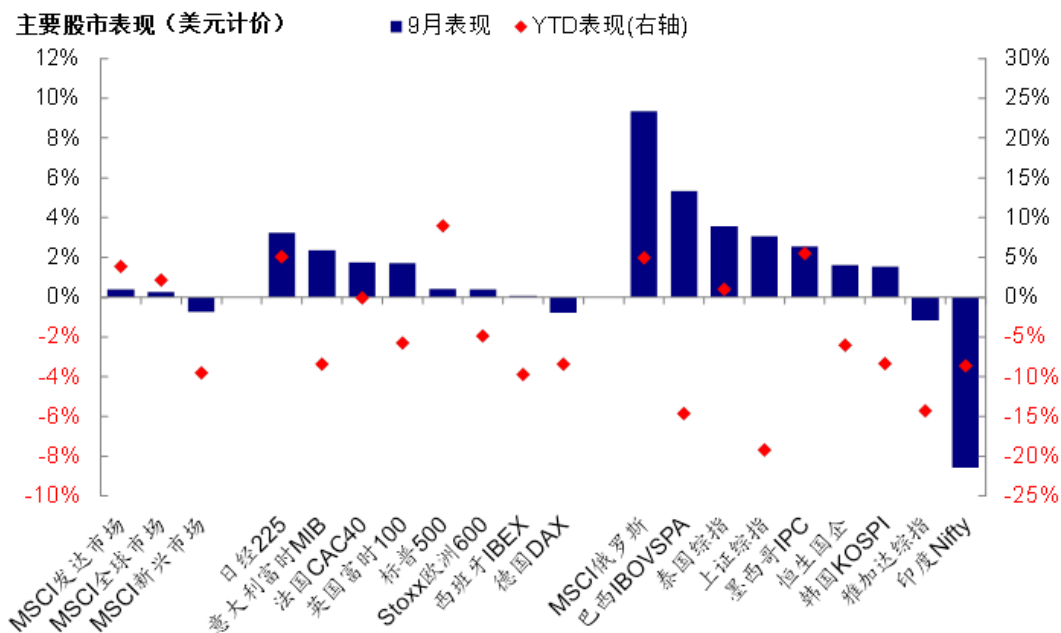
大宗商品：能源在油价大涨的带动下大幅走高，大宗商品普遍上涨。

■ 股票市场

1、全球股市表现对比

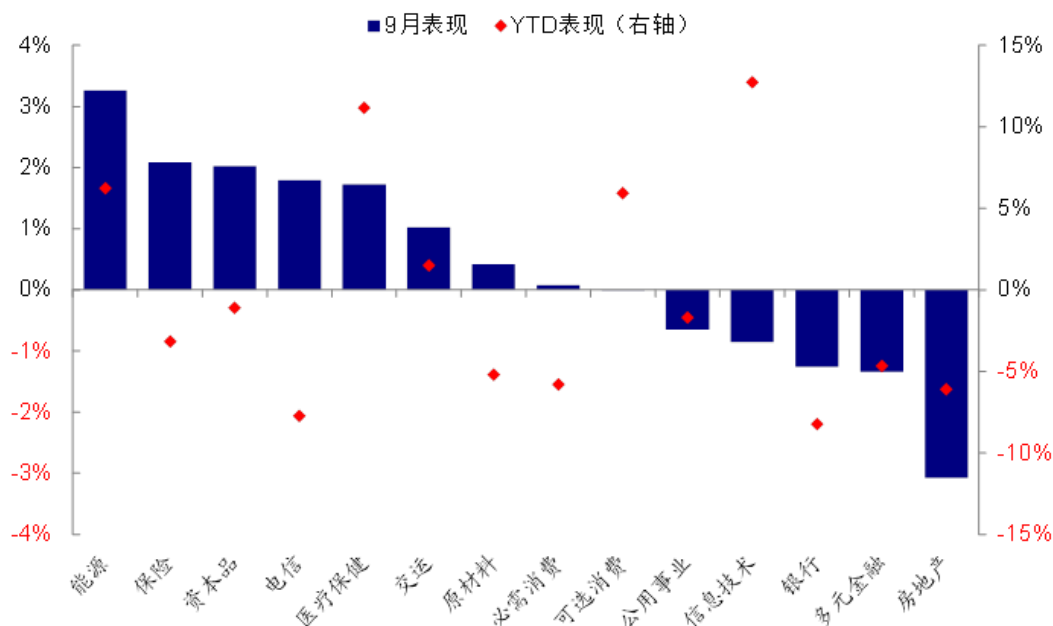
9 月新兴市场风险有所修复，部分新兴市场股市反弹明显。发达市场中，日本大幅领先欧美。新兴市场表现分化，前期跌幅较大的俄罗斯、巴西、阿根廷、土耳其等 9 月反弹幅度领先。美元回落、阿根廷获得 IMF 救助、土耳其超预期加息、中美贸易摩擦靴子落地等都起到了稳定市场情绪和提振资产价格的作用；而印度贸易赤字引发货币危机，导致股汇双杀。截止到 9 月

30日，除印度、雅加达综指、德国外，以美金计价的全球股指普遍上涨。



2、股票行业指数对比

从股票行业表现来看（MSCI AC World 指数），9月全球行业板块分化，其中**能源、保险、资本品、电信**等板块表现较好，而**房地产、多元金融、银行**等调整幅度较大。截止到9月30日，板块涨幅表现由高及次的表现依次是：能源、保险、资本品、电信、医疗保健、交运、原材料、必需消费、可选消费、公用事业、信息技术、银行、多元金融、房地产。



■ 债券市场

1、国内市场

宏观经济层面，中国 8 月社融信贷增加 1.28 万亿元不及预期，货币政策边际宽松概率提高。中国央行 9 月 13 日公布的 8 月金融数据显示，8 月人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比增速 13.2%，同比多增 1834 亿元，新增低于市场预期。从高频数据来看，9 月信托贷款可能仍然负增，8 月委托贷款负增幅度加大表明去通道并未放松；9 月信用债融资萎缩幅度超过季节性。总体来看，预计 9 月社融增速继续下行 0.2-0.3 个点，社融+地方债增速持平或微幅下降。维持对年内社融增速的判断：9-11 月持续下行至 9.6%左右，12 月因低基数反弹。8 月份工业生产与 7 月基本持平，70 种工业品产量增速中位数维持在 1%左右。从社融的角度看，工业还有小幅下滑空间。在宽信用和稳增长政策背景下，尽管未来几个月社融增速预计仍小幅向下，但降幅已经缩窄。

物价方面，去年以来的价格上涨大部分出现在供给端，尽管供给端带来的通胀不一定导致货币政策紧缩，但大概率会制约货币政策的放松空间。截至年底 CPI 有可能上升至 2.5%，至明年年中，有可能冲 3%。

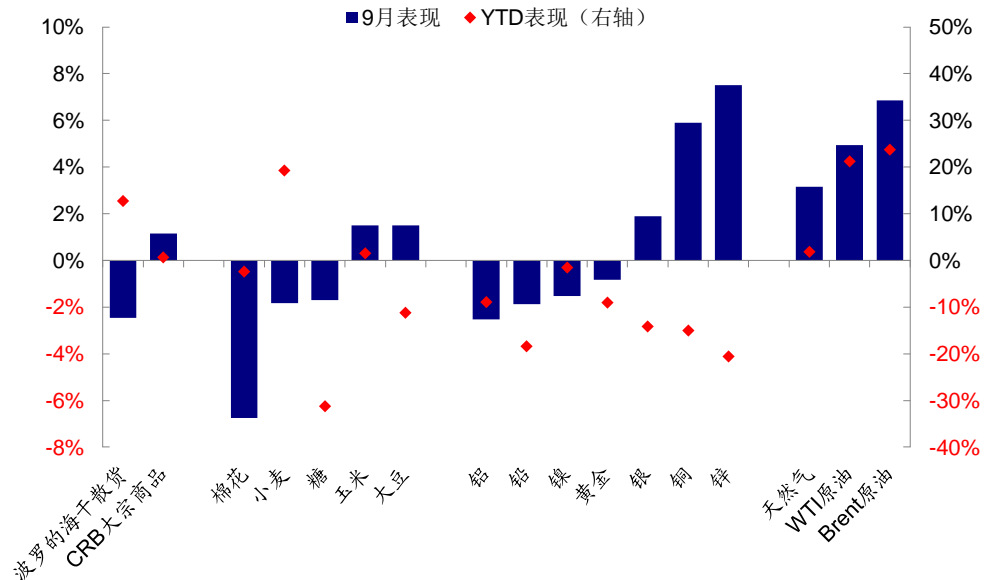
资金面来看，预计近期资金价格维持低位运行，中枢继续下探或大幅上行的概率都较小。资金中枢无法再低：从最近公开市场正回购操作可以看出，央行有意维持 OMO 作为资金利率走廊下限，而美联储年内加息四次的概率仍有 70%，不论央行跟随与否，政策利率无下行空间。8-9 月主要体现在专项债大量发行，10 月剩余额度 1250 亿；一般债几无额度；政金债和国债差别不大。

信用方面，宽信用传导不畅，低等级仍受制于风险偏好较低和融资难的负面影响，利差仍有走扩压力；配置需求集中在中高等级，未来利差继续分化。9 月信用债先上后下，维持震荡格局，波幅在 5-15BP。估值表现最好—3 年 AA 城投债，最差—5 年期中低等级。3 年期信用利差走扩，短端利率债好于信用债。中高等级中票收益率维持在 40%的分位数，信用利差仍在历史均值下 5-15BP。估值上，配置价值处于中性。

2、海外市场

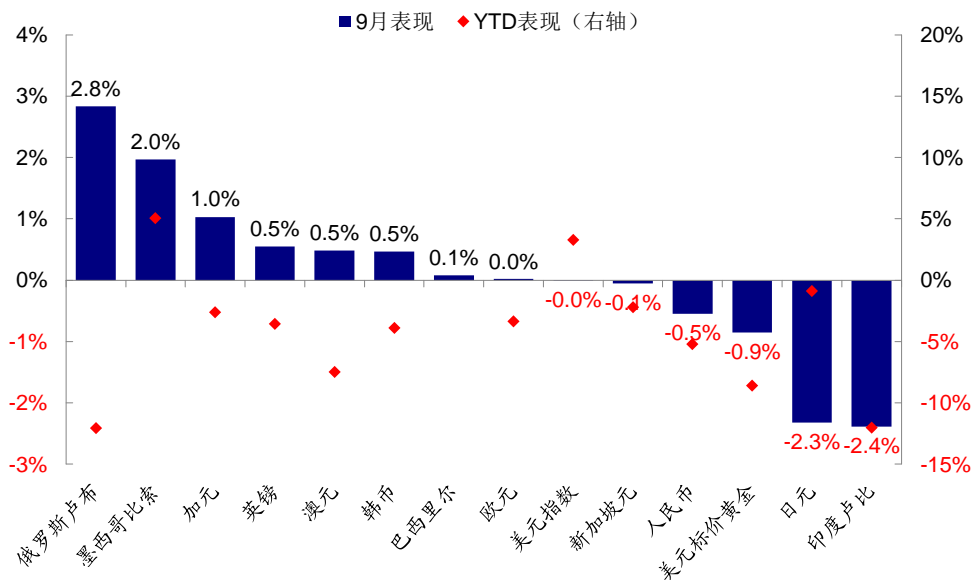
海外债市方面，9 月主要发达国家国债长端收益率均大幅上行。1) 美债：美国 8 月经济数据延续良好，加之油价高位攀升并小幅带动通胀预期，美国 10Y 国债收益率大幅上行 19BP。2) 英债：英国脱欧谈判一度频现进展，8 月零售销售维持高位，核心通胀、薪资增速均显著反弹，英国 10Y 国债收益率大幅上行 16.2BP。3) 德债：受油价走高及脱欧谈判边际向好的外溢影响，德国 10Y 国债收益率亦抬升 14BP，但升幅不及美债和英债。

■ 大宗商品



9月能源在原油和天然气上涨的带动下表现较好，部分农产品和工业金属价格反弹。能源方面，天然气、石油的价格涨幅靠前；金属方面，锌、铜、银涨幅较大，其他品种微跌。除大豆、玉米表现较好以外，其余农产品全线下跌；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9月继续下跌2%。

■ 汇率市场



从货币资产的表现看，美元指数继4月中开始反弹以来，9月首次持平，前期调整幅度较大的

新兴市场货币俄罗斯卢布、墨西哥比索等出现了不同程度的反弹，但印度卢比大跌。9月石油价格上涨、不断扩大的经常账户赤字导致贸易逆差扩大、资本外流等因素影响下，月初卢比兑美元跌至历史低点。今年以来，墨西哥比索和美元指数表现较强势，其他国家货币有不同程度的贬值。

市场展望

■ 大类资产配置展望

展望 10 月，美国经济持续复苏，近期欧洲数据边际转弱、与美国经济意外指数拉大；意大利财政和英国脱欧进展如果不顺利，将扰动欧元、进而推升美元。新兴市场受益于美元 9 月走弱，外部压力得到缓解，但基本面尚待改善。短期而言，结构性政策出台将有助于改善市场情绪，在投资方向上，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；后续会将更多仓位放置在平台型企业上，确保所投企业在全局贸易局势紧张的情况下能够有较大的免疫能力，以维持未来的稳健成长。

■ 股票市场

1、美国

基本面方面，美联储如市场预期 9 月进行年内第三次加息。9 月 26 日美联储 9 月 FOMC 会议上，美联储决定再度加息 25 个基点，使联邦基金利率升至 2~2.25%，这是年内第三次、也是自 2015 年底开启加息周期以来的第八次加息。通货膨胀方面，美国 8 月 CPI 同比增长 2.7%，核心 CPI 增长 2.2%，双双不及预期。美国 8 月 ISM 制造业指数大超预期，近十四年新高。美国 8 月 ISM 非制造业指数走出 11 个月低谷，意外反弹。自 2009 年 3 月开始近九年的上涨，美国的主要三大指数（数据统计：道琼斯指数、标普 500 指数自 2000 年 1 月起，纳斯达克指数自 2003 年 1 月起）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。美国在所有经济体中一枝独秀，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 9 月 26 日，9 月流入美国股票市场的资金总规模约 110 亿美元，基本持平于上月的流入额。

美国市场，10 月中旬开始，美股将进入为期一个月三季度业绩期，届时密集的公司回购将暂停或减少。由于去年三季度因为飓风冲击是一个同比低基数、叠加近期美国高频经济数据维持强劲，因此我们预计企业三季度盈利仍将保持强劲增长，这也是美股市场的主要支撑。不过，虽然整体盈利增长仍将维持稳健，但相比前两个季度的高增长，增速可能逐渐回落，特别是科技板块增速可能开始慢于整体市场，这可能会促使风格轮动的出现。未来我们要注意观测两个

美股见顶信号：一是，美国期限利差如果开始倒挂，可能意味着美股泡沫即将破灭。二是，FANG 指数（4 大科技巨头 Facebook，Amazon，Netflix 和 Google）出现上涨乏力，甚至下跌时，可能意味着美股泡沫破裂。

2、A 股

国庆期间，美股、港股急跌下探，全球市场悲观情绪蔓延并扩大，本次外围市场回落最主要原因在于，近期美债收益率快速上行并维持高位，市场对长期通胀预期加大，与此同时，美方发言使得中美贸易摩擦再度升级，避险情绪达到峰值引发全球股市抛售潮。在这一冲击下，叠加投资者国内经济滞胀预期抬升、国庆假期期间中美贸易冲突升级、相关政策效果传导较慢、海外机构资金流出等多种因素，A 股市场在经历 9 月上涨后，当前亦难以独善其身，出现较大回调。

但长期来看，本次大幅回调，或阶段性缓和了中美贸易冲突格局，由此为国内相关产业提供了更大的政策空间，例如减税、新兴产业扶持等。其次，A 股市场对于贸易摩擦、滞胀预期已经有所反应，经济基本面边际转好的趋势是确定性，以时间换空间，故市场持续跟风下行的空间并不大。此外，A 股市场当前虽难以立即反弹，但“不破不立”，也阶段性提升了相关内需领域政策刺激的紧迫性。未来随着风险释放、市场企稳及政策加码，我们看好真正受益于中国经济复苏、产业结构转型升级的科技创新行业（例如云计算、5G 等），其有望在市场企稳反弹后率先突围，彰显长期成长价值。

3、港股

经过 6 月以来的下跌，已经计入了较为悲观的预期，十一长假期间市场利空密集，恒指创下 09 年以来国庆期间最大跌幅。拖累因素主要有三个关键变量包括：一是，中采 PMI 数据超预期下行，国内经济加速放缓，拖累港股盈利增长预期；二是，美债收益率快速上涨，使得分母端无风险收益率和风险溢价同时存在上行压力；三是，美墨加协议为中美关系增加变数、意大利债务风险等因素，压制市场风险偏好。投资策略方面，中期而言，港股面临的国内去杠杆、汇率贬值、中美贸易战三大风险因素尚未释放完毕，目前港股资产价格调整，不能足以支持其触底反弹，所以我们维持相对谨慎观点。短期而言，结构性政策出台有助于改善市场情绪，但新兴市场 and 美股不确定性将继续困扰港股市场。后续看好避险类资产和有避险属性的防御性板块；内需驱动的非贸易品及受保护的板块；和受益于香港加息的强金融属性品种。从行业配置看，继续配置基建产业链（建材、重机械等）、消费服务、香港本地龙头股、纺织服装等板块。

在这样的市场环境下，我们首要避开大的风险点，对重点持股做认真筛查，做好“防雷”。另一方面，我们关注的很多股票已经调整到有吸引力的价位，但由于市场情绪等原因短期缺乏上涨动能，甚至可能因为资金流出而继续被动下挫。我们要加强深度研究，把握动态基本面变化，努力生存下来并为下一轮赚取更好的收益做准备。

4、欧洲

欧央行 9 月议息会议决议按兵不动。在 9 月议息会议中，欧央行维持三个主要基准利率不变，符合预期；且表示当前的利率水平将至少维持到 2019 年夏天。欧元区 8 月 CPI 同比增长 2% 不及预期，能源价格依然坚挺。欧元区 8 月制造业 PMI 回落至 54.6，创 21 个月新低。法国 3 个 PMI 指数均好于预期，经济表现相对强劲。德国服务业和综合 PMI 均为 6 个月来的新高，企业继续保持显著弹性。5. 发达欧洲 PMI 数据回暖，受振于与日本和美国先后达成贸易协定的利好刺激，股指有所修复。截止到 9 月 26 日，9 月资金净流出规模为 29 亿美元，较上月的 53 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

9 月非金融信用债发行下降 3100 亿元至 4860 亿元，净发行下降 3200 亿元至-770 亿元。金融类信用债总发行和净发行分别为 2000 亿元和 1150 亿元。注册额度存量仍有 7000 亿元，企业发行意愿仍在，主导市场的主要是需求。本月发行缩量，主要是政策并未继续指导发行，地方政府债和二级资本债继续挤占需求所致。从一级市场招标情况看，低等级民企、城投的市场情绪并未恢复。展望 10 月，宽信用短期难以见效，市场增量信息的驱动力不强。预计国内债市仍维持盘整态势，短端表现好于长端。从月度和季度的持有期收益率看，假设下行以短端下为主，而上行则是曲线平移，幅度在 20BP 之间，则 2 年内品种表现最好。

2、国际债市

10 月，英国脱欧谈判进入关键阶段，意大利预算案将提交欧盟审批，两大事件均存在较高不确定性。而在年内美联储加息预期已接近 4 次的背景下，明年之后的美联储紧缩步伐正在逐渐成为市场中期关注的重点。综合油价、美对华加征关税、美国内生经济需求所产生的通胀压力看，美国通胀预期均难以进一步抬升。从实际利率的角度看，短期经济强劲带来的支撑作用将逐步趋于弱化，“宽财政+紧货币+贸易争端”的政策组合下，利率持续处于较高水平，将令美国中期经济增长持续积累下行风险。

综合上述因素，后期美联储紧缩步伐或存在放缓的可能性，同时通胀预期和实际利率两方面因素均意味着美债长端收益率难以持续上行。尽管 10 月英国脱欧谈判、意大利预算风波或对外汇市场形成一定的暂时性扰动，但美元指数中期仍将面临一定的回落压力。

■ 外汇市场

1、人民币

央行再降准，使人民币再次接受考验。10 月 7 日央行意外降准 1%，8 日在岸及离岸人民币均跌破 6.93。本次降准政策跟随美联储加息之后，与美国紧缩货币的政策方向相反，中美利差进

一步缩窄，汇率贬值和资本外流压力增加。我们判断未来央行会通过中间价逆周期因子、发行离岸央票信号等手段控制人民币汇率，仍具有较强的控股力。另外，中国外汇储备金额属高位、国际投资头寸口径外债占比低于多数国家，人民币汇率未来并不存在继续强烈贬值的条件。但从 8 日中国央行货币政策委员会委员刘世锦对人民币汇率的表态“重要的不是具体点位，关键是汇率机制要正确”看，极端情况下，不排除年内破 7 的可能性。

2、美元

美元指数继 4 月中开始反弹以来，9 月首次持平。今年以来，墨西哥比索和美元指数表现较强势，其他国家货币有不同程度的贬值。美国经济持续复苏，美国 10 年期国债收益率超 3.25%；近期欧洲数据边际转弱、与美国经济意外指数拉大；意大利财政和英国脱欧进展如果不顺利，将扰动欧元、进而推升美元。新兴市场受益于美元 9 月走弱，外部压力得到缓解，但基本面并未改善，如果外部环境转差时，压力会再度上升。

■ 大宗商品市场

1、原油

我们维持对 2018 年全球油价格维持高位的判断，布伦特原油价格中枢在 70 美元/桶。我们预计美国中期选举前中东地缘政治风险大幅升温的概率并不高，但中期选举之后，中东地缘政治因素或仍将推动原油价格上涨。短期内中东地缘政治风险有限。2018 年 9 月 24 日多方（中国、法国、德国、俄罗斯、英国、伊朗外长以及欧盟外交与安全政策高级代表）联合发布了《伊朗核问题外长会联合声明》，声明既肯定了伊朗已全面有效履行核领域承诺，也表达了对美国制裁伊朗的遗憾。叠加中期选举临近，特朗普政策重心大概率转向美国国内，因此中东地缘政治风险短期处于可控状态。所以我们判断未来一个月内国际油价大幅走高的可能性就不会太大。中期选举后，中东地缘政治风险可能加剧。特朗普曾给出对伊朗制裁的最后期限，定于今年的 11 月 4 日，要求盟国此后不再从伊朗进口原油。尽管 9 月 24 日多方联合发布了《伊朗核问题外长会联合声明》，但据彭博数据，8 月伊朗原油出口量已由 4 月的 2496.0 千桶/天降至 1827.4 千桶/天。7-8 月韩国从伊朗的原油进口量已经降至 0。尽管存在季节性因素，但不能否认各国担忧受到美国制裁伊朗的牵连。一旦中期选举结束，特朗普政策重心有可能重新回归外部，重提制裁伊朗。2019 年国际原油或存在供给缺口，若再叠加中东地缘政治风险，国际油价可能在年底再迎上行趋势。

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(%)
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	6.58	3.46	45.28
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	4.73	1.95	1.90
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	-2.34	-	-2.34
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	1.11	36.54	0.40

数据来源：Wind，2018-10-12