

大类资产分析报告



华夏基金
CHINA ASSET MANAGEMENT



1998-2018

2018/11

市场策略 | 大类资产分析报告

2018年11月

■ 投资要点

10月全球动荡，避险情绪上升；避险资产大幅跑赢风险资产，美元走强，油价大跌。预计未来至少2个季度经济仍然处于下行通道，盈利下调风险较大。短期来看，美国中期选举及中美高层会晤给市场带来更多不确定性。市场情绪受政策及高层喊话影响较大。

■ 资产表现回顾

从跨资产类别的表现来看，10月全球动荡，避险情绪上升；避险资产大幅跑赢风险资产，美元走强，油价大跌。权益类资产受美债利率的快速抬升以及贸易摩擦等影响，除巴西因大选大涨外，美股带领全球市场下跌。总体来讲，发达市场的表现好于新兴市场。固定收益类资产，10月初10年期美债利率快速触及7年新高3.2594%，引发市场波动；外汇资产：美元指数大涨2%，除巴西里尔外其他货币普跌。大宗商品：石油和工业金属大跌，仅天然气、贵金属和部分农产品上涨。

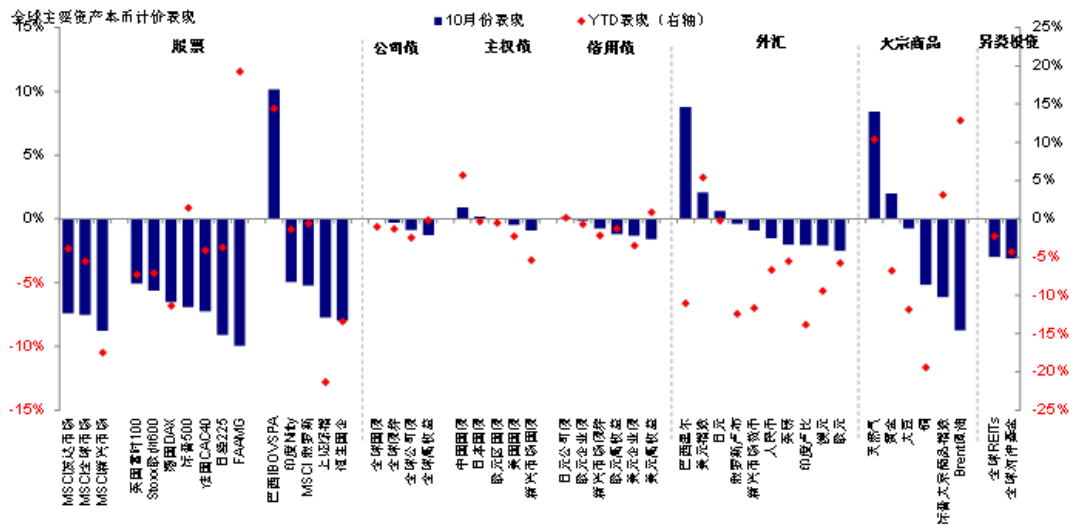
■ 资产配置展望

展望11月，美国经济增长继续强势，12月加息或已成定局。但金融条件收紧和利率上行，已经对企业的固定资产和房地产投资增长起到了抑制作用。美国中期选举结果符合市场预期，预计中美贸易摩擦因此短期或有改善，但中期仍波折反复，长期来看，中美关系已转入战略性竞争为主导的新阶段。对于A股与H股市场，短期而言，外围市场和美股不确定性，以及汇率压制，将继续困扰港股和A股市场，建议静待改革政策进一步落地，总体维持低仓位运行。

市场回顾

■ 大类资产收益对比

10 月份全球主要资产价格表现



从跨资产类别的表现来看，10 月全球动荡，避险情绪上升；避险资产大幅跑赢风险资产，美元走强，油价大跌。

权益类资产：受美债利率的快速抬升，以及贸易摩擦等影响，除巴西因大选大涨外，美股带领全球市场下跌。总体来讲，发达市场的表现好于新兴市场。

固定收益类资产：10 月初 10 年期美债利率快速触及 7 年新高 3.2594%，引发市场波动；另外，实际利率上行，期限利差和信用利差则均有所扩大。

外汇资产：美元指数大涨 2%，除巴西里尔外其他货币普跌。

大宗商品：石油和工业金属大跌，仅天然气、贵金属和部分农产品上涨。

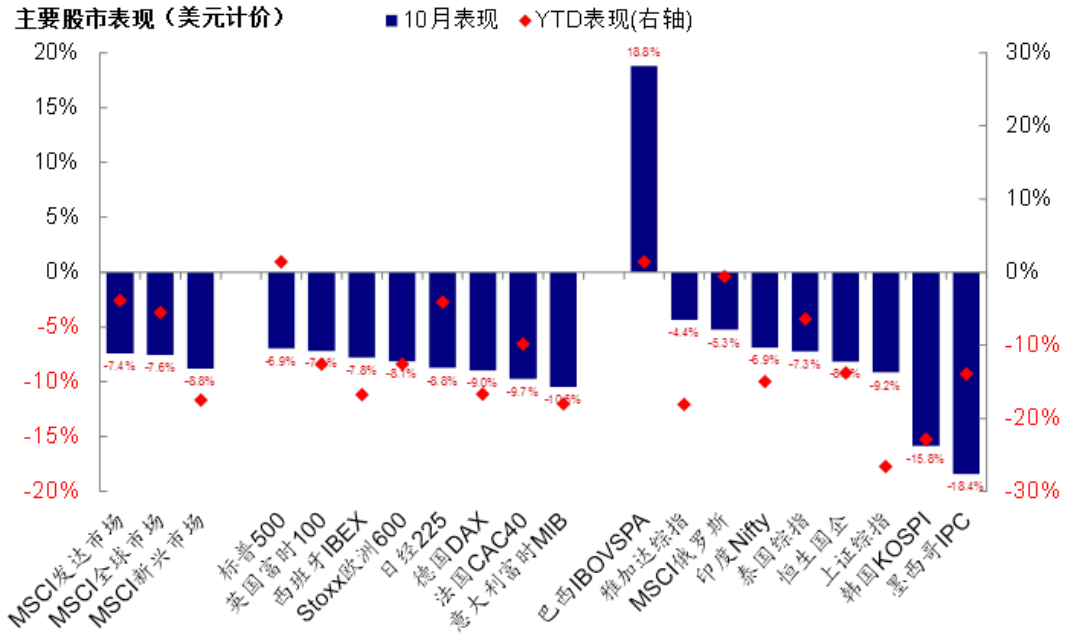
■ 股票市场

1、全球股市表现对比

10 月除巴西外，美元计价的全球股指在美股大跌的带领下普跌，部分新兴市场的调整幅度较大。其中与科技板块相关度较高的韩国、台湾、美国科技巨头 FAAMG、法德和 A 股跌幅较大。

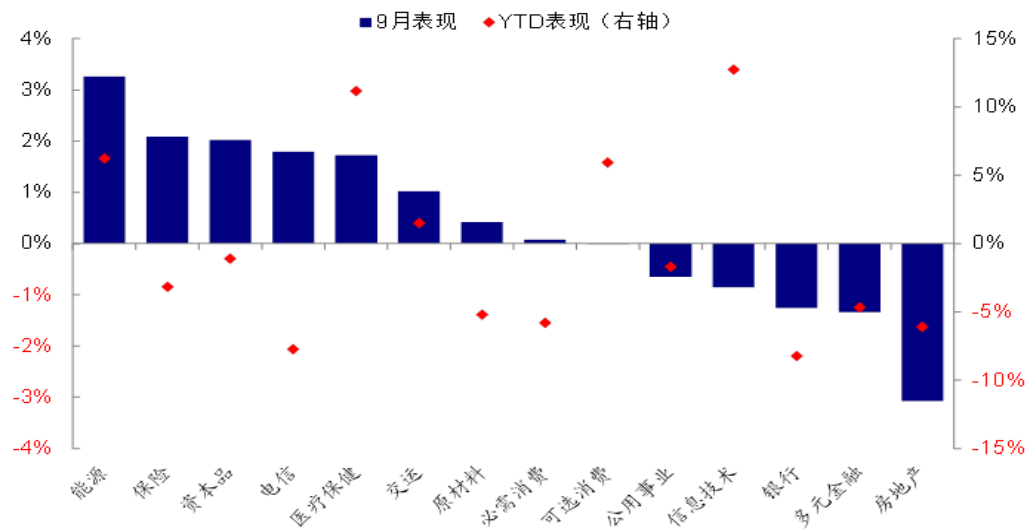
10 月初美国经济数据强劲，推升实际利率上行，进而推升 10 年期美债利率快速上行（通胀预

期基本持平)，引发美国股市剧烈调整。美股市场的大幅下跌，降低了全球投资者整体的风险偏好，风险资产价格下跌，资金大幅流出美股、美债，流入日本和部分新兴市场。年初至今，除标普 500 和巴西股指外，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），10月全球行业板块普跌，其中公用事业和必需消费等防御板块跌幅较少，而资本品、原材料、和信息技术等调整幅度较大。截止到10月31日，板块涨幅表现由高及次的表现依次是：公用事业、必需消费、房地产、电信、银行、多元金融、医疗保健、保险、可选消费、能源、信息技术、原材料和资本品。纵观年初以来数据，各板块都有不同程度的跌幅。



■ 债券市场

1、国内市场

10 月以来，**国内债券市场偏震荡，不过目前来看牛市还是存在的**。但近期市场风险偏好有所回升，例如美国中期选举、进博会等事件，**政策托底不断，中美释放缓和信号**，使得债市面临**短期震荡、长期偏多**的情况。

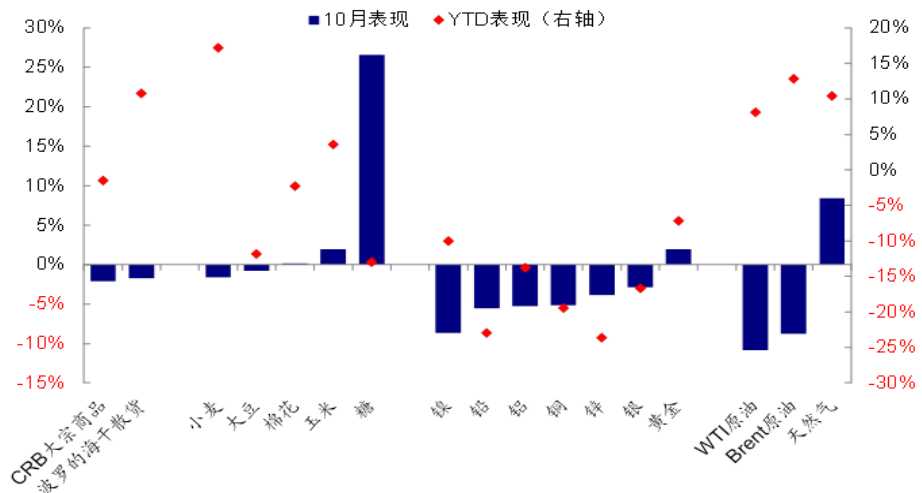
国内经济方面，最新宏观数据并不乐观，从煤炭、发电量等指标来看，**经济增速延续下行态势**，但关注部分行业开工率等高频数据，经济数据呈现微幅反弹。货币方面，10 月资金面内生压力较小，依旧延续当前货币格局。通胀方面，CPI 数据保持稳定。

目前宏观指标与微观观察之间的背离，源于消费端数据下滑，尤其是来自汽车行业的数据。行业出现分化，企业对工业的拖累可能更大，所以消费数据表现不佳。**即从投资的角度来看，目前相对企稳。**

2、海外市场

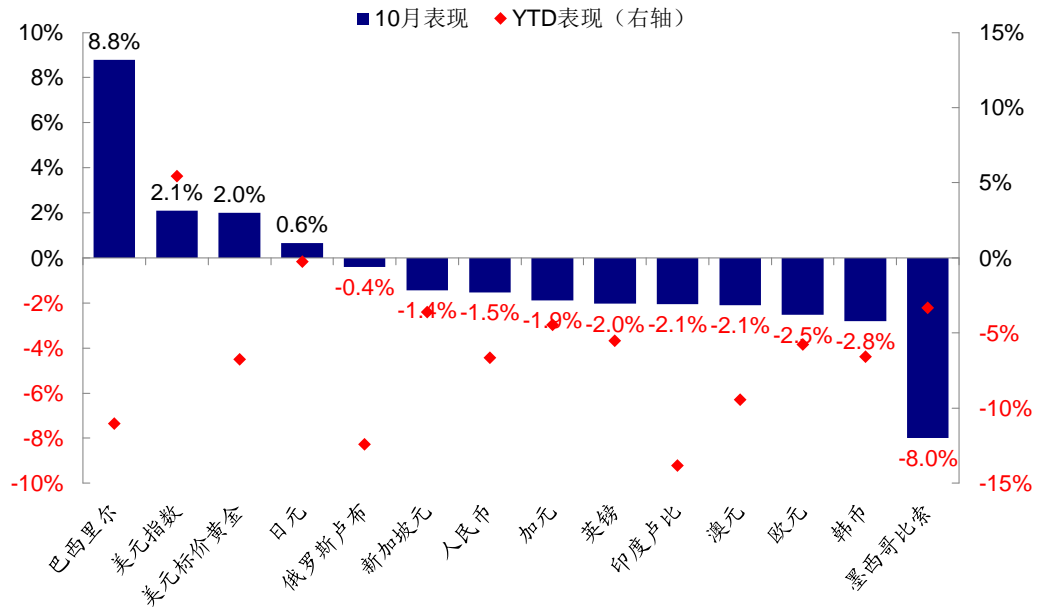
10 月全球经济增长有所走弱，数据上欧元区 10 月 PMI 以及新兴市场 9 月 PMI 均显示全球范围内制造业边际不断趋弱。美国经济继续保持强劲趋势，9 月议息会议纪要偏鹰派，12 月加息已成定局；3 季度 GDP 环比年化 3.5%，超出市场预期；就业保持较高水平。欧元区 3 季度经济基本稳定，但 10 月 PMI 大幅下行，是否预示着欧元区经济进入第二轮放缓还有待观察，通胀继续维持温和。日本经济企稳，通胀低位震荡，日本央行继续按兵不动。新兴金融市场继续动荡，汇率承压；制造业继续走弱。

■ 大宗商品



10 月大宗商品中，石油和工业金属大跌，仅天然气、贵金属和部分农产品上涨。能源方面，**天然气上涨，原油下跌**；金属方面，除贵金属黄金小幅上涨外，其他工业金属普跌。除糖、玉米表现较好以外，其余农产品全线下跌；波罗的海干散货指数 10 月继续下跌近 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，10月再涨2%，创新高，除巴西里尔兑美元涨幅较大外，各国货币普跌。今年以来，美元指数一枝独秀，其他国家货币有不同程度的贬值，其中日元跌幅相对较小。

市场展望

■ 大类资产配置展望

展望 11 月，美国经济增长继续强势，12 月加息或已成定局。但金融条件收紧和利率上行，已经对企业的固定资产和房地产投资增长起到了抑制作用。美国中期选举结果符合市场预期，预计中美贸易摩擦因此短期或有改善，但中期仍波折反复，长期来看，中美关系已转入战略性竞争为主导的新阶段。对于 A 股和 H 股市场，短期而言，外围市场和美股不确定性，以及汇率压制，将继续困扰港股和 A 股市场，建议静待改革政策进一步落地，总体维持低仓位运行。

■ 股票市场

1、美国

美国经济继续保持强劲趋势，9 月议息会议纪要偏鹰派，**12 月加息已成定局**；3 季度 GDP 环比年化 3.5%，超出市场预期；就业保持较高水平。**9 月零售数据不及预期但动能依然强劲**。制造业方面，ISM 制造业 PMI 指数小幅回落，**工业产出依然稳健**。与此同时，10 月核心 CPI 同比增速 2.2%和上月持平，显示**通胀压力暂缓**。向前看，预计美国经济增长继续强势，消费动能较充足，但投资增速可能有所放缓；考虑到减税效应逐步消失，**2019 年美国企业的盈利可能有所放缓**，同时伴随利率的高位，**美国权益市场波动将增加**。从资金总量上看，截止到 10 月 24 日，10 月流出美国股票市场的资金总规模约 144 亿美元，大幅低于上月的流入额。

市场对 18 年盈利一致预期仍较高，预计标普 500 指数 2018 年 EPS 同比增速为 22.3%，2019 年为 9.3%。虽然投资者对于未来 EPS 一致预期增长乐观，但担忧进入加息后周期后，企业盈利增速回落，美国未来增长放缓，投资者情绪脆弱，引发美股动荡。三季报将在 11 月中旬结束，因为静默期而部分中断的回购，有望为股价提供一定支撑。受益于 2018 年初税改后大量的海外资金回流，今年以来美股回购的总金额较去年大幅抬升。市场潜在下行风险主要来自于：①**情绪和交易因素的扰动**。市场前期的剧烈波动加大了投资者的担忧，如果后续进一步触发交易策略的抛售（如程序化交易、CTA 和风险平价等），则仍会给市场带来压力；②美国大选后，在中美贸易摩擦方面，**美方言论重回鹰派**。③意大利预算问题以及英国脱欧进程的不确定性。后期我们将**做好美股见顶拐头布局**。随着税改效应减弱、加息缩表政策推进等影响，**美国经济进入后周期，增长预期将边际放缓**。受到估值过高、波动率上升、通胀预期和美债收益率上行的冲击，**预计美股回调的风险仍然存在**，后期加大对**医疗、通讯、公共事业**等行业的配置，以防范风险。

2、A 股

基本面方面，经济表现持续弱势。9 月制造业 PMI 指数 50.8%，较上月回落 0.5 个百分点，生产、新订单以及新出口订单指数均回落。9 月投资增速持续微升。其中，基建投资累计同比

0.3%，持续回落，同比跌幅收窄，或与近期财政加大基建投放有关；汽车消费持续低迷，较上月回落 3.9 个百分点至-7.1%，连续第 5 个月负增长。9 月 CPI 同比继续抬升、环涨幅与上月持平，PPI 同比回落、环比涨幅扩大。9 月新增信贷高于去年同期，但结构仍差；口径调整不改社融下降趋势，M1 和 M2 同比增速小幅回升。

从历史规律看，权益市场 PE 倒数与债券市场收益率（10 年期国债收益率代表）之间有比价效应，近几个月以来，随着权益市场的下跌和债券利率的下行，**权益资产性价比已经提升**；但：1）如果盈利因贸易摩擦或信用收缩而低于预期，股票性价比会回落；2）不排除市场出现极端悲观可能。股票价值的挖掘需要一些政策或者事件使投资者对未来盈利预期更加稳定。国内市场结构上，大盘股估值持续扩张后，今年有所回落，**相对估值目前处于历史均值附近**；小盘股相对估值经过过去两年的回落后，**今年初有所反弹后再次回落**。

展望后市，**企业盈利下行周期仍未结束，但国内政策已经全面转向**；市场估值明显调整，对盈利减速的有一定预期；**预计市场将呈现结构性行情，短期可能呈现超跌反弹趋势，中期看业绩驱动仍将是市场的主线**。风格上，仍建议以**低估值、内需驱动的大盘蓝筹做防御**，自下而上精选**业绩与估值匹配的个股博取更高收益**。

3、港股

10 月美股下跌对港股的负面影响仍未结束。美元兑人民币汇率逼近“7”的整数关口，中美货币政策的异向操作，**人民币未来仍存在贬值压力**。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，外围市场和美股不确定性，以及汇率压制，将继续困扰港股和 A 股市场，在这样的市场环境下，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，加强深度研究，把握动态基本面变化，努力为下一轮赚取更好的收益做准备。建议短期内**静待改革政策进一步落地，总体维持低仓位运行**。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；受益于香港加息的强金融属性品种。从行业配置来看，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。如果结构性政策推出，**看好消费和科技等反弹品种**。

4、欧洲

欧元区 3 季度**经济基本稳定**，但 10 月 **PMI 大幅下行**，是否预示着欧元区经济进入第二轮放缓还有待观察，通胀继续维持温和。6~9 月综合 PMI 显示 3 季度欧元区基本企稳，实际 GDP 环比增速有望维持在 0.4%左右；不过 10 月综合 PMI 意外下滑增加市场担忧，需要进一步观察。同时，9 月核心 CPI 下降至 0.9%，显示欧元区通胀压力不大，预计 10 月欧洲央行依旧按兵不动。截止到 10 月 24 日，10 月资金净流出规模为 72 亿美元，较上月的 29 亿美元的流出规模，**资金流出情况加剧**。

■ 债券市场

1、国内债市

10 月以来，国内债券市场偏震荡，不过目前来看牛市还是存在的。但近期市场风险偏好有所回升，例如美国中期选举、进博会等事件，政策托底不断，中美释放缓和信号，使得债市面临**短期震荡、长期偏多**的情况。展望 4 季度，名义 GDP 下滑是确定的，但**工业增加值仍有企稳可能性**。10 月地产销量继续下降，同比增速可能会下滑到-10%；10 月房贷利率见顶。地产增速到年底仍有下滑的可能，但这可能会与政府支持的基建投资相抵消。货币方面，10 月资金面内生压力较小，依旧延续当前货币格局。通胀方面，CPI 数据保持稳定，去掉翘尾等技术性因素，目前通胀压力不大。政策方面，仍维持谨慎，继续等待、关注年底的中央经济工作会议。

目前来看，经济基本面中期没有大幅滑落的风险。资金面方面，全年基调合理充裕，但边际上无宽松空间 海外：美联储加息和缩表进程中后期延续。供需角度，需求方银行仍偏弱，关注境外机构变动，供给四季度或有改善政策。短期政策均利于提升短期风险偏好，尤其是中央政治局会议、民营企业会、中美谈判等，预计稳增长方向仍将延续。

2、国际债市

国际债市：10 月美国国债收益率整体上行，月末报收 3.144%，德英日等其他主要发达国家长短端收益率不同程度下行。点心债指数小幅下跌。后续美国对伊制裁再度推升油价空间有限，短期内预计美债长端收益率在 3.2%位置上继续走高空间有限，但在欧元区在偏弱基本面和货币政策表态环境下，美元指数短期表现预计仍然偏强。欧元区方面，当前欧元区面临多项经济增长压力，市场担忧在意大利债务危机及经济增长压力等问题下，欧央行进一步实施定向长期再融资操作，欧元短期难改偏弱的走势，欧元区长债收益率中枢难向上走高，此外主要关注英国脱欧进展是否会对欧元区及英国经济前景预期有所提振。

■ 外汇市场

1、人民币

央行再降准，美元指数继续冲高，使人民币再次接受考验。10 月 7 日央行意外降准 1%，加之 10 月末，美元指数受振于美国经济数据强劲，叠加欧元区经济低迷、脱欧和意大利问题扰动欧元市场，一度冲高至 97。人民币汇率受经济下行压力增大的影响，连续下跌，一度突破 6.97 关口。11 月初，中美领导人电话后，中美紧张关系短期内有所缓解，叠加美元因避险情绪下降而回落。离岸市场人民币兑美元汇率大幅拉升，收复 6.86。11 月初这轮人民币汇率的大幅拉升，进一步削弱人民币的做空势力。但是后续内外环境演变，**人民币汇率仍承压**：短期内美国经济相对强劲，**中美贸易冲突已是持久战**，特朗普示好很可能应对中期选举的权宜之计，

中央托底经济**不排除未来再次动用降准等货币政策**。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，10 月再涨 2%，创新高，除巴西里尔兑美元涨幅较大外，各国货币普跌。今年以来，美元指数一枝独秀，其他国家货币有不同程度的贬值，其中日元跌幅相对较小。

■ 大宗商品市场

1、原油

10 月初 Brent 和 WTI 原油价格见到高点后双双大幅走跌，导致油价下跌的因素主要有两点：一是，**主要原油供应国产量出现增加，缓解了因美国制裁伊朗带来的紧张情绪**。二是，**美国原油需求增速放缓，美原油库存连续六周上涨**。由于油价已经得到有效的控制，11 月 4 日美国对伊朗的第二批制裁正式生效，新的制裁行业主要集中在伊朗的能源、造船、航运和银行业等，包括禁止伊朗向国际市场出口石油，其中八个地区（中国大陆、中国台湾地区、印度、韩国、日本、希腊、意大利和土耳其）获得伊朗原油进口的豁免，但这只是暂时性的豁免，意在维持原油价格稳定。继续维持对 2018 年全球油价格维持高位的判断。**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 1 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	7.06	3.46	44.59
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	5.60	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	-8.13	-	-6.01
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	-4.57	36.54	-4.00

数据来源：Wind，2018-11-14