

大类资产分析报告



华夏基金
CHINA ASSET MANAGEMENT



1998-2018

2018/12

市场策略 | 大类资产分析报告

2018年12月

■ 投资要点

11月全球动荡和分化；风险资产小幅跑赢避险资产，美元指数走平，油价大跌。预计中美贸易摩擦短期有改善，但中期仍波折反复，长期将处于战略性竞争新阶段。对中国而言：短期看，对市场情绪的修复有积极的作用，中长期看，未来需要关注自身增长趋势、政策应对、改革定位等因素。对美国而言：贸易战缓解利好美国经济，但不改长期中、美关系转向战略性竞争的新阶段。

■ 资产表现回顾

从跨资产类别的表现来看，**11月全球动荡和分化；风险资产小幅跑赢避险资产，美元指数走平，油价大跌。**权益类资产：**油价大跌和联储主席释放鸽派信号，市场先跌后涨，美股和部分新兴市场反弹。**总体来讲，**新兴市场的表现好于发达市场，阿根廷、港股、印度领涨。**固定收益类资产：**通胀预期下行，叠加美联储转鸽，利率大幅回落，10年期美债重回3%以下，信用利差扩大。**外汇资产：**美元指数高位持平，除巴西里尔外的新兴市场汇率普遍反弹。**大宗商品：**天然气大涨、油价大跌，部分农产品和工业金属上涨。**

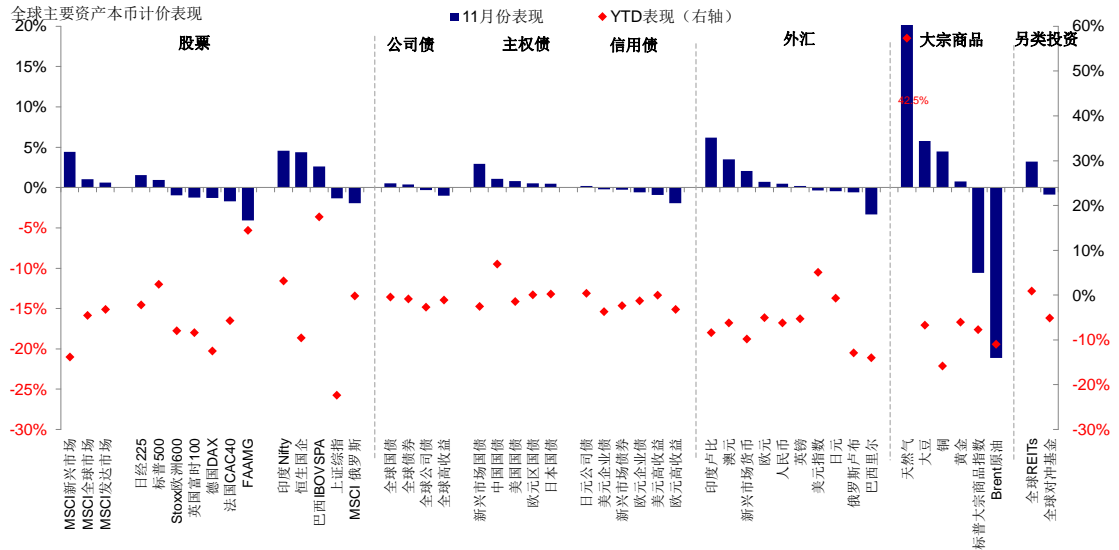
■ 资产配置展望

展望12月，中美贸易摩擦短期有改善，但中期仍波折反复，长期将处于战略性竞争新阶段。美国市场，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。**后期我们将做好美股见顶拐头布局。G20中美贸易战暂缓，和联储加息预期放缓，短期有助于外围悲观情绪的缓解，利好A股和港股市场，中长期仍维持相对谨慎，建议总体低仓位运行。**

市场回顾

■ 大类资产收益对比

11 月份全球主要资产价格表现



从跨资产类别的表现来看，11 月全球动荡和分化；风险资产小幅跑赢避险资产，美元指数走平，油价大跌。

权益类资产：油价大跌和联储主席释放鸽派信号，市场先跌后涨，美股和部分新兴市场反弹。总体来讲，新兴市场的表现好于发达市场，阿根廷、港股、印度领涨。

固定收益类资产：通胀预期下行，叠加美联储转鸽，利率大幅回落，10 年期美债重回 3% 以下，信用利差扩大。

外汇资产：美元指数高位持平，除巴西里尔外的新兴市场汇率普遍反弹。

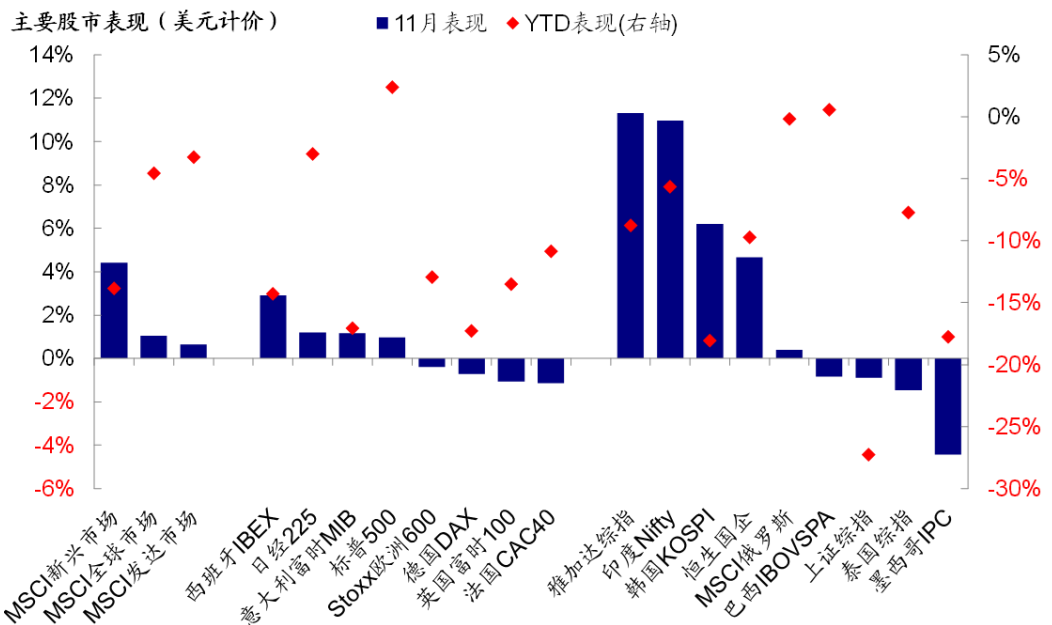
大宗商品：天然气大涨、油价大跌，部分农产品和工业金属上涨。

■ 股票市场

1、全球股市表现对比

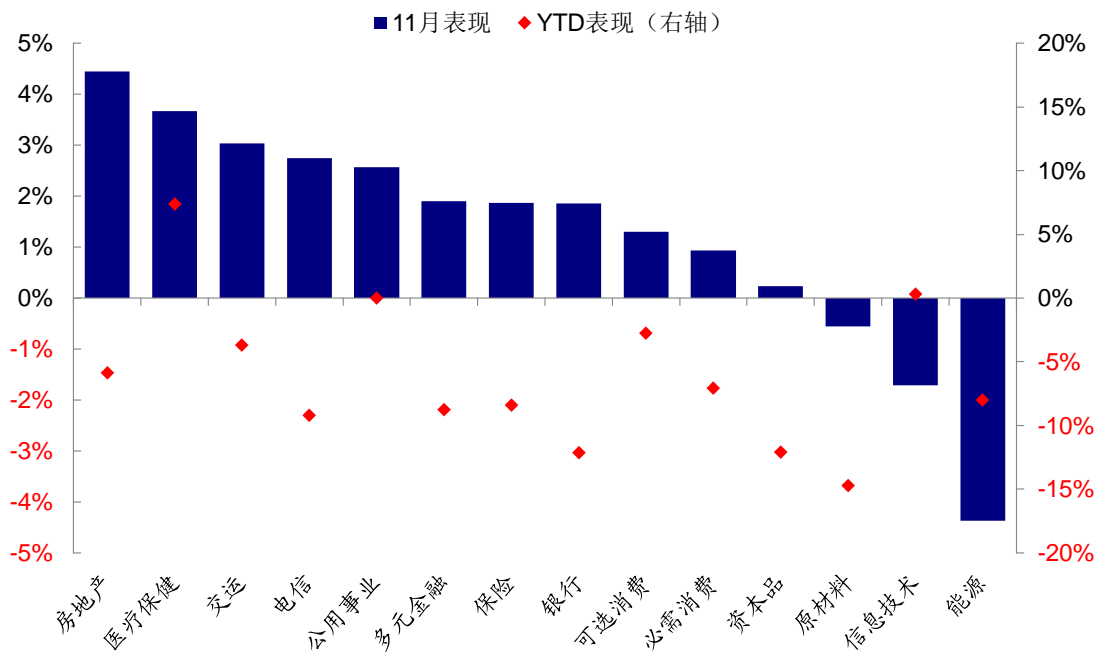
11 月，以美元计价的全球股指出现分化，全球资金整体回流权益类资产，继续流出债券。金融条件方面，**市场整体趋紧**，月末略有改善，尤其美股受振于 28 日，联储主席的鸽派表述“**当前的利率略低于中性区间**”，一改十月初鹰派表述（当前可能距离中性利率还有一段长

路)。新兴市场吸引资金流入，领跑市场；日股继续获得资金净流入；美股有所回流；欧洲仍流出。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），11月全球行业板块出现分化，其中能源、信息技术和原材料出现不同程度的调整。截止到11月30日，板块涨幅表现由高及次的表现依次是：房地产、医疗保健、交运、电信、公用事业、多元金融、保险、银行、可选消费、必需消费、资本品、原材料、信息技术和能源。



■ 债券市场

1、国内市场

11 月债市大涨。11 月央行暂停逆回购操作，但银行间资金面整体仍然充裕，R007 均值环比仅小幅抬升 3BP，与 16 年 11 月水平相当。受益于社融数据疲软，食品价格下跌、油价煤价等生产资料价格回落。

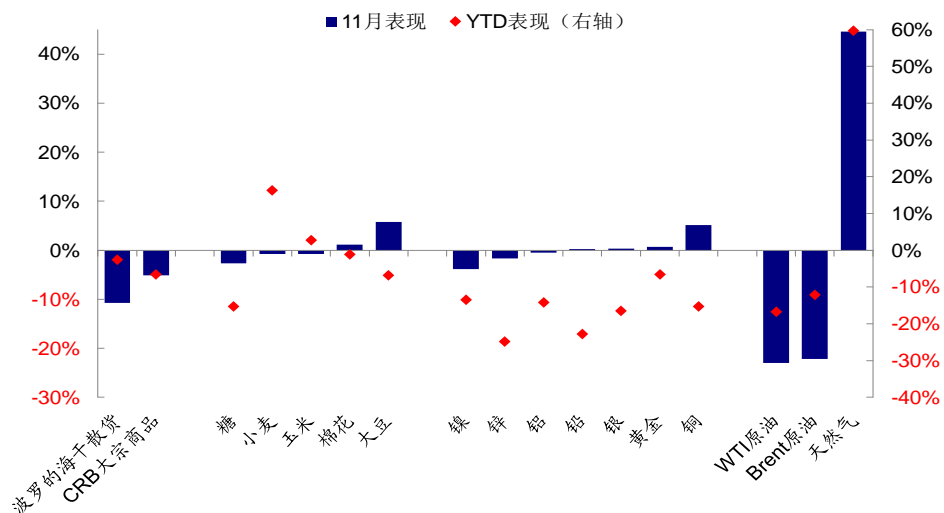
中美贸易摩擦边际好转以短期影响为主，对债市而言，中长期仍需聚焦国内基本面。短期来看，出口悲观预期有望得到短期缓解，市场风险偏好有望提升，对债市带来调整压力，但长期来看，在外需走弱背景下，出口增速下行大方向难改，且在扩大进口的情况下，我国商品贸易顺差收窄对 GDP 增速的压力仍在。同时需要注意的是，今年及明年我国经济增速放缓压力主要来自于内需走弱，而并非完全由贸易摩擦主导。

2、海外市场

鲍威尔暗示美联储加息步伐趋缓，美债收益率难改下行方向：中美贸易摩擦出现边际好转，也将暂缓美国出口压力，如果我国对美扩大商品进口，短期带动美国商品贸易逆差收窄，对美国 GDP 增速短期有一定支撑，但难改美国经济数据增速回落的大方向。随着经济数据的分化和通胀预期的回落，继续关注美联储对于明年加息进程的表态，边际变化正在逐步显现。密切关注美国经济和通胀数据走势，这将是未来美联储货币政策决策的重要考量。

对于美债收益率，高利率环境下美国中期经济增速下行风险正在累积，从中期经济增长风险和通胀角度来看的话，美债长端收益率大方向是趋于回落的，短期中美贸易关系的缓解也只是影响收益率回落的时间点及节奏。

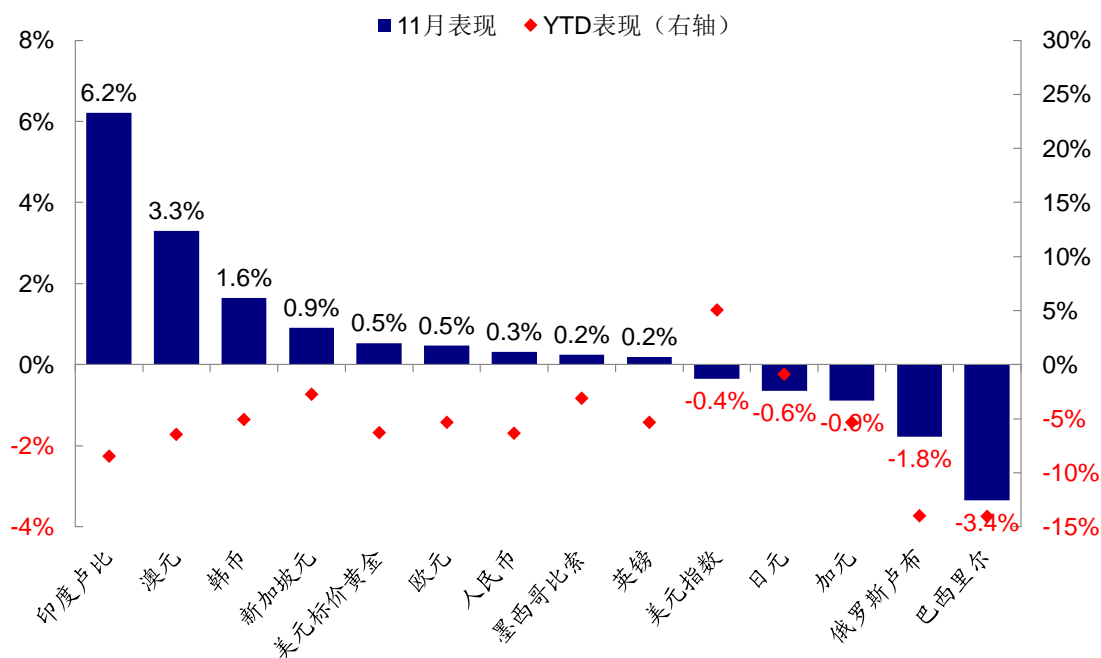
■ 大宗商品



11 月大宗商品表现分化较大：能源方面，天然气大涨 44%，WTI 原油大跌 23%；金属方面，

除铜和贵金属黄金小幅上涨外，其他工业金属普跌；农产品中，大豆和棉花表现较好，其余品种小幅走跌；波罗的海干散货指数 11 月继续下跌。

■ 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，11 月保持高位，除巴西里尔、卢布、加币和日元外的大部分货币兑美元，都出现不同程度的反弹。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 12 月，中美贸易摩擦短期有改善，但中期仍波折反复，长期将处于战略性竞争新阶段。美国市场，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。后期我们将做好美股见顶拐头布局。**G20 中美贸易战暂缓，和联储加息预期放缓，短期有助于外围悲观情绪的缓解，利好 A 股和港股市场，中长期仍维持相对谨慎，建议总体低仓位运行。**

■ 股票市场

1、美国

美联储 12 月加息几无悬念，短期市场环境边际改善。11 月 9 日美联储在 11 月 FOMC 会议上宣布，美联储按兵不动，维持联邦基金利率在 2~2.25% 不变，与市场预期一致。此次议息会议内容，措辞几无变化，**强化 12 月加息预期。**对于短期市场走势而言，**整体情形和市场环境可能会在边际上有所改善：**①中期选举结果基本符合市场预期，**短期冲击有限，但政策变数增加；**②11~12 月通常是美股市场全年**相对较好的季节性；**③当前市场经历了 10 月份的大跌后实际上已经计入了比较低的增长预期，隐含 2019 年标普 500 指数 EPS 的同比增速仅为 ~5%，可能已经偏低；④三季度业绩在 11 月中旬附近基本结束后，业绩扰动的过去以及回购的重新回升，对市场有一定支撑作用。

从基本面来看，美国三季度 GDP 增速 3.5% 超预期，创 2015 年以来最佳同期表现。通货膨胀方面，美国 10 月 CPI 环比创九个月来最大，但核心 CPI 同比数据不及前值。美国 10 月非农，新增就业远超预期，工资增速跳升至 3.1%。部分缓解了近期市场对增长的担忧情绪。10 月美国 ISM 制造业指数创半年新低，提关税的影响已经显现。**美国 GDP 领先指标制造业 PMI 新订单指数持续下滑，以及 CPI 领先指标物价指数抬升，预示美国经济逐步陷入滞胀环境。这种环境下，伴随企业盈利下滑和美联储持续加息压制估值，需要警惕美股调整风险。**

展望后市，美国虽然经济增长强势，但金融条件收紧和利率上行，投资减速隐忧。**贸易摩擦缓解利好美国经济，叠加加息预期下行，美国经济调整时点也将延后，支撑美元走强。但不改长期中、美关系转向战略性竞争的新阶段。**未来我们还需关注年底前谈判和事态进展。美国市场，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。后期我们将做好美股见顶拐头布局。**

2、A 股

基本面方面，经济表现持续弱势。中国 10 月官方制造业和非制造业 PMI 双降，制造业 PMI 创 2016 年 7 月以来新低。**制造业总体继续运行在扩张区间，但扩张速度放缓。**受高基数影响，

10 月 CPI 同比与上月持平，PPI 同比放缓。中国 10 月金融数据远逊预期，新增人民币贷款环比腰斩，社融增量创两年新低。社融增量大幅低于预期有两方面原因，一方面是人民币贷款未见明显放量，另一方面则是债券融资大幅回落与非标融资继续明显收缩对社融有较大拖累。今年数轮降准、资管新规通知、国常会、政治局会议等一系列定调货币政策调整的会议、政策后，金融数据仍未明显好转，预计之后会有更多政策落实，推动贷款增加。**M2 增速回落，受财政存款增加与外储下降拖累。**

政策方面，我们认为下一步将保持流动的适度宽松，**会着力引导从宽货币向宽信用疏通，预计在推动“三支箭”解决民企融资问题上将加大力度，同时发挥社会资本解决融资作用。总体上，我们预计利率整体保持低位，经济增速明年继续缓降**，能否在某个时点企稳取决于下一步政策的效果，初步估计不会很快。**综上所述，目前信贷与社融滑落，预示政策转向对经济托底作用仍将滞后体现，但政策底部态势确立**，我们认为未来会有更多利好的政策出现。

投资策略方面，短期而言，G20 中美贸易战暂缓，和联储加息预期放缓，**短期有助于外围悲观情绪的缓解，利好 A 股市场**，可以参与受贸易战压制较大行业的反弹行情，如**汽车零部件、纺织、医疗、电讯**等对美出口较高的行业。目前 A 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**。建议**总体低仓位**运行。看好避险类资产和有避险属性的防御性板块；受益于国内政策的消费和科技股；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**等板块。

3、港股

港股经过 6 月以来的下跌，已经计入了较为悲观的预期，但 EPS 下修和汇率风险并未消除，内需和国内政策是未来行情的主线。中期而言，港股面临的国内稳杠杆、汇率贬值、中美贸易战等三大风险因素尚未释放完毕。明年上半年中国经济下行压力较大，不过股价反应已比较充分。近期中美关系缓和和对股市情绪有一定提振作用，人民币升值有助于吸引国际资金配置。我们对市场看法中性。要密切关注政策变化，做好基本面研究和选股，增加灵活操作，适应市场风格快速切换。

未来一方面，我们要避开大的风险点，**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，可**逐步逢低吸纳**。看好受益于国内政策的**消费和科技股**；另外与**贸易相关性较低的保险、香港本地股、消费服务**等板块的配置。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**等板块。

4、欧洲

欧央行 10 月议息会议谨慎，按兵不动。德拉吉表示，仍然需要大量货币政策刺激。关于欧元区经济复苏面临的重要风险，他提到了：**保护主义、新兴市场脆弱和金融市场波动**。对于通胀，欧洲央行认为，欧元区内部的成本压力在增强，并且扩大，因为薪资上涨是通过价格传导的。在当前欧元区内外交困的情况下，内有经济放缓、意大利预算和英国脱欧，外有贸易保护主义和全球金融市场动荡，欧央行 10 月议息十分克制，有意降低货币政策逐步收紧对市场造成不

利的冲击。欧元区通胀率升至 2012 年以来最高水平，高涨的能源价格是主要的原因之一。欧元区 10 月制造业 PMI 初值回落至 52.1，创 26 个月新低。出口下降是导致经济放缓的主要原因，贸易摩擦和关税似乎让全球经济环境变得黯淡，并导致风险厌恶情绪加剧。

■ 债券市场

1、国内债市

11 月债市一度经历快速行情，对于 12 月而言，在债市收益率行至当前位置后，短期做多情绪预计将出现一定分歧，叠加贸易摩擦风波短期缓和，**市场风险偏好大概率将出现短期修复。**

展望未来一年经济基本面预计为走平的态势，明年 1-2 季度宏观经济基本面将呈现惯性向下，而 3-4 季度将呈现出一定的反弹。全年来看，经济增长将略低于今年。展望明年，对于债市的观点维持中性，中长期来看，建议**聚焦国内经济数据，内需走弱压力下，政策放松方向或将延续，19 年债牛仍存空间。**如果跟随基本面走的话，可能牛市仍将维持 1-2 个季度。

2、国际债市

中美贸易摩擦出现边际好转，也将暂缓美国出口压力，如果我国对美扩大商品进口，**短期带动美国商品贸易逆差收窄，对美国 GDP 增速短期有一定支撑**，但看到明年，**难改美国经济数据增速回落的大方向。**随着经济数据的分化和通胀预期的回落，**继续关注美联储对于明年加息进程的表态，边际变化正在逐步显现。密切关注美国经济和通胀数据走势，这将是未来美联储货币政策决策的重要考量。**北京时间 11 月 29 日凌晨，美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话时表示，“基准利率从历史标准来看仍旧较低，目前略低于一个较宽泛的维持利率中性水平的预测区间”，这一表述与鲍威尔 10 月 3 日发表讲话时对利率“目前距离中性水平还有很长一段距离”的表述发生了明显转变。对于美债收益率，**高利率环境下美国中期经济增速下行风险正在累积**，从中期经济增长风险和通胀角度来看的话，**美债长端收益率大方向是趋于回落的，短期中美贸易关系的缓解也只是影响收益率回落的时间点及节奏。**

■ 外汇市场

1、人民币

11 月美元指数高位震荡，人民币小幅升值。受限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，11 月美元指数一直在 97 附近高位震荡。人民币汇率受经济下行压力增大的影响，月初一度跌破 6.97 关口。但随着习特通话后，**中美紧张关系缓解，叠加美元因避险情绪下降而小幅回落，人民币汇率 11 月对美元小幅升值。**但是我们推断，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，中美贸易冲突虽然因为 G20 得到阶段性缓解，但是持久战的可能性更大，未来中央托底经济不排除未来再次动用降准等货

币政策。

2、美元

美元指数继 4 月中开始反弹以来，11 月**美元指数高位震荡，人民币小幅升值**，除巴西里尔、卢布、加币和日元外的大部分货币兑美元，都出现不同程度的反弹。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

限产协议落空，八大伊朗石油买家被暂时豁免，以及沙特和美国产量的激增，使得**全球石油供给增加**。加之**全球经济减速，影响了市场对未来石油消费的预期**。引发国际油价加速下行，布伦特油价**一度跌破 60 美元/桶**，为 2017 年 10 月以来的新低，相比 10 月初接近 87 美元/桶的高点，累积跌幅高达 32%。**油价大跌有助于压低通胀预期**，叠加联储的鸽派表态，美国 10 年期国债利率已经跌破 3%，利率水平回落，**有利于缓解投资者担忧的利率过快上行的情绪；缓解部分新兴市场融资成本和汇率贬值压力**；边际提振消费和中下游企业利润率。但因油价下跌明显受损的则是能源相关的资产，以及能源公司占比 HXYDHL 较多的高收益债。

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(%)
002893.OF	华夏移动互联网人 美元现钞	刘平	混合型	投资于移动互联网主题相关 证券, 全面均衡把握境内 和海外股市的投资机会	1.24	19.79	1.03
002230.OF	华夏大中华企业 精选	黄芳	混合型	投资于“大中华企业”相 关证券, 即满足以下三个 条件之一的上市公司: 公 司注册在大中华地区; 公 司主要营业额、业务活 动、盈利、资产来自大中 华地区; 公司, 其子公司 的注册办公室在大中华地 区, 且主要业务活动亦在 大中华地区。	0.52	18.62	15.50
000076.OF	华夏恒生 ETF 联 接 A (美元现 钞)	徐猛	股票型	本基金主要通过对恒生 ETF 基金份额的投资, 追 求跟踪标的指数, 获得与 指数收益相似的回报。	3.42	36.55	34.39
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	-0.17	9.83	30.41

数据来源: Wind, 2018-12-06