

# 大类资产分析报告



华夏基金  
CHINA ASSET MANAGEMENT



1998-2018

2019/03

## 市场策略 | 大类资产分析报告

2019年03月

### ■ 投资要点

2019年2月VIX恐慌指数延续1月的回落趋势，全球风险偏好程度再度提升，风险资产大幅跑赢避险资产。2月以A股为代表的中国股市走出一轮爆发式涨幅，上证指数单月上涨14.6%，领涨全球主要股市。后续来看，3月份中美贸易关系仍然将维持暂稳格局，后续将密切注意3月份起即将公布的重要宏观数据是否会证伪市场目前边际宽松的乐观预期。

### ■ 资产表现回顾

从跨资产类别的表现来看，2月VIX恐慌指数延续1月的回落趋势，全球风险偏好程度再度提升，风险资产大幅跑赢避险资产，股市除巴西和俄罗斯指数外全部录得显著上涨，美元指数有所反弹，大宗商品普涨，外汇表现较为分化。

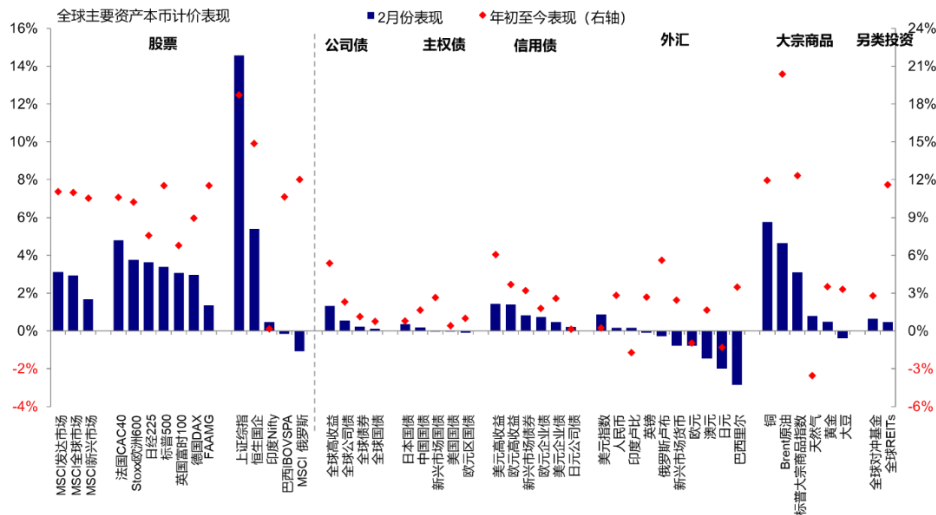
### ■ 资产配置展望

从全球基本面角度观察，2月全球经济活动放缓趋势仍然未有明显改善。主要经济体数据忧大于喜。预计3月份中美贸易关系仍然将维持暂稳格局。美股方面：2月以来美股股指继续小幅反弹走势；中美贸易磋商取得积极进展和1月FOMC会议纪要显示年内或将结束缩表提振投资者情绪；但经济数据疲弱一度压制市场表现。2月以A股为代表的中国股市走出一轮爆发式涨幅，上证指数单月上涨14.6%，领涨全球主要股市。后续将密切注意3月份起即将公布的重要宏观数据，特别是固定资产投资、2月信贷社融及地产类投资数据，是否会证伪市场目前边际宽松的乐观预期。

## 市场回顾

### ■ 大类资产收益对比

#### 2 月份全球主要资产价格表现



从跨资产类别的表现来看，2月VIX恐慌指数延续1月的回落趋势，全球风险偏好程度再度提升，风险资产大幅跑赢避险资产，股市除巴西和俄罗斯指数外全部录得显著上涨，美元指数有所反弹，大宗商品普涨，外汇表现较为分化。

**权益类资产：**市场2月再度冲高，几乎所有的市场和风险资产均上涨。总体来讲，2月份发达市场的表现好于新兴市场，俄罗斯、巴西等资源国股指表现偏弱，但上证指数一枝独秀，单月暴涨14.6%，YTD上证综指及恒生指数领涨全球股市。

**固定收益类资产：**通胀预期下行，叠加美联储转鸽，利率继续小幅回落，10年期美债收益率仍旧保持在3%以下，10年期与2年期美债利差较12月底进一步回落，全球债券普遍收涨。

**外汇资产：**美元指数小幅收涨，带动主要新兴市场汇率普遍收跌。

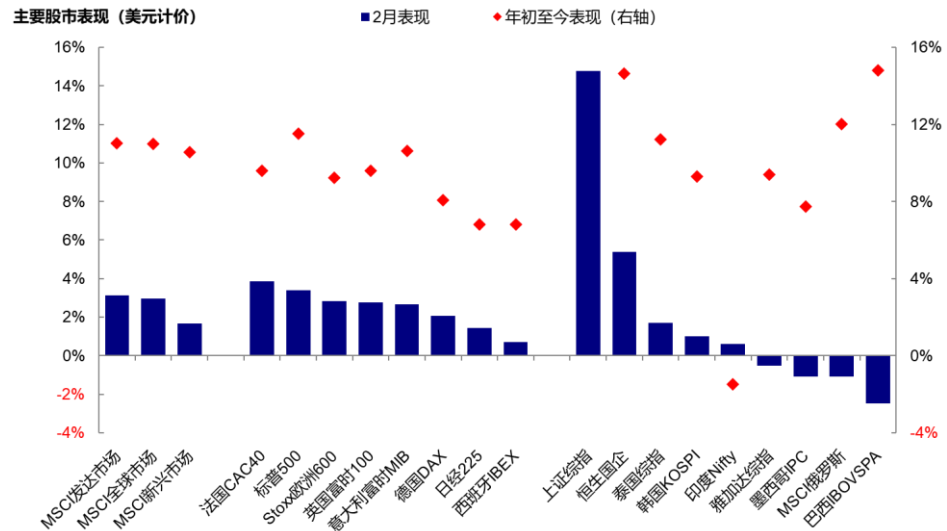
**大宗商品：**油价、铜、天然气大涨，农产品表现较差。

### ■ 股票市场

#### 1、全球股市表现对比

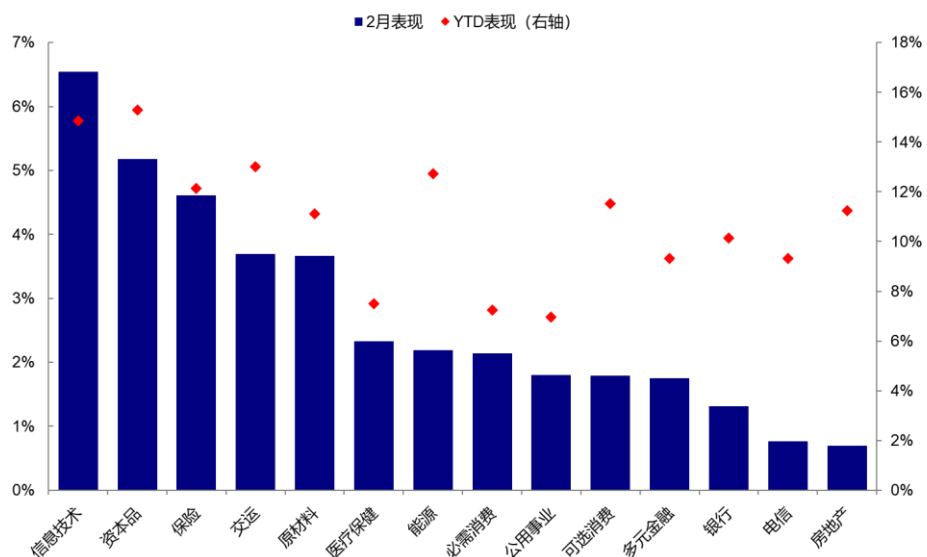
2月，在美元指数小幅收涨的背景下，以美元计价的新兴市场股指涨跌分化，发达市场股指则

全部收涨，MSCI 发达市场整体跑赢新兴市场。全球资金延续 1 月以来流出发达市场回流新兴和日本权益类资产的趋势。2018 年 12 月以来，预期美联储减少、暂停、结束加息声音渐多，1 月中下旬美媒和官员也开始了对于提早结束缩表的评估。**新兴市场吸引资金流入提速，领跑市场；2 月上证综指及恒生指数迎来大幅拉涨，领跑全球股市。**



## 2、股票行业指数对比

从股票行业表现来看 (MSCI AC World 指数)，2 月全球行业板块普涨，其中涨幅较大的板块分别是信息技术、资本品和保险。截止到 2 月 25 日，年初以来板块涨幅表现由高及次的表现依次是：资本品、信息技术、交运、能源、保险、可选消费、房地产、原材料、银行、多元金融、电信、医疗保健、必需消费、公用事业。



## ■ 债券市场

### 1、国内市场

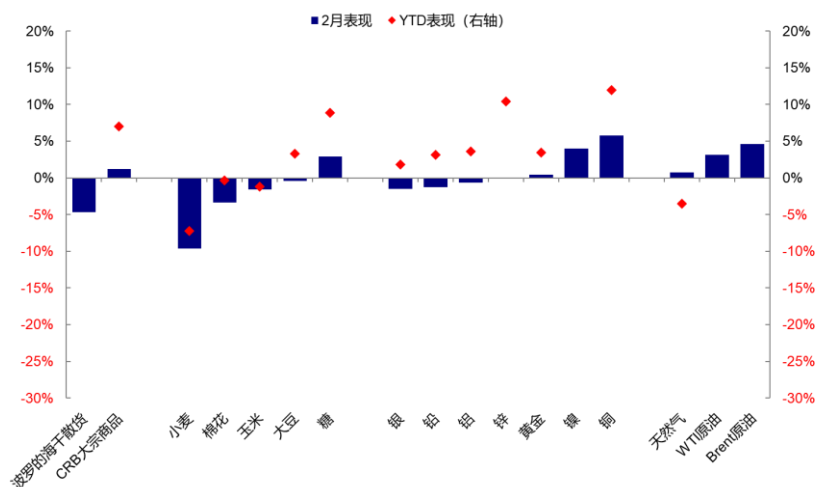
经济基本面方面，3月公布的1-2月经济数据很关键，受春节效应“1月高，2月低”影响，预计2月出口增速将转负。资金面方面，股市成交火热带动2月中旬后资金面整体收紧，预计3月资金面将维持平稳宽松。2月中旬资金面整体宽松，但股市成交火热带动月末资金面整体收紧。金融数据方面，社融增速反弹有望持续。在新增信贷、非标超预期、债券融资放量等多因素拉动下，2月公布的1月社融整体好于预期，增速反弹至10.4%，反弹预计将延续到2月。

19年转债市场表现亮眼。截至3月1日，19年中证转债指数上涨了14.72%，周线出现“8连阳”。流动性方面，19年前两个月转债市场日均成交量回升至40.2亿左右，与18年同期持平。其中2月单月日均成交量达到61.5亿，回到15年7月时的水平。估值方面，目前转债市场的转股溢价率均值22.8%，年内下降了15.5个百分点；已经处于历史均值（31.2%）以下，回到了18年2月时的水平。

### 2、海外市场

2019年初公布的各国经济数据不乐观，全球经济加速放缓。美国4季度GDP增速2.6%放缓幅度低于预期，欧英日等发达经济体数据整体疲软。货币政策方面，美联储年内加息概率持续减弱，或将在今年晚些时候停止缩表。在美联储的带领下，欧央行等全球多家央行于近期转向“鸽派”倾向。市场对各国央行货币政策收紧节奏放缓甚至转松的预期大幅上升，值得持续关注。另一方面，美联储货币政策紧缩的态度逐渐软化，使得强势美元有所放缓，对人民币汇率和国内货币政策的压力有所减轻。

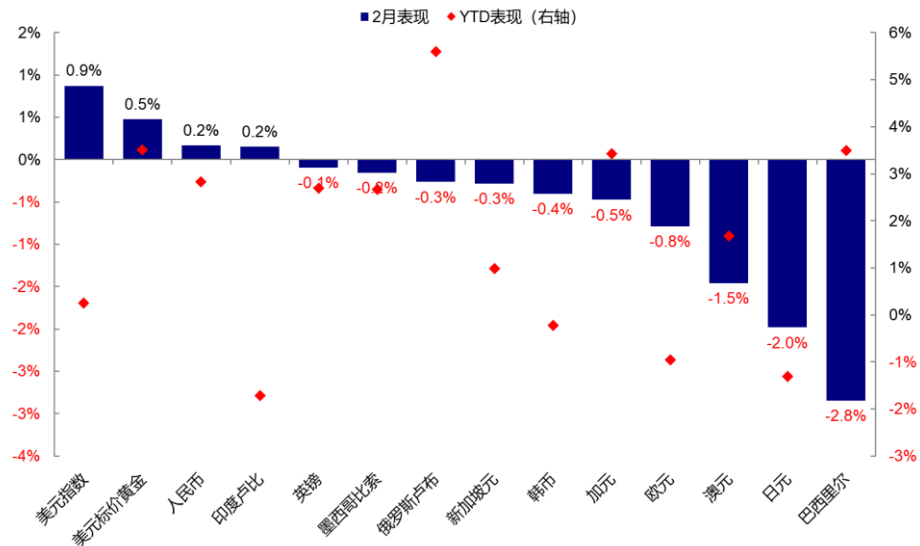
## ■ 大宗商品



2月大宗商品市场表现较为分化：能源方面表现较好，原油、天然气均收涨；金属方面，铜、

镍涨幅较为明显，贵金属黄金小幅上涨、其他工业金属普跌；农产品中除糖表现较好外，其余品种走跌；波罗的海干散货指数 1 月暴跌 30%后继续下跌 5%，受累于各种船型费率下滑。

## ■ 汇率市场



从货币资产的表现看，美元指数自 2 月以来出现底部反弹，全月收涨 0.9%，带动除人民币和印度卢比以外的其他主要货币均出现不同程度的下跌。日元及巴西里尔领跌外汇市场。

## 市场展望

### ■ 大类资产配置展望

今年 2 月以 A 股为代表的中国股市走出一轮爆发式涨幅，上证指数单月上涨 14.6%，领涨全球主要股市。回顾 1-2 月以来的市场走势，本轮行情本质上是流动性宽松驱动下的风险偏好修复，始于中央经济工作会议后的主题躁动，转向外资持续净流入带来的蓝筹股溢价，再推向近期的风险偏好全面回升，是一轮典型的估值修复行情。短期而言，我们在 2 月以来流动性及风险偏好提升的市场背景下及时调整市场及行业配置策略，将更多的仓位置于估值、资金面、政策力度均更强的 A 股市场，同时在仓位选择上积极调整，降低防御性板块配置转为攻击性。后续将密切注意 3 月份起即将公布的重要宏观数据，特别是固定资产投资、2 月信贷社融及地产类投资数据，是否会证伪市场目前边际宽松的乐观预期。

### ■ 股票市场

#### 1、美国

美股方面：2 月以来美股股指继续小幅反弹走势；中美贸易磋商取得积极进展和 1 月 FOMC 会议纪要显示年内或将结束缩表提振投资者情绪；但经济数据疲弱一度压制市场表现。美联储 1 月 FOMC 会议纪要显示，几乎所有委员都认为应尽快公布计划，年内结束缩表，但关于何时加息存在一定分歧。美股在贸易谈判取得积极进展及缩表接近尾声的提振下小幅上涨。我们判断，尽管节奏上可能存在扰动，但本轮总计加息 9 次的加息周期逐渐接近尾声的大趋势不变。同时，我们认为需要警惕企业盈利下滑趋势仍未出现扭转，但尽管增速明显下滑，但与去年 12 月美股加速下行所引发的悲观预期相比，2018 年四季度美股业绩从实际披露情况看依然多数（67%）超出预期，这也是支撑市场得以反弹的原因之一。板块层面，除地产和工业（资本品、交运）等少数板块外，所有板块增速均明显放缓，特别是保险和券商、能源和原材料、科技硬件、零售和汽车等几大类；银行、家庭耐用品、食品零售、医疗、电信与媒体娱乐相对稳定。贡献上，能源、通讯服务和银行合计贡献了 13.1% 增速中的近 8 个百分点；但保险、原材料和公用事业拖累增长。

我们判断，美国市场 2 月的反弹动能边际已有所减弱，单月显著跑输 A/H 市场。2 月美国政府将延迟公布关门期间的很多数据，在一定程度上，无法证实美国经济放缓的预期；在外部，当前的美股强劲反弹更多的是对四季度中美贸易摩擦、美联储与白宫之争、美国府院之争三大政治风险消退的积极反应，在今年美国经济周期大概率下行的影响，美股后续是否会因为数据弱而再次发生较大波动，仍需观察；而且美欧市场在未来一段时间内各自面临一些政治风险，市场上行动能逐步弱化；美国进入加息后周期是市场共识，一旦经济数据证实美国经济放缓，企业盈利增速回落，则美股转跌为大概率。我们要继续做好美股见顶拐头布局，后期继续加大对医疗、通讯、公共事业等行业的配置，以防范风险。

## 2、A 股

2 月以 A 股为代表的中国股市走出一轮爆发式涨幅，上证指数单月上涨 14.6%，领涨全球主要股市。回顾 1-2 月以来的市场走势，**本轮行情本质上是流动性宽松驱动下的风险偏好修复，始于中央经济工作会议后的主题躁动，转向外资持续净流入带来的蓝筹股溢价，再推向近期的风险偏好全面回升，是一轮典型的估值修复行情。**边际情绪决定了市场修复的高度。从市场表现来看，传统周期板块的表现弱于消费、成长，这说明市场交易主线的仍然以弱刺激为主。**一方面缺少企业盈利强改善的预期，另一方面，经济复苏预期弱叠加流动性宽松预期，造就了主题投资活跃的局面。**

投资策略方面，短期而言，我们在 2 月以来流动性及风险偏好提升的市场背景下及时调整市场及行业配置策略，将更多的仓位置于估值、资金面、政策力度均更强的 A 股市场，同时在仓位选择上积极调整，降低防御性板块配置转为攻击性。我们目前仍将看好两会前资金面持续推动市场继续上行，但同时，我们也将密切注意 3 月份起即将公布的重要宏观数据，特别是固定资产投资、2 月信贷社融及地产类投资数据，是否会证伪市场目前边际宽松的乐观预期。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 月将密切追踪的核心事件包括：①3 月 5 日两会对于资本市场改革举措；②3 月公布的 1-2 月的经济数据及金融数据。

## 3、港股

开年全球股市反弹，港股上涨相对温和，且受人民币升值影响，回报率显著低于 A 股。去年大幅下跌的科技、汽车、医药等板块反弹幅度最大，券商保险等高弹性行业涨幅领先，防御性板块表现相对落后。

3 月份是事件频出的月份，我们密切关注以下几点重要信息：1) 年报季，年报业绩和公司交流对股价影响会非常明显。我们不去盲目追超跌反弹，还是要冷静下来持有基本面真正有支持的公司，追求长期稳健收益。2) 中美贸易谈判告一段落，经济结构和很多行业会发生长期结构性变化，对我们的投资策略可能产生重大影响。3) 两会可能出台的政策变化。

## 4、欧洲

欧洲央行在当月货币政策会议上宣布维持三大利率和前瞻性指引不变，重申保持利率不变至少至 2019 年夏天，重申首次加息后将继续实施 QE 到期债券再投资。欧洲央行行长德拉基当时表示，经济前景面临的风险已经从“大致平衡”转向下行——这标志着欧洲央行基调的重大转变。欧元区 1-2 月制造业 PMI 数据持续走低，2 月制造业 PMI 初值跌破荣枯线，引发对于经济前景担忧；服务业 PMI 小幅回升。总体而言，1 月欧元区制造业的 PMI 下滑趋势将拖累欧元区一季度经济表现，欧洲经济衰退的风险在进一步积累。油价继续拖累欧元区 1 月通胀回落，核心通胀小幅回升但仍然低迷。



## ■ 债券市场

### 1、国内债市

2月政策继续向宽信用方向演绎，2月中下旬股市上扬过程对债市有调整压力，3月继续关注市场风险偏好来回切换的可能以及带来的资产价格波动，此次2月PMI数据显示工业企业需求出现短期回暖，但延续性仍待观察，生产整体还是偏弱的。展望后期，预计基建中速反弹的同时，制造业投资+房地产投资+出口的回落压力还是会逐步显现，社融反弹不改整体需求偏弱的格局。当债市逻辑再次回归基本面，还是会带动债市走势整体偏强

利率债市场方面，短期债市有调整需求，但暂非反转信号。前期社融反弹和贸易摩擦缓和带来风险偏好抬升，股债跷跷板现象明显。展望未来，宽信用效果仍是交易策略上关注的主要变量，中性假设下2月社融增速与1月持平概率较大，叠加实体偏弱、宽货币下目前期限利差较宽，趋势性反转暂难出现。在估值经历反弹后，组合可保持一定的长利率仓位，参与波段机会。从相对确定性的角度出发，建议组合以杠杆票息+波段操作提高灵活性为主。信用债市场方面，整体，3月公布的金融数据弱于2月，边际利好债券，但年初以来下行幅度较大，且信用债相对表现更好，行情透支。2月下旬，股债“跷跷板”效应凸显，宽信用政策继续出台，市场情绪易受股市扰动。因此，信用债仍将承压，整体配置价值下降。可在类属配置、信用资质上博取超额收益。建议短久期资质下沉，增加成本估值类品种。可转债方面，进入2月上漲斜率迅速陡峭化，平均绝对价格已经回到18年初的水平。转债已经由遍地撒网的阶段进入精耕细作的阶段。正股维度目前市场处于非常亢奋的状态，成交和波动均急剧放大，急涨之后3月有所反复是大概率事件，会出现盘整或回踩，但空间不大，虽空窗期结束但难有强力的证伪，踏空资金仍众，市场后续可能仍有一定空间。后续需要高度关注资金面的变化，包括散户开户情况、各个机构资金募集情况、外资流入的情况，消息层面的话继续关注中美贸易磋商和美联储政策基调的变化等。基本面方面，需跟踪两会政策是否符合预期、开工情况、企业业绩。后续结构上应向有基本面支撑的公司聚焦。

### 2、国际债市

美联储年内加息概率持续减弱，或将在今年晚些时候停止缩表。美联储主席鲍威尔于当地时间2月27日在表示即将公开缩表计划时间表，提出缩表或将在“今年晚些时候的某个时刻”结束。他同时也表示，美联储并未考虑调高其2%的通胀率目标。此前发布的美国1月名义CPI同比增长1.6，但核心CPI上行至2.2%。继续提示关注在市场一致预期的极致演绎下，反而需要关注美联储经济通胀走势好于预期带来市场预期波动的可能性，短期内美债收益率或在当前位置附近波动。中长期来看，美联储加息进程的结束和美国经济增速放缓，都将弱化美元指数和美债收益率上行的动力。

## ■ 外汇市场

### 1、人民币

2月人民币在贸易摩擦缓和预期刺激下升值幅度明显。中美贸易谈判本月取得实质性进展，市场对双方不再加征更多关税的预期较高，特朗普也发布推特表示3月1日开始将继续推迟关税加征时间以便准备进一步的谈判。如果双方达成贸易协议，将减弱对美元的避险需求，贸易战缓和预期推升人民币汇率在美元指数走强的背景下对美元小幅升值。

### 2、美元

2月美元指数继续呈现高位震荡微涨走势。截至2月28日，收于96.22，为三个月来首次月度上涨。尽管美联储公布的2月FOMC会议纪要鸽派程度低于市场预期，但是对于美联储提前结束加息和缩表的预期仍然渐浓，美国政府关门问题持续争执不下，也加剧了市场对美国经济的担忧。3月7日，因欧央行意外放鸽，推迟升息指引。欧元兑美元跌1%报1.1194，创2017年6月以来新低。美元指数纽约尾盘涨0.74%报97.6043，再度站上97关口，创四个月以来新高。

## ■ 大宗商品市场

### 1、原油

OPEC的减产行动继续为油价提供下方支撑。但由于美国在成品油消费淡季，库存连续5周录得增长，整体判断原油本周上行空间有限。OPEC原油出口量已连续三个月大幅下降，2月份月上旬日均出口量仅为2350万桶，其中，沙特日均出口量环比减少134.1万桶，委内瑞拉和伊朗的日均出口量则分别降至110万桶和120万桶，预计OPEC2月份原油总出口量将同比减少200万桶/日。此外，OPEC成员国尼日利亚2月20日表示将配合对OPEC减产协议的遵守，同时沙特方面也承诺给予支持，愿意分配尼日利亚相应的减产规模。后续随着美国对委内瑞拉和伊朗的能源制裁，以及以沙特为代表的主要产油国的不断减产，OPEC原油产量或将进一步下行，出口量有望缩减至2015年以来最低水平。虽然OPEC产量不断下行，但以美国为代表的非OPEC产油国产量增幅正不断扩大，有效填补了全球原油供给端缺口，加大了OPEC恢复原油市场平衡的压力。

## 华夏基金绩优海外产品（港股、全球）

产品代码	产品名称	基金经理	产品类型	主要投资范围	2019年 收益率 (%)	成立以来 收益率 (%)
005894.OF	华夏优势精选	李湘杰	A+H	持续跟踪中国市场的结构性投资机会，重点在科技、生物医药、消费升级、先进制造 4 大方向寻找优质个股。	22.70	14.05
005826.OF	华夏潜龙精选	潘中宁	A+H	行业配置均衡，以外资的视角，重点配置 A 股和港股有长期竞争力的、估值合理的龙头公司。	21.41	13.71
002891.OF	华夏移动互联人民币	刘平	QDII	TMT 行业主题基金，重点配置全球 TMT 产业链优质龙头企业。	20.97	14.80
005698.OF	华夏全球科技先锋	李湘杰	QDII	着重在云计算、电子支付、互联网、智能硬件创新等领域进行投资，精选细分板块里全球领先的优质龙头公司。	12.25	-0.56
160322.OF	华夏港股通精选	李湘杰	A+H	专注港股投资，灵活策略配置港股市场，精选优质成长和大盘蓝筹股，把握港股市场长期估值修复的投资机会。	10.31	9.74
005534.OF	华夏新时代	阳琨，常亚桥	A+H+QDII	通过投资于港股或美股等全球市场，实现 A 股单一市场的投资风险分散，回避汇率风险	9.95	-1.08
000071.OF	华夏恒生 ETF 联接 A（人民币）	徐猛	指数型	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。	8.59	51.88
002230.OF	华夏大中华企业精选	黄芳	A+QDII	投资于全球上市的优质大中华企业，重点配置 A 股、港股和美股市场。	8.46	17.90
001061.OF	华夏海外收益 A 人民币	邓思聪	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	2.01	46.09
002877.OF	大中华信用精选 A 人民币	邓思聪	债券型	主投大中华企业优质债券，境内+海外，资产均衡配置	1.47	3.30

数据来源：Wind，2019-3-5