

华夏基金
为信任奉献回报

华夏基金二季度资产配置报告



| 2019/04

目 录

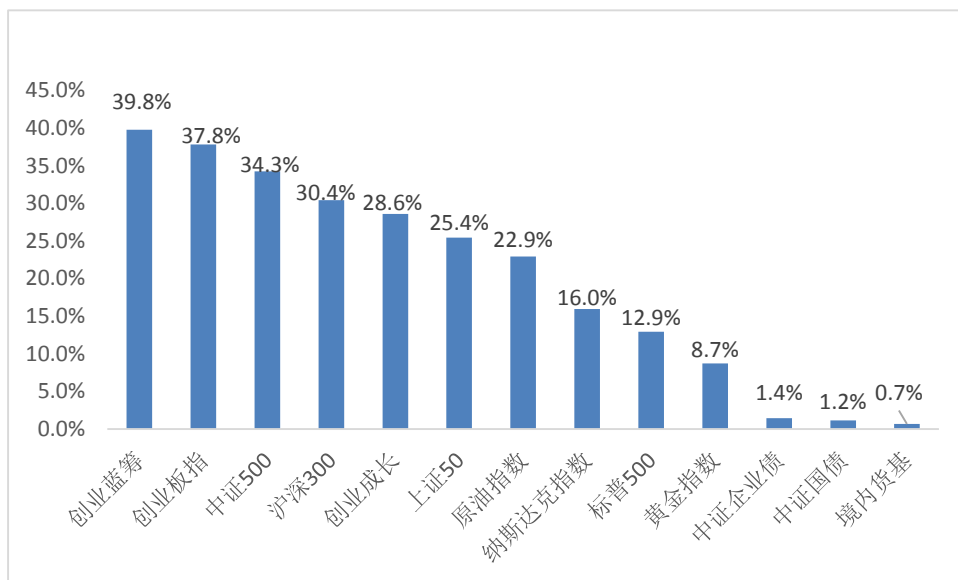
一、概述.....	2
二、基本面回顾与展望	2
三、大类资产分析	4
四、资产配置建议	7

一、概述

一季度中国股市出现 V 型反转，权益类资产赚钱效应显著，市场风险偏好的修复也快于历史上牛市初期。虽然国内经济仍然处于底部，但流动性放松及情绪反转带来市场反弹。相对于 A 股的快速上涨，港股及中概股上涨相对温和。两地行业及公司基本面并无显著差异，流动性差异和 A 股投资者情绪反转（从去年极端悲观转向乐观）导致短期股价表现不同。

展望二季度，全球增长动能继续放缓，美联储、欧央行以及中国央行转向宽松，有助于全球金融市场边际改善。3 月中国的经济数据企稳后，全球市场对经济放缓的担忧逐步减弱，投资者对中国经济悲观预期逐渐转向正面。我们认为市场偏好提升尚未结束，虽然美股波动、经济数据波动等因素对市场影响仍在，但只要信贷等关键数据不证伪，市场大概率调整后走强。由于国内流动性趋势性扭转，A 股可能继续跑赢离岸市场。

一季度大类资产走势



综合对宏观经济、股市、债市态势的分析，我们认为二季度股债市场都将有所表现，并且股票资产可能继续跑赢债权资产。优选消费与科技主题中业绩边际向好的子板块，继续看好中资美元债信用风险缓解，并受益于全球流动性环境边际好转的机会。

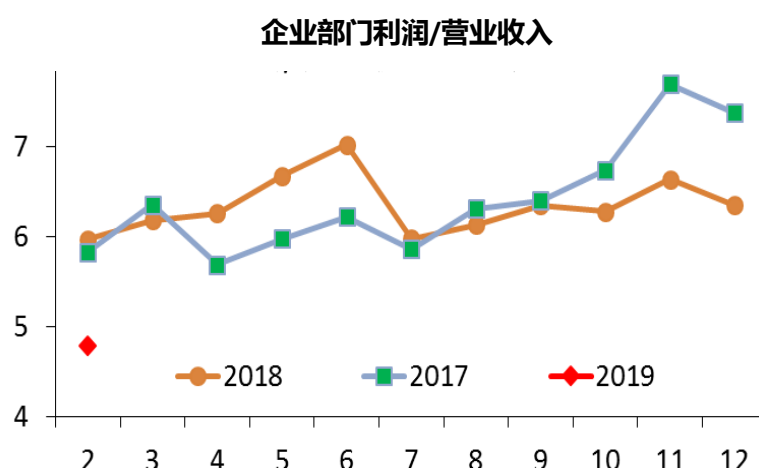
二、基本面回顾与展望

今年经济数据相对平稳，2 月社融大幅低于市场预期，但市场很快意识到春节效应的

影响。需求方面，2 月经济数据平稳；虽然工业增加值低但主要原因是春节效应，地产销量超预期、新开工不及市场预期，而出口增速尚可。汇率方面，美联储大幅转向鸽派，美债利差倒挂，引发全球避险情绪及国内货币政策宽松的乐观预期。

展望二季度经济数据，市场预期 3 月上半月信贷可能低于预期，但表外部分继续修复+ 下半月央行将全力稳数据，估计社融增速仍将稳定，只是结构仍然不佳。需求方面，3 月发电量、地产销量等数据好于 2 月。经济数据有望回升，即使缘于季节性也难以完全证伪，或对市场情绪有影响。汇率方面，初步判断美国离衰退还比较遥远，利差倒挂只是短期情绪影响。政策方面，若社融连续两月较弱，货币政策有想象空间，但受通胀水平掣肘，仍需进一步观察。

更进一步判断：**1. 经济仍在探底过程中，宏观不差但微观有压力。**在 2017-18 年，企业部门（特别是上游企业）贡献了较多的国民经济份额。体现在数据上，就是 17Q2-18Q3 工业企业利润率较高，而企业利润增速和经济的名义增速并不匹配。在这样的高基数下，今年的利润率即使回到往年正常水平，前三季度利润增速也将有很大的回落压力，预计前三季度都将在-10%~-5%的中枢徘徊。因此 1-2 月利润率大幅回落，但其实也就是回到了历年均值水平，实质上宏观并不差。

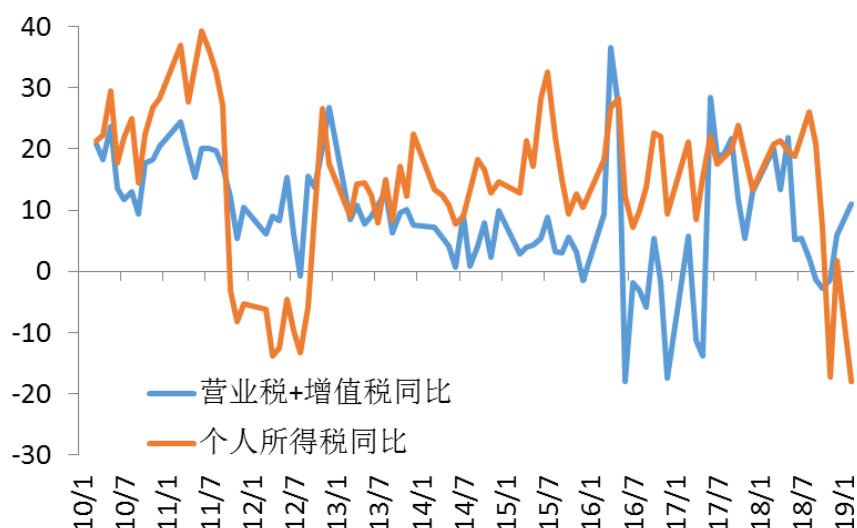


2. 企业利润下滑不一定是坏事：隐含居民资产负债表修复，进而意味着消费有望回暖。

去年经济快速下滑的主要原因是消费下滑太快，今年出现的诸多信号：（1）1-2 月居民新增存款明显强于季节性。（2）1-2 月个人所得税同比增速-18%，而增值税同比增速+11%。后续来看，虽然增值税减税将于 4-5 月开展，但去年也是 5 月开始减税，低基数下增值税同比增速未必会有大幅下降。不过个税也有年初集中抵扣的影响，需要观察。（3）1-2 月经济感受平稳的情况下，企业利润增速大幅下降。（4）股市上涨的财富效应，远远高于房地产。这些

信号指向国民收入分配开始逐渐转向居民。结合3月社零基数较高，4月以后基数下滑，今年消费增速的底部可能不远了。因此，我们应当适当调低今年的投资增速预测，而调高消费增速预测。

14-18年居民税负增速一直高于营业税+增值税增速



三、大类资产分析

1. A股估值修复有望持续，维持谨慎乐观

市场回顾：2019年一季度，全球市场情绪在美联储超预期鸽派的提振，对中国、欧美经济增长放缓以及收益率曲线倒挂的担忧中跌宕。资金面宽松，叠加中美贸易摩擦缓和之下，资本市场风险偏好较去年明显回暖，以美元计价的风险资产跑赢避险资产。国内市场方面，1月，央行宣布全面降准，总理讲话释放信用扩张信号，中美谈判磋商进展好于预期，政策利好和外部环境改善使风险偏好开始修复，A股市场在震荡中迎来反弹，2月，社融数据的增长和北上资金的流入促使流动性逐渐改善，股市再度抬升。3月以来，MSCI纳入A股、科创板推出、增值税改革等利好事件继续推动股市上涨，且创业板的涨幅高于大盘，但在部分利空消息和基本面数据影响下，投资者开始重新审视估值，市场情绪逐渐从过热恢复冷静，市场表现逐渐呈现分化和震荡。行业方面，5G、券商、科创板等概念在2019年行情中作用显著，促使银行、非银、电子、通信等行业保持较好的表现。但同时，政策和业绩数据的频繁发布也使各行业涨跌存在一定的轮转，每周引领增长的行业存在一些差异。成交量方面，两市成交量突破万亿并稳定在相当水平，

显示交投活跃，场外增量资金持续进入。一季度沪深股通累计净流入超 1250 亿，较去年 4 季度（622 亿）大幅增长超一倍，显示外资持续看好 A 股。

✦ **投资策略**：今年以来表现突出的板块分两类：一类是业绩稳健成长驱动股价持续上升的品种，主要是消费、科技、保险等行业一些蓝筹个股。一类是去年行业基本面不佳或受政策影响深跌今年反弹的行业，包括汽车、券商、教育、医疗等。展望未来，A 股市场相对于一季度趋势为主、仓位为王的特征将有所变化，二季度市场震荡或加大，重结构轻指数，把握行业景气度提高带来的超额收益。市场从分母端逻辑更多转向分子端，后续更多关注业绩稳定性强的股票，会逐步加强对大消费、优质成长、白马蓝筹的配置比例，逐步加大对白酒、运动服饰、保险、地产等优质业绩股的配置，逐步减持估值高、业绩稳定不确定性强的个股。

2. 债市有望震荡中小幅向上

国际宏观：美国欧洲经济数据同时超预期下滑。美债曲线倒挂，但目前长期（预期的）实际利率仍高于短期实际利率，美国国债收益率大周期上仍未突破区间震荡。

国内宏观：预计 3 月社融总量平稳、结构差，市场预期已打得较满。3 月通胀风险较大，如果 3 月核心通胀环比仍然在季节均值 0 附近，则 3 月即有望达到 2.8%。

✦ **利率策略**：中性，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。

➤ **债市 4 月面临的环境多空交织，建议哑铃配置，暂时维持中性偏低久期，逢高参与波段机会。** **利空**：基本面数据（经济+金融）向上的概率高于向下，宏观对利率的催化作用明显弱于 3 月；目前社融预期分歧很大，但是如果信贷增速如果能维持 13.3%，那么社融大概率与上月持平或小幅上行 0.1%。 **利多**：海外冲击下降息预期点燃。 **其他**：二季度供给增加 5-6 千亿；4 月巴克莱指数基金开始纳入境内债券，每月配置 400 亿。

✦ **信用债策略**：中性，建议维持短久期，在类属、行业、信用资质上博取超额收益。1) 地产行业的超额利差仍在，融资边际好转，可继续配置。2) 可入池城投收益偏低，配置价值下降。社融数据可能低于预期、存在降准预期，海外市场和股市回调均利好于债券情绪，但经济继续下滑的幅度有限，市场波幅也在收窄，预计在 10-15BP 之间。流动性较好的高等级信用债进行波动操作的空间有限。 **考虑摩擦成本，建议维持短久期，在类属、行业、信用资质上博取超额收益。** **与利率债相比，从类属、行业的配置角度，仍具备相对优势。** 等级方面，短期压缩放缓，仍可在 2 年内下沉资质；行业方面，1) 地产行业的超额利差仍在，融资边际好转，可继续配置。2) 可入池城投收益偏低，配置

价值下降。类属方面，对于无法配置成本估值品种的组合，可配短期限存量永续赚取超额收益。

✚ **可转债策略**：预计波动性有所加大，但幅度有限，二季度仍有波段向上的机会，可保持积极关注。建议短期中性仓位，以高评级、流动性好、绝对价格较低的个券打底仓，负溢价个券做价差、博弹性。

➤ **趋势判断**：流动性宽松和风险偏好驱动的普涨结束。短期工业生产和利润仍在走弱，上市公司盈利增速 1 季度承压、2 季度探底、4 季度回正；资金的角度，产业资本净减持，基金仓位高位、募集并未放量，外资受美股影响不再单向净流入，杠杆资金有放量但较节制，进一步上推动力不足。估值角度而言，转债和正股均完成了修复，均为短期修复幅度较大、而拉长来看不算贵。

➤ **板块建议**：重视业绩，结合正股增速、正股估值和转债溢价率自下而上选择，炒小、炒烂的阶段已经过去。

✚ **海外债策略**：今年以来，受美联储加息放缓态度转鸽、中美贸易紧张局势缓和、全球流动性宽松以及估值吸引力较强等因素影响，中资美元债收益率整体下行，估值较 18 年已有所修复。二季度维持看好：一方面高收益债券将显著受益于全球流动性环境的边际好转，信用风险也将有所缓解，另一方面长久期投资级债券也将迎来较好的估值修复机会。汇率方面，考虑到中美贸易研判进展进入平台期，预计将维持区间震荡格局。

3. 原油

✚ 市场对于供给方面收紧的预期有所增强，首先是俄罗斯表态本月有望实现此前确定的减产目标，其次美国方面追加对伊朗部分实体和个人的制裁，引发对于收回出口豁免的忧虑，再者委内瑞拉国内局势动荡，停电事故对于原油生产活动产生了直接的负面影响。俄罗斯表态可能在 3 月底将减产至承诺水平，但决定是否延长减产尚早。我们维持对于第二轮减产至少在上半年的表现可以乐观一些。理由主要有三点：首先，美国产量的边际变化量正在变小，2019 年再次实现 18 年 150 万桶/天绝对增幅的可能性小，仅从上半年看则可能性更小；其次，沙特和俄罗斯态度较为明确，行动坚决；再次，此轮减产面临的去库存压力不及前次。

4. 黄金

✚ 美联储提前结束缩表，金价有望继续反弹。3 月初，受美国 4 季度 GDP 增速好于预期推动，美元指数重新走强，对黄金价格形成打压，其后欧央行超预期偏鸽以及美联储年内

暂停加息并且提前结束缩表等消息利空美元指数，金价顺势反弹。未来美国经济增速放缓，3月议息会议上美联储暂停年内加息，并计划9月底提前结束缩表，美元或将长期承压。此外，避险需求提升，英国脱欧进展、印巴紧张局势，美欧贸易摩擦等风险事件持续发酵，推升黄金的避险需求，对金价形成支撑。

四、资产配置建议

	分类	配置建议			观点摘要
		低配	中配	高配	
权益	国内 A 股			√	经济基本面较 2018 年底有所反弹，但相对年初有回落迹象，经济增长趋势依旧承压；关注宽货币向宽信用的传导；2019 年初至今权益资产估值修复，在经济基本面复苏预期不断增强时建议积极关注权益类资产。
	美股	√			
	港股		√		
债券	利率债		√		利率水平在低位震荡，通胀处于下行通道，美联储鸽派信号给央行货币政策更大的腾挪空间，债券仍有一定配置价值，但上涨空间受限。
	信用债		√		
大宗商品	黄金			√	CPI、PPI 同比持续下滑，整体通胀水平仍处下行通道，国内大宗商品短期内仍将承压。受益于美元走弱，黄金上涨空间打开。
	原油		√		
货币基金	-	√			短端利率较低，维持流动性配置即可。

数据来源：华夏基金，Wind，2019.04