

大类资产分析报告



华夏基金
CHINA ASSET MANAGEMENT



1998-2018

2019/01

市场策略 | 大类资产分析报告

2019年01月

■ 投资要点

2018年12月美股大跌，引发全球风险加剧；避险资产跑赢风险资产，美元指数小幅回落，日元走强，油价和天然气大跌。后续来看，伴随着贸易战的缓和以及美国中期选举的落地，后面的宏观黑天鹅事件已经不多。19年5G行业将是新的投资亮点，将加大研究力度，对全球范围内的优质个股进行重点布局。

■ 资产表现回顾

从跨资产类别的表现来看，权益类资产：美联储不顾市场剧烈调整，20日议息会议上，如期加息25个基点，并保持每月500亿美元的缩表节奏不变，**美股带领所有市场股指走跌**。总体来讲，**新兴市场的表现好于发达市场**。固定收益类资产：**避险情绪及空头回补，推动利率债走强**，信用债特别是高收益债跑输。外汇资产：**美元指数小幅回落**，日元、欧元和人民币走强。大宗商品：**除黄金以外的大宗商品普跌**，其中天然气和油价跌幅较大。

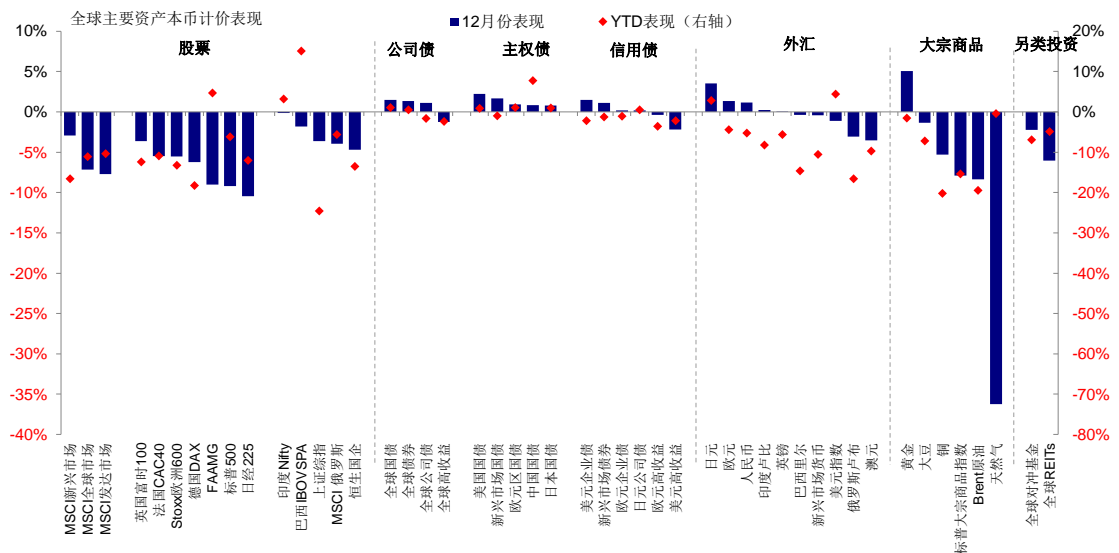
■ 资产配置展望

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**。后续来看，伴随着贸易战的缓和以及美国中期选举的落地，后面的宏观黑天鹅事件已经不多。**19年5G行业将是新的投资亮点**，正在加大研究力度，将对全球范围内的优质个股进行重点布局。此外，会逐步控制high beta的股票仓位，加大对**医疗、公共事业**等行业的配置，以防止黑天鹅事件的出现造成的净值较大波动。

市场回顾

■ 大类资产收益对比

12 月份全球主要资产价格表现



从跨资产类别的表现来看，12月美股大跌，引发全球风险加剧；避险资产跑赢风险资产，美元指数小幅回落，日元走强，油价和天然气大跌。

权益类资产：美联储不顾市场剧烈调整，20日议息会议上，如期加息25个基点，并保持每月500亿美元的缩表节奏不变，美股带领所有市场股指走跌。总体来讲，新兴市场的表现好于发达市场。

固定收益类资产：避险情绪及空头回补，推动利率债走强，信用债特别是高收益债跑输。

外汇资产：美元指数小幅回落，日元、欧元和人民币走强。

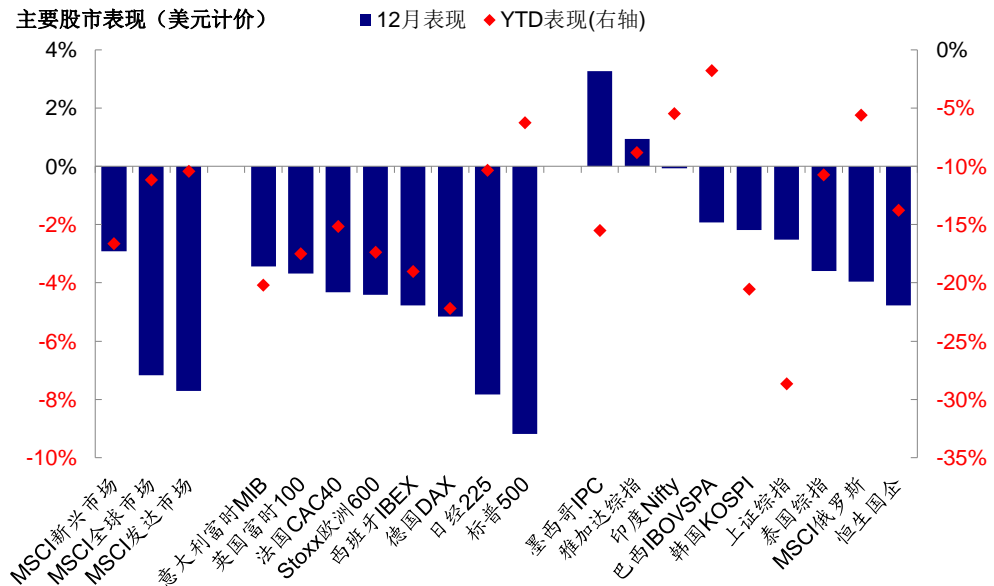
大宗商品：除黄金以外的大宗商品普跌，其中天然气和油价跌幅较大。

■ 股票市场

1、全球股市表现对比

12月，除墨西哥和雅加达股指仍有小幅上涨，**以美元计价的全球股指普跌，加速流出权益类资产，并继续流出债券。**金融条件方面，联储进一步加息和继续缩表，使市场进一步趋紧，市场对美国增长见顶和全球增速放缓、意大利预算、英国脱欧、中美贸易谈判前景、美国政治环境

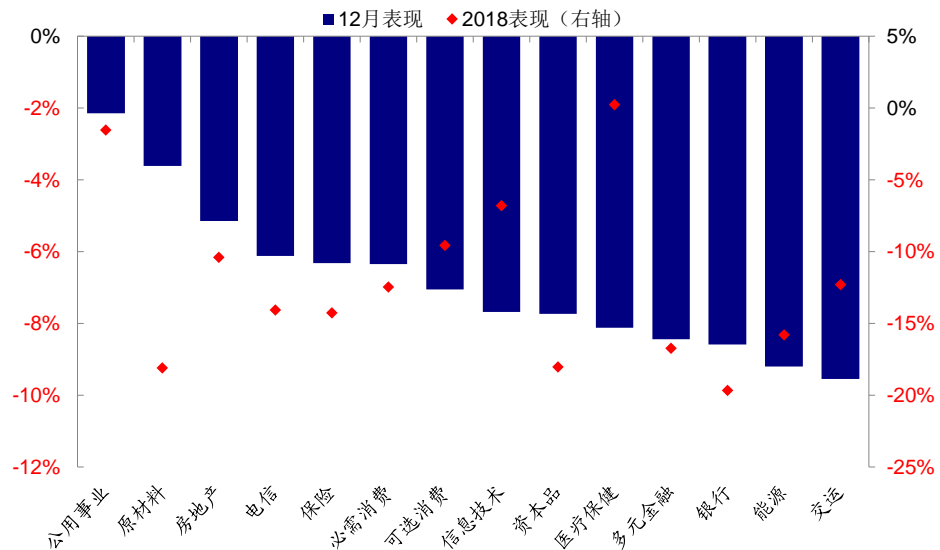
恶化的担忧加剧，引发美股连续快速剧烈下跌。中国和巴西等少数新兴市场吸引资金流入，领跑市场；日股继续获得资金净流入；美股加速流出；欧洲仍流出。年初至今，除巴西股指外，以美金计价的全球股指普遍下跌。



2、股票行业指数对比

从股票行业表现来看（MSCI AC World 指数），12月全球行业板块普跌，其中交运、能源和金融的调整幅度较大。截止到12月31日，板块涨幅表现由高及次的表现依次是：公用事业、原材料、房地产、电信、保险、必需消费、可选消费、信息技术、资本品、医疗保健、多元金融、银行、能源和交运。

纵观年初以来数据，除医疗保健板块外，都有不同程度的跌幅。其中跌幅较大的板块是银行、原材料和资本品。



■ 债券市场

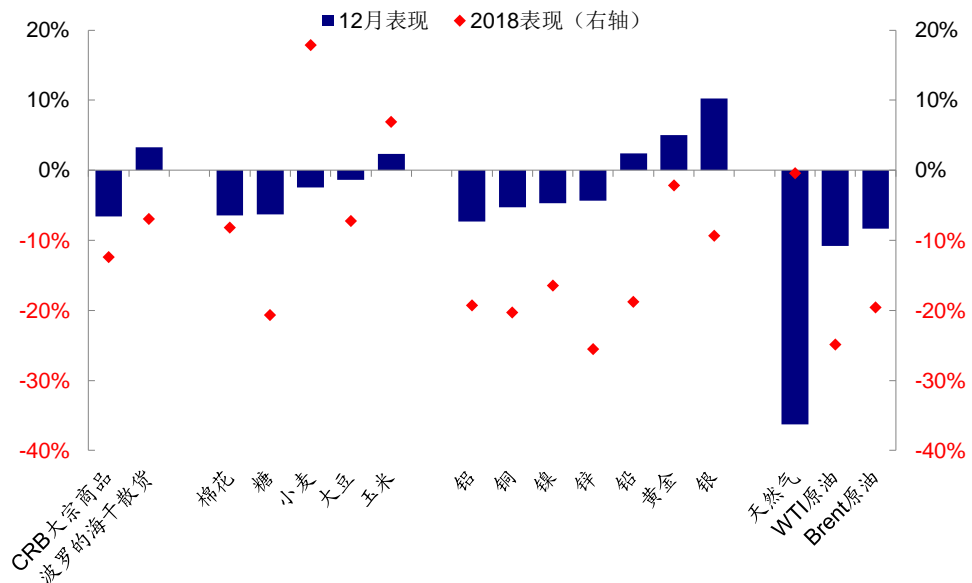
1、国内市场

2016年10月以来，三个因素主导了债市的波动调整：1、货币政策趋紧，2、金融去杠杆、监管趋严，3、经济总量具备韧性，导致2017年的大幅调整。2018年以来，货币政策转向，去杠杆带来的内生后果叠加外部因素冲击，收益率大幅下行。2018年以来，驱动收益率下行的核心力量有三：其一、内部前期去杠杆带来信用收缩压力，其二、贸易摩擦带来的外部不确定性，其三、货币政策转为合理充裕状态。

2、海外市场

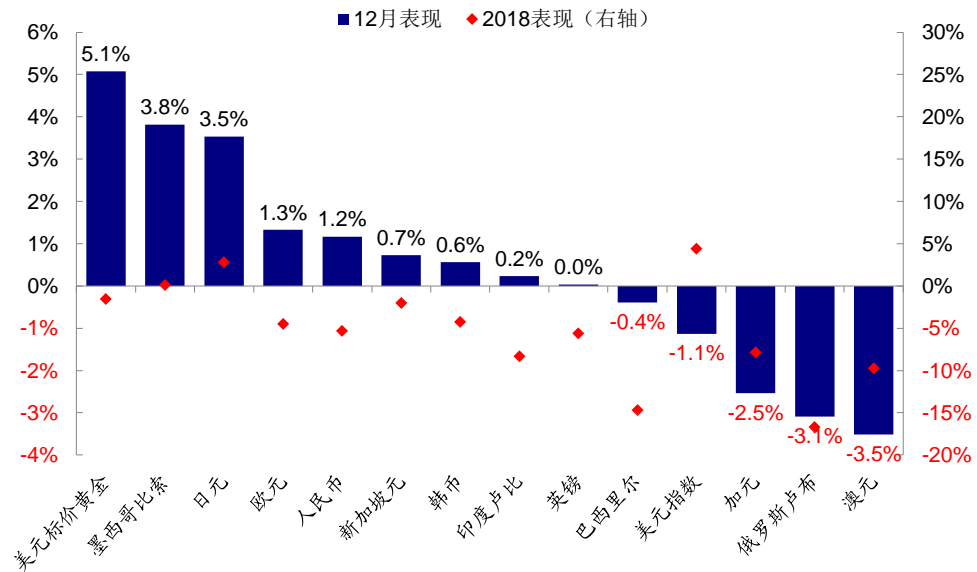
12月20日美联储在12月FOMC议息会议上宣布，12月20日美联储公布了12月议息会议决议：加息25个基点，上调联邦基金利率目标区间至2.25~2.5%；缩表节奏不变，每月500亿美元；2019年加息次数从3次下调至2次，是偏鸽派姿态，也符合市场预期。从具体的政策声明看，联储鸽派，但偏鹰：认为经济强劲。虽然近期美国地产、投资等数据均偏弱，显示经济动能正在放缓，但美联储对经济活动的描述继续为强劲；没有提及当前市场的震荡；继续认为风险基本均衡。欧央行12月议息会议鸽派结束QE。日本央行维持利率政策不变，重申经济稳固复苏前景。

■ 大宗商品



12月大宗商品表现分化较大：能源方面，天然气大跌36%，WTI原油大跌24%；金属方面，白银和黄金等贵金属领涨，其他工业金属普跌；农产品中，棉花表现较好，其余品种小幅走跌；波罗的海干散货指数12月小幅上涨。

■ 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，12月高位震荡微跌，除资源型国家货币巴西里尔、加币、卢布和澳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

2019 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。近期中美关系缓和以及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。后续来看，伴随着贸易战的缓和以及美国中期选举的落地，后面的宏观黑天鹅事件已经不多。**19 年 5G 行业将是新的投资亮点，正在加大研究力度，将对全球范围内的优质个股进行重点布局。此外，会逐步控制 high beta 的股票仓位，加大对医疗、公共事业等行业的配置，以防止黑天鹅事件的出现造成的净值较大波动。**

■ 股票市场

1、美国

美联储 12 月如期加息，比市场预期的鸽派稍鹰。从具体的政策声明看，联储鸽派，但偏鹰：认为经济强劲。虽然近期美国地产、投资等数据均偏弱，显示经济动能正在放缓，但**美联储对经济活动的描述继续为强劲；没有提及当前市场的震荡；继续认为风险基本均衡。**从对经济的预测看，下调 2019 年增长及通胀预测。对 2019 年实际 GDP 增速预测从 2.5% 下修至 2.3%。2019 年核心 PCE 通胀同比预测从 2.1% 下修至 2.0%，总 PCE 通胀同比从 2.0% 下修至 1.9%。

美国 12 月经济增长和通胀压力放缓。制造业方面，ISM 制造业 PMI 指数小幅回落，工业产出依然稳健。美股估值较高，风险偏好明显降低，资金大幅流出。从资金总量上看，截止到 12 月 26 日，12 月流出美国股票市场的资金总规模约 480 亿美元，出现大幅恶化；美国也是债市资金流出最多的市场，流出额 136 亿美元。

展望后市，美国市场，部分经济数据不及预期，**市场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。**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，同时受到美股估值过高、波动率上升、3 年期和 5 年期美债收益率 11 年以来首次出现倒挂等因素的制约，尤其是**如果关键的 2 年期-10 年期美债收益率也在未来出现倒挂，利差将会释放出经济衰退的重要信号。**

后续将持续跟踪全球科技、消费行业等行业的创新趋势，坚持自下而上的选股方法，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，精选了细分板块里全球领先的优质龙头公司，对公司盈利能力、现金流质量、负债情况进行严格筛选，以**确保能在流动性趋紧的情况下，企业具备内生自我造血的能力；**同时，认为**19 年 5G 行业将是新的投资亮点，**将加大研究力度，将对全球范围内的优质个股进行重点布局。此外，会逐步控制 high beta 的股票仓位，加大对医疗、公共事业等行业的配置，以防止黑天鹅事件的出现造成的净值较大波动。

2、A股

基本面方面，预计 2019 年上半年经济仍将承压下行，但下半年将呈现出缓慢复苏的态势。企业盈利增速下行并可能低于市场预期；如果期限利差收窄，利率进一步下行，流动性宽松，可能在某时点出现估值提升行情；下半年盈利可能比上半年乐观，但仍需观察；**全年可能呈现先跌后稳定反弹的宽幅震荡行情。**

从绝对估值角度来看，A 股的 PB 已在底部，考虑 ROE 之后，PE 也在底部，从股债比较和 A/H 比价来看，A 股现在也已在具备吸引力的区间从估值因子角度来看，**19 年大概率一季度之后是压力持续改善的过程**；结构上，我们认为估值能够提升的板块将有相对收益：基于 19 年“分子端压力大、分母端压力改善”的判断，**对小市值因子、成长风格的相对收益不悲观**，系统性看好估值能够提升的板块，**估值提升可能源于风险偏好修复过程中的主题投资，也可能源于经济弱势下的盈利增长韧性或预期经济复苏后的增长弹性。**

从行业板块来看，地产板块目前估值在历史底部，**ROE 和盈利增速 19 年仍将保持在较高水平，存在盈利增长和政策环境改善两条潜在支撑估值的线索**；通信板块目前估值在历史低位，**5G 是 19 年市场空间最大、最确定的主题，行业盈利有望真实改善，存在盈利和估值双击可能**

3、港股

预计 2019 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，未来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。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**。加强深度研究，把握动态基本面变化，为下一轮赚取更好的收益做准备。

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；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，维持相对谨慎观点。维持看好**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**；**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

欧元区 12 月经济活动下降，PMI 超预期下降；金融条件收紧，欧央行鸽派姿态结束 QE。12 月受外需拖累和法国动荡影响，综合 PMI 超预期下降。11 月核心 CPI 通胀 1.0%，显示通胀压力依然不大。欧元区经济增长放缓，通胀下滑，综合 PMI 指数不及预期。截止到 12 月 26 日，12 月资金净流出规模为 200 亿美元，较上月的 88 亿美元的流出规模，资金流出情况恶化。

■ 债券市场

1、国内债市

2018 年利率牛市的展开主要由以下三大因素驱动：**1、前期去杠杆带来的信用急剧收缩，2、贸易摩擦导致的经济前景预期具有高度不确定性，3、货币政策转向“合理充裕”。**

短期来看，首先，以社融为表征的**信用创造环境尚难以得到改观**；再者，宽信用初期，**货币政策依旧会保持宽松**，以上情形均有利于利率中枢水平下移。预计 19 年初的经济政策组合为**“弱经济，强政策”**，随着稳增长政策不断出台和财政发力，宽信用效果会逐步显现，中性情境下，**社融增速将在 19 年一季度最晚二季度有望企稳反弹，从融资对 GDP 的领先性看，预计带动 GDP 见底回升**；而从敏感性而言，利率水平对金融数据的触底反应会更灵敏，故而届时收益率继续下探空间有限，向上概率更大。

此外，从供需角度看，在更加积极的财政基调下，赤字率预计到 3%，同时地方政府债务“正门”专项债有望继续发力，供给上有一定压力；而需求的增量，核心关注两方面：境外机构的指数被动配置、中小银行出于补充优质流动性资产的配置需求。

从估值来看，预计仍有平坦空间，目前收益率处于 25%-40%的中枢偏下分位数，但期限利差仍处中枢以上，有压缩空间。在满足进攻性和灵活性考虑下，**建议采取哑铃型杠杆配置组合，灵活调整久期与杠杆水平，力争获得更大的向上收益空间。**

2、国际债市

展望未来一年全球大类资产的投资机会，海外美元债将成为最具投资价值的资产之一。首先，随着美联储加息进入尾声，美债利率持续高位回落，**海外债有望在 2019 年走强**；其次，美元债券的价格处在历史低位，而美股和国内债券市场都处于高位，海外债相对境内债券市场，目前投资价值突显；最后，境外债券类资产在经过 2018 年的调整后，风险回报已经优于境内人民币债券资产，当前正是**底部布局的良机**。

■ 外汇市场

1、人民币

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，18 年 12 月人民币汇率随美元指数先跌后涨。后续人民币维持强势可能是大国博弈的结果，中国大概率会维持汇率的稳定。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谈判期得到阶段性缓解，但是持久战的可能性更大，未来中央托底经济大概率会继续动用降准等货币政策。

2、美元

美元指数继 18 年 4 月中开始反弹以来，18 年 12 月高位震荡微跌，除资源型国家货币巴西里尔、加币、卢布和澳元外的大部分货币兑美元，都出现不同程度的反弹。18 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，布伦特油价一度跌到 50 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，累积跌幅超过 40%。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	2019年 收益率 (%)	成立以来 收益率 (%)	年化收益 (%)
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	0.08	43.33	6.06
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。	1.75	10.06	3.42
000071.OF	华夏恒生 ETF 联接 A (人民币)	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。	1.77	42.34	5.66
新发产品推介							
产品代码	产品名称	基金经理	产品类型	产品特点			
006445.OF 006446.OF 006447.OF 006448.OF	华夏全球聚享	郑鹏	另类投资型	<p>海外债牛，机会更好——美联储加息步入尾声，2019 年海外债市迎投资良机，配置机会显著！</p> <p>多元资产，收益更优——FOF 运作模式，实现更丰富和更广泛区域的资产配置，分散风险力争低波动收益！</p> <p>股债组合，波动更低——主要投资海外债券，权益资产配置不超五成，初期择机配置少量权益资产，灵活投资提升长期回报！</p> <p>实战先锋，资历更深——拟任基金经理郑鹏先生，从业逾 20 年，先后任职于摩根大通、野村资管、摩根士丹利等全球顶尖机构。全球市场投研资历深厚，跨境投资实力雄厚！15-16 年管理某美元债 FOF 专户，10 个月期间实现 10.6% 回报，显著优于巴克莱、美林等全球顶尖同类产品同期表现！</p>			

数据来源：Wind，2019-1-17