

# 大类资产分析报告

## 市场策略 | 大类资产分析报告

2019年02月

### ■ 投资要点

2019年1月VIX指数高位回落，全球风险偏好再起，风险资产大幅跑赢避险资产。后续来看，2月美国政府关门，延迟公布数据，在一定程度上，无法证实美国经济放缓的预期；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，盈利增速回落，则美股转跌为大概率。短期中国央行初步开启量宽释放政策信号，但中期而言，A股和港股仍面临着经济减速、中美贸易战等因素的扰动，维持相对谨慎，继续配置基建产业链（建材、重机械等）、消费服务等板块。

### ■ 资产表现回顾

从跨资产类别的表现来看，风险资产大幅跑赢避险资产，美元指数小幅走跌，油价大涨。权益类资产1月一路高歌，总体来讲，新兴市场的表现好于发达市场。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年期美债收益率回升3BP，但仍旧保持在3%以下。美元指数高位震荡微跌，除印度卢比和欧元外的新兴市场汇率普遍反弹。油价、天然气大涨，主要农产品和工业金属均上涨。

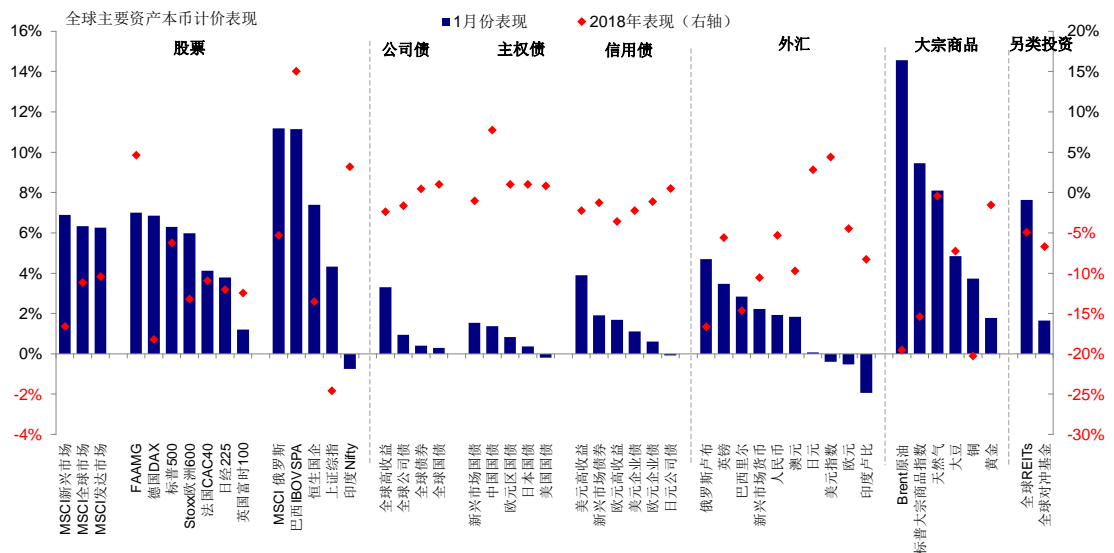
### ■ 资产配置展望

今年1月以来美股超跌反弹，与美联储态度软化有很大关联。如果加息预期再度升温，可能再度触发美股大跌，进而通过消费支出和企业投资，传导至美国经济。国内经济数据短期平稳、贸易谈判进展顺利、人民币在谈判期间大概率走强、以及央行初步开启量宽释放政策信号，市场风险偏好有所提升。中期而言，A股和港股仍面临着经济减速、中美贸易战等风险因素的扰动，维持相对谨慎观点。

## 市场回顾

### ■ 大类资产收益对比

#### 1 月份全球主要资产价格表现



(数据来源: wind, 2019-01-31)

**从跨资产类别的表现来看, 1 月 VIX 指数高位回落, 全球风险偏好再起: 风险资产大幅跑赢避险资产, 美元指数小幅走跌, 油价大涨。**

**权益类资产:** 市场 1 月一路高歌, 几乎所有的市场和风险资产均上涨。总体来讲, 新兴市场的表现好于发达市场, 俄罗斯、巴西等资源国受益于油价触底反弹, 涨幅领涨。

**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 年期美债收益率回升 3BP, 但仍旧保持在 3% 以下, 10 年期与 2 年期美债利差较 12 月底进一步回落。

**外汇资产:** 美元指数高位震荡微跌, 除印度卢比和欧元外的新兴市场汇率普遍反弹。

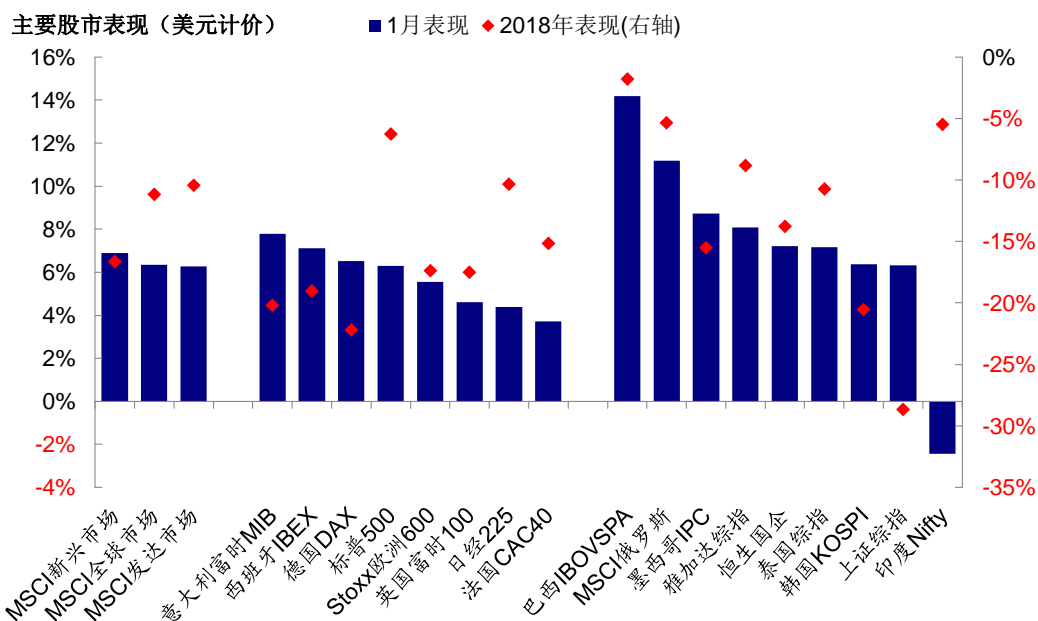
**大宗商品:** 油价、天然气大涨, 主要农产品和工业金属均上涨。

### ■ 股票市场

#### 1、全球股市表现对比

1 月, 除印度以外, 以美元计价的全球股指普涨, 全球资金继续回流新兴和日本权益类资产。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

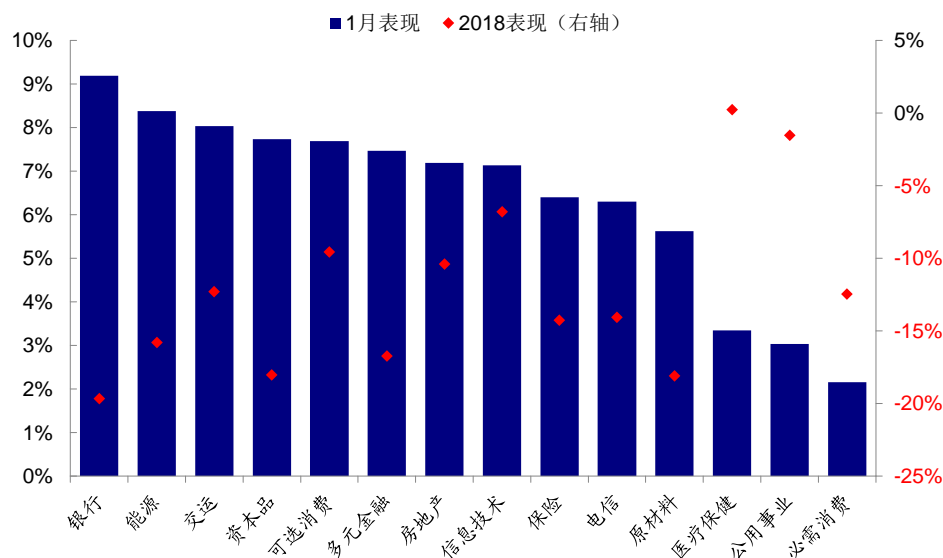
始了对于提早结束缩表的评估。新兴市场吸引资金流入提速，领跑市场；日股继续获得资金净流入；美国和欧洲则延续资金流出，但规模收敛。



(数据来源：wind,2019-01-31)

## 2、股票行业指数对比

从股票行业表现来看（MSCI AC World 指数），1月全球行业板块普涨，其中涨幅较大的板块分别是银行、能源和交运。截止到1月25日，板块涨幅表现由高及次的表现依次是：银行、能源、交运、资本品、可选消费、多元金融、房地产、信息技术、保险、电信、原材料、医疗保健、公用事业和必需消费。



(数据来源：wind,2019-01-31)

## ■ 债券市场

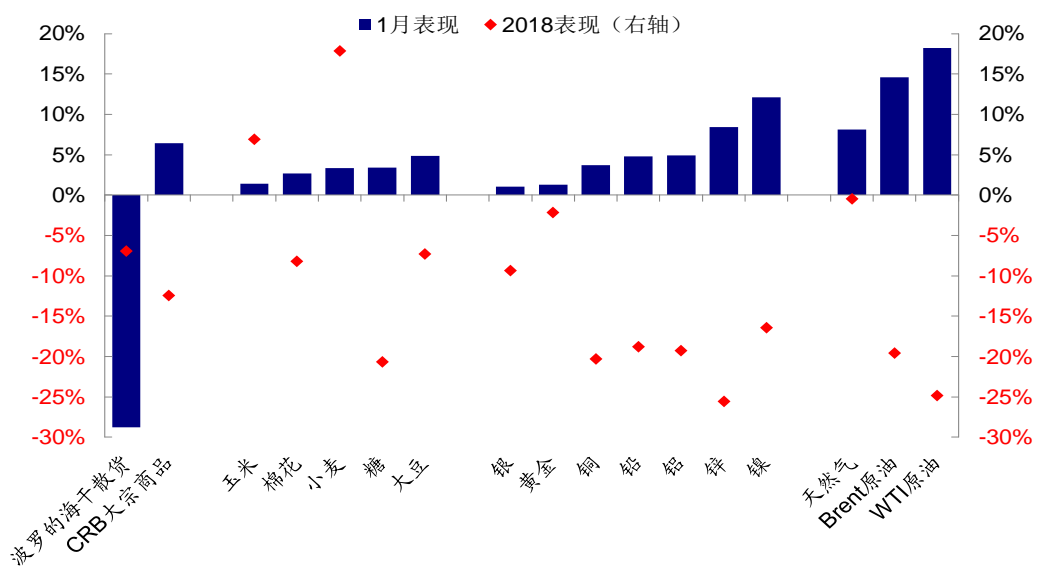
### 1、国内市场

1月央行通过公开市场、定向降准、全面降准等手段持续释放流动性，债市大涨。1年期国债下行21BP；10年期国债下行12BP。1年期国开债下行21BP；10年期国开下行9BP。1月利率债净供给5866亿元，较上月增加1430亿元。信用债方面，1月主要信用债品种净供给3468.5亿元，较前一个月的2135.1亿元大幅增加。1月国债收益率整体下行，信用债收益率整体下行。

### 2、海外市场

1月，海外货币政策表态普遍偏宽松，带动海外股债表现均较好。1月美联储FOMC议息会议宣布维持联邦基金利率的目标范围2.25%-2.5%不变，超额准备金率2.4%不变。本次美联储会议声明的内容中“进一步加息”的表述被删除，转为“对未来联邦基金利率目标范围的调整保持耐心”。此外，受经济增长前景弱化的影响，欧元区央行货币政策表态偏鸽。1月24日欧央行利率决议维持三大利率不变，并重申2019年夏季结束前维持关键利率不变。2月8日英国央行宣布维持基准利率0.75%不变，并下调2019年和2020年的经济增长预期。未来英国脱欧、法国政局和意大利预算问题仍是引发欧元区经济风险的重要因素。

## ■ 大宗商品

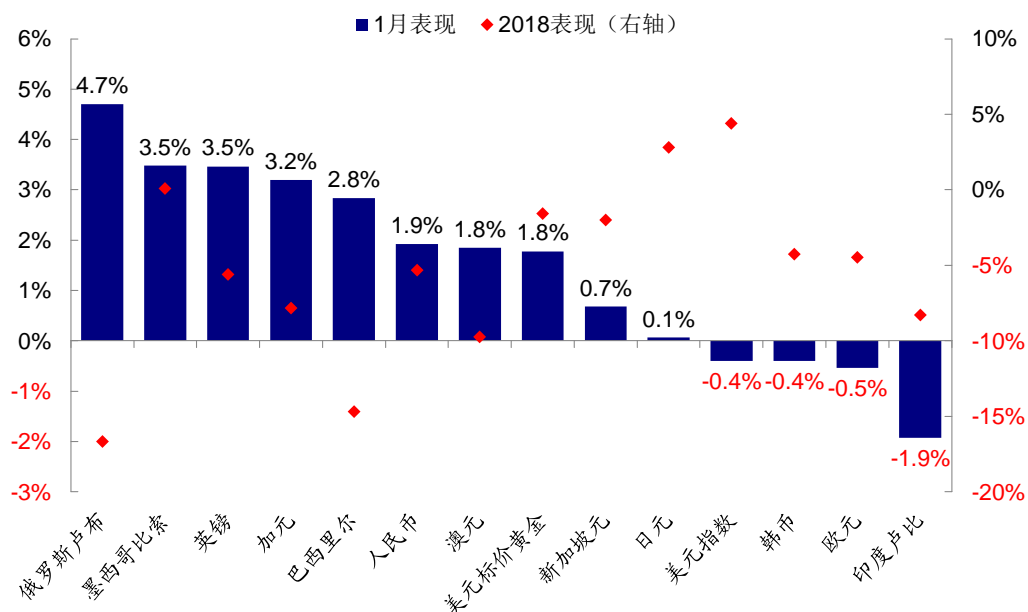


(数据来源：wind, 2019-01-31)

1月除波罗的海干散货外的大宗商品表现较好：能源方面，原油、天然气大涨；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 1 月继续下跌，受累于各种船型费率下滑，跌穿 1000 点关口，达 2017 年 7 月以来低点，释放全球经济放缓信号。

## ■ 汇率市场



(数据来源：wind, 2019-01-31)

从货币资产的表现看，美元指数继 2018 年 4 月中开始反弹以来，2018 年 12 月和 2019 年 1 月高位震荡微跌，除印度卢比、欧元和韩币外的大部分货币兑美元，都出现不同程度的反弹。

## 市场展望

### ■ 大类资产配置展望

今年 1 月以来美股超跌反弹，与美联储态度软化有很大关联。如果加息预期再度升温，可能再度触发美股大跌，进而通过消费支出和企业投资，传导至美国经济。国内经济数据短期平稳、贸易谈判进展顺利、人民币在谈判期间大概率走强、以及央行初步开启量宽释放政策信号，市场风险偏好有所提升。

### 股票市场

#### 1、美国

基本面方面，**经济动能继续放缓，通胀保持温和，美联储“耐心”表态稳定市场**，全球金融条件边际放松，有助于对冲此前较快收紧对经济造成的冲击。12 月 ISM 制造业 PMI 指数超预期下降，尤其是新订单跳水，显示**制造业需求放缓**。不过，12 月劳动力市场继续紧张，工资增长加速，有助于部分打消市场对衰退的担忧。

**今年 1 月以来美股超跌反弹，与美联储态度软化有很大关联**。如果加息预期再度升温，可能再度触发美股大跌，进而通过消费支出和企业投资，传导至美国经济。美联储结束或放缓缩表，更可能在结束加息一段时间之后进行：目前鲍威尔最新表态是，联储在仔细倾听市场对风险的担忧，若缩表的确是扰动市场的主因，会毫不犹豫调整缩表；**尽管近期美联储加息预期下调，但美债期限利差依然接近倒挂，对美国金融业持续造成压力**。因此在美联储放缓缩表之前，**全球流动性仍属收紧状态，会继续带来全球金融资产价格波动**。

展望后市，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；**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

基本面方面，中国 12 月新增人民币贷款、社融双双超预期，社融存量增速续刷新低。M2 增速略有反弹，社融仍受制于表外，未来宽松格局有望持续或将支持金融数据回暖。12 月官方制造业 PMI 跌至荣枯线下，经济下行将有更明显体现。非制造业 PMI 走强，其中建筑业明显回升。12 月中国 CPI 和 PPI 均超预期回落，货币政策可能仍将宽松。

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。**

近期经济数据短期平稳、贸易谈判进展顺利、人民币在谈判期间大概率走强、以及央行初步开启量宽释放政策信号，1月市场对于前期过于悲观情绪有所修复，风险偏好提升，当前市场仍延续反弹。年初以来的短期反弹，属于流动性推动的反弹行情，行情的持续仍需基本面配合。目前短期处于政策释放的高峰期，等将来信用企稳，政策释放频率放缓后，市场的走势仍需回归基本面。

由于春节因素的影响，1-2月的经济数据会在3月中旬合并发布，2月份确实为数据的真空期。从年初的一些高频数据来看，经济目前仍有一定的下行压力，但对市场的影响不必过于悲观去看。与2018年“盈利增长而估值收缩”的特征逆转，2019年企业盈利增速下降但估值企稳，2019年自下而上的机会多于2018年

### 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。

短期而言，我们已经看到央行初步开启量宽释放政策信号，可以参与确定性较高行业的投资机会。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。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1月23日，1月资金净流出规模为60亿美元，较上月的200亿美元的流出规模，资金流出情况改善。

## ■ 债券市场

### 1、国内债市



在美国暂停加息、诸多国家调整货币政策背景下，国内货币政策受海外制约将减少。而国内经济下行风险仍较大，同时伴随通缩风险，宽货币政策有助于防范风险，也是宽信用得以传导的重要基础。从经济基本面看，地产销量走弱制约投资增速，而基建托底受制于地方政府债务约束，工业增长受制于需求端。前期居民大幅举债透支了消费能力，而出口方面外需走弱，贸易摩擦不断，经济下行压力仍大，对债市支撑仍在。从货币融资来看，18 年以来虽然央行已经多次实施定向和全面降准的政策，但这一步只是增加了银行间金融市场的资金供应，但是由于信贷传导不畅，加上影子银行的持续收缩，使得实体经济使用的全社会融资余额增速仍在下滑，这就意味着经济增长后续依旧承压。从政策面看，货币政策将保持宽松，去杠杆逐步转向稳杠杆，财政政策主要体现在减税。从资金面看，预计在央行宽松货币政策之下，资金面将延续宽松。目前期限利差仍处于高位，未来有进一步压缩的可能。

从估值来看，预计仍有平坦空间，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 2019 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

1 月人民币汇率 1 月对美元小幅升值。主要源于两方面原因：一是，**美联储提前结束加息和缩表的预期增强**。去年 12 月下旬以来，联邦基金期货反映的美联储 2019 年不加息概率为 70% 左右。美国政府关门问题持续争执不下，加剧了市场对美国经济的担忧；美联储官员的鸽派言论令市场开始计入美国货币政策即将转向的预期。二是，**中美贸易谈判进展积极**，市场对双方不再加征更多关税的预期较高。如果双方达成贸易协议，将减弱对美元的避险需求，因而对美元有向下的牵引。

### 2、美元

1 月美元指数高位震荡微跌，人民币小幅升值。从货币资产的表现看，美元指数继 2018 年 4 月中开始反弹以来，2018 年 12 月和 2019 年 1 月高位震荡微跌，除印度卢比、欧元和韩币外的大部分货币兑美元，都出现不同程度的反弹。春节期间，尽管美联储表态偏鸽派，但并未阻碍美元在春节期间的上攻。美元指数单周上涨 1.08%，由 95.57 升至 96.70，为 18 年 8 月以

来最大周涨幅。

## ■ 大宗商品市场

### 1、原油

去年 10 月以来，油价下跌，美国 WTI 原油期货从 76 美元的高位回落，跌至最低 42 美元，目前反弹至 52 美元。**油价下跌重挫投资情绪，全球经济增长放缓也影响需求前景，打击原油生产。**去年 10 月，页岩油商只有三只债券新发行，而 11 月以来，美国油商就没有发过新的债券，投资明显放缓。**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（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 (%)
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	<b>2.01</b>	<b>46.09</b>
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	<b>1.57</b>	<b>3.40</b>
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。	<b>6.62</b>	<b>15.90</b>
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。	<b>12.35</b>	<b>5.23</b>
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 疗、消费升级、先进制造 4 大方向寻找优质个股。	<b>11.57</b>	<b>3.70</b>
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。	<b>7.70</b>	<b>50.63</b>
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。	<b>10.43</b>	<b>4.80</b>
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。	<b>7.07</b>	<b>6.52</b>

数据来源：Wind，2019-2-14