

大类资产分析报告



华夏基金
CHINA ASSET MANAGEMENT



1998-2018

2019/05

市场策略 | 大类资产分析报告

2019年05月

■ 投资要点

4月，全球主要市场股票继续震荡上行，其中美国市场继续反弹。A股市场则在4月经历了高位震荡，月内基本收跌；而港股市场同步于A股市场，月内基本收平。其他新兴市场基本维持震荡的走势。投资者对中国经济悲观预期逐渐转向正面。市场偏好提升尚未结束。只要信贷等关键数据不证伪，市场可能持续走强，成长跑赢价值。后续对中美谈判高度关注，但不过度悲观。1季度国内流动性宽松将在下半年实体经济体现效果，企业盈利风险可控。

■ 资产表现回顾

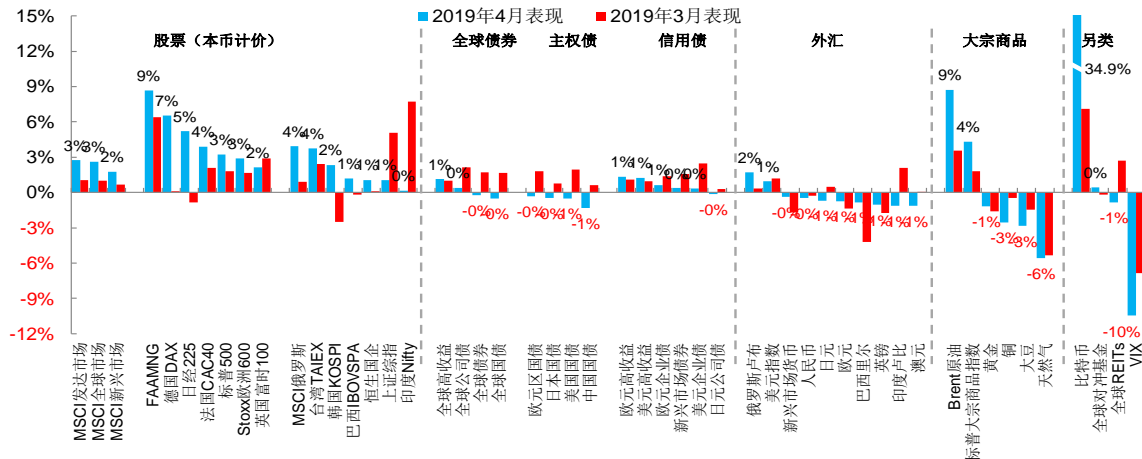
4月中美主要经济数据和美股一季度业绩多数好于预期，给年初以来完全由估值修复和情绪驱动的反弹行情，提供了新的上涨动能。全球主要市场利率回升，美元走强。4月主要大类资产中，比特币、美国科技股、德国和日本股市、原油跑赢；VIX多头、天然气、大豆、铜、中国和日本国债跑输。

■ 资产配置展望

当前经济与政策的组合已由“经济下、政策上”转为“经济企稳、政策观望”，预计5月份经济数据总体平稳，政策也相对稳定，情绪宣泄后投资者转入理性，风险偏好主要靠政策预期支撑，超跌反弹有望是主旋律；债市则出现调整，目前各类资产性价比较为均衡。短期看，因此经济回暖有惯性，但向上弹性偏弱。股市转为挖掘结构性机会为主，债市等待来自于基本面的预期差机会，原油关注地缘政治冲击，美国经济“韧性”支撑美元，黄金在弱势震荡中等待机会。

市场回顾

■ 大类资产收益对比



4月中美主要经济数据和美股一季度业绩多数好于预期，给年初以来完全由估值修复和情绪驱动的反弹行情，提供了新的上涨动能。全球主要市场利率回升，美元走强。

4月主要大类资产中，比特币、美国科技股、德国和日本股市、原油跑赢；VIX多头、天然气、大豆、铜、中国和日本国债跑输。

权益类资产：4月除少数国家外，以本币计价的全球股指普涨：发达仍好于新兴；发达市场中，德、日、法、美表现较好，其中美股完全修复失地，并创新高；新兴市场出现分化，俄罗斯、墨西哥和韩国领涨，而阿根廷、印尼和A股落后。

固定收益类资产：受经济基本面走弱，长端利率下行，1年期短端与10年期长端利率出现倒挂的影响，全球波动再起，资金流出权益类资产，流入固定收益类资产。

外汇资产：从货币资产的表现看，4月美元指数小幅走高，除印度卢比、日元外的大部分货币兑美元，都出现不同程度的贬值。绝大多数新兴市场汇率承压，其中阿根廷、巴西、土耳其等贬值幅度较大。4月美元投机性多头有所回升。

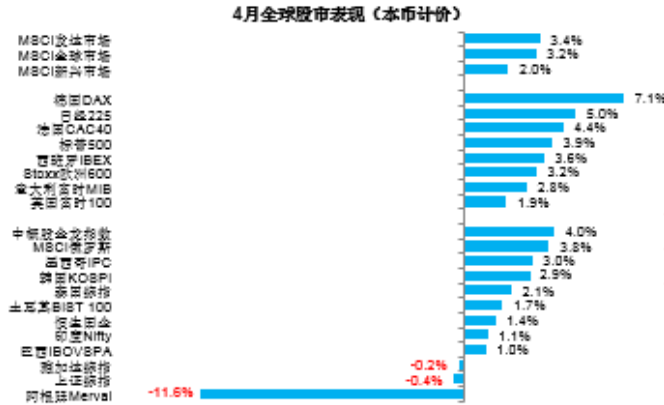
大宗商品：4月油价、波罗的海干散货和铁矿石上涨，其他品种均下跌。

■ 股票市场

1、全球股市表现对比

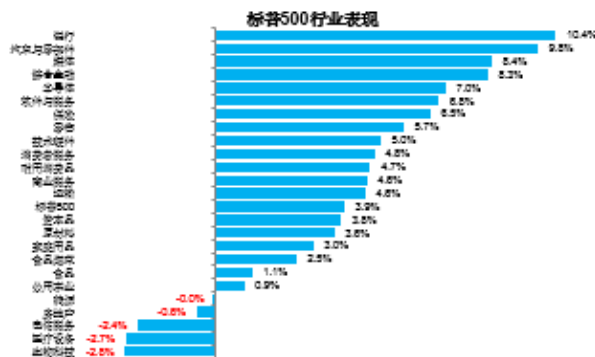
4月除少数国家外，以本币计价的全球股指普涨：发达仍好于新兴；发达市场中，德、日、法、美表现较好，其中美股完全修复失地，并创新高；新兴市场出现分化，俄罗斯、墨西哥和韩国

领涨，而阿根廷、印尼和 A 股落后。

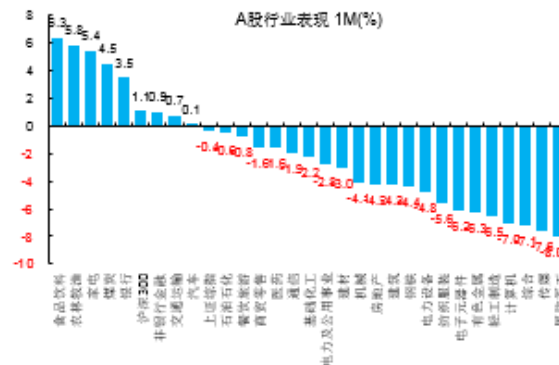


2、股票行业指数对比

从标普 500 行业指数行业表现来看，4 月全球行业板块涨跌互现，其中涨幅较大的板块分别是技术硬件、零售、家庭用品、食品烟草和房地产等。4 月，主要市场成长股跑赢价值股。



从 A 股行业指数行业表现来看，4 月食品饮料、农业、家电、煤炭、银行跑赢；军工、传媒、计算机下跌。



■ 债券市场

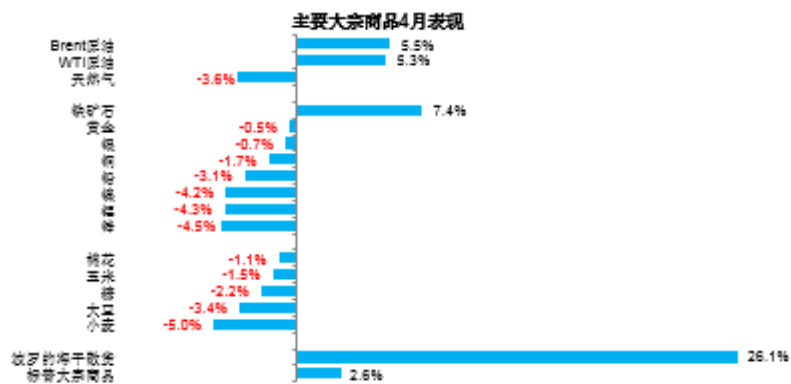
1、国内市场

年初以来，在各项逆周期政策的积极托底作用下，实体经济改善超预期。从央行一季度贷款投向来看，固定资产贷款同比改善幅度大于经营性贷款，表明一季度实体经济确有改善。但 4 月份以来，经济数据显示仍有回落压力，4 月 PMI、发电耗煤、社融分项已经明确印证 4 月经济回落；但房地产销售、土地成交仍在逐渐改善，PMI 新订单并没有超过季节性下滑，均表明经济动能尚在，中性假定下，5、6 月份有望比 4 月有所改善。政治局会议主要意在预期管控+表明改革决心，有利于经济中长期效率的提升和结构改善，但暂时不会改变经济弱复苏的态势。目前 PMI 刚刚回升至 50 以上，叠加贸易战的压力，政策趋势转向的可能性很小。

2、海外市场

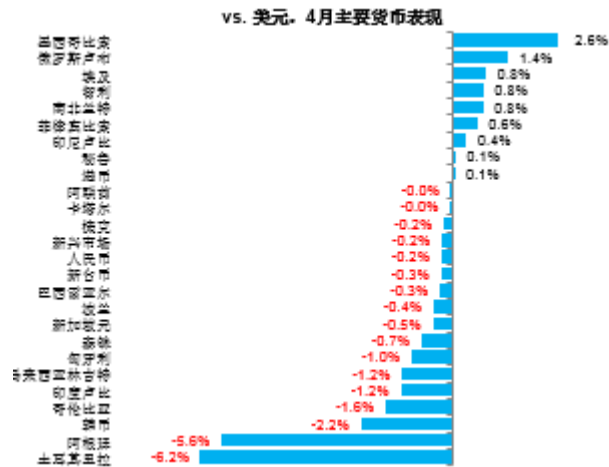
回顾 4 月末及五一期间海外经济数据和联储表态：1) 美国经济数据整体超预期；美联储表态偏鹰，市场预期降息概率降低。从消费、投资和进出口对美国后续经济进行分析，二季度美国经济增速可能继续小幅上行，下半年经济增速大概率将回落，但难以陷入衰退下调超额存款准备金利率 (IOER) 并不意味着降息，通胀窄幅波动或决定美联储短期内将维持政策不变。从进口价格指数、薪资增速和油价等多方面考虑，美国通胀不具备快速回升以及大幅走低的动力，大概率将维持相对较为平稳的增速，在这种情况下，美联储大概率将维持政策稳定。2) 欧元区 PMI 持续低位，经济复苏弱于全球。3) 英国脱欧短期不确定性降低，但需关注平稳预期下英央行加息对汇率的冲击。

■ 大宗商品



4 月油价、波罗的海干散货和铁矿石上涨，其他品种均下跌。

■ 汇率市场



从货币资产的表现看，4月美元指数小幅走高，除印度卢比、日元外的大部分货币兑美元，都出现不同程度的贬值。绝大多数新兴市场汇率承压，其中阿根廷、巴西、土耳其等贬值幅度较大。4月美元投机性多头有所回升。

市场展望

■ 大类资产配置展望

当前经济与政策的组合已由“经济下、政策上”转为“经济企稳、政策观望”，风险资产在走完确定性最高的估值修复行情后转为震荡，债市则出现调整，目前各类资产性价比较为均衡。短期看，因此经济回暖有惯性，但向上弹性偏弱。股市转为挖掘结构性机会为主，债市等待来自于基本面的预期差机会，原油关注地缘政治冲击，美国经济“韧性”支撑美元，黄金在弱势震荡中等待机会。

■ 股票市场

1、美国

美国：增长再企稳，美股盈利超预期，美联储近期的货币政策不会加息或降息。4月公布的多项经济数据企稳（如一季度GDP、3月消费大幅反弹、4月非农就业等）；一季度美股企业盈利多数好于此前的悲观预期；但是流动性和宽松预期边际下降，5.2日的美联储议息会议确认不会加息和降息。18年底19年初，美股大跌，美联储转鸽，带来了全球市场流动性宽松，3月底以来，美国国债收益率上行、降息预期下降，美股仍然延续上涨行情，市场关注点逐渐从流动性宽松回到经济基本面。美国部分经济数据向好，和企业盈利好于预期，推动美股继续上涨。

美股未来能否延续上涨，取决于两方面因素：一是，在美联储货币政策边际收紧的背景下，经济基本面和盈利的边际企稳，是否能够支撑市场和估值；二是，如果货币政策收紧太快，会对估值和情绪产生压制。

2、A股

4月下旬，市场对基本面、政策面和资金面预期出现波动，A股遭遇共振式下跌。五一假期过后，贸易摩擦升温震惊全球市场，投资者避险情绪上升，市场继续下挫，3000点成为新的跳空缺口。

基本面：4月份数据冲高回落，国内外需求面临较大压力。4月份主要经济数据低于预期，相较于3月份明显走弱，经济进入正常的平缓阶段，但预计未来一段时间国内外需求仍有较大压力。

政策面：二季度本来是政策的平稳期，但中美贸易谈判风云突变，投资者开始预期政策再次加码。我们倾向于认为，由于一季度政策效果持续，经济运行总体平稳，二季度强刺激的概率较低，三季度政策力度有望加大。

资金面：央行宣布定向降准后，已经释放积极应对的宽松信号。贸易摩擦对股市只是短暂冲击，市场心态总体平稳，与良好稳定的政策期待有关。但由于美股波动加大，北上资金阶段性流出加快，对A股资金面有一定影响。

预计 5 月份经济数据预计总体平稳，政策也相对稳定，情绪宣泄后投资者转入理性，风险偏好主要靠政策预期支撑，超跌反弹有望是主旋律，但市场也容易在各种预期差中摇摆，短期波动性会有所加大。考虑到目前市场内在积极因素更多（估值低位、长期外资流入、政策托底，科创板利好，盈利企稳等），中期运行趋势将继续向好。

3、 港股

随着 4 月以来中国宏观基本面数据的陆续公布以及企业年报的披露，港股行情将从估值修复进入基本面验证阶段。从宏观基本面角度看，虽然从年初以来中国基本面领先指标大多企稳，但同步指标大多仍较弱，且宏观政策已经开始微调，从库存周期、领先指标到同步指标的时滞看，中国宏观基本面难以持续改善。从港股盈利角度来看，18/2-18/10 期间港股持续调整的原因之一就是港股盈利回落，全部港股累计净利润增速从 2017 年 28% 回落至 2018 年的 5.2%，目前港股净利润增速仍在回落过程中。

4、 欧洲

欧元区的消费者对经济整体形势仍不乐观，欧元区下行压力仍在，欧央行 6 月将公布再融资细节。受内需回升推动，欧元区 19 年 1 季度增长继续回升，实际 GDP 环比 0.4%，好于市场预期的 0.3%，也相比上季度的 0.2% 继续回升，部分打消对欧元区衰退风险担忧。欧元区、德、法 4 月制造业 PMI 反弹，但仍低于预期；4 月投资者信心和主要行业景气度指数均不及预期，德法通胀步伐放缓。

■ 债券市场

1、 国内债市

5 月份以来，债券市场利好逐步增多，各期限国债和国开债利率水平较上月末均有下行。5 月 8 日债市一二级市场均出现明显转暖迹象，主要利率债活跃券收益率下行约 1-2bp，10 年期债主力合约收涨 0.12%，新债需求向好。当前继续积极看多债市，正在迎来较好的布局时点。前期债市调整反应了投资者对经济复苏和政策调整的预期，但随着利率上行至估值合理区间后将见到短期顶部。外围贸易摩擦再度升温，短期不确定性增加，投资者避险意愿有所提升，随着股票市场调整和波动加大，情绪上有利于债券资产价格表现。

转债方面，4 月整体来看，转债指数出现缩量下跌，各行业普跌。估值方面，4 月罕见的出现了转债指数与估值双跌的现象，目前全市场转股溢价率均值仅在 20% 左右，其中股性券估值仅为 4% 左右，均处于近年来的低位。转债杀估值一方面是由于近期新券密集上市，对市场有所冲击；另一方面也是体现转债投资者对权益市场短期的悲观情绪。但权益市场正处于估值修复向盈利驱动的过渡期，短期调整或有限；转债的低估值反而提供了一定的安全垫。目前已经可以关注转债的左侧配置机会，板块以成长、消费、金融等为主

总体来看，债券中长端对前期利空反应相对充分，近期在以上利好支持下，有望出现利空出尽后的反弹。近期利好较为集中，对债市形成支撑。

2、国际债市

海外方面，全球经济通胀走势弱势难改，预计 5 月美元指数维持震荡走势，对我国人民币汇率及国内债市影响有限，更多关注外需走弱对我国出口增速的冲击。关注以下几点：1) 美联储 4 月 FOMC 会议声明显示，联储表态偏鹰超出市场预期，下半年降息的预期概率有所下行；2) 全球经济降速，欧元区表现持续疲软，韩国等地区出口持续下滑，将带动风险偏好回落；3) 美国国内通胀及消费低于预期，净出口贡献回落，二季度经济预计降速、美元指数难再上冲。而从对我国债市的影响来看，美元震荡偏强+美债收益率小幅回升的组合可能带动外储估值效应为负，但短期内人民币单边贬值风险无忧，外储波动不改变汇率全年企稳；另一方面，美元短期内持续偏强更多是对 3 月底以来市场过度悲观预期的修复，对我国利率决策及债市的影响相对有限，需多关注外需萎缩影响下出口增速回落对国内经济的冲击。

由于美元短期内仍有支撑，海外债市收益率企稳回升，未来几月内估值效应反复可能对外储造成波动，但在人民币汇率平稳预期下并不会带来显著的资本外流压力。虽然 4 月我国外储结束了连续 5 月回升态势，但连续两个季度企稳的趋势不变，更多是估值效应短期波动带来冲击。展望后市，海外债市方面在连续几月下行后企稳回升，市场对于美欧央行的降息预期较为充分，短期内可能维持震荡回升。

■ 外汇市场

1、人民币

今年经济开局良好，好于预期，后续若能保持稳中向好，汇价将有托底支撑。此外，资本市场扩大对外开放，股票和债券引流效应依然值得期待，也有助于人民币保持基本稳定。近期的人民币汇率波动不会成为长期趋势，年内人民币更可能呈现双向波动，出现单边升、贬值的可能性均不大。

2、美元

从货币资产的表现看，4 月美元指数小幅走高，除印度卢比、日元外的大部分货币兑美元，都出现不同程度的贬值。绝大多数新兴市场汇率承压，其中阿根廷、巴西、土耳其等贬值幅度较大。4 月美元投机性多头有所回升。

■ 大宗商品市场

1、原油

在 5-6 月份，宏观预期上重点关注中美贸易谈判的最新进展以及伊朗事件的发展情况，基本面

上重点关注以 OPEC 为代表的减产联盟增产情况，以及全球市场的供求趋紧情况，一旦 OPEC 显示出增产的迹象，那么油价的顶点也就不远了。

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。	16.31	8.11
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。	26.16	18.16
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。	8.43	2.90
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。	10.35	-2.24
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。	6.27	5.73
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。	3.40	12.40
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	4.01	48.96
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	4.22	6.10

数据来源：Wind，2019-5-10