

市场2018年中展望

2018年7月26日

上半年市场回顾

摘要： 2018年上半年间，市场在2月和6月分别经历了较大幅度的调整^[1]。截止2018年6月29日，上证综指从1月份高位下跌了约20%，整个上半年下跌约13%^[1]。加之中美货币政策分化，人民币兑美元汇率在年中贬值较快。投资者对诸多内外国不确定性因素较为担忧，避险情绪较重。然而，随着贸易战形势逐渐明朗、国常会为下半年货币、财政政策定下方向，无论是A股、港股，还是债市，都仍然存在着结构性机会。

指数分析

A股估值与长线买入点

2018年6月，A股大跌、人民币快速贬值，然而对于部分海外投资者来说却是十分吸引的买入机会。澳大利亚养老金UniSuper Management Pty就是利用最近的抛售来在中国A股建仓的机构之一，理由是近期A股的调整是由美元流动性紧张和贸易战恐慌引起的，但却已经超跌了。^[2]

A股相对于过去一年的高点来说已经下调了20%，下图所示，从A股的历史走势来看：

2003年至今，富时中国A50从过去一年高点回落20%的情况有1035次，其中有>50次在之后的一个月、三个月、六个月和一年中录得正回报。

A股指数下跌20%后走势统计*

富时中国A50 2003年7月-2018年7月

	1个月后	3个月后	6个月后	1年后		1个月后	3个月后	6个月后	1年后
1年新高后 跌20%次数	1035	1035	1035	1035	2年新高后 跌20%次数	2234	2234	2234	2234
正回报次数	534	565	529	564	正回报	1133	1196	1214	1216
%正回报概率	51.59%	54.59%	51.11%	54.49%	%正回报概率	50.72%	53.54%	54.34%	54.43%
算数平均回报率	-0.10%	0.04%	0.75%	9.57%	算数平均回报率	-0.02%	0.73%	2.91%	15.73%

上证综指 2002年7月-2018年7月

	1个月后	3个月后	6个月后	1年后		1个月后	3个月后	6个月后	1年后
1年新高后 跌20%次数	1107	1107	1107	1107	2年新高后 跌20%次数	2375	2375	2375	2361
正回报次数	587	579	531	597	正回报	1228	1194	1225	1190
%正回报概率	53.03%	52.30%	47.97%	53.93%	%正回报概率	51.71%	50.27%	51.58%	50.40%
算数平均回报率	-0.33%	-0.39%	-0.57%	7.08%	算数平均回报率	0.03%	0.23%	0.93%	8.31%

沪深300 2002年7月-2018年7月

	1个月后	3个月后	6个月后	1年后		1个月后	3个月后	6个月后	1年后
1年新高后 跌20%次数	981	981	981	981	2年新高后 跌20%次数	1951	1951	1951	1942
正回报次数	522	501	483	611	正回报	1080	1063	1100	1169
%正回报概率	53.21%	51.07%	49.24%	62.28%	%正回报概率	55.36%	54.48%	56.38%	60.20%
算数平均回报率	-0.33%	0.11%	2.06%	12.73%	算数平均回报率	0.41%	1.46%	4.05%	16.59%

*资料来源: 彭博, MSCI

- 值得注意的是，三个指数的算术平均回报率在大跌一年后明显升高。当我们把上证综指数数据拉长至1990年时，得到的规律也是类似的。

贸易战对A股指数的影响

- 首先，美方发起贸易战是针对“中国制造2025”，而非中美贸易逆差。诸多迹象表面，贸易战的本质并不是美国为了解决贸易顺差，而是为了应对“中国制造2025”，防止中国成为技术创新强国而形成对美国的实质性威胁。根据美方表述，这一目的已经非常明显——
- 2018年6月，美国贸易代表莱特希泽（Robert Lighthizer）在美国商务部声明中称：“我们必须采取强有力的防御行动，以保护美国在技术和创新方面的领先地位，以应对中国盗窃我们的知识产权，强制技术转让以及对我们的计算机网络进行网络攻击等行为所带来的前所未有的威胁……中国政府正在积极地通过不公平的贸易措施及‘中国制造2025’计划等产业政策，破坏美国的高科技产业和经济领导力。”^[3]
- 根据美国公布500亿美元中国出口货品关税清单，可以发现大量产品类别与“中国制造2025”行业重合，即以工业生产设备和电子元器件为主，而很多导致中美顺差较大、但属于低端制造业的产品类别，却不在关税清单里^[4]。
- 富时中国A50受贸易战影响或许相对较小。相比之下，富时中国A50指数在材料、工业、医疗板块的权重较沪深300和MSCI国际通更轻。如果贸易战恶化，相关“中国制造2025”板块受到冲击，那么A50受到的影响可能会更小。

三大A股指数的GICS板块权重分布（%）*

截止 6/30/2018	沪深300	富时中国A50	MSCI国际通
能源	2.49	2.73	2.46
材料	7.44	2.35	6.05
工业	13.13	4.55	11.86
可选消费	12.18	11.03	10.73
必选消费	9.31	13.85	12.77
医疗保健	7.42	2.64	7.24
金融	31.70	49.61	32.22
IT	8.53	5.38	7.61
通讯	0.59	0.77	0.10
公用	2.64	1.31	3.41
地产	4.55	5.78	5.54

*资料来源: 彭博, MSCI

主动产品经理市场展望

期待更加积极的财政政策

人民币没有长期大幅贬值的基础。人民币汇率在7月贬值速度较大，在岸人民币于7月16日当周跌1.4%至2017年7月以来最弱。人民币的下跌主要是受美联储加息进程下、美元指数快速上升与国内的货币政策由年初的“稳健中性”转向“稳健充裕”的政策导向主导。

考虑到目前并未看到政策干预汇率的意愿，且适度的贬值对出口也较为有利，我们预计人民币还会继续低位震荡，但破7的概率并不大，如果破7，央行将大概率进行干预。而从购买力平价的角度来看，人民币并不具备长期大幅贬值的基础。此外，美国政府已感受到了强势美元带来的压力，这也在一定程度上限制了人民币相对美元进一步贬值的空间。

预期更积极的财政政策。央行在上半年实施了三次普惠性或定向降准，并在7月23日释放了5020亿元MLF操作维持市场流动性。我们预期央行在下半年会再进行定向或非定向的降准。然而，2008年后的宽松货币政策并未能带来GDP的高速增长，反而加重了债务负担。货币政策需要有积极地财政政策相辅相成。随着国常会释放了积极推动财政政策、鼓励基建的信号，相信下半年会看到财政政策落到实处。

权益类和固收资产的配置机会

A股目前面临超卖，业绩期或有反弹机会。就A股而言，中美贸易摩擦等外围因素，加上国内去杠杆、资管新规、以及棚改政策调整的压力，挫伤了A股上半年的表现。目前看来国内许多基金仓位已经降至50%，现金持仓已经相当高，短期内面临“卖无可卖”的局面。从估值上看，A股目前也处于超卖阶段。从政策上看，政府决策者为维护市场稳定，随着业绩期来临我们认为此间或许有一轮反弹机会值得把握。

资管新规细则落地，对非标处置、过渡期具体安排、以及过渡期后的灵活性都有一定放宽，配合财政刺激政策，短期市场风险偏好将得到一定修复，但反弹空间有限。

从政策逻辑上来讲，在去杠杆过程中严守避免引发系统性金融风险的底线没有改变，在贸易战不断升级的背景下避免经济出现大幅下行的预期也得到印证。维稳信号持续释放，实体经济中信用偏紧的情况也将得到实际改善，对中期市场都有一定利好。

不过，宏观环境并未发生根本性改变，市场虽然进入底部区域，但完成筑底仍需时间。因此，我们判断中期低位震荡格局还将持续一段时间。一方面，执行过程中张弛有度不代表中央去杠杆的决心发生动摇，信用违约常态化仍将持续，并对股市情绪造成干扰。另一方面，信用改善后资金流向仍待观察，是否能真正对实体经济有积极促进作用需要进一步认证。操作方面，我们认为下半年仍有把握市场阶段性修复的机会，但谨慎控制下行风险仍是第一要务。随着市场逐步调整，基本面优质的公司投资价值逐渐显现，为中长期布局带来难得机会。

港股中寻找长线确定性板块以及周期板块中的个股机会：在市场不确定性较高的环境下，防御性强，确定性高、长线有升值空间的板块或有机会。其中，教育板块在居民可支配收入中的优先级很高，且受货币政策、贸易战等因素的影响较小，因此兼具较高的利润成长性和能见度，长期利润和估值水平都有提升的空间。此外，经过近期的大幅市场调整后，部分消费及周期性行业的估值已经颇具吸引力，短期内业绩确定性强、基本面良好的公司也已经具备较高的安全边际。

中国高收益美元债存在契机。

基于我们对A股下半年审慎乐观前景的判断，同样看好与股票市场正向相关性较高的中国高收益债。叠加我们对汇率走势的预判，以及对高收益债类资产的技术性指标演化的观测，偏好中国高收益美元债。市场前期的信用分化带来行业及个券等以价值修复为主题的交易型机会，特别是地产和油气油服等行业龙头的配置机会。

[1] Bloomberg

[2] \$49 Billion Fund Loads Up on Chinese Shares, Bloomberg

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-07-05/shanghai-selloff-sees-49-billion-fund-load-up-on-chinese-shares>

[3] USTR Issues Tariffs on Chinese Products in Response to Unfair Trade Practices

<https://ustr.gov/about-us/policy-offices/press-office/press-releases/2018/june/ustr-issues-tariffs-chinese-products>

[4] World Trade Organization, Department of Commerce, Goldman Sachs Global Investment Research, March 15, 2018

免责声明

免责声明：

本资料仅供参考用途。本资料并不构成买卖任何投资产品的招揽或承诺。南方东英资产管理有限公司（「南方东英」）在制作本资料时，相信获得数据源是准确、完整及合适。但南方东英没有为本资料所载信息的准确性或完整性作出保证。南方东英不会负上收件人使用本资料时所引致的法律责任。本资料可能含有「前瞻性」资讯而不纯粹是历史性的。这些资讯可能包括预测、预报、收益或回报估计及可能的投资组合构成。本资料并不构成对未来事件的预估、研究或投资建议，也不应被视为购买、出售任何证券或采用任何投资策略的建议。本资料所表达之意见仅反映南方东英于编制材料当日的判断，并可随时因随后情况变化而更改，恕不另行通知。

本资料未经证券及期货事务监察委员会审阅。

发行者：南方东英资产管理有限公司