

重归确定性

—2018 年二季度大类资产配置展望

—国寿安保基金管理有限公司研究部研究员

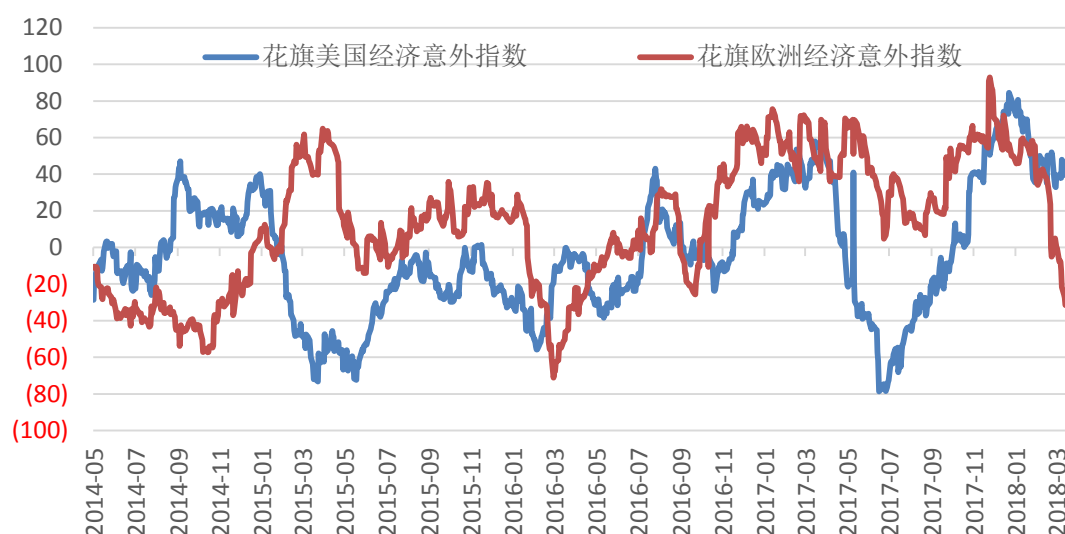
李博闻, CFA 王维维 李辉

国寿安保基金认为, 2018 年一季度经济数据表现较好, 主要受外需拉动, 物价跳涨后维持温和的概率较大, 流动性缓和后或再度趋向于紧平衡。展望二季度, 股票市场或迎来横盘震荡格局, 波动率上行, 成长股和防御型板块均有机会, 但要以业绩确定性为根; 债券市场关注短期交易性机会, 信用债仍然维持票息策略, 1 年期以内品种适当下沉评级性价比相对较高, 中高等级品种可以适度拉长久期。

一、宏观经济回顾与展望

全球经济环境年初有所波动, 主要体现在欧洲经济略有走弱迹象, 全球市场大幅波动和潜在的贸易战为全年经济略蒙上阴影, 但整体仍在趋势回暖中。

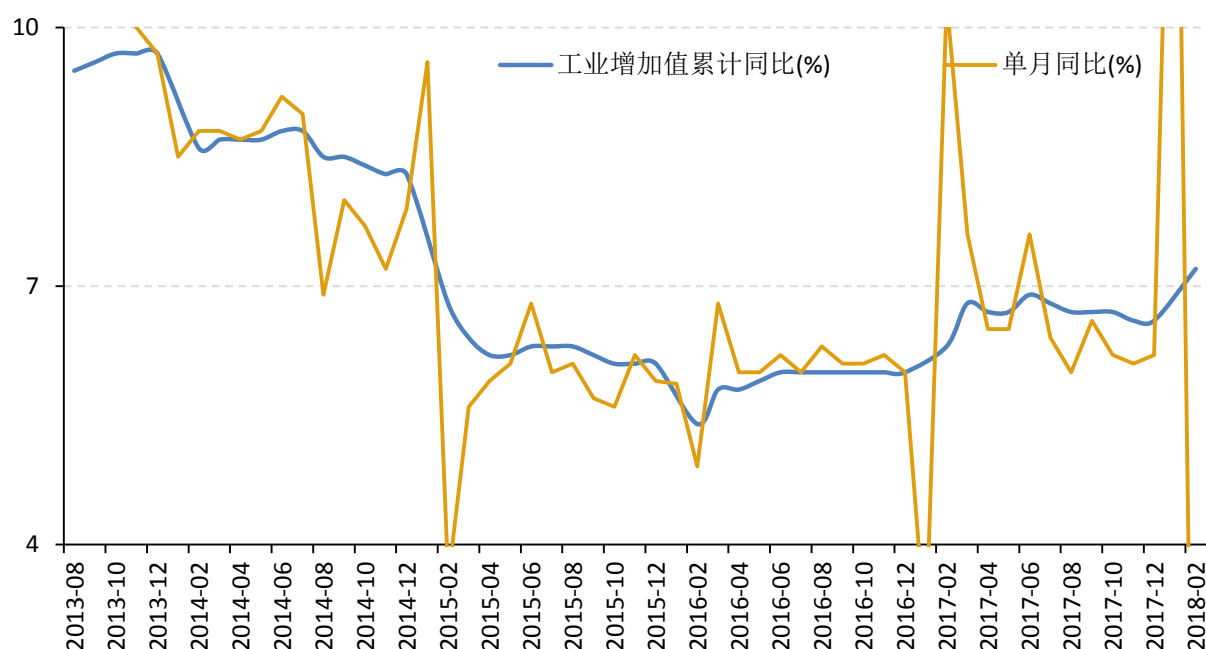
美国经济整体趋稳, 在就业市场趋于充分就业后, 市场关注的核心转向经济内生动力的持续, 后续需要关注通胀能否保持温和上行、美联储加息进程和减税落地情况。总体来看美国仍是本轮全球经济复苏的引领者, 非金融私人部门加杠杆有望持续, 仍相对较低的实际利率有望拉动美国朱格拉周期向上, 且减税政策红利仍待释放。欧洲经济短期出现一些疲弱迹象, 软指标如德国 IFO 指数等出现略走弱情况, 预计后续硬指标将验证短期欧元区经济恢复速度进入平稳期。



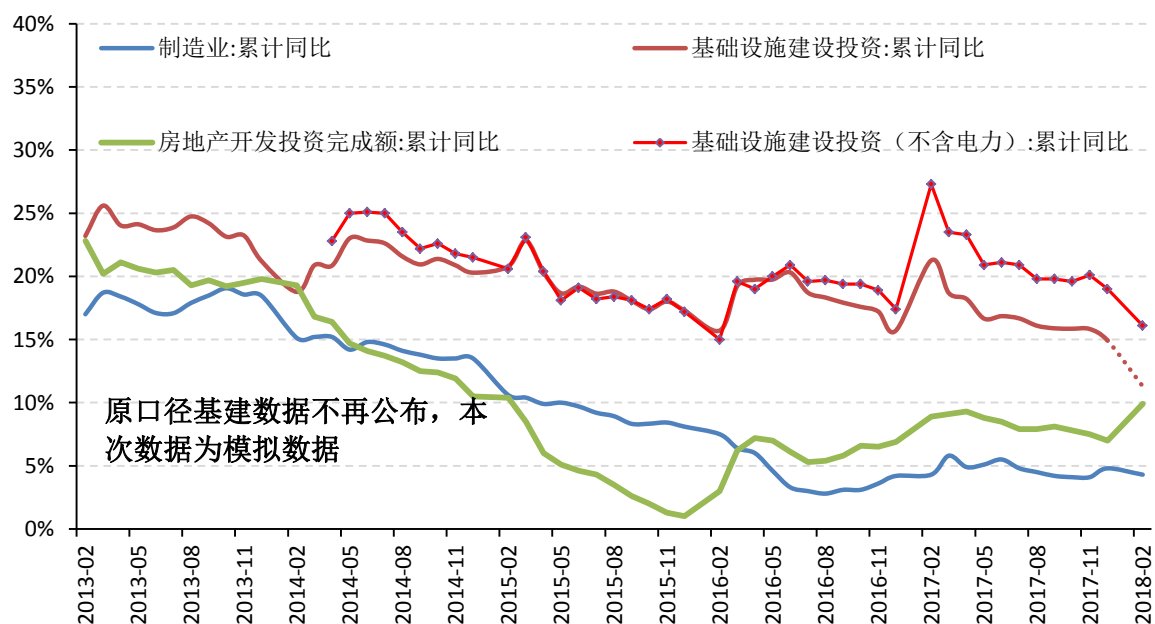
数据来源: Wind 资讯

2018 年一季度整体数据好于前期市场预期，与外需扩张和春节错位的关联度较高。工业增加值累计同比增速达到 7.2% 水平，高于此前三年同期水平；固定资产投资累计同比增速 7.9%，较上月反弹 0.7 个百分点；社会零售品消费总额累计同比增速 9.7%，较上月上行 0.3 个百分点。国寿安保基金认为，宏观经济数据超预期，打消了前期市场对经济判断过度悲观的判断。从数据细项来看，工业生产较好，这与出口交货值的反弹是一致的，也与我们此前通过高频数据观察到企业发电耗煤增速稳步增长的趋势一致。投资数据出现明显反弹，但是细项上还是略有压力，本次数据大幅上行来自于地产投资的拉动，其中与地价、建安工程价格同比较高相关，后期相关价格因素可能缓慢回落。从领先指标来看，经济接下来 2 个季度略有下行压力的概率较大，其中主要是来自于金融支持的弱化对固定资产投资形成一定压力，尤其是基建投资压力更大。消费数据上，我们判断全年数据不悲观，社会零售品消费总额由于统计口径原因，并未涵盖除餐饮服务之外的大部分服务类消费，因此对消费的整体驱动力量应结合服务类消费的驱动力量来看，尤其是春节前后相关消费占比不低，预计消费并不差。整体上看，市场仍将受制于新开工相关数据的回落，但不宜对经济过度悲观，尤其是我们认

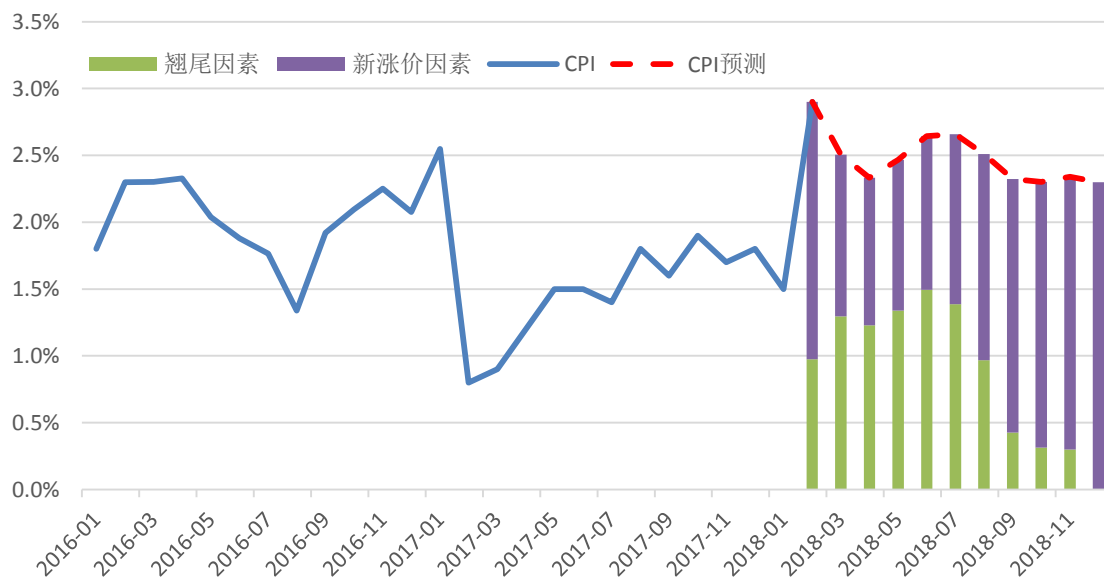
为经济向上超预期的核心因素——外贸——仍在向好的趋势中。物价方面仍是风险点，但潜在风险在短期数据上冲后反而有所回落。本月通胀超预期上行主要受春节影响。分项来看，猪肉价格环比意外正增长是市场小幅低判 2 月通胀数据的原因，但与高频数据产生一定的偏离，我们认为与取样方式有关。3 月大概率会快速回落，二季度压力不大。核心 CPI 环比大致符合季节性，同比抬升至 2.5% 基本反映今年核心通胀中枢的抬升，其中教育娱乐、生活用品及服务的环比涨幅快于以往，这可能和本轮县域城市化及消费升级有关。但考虑到油价中枢已经出现阶段性回落，进一步压力有所减轻。剔除二三季度的基数因素，PPI 缓步回落已经形成趋势。



数据来源: Wind 资讯



数据来源: Wind 资讯



数据来源: Wind 资讯

二、全球核心风险点与潜在风险对国内的影响

风险点在于资本市场的波动和潜在的贸易战。

年初以来欧美资本市场遇到较大幅度调整，这一风险可能会持续对国内经济、市场产生影响。国寿安保基金认为，本次市场调整的背景是低利率环境下美股持续上行推升了市场估值，从纵向视角来看标普 500 指数的 CAPE 已经达到历史的绝对高位，仅次于 2008 年金融危机的高点。而本次市场波动的最大触发因素是充分就业后市场担忧美国通胀上行，其直接触发因素来源于美国就业数据中薪资增速达到 2.8% 的同比新高。本轮市场调整后，美股风险有所释放，但在调整后市场再度回到了一个相对较高的估值水平，未来在联储加息进程中，还可能会造成新的冲击，我们认为在基本面向好的趋势下美股风险不大，但估值的下杀或约束美股进一步上行的空间，预计全年美股大概率以高位盘整为主。与之对应的国内市场，受外部冲击可能会有所减弱，但不排除外部风险出现大幅扩张后对资本流动、风险偏好甚至宏观经济产生一定的影响。

另外，贸易保护主义的抬头也是近期需要关注的重要风险点。全球贸易的持续改善是支撑本轮全球复苏的重要变量，一旦触发“贸易战”，会阻碍全球经济的回暖。从美国角度来看，贸易保护的实施有一定的“必然性”。首先实施贸易保护，是特朗普竞选时候的重要承诺之一。其次，贸易保护政策是总统单方面可以快速实施的政策之一，完全可以绕过参众两会。再次，本轮全球经济恢复的主要体现就是外贸的修复，然而发达国家在这一进程中受益反而不及发展中国家，也引起了相关国家贸易赤字的进一步扩大，进而招致贸易保护。特朗普上任之后便陆续启动了几项贸易调查。随着调查结束，相关政策正在落地，其中包括今年 1 月 22 日美国政府宣布对进口太阳能板、大型洗衣机采取为期年和 3 年的保障性关税措施，和近期提出和落实的提高钢铁和铝制品进口关税。贸易保护主义的明显抬头，但中短期来看，已经实施或即将实施的这些针对具体产品的保护政策，

对全球经济的宏观影响比较有限。国寿安保基金认为，“贸易战”更多体现美国当前政府在“美国优先”政策上的诉求，其贸易逆差的核心原因在于产业结构、出口管制和过度发展的消费金融，贸易战也无法解决其逆差形成的核心原因。因此，2018 年贸易战是全球外贸增速回落的风险点，但核心还是关注外部需求变化，增速上仍将维持较高水平，但由于价格因素的弹性消失，名义外贸增速大概率低于 2017 年。

三、2018 年二季度股票策略展望——重归确定性

国寿安保基金认为，经济的韧性仍然较强，但是从金融环境的领先数据来看，短期宏观经济进入了一个“有韧性的回落”区间，这一趋势始于 2017 年 4 季度，我们初步判断至少会维持到 2018 年三季度初。而与之相对应的，我们认为这种幅度的回落不会对企业盈利产生过大的影响，企业盈利的扩张仍是 2018 年股票市场慢牛格局延续。仅就二季度来看，市场的不确定性略有增加，体现在宏观经济数据的解读仍有争议、外需扩张的势头仍有异议、国内金融政策尤其是去杠杆政策冲击仍需评估，我们认为市场将重归追捧确定性资产，“核心资产”仍将是市场追捧的方向，但行业机构不会过度偏向于某一风格，均衡配置是最佳选择。

对于 A 股市场，我们未来一个季度最重要的关注点，一是全球资本动荡后市场走势以及对 A 股的影响，二是国内基本面变化的趋势和可能受到的冲击，三是风格判断是否会发生变化。

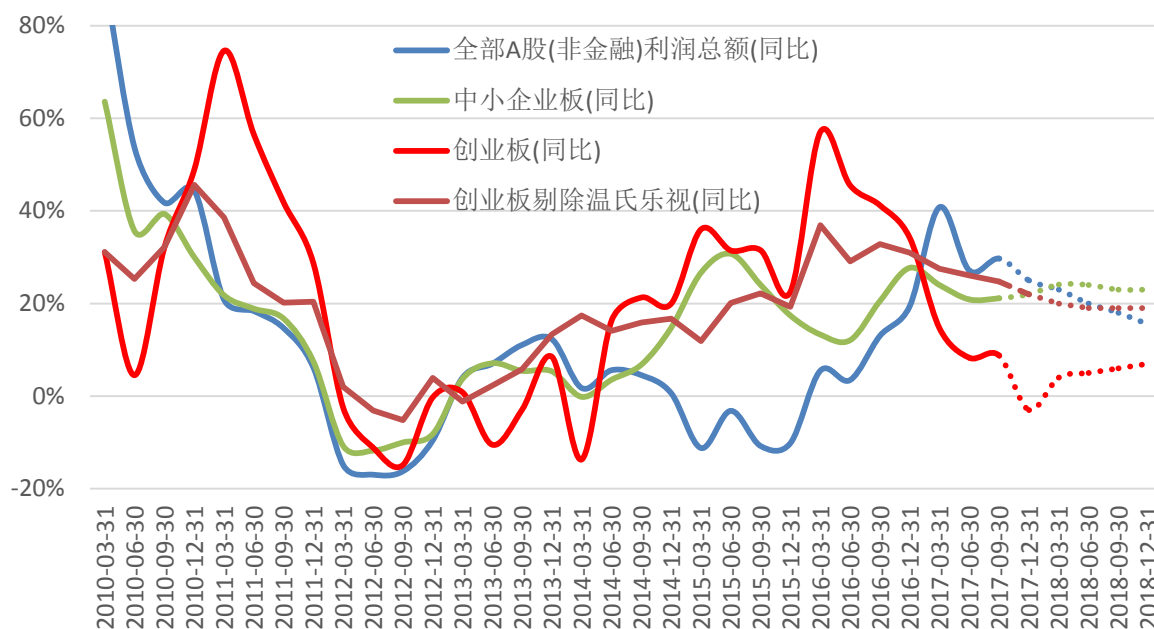
全球资本市场动荡体现了，低利率环境下资本市场的脆弱性，动荡中 A 股也难以独善其身。正如我们前文所讲，2018 年发达国家资本市场，尤其是美国股票市场，已经无法经历 2017 年的戴维斯双击，盈利的向上和估值的下行会伴随全年，而这种结构中市场的不稳定性将持续存在。尽管我们判断，美国股市全年并不会形成明显上下行趋势，但类似“TaperTantrum”的调整随时可能发生，

因此市场的波动率也会出现显著上行。

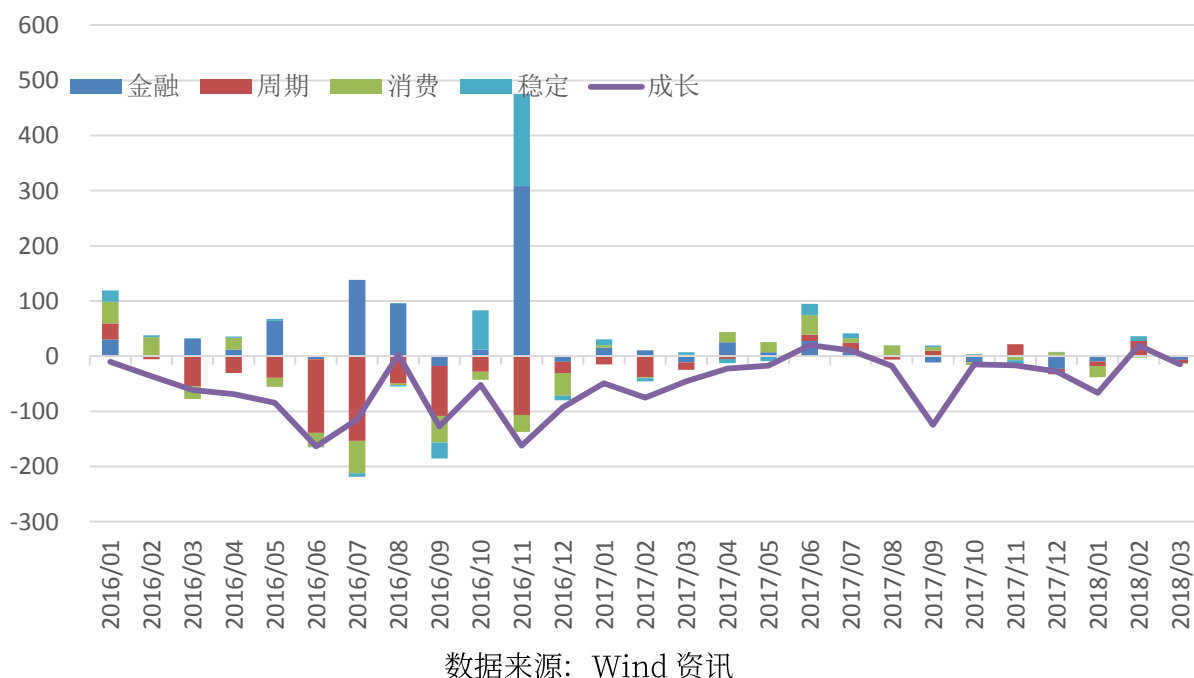
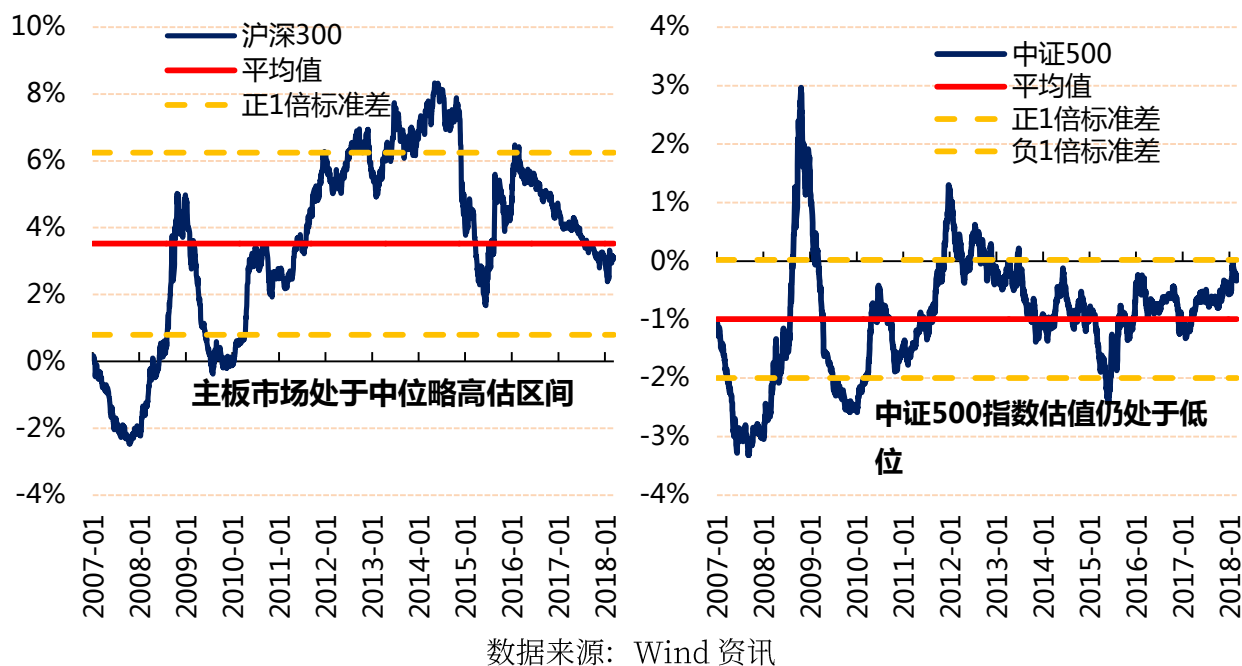
国内基本面出现了内需边际走弱的趋势，而外需作为最大的变量大概率也会冲高回落，但企业盈利并不会产生巨大的下行压力。如前文对于需求变化的表述，我们认为阶段性顶部已经在 2017 年 2 季度确认，但这一回落趋势是及其缓慢的，背后的原因在于供给侧改革持续推进后，全社会宏观经济已经得到了重整和梳理，尤其是价格体系的改善和供需结构的改善大部分已经完成。这一变化的重要体现企业盈利随名义增速出现了显著的反弹。向前看，企业盈利或已进入了一个中期的修复期，基于招商证券宏观团队的分析 and 我们的判断，在供给侧改革“从去走向补”，企业的成本端尤其是非原料成本端可能会出现一个趋势性的回落，具体可能体现在雇员和政府在企业利润分配中的占比回落，而企业分配占比的回升。尽管这一观点仍是假说，但我们看到无论是政策层面的引导（如减税降费），还是微观企业层面的变化，都在印证这一观点。我们猜想，若“L”型经济仍将维持，这一分配重整的趋势将持续甚至加强，对应到 A 股市场上企业盈利仍较好。

风格变化上，不容忽视的是本轮创业板的走强和政策上对“经济新动能”重视。2018 年 2 月以来，创业板引领了国内 A 股市场的反弹，一方面以创业板为代表的成长股普遍经历了 2 年左右的调整，估值水平虽难言很低但调整幅度已经趋于充分，另一方面在政策的驱动下行业也出现了一些积极的迹象。本次两会政府工作报告着重强调了推动经济高质量发展，在年度重点的 9 项工作任务中，着重强调了发展新动能、加快建设创新型国家等方面的内容，证监会、交易所等在针对创新性企业的回归、上市等方面也普遍开启了“绿色通道”。国寿安保基金认为，将二者结合来看，重视创新、发展创新这一趋势是不可逆的，是中国经济在妥善处理部分风险点后，谋求中长期持续增长的必经之路。当然，我们并不认为这一趋势会重复 2015 年的“炒小炒新”，更多的是要重视具备真成长、真技术的龙头型公司。

综合以上三点，国寿安保基金认为，二季度资本市场将进入一个相对平淡的时期，趋势上或延续宽幅震荡。在结构上，建议关注两条主线，一是紧紧抓住“发展新动能”主线，积极布局在计算机、电子、机械等行业中具备中长期成长机会的个股，其中的龙头公司可能在本轮创新周期中获得估值和盈利的戴维斯双击。二是为了预防经济出现超预期外需扩张或资本市场可能出现的短期大幅波动，优选受益于消费升级属性且具备一定抵御风险能力的医药、食品饮料、航空、大型国有银行、保险等板块。



数据来源：Wind 资讯



2018年提法	2017年提法	主要投资点
深入推进供给侧结构性改革 (发展新动能、加快制造强国建设、继续破除无效供给、深化“放管服”改革、进一步减轻企业税负、大幅降低企业非税负担)	用改革的办法深入推进“三去一降一补”	补短板>去产能 大数据、人工智能、互联网+、智能产业、集成电路、5G、飞机发动机、新能源汽车、新材料、工业互联网
加快建设创新型国家 (加强国家创新体系建设、落实和完善创新激励政策、促进大众创业、万众创新上水平)	深化重要领域和关键环节改革	企业、科研院所、高校创新带动。 对应行业同上。
深化基础性关键领域改革 (国企改革、民企发展、产权改革、要素改革、财税改革、金融改革、社会体制、生态文明)	进一步释放国内需求潜力	普惠金融、文化、教育
坚决打好三大攻坚战 (防范金融风险、扶贫、环保)	以创新引领实体经济转型升级	环保
大力实施乡村振兴战略	促进农业稳定发展和农民持续增收	土地流转
扎实推进区域协调发展战略	积极主动扩大对外开放	京津冀(雄安)、新型城镇化
积极扩大消费和促进有效投资	加大生态环境保护治理力度	消费(医疗、保险、教育、文化、新能源汽车)，有效投资
推动形成全面开放新格局	推进以保障和改善民生为重点的社会建设	一带一路，产业放开(关注电信、医疗、教育、养老、一般制造业、金融)
提高保障和改善民生水平	全面加强政府自身建设	教育、生物医药、地产(棚改)

数据来源：国寿安保基金整理

四、2018 年债券策略展望

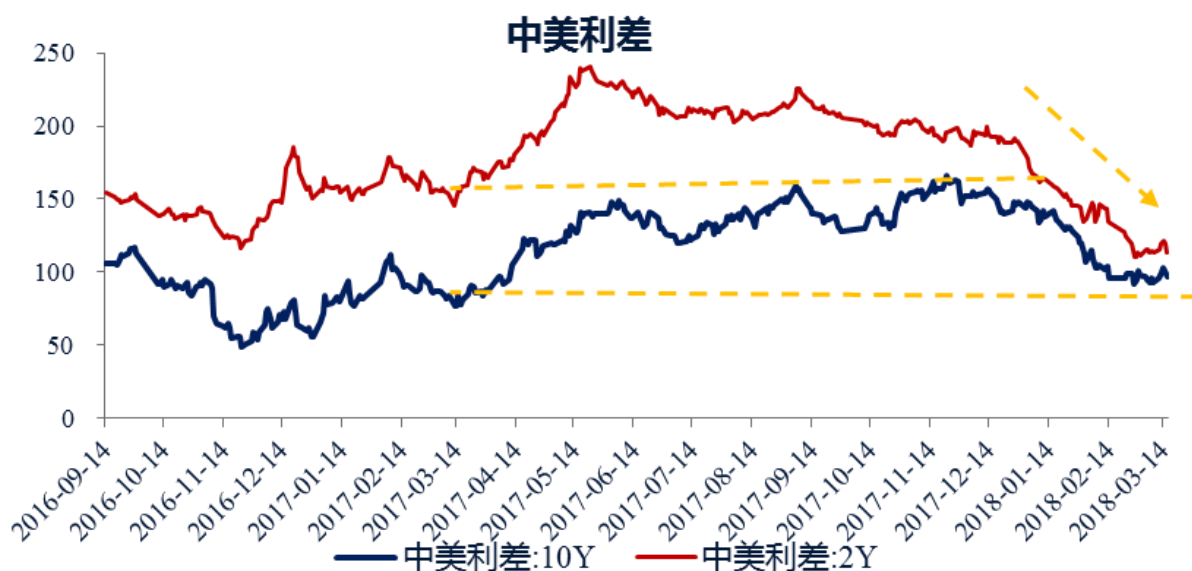
当前基本面冲击暂缓，未来两个月名义 GDP 增速回落相对利好债市。不过，结构上来看融资需求回落主要受地方政府和居民杠杆被动压缩的影响，企业融资需求依然未见明显弱化。一季度资金面超预期宽松是多因素叠加的结果，预计二季度资金面将较一季度边际收紧。但稳杠杆阶段资金面稳定性大概率好于 2017 年，政策基调偏中性，杠杆套息策略可能仍有价值。如果一季度流动性超宽松状态不能延续，叠加利率债供给放量，供求面可能会令债市承压。

1、利率债投资策略

2 月以来，10Y 国开收益率下行幅度超过 20bp，流动性持续超预期宽松是反弹能够持续的核心原因。同时，债市上涨也受到股债跷跷板效应的催化，春节前美股暴跌引发全球股市调整阶段 10Y 国开收益率下行幅度超过 15bp，基本贡

献了这轮长债反弹一半以上的涨幅。全球风险偏好阶段性回落，导致 2 月德、法、日、中债市收益率下行拐点较为一致。

由于受到通胀预期和加息预期抬升的影响，美债表现相对弱于其他债种，尤其是短端利率上行幅度较大、曲线明显趋平。而国内债市在流动性超预期宽松的支撑下短端利率出现明显下行，当前中美 2 年期和 10 年期国债利差均压缩至 2017 年 3 月央行跟随加息前的水平（尤其是短端利差）。叠加目前人民币稳中有升比较依赖于弱美元，结售汇市场并未出现明显反转、外占难有大幅改善，从汇率和利差情况来看 3 月央行跟随加息风险大。



数据来源：Wind 资讯

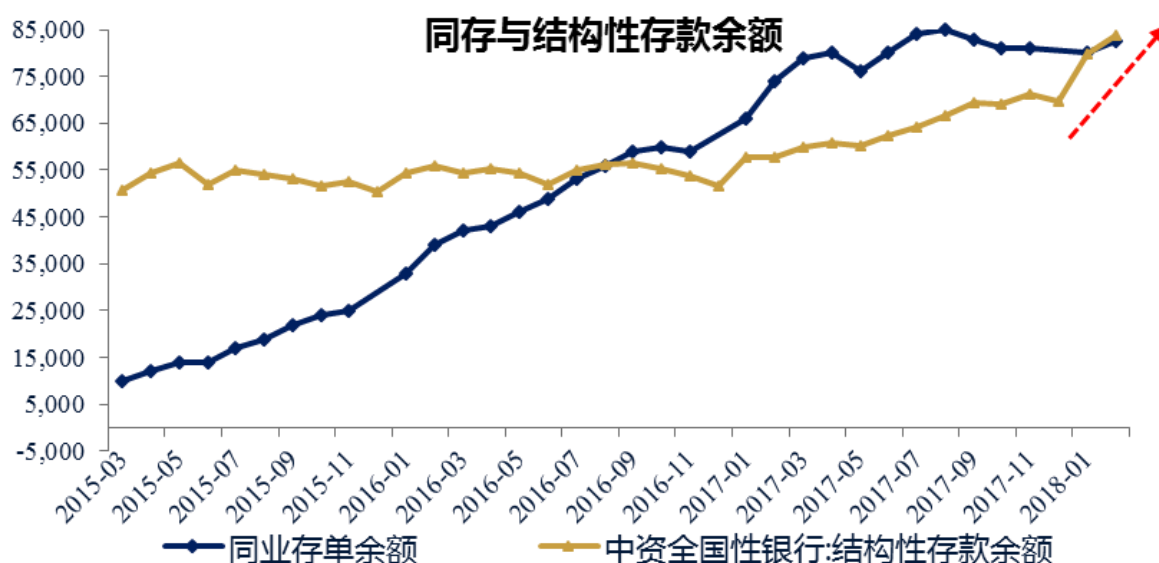
一季度资金面超预期宽松可能是股市剧烈调整、春节 CRA 工具创新、“两会”维稳、提前对冲跨季考核风险等多因素叠加的结果，流动性拐点的确认尚需要更明确的信号。临近跟随加息、跨季考核、资管新规出台时点，近两周可关注资金面波动提供的配置机会。预计二季度资金面将较一季度边际收紧，但稳杠杆阶段资金面稳定性大概率好于 2017 年，4 月缴税冲击相对有限，跨季之后杠杆套息策略可能仍有价值。

近期利率债一级市场需求较好，发行利率整体低于二级估值。不过，招标倍数显示利率债需求主要集中在短端品种和 10 年期品种。结合交易数据中的长债净买入量来看，2 月基金、券商交易情绪较 1 月边际好转，且大行已不再像 1 月一样大幅增持政金债、存在放缓配置的迹象。2 月政金债的持有者结构事实上出现了边际恶化。并且，当前国开 10-5、国债 10-7 利差仍处于历史低位，也反映配置盘力量的恢复幅度有限，前期一级发行偏暖更可能是资金面持续宽松、且利率债净融资量处于相对低位有关叠加的结果。4 月地方债、国债净融资量回升，一级招标可能难以延续 1、2 月情形。

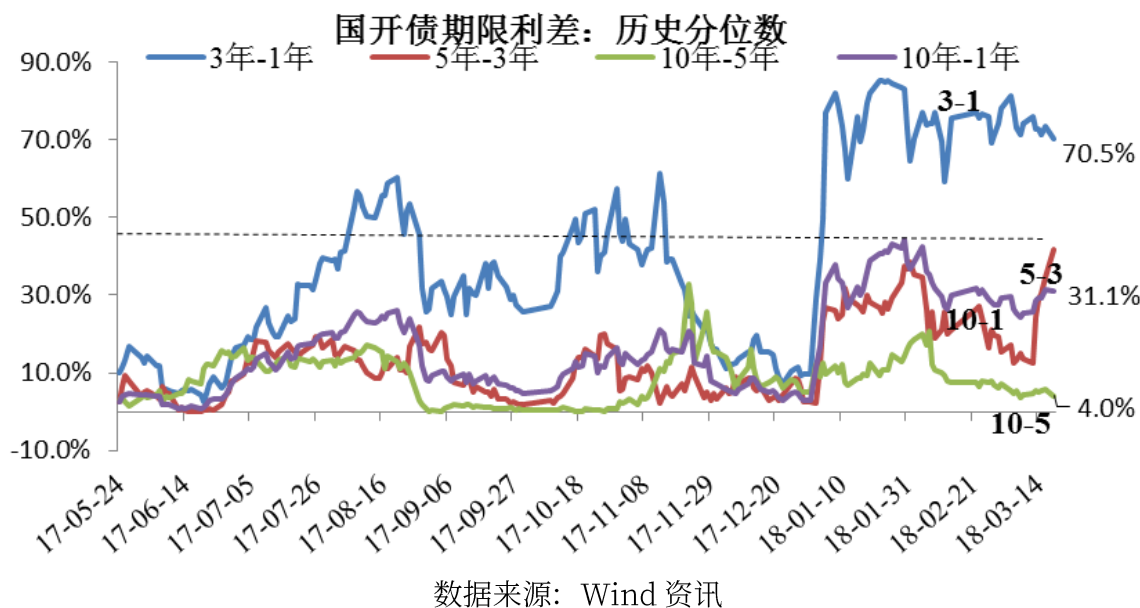


数据来源：Wind 资讯

从银行负债端来看，今年 3 月同存发行节奏明显加快，银行在流动性宽松条件下可能进行了抢发。尽管资金面整体宽松，但同存利率并未出现明显下行。不过，当前月内续发压力已经不大，季末同存利率上行空间或相对有限。今年以来，受 LMR 等考核指标的影响同存发行期限趋于拉长（主要向 3M 及以上期限集中），但余额仍在增长，结构性存款余额也加速增长，均反映银行负债端压力依然较大，且面临负债成本的抬升。



去年底以来我们持续推荐做陡收益率曲线，但当前时点来看，曲线进一步陡峭化的空间有限：一方面，经历了长达一个季度的流动性宽松状态，目前短端利率已充分反映了流动性宽松预期，且未来流动性边际放松概率非常小；另一方面，美债收益率曲线形态已在 2 月中旬先于中债反映了加息对短端利率的抬升，中美短端利差大幅压缩，未来国内央行跟随“加息”也将制约短端利率下行的空间。当前时点，国内央行跟随加息在即、且资管新规即将出台，前期推动市场涨跌最重要的资金面和政策面因素均面临一个阶段性节点，建议耐心等待，关注相关政策落地后利率冲高可能带来的交易性机会。当前 3Y 国开的性价比依然较高，在未来资金面边际收紧的判断下，预计 3-1 利差仍有下行空间。

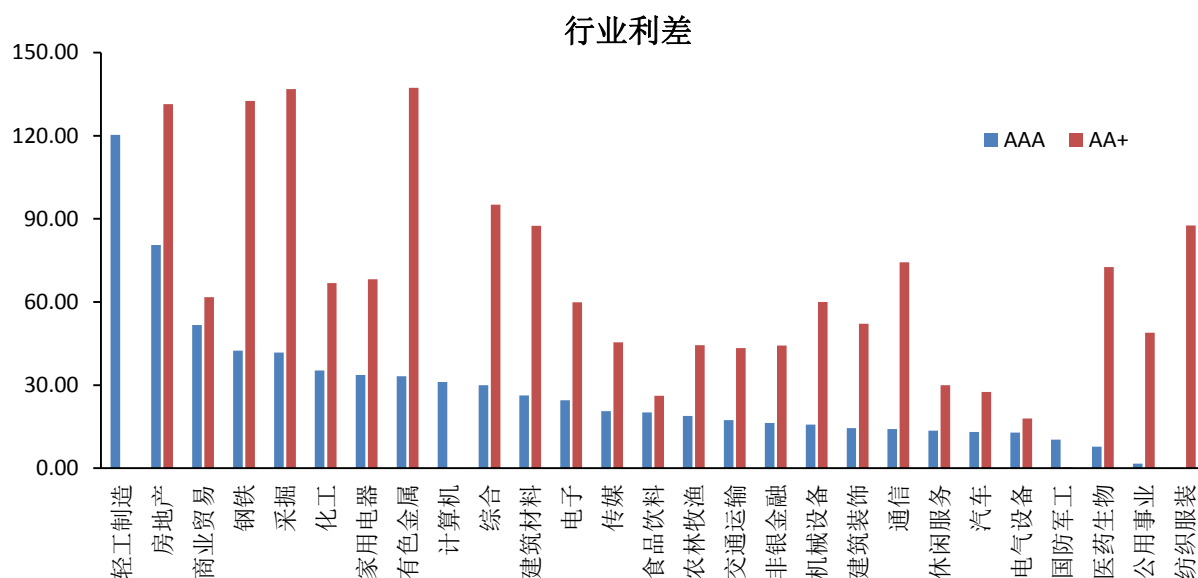


2、信用债投资策略

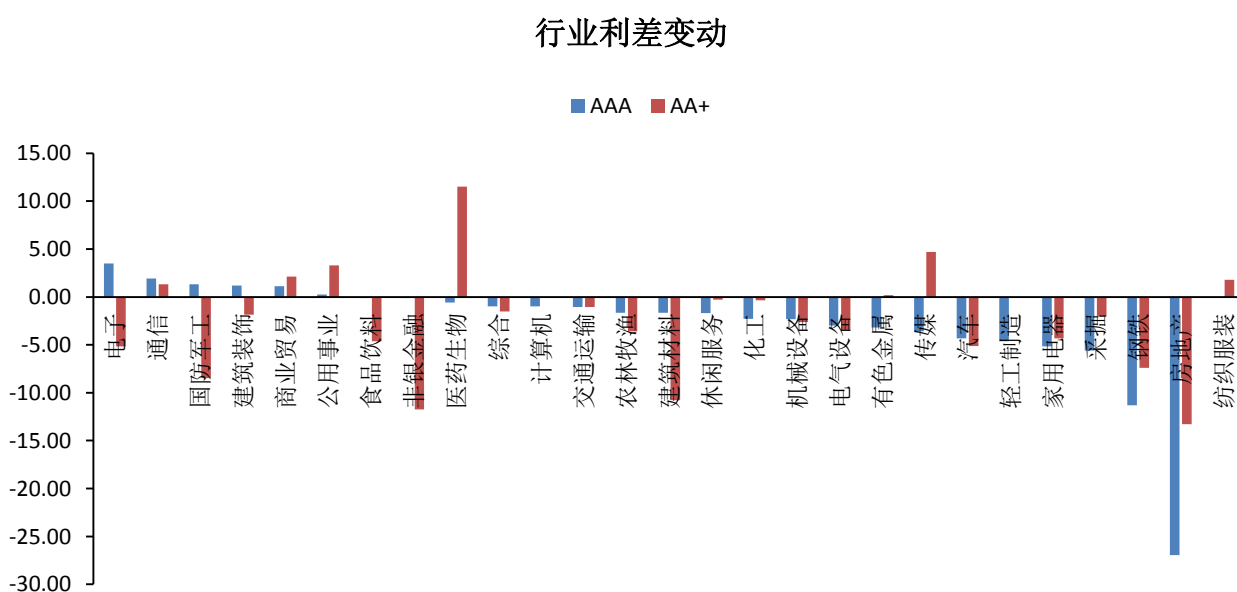
目前各等级短融和中票的收益率普遍处于 70% 分位数以上, 中高等级品种处于 80% 分位数以上, 绝对收益率水平配置价值较高。信用利差方面, 短久期品种信用利差基本处于 70% 分位数以上, 利差保护相对充分; 中长久期信用利差基本处于 40% 分位数以下, 信用利差保护仍然不足。等级利差方面, 各期限 AA- 品种的等级利差普遍处于 30% 分位数以上, AA+ 和 AA 等级利差普遍处于 30% 分位数以下。期限利差方面, 中高等级 3Y-1Y 期限利差处于 30% 分位数以上, 5Y-1Y、5Y-3Y 期限利差分位数基本处于 30% 分位数以下。

收益率水平 (%)	1年期				3年期				5年期			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
当前值	4.74	4.96	5.14	6.02	5.00	5.24	5.49	6.53	5.20	5.48	5.70	6.82
当前分位数	76%	73%	70%	72%	80%	75%	68%	69%	79%	73%	61%	67%
信用利差 (bp)	1年期				3年期				5年期			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
当前值	79	101	119	207	51	75	100	204	54	82	104	216
当前分位数	80%	71%	61%	62%	40%	25%	16%	37%	40%	22%	14%	30%
期限利差 (bp)	3Y-1Y				5Y-1Y				5Y-3Y			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
当前值	27	29	36	52	46	52	56	80	19	23	20	28
当前分位数	46%	38%	38%	30%	43%	36%	35%	25%	41%	35%	22%	22%
等级利差 (bp)	1年期 (与AAA利差)				3年期 (与AAA利差)				5年期 (与AAA利差)			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
当前值	-	22	40	128	-	24	49	153	-	28	50	162
当前分位数	-	29%	25%	57%	-	14%	13%	47%	-	13%	10%	41%

数据来源：Wind 资讯



数据来源: Wind 资讯



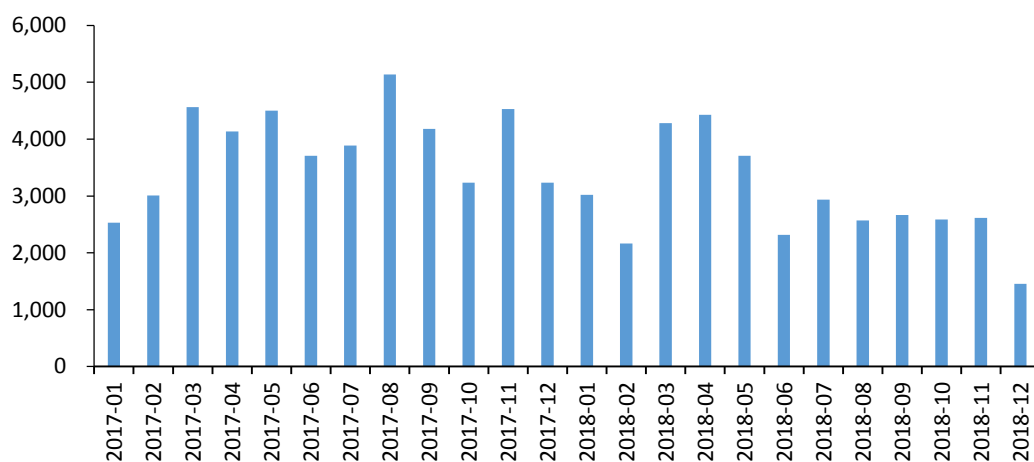
数据来源: Wind 资讯

2 月以来, 行业利差随市场收益率出现普遍下行。房地产、钢铁、采掘等行业利差下行幅度较大, 房地产行业利差下行幅度较大主要是由于 17 年地产行业整体走势不弱, 同时 17 年地产行业利差的上行也使得行业配置价值凸显, 市

场对于地产债的谨慎态度有所缓和；行业集中度的提升也提高了龙头地产债的配置价值。目前仍可适当参与资质较好的地产龙头企业，但级别下沉的时点仍需等待，目前中小地产发行主体的利差仍有走阔空间，可等待利差充分调整后再考虑投资。从目前的行业利差水平来看，房地产、钢铁、采掘、有色、建材、纺织服装等行业的 AA+主体利差水平较高，可挖掘相关个券的投资机会。

信用风险方面，18 年信用违约和信用风险事件将多于 17 年。一季度爆发的信用风险事件仍然较多，主要集中在民企。存量城投债的信用风险仍然可控，但非公开以及非标类债务可能继续爆发负面事件，对城投债的估值产生冲击；低资质的区县级城投企业融资成本仍然居高不下。4-5 月信用债到期量较大，发行人的滚动发行压力较大，部分低资质发行人可能会提高发行成本以保证债务接续，可能出现一级带动二级利差走阔的情况。

2018年信用债总偿还量(亿元)



数据来源：Wind 资讯

短期内维持信用债震荡走势的判断。信用债仍然维持票息策略，从信用利差和等级利差来看，1 年期以内品种适当下沉评级性价比相对较高；中高等级品种可以适度拉长久期至三年左右。

注：文中数据截止至 2018.03.19。

免责声明

本报告版权归国寿安保基金管理有限公司（以下简称“本公司”）所有，仅供本公司客户以及公司内部研究交流使用，不得用于任何其他目的。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告不构成购买本公司旗下产品的要约邀请或要约，涉及本公司旗下产品的描述或说明，均以各产品的基金合同、招募说明书等法律文件为准。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，国寿安保基金管理有限公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供其他服务。