

中欧基金策略周报

中报季收官 核心资产业绩亮眼

(2019年9月1日)

一周市场回顾

上周沪深 300 下跌 0.56%，上证综指下跌 0.39%，深证成指上涨 0.03%，创业板指下跌 0.29%；分行业来看，上周军工（5%）、农林牧渔（4.3%）和食品饮料（2.7%）板块涨幅居前；非银、通信和地产板块跌幅居前。

- 军工板块涨幅第一，主因临近国庆 70 周年，军工板块受益于阅兵主题。
- 农林牧渔涨幅第二，主因近期猪肉价格持续走高，叠加养猪股中报业绩较好，市场预期三季度进入消费旺季后，猪价仍有上行空间。
- 食品饮料涨幅第三，主因多数白酒股中报业绩较好，叠加上周国务院办公厅印发《关于加快发展促进商业消费的意见》，提出 20 条稳定消费预期，提振消费信心的措施。

中欧观点

从 8 月全球大类资产表现看，呈现出明显的避险特征。利率方面，主要国家长期利率普遍、显著下行，发达国家下行幅度尤为明显；权益方面，主要国家股市普遍下跌，新兴市场跌幅居前，A 股和港股相对较强；大宗商品方面仅黄金上涨，原油和有色金属等风险资产下跌；汇率方面新兴市场货币普遍贬值，日元大涨。

从上周 A 股市场表现看，部分中报业绩超预期的消费股均有不俗表现，此外科技股整体韧性较强。我们认为在全球宏观经济走弱的背景下，A 股仍然存在结构性机会，当前估值水平下 A 股对应股息率相比国债收益率具有更高的风险收益比。

我们认为，随着短期市场流动性改善，政策鼓励企业创新，中美贸易战的影响随着前期股市调整而消化，科技股或将会延续亮眼的表现。未来的风险，主要集中于部分海外国家经济见顶以及中美的长期对抗，因此以黄金和消费金融为代表的防御品种具有重要的长期配置意义。

配置建议

我们认为震荡中存在结构性机会。**建议以中国核心资产的优质蓝筹、符合产业发展方向的科技创新型企业作为未来的配置主线，适当增配黄金相关资产，关注电子、通信、计算机、银行、医药生物、汽车、电气设备、食品饮料、家用电器等行业，主题投资关注国企改革和自主创新。**

债市方面，**建议维持中性久期、暂时回避证金债、转而关注地方政府债及高等级信**

用债、谨慎进行资质下沉、以配置思维关注转债。

一、市场回顾

1、全球市场表现

上周欧美股市多数上涨；大宗商品中黄金价格小幅回落，原油和有色金属小幅反弹，。

全球市场	重要市场指标	最新收盘	周涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)
美国股市	道琼斯工业平均指数	26,403	3.02	13.19
	标准普尔 500 指数	2,926	2.79	16.74
	纳斯达克综合指数	7,963	2.72	20.01
欧洲股市	英国伦敦富时 100 指数	7,207	1.58	7.12
	法国巴黎 CAC40 指数	5,480	2.88	15.85
	德国法兰克福 DAX 指数	11,939	2.82	13.07
	瑞士 SMI 指数	9,896	1.55	17.40
	俄罗斯 RTS 指数	1,293	1.96	21.02
亚洲股市	东京日经 225 指数	20,704	(0.03)	3.45
	恒生指数	25,725	(1.74)	(0.47)
	韩国综合指数	1,968	1.00	(3.59)
	印度孟买 Sensex30 指数	37,333	1.72	3.51
	新加坡海峡指数	3,107	(0.12)	1.23
	上证综合指数	2,886	(0.39)	15.73
	深证成份指数	9,366	0.03	29.36
大宗商品	COMEX 黄金	1,529	(0.55)	19.35
	ICE 布油	59.19	0.66	10.02
	DCE 铁矿石	608	0.58	23.35
	COMEX 铜	2.56	0.77	(2.81)
	LME 铝	1,757	(0.73)	(4.82)
外汇市场	美元/人民币	7.09	0.44	3.27
	欧元/人民币	7.87	0.45	0.24
	日元/人民币	6.68	0.71	8.01
	英镑/人民币	8.68	0.22	0.03
	美元/日元	106.28	0.83	(3.01)
	欧元/美元	1.10	(1.36)	(4.14)
	英镑/美元	1.22	(1.01)	(4.64)

数据来源: wind

2、国内宏观高频数据

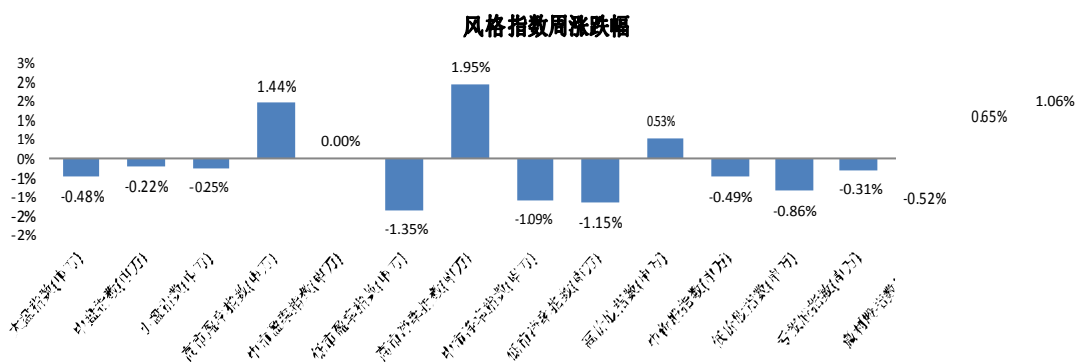
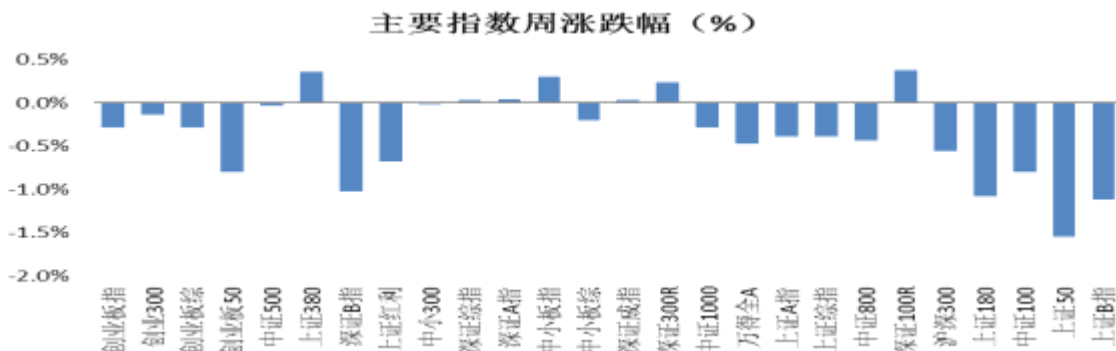
基金有风险，投资需谨慎。本报告属于中欧基金管理有限公司所有，未经同意请勿引用或转载，其中的观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。

	数据名称	频率	单位	更新日期	更新数据	环比 (%)	同比 (%)
房地产	30大中城市:商品房成交面积(日均)	周	万平方米	2019-08-30	50	15.73%	
	30大中城市:商品房成交面积	月	万平方米	2019-07-31	1618		2.27%
生产端	耗煤量:6大发电集团(日均)	周	万吨	2019-08-30	77	4.66%	
	耗煤量:6大发电集团	月	万吨	2019-07-31	2067		-13.86%
	高炉开工率:全国	周	%	2019-08-30	67.96%	-0.27%	
	高炉开工率:全国	月	%	2019-07-31	66.44%		-5.36%
	开工率:焦化企业(100家)	周	%	2019-08-30	76.88%	0.28%	
生产价格	开工率:焦化企业(100家)	月	%	2019-07-31	76.13%		-2.65%
	螺纹钢期货结算价(日均, 活跃合约)	周	元/吨	2019-08-30	3328	-7.37%	
	螺纹钢期货结算价(活跃合约)	月	元/吨	2019-07-31	3989		1.53%
	水泥价格指数:全国(日均)	周	点	2019-08-30	145	0.80%	
	水泥价格指数:全国	月	点	2019-07-31	146		3.70%
需求端	中国出口集装箱运价指数(CCFI)	周	点	2019-08-30	833	-0.03%	
	中国出口集装箱运价指数(CCFI)	月	点	2019-07-31	817		-0.44%
	电影票房:全国(日均)	周	亿元	2019-08-28	2.12	17.75%	
	电影票房:全国	月	亿元	2019-07-31	56		-18.58%
	销量:乘用车	月	万辆	2019-07-31	153		-3.88%
食品价格	销量:重卡	月	万辆	2019-07-31	8		1.51%
	销量:挖掘机:工程机械行业	月	台	2019-07-31	12346		11.00%
	山东蔬菜批发价格指数:	周	点	2019-08-28	138	-2.28%	

基金有风险, 投资需谨慎。本报告属于中欧基金管理有限公司所有, 未经同意请勿引用或转载, 其中的观点和预测仅代表当时观点, 今后可能发生改变。

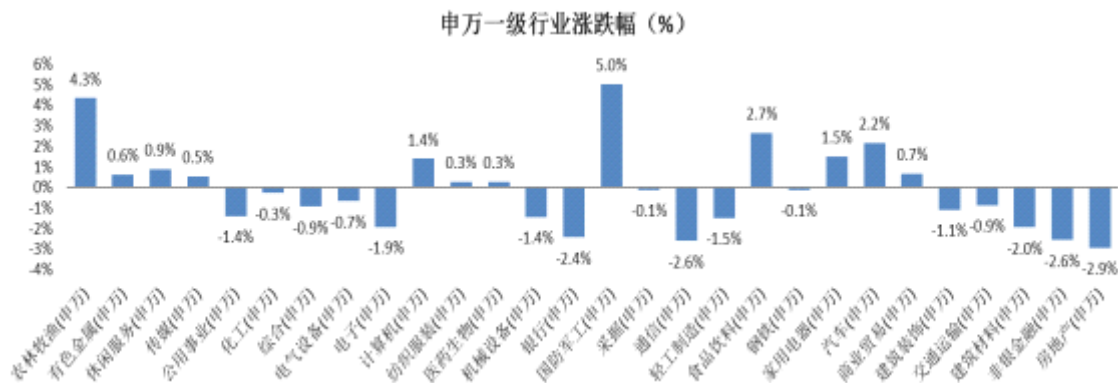
3、中国股市表现

上周市场窄幅震荡，科技股表现出较好的韧性，因此上证 380、中小板以及深圳 100 指数录得较好收益，而银行地产板块受收紧房地产开发贷款额度的利空影响跌幅居前，因此上证 50、沪深 300 和上证 180 等指数相对较弱。



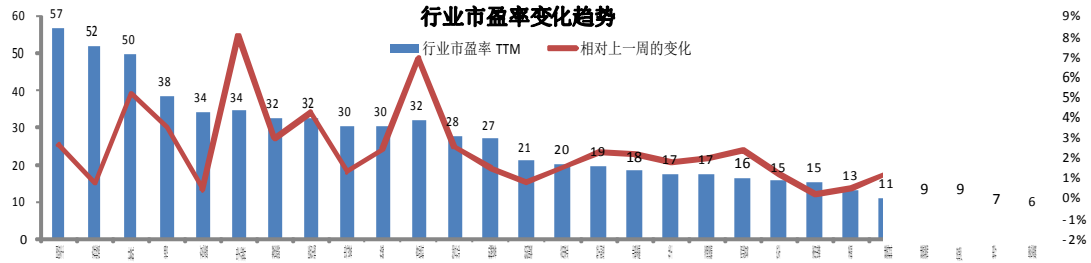
板块层面：电子、电力设备和医药涨幅居前；仅农林牧渔板块下跌。

上周沪深 300 下跌 0.56%，上证综指下跌 0.39%，深证成指上涨 0.03%，创业板指下跌 0.29%；分行业来看，上周军工（5%）、农林牧渔（4.3%）和食品饮料（2.7%）板块涨幅居前；非银（-2.6%）、通信（-2.6%）和地产（-2.9%）板块跌幅居前。

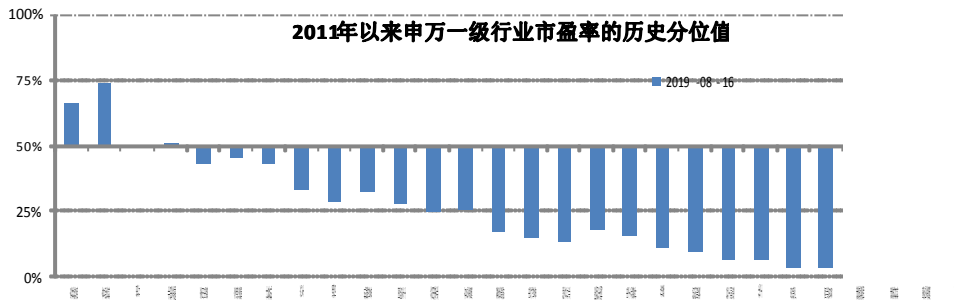


基金有风险，投资需谨慎。本报告属于中欧基金管理有限公司所有，未经同意请勿引用或转载，其中的观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。

绝对估值角度，国防军工、农林牧渔、计算机行业处于高位；黑色金属、银行、房地产行业处于低位

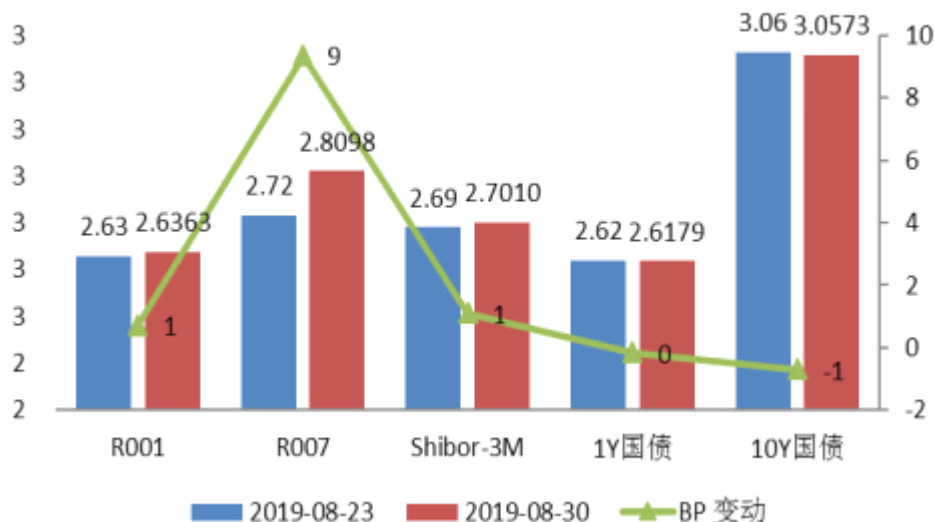


相对估值角度（2011年以来），农林牧渔、食品饮料、银行处于高位；采掘、黑色金属、建筑材料行业处于低位



上周短端收益率下降。上周，R001 环比变动+1 个 BP，R007 环比变动+9 个 BP，Shibor-3M 环比变动+1 个 BP，一年期国债收益率环比持平，十年期国债收益率-1 个 BP。

流动性价格变化



资金流向分析：上周受MSCI扩容影响，陆港通北向资金大幅净流入145亿，其中中国平安、五粮液、美的集团、万华化学和海天味业等个股资金净买入金额居前。

表 陆港通北向资金净买入金额居前个股

证券代码	证券简称	净买入金额(万元)	净买入占自由流通市值的比例	中信一级行业
601318.SH	中国平安	139,027.02	0.16%	非银行金融
000858.SZ	五粮液	133,409.46	0.57%	食品饮料
000333.SZ	美的集团	99,093.36	0.41%	家电
600309.SH	万华化学	64,192.39	1.01%	基础化工
603288.SH	海天味业	46,996.53	0.60%	食品饮料
600690.SH	青岛海尔	41,574.96	0.74%	家电
600036.SH	招商银行	40,227.15	0.09%	银行
000651.SZ	格力电器	39,522.74	0.16%	家电
000002.SZ	万科A	38,889.67	0.27%	房地产
000001.SZ	平安银行	37,903.10	0.35%	银行

两融资金净买入117亿，招商银行、正邦科技、中国平安和兴业银行等个股资金净买入金额居前。

表 融资净买入金额居前个股

证券代码	证券简称	期间涨跌幅(%)	融资净买入额(万元)	中信证券行业
600036.SH	招商银行	-5.49	51,271.50	股份制与城商行
002157.SZ	正邦科技	9.30	48,882.81	牧业
601318.SH	中国平安	-2.86	45,049.92	保险II
601166.SH	兴业银行	-6.68	40,228.65	股份制与城商行
600048.SH	保利地产	-7.05	37,515.76	房地产开发管理

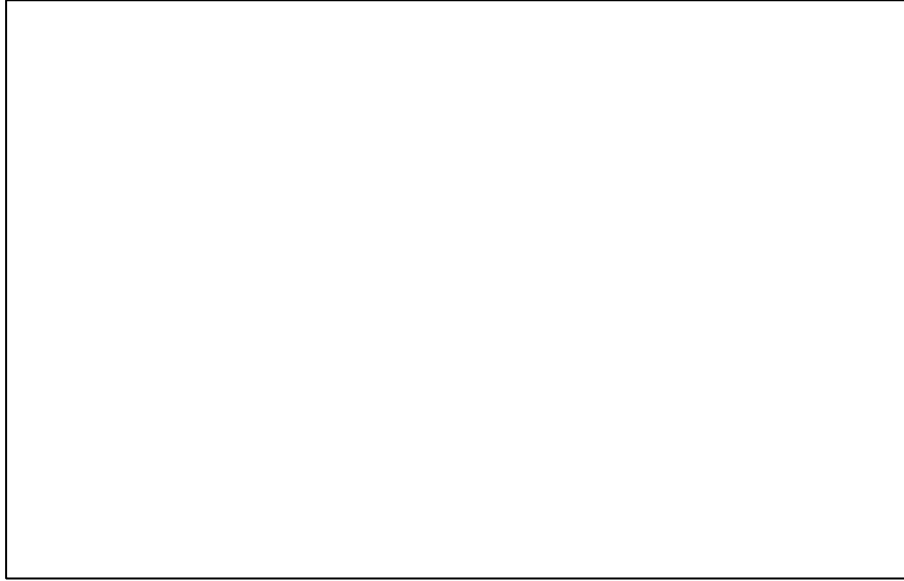
基金有风险，投资需谨慎。本报告属于中欧基金管理有限公司所有，未经同意请勿引用或转载，其中的观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。

000066. SZ	中国长城	8.33	30,099.90	计算机硬件
600519. SH	贵州茅台	1.05	29,861.60	白酒 II
603986. SH	兆易创新	14.59	26,424.94	半导体 II
000070. SZ	特发信息	-1.08	25,110.04	通信设备制造

4、中国债市表现

资金面

上周资金面维持平稳，资金利率仍旧处于本季度较高位置，央行通过公开市场回收 600 亿元。价格方面，R001 较上周上行 1BP 至 2.64%，DR007 上行 3BP，收于 2.67%，R007 上行 9BP，收于 2.81%，R007-DR007 扩大 7BP，处于历史 52%分位水平，非银流动性尚可。



利率债

上周受同业资产监管新规影响，国开与国债走势分化。10 年国债利率收于 3.05%，10 年国开收于 3.47%，较上周变动-1BP 与 4BP，1 年国债与国开较上周变动 0BP 和 4BP 至 2.62%和 2.78%，国债 10Y-1Y 期限利差 44BP，处于历史 17%分位。国开债收益率曲线基本大部分低于年初水平，曲线 3Y-2Y 附近较为陡峭，3 年期利率债骑乘效应明显。



信用债

上周信用利差普遍缩窄，风险偏好略有抬升，低评级品种下行更快。其中，AA 产业债和城投债利差缩窄 7BP。



前瞻

上周同业监管新规传闻推出，显示城商行同业套利行为进一步被规范。据测算，新规推出大约会带来近 3000 亿左右同业资产萎缩，对债券市场偏利空。策略上，建议维持中性久期、暂时回避证金债、转而关注地方政府债及高等级信用债、谨慎进行资质下沉、以配置思维关注转债。

二、宏观经济回顾

【宏观基本面因素变化和跟踪】

PMI: 8月 PMI 为 49.5，环比下降，生产和需求都回落，产成品库存出现了被动的上升。PMI 的变化率仍在底部震荡。此次周期预计在底部震荡的时间偏长。

物价: 由于猪肉价格偏高，8月 CPI 预计比市场预期更高；工业品通缩的情况比市场预期更低。消费品强于周期品的特征将进一步强化。

【投资建议和行业思考】

一、对于调结构政策的认识 中国目前的经济结构形成了三大特点：固化的经济集群、银行信贷依赖、地产基建为支柱。这一切的核心在于地方政府和国企垄断了太多资源，民营企业的发展必须依靠依附于国企，这层依附有两个含义，一是获得市场，二是获得产权保护。所以民营企业获得了很大的发展，但经济结构本身却越来越固化和低效。目前的政策目标是非常明显的，也就是压制地产，鼓励制造业；投资强度降低，释放消费活力。可是，压制地产也就是压制地方政府和国企，压制了地方政府和国企，也就压制了民营企业。地产投资一降，所有金融、经济数据都跟着降。这就是我们遇到的政策难题，也是结构性政策需要着力攻克的难题。

二、对于经济周期的认识在不断进行结构性改革的情况下，货币和财政政策仍然需要保持宽松的方向。2019-2020年 GDP 的增长底线应该维持在 6%。海外需求的冲击仍然是周期性最大风险，将使得人民币处在贬值趋势上。下半年政策还有发力的空间（定向降准、MLF 降息、国债或地方债扩容），经济本身可能会在 2019Q4-2020Q2 有一个小的企稳反弹周期。