

2019

HARVEST WEALTH QUARTERLY REPORT

嘉实财富

季度资产配置报告

MANAGE WEALTH
THINK HARVEST

四 季 度



嘉实财富微信订阅号



嘉实财富微信服务号

关注“[嘉实财富](#)”官方微信，了解更多专家观点



管理财富

WEALTH MANAGEMENT

首选嘉实

THINK HARVEST

专业实现

PROFESSIONAL IMPLEMENTATION

财富梦想

WEALTH DREAM

嘉实财富
将成为中国第一个
代表投资人利益的平台

嘉实财富董事长 赵学军



CONTENTS

目录

全球环境 07 全球经济展望

资产回顾 13 主要资产类历史表现回顾

配置推荐 17 2019年四季度哑铃型配置展望

上期观点回顾 22 上期观点回顾

资产观点 24 本期资产观点

	27 中国股票	29 中国债券
	31 全球股票	33 全球债券
资产类分析	35 国际地产	37 中国地产
	39 大宗商品	41 外汇资产
	43 特殊策略	45 现金资产

案例解析 49 FoHF—高性价比的对冲基金投资专业媒介



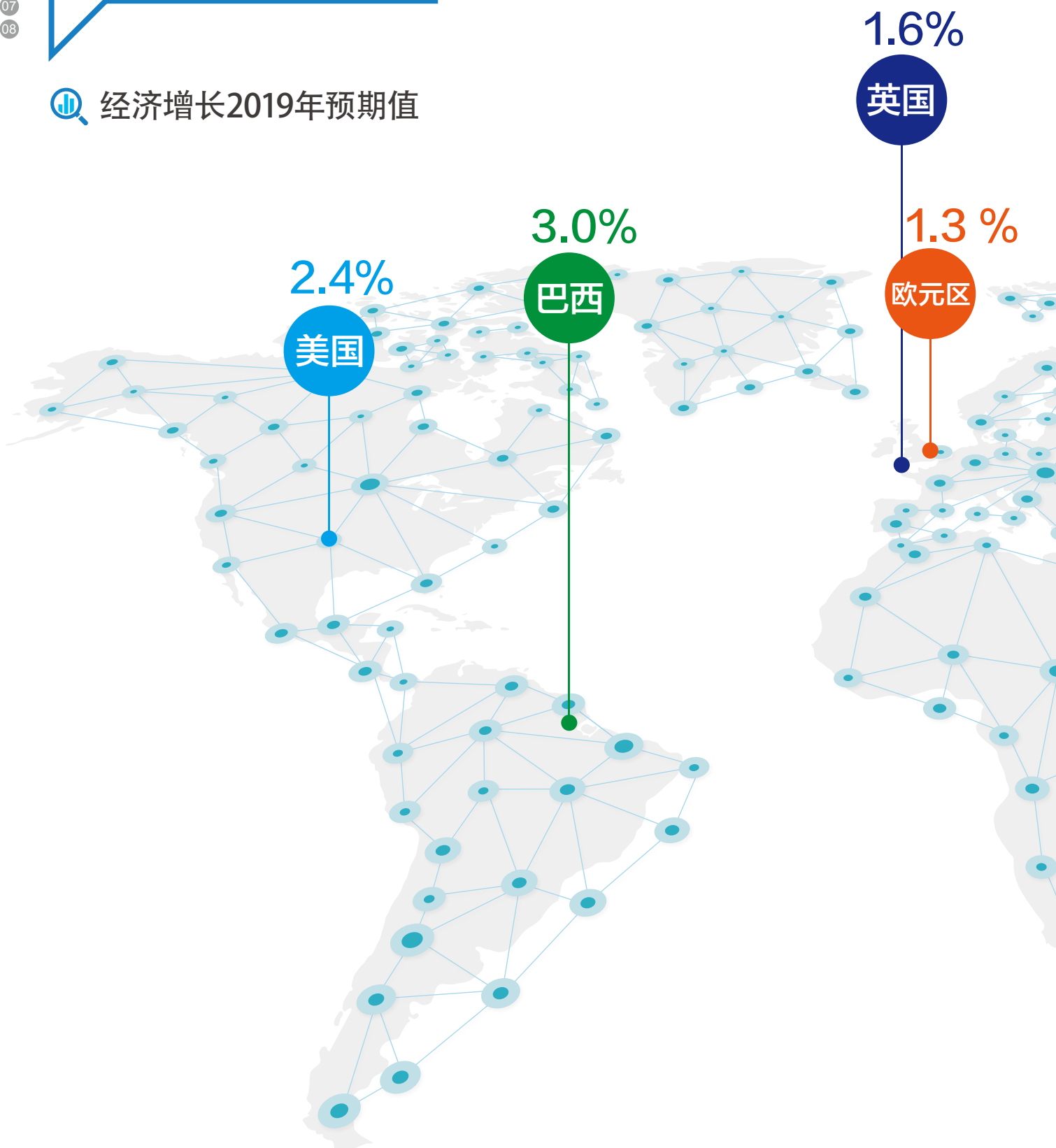


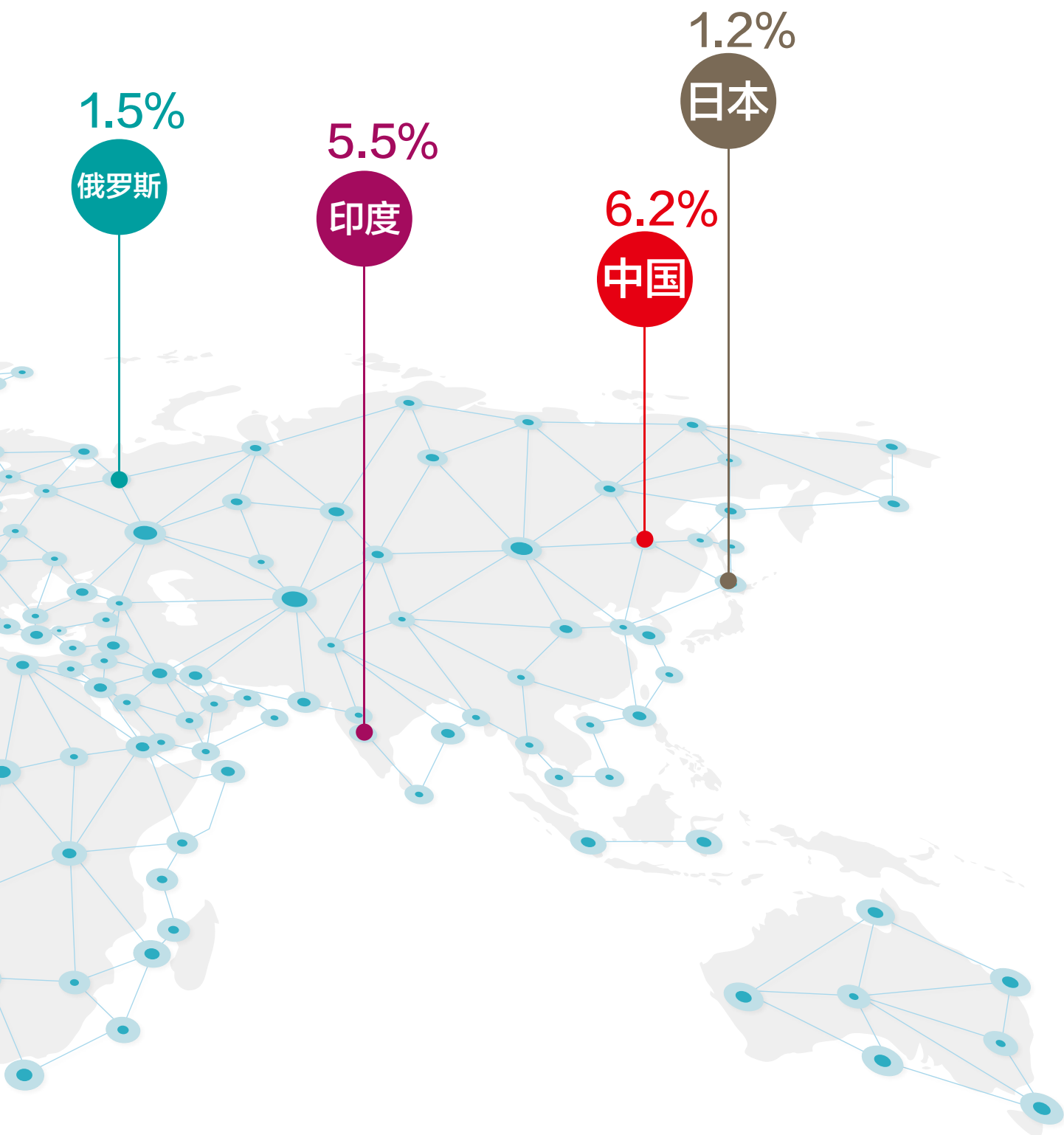
PROFESSIONAL
PEOPLE DO
PROFESSIONAL
THINGS

专业的人
做专业的事

全球环境

📊 经济增长2019年预期值





中国经济

2019年以来,中国经济呈现出生产下、物价上的格局。实际GDP、工业增加值同比增速持续下行,并创了2000年以来的新低。与此同时,受“非洲猪瘟”影响,猪肉价格持续快速攀升,同比涨幅超过了200%。猪肉价格的高企已产生扩散效应,作为替代品的牛肉、羊肉、鸡肉都有不同程度的上涨,叠加蔬菜瓜果的涨价,CPI已站上2.8%,离3%咫尺之遥。伴随着国内经济的类滞胀环境,外部政治经济局势也动荡不安,中美贸易谈判一波三折。展望四季度,经济下行压力较大、物价持续高位、贸易摩擦不确定的背景下,逆周期调节的力度也有望加码。基建、消费有望企稳回升,MLF有望降低。边际上,中国经济有望在四季度表现出积极信号,从而对资本市场形成支撑。但政治经济的不确定性仍然较大,经济企稳的预期尚且弱小,还不足以给市场更多信心。

日本经济

大阪G20中美首脑峰会并没有带来中美经贸摩擦的明显缓解反而进一步升级,波折不断。中美经贸摩擦升级的同时,日韩之间也发生了经贸摩擦,日美谈判则在继续当中。经贸关系的转冷加剧了全球经济的放缓,对日本这样的依赖全球需求端增长的出口型经济产生负面冲击。日本经济动能在全球经济动能放缓的大背景下也可能进一步放缓。尽管日本央行继续采取宽松的货币政策,但其相对空间有限,此外,消费税的提升也为经济的复苏带来负面的因素。

新兴市场

经贸摩擦对新兴市场的影响是分化的。部分依赖中国经济的新兴市场动能也有明显放缓,而部分主要依赖美国市场的新兴市场因贸易转移和贸易替代的因素,比如越南则逆势向上。与此同时,随着美联储重新开始了降息周期,新兴市场央行进一步降息的空间也随之打开,全球合计超过30个经济体在今年降息。货币政策的宽松会对新兴市场的基本面带来提振,新兴市场的金融条件有望进一步改善。

美国经济

美国经济在三季度延续了二季度的放缓迹象,制造业PMI指数持续放缓并跌破50的荣枯线。市场对美国经济进入衰退的担忧日益浓厚。美联储在政治、经济双重压力下采取了降息操作,连续两次议息会议都采取了降息25个BP的操作,这标志着美联储货币政策重新转向宽松。目前联邦基金目标利率降至1.75%~2.00%。从理论上说降息空间仍然较大,但不太可能再次降息到零。不管是否降息,美联储宽松的大方向至少在2020年美国大选之前不会改变。虽然降息的效果还有待观察,但从劳动力市场、个人消费支出等数据来看,美国经济在短期韧性可能还很强。

欧元区经济

随着中美经贸摩擦持续时间不断延长，主要经济主体预期倾向于谨慎。英国脱欧议程波折不断进一步加重了经济主体的谨慎。欧元区经济受贸易关系波折和政治影响较大。经济的放缓催生了欧央行进一步宽松的预期。9月份欧央行已经降息并重启了购债，虽然购债的规模十分有限。目前看欧央行的货币政策的刺激作用可能有限，欧元区经济的前景仍不乐观。

	实际GDP增长		消费物价指数通胀		10年期国债收益率	
	2019预测	2019Q4预测	2019预测	2019Q4预测	2019年Q3	2018年末
全球	3.3%	3.0%	3.0%		——	——
中国	6.2%	6.2%	2.3%	2.7%	3.14%	3.26%
美国	2.4%	2.4%	2.0%	2.0%	1.68%	2.72%
欧元区	1.5%	1.2%	1.7%	1.6%	-0.52%	0.30%
日本	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%	-0.21%	0.04%
英国	1.6%	1.5%	2.2%	2.2%	0.51%	1.34%
印度	5.5%	6%	4.6%	4.8%	6.70%	7.37%
俄罗斯	1.5%	1.7%	5.4%	5.5%	7.02%	8.70%
巴西	3.0%	3.0%	4.6%	4.7%	7.04%	9.32%

数据来源：Wind, Bloomberg, IMF, 嘉实财富，数据截至2019-09-30

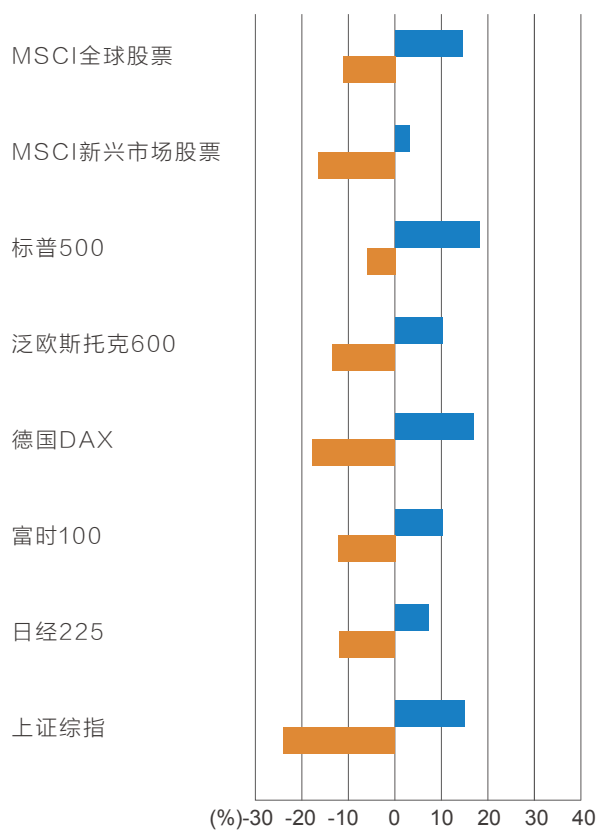


资产回顾

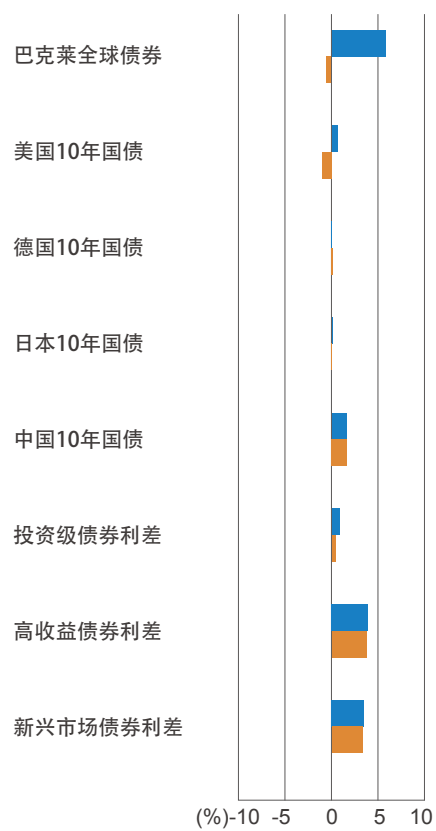


主要资产类 历史表现回顾

股票市场（收益率）

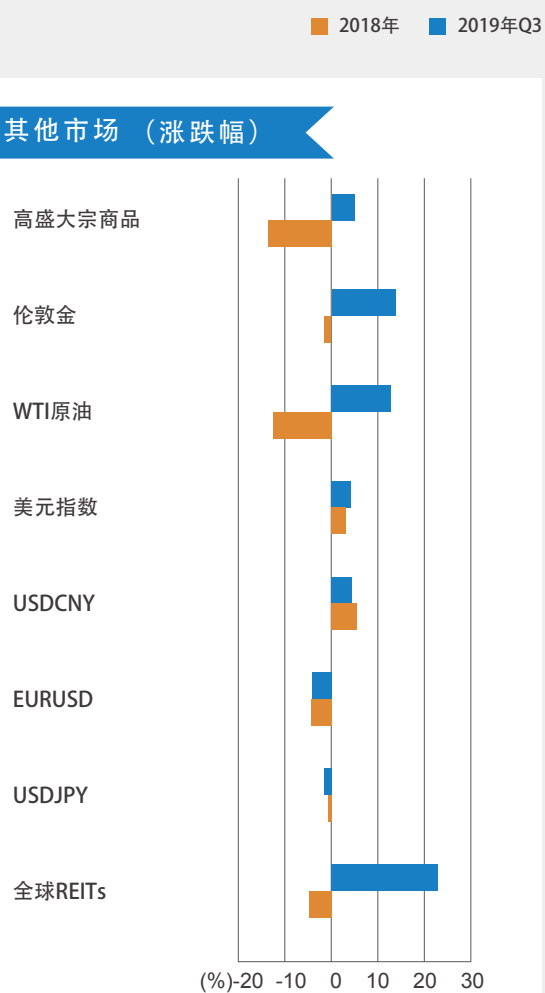


债券市场（收益率）



数据来源：Bloomberg, Wind

其他市场（涨跌幅）



2019年全球经济复苏态势放缓，贸易战阴云密布，资本市场波动性有望加大，做好资产配置成为更加现实的选择。

您希望
了解什么问题？



关注微信
把您想了解的与
我们沟通



配置推荐



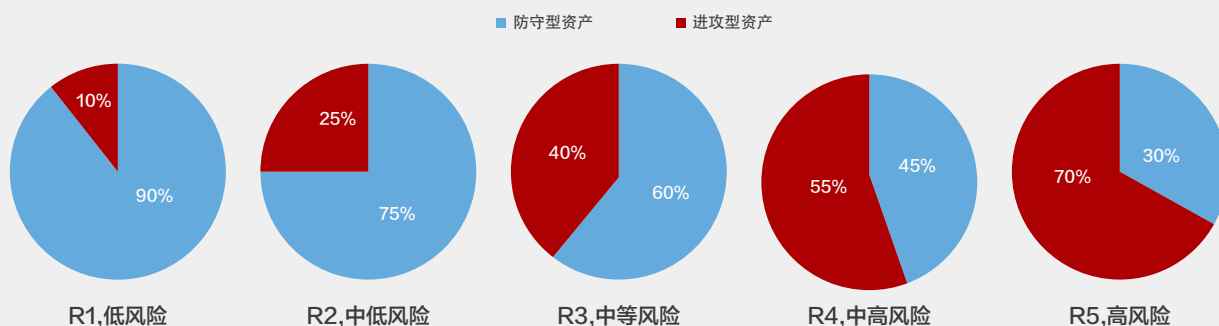
嘉实财富

2019 年四季度哑铃型配置展望

依托嘉实“全天候、多策略”的投研体系，结合国内财富家庭的风险承受能力和金融资产配置规律，嘉实财富为投资者构造升级了“哑铃双配置型”投资方法论，为客户提供全球视角下跨越多个资产类别的配置方案。

哑铃型配置将进攻型投资与防守型投资“分而治之”，攻守两端各精其艺、各安其位：进攻型资产集中火力寻找超额回报，防守型资产强调风险的充分分散。最终根据投资人的个性化特征，通过嘉实风险配置量表对攻守两类资产合理搭配，并结合嘉实财富对当前各个子类的判断完成“小类资产配置”，匹配相应产品，构建可落地的投资组合。

图1:嘉实财富哑铃型配置风险配置量表



数据来源：嘉实财富

对于防守型资产，哑铃型配置要求其满足以下属性：（1）预期回报为正；（2）波动率较低；（3）流动性较好；（4）政策风险较低；（5）和进攻型资产的相关性较低。符合上述要求的防守型资产包括现金资产、固定收益资产、高等级信用资产、对冲型绝对回报基金、结构性挂钩产品和高等级信托产品、黄金资产等。投资防守型资产一方面有助于获得稳健的回报，一方面可部分对冲进攻型资产的波动风险。

进攻型资产在配置中的作用是博收益，哑铃型配置对其的基本要求是比一般的资产“更进取”。我们认为长期来看，优质的进攻型资产有望取得10%-15%的年化收益，同时不承担过高的风险（例如，波动率不超过25%等）。我们可将如下资产类列为进攻型资产：股票、基金（股票型基金、行业基金、风格基金、海外ETF）、PE、VC、商品与期货等。投资于进攻型资产，应在对行业基本面有深刻认知的前提下做出决策，并适度集中。适度集中不单指资金量的优势比例分配，也指投资者应在长周期里坚定的持有核心资产。核心资产多指有强劲基本面支撑、较宽“护城河”的行业龙头投资标的。

展望2019年四季度，在哑铃型配置的基础之上，结合现实市场环境的运行与变化，我们对各类资产的观点如下所示：

国内市场

2019 年以来，中国经济呈现出生产下、物价上的格局。实际 GDP、工业增加值同比增速持续下行，并创了 2000 年以来的新低。与此同时，受“非洲猪瘟”影响，猪肉价格持续快速攀升，同比涨幅超过了 200%。猪肉价格的高企已产生扩散效应。作为替代品的牛肉、羊肉、鸡肉都有不同程度的上涨。叠加蔬菜瓜果的涨价，CPI 已站上 2.8%，离 3% 咫尺之遥。伴随着国内经济的类滞胀环境，外部政治经济局势也动荡不安，中美贸易谈判一波三折。在此背景下，A 股总体表现出明显的韧性，在 3000 点位置震荡，部分股票还走出了向上的行情。受通胀威胁，债券市场则有一定程度的回调。

展望四季度，经济下行压力较大、物价持续高位、贸易摩擦继续的背景下，逆周期调节的力度也有望加码。基建、消费有望企稳回升，MLF 有望降低。边际上，贸易谈判有望取得一定进展，中国经济有望在四季度表现出积极信号，从而对资本市场形成支撑。A 股的结构化机会仍然存在。与此同时，债券市场在经济下行、物价向上的环境中也难有较大机会，前期收益率下降较多的长久期的债券可能不如短久期的中短债品种。国内逆周期调节政策和全球经济放缓会对大宗商品市场产生分化，受益于基建和房地产投资相关的大宗商品向上行情的仍然较高。

国际市场

2019 年，贸易摩擦持续、全球经济动能放缓、货币政策重回宽松等多个主题交织在一起。受贸易摩擦影响，全球经济动能放缓的迹象日益明显。进入三季度美国经济放缓的迹象也进一步明显，ISM 制造业 PMI 连续两个月跌破荣枯线。欧元区制造业 PMI 继续大幅放缓，日本、英国等地的制造业也低于荣枯线以下。在此背景下，全球主要央行陆续降息，货币政策重回宽松。尽管流动性有望再度宽松，但是各国的财政和货币政策的空间也很有限。与此同时，作为全球最重要的双边关系——中美关系——目前还处于摸索期，未来走向仍然不明。全球政治经济前景迷雾重重，利多避险资产的中期环境仍在。与此同时，主要大类资产的性价比并没有表现出明显的低估：权益市场的估值普遍较高，债券市场也提前计入了美联储降息操作。

 风险提示:中美贸易摩擦进一步升级，全球经济下行超预期。

战术资产配置建议

资产属性	资产类别	基准配置比例*	战术资产配置建议			核心观点
			低配	中性	高配	
进攻型 (约40%)	中国股票	5%~15%	● ● ● → ● ●			— 经济下行压力仍然较大，但个股的分化愈加明显，应专注于结构性机会。 — 投资机会：大消费、信息科技、大金融。
	全球股票	5%~15%	● ● ● ● ●			— 随着全球经济放缓的迹象日益明显，股票市场的波动会逐步放大。与此同时，美联储有望降息从而支撑美股。 — 投资机会：美股、基本面良好的新兴市场。
	私募股权*	0-10%	● ● ● ● ●			— 经济放缓的环境下需提高流动性的权重，整体配置偏谨慎。在代表经济转型方向、潜力确定性较高的行业中精选头部私募股权管理人。
	大宗商品	0-10%	● ● ● ● ●			— 经济偏弱，原油需求疲软。沙特遇袭后产量恢复速度超预期，北美页岩油运输瓶颈逐步打破，供给端承压。原油供需两端均偏空。中东局势或进一步发酵，对油价造成短期影响。 — 宏观经济偏弱，美联储降息，利多黄金。经贸摩擦、地缘政治摩擦等风险因素支撑黄金避险需求。
	全球地产	0-10%	● ● ● ● ●			— 美国经济放缓而不会出现大的衰退，美联储偏鸽派，但估值有所上升。
	特殊策略 (进攻型)	5%~10%	● ● ● ● ●			— 特殊策略和股债相关性较低，具有较好的分散化作用。属于投资者关注较低的资产类，优秀管理人更容易获得alpha。
防守型 (约60%)	特殊策略 (防守型)	5%~10%	● ● ● ● ●			— CTA趋势产品归属进攻型资产，结构化、精选市场中性策略产品归属防守型资产等。
	中国债券/非标债权	20%~40%	● ● ● ● ●			— 基本面环境有利于收益率下行，中短端性价比相对较优； — 信用环境仍然偏紧，非标以及信用债投资难度较大； — 投资机会：中短端利率债以及精选信用投资管理人获取alpha。
	全球债券	5%~10%	● ● ● ● ●			— 美欧日主要央行已经暂停加息缩表进程并有望重启新一轮宽松，这一预期推动下，长端收益率已经下跌较多。对基本面的预期仍有波动，利率债以波动为主，信用债投资难度仍然较大。
	现金类	2%~5%	● ● ● ● ●			— 虽全球经济放缓，但流动性也有望重回宽松，风险资产投资机会仍在，现金类资产的吸引力下降。

数据来源：嘉实财富

*注1：各类资产的基准配置建议比例对应于中等风险等级(R3)的客户。红色箭头表示相比上一个季度，本季度展望的调整方向。
*注2：考虑到股权投资的期限及流动性特征，高净值客户应根据具体投资目标适度参与。



对于不同资产金额及不同风险等级（R1-R5）账户的推荐详情及落地产品，请进一步咨询嘉实财富理财师。

严谨的风险控制制度，精选的全球优质产品

嘉实财富始终秉持客户至上的原则，高度重视风险控制和管理，具有完整的内控制度体系，全面指导和控制业务流程，产品多层次筛选，产品上线前需通过产品尽调、风险法律审查及产品审核委员会三个环节，同时按照行业前景、经营发展、财务指标等标准，对产品进行全方位评定及筛选。我们对产品进行全程跟踪监控，从成立到终止持续进行风险监测。

嘉实财富洞悉您的财富管理需求，把握国内外市场蕴藏的机遇，整合境内外金融资源，打造业内领先的专属产品研发体系，致力于为您提供标准化和定制化的投资产品、保险产品与资产配置解决方案。产品是资产配置的基础，嘉实财富围绕客户需求在全球范围内甄选产品，布局全方位投资产品。产品分类细、地域广、品种多，满足个性化投资需求，为客户的全球资产配置提供保障。



上期观点回顾

资产类	细分子类	2019Q3	观点验证
全球股票	美国	■/▲	Q3上涨1.06%，符合预期，成为少数上涨的市场。正如预期，受到美联储鸽派货币政策提振，美股具有上涨动能，此外，相比其他区域，美国经济韧性亦较好。
	欧洲	■	Q3下跌2.25%，表现略弱于预期。欧洲经济数据迅速走低，包括其火车头德国在内的诸多经济体数据较孱弱，而退欧大戏延绵不绝，均对市场形成了负面的冲击。
	日本	■	Q3上涨2.24%，表现略好于预期。日本出口部门数据持续下降，与韩国贸易战同时在削弱两国的贸易前景，但日央行坚持货币宽松，且与美国贸易谈判进展顺利。
	新兴市场	■/▲	Q3下跌5.11%，表现显著弱于预期。因全球经济前景的恶化速度超于预期，而且中美贸易谈判一波三折，均对新兴市场形成逆风因素，市场在8月下跌幅度较大。
中国股票	A股市场	■	Q3上证综指跌2.47%，不及预期。7月市场震荡下跌；8月V型反转，先是特朗普发推让中美贸易再起波澜，人民币汇率破7，市场避险情绪上升，上证综指创阶段新低，而后半月 LPR报价机制改革，央行加入全球宽松大潮，成为A股大涨的直接催化剂；9月份则在“双降准”、合格境外投资者（QFII/RQFII）投资额度限制放松、海外重要指数扩容A股等利好消息下，A股震荡上行。
全球债券	美国国债	■/▼	Q3上涨2.40%，表现显著超出预期。全球经济展望偏向于负面，让市场预期联储将转向更加宽松，从而计入更多降息，而包括贸易战等风险因素则推升避险情绪。
	投资级信用债	■/▲	Q3上涨3.05%，表现符合预期。因无风险利率已经趋于下行，推升全球投资者对于债券、尤其是高等级信用债券的需求，故而板块在Q3呈现持续上涨的态势。
	高收益信用债	■/▲	Q3上涨1.33%，表现符合预期。尽管股市在Q3波动较大，且经济数据普遍较弱，但一方面，经济形势尚未严重侵蚀偿债能力，另一方面资金在流入债券各板块。
	新兴市场	■/▲	Q3上涨1.34%，表现符合预期。美联储降息预期在Q3重新变得强烈，对于新兴市场债形成利好，尽管经济数据较差，但大环境对于新兴市场债而言仍较为有益。
中国债券	利率债	■	Q3中债总财富指数上涨1.4%，国债收益率平均下行约10BP，表现符合预期。弱势的经济数据、相对宽松的货币环境以及不确定的外部环境持续助推债市走强。
	信用债	■	Q3中债信用债总财富指数上涨1.4%，表现符合预期。无风险利率的持续下行以及信用风险事件的减少共同推动信用债收益率明显下行，信用利差普遍收窄。
大宗商品	黄金	■/▲	Q3黄金上涨4.5%，符合预测。宏观经济显疲态，降息落地，全球宽松。ETF市场及多国央行持续加码黄金。中美贸易战、英国硬脱欧及中东局势等风险因素支撑黄金避险需求。
	原油	■/▼	Q3 WTI原油下跌6.8%，布伦特原油下跌7.9%，符合预测。需求疲软，OPEC减产不温不火，北美页岩油运输瓶颈打破，产能释放。北美飓风及伊朗遇袭难掩油价颓势。
国际地产	国际REITs	■/▲	全球REITs指数与美国REITs指数Q3分别上涨4.9%、7.7%，小幅超预期。低利率环境和稳健的底层物业盈利能力依旧是REITs优异表现的有力支撑。
中国地产	中国地产	■/▼	符合预期，在三季度，房价有所松动。房地产市场上涨的城市数量进一步减少，下跌的城市在上升。
外汇	美元	■/▼	Q3上涨1.98%，超预期。美国经济韧性仍在，与此同时，三季度中美贸易摩擦继续升级，推升避险情绪。
	欧元	■/▲	Q3下跌2.41%，不及预期。三季度中美贸易摩擦继续升级，对贸易波动较为敏感的欧元区经济明显放缓。与此同时，硬脱欧风险一度上升进一步拖累欧元。
	日元	■/▲	Q3上涨0.12%，符合预期。日本经济韧性较强，与此同时，三季度中美贸易摩擦继续升级，推升避险情绪。

注：▲ 表示看多 ■ 表示看平 ▼ 表示看空

本期资产观点

资产类	子类	Q4展望	主要影响因素点评
全球股票	美国	■/▲	目前股指在高位缺乏指引和催化剂，但进入到三季报行情后，预计市场波动性将显著提高，美国经济相对而言仍具有优势
	欧洲	■/▲	欧洲央行已经降息和重启QE购债，欧洲经济有望边际回升；风险因素仍多，包括德国经济趋弱、英国硬脱欧风险的加剧等
	日本	■	出口部门的持续羸弱，以及企业盈利数据的不振让其难以获得持续上涨的动能，消费税上调影响经济，货币宽松难加码
	新兴市场	■	新兴市场仍面临全球经济下行所带来的压力，而中国经济数据能否在Q4反弹亦具有不确定性；中美贸易谈判前景不明
中国股票	A股市场	■/▲	宏观稳定、改革红利、外资涌入这三大因素将支撑节后股市稳健运行；季报窗口期A股盈利有望继续修复；关税冲击将在Q4季度显现；关注科技、医药、消费等大板块中的细分赛道
全球债券	美国国债	■	标杆性的10年期国债在大幅波动后，进入到相对合理的区间，美联储对于Q4是否降息仍存在显著分歧，避险情绪较为强烈
	投资级信用债	■	板块年初以来表现出相对的强势，但近期基本面已经随经济增长的萎靡而略有侵蚀，预计BBB评级的债券存在降级压力
	高收益信用债	■/▲	板块的基本面亦存在向下的压力，但剔除能源板块外，其他板块的违约率预计仍处于下降通道，而收益率优势提振其前景
	新兴市场	■/▲	美联储维持相对宽松的货币政策，而年初至今有30多个央行降息，环境对于新兴市场债友好，阿根廷局部危机未见蔓延
中国债券	利率债	■	经济基本面存在下行压力，但超预期下滑概率较小；货币政策保持定力，短期很难进一步宽松，长端利率债估值已相对较高
	信用债	■	经济下行环境下信用违约的风险不容小觑，民营企业、周期行业处境较为艰难，继续保持中高评级配置，审慎参与信用下沉
大宗商品	黄金	■/▲	宏观经济偏弱，美联储降息，均利多黄金；中美贸易战、英国硬脱欧、中东地缘政治等风险因素将支撑黄金的避险需求
	原油	■/▼	经济偏弱，原油需求疲软；沙特遇袭后产量恢复速度超预期，北美页岩油运输瓶颈逐步打破，供给端承压，中东局势不明
国际地产	国际REITs	■/▲	稳定的盈利能力和较低的利率环境继续为REITs表现提供动力，应持续关注REITs类防御型资产在经济后周期中的表现
中国地产	中国地产	■	在政策调控、贸易摩擦的大背景下，房地产的投资性需求受到压制，但刚需仍然处于高位。短期房地产供需处于均衡位置
外汇	美元	■	美国经济相对于欧洲的优势仍然存在，对日本的优势则在收窄，同时，美国的利差优势在收窄，这不利于美元继续上攻
	欧元	■	在各方的政治压力之下，英国硬脱欧的风险在未来或许有望下降，同时欧洲经济数据的疲软在短期还看不到提升的迹象
	日元	■/▲	日本经济有所放缓，但放缓幅度相对较小；日本央行没有进一步宽松。与此同时全球避险情绪仍然浓厚，日元有望相对强势

注：▲表示看多 ■表示看平 ▼表示看空





资产类分析

中国股票

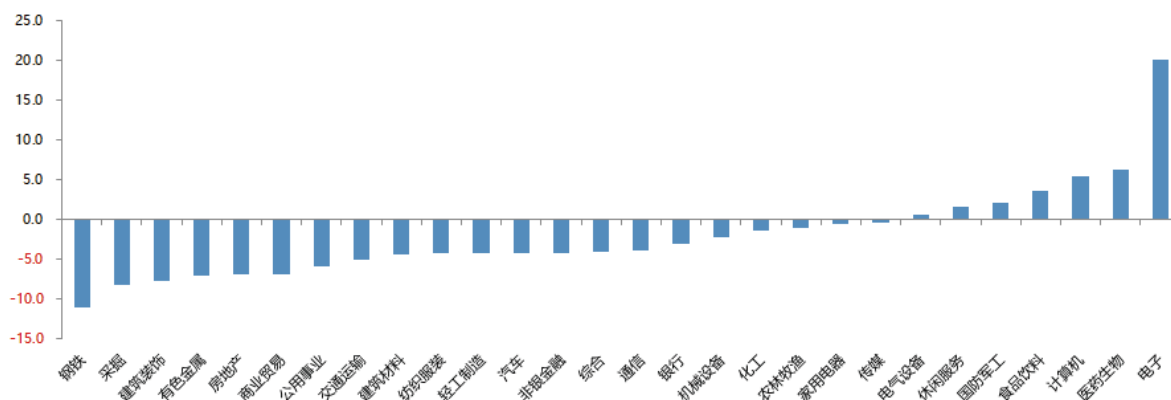
▸ 震荡回升、大金融或跑出超额收益

宏观经济依然疲弱，企业盈利在年底前企稳的幅度有限。股市流动性有望保持舒适的状态，货币政策宽松，海外资金在“全球负利率、重要股指提高A股配置比例”的环境下，将继续北上。我们判断四季度A股是震荡行情，但股指有望取得正收益，从历史和年初以来的表现加上板块特征，大金融有望在年底有超额收益。

三季度A股震荡下行

三季度A股继续下跌，上证综指最终收于2905点，季度跌2.47%。具体来看，主要股指跌多涨少，沪深300跌0.29%，中证500跌0.19%，但中小创大幅跑赢大盘，创业板指和中小板指分别上涨7.68%和5.62%；风格分化，消费（+2.5%）、成长（+4.4%）上涨，但金融（-2.6%）和周期（-1.9%）下跌；申万一级行业仅7个行业上涨，其中电子行业以20.2%的涨幅大幅领先于其他行业，医药生物（+6.4%）、计算机（+5.4%）、食品饮料（+3.6%）、国防军工（+2.2%）紧随其后，但以钢铁（-11.1%）、采掘（-8.2%）为代表的周期板块下跌较多，建筑装饰（-7.7%）、有色金属（-7.0%）和房地产（-6.9%）等8个行业的跌幅均在5%以上。推动三季度市场的走势主要来自于国内一系列资本市场的改革、全球宽松的货币环境、海外资金流入、中美贸易谈判的进程等，主要来自于风险偏好的变化。

图1：三季度申万一级行业三季度涨跌幅：电子行业大幅领先（%）



数据来源：Wind，嘉实财富，数据截至2019年9月30日

▸ 企业盈利或在年底前阶段性企稳

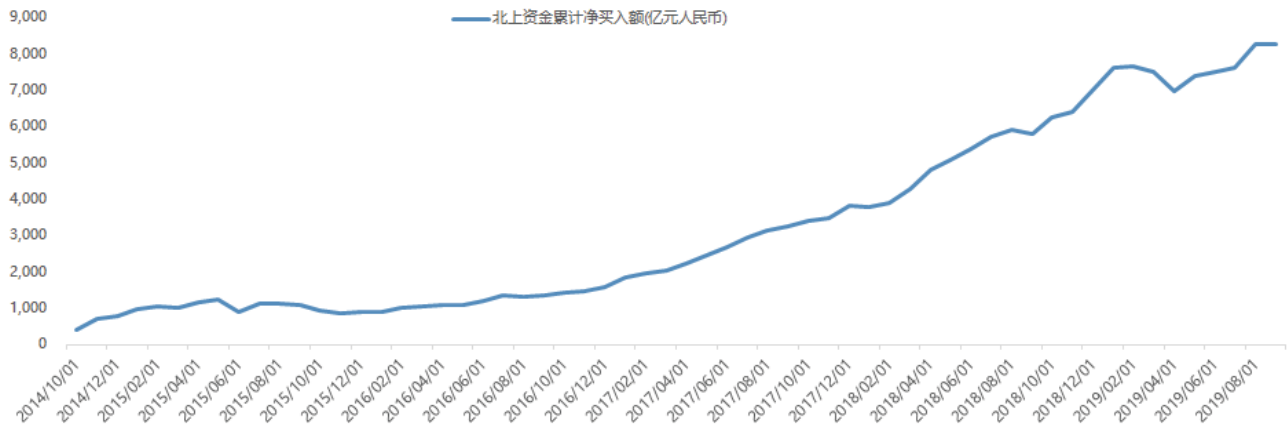
从宏观景气来看，9月中采制造业PMI 49.8，较上月回升0.3个百分点，各分项均有不同程度回升，特别是新订单和生产分别上涨0.8个百分点、0.4个百分点，说明内外需稳定企业生产有所改善，且从企业盈利周期来看（下行周期7-8个季度，而本轮盈利从2017年一季度开始已经持续下行了9个季度），市场对企业盈利在年底前见底的一致性预期较强。但是，当前面临的环境也有所不同，政府已经弃用房地产对经济的短期刺激，“房住不炒”定力不改，从历史上看，当

地产投资下跌、制造业投资下跌、出口三项都下跌的情形下，基建对经济的拉动有限，因此即使见底复苏，弹性也比较有限。

流动性将继续宽松

增长疲软，各国货币当局采取“衰退式宽松”，国内由“去杠杆”转为“稳杠杆”，虽然不会大水漫灌但总体将继续宽松。从增量资金来看，在地产调控持续和信用刚兑不断打破的环境下，利率持续下行，A股在国内投资者的资产配置中变得越来越有吸引力；而海外资金面临低利率甚至负利率、全球重要指数进一步提高A股的纳入比例的大环境，也将继续增配A股。

图2：北上资金持续流入



数据来源：Wind，嘉实财富，数据截至2019年9月30日

四季度不宜低配大金融

前三季度，消费、成长、金融、周期四大板块中的消费与科技均有较大的涨幅，分别涨39.07%和29.19%，个股筹码也相对集中，而金融、周期板块则明显落后，尤其银行只上涨14.79%。从历史上看，前期落后的板块在四季度极有可能估值重估，跑出超额收益的概率很大。对于大金融板块而言，四季度的催化剂或来自两个方面：其一，相对于科创成长板块，大金融估值低、稳增长、高分红的特点对外资更具吸引力；其二，作为对冲经济下行的可能选项，放松对金融行业的监管可能使银行、券商、地产等板块的业绩超预期。“胜负手”在于精选个股。个股表现将持续分化，基金经理投资的“胜负手”在于精选个股。我们清晰地看到，自2019年二季度以来，股市在结构转型的背景下，于消费、医药、科技等板块的细分赛道中不断崛起着耀眼的结构性投资机会，未来一年也不会例外。因此未来基金经理业绩好坏的“胜负手”就在于能否坚守好赛道、精选好公司，在于能否通过深入调研将投资目光聚焦在社会转型的最核心需求上。以上判断也是我们四季度基金组合构建的主要考察指标。



风险提示

三季度企业盈利超预期下滑

中国债券

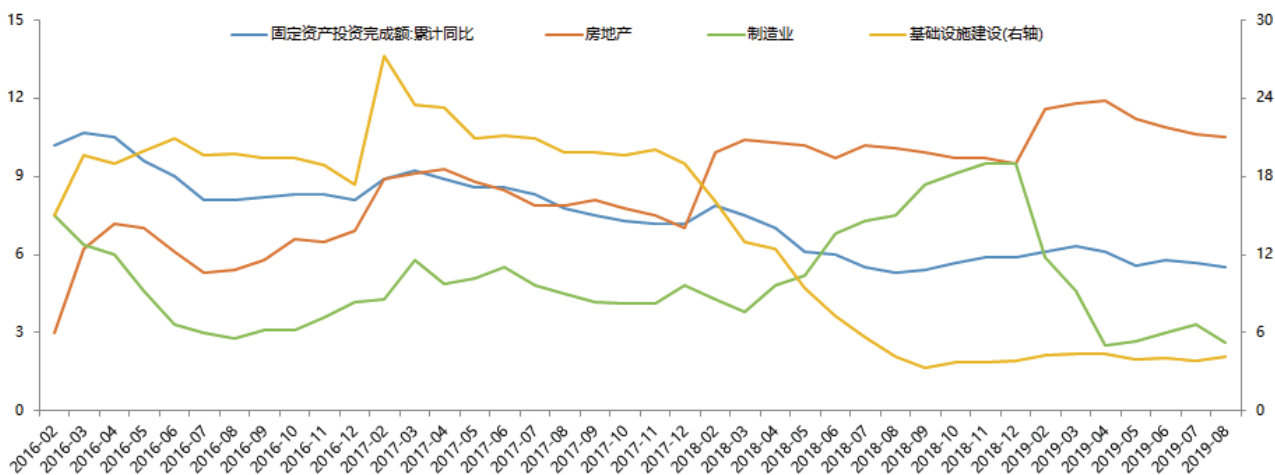
▶ 基本面超预期下滑概率较小，货币宽松存在制约，
债券市场保持窄幅震荡

▶ 经济基本面存在下行压力，但超预期下滑的概率较小。

首先，房地产投资短期仍将保持韧性。1-8月房地产投资同比增速达到10.5%，远高于同期基建投资、制造业投资4.2%、2.6%的增速，成为支撑年内经济的重要力量。而在“房住不炒”政策基调之下，房地产调控仍将保持高压，比如限购限贷、收紧房地产企业融资渠道、房贷利率不能下降等。但是经过2015年以来的去库存之后，目前的待售面积已经降至2013年底的水平，去化周期大为改善。8月房地产销售面积和销售金额环比也均有小幅提升，销售情况并未明显恶化。虽然拿地和新开工的增速下滑较为明显，但为保证交房进度，施工数据仍在近期高位，建筑、安装等投资支出有望保持平稳，成为稳定上下游需求的关键。

其次，逆周期调节政策力度有所提升。8月17日，央行宣布改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制，将报价方式改为按照公开市场操作利率(MLF)加点形成，并将LPR在新增贷款中的使用情况纳入MPA考核，8月20日、9月20日新披露的1年期LPR从4.31%分别下降至4.25%、4.20%。9月4日，国常会宣布根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，加强项目管理。9月6日，央行宣布将于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，并额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点(于10月15日和11月15日分两次实施到位)，合计释放长期资金约9000亿元。与此同时，发改委等部门关于深挖国内需求潜力、促进商业消费，尤其是汽车消费的相关政策也在不断的完善和推出。

图1：房地产投资短期仍将保持一定的韧性



数据来源：Wind

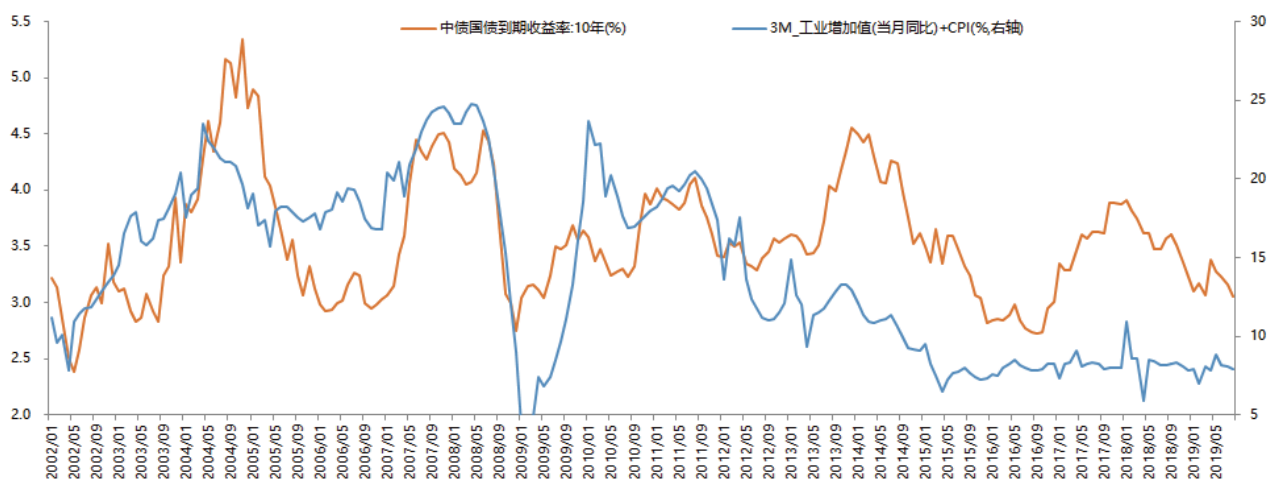
货币政策保持定力，宏观杠杆高企和通胀压力制约进一步的宽松。

9月24日，易纲行长表示，中国的货币政策应当保持定力，坚持稳健取向。既要稳当前，也就是说要加强逆周期调节，保持广义货币M2和社会融资规模的增长速度和名义GDP的增长速度大体上相当匹配，坚决不搞“大水漫灌”。也要注意保持杠杆率的稳定，使得整个社会的债务水平处于可持续的水平。同时，也要考虑到长远，要加大结构调整的力度，下大力气疏通货币政策的传导机制，以改革的方式降低企业的融资成本。而在2019年上半年，宏观杠杆水平从243.7%迅速升至249.5%，企业部门和居民部门贡献了主要的增量。短期内债务杠杆的快速攀升，叠加受供给等因素影响的猪肉价格大涨带来的通胀压力，货币政策进一步宽松的概率在降低。

债券市场保持窄幅震荡，信用分化仍将延续。

虽面临经济数据的持续弱势，但我们认为基本面超预期下滑的概率较小，房地产投资短期仍保持韧性，降准、LPR改革、专项债提速等逆周期调节政策近期密集发力。而受制于迅速攀升的宏观杠杆水平和通胀压力，货币政策短期难进一步宽松。叠加已经降至历史低位的长端收益率，我们认为四季度债券市场将保持窄幅震荡，利率下行的时间和幅度取决于货币政策的宽松空间。而打破刚兑、信用分化仍将保持常态，我们建议适当提升对信用资质的要求，以中高等级为主；信用下沉则需要加强与信用研究经验丰富、风险控制稳健、长期业绩出色的优质管理人的合作。

图2：利率走势与经济名义增速高度相关



数据来源：Wind

全球股票

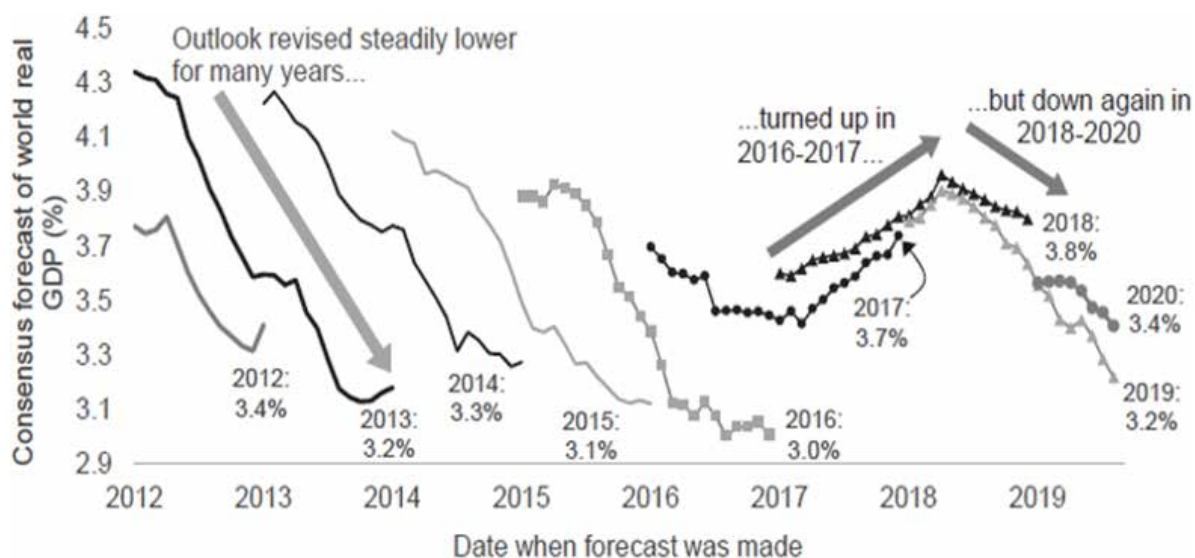
▶ 经济增长前景黯淡，股市波动幅度升高

全球股市：扩张后周期的尾声，经济增长前景愈发黯淡无光

进入到2019年，延续着2018年下半年以来的观点，投资者对全球经济增长的前景趋于谨慎，各主要机构纷纷下调了今年的全球增长预期，例如OECD组织在最新的预测中，将全球2019年经济增长的预期值从3.2%调降至2.9%，是近10年来的最低水平。而情况在短期可能进一步恶化，原因在于，一方面，前瞻性的经济指标PMI指数在近期显著恶化，当前全球主要经济体的制造业PMI指数已经纷纷跌破50的荣枯线水平，经济失速的风险在继续累积；另一方面，美国经济尽管相对稳健，仰赖于占据经济三分之二的个人消费支出的持续稳定，但在工业经济前景恶化的背景下，个人消费支出能否延续强势尚且要打上问号。此外，全球贸易战的烽火没有结束，除了仍在进行之中的中美贸易谈判和日美贸易谈判，日韩贸易战如火如荼，美国近期又开启了同欧盟之间的战火，在这一背景下，全球贸易的萎缩无疑对于经济增长的前景而言又是一大负面因素。

值得期待的是央行的逆周期操作，美联储已经两次降息，欧央行也开始降息以及重启QE购债，日央行也坚持QQE不变，货币政策救驾经济增长将是未来相当长时间的主题。那么央行将会成功吗？从历史看，成功与失败的经验都有，目前我们仅能够谨慎地继续观察，看看是否有更多的货币宽松政策（或者更多的财政扩张政策），以及经济是否存在边际改善的迹象，Q4将是观察的重要窗口期。

图1：从2018年下半年开始，对全球经济增长的预期进入到不断调降的下行通道，增长成为稀缺品



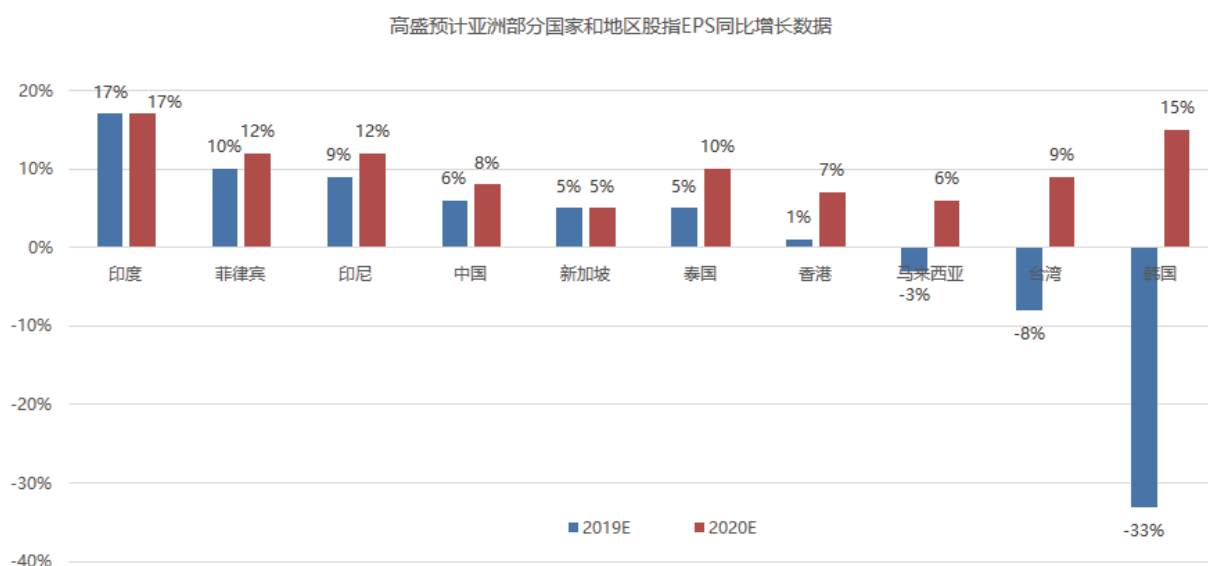
数据来源：RBC

全球股市：股市波动幅度上升，但在组合构建中仍具显著价值

鉴于对经济增长的担忧程度与日俱增，股市的波动性大概率将在高位徘徊。尽管如此，后周期环境下，我们仍预计股市能够为投资者带来回报（但风险调整后收益下降），尤其在降息背景下，债券类资产的票息趋于下行，股票类资产的吸引力上升，只要经济延续扩张，企业能够盈利，那么股市的表现就值得期待，在构建一个稳健的投资组合中，股票类资产仍然不可或缺。

对于Q4，我们相对看好美国、欧洲和印度市场。对于美股，历史表明当前处于布局的较好时机，摩根大通统计表明在总统选举前1年布局美股平均可以获得8%+的收益，而联储今年以来一直都表现出从善如流的态度，其鸽派立场也有益于股市上扬；对于欧股，经济虽然孱弱，但存在边际改善的可能，而且除了货币政策之外，若德国能够率先启动财政扩张，则经济有望重新回升。此外，英国脱欧依然是一个悬而未决的风险点；对于印度市场，9月下旬印度财政部开始降低公司税，高盛预计这将让印度在2019和2020财年的盈利增长升至17%的水平，显著高于其他亚洲国家和地区，而且印度央行年内已经5次降息，促增长的意愿非常强烈，我们预计印度经济数据、投资者信心等均有望开始逐渐修复回升。

图2：在计入了本次的公司税降低利好之后，预计印度公司盈利水平将普遍高于其他亚洲国家和地区



数据来源：Goldman Sachs

投资机会

全球经济增长的前景黯淡，但央行已经纷纷采取措施宽松流动性，谨慎观察其效果如何
股市波动性仍高，但在构建一个稳健的投资组合中的配置作用依然不可或缺
三季度在区域上相对看好美国、欧洲和印度股票市场

全球债券

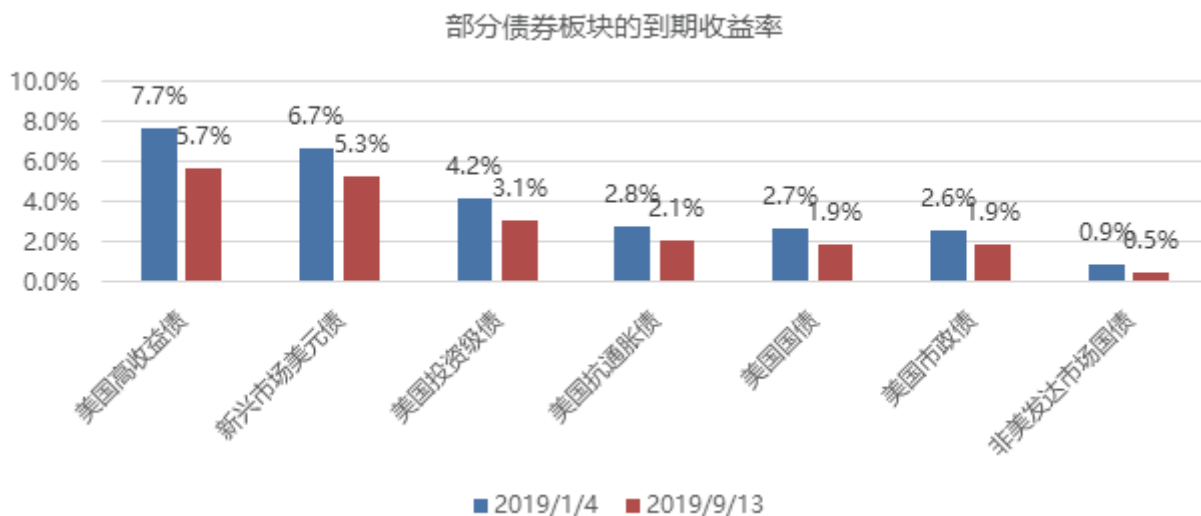
► 鸽派央行营造有利环境，但信用债基本面走软

央行纷纷降息救驾经济，债券收益率不断下行

在经济增长前景恶化的背景之下，全球央行纷纷祭出了降息的大旗，据不完全统计，年初至今已经有约30家货币当局实施了降息的操作，其中像印度已经降息了5次之多。而央行的降息潮同步催生了对债券资产类的强烈需求，叠加2018年债市的下跌导致各板块估值普遍不贵，全球资金蜂拥而至，进入债券板块，据EPFR Global的数据，截至9月25日，今年净流入到债券各类型基金的资金已经超过3500亿美元，而去年全年则是净流出238亿美元，而且今年以来债券型基金每周都实现了资金的净流入。

在央行的加持之下，债券各板块在2019均录得不菲的正收益，一些高风险板块如高收益债、新兴市场债收益在两位数，而伴随而来的则是估值回升带来的收益下降，如下图所示，主要债券板块在今年都有不同程度的到期收益率下降，例如像美国高收益债板块，尽管受到能源价格下跌的不利影响（能源板块占据高收益债约五分之一的权重），其收益率仍然已经从7.7%降低至5.7%的水平。因此，虽然有降息本身带来的资本利得的补充，但低收益的问题也将开始困扰债券资产。

图1：在央行普遍降息、以及年初至今债券普涨推升估值之下，各债券子板块的收益率普遍有明显降低

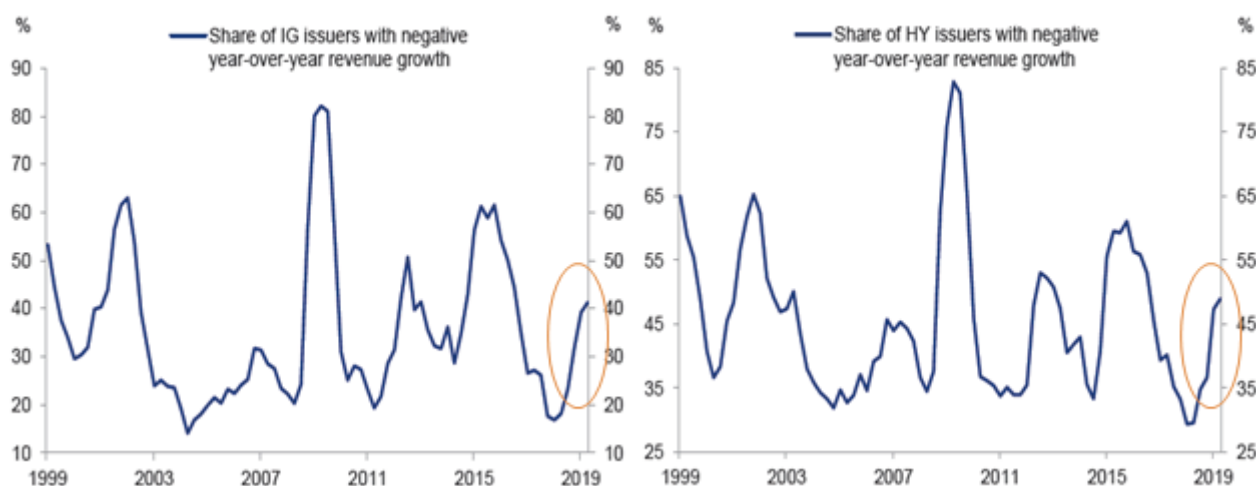


信用债基本面已经走软，但需要催化剂才能启动关切

全球经济增长的下行压力也已经传导到债券板块的基本面上。如下图所示，根据高盛的统计，自 2019 年以来，营收负增长的信用债公司比例在不断升高，目前无论投资级或者高收益信用债公司营收负增长的比例都超过了 40%，这当中固然有 2018 年高基数的原因（减税带来的盈利提振），但是若盈利状况在之后还是不能出现改善，则毫无疑问将影响到公司的偿债能力指标，进而影响到投资者对于信用债的投资信心。

尽管如此，在央行的宽松货币政策护航之下，各经济体的金融状况指数（FCI）都已经不同程度改善，有望拉动经济出现边际的修复，主流机构也预测美国企业盈利将在 Q4 反弹，因此我们并不认为在 Q4 会触发对于信用债的持续抛售（缺少催化剂）。因此，我们建议密切关注经济数据的边际回暖是否被证伪，以及板块的资金流入流出状况，换言之，对于信用债板块在未来需要采取更加灵活的配置策略。

图2：经济增长走弱的背景下，信用债的基本面亦逐渐受到侵蚀，营收负增长的信用债公司比例在升高



数据来源：Goldman Sachs

投资机会

全球央行纷纷降息以应对经济增长走弱的现状，但债券各板块随着水涨船高。信用债的基本面受到侵蚀，但目前缺少触发抛售的催化剂，投资者情绪稳定。需要以更加灵活的策略应对债市波动。

国际地产

► 支撑 REITs 表现的两大主要因素——低利率环境、稳健的底层盈利能力未变，经济后周期中应持续关注 REITs 类防御型资产表现

美国REITs：三季度涨势依旧，对股票指数超额收益进一步扩大

美国REITs指数三季度上涨7.7%，表现大幅超过同期对应股票指数（标普500指数）六个百分点。继2019年初的亮眼表现后，REITs在三季度再次绽放光彩。从单月表现来看，2019年以来，仅于4月当月录得0.2%的小幅下跌，其余月份均保持了良好涨势。2019年至今（三季度末），美国REITs指数已经录得28.5%的大幅上涨，而同期对应股票指数则上涨20.6%，REITs对股票指数的超额收益在三季度内进一步扩大。

今年以来，随着股价的不断攀升，REITs股票估值开始走高，隐含资本化率（Implied Cap Rate）降至有史以来的最低值5.4%附近，AFFO（Adjusted Funds from Operation，调整后运营资金）比率上升至19.2x，小幅超过标普500指数PE比率（17.0x）。虽然美国REITs股票估值已经超过标普500指数，但市场上仍有充足的私募资金“干火药”（Dry Powder）蓄势待发。据另类投资数据平台Preqin统计，截至3月底，共有超过3千亿美元私募地产资金蓄势待发；截至7月底，约有超2千亿美元私募地产资金计划投入市场。

展望后市，我们认为投资人应持续关注REITs类防御型资产在经济后周期中的表现。近期，美国公布的一系列经济数据均较为疲软，市场对美国经济放缓的担忧加剧。此时，自身具有稳定租金收益、分红特征的REITs资产，将格外受到投资人偏爱。据花旗银行最新的调查问卷报告显示，机构投资者对REITs资产未来一年的表现变的更为乐观。与二季度末相比，更多的机构投资者认为，未来一年REITs股票的平均收益将为3.5%左右，甚至有约24%的机构投资者认为该数字将在10%以上，而仅有不到10%的机构投资者认为在未来一年内REITs会进入熊市。

美国REITs各主要板块：“意外惊喜”的零售类REITs，但仍需保持谨慎

三季度美国REITs四个主要板块均录得不同程度上涨，其中住宅类REITs以10.4%的涨幅领涨，工业、零售、办公类REITs则分别上涨7.2%、6.1%、5.6%。零售类REITs终于一改往日颓势，不再成为表现最差的板块。此前，受零售业“关店潮”影响，零售类REITs一直表现不佳。然而，随着8月中二季度财报季的结束，零售类REITs却给投资人带来了“意外惊喜”。二季报显示，零售类REITs同店NOI增长率与一季度保持一致，且在零售类REITs板块内，约65%的公司二季度盈利结果超预期，其主要贡献来自于奥特莱斯和购物中心子板块的表现超过预期。超预期的二季报结果促使投资人重新关注到零售类REITs板块，奥特莱斯与购物中心两大子板块底层物业的强劲盈利能力也推动了相关REITs股价上涨。

9月单月，零售类REITs以5.7%的涨幅独占鳌头。

虽然零售类REITs在9月涨势强劲，但我们认为投资人应在本轮上涨中保持谨慎。困扰零售类REITs的最主要问题——空置率过高，依旧没有得到缓解，且未见好转迹象。因此，空置率问题仍将是笼罩在零售类REITs未来表现上的一团阴霾。

低利率环境对REITs的影响：资金成本降低推动资金募集，进而激发底层物业收购热情

三季度以来，美债长端利率继续下滑。10年期美债收益率由6月末的2%以上，下跌至9月末的1.7%左右水平，虽然在9月内有所波动，但总体保持在一个相对较低的利率水平。9月19日美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）会议，会议决定降息25个基点，联邦基金利率目标区间下调至1.75%至2.00%，降息靴子落地。虽然美联储本次如期降息，但市场对年内继续降息的呼声不减。随后，10月8日，美联储主席鲍威尔的最新讲话称，美联储将开始扩大资产负债表，正在考虑购买美国国债。

较低的利率环境使REITs的融资成本较之从前大幅降低，使得REITs公司更偏好于通过发行新债券的方式募得资金用于收购新的底层物业。统计数据显示，2019年至今（截至9月底），美国REITs公司共计发行了超过350亿美元无抵押债券，二季度末以来发行230亿美元。相比之下，2018年全年也仅发行了约230亿美元无抵押债券，而创造了历史高位的2017年全年则发行了不到450亿美元无抵押债券（详见图1）。资金成本的降低激发了REITs公司对底层物业的收购热情（详见图2），截至9月底，美国REITs公司在2019年内已经完成了约230亿美元物业资产的收购，净收购额超过80亿美元。而2018年全年净收购额接近零。新物业的收购与开发将有利于推动REITs的外部增长和价值创造，但与此同时，投资人也应持续关注随之而来的潜在风险，即投资回报率与资金成本的可持续性。

图1: 无抵押债券发行量逼近历史高位



图2: 2019年以来净收购金额超过80亿美元



数据来源：Citi, Bloomberg, 嘉实财富



中国地产

住宅销售边际企稳、投资韧性仍在



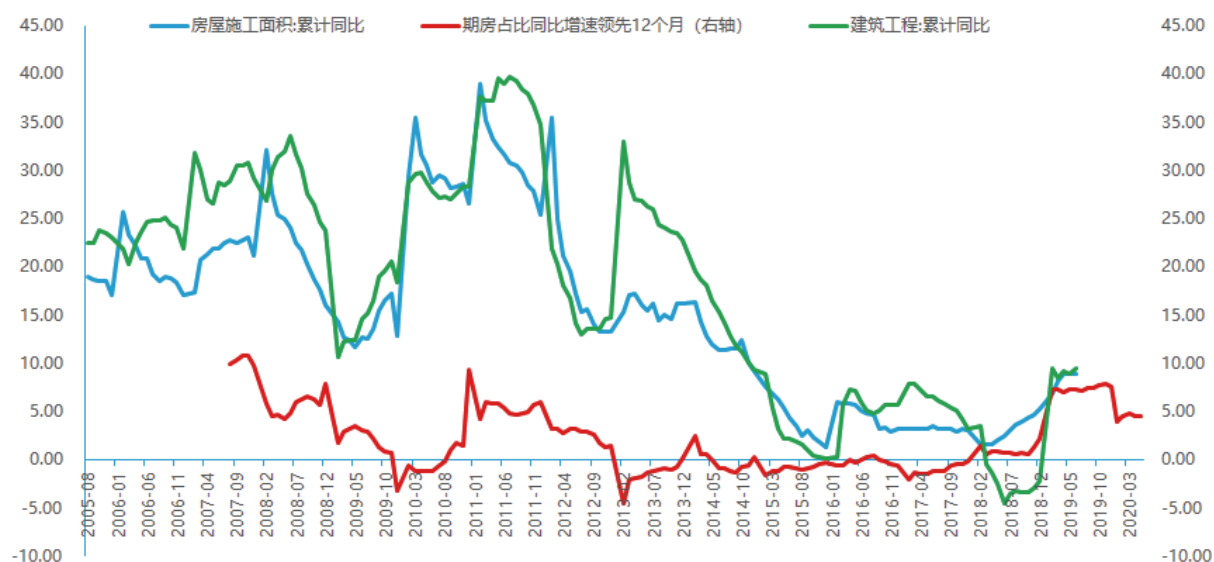
中国住宅地产销售韧性较强，商业地产则继续放缓。

1~8月份，商品房销售面积101849万平方米，同比下降0.6%，降幅比1~7月份收窄0.7个百分点。其中，住宅销售面积增长0.6%，办公楼销售面积下降10.8%，商业营业用房销售面积下降13.9%。商品房销售额95373亿元，增长6.7%，增速加快0.5个百分点。其中，住宅销售额增长9.9%，办公楼销售额下降11.7%，商业营业用房销售额下降12.8%。8月末，商品房待售面积49784万平方米，比7月末减少92万平方米。商品房待售面积的减少主要由住宅贡献的。具体而言，8月末住宅待售面积减少140万平方米，商业地产待售面积则继续上升。住房地产去化周期已接近2013年的低位。销售的韧性有望得以维持。9月，虽然央行全面降准，资金环境整体趋向宽松，但涉房信贷仍相对紧张，叠加10月落地的房贷利率新机制执行，进一步加剧市场观望情绪。新房、二手房市场在9月并没有表现出明显回暖迹象。部分重点城市新房成交量同、环比双降，长沙、郑州等市成交显著缩量，主要城市二手房成交量也持续走低。但房地产市场并没有出现明显转冷迹象。虽然国家统计局还没有公布9月销售数据，但从重点房企销售数据可窥探一斑。在房地产企业融资环境收紧的大背景下，9月房企销售营销全面发力，在推案量上升、促销力度加大的推动下，市场区别于7、8月低迷表现，百强房企业绩企稳回升，销售表现良好。9月，TOP100房企销售操盘业绩规模9231.7亿，较8月环比上升近23%，增幅较去年同期提升明显。整体来看，2019年前三季度，在“房住不炒”政策主基调下，行业整体规模增速仍保持平稳。

房地产投资韧性仍在

2019年1—8月份，全国房地产开发投资84589亿元，同比增长10.5%，增速比1—7月份回落0.1个百分点，开发投资连续4个月下降。7月30日，中央政治局首次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，体现了中央政府控制房价上涨、确保房地产平稳健康发展的决心。部分热点城市随之纷纷出台调控政策；加之金融政策持续收紧，房企融资承压，开发企业投资预期进一步降低。房地产投资虽有放缓，但考虑到期房销售占比仍然较高，预计今年以来房地产建筑投资持续修复的势头应会延续到今年年末。受此支撑，房地产投资的放缓幅度将会有限。

图1：房地产建筑投资和施工面积有望延续修复势头



数据来源：Wind，嘉实财富

7.30政治局会议以来，各地贯彻落实党中央、国务院部署，始终坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，以稳地价、稳房价、稳预期为目标，进一步落实房地产调控长效机制，房地产市场总体延续平稳态势。展望四季度，只要经济不失速，当前“求稳”的政策基调仍会延续。



大宗商品

► 黄金回调后蓄势待发，原油中长期重心下移

宏观经济趋弱，全球宽松，叠加风险事件，黄金延续涨势。

主要经济体数据屡低预期，美联储降息落地，美国国债收益率曲线一度倒挂，失业率逼近拐点。市场对经济衰退的担忧渐浓，黄金于7、8两月延续涨势，9月有所回调，盘中高点达到1557美元/oz，近期于1500美元/oz附近震荡，3季度上涨4.5%。

虽然美债收益率下行，但在全球经济趋弱的环境下，美国经济依然保持着相对优势，这也导致了下半年以来黄金美元齐头并进的异常走势。黄金ETF持仓量快速攀升，同时以中国和俄罗斯为代表，多国央行持续增加黄金储备。

图1：黄金美元齐头并进，一反常态



图2：黄金ETF持仓快速攀升



数据来源：Wind, Bloomberg

避险情绪也是支撑黄金走强的一大因素。中美贸易战已持续一年多，期间多次反复；英国无协议脱欧风险尚存；中东地区局势混乱，各类袭击事件频发；欧元区经济形势脆弱。同时，金油比及金银比当前处于正常水平，并不对金价上行构成阻力。

展望后市，黄金上方仍有较大空间，或在催化剂作用下开启新一轮上涨。看好黄金在后周期中的表现。

原油需求疲软，供给端变化微妙，中长期油价中心或下移。

全球经济趋弱，原油需求疲软。OPEC减产执行不温不火，北美页岩油运输瓶颈打破，产能释放。飓风登陆北美及沙特产量设施遇袭短期提振油价，但难掩油价颓势。Brent原油3季度下跌7.9%，WTI原油3季度下跌6.8%。

当地时间9月14日，沙特阿美的两处主要石油设施遭到无人机攻击，引发大火，也门胡塞武装宣布对此负责。沙特能源部长表示，袭击导致Abqaiq和Khurais两个工厂暂时停产，这将导致近一半的石油产量被削减，减产幅度高达570万桶/日。9月16日开盘油价飙升，盘中有所回调，全日Brent原油大幅上涨12.8%。该事件无论是从对原油供给量的影响还是对油价的影响上看，都在历次历史事件中居前。事件发生后沙特官方宣称产能将较快速度恢复，特朗普称必要时可动用美国原油储备，俄罗斯决定短期内提高原油产出50万桶/日以应对供给紧张。据最新消息，沙特能源大臣于10月3日确认，沙特原油产量完全恢复到遇袭前水平，今后将集中精力推动油气巨头阿美公司首次公开募股(IPO)。产能或许已经恢复，但需关注该次袭击事件可能带来的后续影响，沙特和伊朗间的代理人战争或被激化，中东局势或进一步恶化。

7月初减产会议后，OPEC三季度的实际产量情况并未给市场带来惊喜，8月产量甚至有所增长。而北美方面，随着输油管道逐步投产，页岩油从以二叠纪盆地为代表的产区向沿海地区的运输瓶颈被打破。3季度飓风“巴里”及飓风“多利安”轮番登陆北美，前者对原油产出造成较大影响，美油产量短期出现断崖式下滑，库存持续消耗。但随后产量快速恢复，再创新高。美国新增钻机数连续7个月下滑，未来半年页岩油产量增长或接近拐点，由于二叠纪盆地的单井产量增长和管道条件的改善，产量下滑的可能性较小，但增速大概率迎来放缓。

图3：美国原油库存受飓风影响有所回落



图4：运力提升，飓风难阻美油产能释放



数据来源：Bloomberg

展望后市，原油从基本面上看已缺乏上涨动能，中长期油价重心或下移。

外汇资产

▶ 避险属性支撑美元



▶ 美国经济韧性仍在

三季度，美国经济动能进一步放缓，观测美国经济的重要领先指标ISM制造业PMI指数8月首次跌破荣枯线，并且在9月录得47.8，为近十年新低。尽管如此，我们更看重美国的劳动力市场数据。从目前来看，美国劳动力市场仍比较稳健。美国9月非农就业人口新增13.6万人，预期增加14.5万人，8月数据由增加13万人修正为增加16.8万人。同时失业率进一步下降。美国9月失业率3.5%，刷新纪录低位，预期3.7%，前值3.7%。我们认为，美国经济短期韧性仍在。与此同时，欧元区经济继续下行。德国、法国等核心国的PMI都在放缓。德国9月制造业PMI为41.7，前值43.5，法国为50.1，前值为51.1，欧元区为45.7，前值为47。8月份短暂的企稳之后继续选择了向下。日本制造业PMI从8月份的49.3下降到48.9。因此，相比较而言，美国经济的韧性要明显强于欧元区经济，但弱于日本经济。

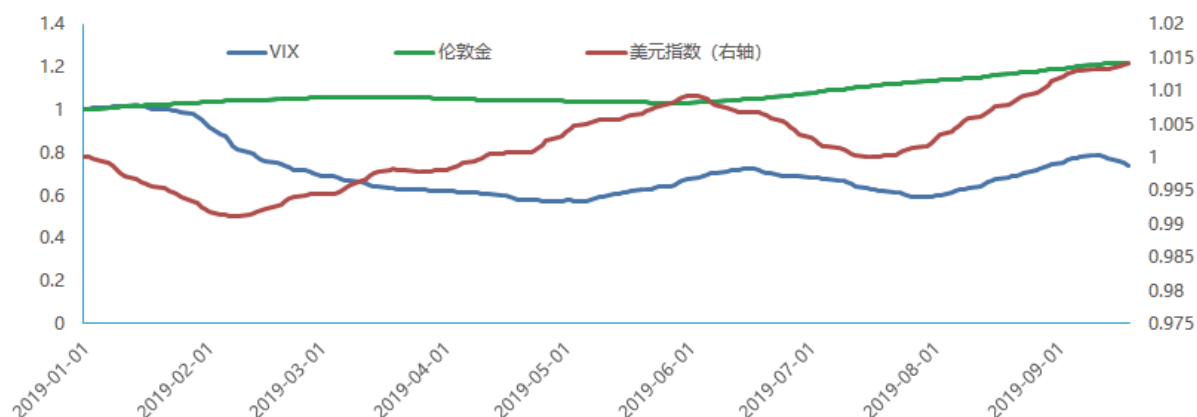
▶ 美联储开启降息、利差优势收窄

随着美国经济动能的放缓，美联储调整货币政策方向的压力越来越大，并最终在2019年7月、9月先后两次降息25BP，将联邦基金利率的目标降至1.75%-2%。美联储7月以来的两次降息透露出一个重要的政策信号：降息的框架已经突破了通胀和就业两个维度。目前美联储的货币政策略显慌乱。目前局势来看，美联储未来降息的可能性仍然不低。

▶ 避险属性支撑美元

今年以来，美国经济动能有放缓迹象，与此同时，美元的利差优势也有所收窄，但美元指数总体仍然比较强势。这说明或许有其他因素在这一区间上升为主要驱动因素。从下图可以看到，2019年以来，美元指数和常见的避险资产基本处于高度正相关性的轨道当中。

图1：美元避险属性短期主导美元走势



数据来源：Wind

就人民币汇率而言，三季度中美贸易摩擦升级背景下，人民币汇率承受了较大的下行压力。在三季度末，中美双方开始释放善意，贸易谈判的悲观预期有所缓和。与此同时，中国人民银行在香港离岸市场发行了央票，也有助于支撑人民币汇率。9月中央高层表达了加强逆周期调节的态度，对中国经济未来短期的信心也有所增强。诸多因素共同作用下，人民币在三季末有所升值。

展望四季度，我们认为，经济动能放缓、利差优势收窄不利美元，但全球政治经济不确定性仍然较大，避险需求仍在，从而对美元形成支撑。同时中美贸易摩擦有所缓和，对人民币汇率形成支撑。英国脱欧进展一波三折，但我们仍坚持协议脱欧的判断。考虑到市场目前计入了无协议脱欧的预期。虽然经济下行压力较大，但脱欧的积极进展有望支撑欧元。

综合来看，我们认为四季度，美元中性，欧元中性，日元中性偏多，人民币中性偏多。



特殊策略

▶ 值得关注的另类投资标的



股票市场中性和CTA（管理期货）是当前国内对冲基金的主流策略。

前者通过量化选股和股指期货对冲获取A股市场的Alpha收益，后者在期货市场捕捉趋势跟踪和套利的机会。长期看，优秀的特殊策略产品收益稳健，波动回撤较低，且与传统资产类有极低的相关性。

图1：市场中性策略捕捉Alpha



图2：CTA策略把握趋势机会



数据来源：朝阳永续，Wind

年初以来特殊策略产品表现亮眼。

市场中性策略和CTA类私募产品今年以来平均收益分别达到6.0%和9.3%，CTA策略市场头部管理人（以前10%计）更是实现30%以上的收益。股指期货交易限制逐步放开，保证金比例调低，降低了市场中性策略的对冲成本，提升了策略的资金使用效率，市场中性策略在今年的震荡分化行情中表现优秀。商品期货市场方面，年初以来螺纹钢、沥青等多个品种走出趋势行情，CTA策略获利丰厚。

分类	年度收益率分位值 2019					产品平均绝对收益率			
	10%	25%	30%	50%	75%	2019	2018	2017	2016
股票市场中性	17.8%	9.6%	8.4%	4.6%	-0.3%	6.0%	2.3%	0.8%	0.4%
管理期货	30.2%	12.9%	10.7%	4.7%	-0.1%	9.3%	4.2%	1.6%	7.9%
套利策略	17.4%	11.0%	10.0%	6.7%	2.1%	7.5%	2.7%	2.3%	3.1%

数据来源：朝阳永续，统计日期：2019.10.11。股票市场中性产品样本数为462，管理期货产品样本数为989，套利策略产品样本数为263。分位值表示按收益率排序位于该位置的样本的收益率，例：YTD 17.8%的收益率在股票市场中性策略可排到前10%。

数据来源：朝阳永续，统计日期：2019.7.2

衍生品策略跃跃欲试

随着国内期权等金融衍生品的丰富，以波动率套利、期权做市等为代表的策略逐渐兴起，这类策略在海外发达市场已非常成熟，未来宜保持关注。

现金资产

► 流动性环境相对宽松，理财及货币基金收益率保持低位

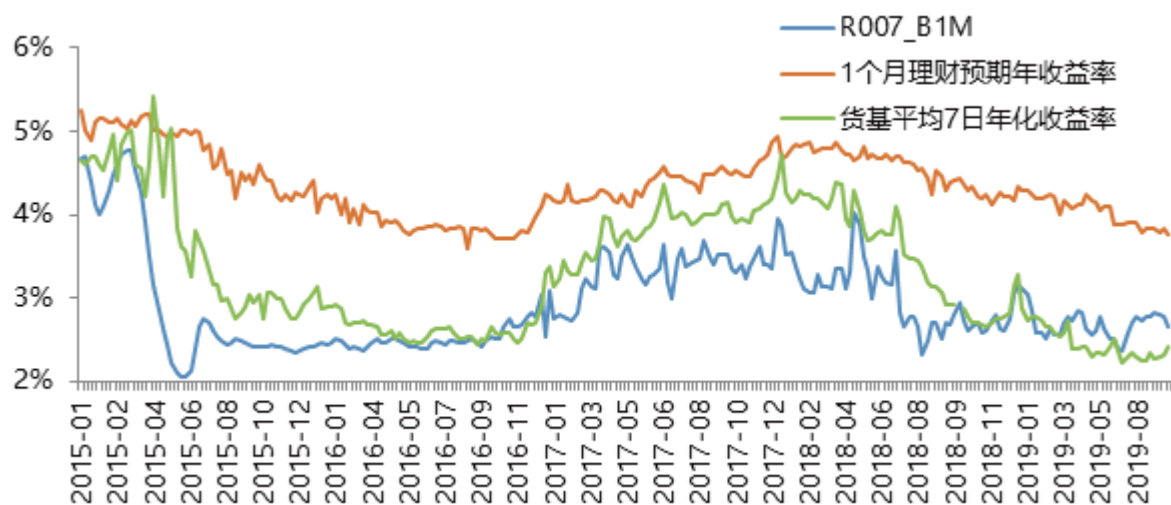
货币市场资金利率小幅上行

三季度初的货币环境延续二季度末的宽松态势，在包商银行事件的影响下，央行及监管层通过超额续作MLF、加大OMO投放、增加再贴现及SLF额度、提高大型券商短融上限等措施，积极为货币市场注入流动性，资金利率一度降至历史低位。其后则随着流动性分层现象的逐渐改善和到期资金的回流，货币市场资金利率转而上行，但幅度相对可控，并在季末受央行降准的影响，再度步入下行通道。三季度末R007、DR007分别在2.87%、2.85%，分别较二季度末小幅上行约21BP、29BP。

理财及货币基金收益率延续下行趋势。

虽然货币市场资金利率较二季度末出现小幅反弹，但是继续保持在相对低位，理财及货币基金的收益率仍延续下行趋势：与二季度末相比，9月27日全市场1个月期限的理财产品预期收益率小幅下行11BP至3.76%；货币基金平均七日年化收益率则从2.52%下行11BP至2.41%。在当前相对宽松的货币环境下，我们预计资金利率和现金类产品的收益率难以重现上行趋势。不过，作为流动性管理工具，低门槛、每日开放、收益率可观的货币基金仍存优势，建议重点关注资产规模适中、机构集中度较低、团队经验丰富且流动性管理能力较强的产品。对于高净值客户可适当配置券商的现金类产品，其收益率仍相对可观。由于此类产品一般定期封闭运作，因而需做好流动性管理。

图1：资金利率低位反弹，理财及货币基金收益率延续下行



数据来源：Wind







案例解析

FoHF——高性价比的对冲基金投资专业媒介 ▶

提起对冲基金，往往有一种神秘感，犹如蒙娜丽莎的微笑，看得到却又猜不透。过往诸如索罗斯的量子基金、西蒙斯的文艺复兴基金、达里奥的桥水基金等对冲基金业界的翘楚已然成为传说中的存在。而伴随国内资本市场的逐渐发展以及开放力度的不断加强，国内的对冲基金行业迅速的萌发和壮大，可谓“旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家”。

目前国内优质对冲基金多为量化基金，主要采用下列两类策略：市场中性策略，又称Alpha策略，通过做多一篮子股票做空股指期货的方式控制组合敞口，获取多头部分相对股票的超额收益。多头部分使用量化算法选股。CTA（管理期货）策略，通过在期货市场中进行多空操作获利，主要策略分为趋势类策略和套利类策略两类，前者捕捉大宗商品的上涨下跌趋势，后者捕捉不同品种、合约间的价差套利机会。

鉴于国内市场大量存在的alpha，市场中也涌现出一批极为优秀的对冲基金。但是很多普通个人投资者在接触、认识和鉴别对冲基金时仍仅停留在业绩收益层面，对其内在的收益来源、适应的市场环境、团队和制度的稳定性完备性往往不甚了解，因而在投资时面临较多的困惑。我们建议个人投资者尽量与专业机构合作，规避投资中的风险盲区。

作为专业的财富管理机构，嘉实财富已经与业内知名的领先管理机构建立了长期的深入合作关系，研究与投资者回报中心也进一步加强与业内头部管理人的调研沟通和研究对接，并在此基础上部署和完善FoHF组合基金，积累了深厚的研究成果，希望能够最大程度地满足投资者的财富管理需求。

▶ 对冲基金：资产配置不可或缺的组成部分

回望2018年，从国内股票到海外股票、从国内债券到海外债券、从黄金原油到金属农产品，绝大多数资产类都陷入亏损困境，尤其是以股票、商品等为代表的风险资产的表现更是泥沙俱下。以投资者熟识的A股市场为例，中证800指数2018年跌幅达到27.4%，90%以上的成分股下跌。股票类基金的表现同样惨淡，朝阳永续股票多头类私募基金的收益率中位数为-10%，且前1/4分位数仍是负收益。

而与之表现迥异的是，以股票市场中性、管理期货、套利策略等为代表的对冲基金逆势上行，引起了投资者的广泛关注和资金的涌入。2018年上述3类策略1/4分位数的收益率已经达到了8%附近，位于前10%的优秀管理人更是取得了15%以上的收益率。回顾过往年份，对冲基金的表现同样稳健，收益相对可观：在2014年-2018年5年间，股票市场中性、管理期货、套利策略3类策略年化收益分别在6%、19%、11%，年化波动率仅为4%、11%、8%。从长期来看，3类策略与股票指数的相关性更是仅在0.3、0.5、0.4。

因而，无论是从策略自身的风险收益属性，还是从大类资产配置的角度，我们认为对冲基金毫无疑问是一类值得投资者关注并配置的资产。

表1.朝阳永续私募基金2018年收益率分位数

分类	产品数量	10%	25%	30%	50%	75%
股票多头	13055	4.7%	-0.4%	-2.0%	-10.0%	-20.4%
股票市场中性	383	15.3%	7.6%	5.4%	1.5%	-2.7%
管理期货	999	19.8%	9.3%	6.9%	0.9%	-4.1%
套利策略	275	15.3%	7.7%	5.9%	1.6%	-3.8%

数据来源：朝阳永续，数据截至2018/12/31

表2.朝阳永续私募基金策略精选指数表现

分类	2014	2015	2016	2017	2018	年化收益	波动率	最大回撤
股票多头	32.1%	46.8%	-9.2%	19.1%	-19.0%	11.3%	16.0%	-33.8%
股票市场中性	10.4%	21.5%	1.7%	-2.5%	0.2%	6.0%	3.9%	-5.4%
管理期货	77.4%	14.8%	10.0%	0.6%	5.2%	19.1%	11.4%	-8.7%
套利策略	33.7%	15.5%	2.5%	2.2%	2.6%	10.8%	7.8%	-6.0%

数据来源：朝阳永续，2018年数据截至2018/12/21

► FoHF：高性价比的对冲基金专业投资媒介

而作为对冲基金投资的专业媒介——FoHF（对冲基金组合基金）则是普通投资者的较好选择。FoHF的优势集中体现在下面3点。

组合基金专业管理

FoHF本身是FoF的一种，具备组合基金诸如分散化投资和降低投资门槛等的天然优势。FoHF可投资于多种类的对冲策略，管理团队对组合进行实时监控，与对冲基金管理人保持沟通，对风险事件及时做出反应和处置。

对冲基金尽调&优选

相比于普通的FoF，FoHF的底层基金筛选显得更为重要。对冲策略往往涉及复杂的数学模型、程序化交易等，对普通投资者来说较难理解，更难谈筛选。而简单的按收益排名挑选对冲基金风险是非常大的，例如朝阳永续数据显示，2017年Alpha策略和CTA策略收益率排名首位的基金在2018年均在各自策略组内位列倒数。另外，目前国内对冲基金的公司规模都不大，人员较少，与个人投资者沟通的能力与意愿都不强，专业的机构投资者可在其中充当媒介的作用。

低相关性&高性价比

这里的低相关性包含两个层面。一是对冲策略与以股债为代表的传统资产类之间低相关，这使得对冲基金在资产配置中可以有效的分散/对冲风险。二是对冲基金之间的低相关性，这一点非常值得关注。表3中分别是5家代表性的对冲基金间的相关性和5家头部股票私募基金间的相关性。从中我们可以看到股票私募之间及其与股票指数之间的相关性均非常高。而反观对冲基金，即使是同一策略的不同管理人间也可以有很低的相关性，这使得FoHF可以充分享受风险分散的红利。

另外，我们过往的研究也发现，优质对冲基金的波动和回撤远小于传统的股票基金，虽然可能部分产品长期的年化收益率低于优质的股票基金，但其收益风险比较高，叠加组合基金的风险分散功效，使得FoHF成为一类性价比很高的投资方式。

表3.私募基金与股票指数之间的相关性

	A	B	C	D	E	中证800		A	B	C	D	E	中证800
Alpha 策略 A	1	0.12	-0.03	0.13	-0.11	0.31	股票策略 A	1	0.86	0.73	0.84	0.71	0.96
Alpha 策略 B	0.12	1	0.16	-0.06	-0.08	0.30	股票策略 B	0.86	1	0.93	0.93	0.50	0.94
Alpha 策略 C	-0.03	0.16	1	0.10	0.05	-0.28	股票策略 C	0.73	0.93	1	0.87	0.40	0.84
CTA 策略 D	0.13	-0.06	0.10	1	0.42	-0.34	股票策略 D	0.84	0.93	0.87	1	0.51	0.93
CTA 策略 E	-0.11	-0.08	0.05	0.42	1	-0.32	股票策略 E	0.71	0.50	0.40	0.51	1	0.62
中证 800	0.31	0.30	-0.28	-0.34	-0.32	1	中证 800	0.96	0.94	0.84	0.93	0.62	1

注：红色底色越深表示正相关性越高，绿色底色越深表示负相关性越高。

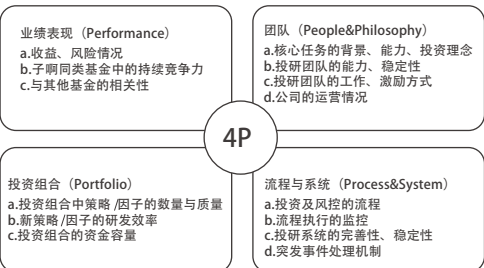
数据来源：朝阳永续，数据统计区间为2018年全年

► FoHF投资要点：与专业机构合作，规避风险盲区

即使有着层层优选、分散投资、高性价比等种种优势，FoHF的投资管理仍需要贯注深入的研究能力、细致的风控能力和专业的投资能力，我们建议普通投资者尽量与专业机构合作，规避投资中的风险盲区。

比如，在尽调优选中，FoHF管理者需要从投资、运营、风控等多个角度对对冲基金进行调查和研判。通过对

表4.嘉实财富对冲基金管理人筛选体系



数据来源：嘉实财富

投资组合和投资策略的研究明确对冲基金的收益来源和资金容量，通过收益、风险及持续性、相关性等指标了解对冲基金在同业中的竞争力和在大类资产配置中的作用，通过核心人物、投研团队以及量化系统、风控管理制度和公司的运营认识对冲基金管理人风控管理的完善性和日常运作的稳定性。

又如，在投资管理过程中，FoHF管理者需持续对投资组合进行监控，对风险事件作出及时反应。当底层管理人发生重大事项或变更时，如果对投资端有直接影响，应立即进行评估，决定是否进行调仓

操作。例如，底层基金投资策略变更和风格漂移是FoHF最需要观测的事件之一，一旦出现此类情况，我们会立即将其从组合中调出，否则将暴露期望外的以及未知的风险。另外，重要投研人员的变更、新策略的开发运行和上线、量化系统的改造升级以及公司运营相关的风险事件等等，都会对FoHF的运作产生影响，需要逐一深入评估。

另外，FoHF的底层基金也并不是一成不变的。从海外成熟市场的经验来看，对冲策略的收益随着时间推移有衰减的趋势。虽然目前在国内这一问题还不明显，但需要我们持续关注。与此同时，我们也会在跟踪组合内对冲策略表现和可持续性的基础上，保持与业内人士的深入联系，对组合之外的策略保持高度关注，及时吐故纳新，保证FoHF鲜活的生命力。

作为专业的财富管理机构，嘉实财富已经与业内知名的领先管理机构建立了长期的深入合作关系，研究与投资者回报中心也进一步加强与业内头部管理人的调研沟通和研究对接，并在此基础上部署和完善FoHF组合基金，积累了深厚的研究成果，希望能够最大程度地满足投资者的财富管理需求。

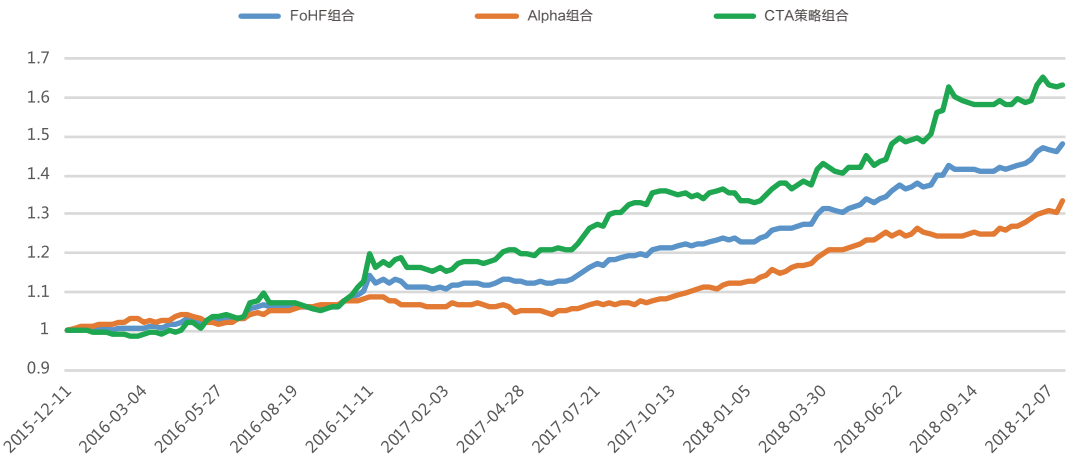
附：嘉实财富研究与投资者回报中心FoHF模拟组合

表5.FoHF模拟组合历史风险收益概况

策略组合	累积收益	年化收益	年化波动率	最大回撤	收益风险比	2015	2016	2017	2018
FoHF组合	48.0%	13.7%	4.6%	-2.9%	3.0	0.7%	10.6%	10.1%	20.6%
Alpha策略组合	33.3%	9.9%	3.7%	-4.5%	2.7	1.1%	5.3%	5.3%	18.9%
CTA策略组合	63.4%	17.4%	8.3%	-4.1%	2.1	0.3%	16.0%	14.8%	22.4%
中证800	-24.1%	-8.6%	19.2%	-31.5%	-0.5	6.5%	-15.6%	15.2%	-26.8%

数据来源：嘉实财富、朝阳永续，数据统计区间2015/12/11~2018/12/21

图1.FoHF模拟组合历史走势



数据来源：嘉实财富、朝阳永续，数据统计区间2015/12/11~2018/12/21

免责声明

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

2019

HARVEST WEALTH QUARTERLY REPORT

我们随时在您身边



嘉实财富微信订阅号



嘉实财富微信服务号

嘉实财富管理有限公司
Harvest Wealth Management Co., Ltd

官方网站：www.harvestwm.cn

热线电话：400 021 8850