

2020 HARVEST WEALTH QUARTERLY REPORT

季度资产配置报告

MANAGE WEALTH
THINK HARVEST

二 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

HARVEST
WEALTH



好金融
常陪伴

CONTENTS

目录

全球环境 07 全球经济展望

资产回顾 11 主要资产类历史表现回顾

配置推荐 17 2020年二季度哑铃型配置展望

上期观点回顾 21 上期观点回顾

资产观点 23 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	43 外汇资产
	45 特殊策略	47 现金资产

专题研究 49 宏观视角下的三大投资思路



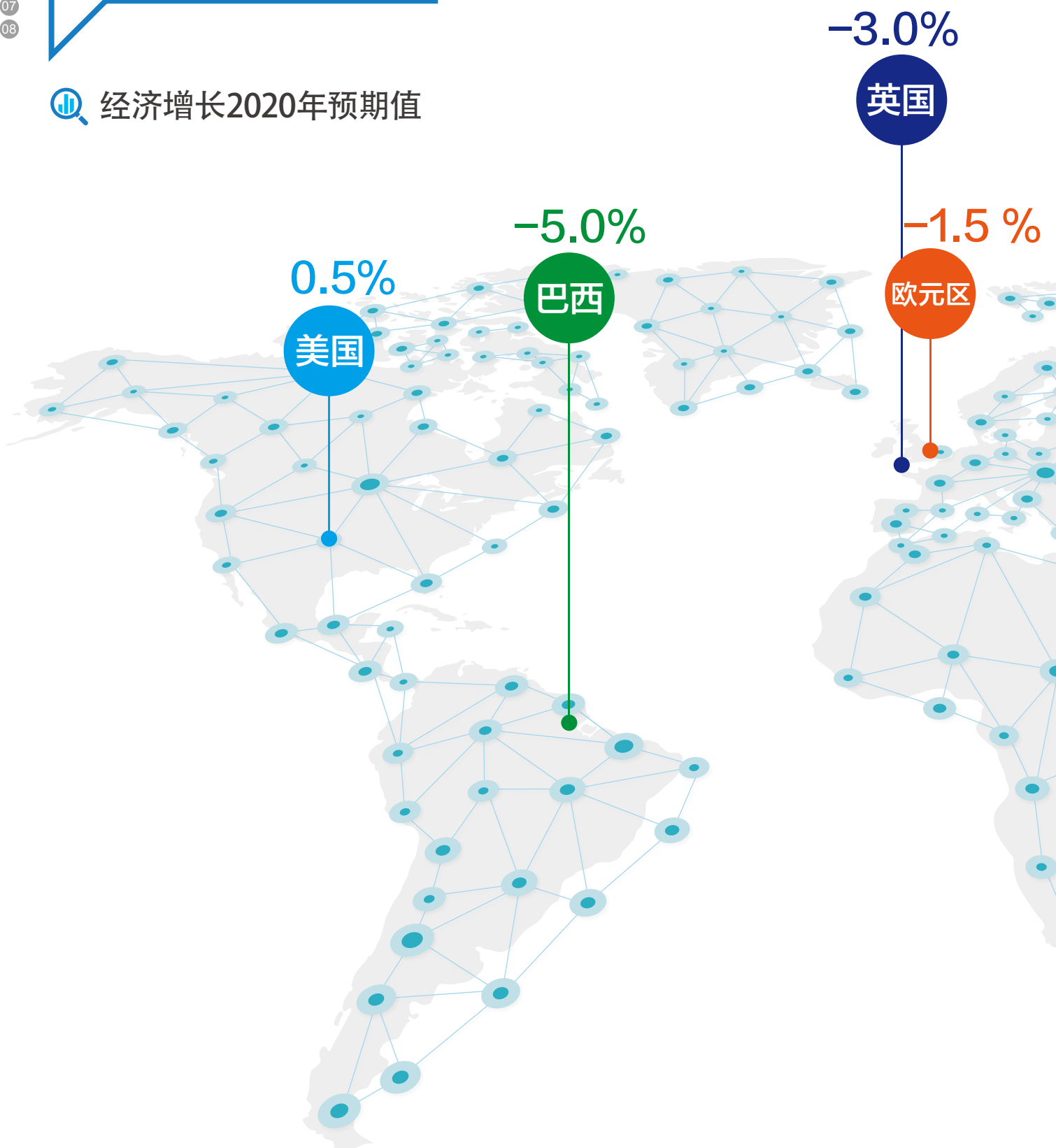


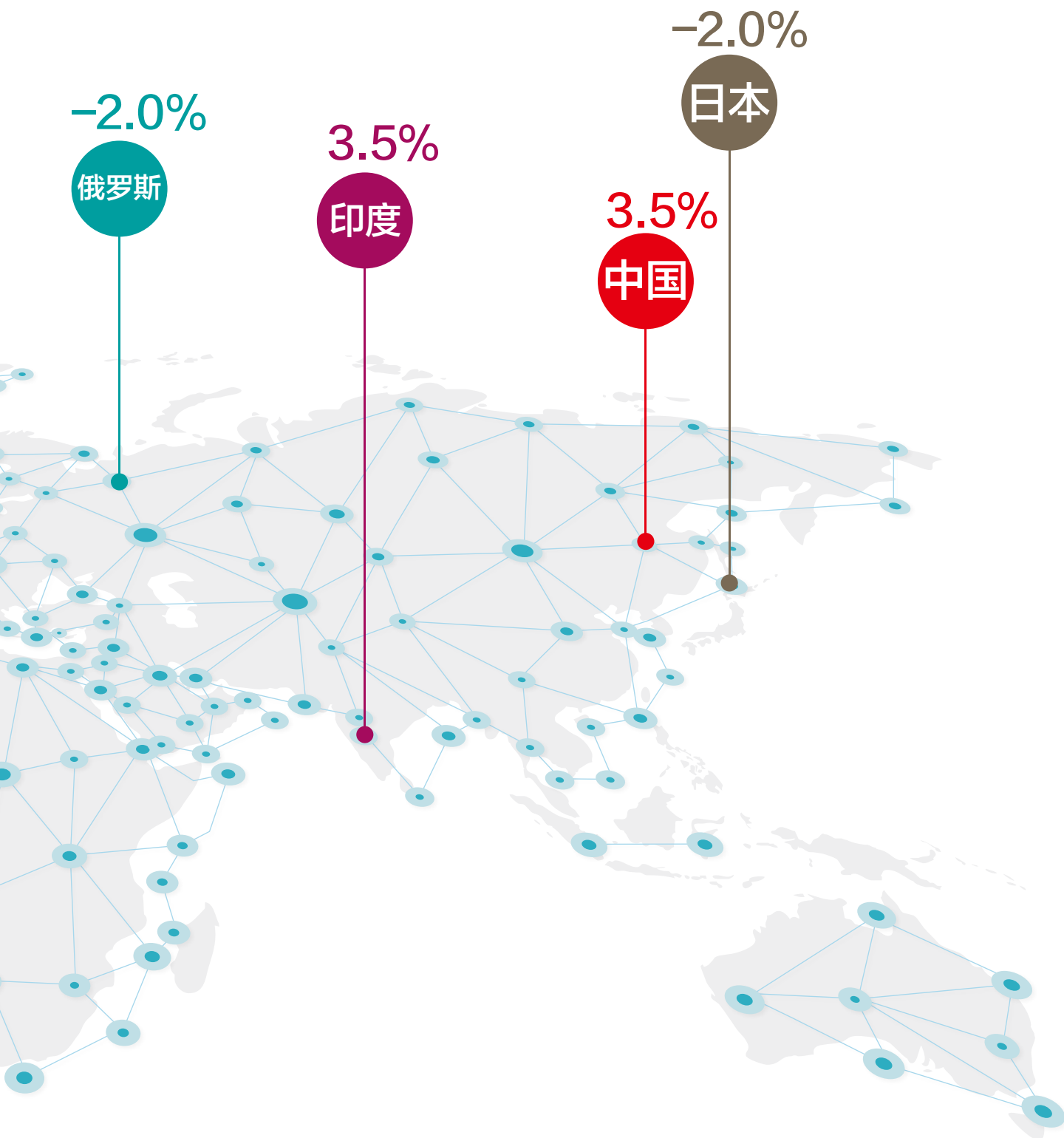
PROFESSIONAL
PEOPLE DO
PROFESSIONAL
THINGS

专业的人
做专业的事

全球环境

📊 经济增长2020年预期值





中国经济

新冠疫情突如其来。中国决策层采取了切实有效的防疫措施，疫情基本在一季度得到了控制。但也付出了巨大的经济代价。目前预计中国经济一季度将会出现改革开放40年来首次负增长。二季度中国经济将继续从疫情防控中慢慢恢复过来，但却要面临海外疫情大爆发带来的需求冲击。考虑到目前中国的出口占比仍然较高，我们预计出口的下滑可能会拖累二季度经济3个点的经济增速。这也意味着中国经济二季度经济增速也在3%以内。在面临巨大的外部需求冲击的背景下，中国的宏观对冲政策的细节更加清晰。这将是观察全年经济增速的重要窗口期。

日本经济

全球疫情冲击带来的外需下降也将拖累日本经济增长。推迟奥运会举办的决定也会在二季度展现其附带的经济后果。与此同时，日本自身的疫情数据也存在不确定性。目前日本也收紧了防疫措施并宣布在不久的将来推出大规模的经济救助计划以应对不确定的经济前景，本次经济计划的整体规模接近GDP的20%。

新兴市场

新冠疫情全球蔓延，产业链中心经济体都遭遇了重要打击。全球经济二季度陷入衰退在所难免。新兴市场多数是制造业出口国，或者是上游资源国，还有一些国家依赖于旅游产业的贡献。全球经济衰退也将波及这些经济体。对资源国的影响更大些。当然中国的复工复产会修复一部分进口需求，对海外相关贸易伙伴的经济运行提供支撑。

美国经济

因疫情正在快速蔓延以及美国政府采取的防疫措施影响，二季度美国经济大概率会出现负增长。这是2009年金融危机以来首次。从目前的疫情走势来看，美国的二季度大概率就像是中国的一季度。疫情对美国经济的拖累也有可能主要发生在二季度。观察美国二季度经济需要重点关注，美元流动性危机是否再次发生，系统重要金融机构的资产负债表情况，美国的企业债的债务风险等。这些关系到疫情结束后经济复苏的基础。

欧元区经济

欧元区主要经济体的疫情都出现了快速蔓延迹象。为了应对疫情，多数国家采取了暂时关闭非生产性活动的隔离措施。这些措施必然直接打击服务业。二季度欧元区经济也大概率出现负增长。由于欧元区多国都出现了严重的疫情，严格的隔离措施持续时间可能比其他经济体要更长些。这无疑会延缓欧元区经济修复反弹的节奏。

	实际GDP增长		消费物价指数通胀		10年期国债收益率	
	2020预测	2020Q2预测	2020预测	2020Q2预测	2020年Q1	2019年末
全球	-1.0%	-2.2%	3.0%		——	——
中国	3.5%	2%	3.3%	4.2%	2.59%	3.14%
美国	0.5%	-3.5%	1.8%	1.6%	0.70%	1.92%
欧元区	-1.5%	-4.5%	1.6%	1.4%	-0.41%	-0.14%
日本	-2.0%	-5.0%	1.0%	0.5%	0.03%	-0.02%
英国	-1.5%	-2.5%	2.1%	1.8%	0.36%	0.89%
印度	3.5%	2.5%	4.5%	4.0%	6.14%	6.55%
俄罗斯	-2.0%	-3.5%	5.0%	4.5%	6.75%	6.23%
巴西	-5.0%	-6.5%	4.5%	4.0%	7.62%	6.76%

数据来源：Wind, Bloomberg, IMF, 嘉实财富，数据截至2020-3-31

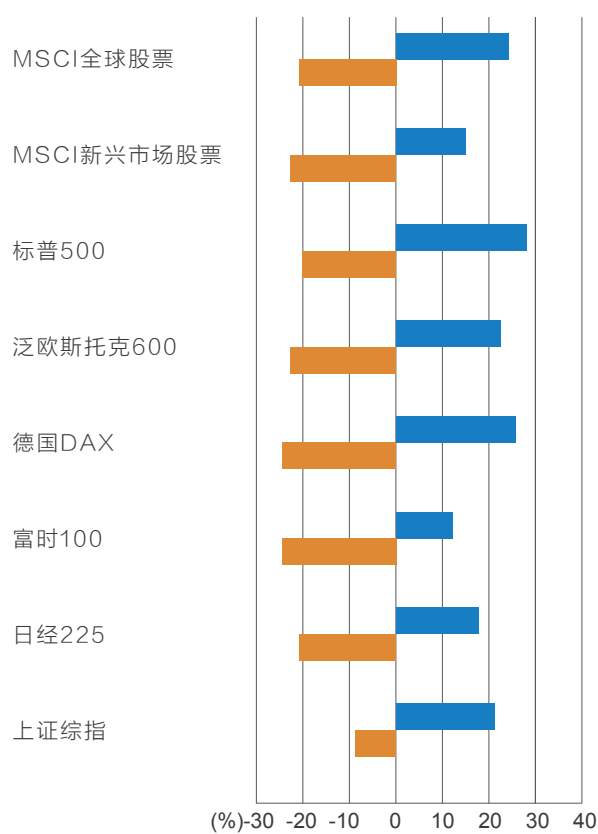




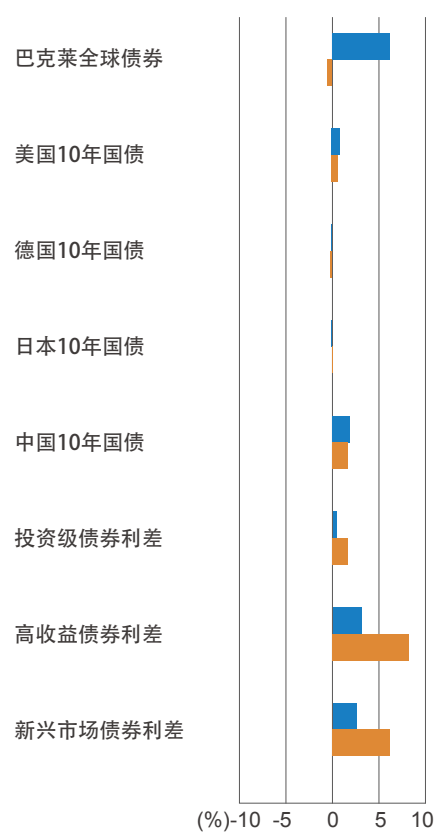
资产回顾

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）

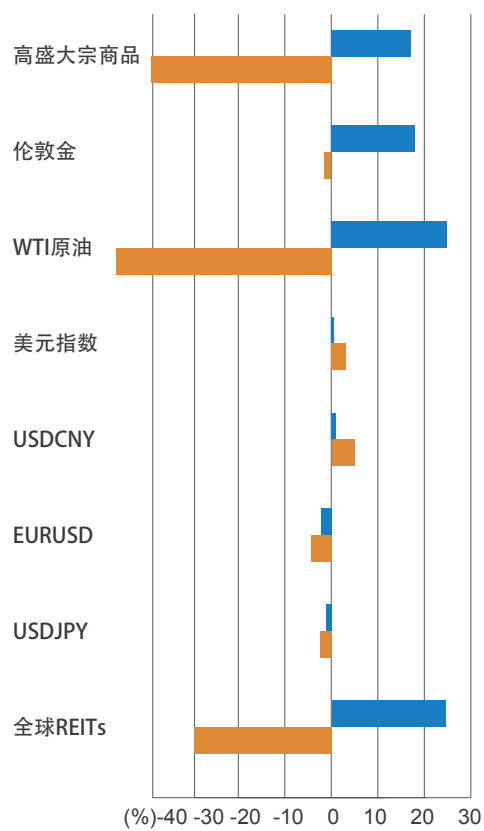


数据来源：Bloomberg, Wind



2020年Q1年 2019年

其他市场（涨跌幅）



关注嘉实财富app
高端财富管理平台



配置推荐



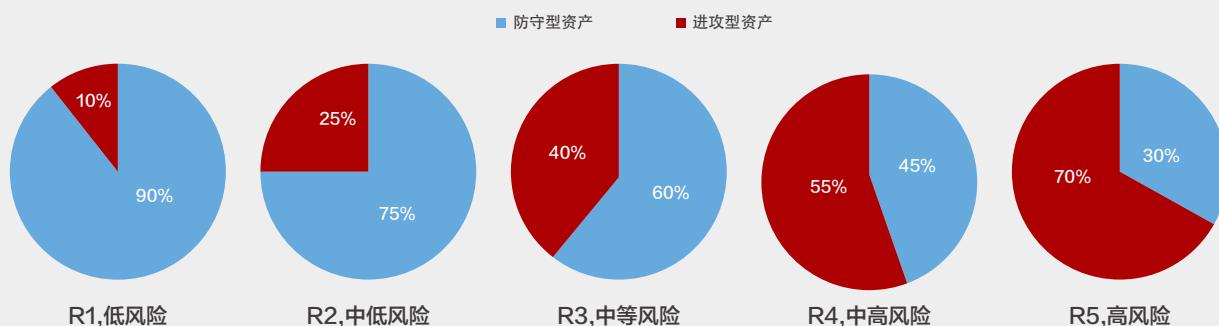
嘉实财富

2020 年二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2020年二季度，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 ▶

2020年2月20日以来，新冠疫情在全球快速蔓延，截止到4月1日，全球累积确诊病例超过80万，其中美国、欧洲成为重灾区。现有的疫情和防疫措施已经对经济产生较大的负面影响。全球经济在二季度甚至三季度都将面临需求和供给同步萎缩的局面。身处全球产业链关键位置的中国经济也将面临较大的外需不足的冲击。短期新冠疫情及其对经济的影响会压制风险偏好，这也是一季度末全球股市协同下调的主要因素。

市场最怕的不是差，而是不确定性。目前看，欧美疫情拐点何时到来尤为关键，疫情拐点有可能在4月出现，也有可能3个月后，甚至更长时间。后续如何演绎，对经济的影响到底有多大，以及政策能否托住经济都存在不确定性。

面临短期的不确定性，在出现明确的信号前，市场很难选择明确的方向。对于资本市场而言，最重要的信号主要有两个。首先是海外疫情尤其是美国疫情的高峰什么时候到达。这个信号出现之后，投资者就能够评估疫情对经济的冲击有多大，进而对市场走势有更加明确的预期。第二个信号是中国的宏观对冲政策的力度。截止到目前，中国的一揽子宏观对冲计划还处于研究当中，具

体的规模和力度还不清楚。外界也多有猜测，分歧较大。短期A股的走势也将受此影响。

短期难以判断，但如果把眼光放得长远一些，有些问题就会变得清晰。疫情终究结束，大约持续时间不会超过1年。与此同时，美联储重启量化宽松并再进一步发展为“开放式”的了。在疫情结束后，经济修复也是确定的，在全球央行宽松的配合下，资本市场或迎来重大中期机会。而这恰恰是我们希望投资者更应该关注的。在当下，虽然市场方向目前很难判断，但从中长期视角来看，当下或是一个布局未来的时候。相对而言，前期回撤幅度较大的市场或更受益全球央行宽松的板块可能表现更优。这包括美股、A股科技板块、港股和黄金等。

具体在配置上，我们建议，对于股票采取中性偏乐观配置，重点布局内需板块和受益于政策发力的板块。对于债券也采取中性偏乐观配置，重点布局长久期利率债，因为我们预判断央行宽松的力度或超预期。与此同时，在不确定性较大的环境下，可以增加一些特殊策略配置，攻守兼备。最后增配现金配置为布局中期机会做好准备。

⚠ 风险提示：疫情持续时间超预期、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%	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	- 二季度中国经济面临外需的冲击，海外疫情不确定性仍然较大，市场或需要等待明确信号才能选择方向 - 投资机会：外需冲击较少的内需板块；受益于政策的基建、汽车、5G板块；低估值高分红板块。
	全球股票	5%~15%	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	- 全球疫情拐点仍不确定，疫情对经济的影响还需观察 - 投资机会：跌幅较大的美股、医疗、科技等长期投资主题。
	私募股权*	0-10%	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	经济下行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%	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	- 海外疫情仍在蔓延，全球经济放缓，原油需求偏弱，但当前油价已经低于长期中枢价格不可持续，OPEC+有望进行减产谈判。整体原油中性。 - 疫情爆发，宏观经济偏弱，美联储超级宽松，利多黄金。
	全球地产	0-10%	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	地产板块特别是商业地产板块受疫情冲击较大，在疫情结束前很难有明显的机会。
	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。 - 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。
防守型 (约60%)	特殊策略 (防守型)	5%~10%	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	
	中国债券/非标债权	20%~40%	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	- 二季度货币环境仍然会宽松，与此同时宽信用的政策也会加码。 - 投资机会：长端利率债。
	全球债券	5%~10%	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	- 各国央行普遍启动了“不惜一切”的模式来释放流动性。一季度企业债的下跌为后续反弹创造了窗口。 - 投资机会：联储支持的板块，如国债、MBS、投资级企业债。
	现金类	2%~5%	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	市场不确定性大既是风险也是机会，提高现金配置等待入市机会。

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。



更多详情

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	子类	2020Q1展望	观点验证
全球股票	美国	■/▲	Q1下跌20.0%，低于预期。新冠疫情意外来袭，全球疫情蔓延，市场陷入对经济衰退的恐慌之中，沙特的原油战也造成了对市场的打击，全球股市普遍大幅走低。
	欧洲	■/▲	Q1下跌24.8%，低于预期。新冠疫情在欧洲的一些国家，如意大利、西班牙、德国、法国等都比较严重，欧元区经济将陷入衰退，PMI指数等指标也已经大幅下挫。
	日本	■	Q1下跌17.7%，低于预期。日本股市跌幅弱于其他发达市场，因相对而言疫情病例数据较少；日本央行的宽松及政府财政刺激计划也有益于市场；奥运会已延期。
	新兴市场	■/▲	Q1下跌23.9%，低于预期。新兴市场除中国表现亮眼之外（跌10.2%），其他国家跌幅深重。因全球需求端萎缩，以及美元流动性紧张等都造成对新兴市场的抛售。
中国股票	A股市场	■/▲	Q1中证800指数跌8.66%，股票市场剧烈波动。年初在中美贸易战阶段缓和及国内经济弱复苏催化下春季行情提前展开，虽受疫情短期冲击市场阶段大幅回调，但在流动性宽松和风险偏好提升下，2月中上旬市场强劲反弹，但随着疫情在全球的蔓延加上石油暴跌，全球资产流动性挤兑，3月份A股大幅回撤。
全球债券	美国国债	■	Q1上涨8.2%，超出预期。新冠疫情之后，美联储在非常规时间之外两次降息，基准利率来到0-0.25%，避险情绪推升对国债的需求；美联储亦开始扩表购入国债。
	投资级信用债	■	Q1下跌3.6%，低于预期。由于股市的下跌导致杠杆基金爆仓，市场抛售留流动性资产，也包括投资级企业债；联储实施新政将于4月购入该板块债券，市场反弹。
	高收益信用债	■/▲	Q1下跌12.7%，低于预期。沙特原油战让油价暴跌，而占据板块约五分之一的能源公司高收益债承压严重，导致市场抛售；标普认为高收益债违约率将升至13%。
	新兴市场	■/▲	Q1下跌11.8%，低于预期。新冠疫情让新兴市场遭受到重击，一方面来自于全球需求萎缩对经济的冲击，另一方面则是来自美元流动性危机导致的新兴货币贬值。
中国债券	利率债	■	中债总财富指数上涨3.51%，10Y国债下行55BP至2.59%，表现超出预期。新冠肺炎疫情严重的冲击了国内和全球的经济运行，技术性衰退成为新的基本面对现实。
	信用债	■	中债信用债总财富指数上涨1.78%，表现超出预期。无风险收益率的快速下行和货币环境的极度宽松为主要推动因素，融资环境改善，但企业现金流面临困境。
大宗商品	黄金	■/▲	Q1黄金上涨3.92%，符合预测。疫情爆发，经济衰退风险骤增，避险情绪上升。美联储大幅降息，开启超级宽松。黄金在波动中上行。
	原油	■/▼	Q1布伦特原油下跌60.75%，WTI原油下跌67.16%，符合预测。疫情扩散，原油需求大幅下降。OPEC+减产协议破裂，沙特降价增产。原油遭遇供需双杀。
国际地产	国际REITs	■	全球REITs一季度下跌28.3%，美国REITs下跌23.4%，低于预期。疫情在海外的升级，对REITs基本面对造成了巨大冲击，停航、封城等疫情管控措施使零售、办公、酒店等主要板块进入“冰封期”，投资人信心大受打击。
中国地产	中国地产	■	Q1受新冠疫情冲击，地产市场明显降温，房价也呈现小幅下行态势。
外汇	美元	■	Q1美元上涨2.59%略超预期。Q1美元先跌后涨。在3月9日之后，因全球金融市场动荡引发美元流动性危机，美元快速上涨一度突破102的高点。
	欧元	■/▲	Q1欧元下跌1.69%略不及预期。受美元流动性紧张影响，非美货币出现大跌，欧元也未能幸免。
	日元	■/▲	Q1日元上涨0.29%符合预期。日元因避险情绪得到支撑，在美元流动性期间也出现了大幅贬值。在流动性危机缓解后，日元避险属性回归，收复了部分跌幅。

注：▲ 表示看多 ■ 表示看平 ▼ 表示看空

本期资产观点

资产类	子类	展望	主要影响因素点评
全球股票	美国	■/▲	美联储资产负债表在3月扩张万亿，美国财政刺激计划也超过2万亿，后期可能还有新的政策持续推出，对股市将形成支撑。
	欧洲	■	欧洲经济衰退风险近在眼前，主要疫情国如意大利、德国、法国等都处于爬坡期，市场将继续承压于疫情引发的衰退担忧中。
	日本	■	日本的出口部门继续承压于全球经济需求萎缩的现实，但日本政府的财政计划较为激进，日本央行的货币政策也将托举股市。
	新兴市场	■/▼	除中国基本面稳定之外，主要新兴市场经济体受到经济衰退风险的威胁，经济下滑的预期越来越明显、幅度也可能会有比较大。
中国股票	A股市场	■	国内政策力度和海外疫情的进展会成为A股方向的决定力量；疫情会加速行业出清，也会推动改革进程，建议关注低估值、高股息板块，必需消费品，以及政策加码的新基建等投资线索。
全球债券	美国国债	■/▲	美联储入市购入美国国债，以平抑美元流动性危机引发的国债抛售潮，目前市场稳定，而美国国债的吸引力将在短期继续提升。
	投资级信用债	■/▲	联储新创设的工具将允许其购入部分投资级企业债，对板块形成正面的支撑；但逾3万亿BBB边缘评级企业的前景仍不明朗。
	高收益信用债	■	原油价格若持续低于30美元将引发页岩油公司倒闭违约风险攀升，其他的高收益债板块也将受到经济衰退担忧的负面影响。
	新兴市场	■	因预计经济普遍低迷，新兴经济体的主权债违约风险将上升，对美元的贬值压力也在增加，短期需对其保持相对谨慎的观点。
中国债券	利率债	■/▲	全球经济增速下滑拖累国内经济恢复进程，财政政策将发力，货币政策配合，降准、降息继续可见，长端利率有望延续下行。
	信用债	■/▲	基本面恶化对中低评级企业的信用资质带来冲击，城投、地产等行业将受益无风险收益率下行和流动性宽松带来的信用改善。
大宗商品	黄金	■/▲	疫情爆发，经济衰退风险骤增，避险情绪上升。美联储大幅降息，开启超级宽松。看好黄金在经济后周期和负实际利率环境下的表现。
	原油	■	受OPEC+增产和疫情扩散带来的供需双杀影响，油价已跌至远低于其长期中枢价值的水平。当前的低油价对沙特、俄罗斯，和北美页岩油业等各生产方来说均难以承受，无法长期维持。但后期反弹的时间和幅度依赖于OPEC+未来动作和疫情发展，不确定性极大。
国际地产	国际REITs	■/▼	疫情前景未明，REITs主要板块基本面受到重创，零售、办公、酒店等进入冰封期；短期内基本面压力较大，将持续震荡摸底。
中国地产	中国地产	■/▼	近期预计国内地产市场从环比的角度有望继续修复，但海外疫情发展对中国经济的冲击或制约地产销售包括房价的上行空间。
外汇	美元	■/▲	尽管联储在QE，但海外疫情的发展路径仍具有较大的不确定性，由此催生的避险情绪和对美元的流动性需求将继续支撑美元。
	欧元	■/▼	欧元区几乎全部陷入疫情爆发的中央。疫情对欧元区经济的冲击或非常大，与此同时，欧央行或进一步宽松政策以支持经济。
	日元	■/▲	从数据看，日本疫情情况目前相对较好，日元本身的避险属性也有助于支撑日元升值；日本央行的货币政策宽松幅度有限。

注：▲ 表示看多 ■ 表示看平 ▼ 表示看空





资产类分析

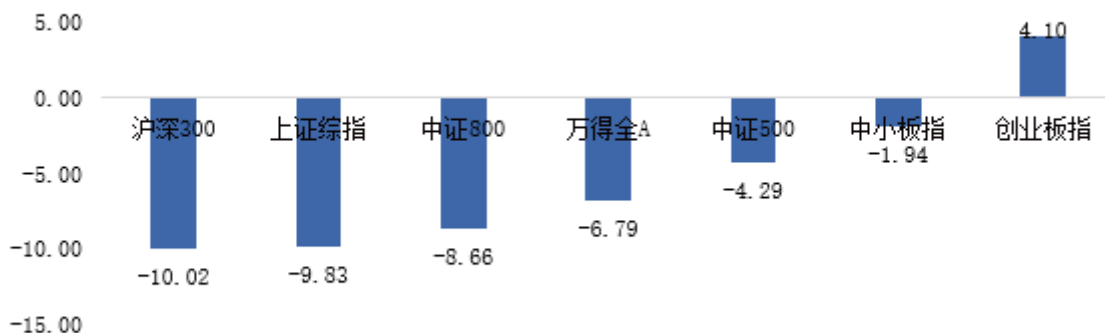
中国股票

► 短期震荡，布局低估值、高股息机会、适度参与定增



一季度A股呈现倒V行情。在中美贸易战阶段缓和及国内经济出现弱复苏迹象的催化下，2020年A股“春季躁动”提前展开，年初延续了去年底以来的上升行情，但节前随着新冠疫情的爆发，市场在短期内大幅回调。在超常严格管控的措施下，国内疫情高峰之后拐点向下，参考非典经验，市场一致预期此次疫情对经济的冲击大概率倾向于一次性，因此调整快速到位，节后首个交易日大幅下探后，市场风险偏好快速提升展开了一轮强劲的反弹行情。但随着疫情在全球范围内的扩散，又碰上欧佩克减产谈崩，全球资产进入暴跌模式造成流动性挤兑。鉴于国内疫情已基本控制，政府也持续释放财政、货币宽松政策，A股在本轮全球调整中相对抗跌，但全球经济紧密连接，互联互通机制下，A股虽然相对抗跌，但也未能独善其身。在一片下跌中，创业板表现显眼。

图1：创业板指一枝独秀（%）

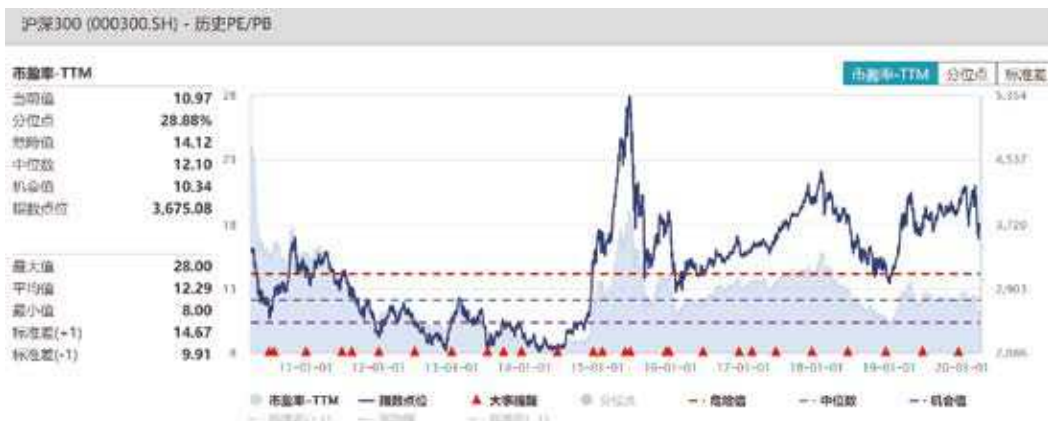


数据来源：Wind，嘉实财富，数据截至2020年3月31日

展望Q2，国内复工复产有序进行，经济运行逐步回到正常轨道，随着主要国家疫情管控措施的加强，海外疫情的拐点或见到曙光，海外环境也走向温和。但本次疫情与历史不同在于影响之广泛，病毒可能短期内难以消失，病毒的存在对居民的生活、消费习惯将产生持续影响，全球供应链的修复、消费端的修复可能Q2才能刚刚开始。对中国而言，国内基本得到控制，输入疫情也在掌控中，内需将逐步修复，但外需冲击难以避免，企业盈利将大幅下调。但我们仍然要强调的是，人类终将战胜疫情，疫情对经济的影响应该还是季度级别，不会到数年的程度。

从估值层面看，经过本轮调整，全体A股市盈率中位数已经下降到年初水平（约33倍），处于相对低位，而沪深300的估值已经下降到近10年的后三分之一百分位。流动性上，在全球政府和央行的通力合作下，流动性危机告一段落，稳增长目标下国内货币政策将继续保持宽松，但Q2市场增量资金或放缓（个人投资者的恐慌、北上资金的修复需要时间），然而在低利率环境下，随着估值优势的显现（港股最明显），以保险为代表的长线资金对低估值、高股息的权益资产配置价值明显。

图2：沪深300近10年市盈率走势



数据来源：Wind，数据截至2020年3月31日

投资方向上，基于对未来震荡筑底的判断，建议从以下几个角度把握：低估值、高股息板块，尤其港股的估值、股息率优势更明显；受疫情影响全国&全球都将加强医疗系统的升级，这给医疗保健板块带来进一步催化；疫情期间必须消费品的收入稳健，而随着疫情拐点的到来，可选消费板块或迎来边际复苏，但疫情催生的新消费模式会延续；受益于对冲政策刺激的新基建，尤其产业周期向上的5G产业链。特别提出港股当前处于历史极低估值，低估值不是买入的充分必要条件，但极低的估值或许是。另外，在定增新规下，当前低估值参与锁价定增有望带来相对更确定的回报。

2月底落地的融资新规从多方位对定增制度进行了优化，如定增底价折扣由九折扩大到八折、锁定期减半、发行对象数量上限提高、精简创业板发行条件等。其中针对锁价式定增（非并购类定价定增），除了锁定期降低至18个月，还提升了对定价基准日的选择灵活性：上市公司董事会决议提前确定全部发行对象且为战略投资者的，定价基准日可以为董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日，吸引力大幅提升。但也注意到，3月20日证监会对“战略投资者”做了界定，要求具有行业较强的战略性资源，财务类投资者可能被排除在锁价之外，而战略投资属性更强的资金，如创投和产业投资基金将成为锁价定增投资主力之一。

定增收益来源主要三个方面：折价率、市场系统性收益、个股超额收益。当前A股处于估值低位，下跌空间有限而向上的概率大，给中期市场系统性收益带来机会，锁价定增能拿到更好的折价，而作为战投，对细分领域的深耕，其对于标的质地的把握更有优势，因此优质战投机构参与定增的优势明显。

图3：以解禁日计，2017-2019年非并购类定价解禁年化正收益占比明显高于竞价



数据来源：申万

中国债券

▶ 利率延续下行，把握长端利率的确定性机会

▶ 海外疫情仍在蔓延，但管控措施逐渐加强。

目前海外的新冠疫情仍在蔓延中，但主要国家和地区也均已加强管控，借鉴中国、韩国等国家的经验，我们认为各国是有能力将疫情控制住的，近期的疫情数据也出现了一定程度的好转。从新增病例数据来看，意大利和德国的下降较为明显，西班牙有所反弹，英国继续增加，法国和美国快速攀升。3月30日，世界卫生组织突发卫生公共事件负责人 Mike Ryan 也表示，欧洲新冠疫情出现了一些企稳的迹象。

图1、欧美主要国家新冠肺炎每日新增病例数据

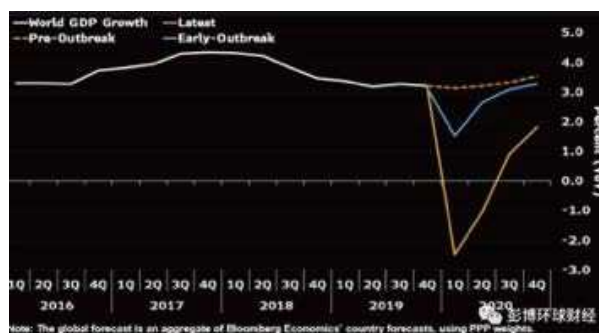


数据来源：Wind，数据截至2020/3/31

▶ 新冠疫情冲击全球经济增长。

随着新冠疫情在欧洲和美洲蔓延，并且其造成的广泛影响日渐清晰，市场逐渐调整前期的对2020年经济增长的预期的轨迹，2020年下半年的经济恢复压力不断加大。

图2、经济学家不断调整对全球经济增长的预期

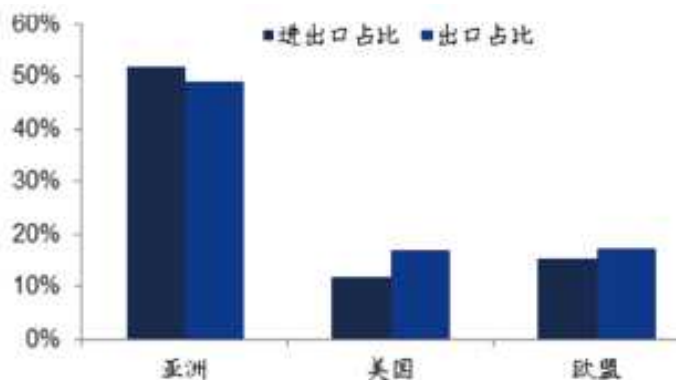


数据来源：Bloomberg，数据截至2020/3/31

国内经济复苏的不确定性提升。

国内在疫情基本得到控制的环境下，政策开始朝稳就业、稳增长的方向推进，开复工数据逐渐回升，但是海外疫情扩散带来的外需的萎靡进一步增加了经济复苏的不确定性，我们认为二季度、三季度经济数据仍难言乐观。海通证券的研究显示，假设欧美经济在2季度单季下滑 20-40%，亚洲经济在 2 季度单季下滑 5-10%，下半年全球经济均恢复正增长。再假设中国出口出现等比例变化，那么 2 季度中国的出口增速降幅在 10-20%之间，下半年出口增速有望转正，对应全年中国出口增速降幅应该是在 5-10%，出口下滑影响全年中国 GDP 增速大约 0.85-1.7%。

图3、2019年中国进口区域占比、出口区域占比



数据来源：Wind，海通证券研究所

政策对冲力度有望提升。

3月27日的政治局会议对接下来政策对冲的方向做出了指引，要求抓紧研究提出一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。财政政策将成为发力的重点，政策的方向已经明确，但是具体落地的力度尚待观察。货币政策保持配合，整体的货币环境继续保持宽松，引导贷款利率的下行仍需要降准、降息等政策的支持。

短期来看，债市收益率有望延续下行，建议把握长久期利率品种的阶段性机会。

海外疫情的扩散及外需的萎缩也将对国内的经济复苏带来较大的不确定性，经济反弹的斜率被进一步拉降。财政、货币等对冲政策逐渐明朗，货币环境将保持宽松。3月30日央行一次性调降7天逆回购利率20BP至2.2%，3月31日国务院常务会议要求“进一步实施对中小银行定向降准”，未来包括降准、降息以及存款基准利率的调降等政策仍有望推出。在此环境下，我们认为债券收益率有望延续下行，建议投资者关注嘉实推荐配置债券基金组合。对于长端利率品种，我们认为短期（3-6个月）存在相对确定的投资机会，建议投资者借助公募基金产品把握阶段机会，比如跟踪中债7-10年国开行债券指数的广发7-10年国开、易方达7-10年国开以及跟踪Markit iBoxx亚债中国指数的华夏亚债中国等。

长期来看，我们认为国内的利率将步入趋势性的下行通道，长端利率债的配置价值显著。

海外疫情的扩散及外需的萎缩也将对国内的经济复苏带来较大的不确定性，经济反弹的斜率被进一步拉降。财政、货币等对冲政策逐渐明朗，货币环境将保持宽松。3月30日央行一次性调降7天逆回购利率20BP至2.2%，3月31日国务院常务会议要求“进一步实施对中小银行定向降准”，未来包括降准、降息以及存款基准利率的调降等政策仍有望推出。在此环境下，我们认为债券收益率有望延续下行，建议投资者关注嘉实推荐配置债券基金组合。对于长端利率品种，我们认为短期（3-6个月）存在相对确定的投资机会，建议投资者借助公募基金产品把握阶段机会，比如跟踪中债7-10年国开行债券指数的广发7-10年国开、易方达7-10年国开以及跟踪Markit iBoxx亚债中国指数的华夏亚债中国等。

全球股票

► 关注短期市场鏖战，不如布局长期投资机会

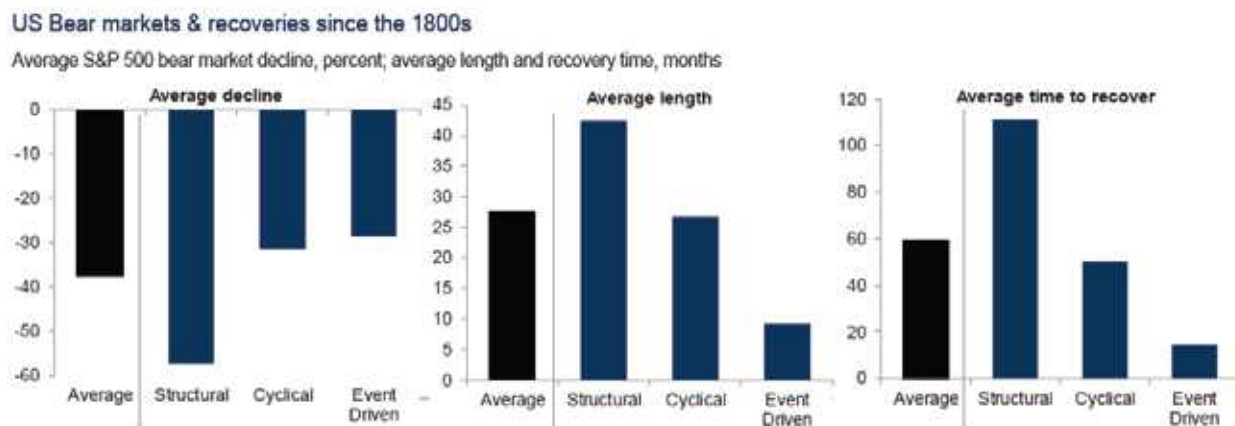
全球股市：经济前景不明朗，短期焦灼，长期视角下遍地黄金

新冠疫情肆虐全球，尤其是欧美等国家和地区，疫情目前还处于爬坡期。疫情将对经济产生不利的影响，由居家隔离、停工、关店、疫情防控等导致的负面影响，将从供给面和需求面对经济形成双向打击，经济衰退已经近在眼前，近期美国公布的初请失业人数首次超过百万级别，而机构预计美国失业率将很快达到两位数的水平。高盛预测美国经济将在二季度大幅向下，经济增长的季度环比折年率将为-24%，随后在三季度才能出现经济的反弹。股市在一季度经历暴风骤雨，股指/股指期货多次熔断，市场暴涨暴跌，多个国家的股指已经跌入到技术性熊市的范畴。

疫情导致的股市下跌归类为事件驱动型，从高盛的研究看，事件驱动型的股票熊市相比结构化问题和经济周期问题导致的熊市，股市跌幅相对小，持续时间相对短，而反弹的时间相对较快。目前的股市跌幅大多在20%附近的水平，与以往的事件驱动熊市比较一致。而鉴于疫情的短期不确定性，我们预计市场的短期鏖战不会停歇，波动居高不下，股市仍会处于跌宕的行情当中，闻疫情则悲，遇政策则喜，悲喜之间暴涨暴跌的属性不变。

但若抛开短期视角，从长期投资角度看，则遍地黄金。研究表明，VIX（恐慌指数）对于预测未来市场收益解释力有限，但一旦VIX本身水平极高，则未来1年大概率市场将收获不菲的涨幅，再例如，研究发现风险偏好指数如果跌入极度悲观之后，市场在未来1年收获正收益的水平和概率都将极大提升，而高盛的风险偏好指数在3月已经跌入到-4的极度悲观（比08年还悲观）区域中。

图1： 高盛的研究表明，相比与其他类型的熊市，事件驱动型熊市跌幅小、持续时间短、反弹速度快



数据来源：高盛

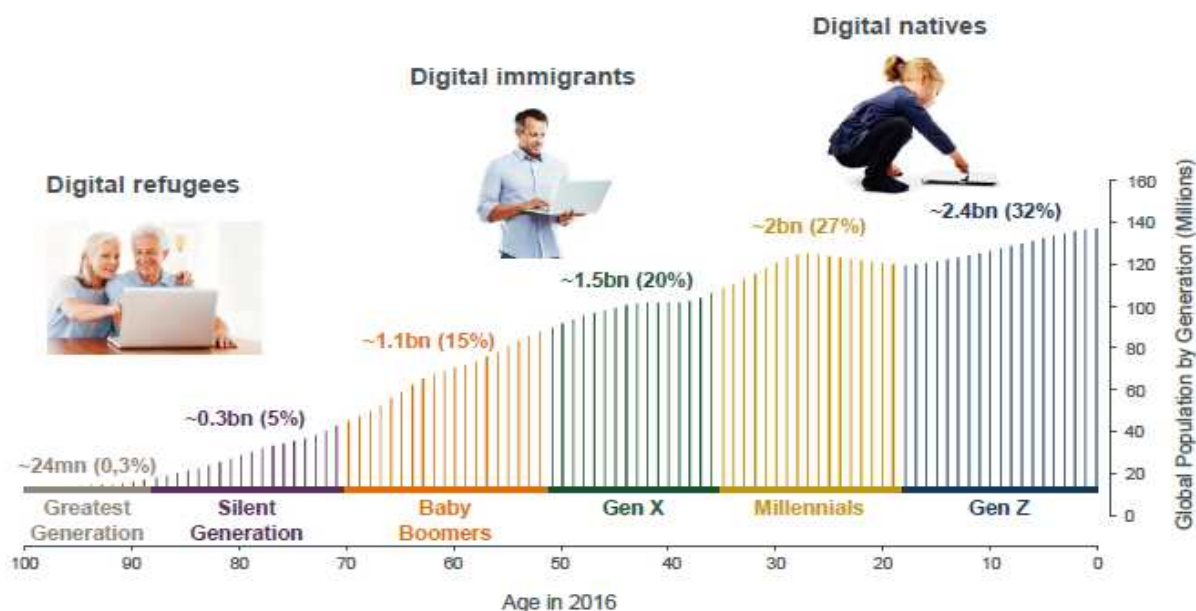
全球股市：布局长赛道的投资机会，例如医疗保健和科技行业的长期机会

在黄金遍地的情况下，多个板块都具有机会，但我们建议的布局方向是契合经济社会发展的长期趋势，即医疗保健和科技行业的主题性机会。

对于医疗保健行业来说，人口老龄化是其根本的推动力。研究表明，美国65岁以上人口在医疗保健上的支出水平是65岁以下人口的3倍，而诸多研究表明，全世界的人口老龄化进程还在延续（到2050年，人类的平均寿命将从现在的72岁提高到77岁）。因此，老龄化推动医疗保健行业的发展，而更加先进的医疗保健水平则延长了人类的寿命和生存质量，从而形成正反馈的效应。此外，医疗保健与经济周期的相关性较低，即使在经济周期恶化乃至衰退的环境下，也能够形成相对稳定的现金流收入。

另一个主题趋势则是科技行业。人类文明的进步与科技的发展息息相关，过去几十年科技的发展造就了大量优质的科技类公司。从全球市值前十大公司的演进可以很清楚看到，在1990年的时候全球前十大市值公司无一不是科技类公司，而到了2019年，前十大市值公司已经有七家都是科技类公司（分别是微软、苹果、亚马逊、谷歌、脸书、阿里巴巴、腾讯）。人口结构的变迁也支持科技的发展，Z世代从出生开始就与科技为伴，对科技的需求将随着人口结构的变迁得到不断的强化！

图2：科技板块长赛道的背后逻辑——人口结构变迁：Z世代从出生开始即与现代科技为伴



数据来源：骏利亨德森

投资机会

全球经济在新冠疫情冲击下具有较多的不确定性，目前的观点是欧美在二季度大幅衰退，三季度反弹；

目前的定价符合事件驱动型熊市的水平，短期市场情绪将随着疫情的演化而继续焦灼；

但从长期的视角看，正收益概率较大的投资机会比比皆是，遍地黄金；

与其关注短期市场鏖战，不如布局如医疗保健、科技等行业的长赛道投资机会。

全球债券

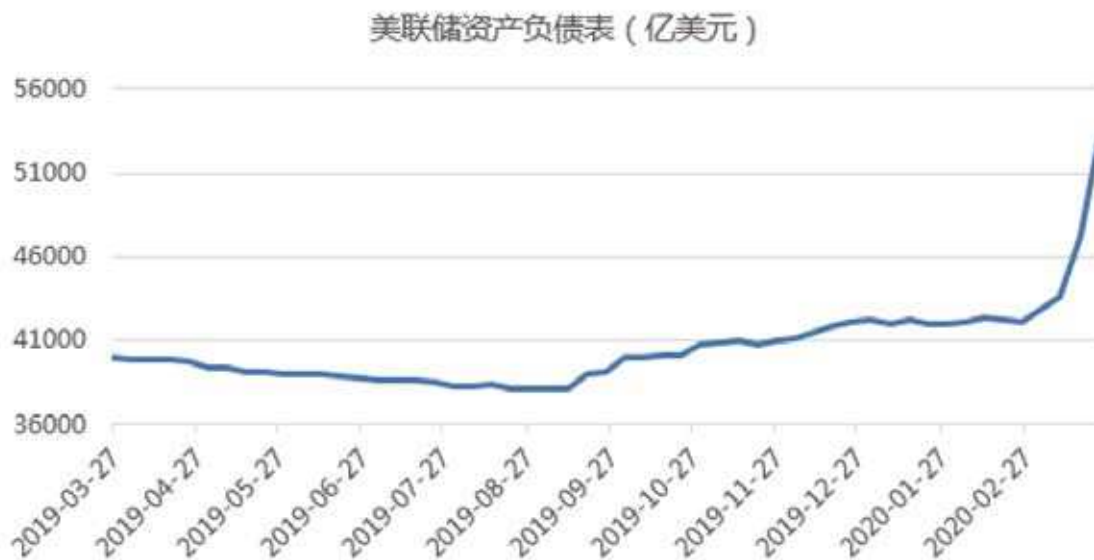
▶ 背靠联储好乘凉

全球债券：美联储出手买买买，债市波动将逐渐降低，进入修复行情

全球债市在3月经历了动荡的行情，主要原因来自三个方面：第一，疫情引发的经济衰退担忧。新冠疫情蔓延全球，对各经济体的经济造成了不可避免的巨大冲击，预计全球经济在二季度陷入衰退。而疫情引发的冲击对于企业来说意味着停工，或者需求的锐减，由此反映到公司债上就是违约率的上升。第二，原油战导致的冲击。3月9日，沙特宣布将加大原油产量供应以及降低价格，引发原油价格战。原油价格跌破30美元而来到20美元附近的低位，而这一价格意味着诸多页岩油公司的破产和债券违约，占据高收益债整体约20%的能源板块的违约风险上升，导致投资者的抛售。第三，美元流动性危机引发对国债和投资级债的进一步抛售。由于股市杠杆基金的爆仓，投资者倾向于出售流动性较好的资产，因此黄金、国债等都遭到无情的抛售，引发美元流动性危机，因此国债、投资级债板块也在3月受到严重的影响。

但美联储的出手也非常迅速，一方面是在非常规时间两次降低利率，将基准利率降低到0-0.25%的低位，一方面是开启买买买的模式，扩大资产负债表，如下图所示，美联储的资产负债表在3月的规模增加超过1万亿美元，而机构预测在未来甚至有可能会增加到10万亿美元年底规模。美联储都会买什么？从目前的方案看，包括国债、房地产抵押贷款证券、市政债以及部分投资级以上的企业债。随着联储的介入，市场流动性得到缓解，而债市的一些板块也从3月下旬开始出现了明显的修复和反弹行情。我们认为，二季度这一行情还将延续下去，债市波动性将降低。

图1：面对经济衰退威胁，美联储竭尽所能，短短1个月已经将资产负债表扩张1万亿美元

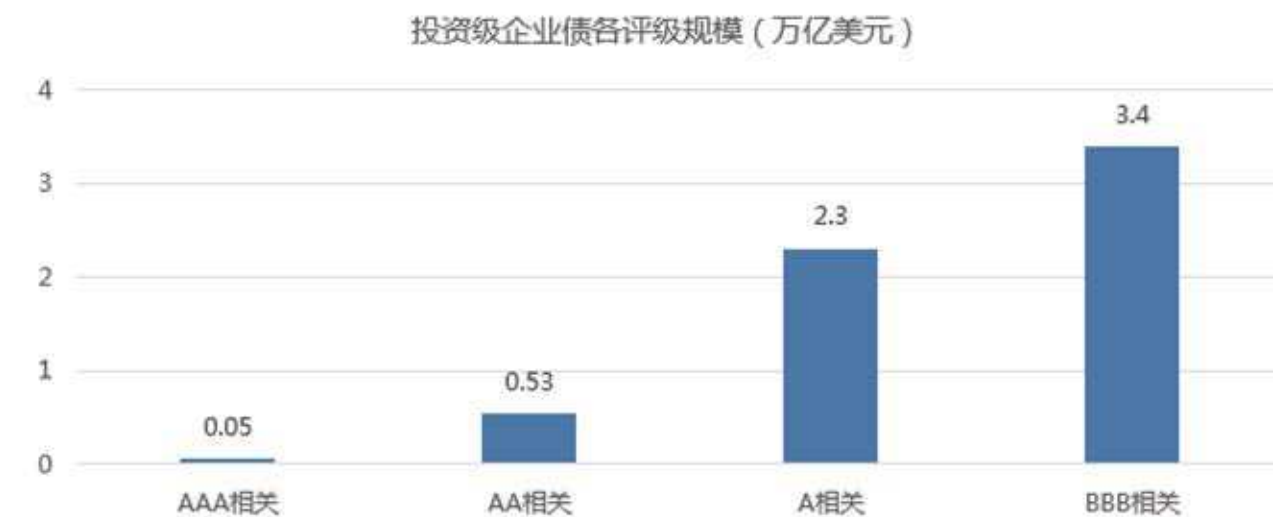


全球债券：防范堕落天使的降级风险，对高收益债和新兴市场债短期谨慎

背靠美联储的大树好乘凉，我们认为其所涉及的一些板块都将在未来延续修复反弹的趋势，因此相对前景乐观。但需要指出的是，对于投资级企业债来说，因为符合联储购买标准的需要是 BBB 以上评级的企业债，因此目前处于这一评级标准边缘的企业事实上存在风险。若这些企业被评级机构降级，则会被排除在美联储的购买篮子之外。根据标普的统计数据，目前处于 BBB 评级相关的企业债规模为 3.4 万亿美元，超过了全部投资级企业债的半壁江山！另据媒体披露，数据显示标普公司本季度至今已下调了超过 280 项长期评级，创出金融危机以来的最高水平其中，仅 3 月份就有超过 170 项。因此，投资级债券的前景虽然偏于乐观，仍要防范堕落天使的降级风险。

对于高收益债板块而言，风波尚未过去。高盛预计 2020 年高收益债的违约率将上升至 13%，若果然如此，则后期的一大波违约或将继续推升高收益债的抛售情绪，因此对板块还需要谨慎。但历史数据也表明，若高收益债利差超过 800BP，则未来 1 年的平均收益超过 20%，正收益概率超过 80%，因此对于长期前景也不需要过度担忧。对于新兴市场债而言，因这些经济体普遍依赖于发达市场的需求，普遍依赖于发达市场的美元融资，所以这两方面的现实都决定了其同样具有不确定性，短期同样需要谨慎对待。

图2：投资级企业债中有超过3万亿美元的债券为BBB评级，降级风险让其游离于联储背书边缘



数据来源：标普

投资机会

全球债市在3月波动骤然升高，但随着联储的买买买模式介入，市场波动性将回落，市场将反弹。

背靠联储好乘凉，国债、MBS、投资级企业债都有乐观前景，但需要防范处于BBB评级边缘的企业的降级风险。

高收益债违约率将上升，板块短期比较不明朗，但长期前景不悲观；新兴市场债面临需求萎缩和美元流动性收紧的双重制约，短期也需要谨慎对待。

国际地产

疫情冲击下基本面受到重创，短期内将继续震荡摸底

美国REITs：全球疫情蔓延，REITs基本面受到冲击，一季度内股价暴跌

新冠疫情作为2020年初飞出的“黑天鹅”，对全球股票市场造成了巨大冲击，美股10天内4次熔断的戏剧性场面，也将令投资人毕生难忘。相较股票市场，REITs受疫情冲击的影响更为明显。美国REITs指数一季度大幅下跌23.4%，落后同期对应股票指数（标普500指数）384bps。其中，3月单月内美国REITs指数便暴跌18.7%，2月下跌7.0%。仅两个月的时间，美国REITs便几乎将2019年全年涨幅跌光（2019年美国REITs指数上涨28.7%）。

美国REITs在一季度跌宕起伏的表现，与全球新冠疫情的发展密切相关。新冠疫情在海外发展初期，欧美各国主要采取相对宽松的管控措施，“佛系”抗疫对零售、旅游以及日常办公等正常商业活动的冲击相对较小。而随着新冠疫情在全球范围内继续快速蔓延，欧美各主要受灾国纷纷被迫升级疫情防控措施。停航、封城、封国等严格的管控措施，对REITs市场中占据主流的零售、酒店、办公等板块形成了毁灭性的打击。

截至一季度末，随着REITs股价受疫情冲击而暴跌，美国REITs估值也大幅下折，P/AFFO 比率（price to adjusted funds from operation，股价与调整后运营资金比率）已经降低至12.7x，处于近年来的低位水平。REITs长期被视为具有防御性特征的权益类资产而广受养老金账户的偏爱，但是在本轮暴跌中，REITs跌幅却明显大于股票。究其根本原因，在于本次疫情背景下REITs底层资产盈利能力和未来现金流受到的冲击将明显大于股票市场。海外疫情至今未见拐点，将会继续为REITs未来的盈利能力和现金流带来更多的不确定性，REITs也将持续承受来自基本面的压力。

展望后市，我们认为REITs类资产或将在未来1-3个季度内持续震荡摸底，建议投资人在此时保持谨慎与冷静，切记不要轻易入场“徒手接飞刀”。我们建议投资者继续谨慎、密切的观察海外疫情发展趋势、实体经济恢复情况和REITs底层物业的盈利受损情况，待不确定性因素有所缓解后再择机进入。

美国REITs各主要板块：零售、办公等板块受疫情冲击进入“冰封期”，关注数据中心等新科技、电子商务相关板块REITs

一季度美国REITs综合指数大幅下跌，内部各主要行业板块也无一幸免的录得负增长。其中，自2018年以来便饱受零售业“关店潮”影响的零售类REITs，又成为了本次疫情下受冲击最为严重的板块。因此，零售类REITs在一季度遭到了投资人的抛售，零售类REITs指数一季度大幅下跌48.7%，其中仅3月单月内即下跌42.7%。实体零售门店对客流量的依赖度极高，在各类严格的疫情管控下政策，零售业瞬间被迫进入“冰封期”。虽然短期内REITs的租金收入可以受到租用合约的保护，但如果疫情继续升级，则将对未来盈利收入造成难以预估的巨大冲击。3月26日，成立近70年的美国知

名连锁餐饮公司芝乐坊（Cheese Factory）宣布，不支付原约定于4月1日缴纳的全美门店租金费用。芝乐坊的这一公告，使其成为本次疫情危机下，美国第一家宣布不支付租金的零售类（餐饮）租客。随后，又陆续有部分餐饮、零售公司宣布不支付租金。疫情对REITs租金收入的打击开始显露，如果疫情持续发展，则REITs基本面将继续受到重创。

相较于零售类REITs的暴跌，工业类REITs虽然也在一季度录得负增长，但表现明显优于其它板块。一季度工业类REITs下跌10.3%，是REITs四个主要板块中表现最好的。工业类REITs底层以仓储、物流等物业为主，得益于近年来电子商务业务飞速发展的“东风”，工业类REITs受供求关系推动而不断上涨。本次疫情冲击下，足不出户的网上购物模式将继续催生网购需求，而目前已经很难再开发新的仓储、物流等物业，供需关系或将进一步失衡。

与工业类REITs类似的，还有近年来备受投资人追捧的科技相关REITs。本次疫情改变了人们的日常生活与办公方式，远程办公、云端会议、网上购物等新兴产物加快了融入现代人生活的脚步，随之而来的便是对相关基础设施的巨大需求。我们认为，即使在疫情结束后，新的生活、办公方式也将会继续影响着人们未来的生活，数据中心、通讯信号塔等REITs与未来5G和新科技发展息息相关，也将会继续受到投资人的偏爱。

图1: 美国REITs 一季度表现

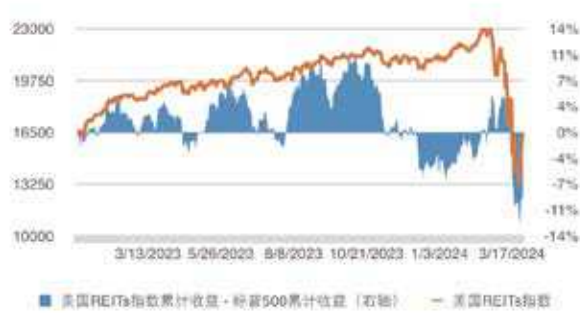


图2: 美国REITs P/AFFO V.S. 标普500市盈率

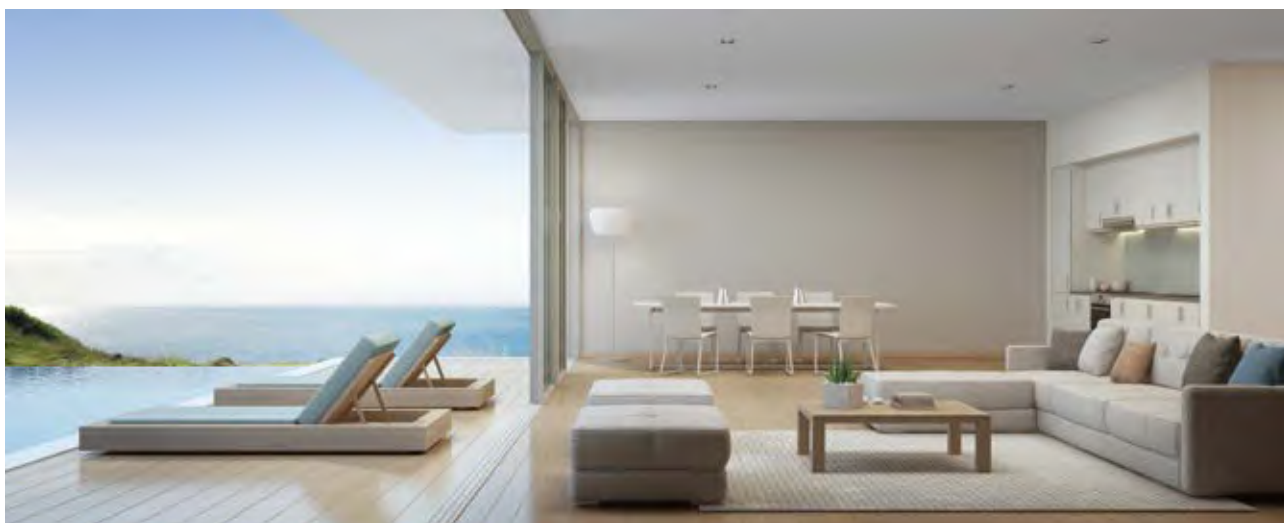


数据来源：Bloomberg，嘉实财富



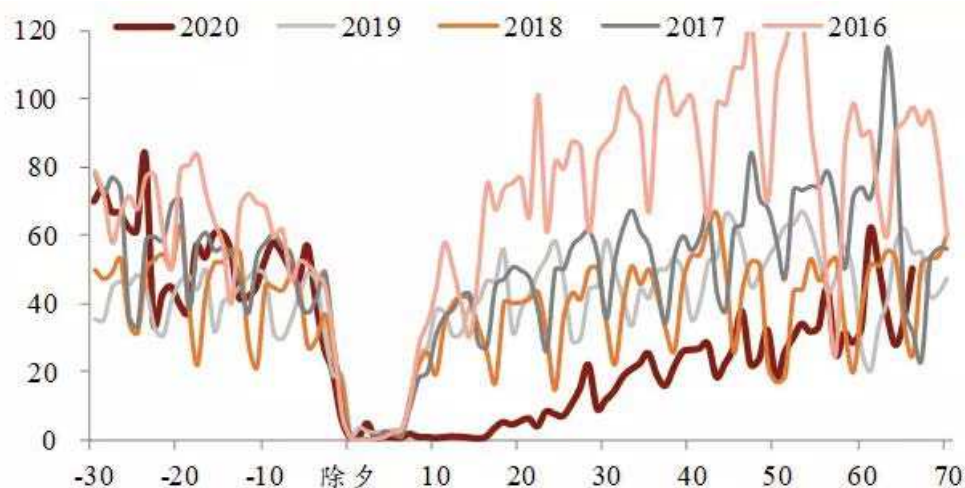
中国地产

▶ 销售有望延续修复，但后劲不足



经历了2月的冰冷，3月地产市场回暖明显。自2月下旬以来，随着国内多数省市疫情得到明显控制，国家及时部署了复工复产，房地产行业也开始陆续复工复产。其中房地产销售先于房地产投资的修复。随着线下销售的恢复开放，全国地产销售在2月末开始呈现出逐步上升修复的态势（图1）。根据克而瑞统计显示，2020年3月，TOP100房企3月单月业绩规模较去年同期同比降低17%，同比降幅较2月有近21个百分点的收窄。房企销售业绩明显回升。TOP10房企的单月业绩规模基本达到了去年的平均水平，3月单月200亿以上的企业有11家。整体来看，3月房地产市场缓步复苏，供求环比显著回升，同比跌幅也由上月的7成左右收窄至3成左右。核心二线城市房地产市场似有回暖征兆，成都、杭州、昆明等成交量率先企稳回升，同比皆步入上行通道。

图1：地产销售有望继续修复



数据来源：Wind，数据截至2020年3月31日

展望未来，预计二季度房地产市场将继续复苏，供求跌幅有望进一步收窄。但是海外疫情的大爆发为地产市场的后续复苏也蒙上了新的阴影。海外疫情导致的生产生活停摆降温必然对中国出口行业尤其是劳动密集型行业造成重击。相关行业或出现大面积失业情况。居民收入下降，其还贷意愿，购房意愿都可能会随之下降。

截止到目前，海外疫情变化拐点仍不好预测。尽管有好消息不断，但新冠病毒的传播速度较高，海外的管控模式也和中国不同，海外出现拐点的时间大概率要慢于中国。在此背景下，多数房企对2020年地产市场整体预期转为谨慎。根据克而瑞的统计，规模房企2020年的业绩目标增长率基本在10%左右，增速有小幅下行。恒大董事长许家印在近期宣布，恒大将在今后三年逐步减少3000万平米的土地储备，降低集团的整体负债。面对当前市场的不确定性，房企想要更好地活下去，必须“稳”字当头，提质控速也已经成为行业共识。与此同时，二季度也可能政策发力的时间窗口，稳房价、稳地价、稳预期也是目前地产市场维稳工作的重要内容。

总体而言，地产市场二季度有望继续修复。虽有政策支撑，但因经济反弹乏力，出口行业受到冲击等影响，可能会面临后劲不足的风险。



大宗商品

► 供需双杀原油暴跌，黄金在波动中上涨。

疫情爆发，原油需求大幅下降。OPEC+减产联盟破裂，沙特降价增产。
原油遭遇供需双杀，价格暴跌。

年初美伊爆发冲突，布油一度突破 70 美元 / 桶，一月下旬新冠疫情在中国爆发，市场调降原油需求预期，原油下跌。2 月中旬国内疫情得到一定控制，油价小幅回升。随后疫情在世界范围内扩散，油价再度下行。而催化油价暴跌的是 OPEC+ 减产联盟破裂，在 3 月 5 日、6 日的会议上，减产联盟未能达成一致，俄罗斯拒绝了欧佩克提出的联合每日减产 150 万桶的建议，会后沙特大幅下调四月原油售价，并宣称大幅提高四月原油产量。该结果出乎市场预料，油价断崖式下跌，3 月 9 日单日布油的跌幅达到 26.2%。布伦特原油于季度末收于 25.92 美元 / 桶，下跌 60.75%，WTI 原油于季度末收于 20.10 美元 / 桶，下跌 67.16%。

图1：黄金美元走势重新分化



数据来源：嘉合基金

油价已跌至远低于其长期中枢价值的水平。当前的低油价对沙特、俄罗斯，和北美页岩油业等各生产方来说均难以承受，无法长期维持。全球平均而言，石油的长期综合开采成本约为 40~45 美元 / 桶。

OPEC+部分国家财政盈亏平衡油价（美元/桶）

国家	2001-2015 均值	2016	2017	2018	2019E
沙特阿拉伯	58.5	70.2	75.9	82.7	80.9
俄罗斯	79.3	60.2	62.1	58.0	53.5
阿尔及利亚	102.6	102.5	91.4	104.2	129.8
巴林	74.1	105.7	112.6	118.4	95.1
伊朗	55.9	58.4	64.8	82.0	155.6
伊拉克	-	46.3	42.3	45.4	62.5
科威特	43.8	43.4	45.7	54.2	54.3
利比亚	70.4	244.5	102.8	95.6	94.8
阿曼	62.5	101.7	96.9	99.5	87.3
卡塔尔	45.0	54.0	50.6	50.3	48.8
阿联酋	47.6	51.1	59.8	66.7	70.2
平均值	64.0	85.3	73.2	77.9	84.8

资料来源：IMF，沙特和俄罗斯为光大证券研究所测算

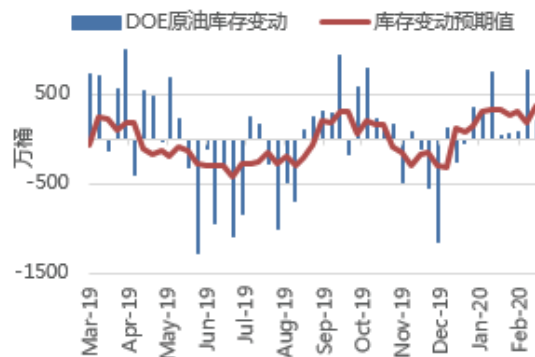
而对于中东地区的石油生产国，其国家财政收入绝大部分来源于售卖原油。当前油价水平已大幅低于这些国家的财政盈亏平衡油价。

图1:美国原油产量增速放缓

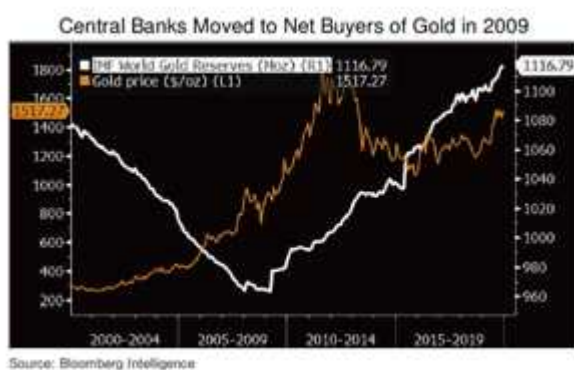


数据来源: Bloomberg

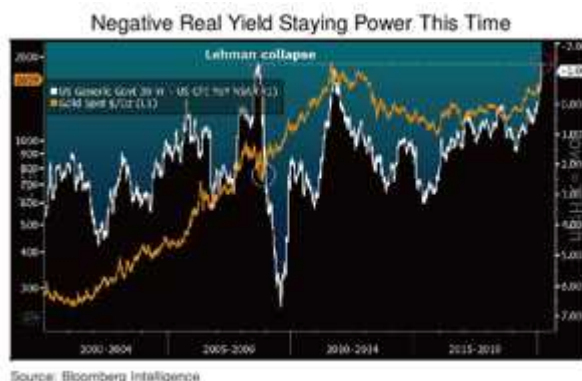
图2: 美国原油库存积累



油价暴跌使得北美页岩油业公司承压, 当前能源板块高收益债的息差已达到20%以上, 超过了上一轮(2016年)油价暴跌时的水平。但与此同时, 自2016年以来能源板块公司的财务杠杆也已得到有效改善。叠加美联储的流动性释放, 这一部分尚无需过分担忧。



Source: Bloomberg Intelligence

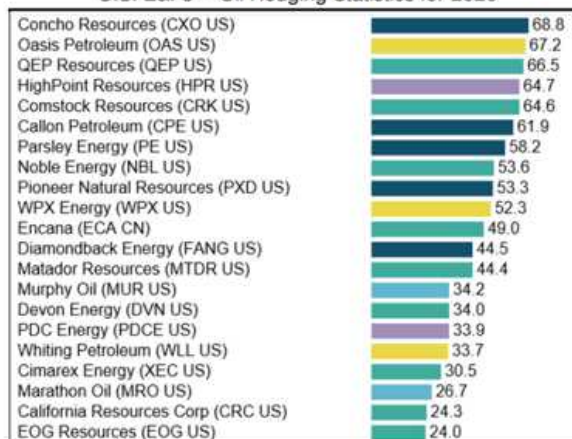


Source: Bloomberg Intelligence

另一方面, 上游公司普遍使用远期对冲合约避免油价下跌风险, 表中可以看出2020年的平均覆盖水平在50%左右, 而锁定的价格普遍在60美元/桶附近(年初的油价水平)。故短期的低油价对北美页岩油业并不构成致命打击。按照2016年原油熊市时的路径测算, 未来美国原油产量可能会从峰值回落150万桶/日。

当前油价已处于超跌水平, 严重偏离长期中枢价值, 但后期反弹的时间和幅度依赖于OPEC+未来动作和疫情发展, 不确定性极高。如果疫情消退, OPEC+重新达成减产共识, 原油有望于年内重回50美元/桶。

U.S. E&Ps -- Oil Hedging Statistics for 2020



Source: Bloomberg Intelligence, BNEF

大宗商品

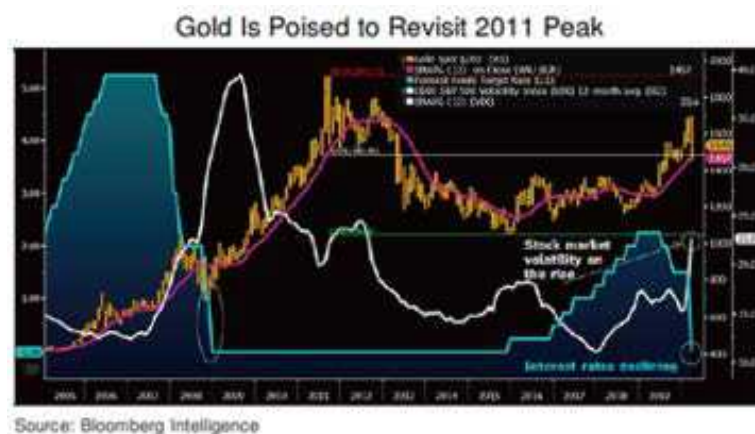
► 供需双杀原油暴跌，黄金在波动中上涨。

疫情爆发，经济衰退风险骤增，避险情绪上升。

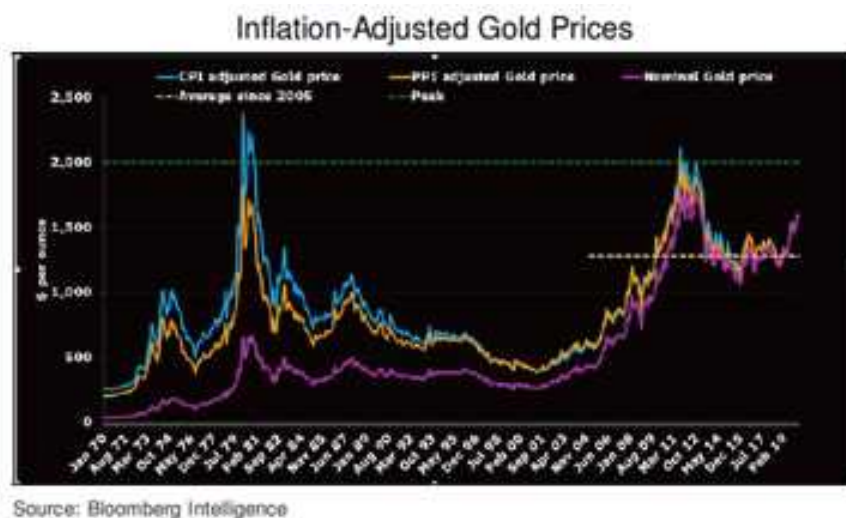
美联储大幅降息，开启超级宽松。黄金波动上行。

年初黄金延续 2019 年末的涨势，1 月下旬疫情爆发，避险情绪骤升，黄金震荡飙涨，盘中一度突破 1700 美元 /oz。随后 OPEC+ 减产协议破裂，原油于 3 月 9 日开启暴跌，带动美股等风险资产全面下挫，市场流动性骤紧，黄金也难以幸免，仅有美元升值。金融市场陷入混乱之际，美联储开始激进的干预市场，先后于 3 月 16 日降至 0 利率，23 日开启无限量 QE。市场流动性得到缓解，黄金反弹，一季度收于 1576.7 美元 /oz，上涨 3.92%。

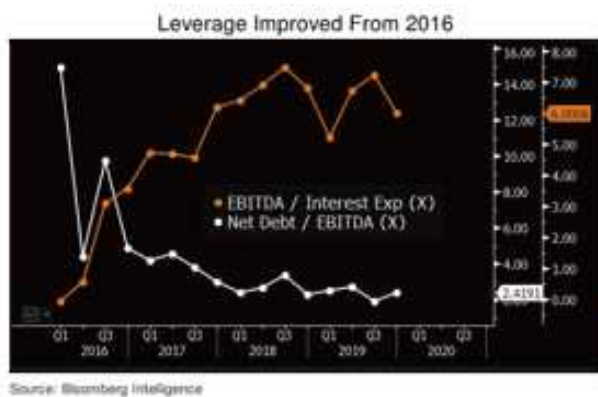
黄金从 2018 年 4 季度起自 1160 美元 /oz 震荡上行，几轮涨跌后累计涨幅达 30% 多，当前时点，多个角度显示当前金价上方仍有空间。历史上金价的高点出现在 2011 年 9 月。2008 年次贷危机爆发，市场波动率大幅上升，美联储降至 0 利率，黄金从 2008 年 11 月起自 700 美元 /oz 附近冲上 1920 美元 /oz。当前的环境在黑天鹅事件爆发、前期金价的上涨回调、波动率的快速上升、联储降至 0 利率等多方面均与彼时黄金大牛市的起点类似，金价或有望突破 2011 年的高点。



而考虑通货膨胀因素的话，当前的“实际”金价远低于历史高点。CPI调整后金价距离1980s的峰值有30%左右的距离，距离2011年8月的峰值有20%左右的距离。



黄金是各国央行都会持有的外汇储备, 次贷危机过后, 全球央行的黄金储备量一路上升。黄金具有一定的汇率属性。历史上看, 在零 / 负利率环境下, 黄金表现强势。



展望后市, 黄金上方或仍有较大空间, 看好黄金在经济后周期和负实际利率环境下的表现。

外汇资产

▶ 流动性危机暂时缓解、后续不确定性仍比较大



一季度外汇市场波动明显放大。疫情在中国蔓延之际，美元因避险情绪支撑而上涨。2月20日之后，欧美疫情有爆发迹象而中国疫情得到控制。美元开始走弱一直持续到3月9日。但在3月9日之后，因全球金融市场动荡引发美元流动性危机，美元快速上涨一度突破102的高点。最终一季度美元收涨2.59%。人民币也是波动收跌，最终收跌0.46%。

外汇市场的这种波动与全球疫情的快速爆发以及原油市场的价格战联系在一起。受全球疫情爆发、原油市场价格战影响，欧盟股市遭遇历史罕见的重挫。尤其是3月9日原油市场的价格战进一步加剧了股市的波动。金融市场的紊乱造成了全球金融市场的美元流动性危机。3月9日之后，美元快速拉升直到3月23日美联储宣布“开放式”量化宽松之后才开始止住了涨势。3月23日以来美元整体是下行的，从最高的接近103回到100下方。从美元的走势来看，近期美元流动性紧张的局面得以缓解。

短期来看，海外疫情仍处于快速蔓延时期，现在还难以判断拐点何时到来，当然也不能完全排除在4月就出现拐点的可能性。美国疫情、欧洲疫情都非常严重。在疫情冲击下，全球经济二季度陷入负增长在所难免。与此同时，美联储将大规模量化宽松来支持金融系统的流动性。疫情催生的不稳定的避险情绪和美联储量化宽松或共同构成了美元在二季度波动的主要力量。

虽然中国疫情得以控制，但是中国经济的强劲反弹或因为海外疫情的爆发而进一步推迟。出口行业面临的压力可能与2008年金融危机时期相提并论。在这一背景下，人民币短期难以走强。但保持人民币汇率的基本稳定也是央行政策的目标之一。人民币在7.10位置上继续大幅贬值的可能性也不大。

总体来看，二季度汇率市场的波动会低于3月份，但比正常水平仍然要高。我们倾向于判断，美元中性偏多，欧元中性偏空，日元中性偏多，人民币中性偏空。

图1:美国原油产量增速放缓



数据来源: Wind



特殊策略

► 基差加深 Alpha 策略承压，波动上升 CTA 策略获利



今年以来特殊策略产品表现优秀。

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2.3%和3.9%，CTA策略市场头部管理人（以前10%计）更是实现了接近20%收益。在新冠疫情这一黑天鹅事件的冲击下，海内外金融市场发生巨震，股票和大宗商品的波动率均大幅上升，利好波动率友好型策略。

分类	2020年YTD收益率分位值					产品平均绝对收益率			
	10%	25%	30%	50%	75%	YTD	2019	2018	2017
股票市场中性	9.5%	5.0%	4.4%	2.3%	-0.3%	2.5%	6.8%	2.3%	1.0%
管理期货	19.4%	10.8%	9.1%	3.9%	-0.7%	5.6%	11.2%	4.1%	1.5%
套利策略	9.4%	5.5%	4.9%	2.4%	0.0%	2.6%	9.6%	2.9%	2.4%

数据来源：朝阳永续。股票市场中性产品样本数为468，管理期货产品样本数为905，套利策略产品样本数为295。统计时间：2020.4.2
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 9.49%的收益率在股票市场中性策略可排到前10%。

基差加深Alpha策略承压。

股票市场波动率自2019年5月持续回落至今年1月底，随后新冠疫情爆发，海内外金融市场巨震，A股大涨大跌，波动率快速抬升，成交量经历暴增回落，利率Alpha策略捕捉超额收益。但受股市暴跌影响，股指期货基差贴水较年初大幅加深，使得后续对冲端承压。

图1:市场波动持续上升，成交量暴增后回落

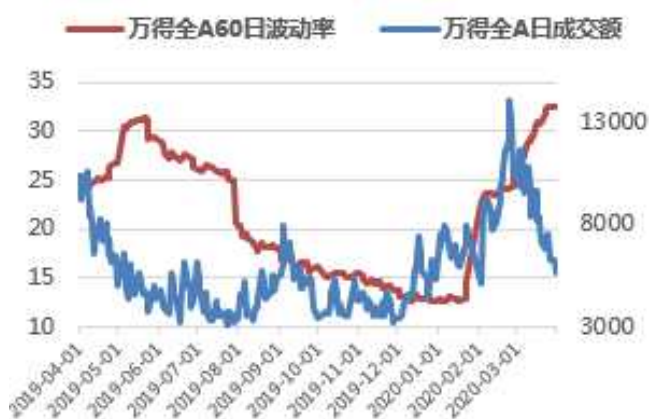
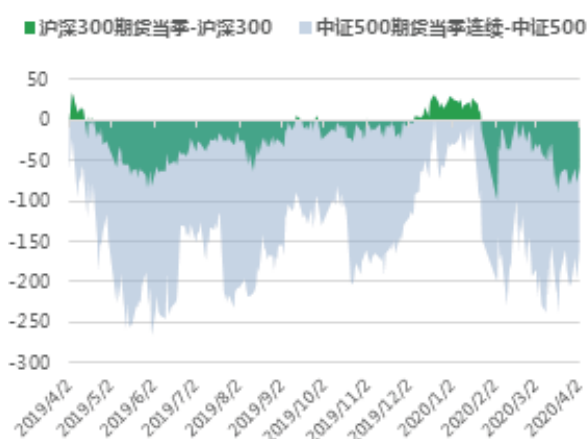


图2: 股指期货贴水加深



大宗商品波动大增。

在疫情和OPEC+的供需双杀下原油价格暴跌，同时带动了一系列品种的巨震，商品市场波动率也在去年年中起的缓慢回落之后快速上升。许多CTA策略基金在这样的市场环境中表现优秀。

场内期权相关策略或成爆点。

随着沪深300、中证500和黄金等标的的期权于19年末在交易所上市，我国的场内期权品种得到了丰富。私募市场不乏使用期权交易策略的管理人，随着品种丰富，成交量增长，此类策略或在Alpha策略和CTA策略之后成为新爆点。

现金资产

▶ 流动性环境极度宽松，理财及货币基金收益率延续下行

▶ 流动性环境极度宽松，理财及货币基金收益率延续下行。

2020年一季度，面临新冠疫情的冲击，国内的货币政策进一步宽松，全面降准、定向降准以及调降OMO、MLF、LPR利率等政策工具频繁使用，货币市场资金利率降至历史低位，隔夜、7天回购利率一度降至1%、2%以下。货币市场基金收益率随之迅速下行，平均7日年化收益率从2019年末的2.6%附近下行至3月底的2%；银行理财收益率同样缓步下行，全市场1个月理财产品的平均收益率从3.9%下行至3.8%附近。当前新冠疫情继续在海外国家蔓延，其对经济带来的冲击程度不断加深，我们预计货币政策有望进一步宽松，降准、降息等工具仍将不断出台。在此环境下，我们预计资金利率和现金类产品的收益率将继续下行。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或信托的现金类产品，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：资金利率快速下行，理财及货币基金收益降至低位



数据来源：Wind，数据截至2020/3/27







专题研究

宏观视角下的三大投资思路



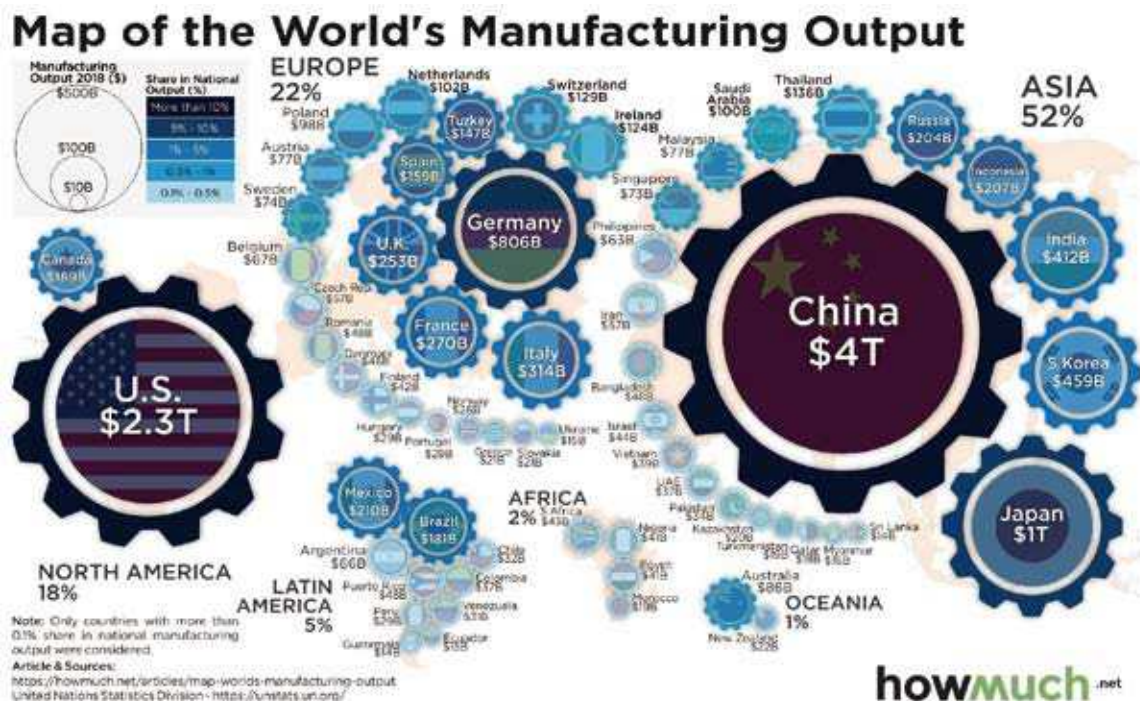
全球疫情的大流行给投资带来了很大困难。疫情的持续蔓延会压制风险偏好。站在当下，虽然疫情的拐点仍不确定，疫情对经济的冲击不可避免。但股市的风险已经大大降低，国内外的对冲政策措施也将逐渐加码。当下应该是个布局的时候。本文将从自上而下的宏观视角提出三大投资思路：（1）疫情冲击下的投资机会；（2）中国政策对冲带来的投资机会；（3）美联储“开放式”量化宽松的投资机会。

一、全球疫情冲击带来的投资机会和风险



全球疫情冲击之所以给全球经济包括中国经济造成很大的冲击，除了病毒感染的人数很多之外，更重要的是核心产业链上的中心经济体美国、中国和德国都遭遇了严重的疫情，都曾经或正处于“震中”。

图1：三大产业链中心



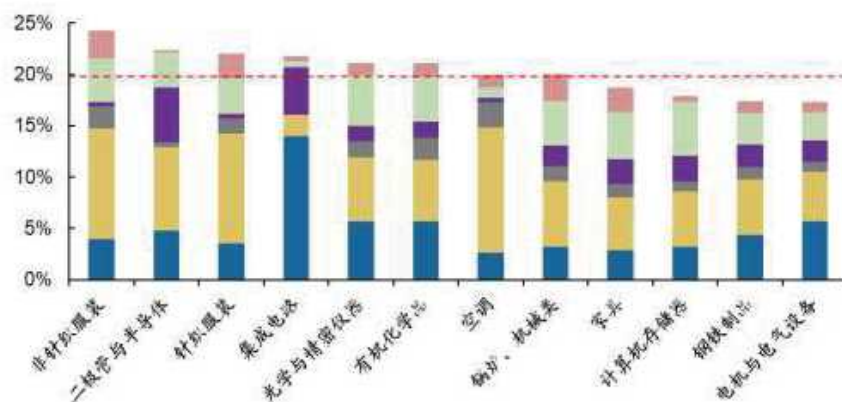
► 疫情冲击对经济形成需求和供给双向冲击。服务业消费中止，零售活动减少，经济收入下降等构成了需求冲击的主要方面。供给冲击主要是生产链上的生产活动降温和部分行业的生产停摆导致。在当前阶段可能是需求冲击是最主要的，而供给冲击在库存机制的缓冲下目前还显得不是很重要。欧美经济的迅速降温会很快波及到中国的出口部门。对中国经济的总体影响也不小。2019年中国出口占GDP的比重大约为17%，虽然比2008年下降了不少，但比例仍然不小。我们以2009年金融危机对中国外贸的冲击-18%的幅度来估计的话，大约拖累二季度GDP增速3.06个百分点，全年拖累GDP增速0.76个百分点。所以我们预计二季度中国经济可能很难回升到3%以上。

对于具体行业来说，可能分为三类行业：

- (1) 出口冲击大的行业； (2) 进口冲击大的行业； (3) 受益于疫情的行业。

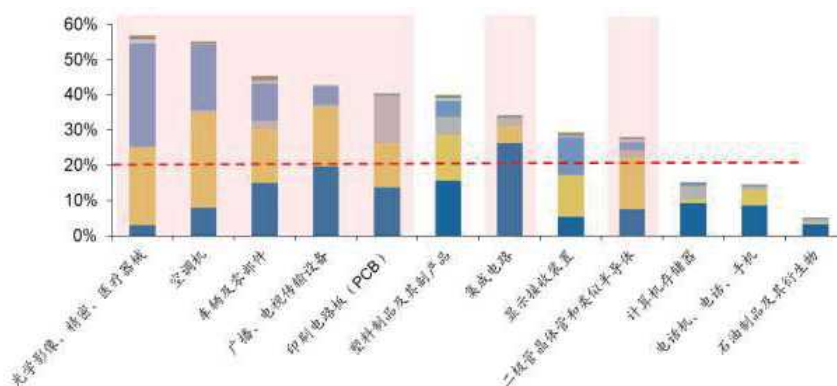
中国出口依赖度较高（出口额/总出口的比重，进口依赖度定义类似）的行业受到的冲击最大。这些行业包括纺织服装、电子计算机（半导体、集成电路）、家具、空调、电机电器设备等（图2）。

图2:中国出口占比较高的行业



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3:中国进口占比较高的行业



数据来源：ITC，广发证券发展研究中心

与此同时，部分进口依赖度较高的行业有潜在供给收缩的风险。目前看这个风险还在可控范围之内。因为贸易伙伴为了挣钱，他们也会努力确保贸易能畅通。但担忧供应链风险而催生的补库存行为会一定程度上会放大这一影响，所以负面影响肯定是存在的。目前中国进口依赖度比较高的行业包括光学设备、汽车及其零配件、空调机、半导体集成电路、原油等（图3）。好在多数是可选消费。因为疫情，国内的进口需求也会下降。大豆倒是必需消费的一部分。大豆面临的供应问题值得关注。用排除法，对进出口依赖度比较低的行业自然可能会有相对好的表现，也是重点布局的方向。比如食品饮料行业，既是刚需也是内需板块，国内疫情控制了，复工在加速，对食品饮料的需求的反弹应该是最先能看到的，也是最确定的。

很显然还存在两类行业受益于海外疫情的大流行。一个是围绕这疫情防控相关的医疗物品，比如口罩、呼吸机等，一类依然是农产品。人群感染了新冠疫情后还是要吃饭的。所以农产品是最基本的刚需。我们用下表概括了疫情冲击下需要关注和规避的行业。

表1:海外疫情冲击对行业的影响是不均衡的

出口影响较大的行业	进口影响较大的行业	受海外疫情影响比较小的行业
纺织服装	光学设备	食品饮料（农产品除了大豆）
电子计算机	大豆	医药
空调、家具	半导体、集成电路	
电机电气设备		

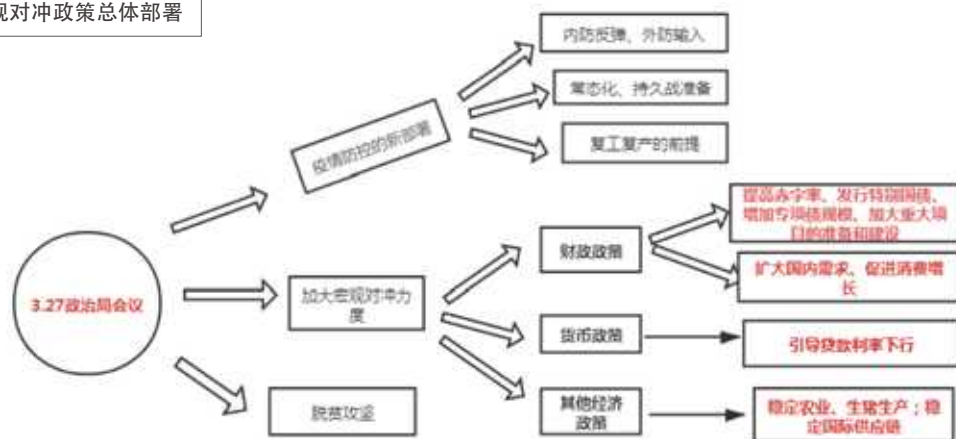
注：中国每年消费的大豆中有80%以上来自进口。

二、中国的宏观对冲政策带来的投资方向



众所周知，疫情对中国经济的冲击很大，政府会加大逆周期调节力度。但在3月27日之前，市场对于政策发力的方向和力度仍把握不大。3月27日政治局会议基本上确立了中国的救助政策的基本框架。

图4：中国宏观对冲政策总体部署



从3.27政治局会议可以看出，中央仍然重视疫情防控，并要求各地做好疫情防控常态化、持久战的准备。在此基础上，推进复工复产并加大宏观对冲政策的力度。具体而言，在财政政策方面，扩大支出，包括提高赤字率、发行特别国债、增加专项债规模等，并且扩大国内需求，促进消费增长。很明显发力的方向在于扩大基建投资和刺激消费。相关的投资线索包括建工建材、必需消费和汽车，甚至不排除地产。货币政策而言，政府定调“引导贷款利率下行”。那么降息降准可能会沿着节奏加快、幅度加大的方向发展。受此影响，利率比较敏感的版块包括地产、汽车、券商、食品饮料等有望受益。图5概括了政策对冲带来的相关投资思路。

图5：图5稳消费带来的投资思路



三、美联储开放式量化宽松带来的投资方向

面对新冠疫情对经济金融的冲击，作为美国央行，美联储快速的采取了行动，实施了包括紧急降息、重启量化宽松、扩大货币互换规模以及开始“开放式”量化宽松等政策。美联储的救市政策大概分为三个阶段：（1）救股市；（2）救金融市场流动性；（3）救实体经济。

在3月9号以前，美国金融市场主要体现为美股暴跌。美联储在3月3日紧急降息50Bp。3月9日沙特和俄罗斯的原油价格战直接带崩了原油和全球股市，美股出现了第一次熔断。股市和原油市场的暴跌引发了金融市场美元的流动性危机。就连避险的国债和黄金都被卖出。美联储于是在3月12日以后在美国内外采取一系列措施稳定金融市场的美元流动性。因为一旦金融市场出现流动性危机，金融市场的正常功能就会失效，更谈不上为风险定价，为实体经济融资。美元流动性风险在3月23日的“开放式”量化宽松政策宣布而告终。同一日，美联储还重启了资产抵押证券贷款工具，为ABS、学生贷款、信用卡和中小企业贷款提供流动性支持。这些基于ABS、学生贷款、信用卡和中小企业贷款的金融市场能够正常运转的基础是有充分的流动性支持，否则没有人愿意买相关金融产品，自然无法为学生上学、中小企业经营和信用卡消费融资。可以说该政策标志美联储的政策已经囊括了实体经济流动性支持。

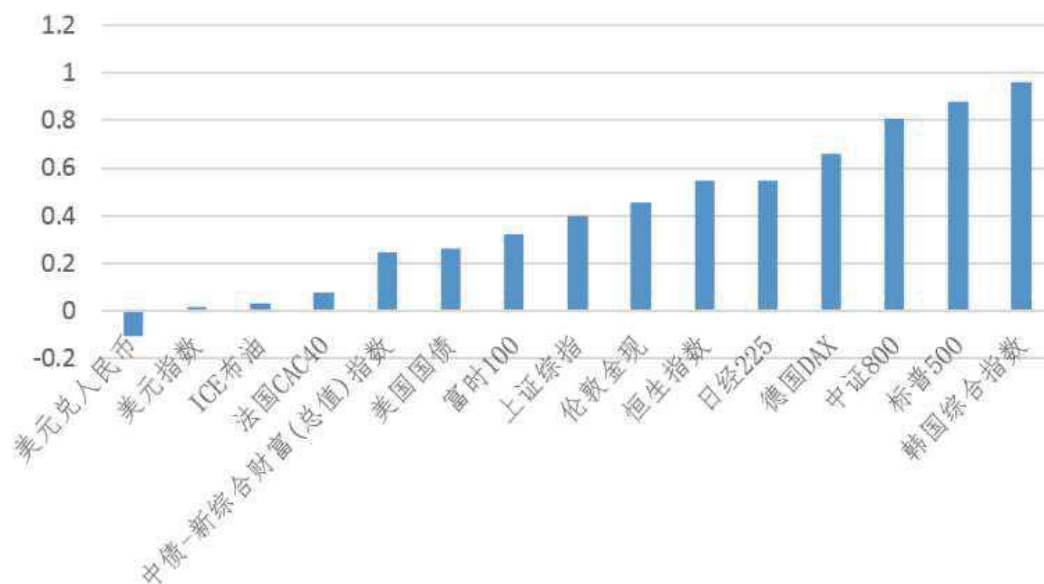
表2:美联储救市措施

时间	政策内容	救市阶段
3月3日	紧急降息50BP	阶段一：救股市
3月12日	推出1.5万亿的回购计划，支持回购市场的流动性	阶段二：救金融市场
3月15日	紧急降息100BP并推出7000亿QE计划，买国债和ABS	
3月17日	建立商业票据支持机制，美联储可通过该机制直接购买商业票据	
3月17日	启动一级交易商信贷便利机制	
3月19日	与非G7国家的9大央行建立货币互换协议，缓解全球美元流动性问题	
3月19日	建立货币市场共同基金流动性工具	
3月23日	宣布实施开放式量化宽松政策，不限量按需购买国债和MBS	
3月23日	重启定期资产抵押证券贷款工具，为ABS，学生贷款，信用卡和小企业贷款提供流动性支持，以支持信贷资源流向企业和消费者	阶段三：救实体经济

美国的“开放式”量化宽松政策具有里程碑意义。该政策在伯南克时代的量化宽松政策基础上再前进了一步：为量化宽松不设限制。在新冠疫情演绎的不确定性环境下，这一个不设限彻底缓解了人们对美元流动性和实体经济流动性的担忧。美国金融市场的危机暂时告一段落。该政策不仅惠及短期，还对中期资产投资有启发意义。

首先我们关于中期的假设疫情终究结束，疫情持续时间大概率不会超过1年。在此假设下，为了支持经济，零利率和“开放式”量化宽松投放出去的美元大概率在疫情结束后仍会停留在经济体一段时间。虽然此次量化宽松的时间可能要短于美联储上一轮量化宽松的经验（前后持续了6年多），但根据经济衰退到修复的时间以及政策的逻辑，整个时间应该不少于半年。因此，我们对于疫情结束后的资本市场，尤其是美股、港股、A股都抱乐观态度。与此同时，黄金在美联储大幅宽松的背景下也有不错的表现。以08年量化宽松的经验，我们统计了从2008年11月美联储第一次量化宽松到美联储2014年10月宣布结束量化宽松期间全球主要资产的涨跌幅（图6）。在这一期间，我们看到股市>黄金>债券。从全球股市来看，韩国股市、美国股市和成长板块居多的中证800表现居前，其次是德国股市、日本股市和香港股市，中国的上证指数表现较为落后。过去的历史未必会完全重演，但宽松是确定的，疫情结束是确定的，经济反弹也是确定的。这是否会给我们更多信心呢？

图6：2008年美国量化宽松周期期间大类资产的表现



数据来源：Wind，数据截至2020/3/27

四、投资机会与当前估值

基于上文提到三大投资思路，我们可以用表3简单概括。

表3:三大投资思路下的投资机会

短期机会	机会	疫情冲击思路	政策对冲思路	美联储量化宽松思路
	食品饮料	√	√	
	农业	√	√	
	医药	√	√	
	汽车（含新能源汽车）		√	
	地产		√	
	券商		√	
	5G		√	
	建材		√	
中期机会	美股			√
	A股科技成长板块			√
	港股			√
	黄金			√

概括来说，短期可能具有超额收益的行业包括食品饮料、农业、医药、汽车（新能源汽车）、地产、券商、5G、建材等。但基本面只是一个维度，我们还需要看看估值情况。

表4 短期机会的估值情况

机会	PB-ROE框架
食品饮料	中等
农业	明显高估
医药	高估
汽车（含新能源汽车）	中等
地产	低估
券商	中等
5G	高估
建材	中等

从常见的PB-ROE框架来看，短期机会中食品饮料、汽车、地产、券商板块的估值仍不能说高估，可重点关注，其他机会参与的性价比可能要低一些。相比短期机会，我们更建议大家逐步布局美联储量化宽松带来的美股、中国科技板块和港股的机会。

总结



目前全球疫情仍处于快速蔓延期，疫情拐点还有不确定性。但在疫情冲击下会出现一些值得关注的短期机会和中期机会。

就短期机会而言，我们认为疫情的冲击下对不同行业的影响和中国政策的对冲可能是不错的投资思路。首先，疫情对经济的冲击将是确定会发生的。在这种冲击下，有些行业会受到影响更大些，短期可以规避，而部分行业可能会取得超额收益甚至正收益一方面，对海外疫情暴露比较少的且属于刚需的农业、食品饮料板块将首先受益于中国复工复产；另一方面，受海外疫情爆发需求可能增长的农业和医药板块。与此同时，面对疫情的冲击，全球都会采取对冲政策，中国也不例外。3月27日政治局会议基本确立了中国对冲政策基本框架。财政政策的重要抓手是拉基建、促消费，货币政策的抓手是降准降息引导贷款利率下行。这些政策是确定会发力的。与此同时，我们也要清楚的认识到，疫情走势仍然具有较大的不确定性。适当配置和经济基本面、疫情走势相关性较低的特殊策略，比如CTA策略、市场中性策略能够增强组合的风险收益比。

除了短期机会，疫情还给我们带来了重大的中期布局机会。因为疫情影响，全球股市的估值风险得到了比较大的释放。虽然疫情的拐点还有不确定性，但是疫情终将结束是可以确定的，而因美联储宽松投放更多的流动性是确定的。而且美联储此次量化宽松周期不会很短，应该是一个中期投资线索。从中期来看，随着疫情的逐步控制，美联储量化宽松周期下，美股、中国的科技成长板块以及港股有望取得超额收益。不得不说，当下是一个布局未来的好时刻。

2020

HARVEST WEALTH QUARTERLY REPORT

我们随时在您身边

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



嘉实财富微信订阅号



嘉实财富微信服务号