

# 知常明变，因势而谋

## ——金斧子投研 2018 年 8 月资产配置建议

\*\*\*完整版报告近期将重磅推出，敬请关注\*\*\*

进入 2018 年 7 月，备受瞩目的中美贸易战正式开打，前期在贸易战预期影响下波动较大的市场情绪有所平复，市场重新回归到新格局下的内在运行逻辑之中。纵观全球，整体经济依然在复苏的轨道上，主要经济体景气度均在荣枯线上方运行，但分化依旧较大，二季度美国经济增长强劲，而欧洲、日本、中国则有所承压，美国渐进性加息路径持续，欧日仍在货币宽松道路上。对于国内经济，防范内外部重大风险及政策微调是下半年影响经济走势的最重要因素。当前需求整体偏弱，贸易战开打以及社融大降对经济的负面影响逐渐显现，经济下行的压力加大，为此，货币、财政及信贷等政策正积极进行微调以缓解下行压力。综合来看，国内经济大概率仍将呈稳中趋缓之势。

在复杂多变的市场环境下，只有知常明变、因势而谋才能行稳致远，建议投资者紧抓资产的风险收益比这一核心变量，把握长周期、长趋势的确定性机会。资产配置方面，结合我们对经济、基础市场和风险事件的展望以及各类资产的估值水平，战略上我们继续看好权益类资产的长期投资机会。近期权益市场的积极因素在增加，战术上建议优化配置，小幅增配权益类资产，同时适度相应降低现金类资产的配置。

A 股市场方面，政策出现微调，信用紧缩压力缓解、流动性环境有望改善，同时去杠杆节奏有所放缓，风险偏好或得到一定提升。前期调整较多、性价比不错的个股或存在估值向上修复机会，但潜在外部冲突仍有可能造成市场波动。中长期角度来看，结合当前市场相对较低的估值水平以及较强的经济韧性，A 股依旧存在较好配置价值。去杠杆、严监管大方向不变的背景下，投资需回归资产本身的风险收益比，以业绩为锚从真正具备长线趋势的方向中寻找机会，包括具备政策红利、代表转型方向的新兴产业，以及需求升级下的大消费板块。

国内 VC/PE 方面，2018 年 6 月私募股权基金数量和实缴规模增速持续放缓，互联网、IT 仍为最活跃领域；获投阶段依然集中于 A、B 和天使轮；AI 领域投资阶段趋向后移，芯片为新的关注热点；汽车交通热度下降明显；新药研发龙头项目吸金能力强，AI 对医疗健康渗透持续；企业服务行业应用及区块链融合引领热点；独角兽扎堆赴港上市，破发常态化；股权基金募资难，一级市场估值体系和判断逻辑或将重构。

海外股市方面，短期积极因素增多，关注利率走高风险。今年以来良好的经济增长和强劲企业盈利推动美股上涨，龙头科技股业绩表现是关键。当前扩张性财政政策、贸易战扩散风险以及高企的能源价格，加大通胀加速走高的风险，偏高估值、贸易战反复仍将给美股带来波动。市场积极因素在增加、前期下跌后风险得到释放、低估值优势维持的背景下，短期内港股面临反弹的机会。中期角度看，港股的上行通道依然面临风险因素制约，投资者需从长趋势的角度寻找穿越时间的阿尔法收益。

国内债市方面，利率下行逻辑仍在，把握相对确定投资机会。在 7 月份，货币边际宽松再次得到确认，而财政政策强调要更加积极、信贷政策和金融监管方面出现微调。当前来看，政策虽有调整但并未全面放松，信贷放缓压力难以完全对冲。后续信贷投放支持力度仍有待观察，而在外部贸易风险以及需求偏弱的问题之下，我国经济依旧面临着下行压力，利率下行的长期逻辑并未被打破。在当前的市场环境中，高流动性的短端债券品种以及具有扎实基本面的信用标的具有较高的配置价值。此外，通过杠杆进行套息也是值得考虑的操作。

海外债市方面，美联储的加息周期仍在持续，各国和美债的利差将继续对利率中枢形成压力，债券仍需寻找受利率走高影响小的投资机会。

商品市场方面，黑色板块在整体需求平稳且受到环保扰动的影响下得到强烈支撑，价格易涨难跌。贵金属上行承压，低位运行。化工品方面，高油价支撑成本，人民币贬值刺激消费，品种走势分化。农产品受中美贸易战、天气等因素影响较大，多数品种震荡运行。原油方面，OPEC+增产面临不确定性，难以补足伊朗缺口，需求旺季叠加低库存，上行风险较大。综合而言，建议关注受环保影响较大的黑色系（焦炭、焦煤），下行空间有限的原油及其下游受益的化工品种，贸易战利好的农产品。

现金方面，国内经济稳中趋缓，资管新规细则在节奏和力度把握上有所放松，货币政策出现边际宽松，现金利率中枢或稳中略降。

## 2018年8月资产配置指南

大类资产	细分资产	投资策略	推荐度	推荐理由
权益资产	A股	股票多头	★★★★☆	短期来看，政策边际改善，前期调整较多、性价比不错的个股或存在估值向上修复机会，但潜在内外因素仍有可能造成市场波动。中长期角度来看，结合当前市场相对较低的估值水平， <b>A股依旧存在较好配置价值</b> 。重点建议以长线配置思维赚长期趋势下的“大钱”，短期机会难抓，可选择擅长于波段操作的交易型投顾。
		指数增强（股票量化）	★★★★☆	选择能较快适应市场、灵活切换的指数增强（量化选股）策略，可享受短期波动率提升带来的机会。
	PE/VC	股权基金	★★★★☆	AI引领技术投资浪潮，芯片为新的关注热点，在医疗健康领域亦渗透持续；股权基金募集规模和数量持续放缓，独角兽扎堆上市破发常态化， <b>募资难的行业窘境或将重构一级市场估值体系和判断逻辑；接下来成长持续性或成为选择项目的关键因素。</b>
	海外股票	股票多头（港股、美股）	★★☆☆☆	美股：经济增长良好，以科技股为核心的企业盈利强劲，推动前期美股上涨，当前通胀加速走高，关注利率上行风险对经济增长和企业盈利的影响，偏高估值、贸易战反复仍将给美股带来波动。 港股：市场风险得到释放、低估值优势维持，短期内港股或有反弹机会。但从中期角度看，美国加息周期、中美贸易战反复和中国经济下滑风险压制因素仍在，港股投资需从长趋势的角度挖掘机会。
债券资产	国内债券	国内债券策略	★★★★☆	利多债市力量仍在逐渐增强，除了经济下行压力增加、货币边际宽松再次得到确认等利于利率下行外，还有财政、信贷、监管方面的微调，有望缓解信用风险。虽然外部加息制约仍在、内部信用环境改善还有待观察，但长期来看， <b>在前述积极因素作用下，债市机会渐显。</b>
	海外债券	海外债券策略	★★☆☆☆	美联储的加息周期在持续，各国和美债的利差将继续对利率中枢形成压力，债券仍需寻找受利率走高影响小的投资机会。
商品资产	商品资产	管理期货策略（包括商品趋势、商品套利）	★★☆☆☆	结合上半年情况，美元加息、中美贸易摩擦、地缘政治风险预计仍将影响市场情绪，国内环保治理限产、楼市精准调控、基建修复预期等料将交互影响产业供需与库存周期。 <b>以上因素并不利于趋势性行情的延续，不确定性的提高对市场波动率有所支撑</b> ，或会带来定价偏差空间的扩大，即相应增加跨空间、跨时间与跨品种的强弱对冲机会。 基于对市场波动率的预期及低相关性资产配置定律，对管理期货类策略建议保持基准配置。
多资产类	多资产类	宏观策略	★★☆☆☆	综合来看，三大资产市场均有一定投资机会，股市在调整后迎来配置窗口、并长期向好，商品市场存在双边操作机会、债市在积极因素影响下也有较多机会，但波动增加可能使得股市和商品市场的机会相对较难把握，所以总体仍保持对宏观策略进行基准配置的建议。
		量化复合策略	★★☆☆☆	维持年度策略判断，本身策略储备丰富、能够及时把握市场投资主线的复合策略投顾从长期来看能够为投资者带来合理的年化回报。 <b>但短期来看市场缺乏稳定趋势，将会对投顾的策略配比调控能力有较大考验，建议调低配置比例。</b>
		相对价值策略	★★★★☆	战略上我们持续看好权益类资产的长期投资机会，但当前我们正处于贸易战困局与内部去杠杆防风险的背景下，货币政策与财政政策或会出现边际微调。在这过程中， <b>市场短期波动率预计易上难下，投资热点分散更替的情况将会持续。</b> 落实到具体策略上， <b>中性对冲策略能够在震荡市场中为投资者带来较佳的风险调整后收益，提高投资确定性。</b> 此外，当前股指对冲成本处于策略可盈利范围内，若交易“限制”松动，对冲后收益可进一步提升，因此继续 <b>建议适当增配阿尔法策略及对冲套利类产品。</b>
现金资产	现金资产	货币基金	★★☆☆☆	国内经济稳中趋缓，资管新规细则力度有放松，货币政策出现边际宽松，现金利率中枢或稳中略降。

推荐度说明：

★★★★★ 极高配置；★★★★☆ 超基准配置；★★★★☆ 基准配置；★★☆☆☆ 低于基准配置；★☆☆☆☆ 极低配置；☆☆☆☆☆ 不配置