

新华基金固定收益与平衡投资

每周观察

2019 年 11 月 10 日

一、观察与展望

受限于时间安排，本期观察与展望完成于周二，这里主要探讨两个问题。本周即时点评请参阅本报告的其他部分。

1. 投资着眼的时间段

“只争朝夕”、“看长做短”、“长期内，我们都死了”……针对这个问题，每个投资者都有自己的心得。在此，我们谈下对短期、中期、长期的理解。中期（1-10 年）是最重要的时间段。如果中期逻辑确定性强，短期逻辑需要从属于中期逻辑。例如过去 30 年间，经济内生动力叠加高强度政策约束与刺激，经济运行于一种周期性稳态之下。此时，如果短期经济表现低迷，则投资者需要做的是等待一个合适的机会去介入强周期板块并抛出长久期债券，而不是一直看空经济。假设在 2010 年，前一年 4 万亿政策对经济影响巨大，政策在中期内继续发挥作用的可能性仍较大，可以做一个类似的中期展望（周期性稳态延续）。而在当下时点，经济内生动力不足（老龄化、逆全球化、全球负利率），叠加强力政策的退出（主观意愿和客观约束共同作用下），过去 30 年的周期性稳态已经面临终结。此时经济的短期企稳和通胀的短期走高，并不会破坏经济的中期运行逻辑。

对于长期（10 年以上），技术进步的作用会变大（几乎会起主导作用），经济找到新的增长动力的概率会变高，今天看似解决不了的问题，长期内可能已经没那么棘手，而今天的小问题，那时可能变成了大问题。具体情况的演变往往会超出人们的预期范围，因此对二级市场投资的指导意义不大。

2. 投资过程中的对冲

我们不太倾向于用股指期货和国债期货进行套保，因为这种套保意味着需要明显跑赢大盘才能获利（我们不否认很多时候获利主要来自于指数的上涨），另一方面，套保的投资者难以享受到大类资产本身的趋势性机会。我们进行适度的资产间对冲和资产内部对冲。

资产间的对冲。股票、债券和转债，三类资产的相关度，在不同时期表现不同。2008 年 7 月，上证综指跌到 3000 点附近，相较于 9 个月前 6000 点的位置，已经跌去了一半。事后看，此时是不是建仓或加仓的好时机，但在当时看，至少市场风险已经小了很多。此时十

年期国债收益率在 4.4%附近，收益率继续向上的风险并不大。如果建立一个股债组合而不是一个单纯的股票组合，在随后半年债券带来的收益会产生明显的对冲作用。2013 年下半年，债券熊市下，股市也表现不佳，核心原因在于整个金融市场的流动性枯竭。2014、2015 年，股债齐涨，背后的主要推动力量是增量的流动性；2017、2018 年，股票和债券表现基本相反：2017 年股市表现较好，债市从年头熊到年尾，主要原因在于供给侧改革和棚改货币化带来的经济企稳复苏；2018 年，在经济回落、中美贸易战不断发酵的情况下，债券表现较好，十年期国债收益率下行超过 100BP，而股市则明显下跌。转债与股票的相关度较高，但风险收益比的特征又有不同。因此，通过对三类资产自身的风险收益比的比较，在控制总敞口、追求每类资产相对安全性的前提下，适时调节三类资产的比例，有望获得更好的组合风险收益特征。

单个资产内部的对冲。对冲的目的在于调节子组合的风险收益比。如果对冲的结果是降低风险，但收益相对降得更多，那这种对冲意义不大。例如，我们预期利率会随着经济增速的缓慢下行而下行，我们会选择业务模式稳定、业绩稳定、未来行业空间稳定的标的作为目标配置对象。此过程中，保险股会相对受损。但如果保险股的估值水平已经反映了大部分的悲观预期，则将保险股调入组合，会大大增强组合的稳健性：当利率如预期缓慢下行时，保险股下行风险可控；当利率发生预期之外的上行时，保险股向上的业绩弹性会比较大。调入保险股的前提是上行和下行风险的不对称性（上行>下行）。如果二者对等或者下行风险更大，则调入的效果会变差。

二、宏观经济观察

海外宏观

IMF：将今年欧元区经济增速预期从 1.3%下调至 1.2%，预计 2020 年和 2021 年欧元区经济增速为 1.4%；将今年欧元区通胀预期由 1.3%下调至 1.2%，2020 年通胀预期由 1.6%下调至 1.4%；将今年德国经济增速预期由 0.8%下调至 0.5%，法国今年经济增速由 1.3%下调至 1.2%，预计今年英国经济增长 1.2%，预计意大利经济今年将出现停滞。

美国政府宣布将开始正式退出巴黎气候协定。

欧盟委员会：将今明两年欧元区 GDP 增长预期分别下调至 1.1%和 1.2%，通胀预期均为 1.2%；将今年德国 GDP 增速预期由 0.5%下调至 0.4%，2020 年由 1.4%下调至 1%；预计今年意大利公共债务占 GDP 之比将涨至 136.2%，远超欧盟 60%上限。

德国 9 月未季调经常帐盈余 255 亿欧元，预期盈余 191 亿欧元，前值盈余 169 亿欧元。

德国 9 月未季调贸易帐顺差 211 亿欧元，预期顺差 195 亿欧元，前值顺差 162 亿欧元；季调后出口环比升 1.5%，预期升 0.4%，前值降 1.8%；季调后进口环比升 1.3%，预期持平，前值升 0.5%。

德国 9 月季调后工业产出环比降 0.6%，预期降 0.4%，前值升 0.3%；德国 9 月工作日调整后工业产出同比降 4.3%，预期降 4.4%，前值降 4.0%。

瑞士 10 月末季调失业率为 2.2%，预期 2.2%，前值 2.1%；季调后失业率为 2.3%，预期 2.3%，前值 2.3%。

日本首相安倍晋三：日本经济处在温和复苏趋势中，必须留意外部风险；将继续监控消费税提高带来的影响，10 月上调消费税后，政府对于日本经济处于温和复苏趋势的看法没有变化。

日本央行下调 10 年-25 年期国债购买规模至 1000 亿日元，此前为 1200 亿日元。

澳洲联储维持基准利率在 0.75% 不变，符合市场预期。澳洲联储：若有需要将放松政策以支撑可持续增长，预计 2020 年和 2021 年通胀将接近 2%，准备好在必要时放松货币政策，对今年 GDP 增速预期维持在 2.25% 附近，GDP 增速将在 2021 年升至 3% 附近，澳元近期仍处于波动区间的低端，2021 年潜在通胀将略高于 2%。

穆迪：确认印度主权信用评级在 Baa2，下调其前景展望至负面，之前持稳定的展望。

中国物流与采购联合会发布，10 月份全球制造业 PMI 较上月微幅回升 0.1 个百分点至 48.8%，持续 4 个月运行在 50% 以下。

国内经济

中国 10 月 CPI 同比上涨 3.8%，预期 3.4%，前值 3%。10 月 PPI 同比下降 1.6%，预期降 1.6%，前值降 1.2%。10 月猪肉价格环比上涨 20.1%，影响 CPI 上涨约 0.79 个百分点。统计局解读称，10 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；同比上涨 1.5%，涨幅与上月相同。如扣除猪肉价格上涨因素，CPI 环比上涨约 0.1%，同比上涨约 1.3%，总体稳定。

10 月财新中国服务业 PMI 为 51.1，为 2018 年 11 月以来最低，显示服务业经营活动扩张有所放缓，预期 51.1，前值 51.3。

中国 10 月出口（以人民币计）同比增 2.1%，预期降 1.4%，前值降 3.2%；进口降 3.5%，预期降 5.4%，前值降 8.5%；贸易顺差 3012.8 亿元，前值 2751.5 亿元。中国 10 月出口（以美元计）同比降 0.9%，预期降 2.9%，前值降 3.2%；进口降 6.4%，预期降 8.2%，前值降 8.5%；贸易顺差 428.1 亿美元，前值 396.5 亿美元。

海关总署：前 10 个月，中美贸易总值为 3.07 万亿元，下降 10.6%，占我外贸总值的 12%；其中，对美国出口 2.39 万亿元，下降 6.8%；自美国进口 6857.4 亿元，下降 21.5%；对美贸易顺差 1.7 万亿元，扩大 0.8%。

海关总署：前 10 个月，民营企业进出口 10.87 万亿元，增长 10.3%，占我外贸总值的 42.4%，比去年同期提升 3 个百分点，成为我国第一大外贸主体。

央行发布数据显示，中国 10 月末外汇储备 31051.6 亿美元，前值为 30924.31 亿美元。10 月末黄金储备为 6264 万盎司，较 9 月末持平，结束连续 10 个月增持。

外汇局：第三季度，我国经常账户顺差 3838 亿元，其中，货物贸易顺差 9445 亿元，服务贸易逆差 5060 亿元，初次收入逆差 700 亿元，二次收入顺差 153 亿元；资本和金融账户中，直接投资逆差 521 亿元。

农业农村部对 100 家重点种猪企业监测显示，9 月份后备母猪销量环比增长 70.7%。据对全国饲料生产企业全口径统计，9 月份猪饲料产量环比增长 10%。农业农村部畜牧兽医局局长杨振海表示，综合生猪存栏和能繁母猪存栏环比降幅明显收窄、规模猪场生产由降转增、饲料产量止降回升、种猪销量持续大幅增长等判断，养殖生产积极性正进一步提高，年底前产能有望探底回升，市场供应明年有望基本恢复。畜牧业分析师马丽媛表示，国内猪价 2020 年上半年或仍维持高位，三季度或是猪价的拐点。

国内政策

第二届中国国际进口博览会正式开幕，本届中国国际进口博览会延续“新时代，共享未来”的主题。国家主席习近平在第二届中国国际进口博览会开幕式上发表的主旨演讲，为中国持续推进更高水平对外开放指明了方向。习近平主席在主旨演讲中提出“共建开放合作、开放创新、开放共享的世界经济”的重要倡议，向国际社会传递出携手发展、共享未来的积极信号。面对逆全球化挑战，习近平主席在讲话中提出中国继续扩大开放的五方面新举措，强调坚持“拉手”而不是“松手”，坚持“拆墙”而不是“筑墙”，展现中国愿与世界共享机遇的格局和胸怀。习近平说，站在新的历史起点，中国开放的大门只会越开越大。他宣布了中国持续推进更高水平对外开放的 5 方面措施：第一，继续扩大市场开放；第二，继续完善开放格局；第三，继续优化营商环境；第四，继续深化多双边合作；第五，继续推进共建“一带一路”。

中法关系行动计划发布，双方鼓励两国金融市场双向开放，支持各自符合条件的金融机构到对方国家展业。双方同意加强农业全方位合作，该合作有利于扩大法国农产品对华出口。中法两国将开展技术交流，以就非洲猪瘟区域化管理达成一项协议。双方在各方拟定的条件

下支持空客公司加大在中国的工业投入，支持中国航空公司继续采购空客飞机。双方将推进 A350 完成和交付中心项目。中法两国承诺积极推动在英国的核电合作，特别是欣克利角 C 两台 EPR 机组的建设、英国核安全当局对华龙一号的通用设计评审（GDA）以及塞斯维尔 C 项目、布拉德韦尔 B 项目的前期准备。

李克强出席第 22 次东盟与中日韩领导人会议表示，区域全面经济伙伴关系协定(RCEP) 15 个成员国已结束全部文本谈判以及实质上所有市场准入谈判。愿在此基础上加快中日韩自贸区谈判进程，朝着建设东亚经济共同体的目标迈进。

国务院台办、发改委出台《关于进一步促进两岸经济文化交流合作的若干措施》。“26 条措施”涉及为台湾企业提供同等待遇的措施 13 条，包括台资企业同等参与重大技术装备、5G、循环经济、民航、主题公园、新型金融组织等投资建设，同等享受融资、贸易救济等政策，支持两岸青年就业创业基地示范点建设等。

11 月 5 日央行开展中期借贷便利（MLF）操作 4000 亿元（当日到期量为 4035 亿元），期限为 1 年，中标利率为 3.25%，较上期下降 5 个基点。

为推动大额现金管理工作，探索大额现金管理实现路径，中国人民银行起草了《中国人民银行关于在河北省、浙江省、深圳市试点开展大额现金管理的通知（公开征求意见稿）》。经试点行调研分析，各地对公账户管理金额起点均为 50 万元，对私账户管理金额起点分别是河北省 10 万元、浙江省 30 万元、深圳市 20 万元。

国资委将持续完善混改实施细则和市场平台，营造有利于各类资本参与混改的公平市场环境。将重点在中央二级及二级以下企业推动混改。在推进国有企业引进非公资本过程中，推进产权市场、股票市场合力确定国有资产价值，接受社会监督，杜绝和防止混改过程中出现侵吞国有资产、利益输送、暗箱操作的行为。

总结分析

本周末公布的通胀数据让我们再次见识了“二师兄”的力量，10 月 CPI 同比增长 3.8%，增速较上月提升 0.8 个百分点，创下六年以内新高，猪肉价格继续上升是推动 CPI 上涨最主要的原因——10 月 CPI 中猪肉分项环比大涨 20.1%，同比暴涨 101.3%，猪肉对 CPI 同比拉动高达 2.43 个百分点，较上月高出 0.78 个百分点。在产业政策、环保限制以及非洲猪瘟的多重影响下，近几年生猪存栏和能繁母猪存栏持续下降，尽管目前中央高层已经高度重视，但是短期内供给缺口仍存在，尤其是未来几个月是需求旺季，且面临着冬至和春节的重要时点，短期内猪肉价格继续上涨将是大概率事件。在猪肉价格大幅上行的同时，其它商品价格并未明显上涨，10 月核心 CPI 同比增速与上月持平，在 1.5% 的低位，而非食品 CPI 同比增

速甚至较上月下降 0.1 个百分点至 0.9%。而在食品内部，鲜果、鲜菜类 CPI 在 10 月环比下跌 5.7%和 1.7%，蛋类环比下跌 1.3%，这些食品价格基本上都呈现弱势，并非物价全面上涨。目前只有牛羊肉随猪肉价格小幅上涨，10 月牛肉、羊肉类 CPI 环比小幅上涨 2.5%和 2.0%，涨幅远低于猪肉 20.1%的环比上涨水平。因而目前依然是猪肉单一商品价格上涨，也进一步确认了结构性通胀的现状。

面对当下高企且可能继续攀升的 CPI, 央行是否会考虑紧缩货币来应对？目前来看非常困难且不可行。因为如果是面对全面性物价上涨，那么紧缩货币一般可以起到立竿见影的效果。但是当前的通胀表现出明显的结构性特征，即使央行收紧货币政策，猪肉价格也难以明显回落，通胀压力也难以显著缓解，并且会使疲弱的经济雪上加霜。因此，央行无需紧盯着这种单一商品价格上涨带来的通胀压力。本周二（11 月 5 日）央行开展了 MLF 操作，利率超预期下调 5bp，下调幅度虽小，但是信号作用很强，这给市场传达了当前货币政策应以稳增长为重点的信号。相信央行的货币政策会逐步摆脱国内结构性通胀的桎梏，审时度势根据国内外经济环境变化来制定合适的货币政策。

数据来源：wind 数据截至：2019.11.10

供稿时间：2019.11.10

风险提示：

本基金管理人本着勤勉尽责的原则管理基金，但不保证基金一定赢利，也不保证最低收益。投资有风险，本公司旗下基金过往业绩并不预示其未来表现。请在投资前仔细阅读《基金合同》和《招募说明书》。文中所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。文中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本文中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。

市场有风险，基金亦有风险，投资须谨慎。本公司充分重视投资者教育工作，以保障投资者利益为己任，特此提醒广大投资者正确认识投资基金所存在的风险，慎重考虑、谨慎决策，选择与自身风险承受能力相匹配的产品。