

华尔街投行明年策略密集出炉 新兴市场机会涌现 风险资产波动性上升

□本报记者 鲍秀丽

在流动性趋紧的背景下，近期全球主要股市震荡下行，主要资产价格走低。年终岁尾，2019年资产配置策略成为市场关注焦点。本月以来，高盛、摩根士丹利、美银美林等华尔街投行已陆续发布2019年投资策略报告。

尽管全球市场仍在震荡下行，但华尔街投行普遍认为，现在谈规避风险为时尚早，建议投资风险资产，但对2019年投资持谨慎观点，更加注重投资资产的质量，并建议考虑投资组合多样化，开展合适的风险对冲。值得关注的是，虽然全球经济增速不确定性增加，但投行一致看好2019年新兴市场表现。

新兴市场受青睐

尽管伴随流动性趋紧，今年包括土耳其、阿根廷等在内的部分新兴市场动荡，但目前已发布展望报告的华尔街机构，一致看好新兴市场表现。

高盛本月报告列举的2019年十大主导投资格局的顶级宏观和市场主题指出，巴西、土耳其、俄罗斯、阿根廷以及南非等今年面临困境的一些中型新兴经济体，明年将会有复苏。另外，其他新兴市场、小型开放经济体也分别存在投资机会。

摩根士丹利也预计，一些多年性趋势将于2019年出现重大转折点，新兴市场资产应该表现更佳。目前，大摩已把2019年新兴市场股市的投资评级从“减持”提到“增持”。汇市方面，大摩指出，新兴市场的弱势多半已经完结，而美国信贷市场的下滑还有发展空间，美元即将陷入颓势。鉴于新兴市场汇率前景改善，该机构更看好新兴市场本币债券，而非硬通货债券。

美银美林预期，2019年新兴市场将进入牛市，由于美元的预期疲软，新兴市场的债权和外汇价格将迎来反弹。

瑞银报告指，明年新兴市场股票和债券均将出现正回报。其中，在今年出现两位数的



新华社图片

跌幅后，新兴市场股票在2019年应能获得7%至8%的回报率。此外，新兴市场本地债券应该能回报6%，而硬通货债券则将回报4%。

投资组合应多样化

尽管近期多家华尔街投行预期，2019年全球主要经济体增速仍居历史高位，但2019年将面临风浪。伴随风险资产波动性上升，投行的资产配置逻辑发生转向，并建议考虑投资组合多样化，开展合适的风险对冲。

从经济基本面分析，瑞银表示，全球宏观失衡风险保持低位，通胀得到控制，全球金融环境宽松，所有这些有利因素使瑞银预测，有70%的几率经济将持续扩张至明年底，然而，瑞银策略师同时也指出，看起来相当良好的前景，也正面临越来越多风险。美国经济的潜在放缓不足以推低股市，但预计

波动性将上升。板块方面，相对于昂贵的成长股和防御股，瑞银更青睐价值股、金融股和周期股。备受关注的是，该机构将中国市场上调至“超配”，因考虑到中国市场距离其2008年和2015年估值低点不到10%，且“政策刹车”正在松开；看好铁路设备和相关建筑企业，同时对地产及关联板块持谨慎态度。

摩根士丹利对2019年股市保持中性立场，并将美国股票评级下调至减持，预计2019年底标普500指数达到2750点。在投资风格方面，摩根士丹利偏向于价值股而不是成长股。大摩在报告中解释，价值股集中在金融、原材料、能源和公用事业板块，并对这四个板块给予增持评级，而对科技、医疗和消费板块给予减持投资评级。需要注意的是，摩根士丹利还对金属和矿企给予增持评

级，因为相应的板块“正在经历长期的盈利支撑”。

关于各类资产走向，美银美林做出如下判断，即美元将遭遇颓势，美元于2019年初的超调过后走低；大宗商品进入牛市，油、铜、黄金价格均上涨。美银美林给出的2019年推荐交易包括，看多恐慌指数期货基金VXX、看空美国国债利差等。

高盛表示，2019年投资者依然可以保持适度的风险倾向。宏观上考虑投资组合多样化和对冲组合，微观上关注盈利能力高的企业。相比2019上半年，2019年下半年全球市场表现更乐观，同时可关注大宗商品组合。本周高盛发布的“原材料十大交易策略”建议投资者，鉴于大宗商品市场出现前所未有的错位，目前已迎来做多石油、黄金和基础金属的机会。

资金风格左右 AH股溢价指数连续五周走低

□本报记者 倪伟

10月26日以来，恒生沪深港通AH股溢价指数持续走低，截至本周，该指数已经连续五周下跌，本周更是跌至115点附近，逼近四年内的最低点113.19点。万得数据显示，该指数追踪的成分股中，权重蓝筹股比价出现下降，甚至数只个股出现股价倒挂。

市场分析人士表示，AH股溢价指数的持续走低与目前市场资金的投资风格有直接关系。近期港股市场上大量的外资持续回流，而外资更倾向于低风险的行业龙头，注重中长期的股息和行业基本面，因此权重蓝筹尤其金融股更受资金青睐。而金融股占溢价指数追踪的成分股市值比重大约在七成左右，H股金融蓝筹走势明显强于A股，这直接导致了AH股溢价指数的整体下行。而因港股市场年底前缺乏有力的好消息提振，导致港股资金投资情绪低迷，海外资金主导的形势还将持续一段时间，AH股溢价指数或将保持低位甚至进一步走低。

AH股溢价指数连跌

恒生AH股溢价指数是根据纳入指数计

算成份股的A股及H股的流通市值，计算出A股相对H股的加权平均溢价的指数。指数走高，代表A股相对H股越贵，指数走低，代表A股相对H股越便宜。由于一些特定因素的存在，A股相对于H股长期存在溢价现象。据业内人士表示，若不考虑市场因素，AH股溢价指数在120左右较为合理。

今年2月以来，恒生沪深港通AH股溢价指数在盘中创下138.96点的年内高位后出现持续的震荡下行。8月中旬以后，该溢价指数出现持续2个多月的上行趋势，而自10月26日该指数站上126.22点的阶段高点后，掉头向下走势明显。据万得数据显示，10月26日后该指数已经连续五周下跌，周跌幅分别为4.08%、2.37%、0.36%、0.23%和1.08%。截至11月28日收盘，该指数收报115.89点，离2014年12月以来的近四年最低点113.19仅一步之遥。

万得数据显示，该指数追踪的106只成分股中，有17只个股AH溢价低于指数均值。其中建设银行、农业银行、交通银行、国泰君安、工商银行、招商银行和中国平安这7家金融板块蓝筹股位列其中；同时，比亚迪、鞍钢股份、中国中铁、万科A等10余家行业龙头也纷纷上

榜；其中海螺水泥、中国平安、招商银行和中国石化股价出现倒挂。虽然106只成分股中仅有17只个股溢价比低于指数均值，但是这17家公司几乎都为大市值蓝筹股，尤其是金融板块，因该板块市值占到了溢价指数成分股总市值比重的七成左右，因此这些权重股的溢价走低，是拉动指数下行的直接动力。

海外资金主导市场

分析人士表示，恒生沪深港通AH股溢价指数出现持续的下行，主要是因为占比大比重的金融蓝筹股比价出现持续的下行，而资金的投资风格是造成这种下行的主要原因。

一方面，海外资金加速流入港股，更倾向于基本面和业绩支撑、表现稳健、低风险和有稳定股息的金融蓝筹股，导致金融蓝筹股止跌回升。11月以来，受强美元背景、中美贸易摩擦和12月美联储加息预期等因素的影响，市场的投资情绪相对低迷。而港股市场因能够吸引海外资金的参与交易，因此资金面状况要好得多，这对H股价格构成支撑。

据资金流向监测机构EPFR最新数据显示，上周截至周三，全球资金继续流入中国（包括A、H股以及

红筹股）市场股票型基金，当周中国香港股票型基金累计流入1955万美元，而中国内地基金和海外投资于中国A股的基金转为流出5.6亿美元（内地的基金为主），因此剔除上述投资于A股的基金后，流入港股市场（H股、红筹、香港本地股）的海外资金规模约为5.8亿美元，较此前一周2.5亿美元的流入规模相比有明显加速。

另一方面，与海外资金加速流入香港市场形成鲜明的对比，港股通南向资金表现低迷，投资情绪不高，导致港股市场出现了海外资金主导的局面。港股通南向资金上周净流出人民币17.27亿元，较此前一周净流入人民币16.63亿元来看，明显转弱。而本周截至周三已经净流出超过人民币24亿元，投资情绪暂无转暖迹象。

市场分析人士预期，由于香港市场缺乏确定且具有足够推动力的利好消息提振市场情绪，因此资金入市情绪仍偏谨慎，短期难以改变海外资金主导市场情绪的局面。因海外资金偏好买入风险性较低且具有长期稳定股息率的金融蓝筹，相信AH股溢价指数在年内或将保持低位甚至进一步走低。

美国企业债风险上升 投资者加速离场

□本报记者 薛瑾

市场对于美国债台高筑的担忧，近期集中在了企业债层面。数据显示，除了政府、家庭借债规模飙升外，美国企业债规模也在大幅膨胀。近段时间以来，伴随着美股市场震荡加剧，美国企业债市场也出现了抛售等波澜。

在美国史无前例规模的企业债中，位于投资级债券底端的债券以及垃圾债券占比创新高。在美联储加息以及美国经济放缓的预期下，投资者对企业债务违约风险的担忧升温，不少投资者已经开始加速离场，企业债市场进入脆弱期。

企业债规模升至史上最高水平

证券行业协会和金融市场协会（SIFMA）数据显示，今年年中美国企业债总额已经达到9.1万亿美元，较2007年的4.9万亿美元翻了一倍多。国际清算银行（BIS）日前也称，美国的企业债规模已经升至史上最高水平，同时警告随着经济环境变化，一段时期内利润无法覆盖偿债成本的“僵尸企业”或将增多，将企业债市场置于高风险境地。

彭博巴克莱指数显示，美国投资级债券和垃圾债券（即高收益债券）的收益均飙升至新

高，企业债市场的表现为全球金融危机以来的最糟糕的一年。美银美林编制的相关指数也显示，高收益债券/国债收益率差目前已经扩大至330个基点，为近两年来的最高水平。此类资产开始出现抛售潮，表明投资者对整个市场的担忧。有分析称，美国企业债市场中像通用电气这样拥有BBB投资评级、但价格却滑向垃圾债券的企业还有很多。市场估价，美国经济状况若出现恶化，潜在从BBB级债券向垃圾债券“下沉”的债券规模可达万亿美元。

野村高级策略师Bob Janjuah26日表示，通用电气怎样解决债务问题，对整个投资级债券市场至关重要，并指出大部分美国企业的杠杆率都到了史无前例的水平。金融危机后的十年间，低廉的借贷成本是美国企业杠杆率抬升的主要因素。有外媒报道，通用电气、AT&T、IBM、CVS Health等很多蓝筹企业都通过债务融资进行了“收购狂欢”，从而拉升了杠杆水平。摩根大通分析师称，通用电气目前有1150亿美元的债务，200亿美元需要年内偿付，养老金负债规模也十分庞大，上个月，标普将其信用评级降为BBB；美国电信巨头AT&T目前有1830亿美元的债务，已经成为全球债务规模最大的公司之一，近期大手笔收购DirecTV

和时代华纳的融资大部分靠债务实现，其信用评级为BBB；而评级稍高的IBM近期宣布的340亿美元收购红帽公司的举措，也是靠杠杆实现，其分析称IBM需要新发行250亿美元的企业债才能完成这笔交易。分析指出，沉重的债务负担，让这些企业几乎没有犯错的余地。

德意志银行称，美国投资级企业债规模约6.4万亿美元，而处于其最低档的BBB债券占比接近60%。在利率上行、偿债压力增加的背景下，这些游走于垃圾评级边缘的企业俨然成为一个潜在的“火药桶”，会给信用市场带来一系列负面连锁效应。

市场人士称，随着市场震荡，投资主题偏好由追求高收益转向避免损失。理柏统计数据显示，最近几周，主打企业债的基金都遭遇了大量赎回申请。近期，PIMCO债券基金一直对企业债持谨慎态度，10月其对企业债的敞口已经缩减至26%；PGIM债券团队10月也将对企业债的敞口调至32%，大幅低于2016年年初50%。而资金流向监测机构EPFR最新数据也显示，投资者从企业债基金撤出的资金一周内也高达数十亿美元。有分析称，美国企业债券市场的震荡才刚刚开始，明后年该市场料将经历艰难的一年。

硬脱欧担忧仍存 英国金融市场风波未平

□本报记者 张枕河

在近日的欧盟特别峰会上，欧盟27个成员国与英国达成共识，通过了英国脱欧协议。然而英国硬脱欧的风险仍然存在，英国正式脱欧时间为2019年3月29日，从当前形势看，英国脱欧协议在第一次议会投票时得到批准的可能性很小，而在第一次议会投票后，英国政府都会面临多种选择，主要包括：与欧盟重新谈判、接受无协议脱欧、举行二次公投等。届时英国金融市场波动可能加剧。

英国脱欧未“尘埃落定”

目前英国脱欧并未“尘埃落定”，脱欧协议不太可能在第一次议会投票时得到批准，而在第一次议会投票后，部分议员或将推动与欧盟再度谈判，或将推动二次公投甚至提前举行大选。

针对英国与欧盟重新谈判的可能性，届时则需要修改脱欧协议，以获得英国议会的批准。然而欧盟其他成员国代表已明确表态，他们认为这份协议是能给出的最好，也是最终的结果，不希望这份协议发生任何变化。因此即使英国议会不会成功推动重新谈判，欧盟和英国的空间也不大，欧盟只能做出有限的让步，基本不可能满足英国议会的希望，双方的分歧仍难以弥合。

接下来，英国政府如果无法同欧盟达成令英国议会满意的协议，且还想继续脱欧，则只能选择“无协议”脱欧。但英国议员对“无协议”的支持率会更低，这样会使得英国的脱欧问题陷入“死循环”。

更为糟糕的一种可能性则是二次公投和提前大选。这样的结果将导致耗时数月，其对英国乃至欧盟所带来的不确定性也最强。

相关资产前景难预判

市场人士指出，目前与英国相关的金融资产前景仍难以预判。此前欧盟还警告英国，如果英国无法按时脱欧，要在目前的390亿英镑之外，再追加100亿英镑的“分手”费用，这可能加剧英国金融市场的风险。12月的议会投票距离英国脱欧的正式日期还有3个多月时间，对于英国议员而言，在这一阶段，许多议员仍可能会试图利用投票作为引导政策的工具。

FXTM富拓首席市场策略师Hussein Sayed指出，欧盟批准英国脱欧协议，但英镑却反应很平淡，这充分反映出市场情绪。投资者仍不愿持有英镑，尤其是考虑到该协议还要“闯关”英国议会。市场对议会批准脱欧协议比较悲观，这可能使英镑继续承压，不受欢迎。投资者对英国无协议脱欧的担忧仍挥之不去，英镑需求不足，近期走势前景仍看跌。从技术面看，英镑/美元短线可能下探1.2760美元。

他强调：“目前英镑/美元仍在2018年低点附近，可以说已消化大量不利消息，但如果英国议会否决该协议，那么将有更多坏消息，预计英镑仍趋于下行。”

英国于2016年就“脱欧”问题举行全民公投。2017年3月29日，英国正式向欧盟递交“脱欧”信函，“脱欧”程序正式启动。根据英国与欧盟之间的协议，英国将在明年3月29日正式“脱欧”。根据脱欧协议规定，英国需向欧盟支付总额约390亿英镑的“分手费”，在明年3月英国正式“脱欧”后设置为期21个月的过渡期，其间英国仍继续留在欧洲共同市场与欧盟关税同盟，享受贸易零关税待遇。

瑞银分析师：

看好10年期美债前景

□本报记者 张枕河

瑞银财富管理投资总监亚太区经济学家韦辉廉28日发表最新报告指出，从技术上，仍看好10年期美国国债前景，原因是美国联邦基金利率是隔夜利率，属于非常短的利率，美联储可直接干预的，但联邦基金利率跟长息走向并不同步。事实上，每当美联储加息，加息的反应比长息大。

此外，长期国债提供通胀调整后（实际）收益率，这使养老基金等投资者欢迎。瑞银认为债券价格已反映了加息预期，国债能对投资组合中的风险资产（主要是股票及信用），起分散风险的作用。不过，长债的风险是最终加息比市场预期多，上一个加息周期便出现了这个情况，金融危机更是随之而来，美联储当然不希望重蹈覆辙。

报告还指出，基于目前通胀温和等因素，美联储加速加息的机会并不高。美联储副主席克拉里达27日晚表示，自2015年底加息周期起，利率正走向中性，但离中性还不太远。瑞银认为美国经济风险平稳，既没有衰退之虞，通胀也不会猛进，加息步伐提速机会不大。但是，在流动性收紧及不确定性增加下，金融市场会持续波动。

美联储副主席认为

利率已“非常接近”中性

美国联邦储备委员会副主席理查德·克拉里达27日表示，美联储官员认为美国利率已“非常接近”中性利率水平，未来美联储在制定货币政策时将更加注重经济数据。

克拉里达当天在一场公开活动上表示，与2015年开始启动本轮加息周期时相比，美国目前利率水平既不抑制经济增长也不刺激经济增长，已经“非常接近”中性利率水平。

克拉里达说，未来美联储在制定货币政策时将更注重经济数据，将数据与经济模型和对经济健康状况的判断相结合，寻找最符合美联储政策目标的利率水平。

克拉里达表示，目前美国通胀率仍略低于美联储2%的目标，对此美联储必须谨慎行事。（许缘）