



凯石工场
V.Stone Works

2014年7月28日

美股美房+香港市场，均衡配置把握机遇

2014年8月QDII基金投资策略

凯石工场研究报告

杨舒 高级分析师
张剑辉 首席分析师

导语

美国二季度GDP等经济指标大幅超出预期，就业市场持续改善，尽管近期有部分宏观数据出现临时性波动，但经济内生增长动力依然较强，复苏趋势明朗。年内美联储加息可能性不大，较为宽松的货币政策有望持续较长时间。此外，欧央行实施量化宽松，中期来看将有助于风险资产以及美元走强，也会增强美国市场的吸引力。经济复苏叠加宽松流动性有望推高美国资产价格，尤其股市与楼市，因此“美股+美房”在今年下半年具备较为明显的配置价值。鉴于美国科技股盈利有望超出预期，建议尤其关注科技股权重较高的纳斯达克100指数基金。

由于欧央行执行负利率仅一个月，尚无法度量其对于欧洲价格的影响。但目前来看通缩风险仍在，且欧元区内竞争力明显不平衡的现状仍将持续。此外乌克兰紧张局势和针对俄罗斯的制裁有加深趋势，地缘政治风险上升。综上，凯石工场建议8月份的QDII投资适度回避欧洲市场。

港股近期走势强劲，主要原因是港币汇率持续转强，有资金持续流入香港市场。股市方面以中资股及A股ETF最受资金追捧，楼市方面中小型楼盘价格持续上涨。除资金流入推动外，内地经济数据

凯石工场移动平台：

官方微博：

凯石财富工场



官方微信：

凯石财富知音订阅号



调控政策的放松，皆利好港股，特别是中资股及A股相关资产的表现。

港通启动、四中全会等等。因而目前来看，投资香港市场的QDII基金配

仍需严密关注未来左右港股走势的三大因素：一是内地经济数据后续情

况，将对恒指产生较明显影响；三是美元指数的走向，若在美联储提前收

紧，则投向新兴市场的资金流恐遭逆转。

QDII投资建议实行“美股美房”与“香港市场”的均衡配置，基金组合包

括房地产行业股票及REITs基金，以港股为代表的新兴市场基金，从而在分

享阶段行情。具体产品推荐国泰纳斯达克100指数基金、大成标普500等权

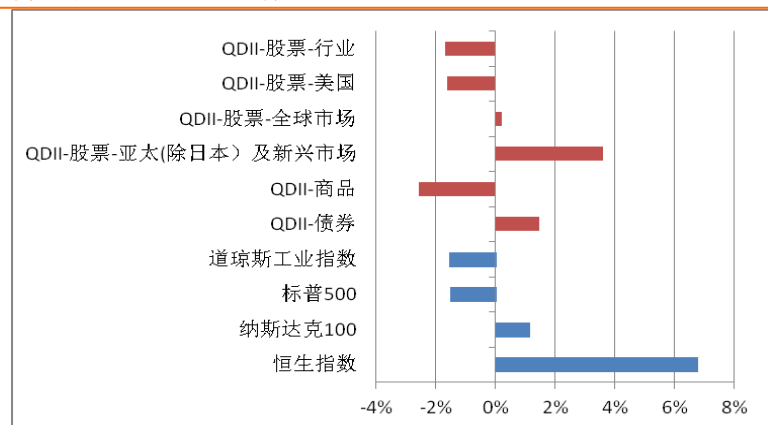
重指数基金、鹏华美国房地产基金、华夏恒生ETF基金、嘉实恒生中国企业基金、博时大中华亚太精选基金。

一、QDII基金7月份收益情况

7月港股强势翻身，相关QDII涨势如虹

- 7月份最惹眼的莫过于港股的强劲上涨。港币汇率转强显示热钱持续流入香港市场，叠加内地经济数据的好转及楼市放松等利好中资股表现，令恒生指数单月涨幅高达6.75%，也使得投资香港市场的QDII基金大幅领先。数据显示，85只运作产品7月份平均收益0.56%，其中投资能源房地产及消费品等的行业基金、专注美股市场以及商品领域的基金平均收益皆有不同程度下行，而27只亚太及新兴市场QDII产品的平均涨幅达3.59%。

图表1：7月份各类QDII基金业绩表现



来源：凯石财富工场 Wind数据

二、QDII基金8月投资策略

美股美房 & 香港市场，均衡配置把握机遇

- 正如凯石工场在下半年策略报告《“美股美房”贯穿全年，逐步增配新兴市场》中所预测，美国二季度经济指标大幅超出了预期，就业市场持续改善，下半年持续复苏的趋势愈加明朗。整体较为乐观的经济数据叠加相对持续的宽松货币政策环境，将为美国股市及楼市提供有力支撑，因此投资美国市场的QDII在今年下半年（尤其前半程）具备较为明显的配置价值。同时，港股下半年逐步迎来投资窗口，利好包括估值竞争力及改革红利释放下中国经济与相关企业业绩阶段企稳，直接刺激因素还有沪港通启动、

四中全会等。事实上，自7月以来港股的强劲表现印证了我们的观点。综上，凯石工场建议8月份的QDII基金组合实行“美股美房&香港市场”的均衡配置，在分散区域风险的同时有效把握住阶段行情。

美国：偶有曲折难挡复苏势头，年内有望维持宽松政策

■ 美联储7月17日发布的全国经济形势调查报告(褐皮书)指出，近几

周全美12个地区经济活动均实现小幅至温和增长，主要受消费者支出、旅游业、制造业、劳动力市场推动。美联储主席耶伦也公开表示对美国经济持乐观态度，并再次强调一季度意外的负增长与经济的潜在动力以及多项消费和生产指标不符。美国主要经济数据也支持了美联储的乐观判断。另外，欧央行实施量化宽松，中期来看将有助于风险资产以及美元走强，也会增强美国市场的吸引力。尽管近期美国部分宏观数据出现临时性波动，但不改经济复苏态势，宽松的货币政策将持续较长时间，经济内生增长动力依然较强。

◆ 美国二季度GDP初值激增至4.0%，大幅超出市场预期。一季度

由于严寒天气抑制美国经济增长，当季GDP终值降为2.1%，远低于预期。二季度的GDP数据表现上佳主要是由于坚挺的营建支出、商业投资、库存以及政府支出的强劲上涨。

◆ 7月份ISM制造业PMI指数为57.1，创下自2011年4月份以来的

最高水平，超出此前预期的56.0，前值55.3。分项数据中，新订单指数由5月的58.9大增至63.4，创2013年12月来新高；就业指数增至58.2,创2011年6月份以来新高。在ISM追踪的18个行业中，有17个行业的制造业活动在7月份有所增长。

◆ 7月份新增非农就业数据不如6月强劲，但仍体现了就业市场的

进展。7月非农就业环比增长20.9万，低于预期的23万，部分原因是劳工部上调了5月和6月的非农就业数字，两者总计上调

1.5万。至7月，非农就业已连续第6个月环比增长保持在20万以上，上一次还是1997年，表明劳动力市场依旧向好。7月份失业率升至6.2%，高于预期的6.1%，很大程度是因为更多的人加入劳动大军开始寻找工作，7月的劳动力参与率上升到62.9%，上月为62.8%。劳工部还公布了美国7月平均每小时工资环比增长为0%，不及预期，这与耶伦所言随着就业形势改善将让更多人重回工作岗位，从而限制薪资增长的预测相一致。

- ◆ 楼市数据出现临时性波动。6月美国新屋开工89.3万套，较前月下滑10.8万套，或为5月开工数增幅较大所致，开发商信心持续增长意味着未来新屋开工数有望再度回升。新屋销售40.6万套创今年次低水平，主要缘于抵押贷款申请标准严格、房价上涨和购房成本上升等。数据显示美国购房者更偏向于二手房，6月成屋市场交易活跃，销售环比回升2.7%至504万套，创去年10月以来新高。美国房价增幅有所放缓，6月成屋中间价同比下滑0.1个点至4.3%；新屋中间价同比下滑2个点至5.3%。整体看，房价增幅放缓、抵押贷款利率维持低位、就业数据向好，投资性需求被刚需代替，更有利于美房地产市场长期稳定发展。另值得注意的是，美联储8月4日报告显示，美国银行业在最近几个月中放宽了高档住宅房屋贷款的贷款标准，和对商业/工业以及大多数类型商业地产贷款的借贷要求，信贷需求也因此增长，暗示美经济复苏正不断加速，美楼市正显现出积极的信号。

- 货币政策继续维持宽松基调。7月30日议息会议美联储宣布维持利率在0%~0.25%不变，将QE规模再次缩减100亿至每月250亿美元，并再度强调在结束QE后可能“相当长一段时间内”把利率维持在近零水平，声明有必要采取“宽松政策”。随着美国经济重拾

复苏势头，以及在低利率水平环境下金融市场风险的不断增加，市场对美联储提前加息的呼声越来越强。耶伦则表示若就业改善大幅快于预期，美联储有可能更早更快地加息，但目前失业率尚高于预期，通胀也低于目标水平，且工资的增长依旧缓慢，因此依然有必要维持超宽松的货币政策。

◆ 7月就业数据低于预期，通胀水平同样不足以改变美联储加息

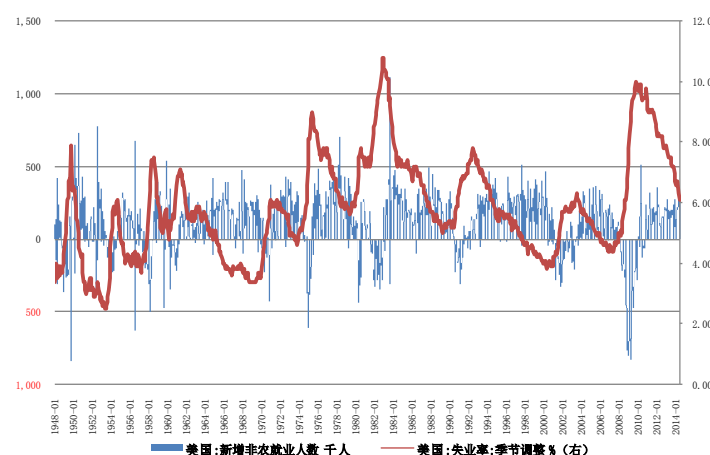
节奏：美国6月份CPI环比下滑0.1个点至0.3%，同比2.1%与5月

持平；核心通胀下滑0.2个点至0.1%，同比下滑0.1个点至1.9%

。6月通胀维持高位主要依赖油价支撑，而核心通胀环比连续

两月下滑，预计短期内核心CPI将维持目前水平。

图表3：美国非农就业新增岗位（单位：千人）与失业率



来源：凯石财富工场 wind

图表4：美国货币供应与CPI走势



■ 得益于各项经济指标提升和就业市场改善，叠加宽松的货币政策环境，凯石工场判断美国经济在未来将保持复苏态势不变。在实体经济强有力支撑下，美国股票市场将长期向好，也许短期会因QE削减和经济指标小幅波动而引发震荡，但难改中长期走强趋势

。因此，我们继续重点推荐跟踪美股指数及投资美国楼市的QDII基金品种。鉴于美国科技股盈利有望超出预期，建议尤其关注科技股权重较高的纳斯达克100指数相关基金。

欧洲：维持宽松政策不变，各国复苏步伐不一

■ 由于欧央行执行负利率仅一个月，尚无法度量其对于欧洲价格的影响。实施更为宽松的货币政策旨在增强流动性从而帮助欧元区

通胀率回到接近2%的水平，有望小幅推动下半年欧洲的经济增速。但目前来看通缩风险仍在，且欧元区内竞争力明显不平衡的现状仍将持续。

- ◆ 尽管7月份的欧央行议息会议维持现有货币政策不变，但并没有停止预期引导——

行长德拉吉对于定向长期再融资操作(TLTROs)和资产抵押证券(ABS)购买计划的描述向市场释放了强烈的宽松信号。2014年9月18日和12月11日的两次TLTRO将注入约4000亿欧元流动性，2015年3月至2016年6月还将实施6次TLTRO，累计规模可能达到1万亿欧元。届时，欧央行资产负债表的规模就会扩张到现在美国的水平。值得注意的是，欧洲明年开始QE的时间段正好是美国预期加息的时间段，可见欧央行意在压低欧元汇率。此外，TLTRO不包括房地产和主权债，也明显反映出欧央行的货币政策是以增加欧元区竞争力为目的。

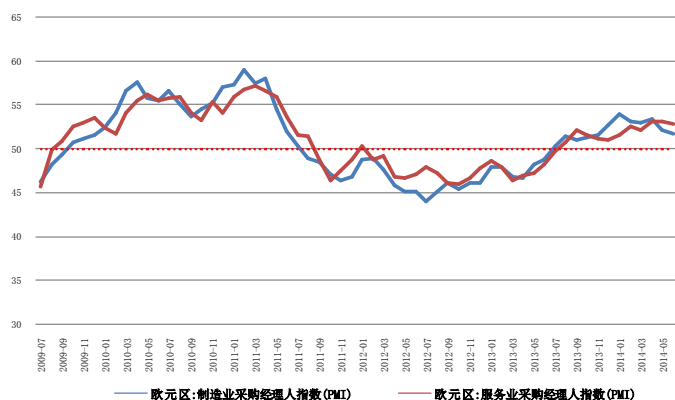
- ◆ 欧盟统计局数据显示，7月份欧元区CPI年率增长0.4%，预期增长0.5%，前值增长0.5%，为2009年10月以来的最低点。欧元区通胀率此前持续数月在低位徘徊，远低于欧央行设定的2%警戒线。对物价下降的担忧恐将压抑消费和投资需求，不利于经济复苏。欧元区6月失业率跌至11.5%，录得2012年9月以来的低位，预期11.6%，前值11.6%。

- ◆ 7月份欧元区Markit制造业综合PMI终值51.8，较预期和初值的51.9有小幅下滑，创6个月低点。不过此番数据显示的制造业经营环境已连续13个月有所改善。欧元区内部，德国、西班牙、意大利等国的持续扩张被法国的萎缩所抵消；爱尔兰录得最快扩张速度，西班牙紧随其后。整体来看，目前欧元区经济复

苏形势不及年内早期出现的喜人迹象，而6月负利率政策的影响力要花费一段时间才能体现到实体经济当中。

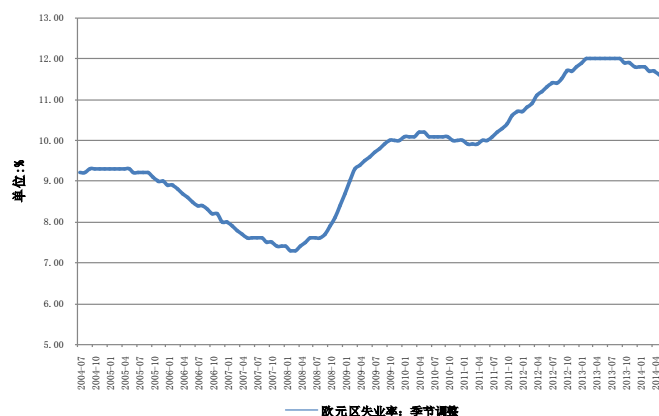
- 展望8月，欧洲市场的地缘政治风险因素不容忽视。乌克兰危机因坠机事件而陡然升温，针对俄罗斯的经济制裁正在扩大：欧盟和美国周三宣布了对于俄罗斯银行、能源和国防企业的最新制裁，包括限制俄罗斯国有金融机构进入欧盟金融市场、禁止对俄罗斯出口武器和军事终端使用的军民两用商品、限制俄罗斯获取欧盟敏感技术尤其是石油产业敏感技术。制裁或将冲击全球宏观经济领域，其所带来的经济和政治连锁反应不容忽视。

图表5：欧元区制造业、服务业PMI指数



来源：凯石财富工场 wind

图表6：欧元区失业率



- 整体来看，欧元区经济由于各国步伐不一而整体出现反复。欧洲央行降息拉开欧版QE大幕，但其刺激效应还有待时间发酵。而乌克兰紧张局势和针对俄罗斯的制裁有加深趋势，地缘政治风险上升。综上，凯石工场建议8月份的QDII投资适度回避欧洲市场。

新兴市场：香港市场配置价值凸显，三大因素左右港股走势

- 港股近期走势强劲，主要原因是港币汇率持续转强，有资金持续流入香港市场。股市方面以中资股及A股ETF最受资金追捧，楼市方面中小型楼盘价格持续上涨。除资金流入推动外，内地经济数据的企稳好转，叠加内地房地产调控政策的放松，皆利好港股，特别是中资股及A股相关资产的表现。接下来直接刺激因素还包括沪港通启动、四中全会等等。因而目前来看，投资香港市场的QDII基金配置价值大增。

- 前瞻8月份，投资者仍需严密关注港股走势。内地经济数据的后续情况依然是影响港股未来表现的重中之重。另有两个因素不容忽视：一是港股步入中期业绩期，香港交易所、汇丰控股、中国联通等将陆续披露业绩，其表现将对恒指产生较明显影响，其中香港交易所的焦点在于会否进一步公布沪港通消息。二是美元指数的走向，若在美联储提前收紧流动性预期下美元指数走强，则投向新兴市场的资金流恐遭逆转。
- ◆ 流动性阶段重返新兴市场：美国的近零利率政策叠加欧洲货币宽松举措，对新兴市场投资环境构成利好。经过前期的风险释放，目前新兴国家在经济和金融环境的系统性风险已降到较低层面。追求利差交易的国际游资有重返新兴市场之势：资金流向监测机构EPFR公布截至7月30日的一周内，美国股基实现温和资金净流入，欧洲和日本股基则出现大规模资金净流出；与此同时，由于对中国股市前景看好，全球新兴市场股基资金单周净吸金额逾20亿美元，创下77周以来新高。
- ◆ 7月份“金砖四国”多数上涨：A股上证指数月度大涨7.48%，香港恒生指数上涨6.75%，印度孟买SENSEX30指数上涨1.89%，巴西IBOVESPA指数涨5.01%，而俄罗斯地缘政治危机趋紧，RTS指数大跌10.74%。MSCI新兴市场指数跌%。其余的新兴市场，包括马来西亚、巴基斯坦等股指均创下历史新高，印尼、菲律宾和泰国基准股指则分别接近历史新高和两年多来高位。

商品等市场：贵金属难见趋势性机会，地缘政治危机催涨油价

- 大宗商品方面，贵金属价格或将延续弱势震荡格局。经济复苏阶段令贵金属保值、避险需求延续疲态，全球流动性较为宽松的环境亦不支持贵金属价格抬升。因此下半年贵金属投资难寻趋势性机会。不过我们并不看跌金价，因为今年内美国央行料将不会加息，10月结束QE后还会继续将到期债务滚动购买债务，从而在大部分时间压低长期国债利率，一定程度有利于金价走势。此外，地缘政治因素也会为贵金属投资创造阶段性机会。
- 能源方面，近期买盘重现主要是地缘政治风险有所升温。投资者目前正担忧利比亚和伊拉克两大产油国的局势，同时也关注乌克兰暴力冲突升级将导致石油供应受扰的情况进一步加剧，这盖过了此前供给增加对油价的打压。

8月QDII投资策略：美股美房 & 香港市场，均衡配置把握机遇

- 美国二季度GDP等经济指标大幅超出预期，就业市场持续改善，尽管近期有部分宏观数据出现临时性波动，但经济内生增长动力依然较强，复苏趋势明朗。年内美联储加息可能性不大，较为宽松的货币政策有望持续较长时间。此外，欧央行实施量化宽松，中期来看将有助于风险资产以及美元走强，也会增强美国市场的吸引力。经济复苏叠加宽松流动性有望推高美国资产价格，尤其股市与楼市，因此“美股+美房”在今年下半年（尤其前半程）具备较为明显的配置价值。鉴于美国科技股盈利有望超出预期，建议尤其关注科技股权重较高的纳斯达克100指数相关基金。
- 由于欧央行执行负利率仅一个月，尚无法度量其对于欧洲价格的影响。但目前来看通缩风险仍在，且欧元区内竞争力明显不平衡的现状仍将持续。此外乌克兰紧张局势和针对俄罗斯的制裁有加深趋势，地缘政治风险上升。综上，凯石工场建议8月份的QDII投资适度回避欧洲市场。
- 港股近期走势强劲，主要原因是港币汇率持续转强，有资金持续流入香港市场。股市方面以中资股及A股ETF最受资金追捧，楼市方面中小型楼盘价格持续上涨。除资金流入推动外，内地经济数据的企稳好转，叠加内地房地产调控政策的放松，皆利好港股，特别是中资股及A股相关资产的表现。接下来直接刺激因素还包括沪港通启动、四中全会等等。因而目前来看，投资香港市场的QDII基金配置价值大增。但8月份投资者仍需严密关注未来左右港股走势的三大因素：一是内地经济数据后续情况；二是港股步入中期业绩期，将对恒指产生较明显影响；三是美元指数的走向，若在美联储提前收紧流动性预期下美元指数走强，则投向新兴市场的资金流恐遭逆转。
- 综上，凯石工场8月份QDII投资建议实行“美股美房”与“香港市场”的均衡配置，基金组合包括美股指数基金、投资美国房地产行业股票及REITs基金，以港股为代表的新兴市场基金，从而在分散区域风险的同时有效把握住阶段行情。具体产品推荐国泰纳斯达克100指数基金、大成标普500等权重指数基金、鹏华美国

房地产基金、华夏恒生ETF基金、嘉实恒生中国企业基金、博时大中华亚太精选基金。

牛基推荐：国泰纳斯达克100指数基金、大成标普500等权重指数基金、鹏华美国房地产基金、华夏恒生ETF基金、嘉实恒生中国企业基金、博时大中华亚太精选基金

- **国泰纳斯达克100(160213)：**跟踪美国纳斯达克100指数，股票资产主要采取完全复制法，即过严格的投资程序约束和数量化风险管理手段，以低成本、低换手率实现对纳斯达克100指数的有效跟踪，追求跟踪误差最小化。纳斯达克100指数成分股均具有高科技、高成长和非金融的特点，是美国科技股的代表，权重最大为苹果电脑，另包括脸书、微软、谷歌、英特尔等。
- **大成标普500等权重(096001)：**通过严格的投资纪律约束和数量化风险管理手段，实现基金投资组合对标普500等权重指数的有效跟踪，追求跟踪误差最小化。基金还可能将一定比例的基金资产投资于与标普500等权重指数相关的公募基金、上市交易型基金，以优化投资组合的建立，达到节约交易成本和有效追踪标的指数表现的目的。标准普尔500系列指数具有采样面广、代表性强、精确度高、连续性好等特点，全面反映美国市场变化。
- **鹏华美国房地产(206011)：**投资对象以美国房地产信托投资基金(REITs)、房地产行业股票和在美国市场上市交易的REIT ETF基金为主。今年以来增长率13%，在QDII基金中排名第3，超越同业均值12.3%。该基金选择投资对象主要参考投资标的资产质量、现金流稳定性及管理层能力等指标。组合中也少量投资房地产行业股票，目的是把握阶段性机会，对REITs投资作有益补充，并降低组合整体波动性。今年一季度，该基金在行业配置方面，超配了酒店、工业和写字楼，低配了自助仓储、医疗和零售。

- **华夏恒生ETF(159920)**: 是华夏基金旗下首只跨境ETF基金。采用组合复制策略及适当的替代性策略, 紧密跟踪香港恒生指数。标的指数汇集了香港本地、中国内地以及海外众多的龙头公司。在金融、能源占比相对较高, 服务业、原材料业占比相对较少。成份股共48只, 含8家“重量级”蓝筹股(三大银行+三桶油+中国移动+汇丰银行占比合计51.71%), 及香港本地龙头企业, 如长江实业、和记黄埔等; 也包括中国内地“新贵”如腾讯控股。
- **嘉实恒生中国企业(160717)**: 标的指数为恒生中国企业指数, 该基金以拟合、跟踪标的指数为原则, 进行被动式指数化投资。该基金在今年7月份以8.81%的收益率获得QDII-亚太及新兴市场类别之首, 今年内共计涨幅7.13%, 在同类基金中名列前茅。
- **博时大中华亚太精选(050015)**: 采用“核心-卫星”配置策略, “核心”指基金资产的40%~75%投资于大中华地区企业, 包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区企业在境外几个主要证券场所发行的股票、存托凭证及其他衍生产品。“卫星”指基金资产的20%~55%投资于日本、韩国、澳大利亚、新加坡、印度等众多亚太国家或地区企业在亚太区证券市场发行的普通股、优先股、存托凭证及其他衍生产品等。基金主要采取“自下而上精选个股”和“价值策略为主, 成长策略为辅”的股票投资策略, 辅以金融衍生品投资进行套期保值和汇率风险规避。

图表7: 国泰纳斯达克100指数基金(160213)



图表8: 大成标普500等权重指数基金(096001)



来源: 凯石财富工场 wind

图表9：鹏华美国房地产基金(206011)



来源：凯石财富工场 wind

图表10：华夏恒生ETF基金(159920)



图表11：嘉实恒生中国企业基金(160717)



来源：凯石财富工场 wind

图表12：博时大中华亚太精选基金(050015)



特别声明：

本报告中的所有内容版权均属上海凯石财富投资管理有限公司（以下简称“本公司”），未经本公司事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司研究中心并获得许可，并需注明出处为上海凯石财富投资有限公司研究中心，且不得对本文进行任何有悖原意的引用和删改。

本报告是基于已公开信息撰写，其所载资料的来源及观点的出处均被本公司认为可靠，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测反映本公司于最初发布此报告日期当日的判断，其所指的基金或者其他理财产品的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告所载的除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户做参考之用，并未作为或被是为出售或购买其他投资标的邀请或向他人做出邀请。