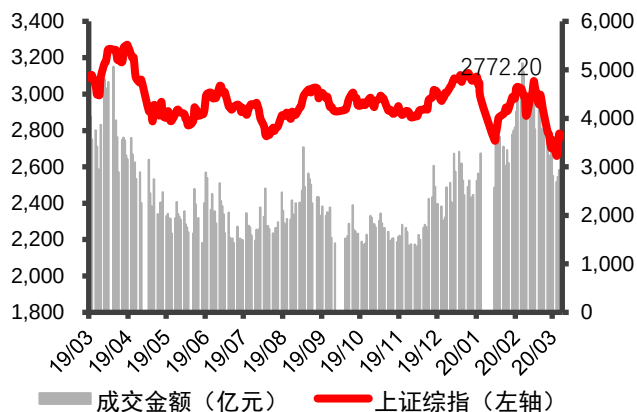


2020年3月30日

2020年第12期（总第788期）

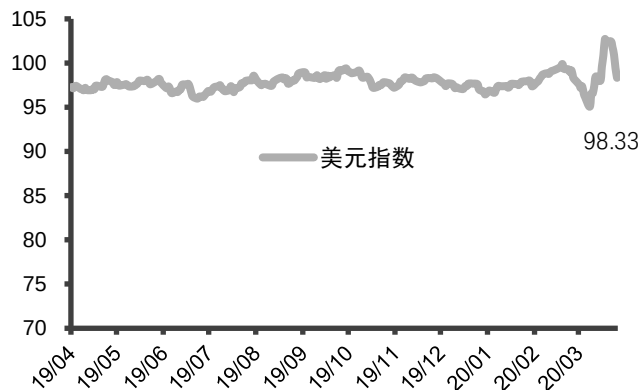
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



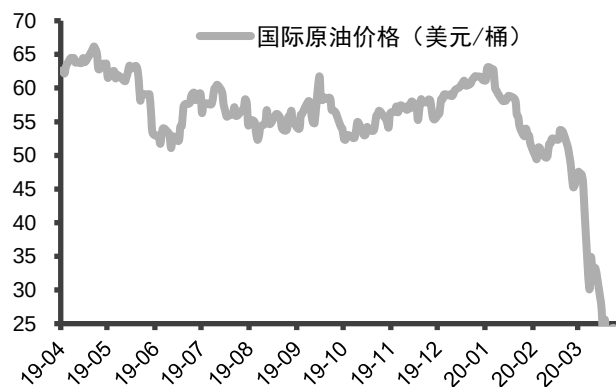
数据来源：万得，截至日期：2020.3.27

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.3.27

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.3.27

基金经理论市： 市场风险偏好较弱，政策托底意图明显

上周市场主要指数走势分化，上证 50 涨幅居前，全周上涨 2.8%，上证综指收涨 1.0%，而中小板、创业板指分别下跌 1.4% 和 0.6%。成交方面继续缩量，两市全周成交 3.43 万亿元，环比减少 7302 亿元。行业方面，申万 28 个行业涨多跌少，其中以医药生物、食品饮料、银行、房地产、纺织服装涨幅居前，均超过 2.0%；而电子、休闲服务、计算机、电气设备跌幅居前。

国际方面，上周 G20 召开应对新冠肺炎特别峰会，会后联合声明显示，各国将启动总价值 5 万亿美元的经济计划，以应对疫情对全球社会、经济和金融带来的负面影响，并支持各国中央银行采取措施促进金融稳定和增强全球市场的流动性。美联储宣布新措施来支持经济，其中包括了开放式的资产购买：美联储宣布 3 月 23 日-3 月 27 日间每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券，每日和定期回购利率报价利率将重设为 0%。本次资产购买计划是美联储迄今为止对经济最新、最激进的刺激政策。

国内方面，政治局在 3 月 27 日召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济运行形势，研究部署进一步统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，提出要加大宏观政策调节和实施力度，要抓紧研究提出积极应对的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。

总体看，当前全球市场处在政策托底和疫情导致的基本面向下的博弈当中，由于疫情在海外仍没有得到控制，暂时还没有看到拐点出现，因此市场风险偏好仍低。短期 A 股市场仍处在波动期，但表现有望好于海外市场。

专栏：市场反应过度了吗？

新冠疫情发展以来，全球权益市场大地震。先有 A 股近 3000 只个股的跌停，后有美股数次熔断的急速暴跌，悲观情绪在全球市场蔓延。从最大跌幅来看，美股跌幅超 30%，而上证指数到目前为止，最大跌幅在 12% 左右。是美股市场过度反应了，还是 A 股反应不足？我们尝试从以下两个角度去理解近期的市场情况。

首先，我们从宏观基本面出发。一是从经济影响来看。此次疫情影响最为严重的毋庸置疑是服务业和消费。据统计，美国经济中服务业占比达 77%，居民消费占比 68%。而我国的情况是，服务业占比 52%，居民消费占比 39%。从经济结构上来说，疫情对美国的影响更为显著。二是从抗风险的能力来看。近年来，大量美股上市公司发债回购股票。在推升股价的同时，亦使得财务杠杆率上升至高位。当前的疫情导致部分经济生产活动停滞，相关企业的现金流受影响，可能会出现债务危机进而引发金融系统风险。相较之下，我国近年来一直执行去杠杆的政策，企业的资产负债率持续下降，当前已处于较低水平。从这一角度来比较，A 股的抗风险能力相对较强。三是从估值水平来看。当前 A 股的主要指数除创业板以外，均处于历史低位（各指数当前 PE 所处历史位置为：上证综指 16%，沪深 300 指数 22%，中证 500 指数 13%，创业板指数 56%）。而美国主要指数的估值则处于其历史的中高位置（道琼斯指数 63%，标普 500 指数 47%，纳斯达克指数 86%）（数据时间：截至 2020.2.27；数据来源：wind）。相较之下，美股有更大的下行空间。四是从防疫的防控措施来看。我国执行迅速严格的防疫管控，目前疫情基本受控，生产经营活动已经逐步恢复。而美国由于早期的疏忽，错过了疫情防控的最佳时期。当前疫情大范围蔓延，美国受疫情影响的广度和时长或比我国都要严重。

另外，我们尝试从行为金融学的角度来分析。借用 Massey and Wu (2005)¹ 的观点，过度反应往往发生在个人认为所处环境状态发生变化；相反，反应不足则往往是个人认为所处环境状态没有发生变化。对美股来说，牛市长达 11 年之久。在疫情之前，已有众多的机构和专业投资人发出美股牛市终结的警告。当下疫情发生，更多的人认同疫情将是压垮美股的“最后一根稻草”，美股将进入熊市。这种市场环境观点的变化，或导致投资者过度反应，造成市场的巨大波动。而对 A 股来说，疫情之前，市场上较为认可的一个观点是 A 股中长期向好。疫情发生之后，这一观点似乎没有发生太大的变化：疫情只是短期冲击，A 股中长期向上方向不改。同理，在这种观点的不变的情况下，投资者的反应会相对小些，引发的市场波动也就没有那么剧烈。

当下疫情还在全世界范围发展当中，对市场下任何定论都是言之过早。以上的分析，仅是尝试着更好地去理解市场，从而作出更好的应对。

注 1: Massey, G., & Wu, G. (2005). Detecting regime shifts: The causes of under- and overreaction. Management Science, .

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金量化投资部 陈健夫）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资者的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场一期二座 17 楼
邮编：518048

电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
www.msfnfunds.com.cn