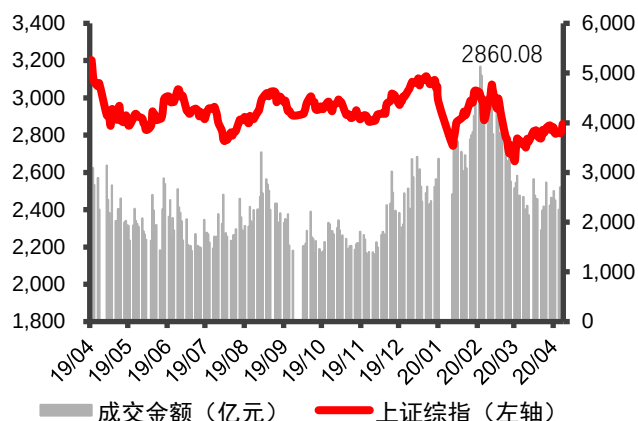


2020年5月6日

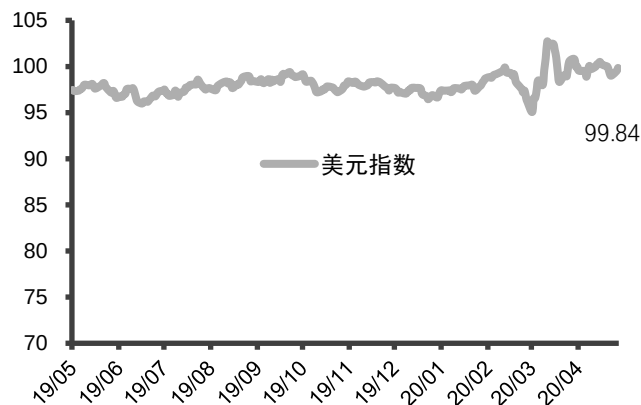
2020年第17期（总第793期）

基金视窗

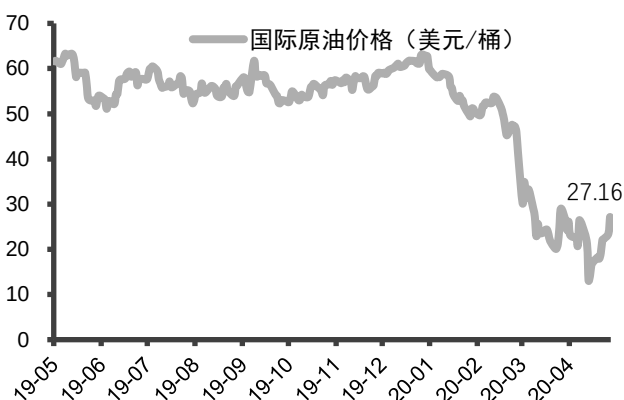
上证综合指数近一年走势图



美元指数近一年走势图



国际原油价格近一年走势图



基金经理论市： 流动性危机缓解， 基本面冲击或显现

2020年4月收官，国内方面，两会日程敲定，维稳预期升温；海外方面，欧洲复工复产将陆续开启，加之美国在新冠疫苗和药品研发上有所进展，疫情形势有边际好转的迹象，内外盘均稳步回升。最终上证综指收涨1.84%，深证综指收涨1.52%，中小板综和创业板综指分别收涨1.65%和1.66%。结构上看，大中盘股总体较好，表现在上证50和沪深300涨幅均超3%，跑赢大市，另外，创业板指涨幅达3.28%，显著高于创业板综指的1.66%。成交量方面，两市日均成交额基本持平，同比下滑1.6%至6231亿，说明市场情绪波动较大，信心不足，资金恐高心态明显，赚钱效应不足。

上周涨幅前三位的中信一级行业为电子（7.19%），银行（4.69%）和非银（4.02%）。其余表现较好的板块包括餐饮旅游，房地产，电力设备等。美国或将再度加强出口管控，自主可控概念带动半导体板块大幅上涨，加之消费电子龙头普遍业绩靓丽，电子指数上周大幅反弹。银行板块一方面龙头公司季报多超预期，另一方面市场反弹已经持续了一段时间，部分资金开始向防御性板块转移。涨幅后三位纺织服装（-4.03%），农业（-2.41%），和医药（-1.44%）。其余表现较差的板块包括商贸，石化，轻工等。纺织服装板块大幅下跌很大程度是受到前期炒作的口罩和无纺布概念股回落的影响。农业和医药前期涨幅较大，回调主要是连续几周大幅跑赢市场后抛压开始显现。

展望二季度，流动性危机缓解后，基本面冲击将逐渐显现，加之中美由疫情引发的经贸和政治摩擦或有发酵可能，市场经过4月的反弹后或进入震荡阶段。考虑到流动性的极度充裕和两会的临近，指数下行空间或相对有限。中长期看，全球央行已经正式重启“放水”模式，国内货币政策空间打开，而保险，外资，银行理财等场外资金体量仍然庞大，随着我国资本市场改革和开放的不断推进，增量资金可期。

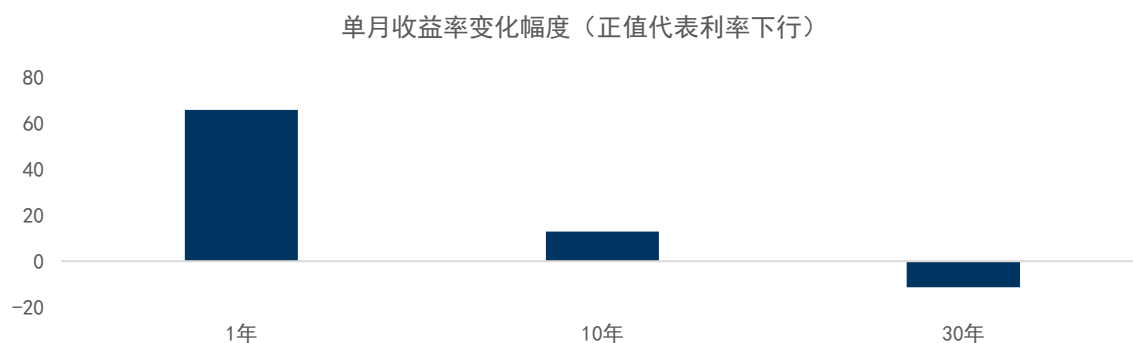
债市直通车

回顾四月债券市场，整体出现了几大分化格局。

一、长短端利率持续分化，曲线牛陡

疫情冲击后的债券市场类似于 2008 年金融危机后的国内债市。短端受益于货币的持续宽松，利率大幅下降。而长端利率下行缓慢，导致利率曲线明显出现陡峭化格局。

四月，一年期国债利率下行 65bp，十年期国债利率下行 13bp，30 年期国债利率上行 11bp。



数据来源：Wind；数据时间：2020.4.1-2020.4.30

除了短端以外，中等久期的利率债降幅也比较明显。符合外资偏好的 3 年、5 年期国债利率降幅明显，这导致了 10 年期和 5 年利差出现显著扩大至 67bp，已突破近 10 年高点。



数据来源：Wind；数据时间：2011.3.1-2020.4.30

短端利率受益于央行调低超额存款准备金率至 0.35%，使得隔夜利率已经下行至利率走廊下限附近，至 0.72% 左右。其距离 0.35% 仍有一定水平，主要是考虑到银行资金结算需求、托管协议的滞后调整影响，隔夜利率下限会略高于超额准备金率。但在未来一段时间，经济处在复苏复工格局，通胀未现的背景下，预计央行仍然会维持宽松格局。

因此从利率长短端分化格局可以看到，市场的分歧核心主要聚焦于长端利率的下行空间。2008 年金融危机后，长端利率保持窄幅震荡，短端利率下行，长短端利差阔开。直至短端利率受到通胀而重启上行，长短端利差重新收缩。即从牛陡格局转向了熊平。

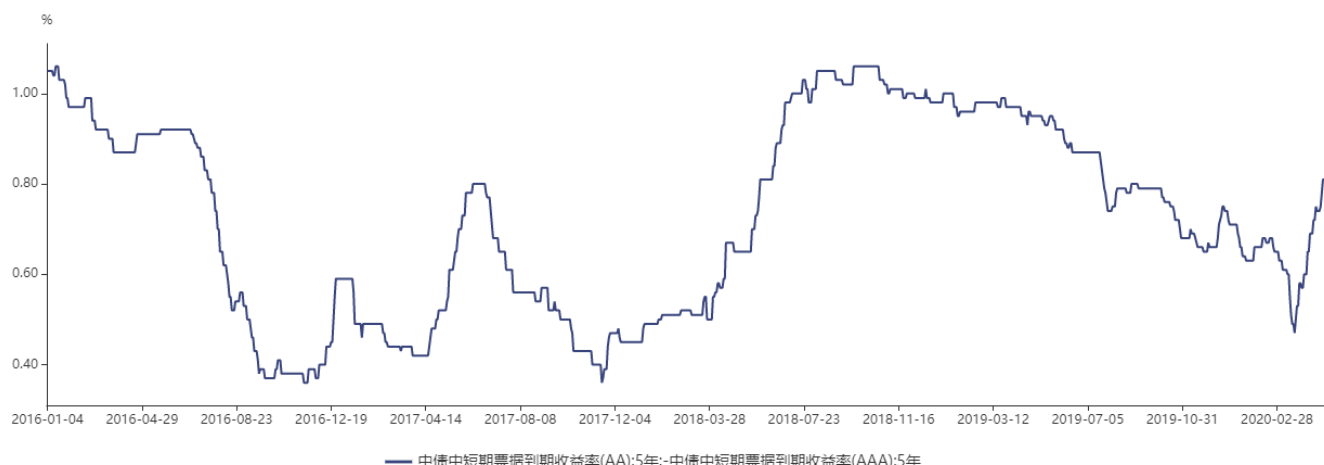
因此未来长端主要取决于经济恢复的速度。如果经济恢复较快，叠加宽货币宽信用政策，经济 V 型反转，使得

央行重新收紧货币，则收益率曲线或会以短端利率抬升的方式结束牛陡。

二、信用分化加剧

自从 3 月以来，信用债一级市场和二级市场均以中高等级债券成交或者发行为主。从二级市场来看，不同评级的信用利差显著扩大。受市场风险偏好下降以及部分信用事件爆发影响，配置开始向高等级信用债集中，导致高等级信用利差相对保持平稳，而低等级信用利差继续走阔，高等级和低等级信用利差分化，AA-AAA 等级间利差创 2019 年以来新高。

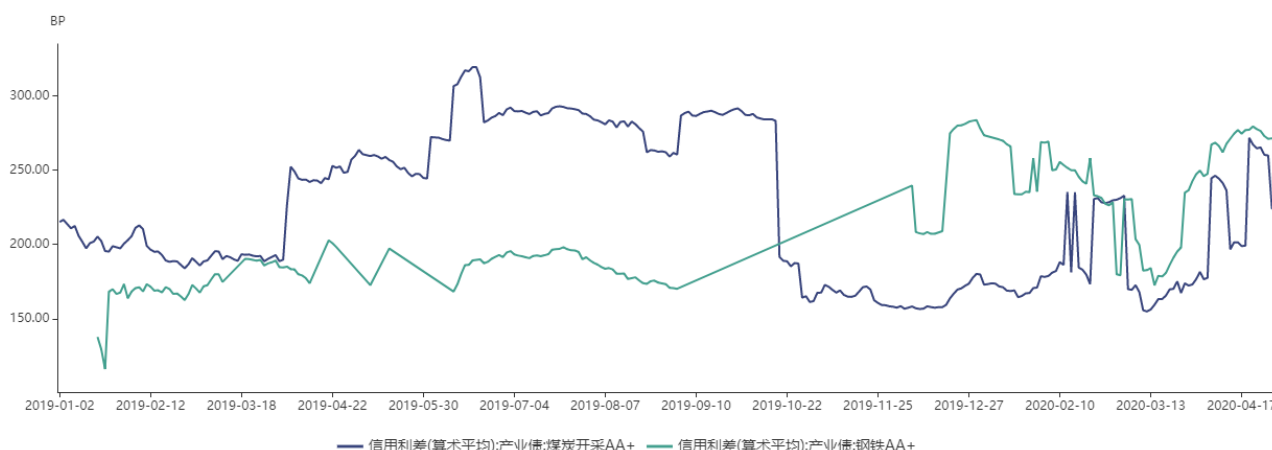
AAA-AA等级利差走阔



数据来源：Wind；数据时间：2016.1.4-2020.4.30

另外，产业间的信用利差也出现走阔迹象，这主要与本身所处的行业基本面相关。上游工业品企业受到全球需求走弱以及高库存积累，信用利差迅速扩大。

煤炭、钢铁信用利差走阔



数据来源：Wind；数据时间：2019.1.2-2020.4.30

三、配置主体分化

今年以来配置主体中银行缺席，贡献主要来自于非银。根据 Wind 数据，1 季度基金和券商大幅度增配利率债，当季基金增配国债和国开债合计 2173 亿元，券商增配国债和国开债合计 701.2 亿元。非银成为 1 季度利率债主要的增配力量，也是推动利率下行的主要力量。

四、展望后市

短端资金方面，随着基金产品托管存款协议更新后，托管利率的下调，银行间资金利率预计会继续下行。5 月流动性预计会配合国债、地方债的供给，加之发行都是 7-30Y 的期限居多，短端还是会继续强势。长端利率方面，经济形式还不明朗，预计还是在持续的纠结中以窄幅震荡为主。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 周梦琳）

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人的投资建议和担保。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