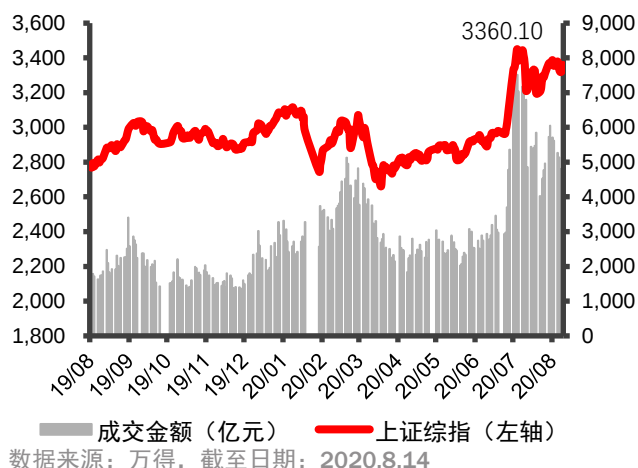


2020年8月17日

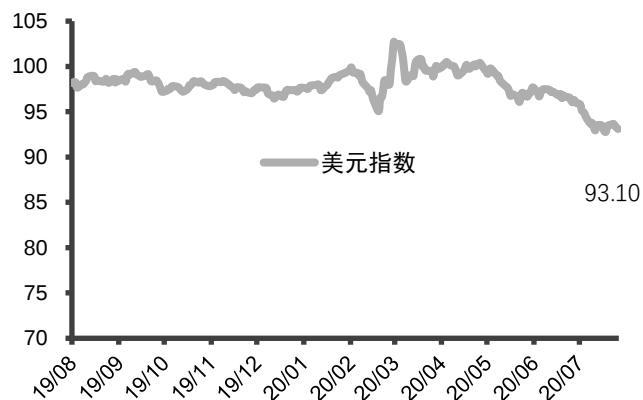
2020年第32期（总第808期）

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：

流动性充裕预期分歧，成长与价值估值收敛

上周 A 股市场主要指数有所分化，其中上证综指涨 0.18%，沪深 300 指数跌 0.07%，创业板指跌 2.95%。从结构上看，前期强势的创业板显著跑输上证综指，成长与价值的估值分化有所收敛。行业方面，房地产、银行和交运等周期板块涨幅靠前，年初至今涨幅较大的有色金属、医药和国防军工涨幅垫底。主题上看粮食安全和生物育种较为活跃，从交易量来看万得全 A 交易金额较前一周明显下降，市场交易活跃度有所下行。

回溯市场走势，强势板块从 7 月上旬开始滞涨——消费、科技强势股在 7 月中旬新高之后开始有走弱迹象，与此对应的是低估值价值板块走势占优，价值和成长的估值分化有所收敛。导致这一结构变化的原因可从内外部环境变化来分析——一方面中美摩擦再度升温，双边关系有所紧张压制市场风险偏好；另一方中共中央政治局会议对下半年货币政策的表述有所调整，结合央行公布的金融数据来看，7 月新增社融规模略低于预期，政策的表述调整及金融数据的验证使得市场对流动性充裕预期产生分歧，货币政策边际收紧的预期开始影响市场结构，前期因流动性宽松受益的消费和科技等成长板块估值承压，进而在股价走势上呈现成长和价值估值收敛的格局。

策略上，当前阶段随着疫苗研发的不断推进，全球经济逐步恢复的预期会继续增强，前期涨幅落后的价值板块有望继续修复估值，成长和价值的估值收敛行情有望持续。中长期看，内需升级和供应链补短板是主方向，代表新经济的消费和科技依然是市场关注的重点。

专栏：可转债投资策略漫谈

今年以来国内的权益资产取得了不错的收益，在全球的资产序列里相对亮眼，沪深 300 指数上行接近 15%，创业板指数上行达到 48%。转债作为兼具股性和债性的投资品种，加上自 2019 年以来供给的增加，可选范围的扩大，受到了投资者的高度重视，成为“固收+”策略必不可少的配置选择。

转债市场给投资者创造利润的来源较为多样，转债的投资策略也各有不同。一种普遍的策略是投资于绩优公司的转债，用公司的业绩提升带来的转股价值的提升来兑现收益。拿已经退市的某快递行业龙头的转债来说，自 2019 年末该债券发行以来，公司的核心业务处在持续改善通道，市占率提升，并在疫情期间实现了远高于同行业的业务增长。年初公司的转债价格在 120 元左右，于 7 月末一度上涨至 180 元以上，最终成功实现全部转股。这个策略不大尽如人意之处在于绩优公司往往是全市场投资者眼中的“红人”，对其研究覆盖也相对充分，转债往往持续有较高的溢价率，“捡漏”的机会不多。实际上，年初 120 的绝对价格上，转债的转股溢价率持续处在 30% 的水平。如果没有疫情冲击效应带来的宽松的货币环境和对公司核心竞争力的“再认识”，转债投资者可能要等待更长的时间。并且由于溢价率过高，在能够投资正股的情况下，投资于转债并非明智选择，公司正股今年的涨幅达到了 88%，远超转债。

另一种策略是买入资质一般的公司（有一定行业地位，或某个小行业龙头）发行的转债，期待市场青睐某种投资主题时，转股价格能够大幅提升。例如 2019 年汽车行业处于低景气周期，汽车配件公司发行的转债价格一度也随之低迷。随着特斯拉在国内的量产和政府对于新能源汽车继续给予大力度的政策扶持，部分产业链上的汽车配件公司的股票价格快速修复，甚至一飞冲天，相关的转债也随之纷纷上涨。这个策略不太理想之处是相关的正股往往不是机构投资者研究覆盖的重点，或者以往只在行业景气或者公司景气到来时受到阶段性的关注。而一旦行情到来，股价的上涨极为迅猛，除了个别对景气度变化极为敏感的投资者，其他投资者往往对正股及转债不甚了解而产生畏惧，不能很好把握这样的机会；投资者的另一个心理障碍来自于在行业的低谷期，资质一般的公司往往生存艰难，业绩下滑，其信用状况也较差，存在信用评级被下调的可能。

目前看来，相较于前一种策略而言，后一种策略及与其类似的策略更能利用转债这一品种的优势（公司品质一般，但下有债底支撑，正股关注度不高，容易出现转股溢价率）。如果要实践这种策略，则需要有一定的行业研究基础，对各个转债标的有基本的认识，且能够根据公司的体量、转债发行量、正股和转债的交易量的做适度的分散化。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 葛飞）

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