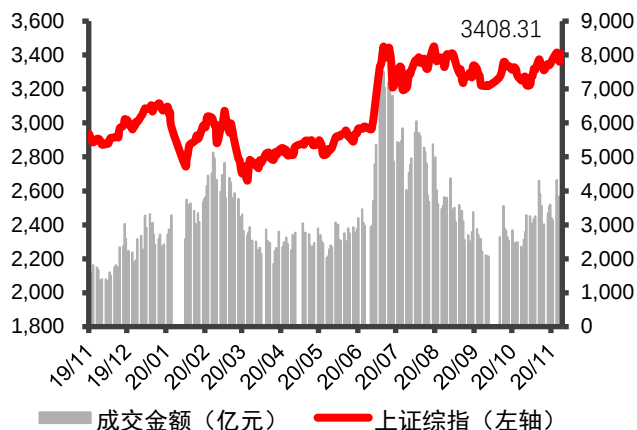


2020 年 11 月 30 日

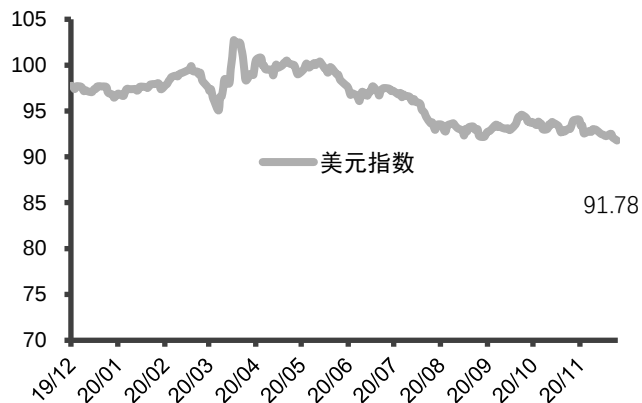
2020 年第 46 期（总第 822 期）

基金视窗

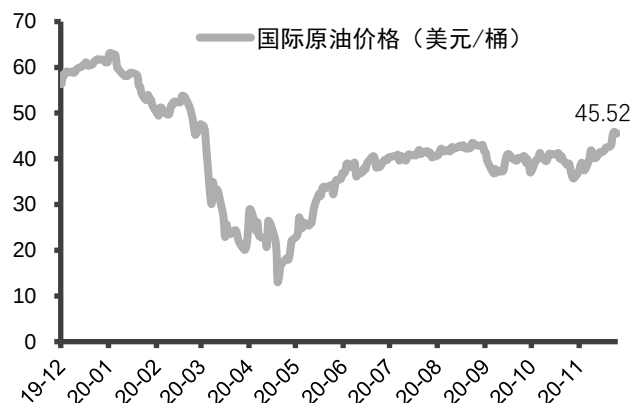
上证综合指数近一年走势图



美元指数近一年走势图



国际原油价格近一年走势图



公司动态

拟由公司研究管理部总监兼基金经理王大鹏博士管理的大摩内需增长混合基金（010314）于 2020 年 11 月 23 日至 12 月 11 日期间首发募集。

欢迎点击以下链接，了解详细信息。

<https://www.msfunds.com.cn/Fund/List/010314>

基金经理论市： 工业企业盈利继续修复，央行表态对顺周期风格有所强化

上周 A 股市场主要指数继续呈现分化走势，上证指数跑赢创业板指数：上证综指 0.91%，沪深 300 指数 0.76%，创业板指-1.80%。结构上低估值顺周期占优——煤炭、银行和非银金融涨幅靠前，家电、建材、医药涨幅靠后。从交易量来看 Wind 全 A 交易金额较前一周持平，主题上稀土、保险、银行活跃度较高。

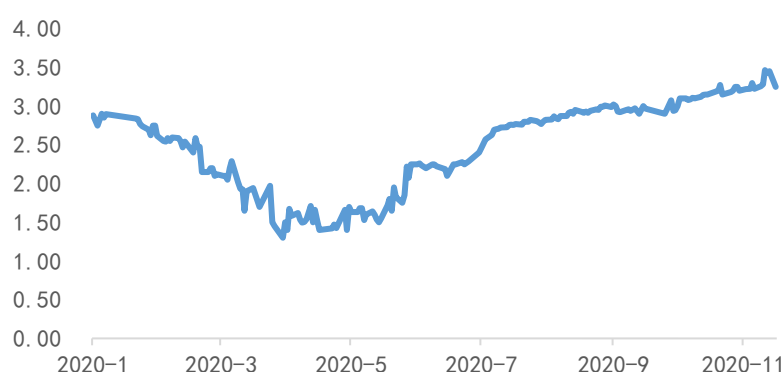
近期的宏观经济数据和货币政策对 A 股低估值顺周期占优的格局相对有利。一方面经济数据逐步好转——从国家统计局公布的数据来看：1-10 月全国规模以上工业企业实现利润总额 50124.2 亿元，同比增长 0.7%。10 月单月规模以上工业企业利润总额同比增长 28.2%，环比增速明显加快；在疫情防控、流动性宽松的背景下，国内需求和海外出口均有较好恢复，工业企业盈利修复得到稳健支撑。另一方面央行在三季度货币政策执行报告中增加了“保持宏观杠杆率基本稳定，把好货币供应总闸门”的表述，疫情带来的低基数将使得明年上半年 GDP 增速面临“高增长”情况，央行的这一表态可能在于释放货币政策进一步回归正常化的信号。

流动性边际收紧的预期对高估值板块带来压制，而宏观经济数据向好表明生产端和需求端在改善，短期看低估值顺周期板块占优的格局有望延续。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或是未来市场的主线。

债市直通车

11月期间，债券市场受到违约事件影响，信用债收益率出现快速上行，利率债也由于年底资金偏紧叠加流动性冲击受到了一定的波及。据Wind数据，十年期国债上行12bp至3.30%，五年期AAA信用债收益率上行至4.1%。债券市场资金端受到银行存单利率提升的影响，短端资金小幅走高。六个月股份行存单利率上行至3.3-3.4%水平。长端以被动跟随为主，整体呈现熊平走势，期限利差收窄，其中10-2年国债期限利差收窄至20bp。

股份制银行同业存单利率（%，6个月）



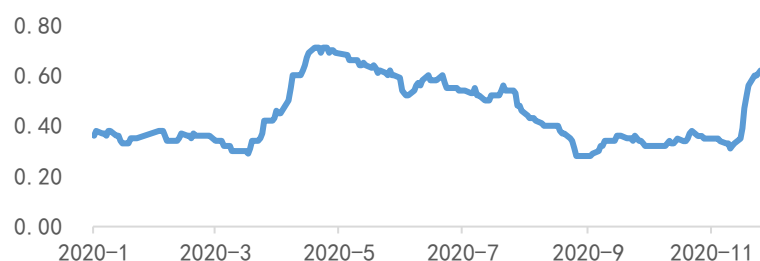
数据来源：Wind；数据时间：2020.1-2020.11

信用债市场，主要受到隐性地方政府“刚兑”的信仰破灭，部分产业债下跌幅度较大，从而使市场出现了一定的流动性冲击。但整体来看，幅度低于去年个别银行风险事件。这主要是由于去年相关事件引发的是对弱资质交易对手和质押券的质疑，导致非银机构融资出现困难，引发连锁性反应。而本次更多的是一部分高收益债券主体的下跌，对聚焦中高信用等级的投资机构影响较小。

细化来看，我们也看到了如下变化。

（1）信用债市场分层加剧，高等级AAA与AA信用利差扩大。据Wind数据，以中票为例，1年期品种中，AAA等级收益率上行29BP，AAA-等级收益率上行33BP，AA+等级收益率上行43BP，AA等级收益率上行56BP；3年期品种中，AAA等级收益率上行18BP，AA+等级收益率上行36BP，AA等级收益率上行45BP。

AA-AAA（%，3年）信用利差



数据来源：Wind；数据时间：2020.1-2020.11

(2) 城投与产业债走势分化：由于本次以及前期个别地方国企违约，都归属于产业债范畴。从市场表现来看，AA 级信用债中城投表现显著好于产业债。

(3) 行业横向比较：高等级债中，钢铁、传媒是利差最高的两个行业。AAA 级钢铁行业中票平均利差为 164BP，AAA 级传媒行业中票平均利差为 145BP。其次是化工和有色金属行业，其利差均在 10BP 至 140BP 之间。公用事业是平均利差最低的行业，目前为 95BP。

(4) 一级市场发行萎缩，取消发行家数增加。净供给减少。据 Wind 数据，本月主要信用债品种净供给-9.16 亿元，较前一个交易月的 1104.45 亿元明显减少。本月推迟或发行失败的债券总规模 2054 亿，上月为 1165 亿，环比增加 889 亿。

后市展望

市场情绪进入修复期。11 月下旬来看，最近违约的某超短期融资券已经偿付了利息和 50% 的本金，剩余本金寻求展期成功。多主体回购自家债券，投资者信心一定程度上得到修复。同时政策维护企业信用的基调明确。

货币政策展望，3 季度央行货政报告对我国保持正常货币政策且传导顺畅给予了肯定，同时提到下一阶段稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。整体而言，货币政策稳定性仍将延续，但央行已经从阶段性容忍杠杆提升向稳杠杆回归，防风险的重要性明显提升。明年广义流动性收紧的方向比较明确，幅度层面预计较为缓和。

回顾本轮债券市场调整，延续时间从五月至今已有半年。收益率曲线从牛陡逐步走向熊平。目前宏观背景处于疫情后的复苏阶段，预计在年底资金紧平衡叠加明年一季度经济同比见高点的预期下，市场阶段性以震荡调整为主，债市整体依然处于逆风局。利率债的交易机会可能来自于超跌反弹，趋势性的机会仍需等待。信用债票息收益相较资金成本有明显抬升，具备一定的配置价值。

(专栏作者：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，我公司对这固定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。