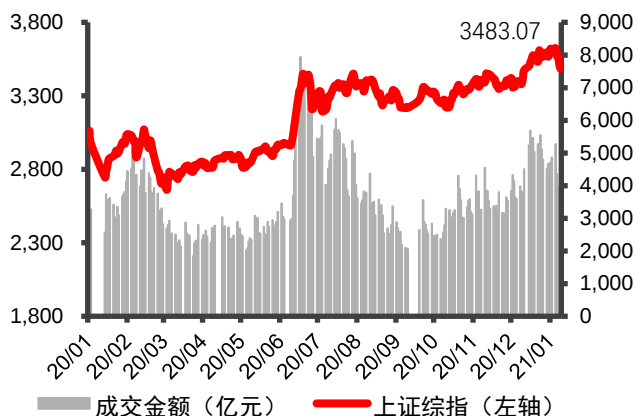


2021年2月1日

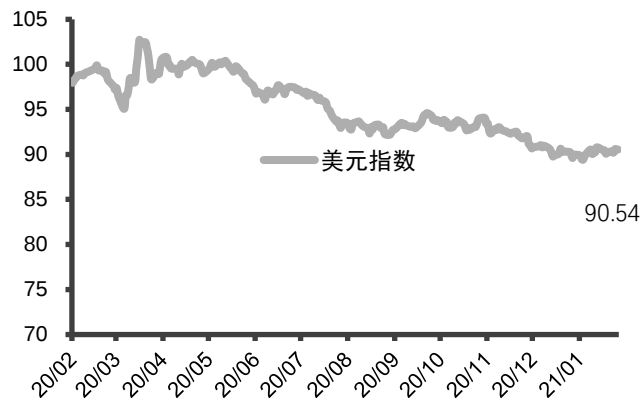
2021年第5期（总第831期）

基金视窗

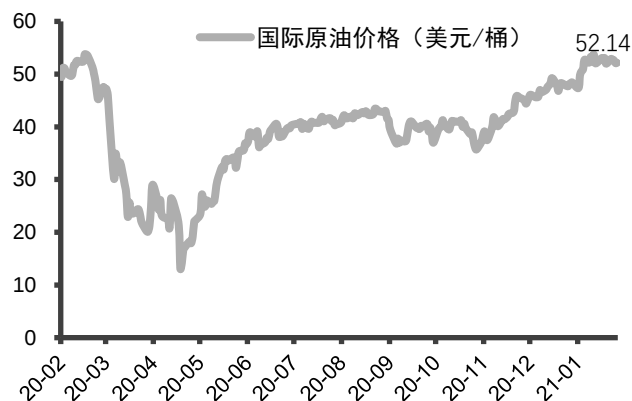
上证综合指数近一年走势图



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： 美国 GDP 增速回落，国内 PMI 环比下降

上周 A 股跌幅较大，上证综指下跌 3.43%，深证成指下跌 5.16%，创业板指大幅下跌 6.83%。分板块看，消费者服务、银行、食品饮料、农林牧渔和公用事业等板块表现较好；国防军工、电子、医药生物、电气设备和计算机等板块表现较差。

海外经济方面，美国四季度 GDP 增速回落。2020 年四季度美国实际 GDP 环比折年率为 4%，同比增速为 -2.5%，较 2019 年萎缩 3.5%，四季度 GDP 增长疲软主要原因是消费和私人投资增速均较大幅度回落，而净出口贡献的提高主要是进口增速较出口回落更快所致。

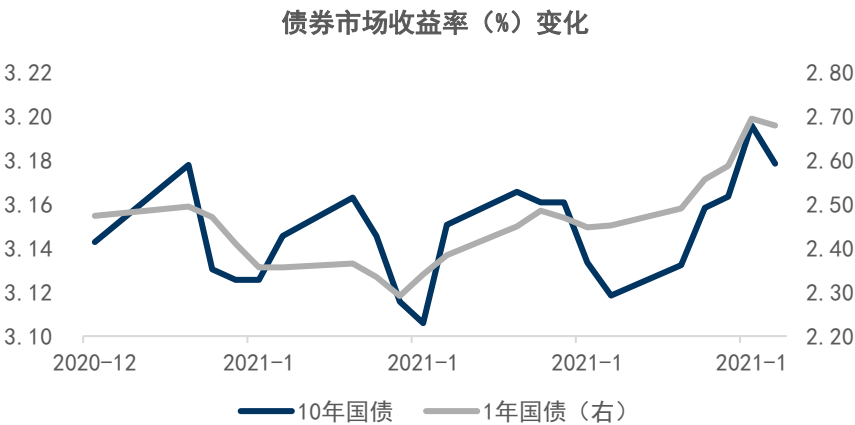
国内经济方面，制造业 PMI 环比下降。1 月制造业 PMI 较上月下降 0.6 至 51.3，连续两个月下滑。服务业 PMI 较上月下降 3.7 至 51.1，降幅较为明显。建筑业 PMI 较上月下降 0.7 至 60，但仍然处于相对高位。由于疫情导致居民外出活动减少，住宿、餐饮、文化体育娱乐、居民服务等接触型、聚集性服务业指数回落较多，且均已落入收缩区间。

总体上，预计新冠疫情大幅蔓延的概率不大，未来影响市场走势的核心因素可能将是央行的流动性预期以及拜登政府上台后的中美关系。从央行的表态看，货币政策出现大幅转向的可能性不大，央行可能从防范金融风险的角度对货币政策进行微调。从市场层面，去年机构重仓的核心资产有所调整，短期市场的关注点转向低估值板块，但从长期看，科技和消费仍然具有良好的投资前景。

债市直通车

一、利率债层面

1月，债券市场主要受到资金价格波动影响。1月1日至15日，R007和1YAAA存单利率持续位于政策利率下方，央行或不希望市场资金利率持续低于政策OMO利率，因此中下旬以来，央行多日资金净回笼，月中MLF又缩量续作，叠加缴税期的影响，资金利率持续抬升，此外央行马骏关于“货币政策应适度转向”的言论及央行净回笼的行为引发市场担忧货币政策边际收紧，央行SLF加息的谣言也一度引起市场恐慌。最终，本轮债市反弹行情于1月14日告一段落，10年国债利率在1月14日下行至3.11%而后攀升至月底3.18%。短债的调整幅度大于长债，中旬下行至2.3%，月底上行至2.7%。



数据来源：Wind；数据时间：2020.12.31-2021.1.29。

期间	央行净投放规模(亿元)
1/2-1/8	-5050.00
1/9-1/15	1610.00
1/16-1/22	5980.00
1/23-1/29	-4705.00

数据来源：Wind；数据时间：2021.1.2-2021.1.29。

从经济基本面来看，经济持续复苏，社融增速拐点出现在2020年11月，PMI环比回落，投资增速放缓，消费数据仍然偏弱，整体来看基本面对债券市场没有新增利空。

从债券供给角度来看，银行开门红配置力量尚在，叠加地方债供给节奏延后，债券供给回落利好债券市场。

二、信用债层面

一级市场取消发行增多，1月18日-29日共有71只信用债取消或推迟发行，涉及规模639亿元，相比上半月的26只债券、287亿元，规模大幅增多，取消发行主体大多为地方国企。同时发行利率也在走高，1月后三周公司债发行利率分别为4.01%、4.14%和4.26%，发债成本上升。

信用债收益率出现地产债信用层级继续分化，地产行业低等级和高等级债超额利差分化。具体来看，截至 1 月 29 日 AAA 级地产行业超额信用利差为 12BP，较 12 月底下行 3BP，AA 级地产行业超额信用利差为 41BP，较 12 月底上行 12BP。

三、 后市展望

货币政策展望，11 月下旬为了应对永煤事件对流动性分层的影响，央行加大投放力度以稳定跨年资金。央行有意引导资金成本在政策利率区间运行，此外央行加大资金波动性，有利于抑制机构加杠杆行为。

从实际操作来看，此次纠偏过低利率、抑制加杠杆行为导致货币市场利率升至过高。1 月 29 日 DR001 和 DR007 分别为 3.33%和 3.16%、纷纷突破了利率走廊上限——SLF 利率（隔夜 3.05%、7 天 3.20%），DR007 突破了 2017 年以来高点。从市场加杠杆行为看，1 月下旬回购成交量均值为 3.2 万亿，R001 成交量占比均值为 77%，均低于 2019 年以来均值（3.5 万亿和 84%），央行此次举措已经达到目标。同时，央行依旧是以流动性合理充裕不急转弯作为政策目标导向。

信用层面来看，12 月和 1 月信用债取消发行增多，1 月信用债（剔除金融债和同业存单）净融资额为 2596 亿元，同比下降约 50%。而今年尤其是上半年城投面临到期高峰，低等级城投可能面临一定的赎回压力。社融拐点出现后，信用层级分化可能愈加明显，需要继续回避低等级信用债。

（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。