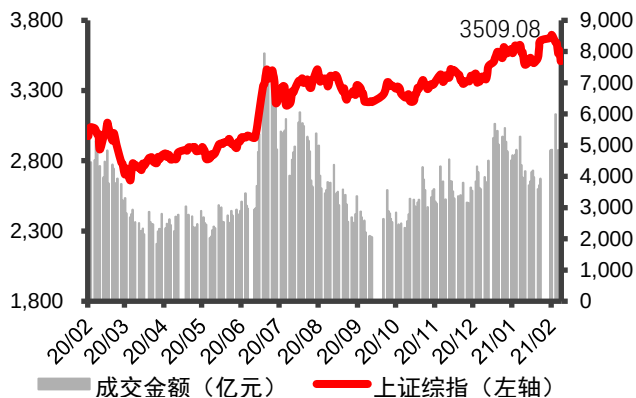


2021年3月1日

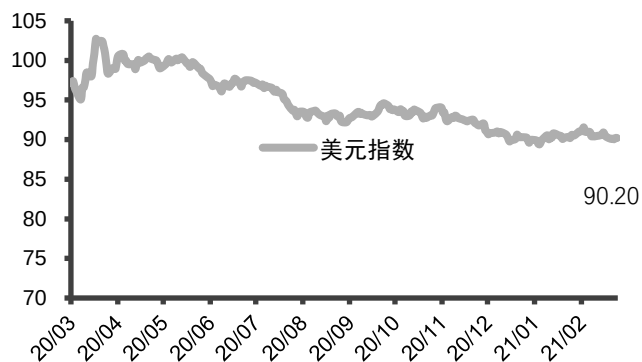
2021年第8期（总第834期）

基金视窗

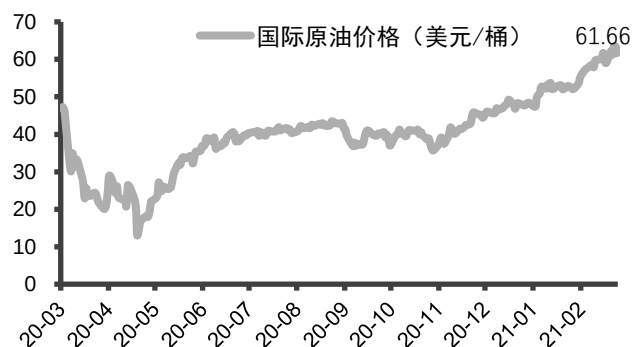
上证综合指数近一年走势图



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： 指数大幅回调，市场避险情绪升温

上周A股和港股均出现大幅回调，沪深300指数和恒生指数分别下跌7.7%和5.4%。风格方面，机构重仓的龙头股大幅调整，而机构持仓相对较低的板块韧性较强。分行业看，消费板块相关的食品饮料、休闲服务、家用电器、汽车、医药生物等跌幅较大；低关注度、低估值的建筑装饰、房地产、钢铁、公共事业等板块涨幅居前。我们认为指数调整的主要原因包括：前期指数和热门板块增速过快、美债利率短期快速攀升、香港印花税上调等，短期市场避险情绪显著升温。

10Y美债利率突破1.5%，全球资产波动率显著提升。2月25日，美国十年期国债收益率单日上行16bp至1.54%，创去年美国爆发疫情以来新高，考虑到近期，大宗商品价格持续上涨，通胀预期升温背景下，市场担忧未来会对流动性的进一步释放带来压制。

不过，美国财政刺激计划仍在加码。当地时间2月27日凌晨，美国众议院投票通过拜登提出的总额达1.9万亿美元的新一轮经济救助计划，后续将继续提交参议院。该计划包括直接向符合条件的美国人支付1400美元的补助金，为符合条件的失业者每周提供400美元的失业救济金，为新冠疫苗接种和新冠病毒检测分别提供200亿和500亿美元的资金，为地方政府提供3500亿美元的资助金。在财政刺激加码的背景下，美国经济复苏和通胀的预期进一步加强。

全国两会即将于3月5日召开，届时将明确今年主要的经济目标和政策定调，预计今年两会将基本延续十九届五中全会所列出的主要发展目标，以及去年12月中央经济工作会议中所设定的政策基调。

虽然近期市场调整幅度较大，但微观流动性方面股市总体宽松，从基本面看，经济复苏延续改善的趋势，我们判断市场继续大幅下跌的可能性较低，但风格可能相对均衡，结构方向继续关注顺周期、优质消费和科技龙头。

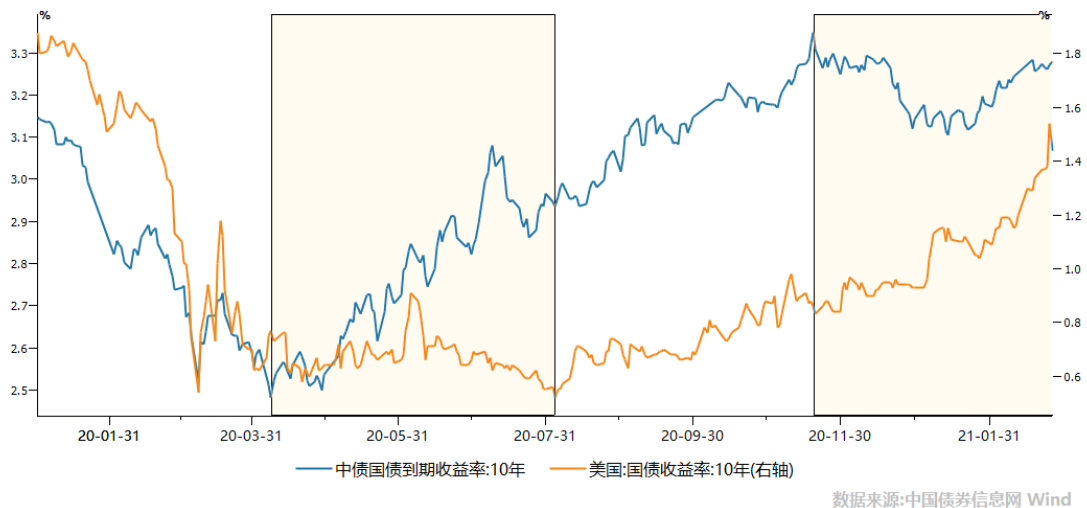
债市直通车

一、 利率债层面

2月以来，海外发达国家伴随疫苗逐渐生效，经济复苏预期开始回升。以春节为分水岭。春节前市场聚焦于央行的公开市场操作，聚焦就地过年对国内经济的影响，但春节期间海外再通胀交易迅速升温，美债长端收益率快速上行至1.30%，布油逼近65美元/桶，比特币突破50000美元。春节后，再通胀交易进一步演绎，美债长端收益率逼近1.60%，LME铜价从8400美元上涨至最高超过9600美元，受无风险利率快速上行的影响，全球股市纷纷转跌，黄金延续下跌趋势，风险偏好下降缓和了再通胀交易给国内债市的压力。

回顾新冠疫情后本轮债券市场的节奏，中端于2020年4月底触及低点，在货币政策边际收紧的背景下长端也跟随抬升，于2020年11月触及阶段高点3.35%，幅度为85bp。具体看今年二月，国内债券市场持续盘整，资金面相对平稳偏宽松，央行货币政策维稳意图较为明显，资金利率较上月相比明显下行，国债、国开债收益率曲线陡峭化，短端收益率下行，中长端收益率上行，10年期国债收益率上行10bp至3.27%。

美债方面，年初至今，10年期美债上行51BP至1.44%，盘中一度突破1.60%关口。当前美债长端的上行更多是受到再通胀交易所致，短端基本保持平稳，长短端利差出现明显走阔，10y-2y期限利差2月以来走阔40bp，至137bp。



数据时间：2020年1月至2021年2月。

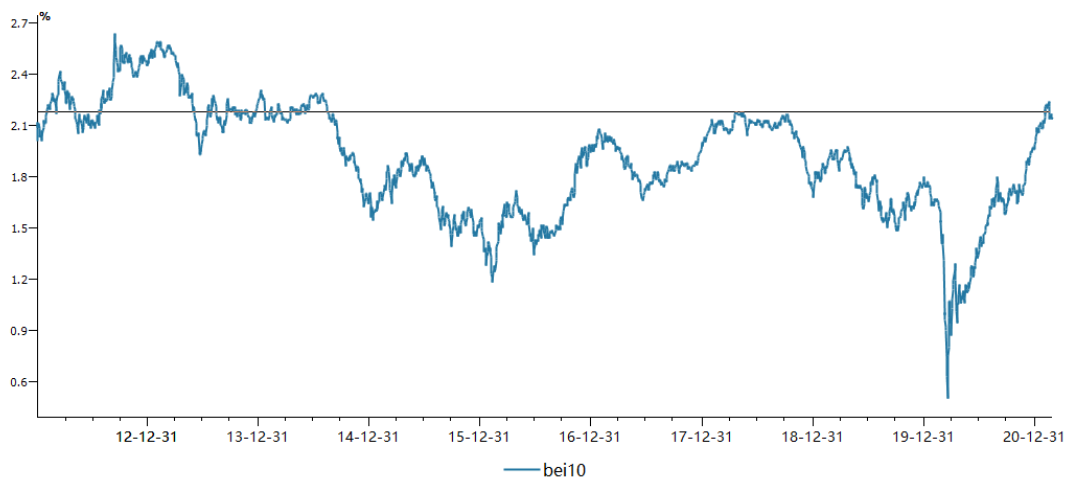
二、 为什么中美两国债券收益在面对商品上涨时差异化明显？

一方面中国是最早退出超宽松货币政策的国家，以DR007为例，从去年4月的1.5区间底部逐步抬升至2.3-2.5区间，抬升幅度大约80bp。第二，国内的信用政策拐点也于去年11月初现，社融高点约为13.7%。第三，从高频数据来看，PMI数据高点出现在去年11月，已连续三个月环比下降。从这三方面可以看出，当前国内债券收益率比较充分的反映了当下的基本面环境。同时，当前3.3%的十年期国债收益率已超越了疫情前水平，回到2019年中价格区间。

而海外央行在疫情后仍持续宽松，美联储继续保持一定比例的购债规模，短端资金利率持续位于 0-0.25%。但同时，新一轮 1.9 万亿财政刺激叠加低位库存的商品供给，大宗商品中原油、铜均突破了疫情前水平，创出新高。在再通胀交易背景下，前期保持低位的美债收益没有反应通胀预期，因此在一级购债倍数弱于预期的触发下，引发了交易盘止损，今年 2 月以来上行幅度达 40bp。疫情前十年美债位于 1.8%，当前收益率距离疫情前仍有 30bp 空间。

三、 展望后市

预计大宗商品上涨最快阶段已经过去，再通胀交易可能暂告一段落。当前以美债计算出的通胀预期已超出 2016 年以来水平。其次，在再通胀交易加速期间，通胀预期反而回落了 10bp 左右。再次，存在互补关系的商品价格出现明显的背离，例如水泥与玻璃相比，无法囤积的属性下水泥价格弱于季节预期，表明终端的真实需求可能弱于补库存带来的增长。



数据来源：Wind

数据时间：2012 年 1 月至 2021 年 2 月。

货币政策展望，从货币政策框架以及央行官员讲话来看，货币政策以维持稳定为主，春节后的逆回购到期资金量普遍较小，但央行仍继续开展微量逆回购操作，可见维护资金面的不缺不溢是央行的主要诉求。

债市展望，3 月份我们大概率面对国内经济不弱、海外经济向好、资金市场稳定、信用环境偏紧，各种政策助推资本市场风险偏好恢复的环境。债券供给或会恢复，但除非在极端情况下，供给因素预计不会显著影响市场的走势。资金面是国内债市的支持因素，随着长端收益率逼近去年 11 月的高点，有一定的交易性机会，整体对于债市不悲观。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金专户理财部 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。