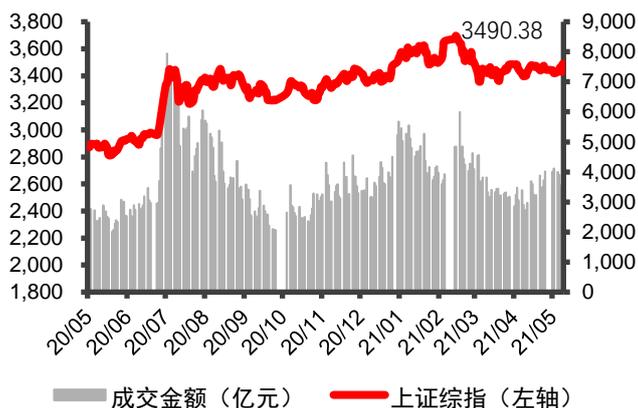


2021年5月17日

2021年第19期（总第845期）

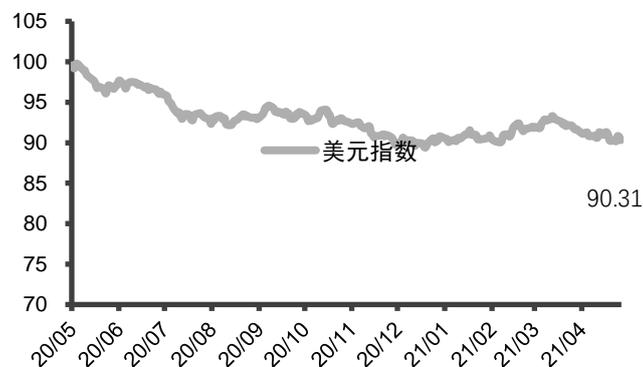
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



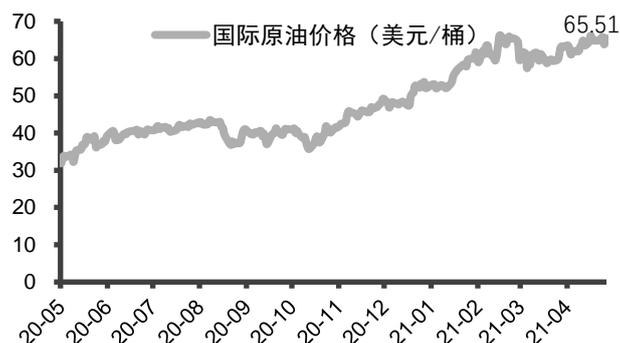
数据来源：万得，截止日期：2021.5.14

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.5.14

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.5.14

基金经理论市：结构性行情主导市场，经济复苏提升盈利增长确定性

2021年五一节后第二周，海外方面，美国通胀数据大超预期，但就业数据一般，美元反弹幅度有限，大宗商品普跌，美股高位震荡，跌幅有限；国内方面，4月金融数据低于预期，CPI和PPI符合预期，多空因素交织，市场探底回升。最终上证综指收涨2.09%，深证综指收涨2.42%。结构上看，大小盘股分化不明显，表现在沪深300和中证1000涨幅接近，分化主要体现在板块和行业上，总体呈现深市弱，沪市强的格局。成交量方面，两市日均成交额小幅下滑，同比下降5.2%，考虑结合指数走势来看，场外资金进场迹象不明显，场内资金博弈加剧，调仓需求上升。

本周涨幅前三位的中信一级行业为医药（7.68%），食品饮料（5.36%）和非银（4.80%）。其余表现较好的板块包括计算机，餐饮旅游，国防军工等。大宗商品普跌，周期板块全面回调，资金面利好大消费行业，加之医药行业利好不断，本周涨幅可观。涨幅后三位为钢铁（-3.66%），有色（-2.35%），和建材（-2.2%）。其余表现较差的板块包括煤炭，轻工，石化等。短期看，一季报披露结束，短期市场缺乏催化剂，但考虑到货币政策转向的风险短期有所弱化，指数震荡概率较大，难以深度调整，个股和结构性行情将主导市场，方向不明确。

展望2021年，我们对于市场保持谨慎乐观。从基本面来看，随着疫苗大规模接种，群体免疫可期，全球经济有望向上形成共振，基数效应使得盈利实现较高增长确定性较强，龙头公司利润均创新高。资金面看，虽然部分投资者担心流动性边际收紧，但我们认为从复苏高度来看言之尚早，资金面难以出现断崖式回落，盈利增长将跟上估值提升。

专栏：对货币政策的思考

货币政策的重要性不言而喻，市场参与者试图通过理解和预判货币政策的变化来提前行动，但一些过于短视的博弈行为往往难以取得理想的结果。特别是去年上半年的市场走势，让所有参与者记忆犹新，4月初央行降低超准利率后大举买入的投资者最终铩羽而归。事后投资者反思不能低估央行回归货币政策正常化的决心，但或许对我们的启示不止于此。

回顾历史，16-17年的债券市场跌宕起伏，同期货币政策框架也出现了较大变化。2016年央行开始实行“货币政策+宏观审慎政策”双支柱的金融调控政策框架，从资本和杠杆情况等7个方面对金融机构的行为进行约束和引导，并于第三季度起，开始将表外理财纳入MPA考核，金融稳定、防范金融风险的重视程度提升，实现金融稳定目标向宏观审慎评估的分流，减少货币政策的压力。这一政策框架的调整，与17年“三三四”专项整治和后续资管新规的出台一脉相承。用更长的维度审视货币政策框架的调整，会对16年四季度委外收缩引发市场调整和17年疲弱的债市表现有更准确的把握。

2020年下半年，政治局会议提出“完善宏观调控跨周期的涉及和调节”思路，这一说法在随后公布的Q2货币政策执行报告中又一次被提及，意味着淡化了传统“逆周期调控”在中长期问题面前的重要性，出现基于经济短周期波动的“大开大合”式的货币宽松或收紧的概率不大。换一种说法是货币政策可预测性下降，外生性和独立性增强，在投资中对于政策信号快速反应，顺势而为的做法变得更为有效。基于这个大的思路转变来理解去年4月份以来的市场变化便更加有章可循，国内疫情控制有效，二季度以后经济有强劲修复，财政货币双宽松滋生了资金空转套利乱象，叠加对海外无限量放水担忧，货币正常化就是对跨周期思路的实践。

与此同时，去年四季度以来，“健全现代货币政策框架”成为央行施政的高频词，主要包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制三个方面。其中优化货币政策目标主要包括中介目标和操作目标。中介目标是保持广义货币供应量M2和社融同名经济增速基本匹配，与广义流动性对应，偏重数量；操作目标是完善以OMO和MLF作为短期和中期政策利率，引导市场利率围绕政策利率附近波动，与狭义流动性对应，偏重价格。货币政策调控框架处于由数量向价格的过渡期，这就需要债市投资者转变思路，在观察央行公开市场操作取向时，重点在价不在量，以免对货币政策产生误解。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 滕懋平）

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。