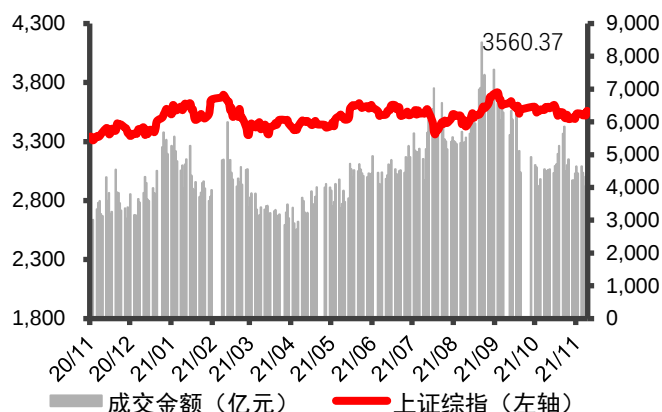


2021年11月22日

2021年第45期（总第871期）

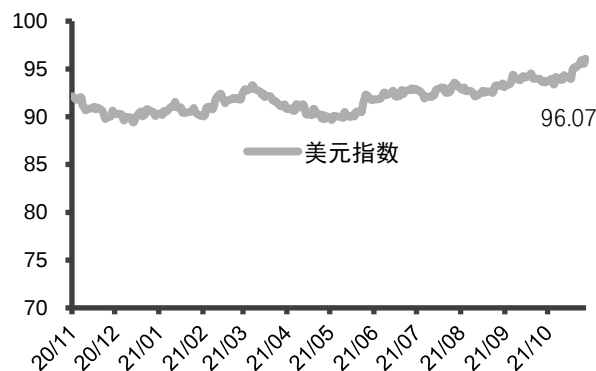
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



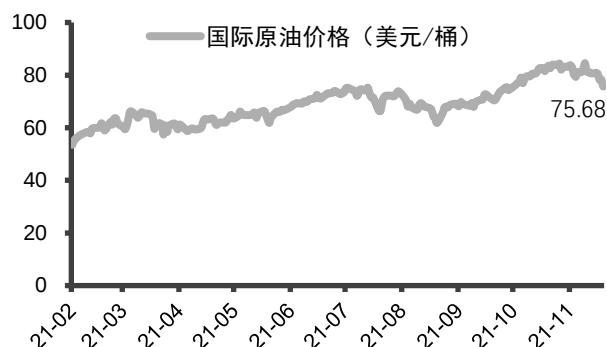
数据来源：万得，截止日期：2021.11.19

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.11.19

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.11.19

基金经理论市：稳增长信号进一步确认，市场有望迎来反弹

上周前四个交易日指数震荡回落，周五受央行开会加快地产开发贷投放提振，指数大幅上涨，全周沪深300和上证指数翻红，分别上涨0.03%、0.60%，创业板跌0.33%。上周商品价格底部震荡，周五夜盘黑色系整体大幅上涨。行业层面，纺服、食品饮料、钢铁、煤炭和医药涨幅居前，农业、汽车、非银和军工跌幅居前。

政策方面，央行发布三季度货政报告，与二季度对比看，央行对经济增长担忧加大，经济发展不再提“稳中向好”，“不稳固，不均衡”更改为“国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约”，首提“保持经济平稳运行的难度加大”。三季度货币政策报告对货币政策基调描述稳中偏松。报告删除了二季度“坚持实施正常的货币政策”、“管好货币总闸门”、“坚决不搞‘大水漫灌’”等表述，强调稳信用，表述是“增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。房地产方面“房住不炒”大方向没变，局部有纠偏。

11月18日，中共中央政治局常委、国务院总理李克强主持召开经济形势专家和企业家座谈会。强化“六稳”“六保”特别是保就业保民生保市场主体，增强宏观政策的前瞻性针对性，推进改革开放，做好跨周期调节，推动经济爬坡过坎，保持经济运行在合理区间和就业大局稳定。经济下行压力加大，稳增长信号进一步明确，地产融资环境继续改善。目前来看，今年以来的宏观调控政策举措与2018年应对经济下行时期出台的调控政策相比，对冲力度相对偏弱，后续关注消费及基建领域的政策出台。流动性层面，三季度货政报告显示边际宽松；年末节前历史来看，春季躁动行情下股市资金面较好。短期市场有望企稳反弹，关注大金融板块估值修复。

专栏：流动性拐点出现如何影响资产价格表现

11 月 FOMC 会上，美联储正式宣布减量，每月减少 150 亿美元，预计到 2022 年中结束，全球流动性拐点的第一只靴子正式落地。中期来看，美联储减量开启带来的一个全球性影响，就是全球流动性拐点的临近。全球流动性主要由全球四大主要央行既美联储、日央行、欧央行和英国决定，其主要通过利率决策以及央行资产负债表规模的同比变化来影响全球流动性。而中国央行由于外汇制度安排，对全球资金流动具有一定的独立性。根据以往经验，以美联储为代表的全球四大央行在流动性收缩路径上通常分三步走，第一步为缩减购买资产规模，第二步，在完成缩减购买规模后，则是加息的开始，第三步则为缩减央行资产负债表规模。美联储正式缩减购债规模毫无疑问成为了全球流动性转向收缩的第一步。

按照美联储 11 月公布的减量路径同时结合其他央行的政策前景，我们预期全球流动性增速的拐点可能出现在明年初。全球流动性拐点的意义从中期看是重大的，其影响路径是资金的风险偏好以及全球资金配置的再平衡，虽然其本身并非市场的绝对主导变量，但会放大当前已有的市场风险偏好，即从股权风险溢价角度影响资产估值，从而影响资产价格。例如一些新兴市场在内部紧缩、外部经常账户无法快速修复的同时，美联储的政策操作可能会加大其资本账户的流出压力。

那么流动性拐点出现如何影响资产价格表现？单纯的流动性拐点并不能很好的刻画资产表现决定变量，需要叠加增长环境。中金公司研究部对历次流动性减速扩张阶段的分析对此提供了例证。其通过对流动性减速阶段即 2011 年 3 月-2012 年 3 月、2012 年 11 月-2013 年 5 月、2014 年 7 月-2015 年 10 月、2018 年 1 月-2020 年 1 月，同时叠加全球制造业 PMI，以此组合来观察在流动性减速扩张+增长上行、以及流动性减速扩张+增长下行两个不同阶段的资产表现。

▸ 流动性减速扩张+PMI 下行：这一阶段整体来看，美元指数往往偏强，美股表现不错，黄金表现改善；但新兴市场落后，农产品、原油、工业金属表现最差。这一阶段体现出美国资产的相对比较优势，新兴市场和大宗商品等增长型和风险偏好资产落后，因此可能伴随着资金回流美国并支撑美元指数。

▸ 流动性减速扩张+PMI 上行：这一阶段整体来看，周期（原油和工业金属）要明显更强，美元指数、国债和黄金等避险资产更差。在这一环境下，新兴市场表现要更好，美元、国债和黄金明显落后。

通过对两个阶段的对比说明，对资产价格起到决定作用的并非单纯的流动性拐点，而更多是增长落差，只不过流动性的变化会放大影响。结合上述历史经验，如果美国增长依然维持韧性和新兴市场受疫苗供给不足无法在短期内改变增长落差扩大的局面的话，美国资产和美元可能在一定阶段继续体现其比较优势，而部分新兴市场则可能面临更大压力，直到疫苗接种出现大幅进展或者特效药出现。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金专户理财部 华玲）

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。

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.msfnunds.com.cn