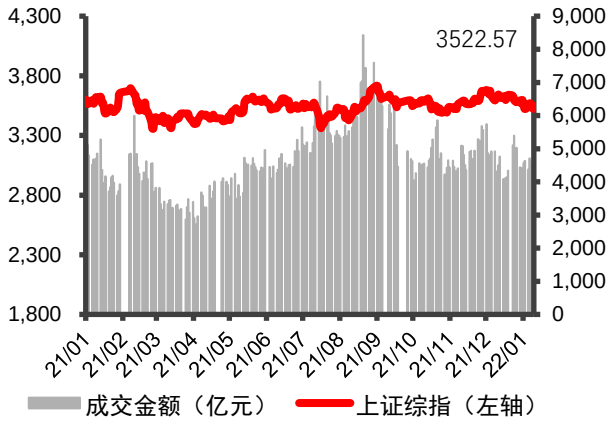
基金视窗

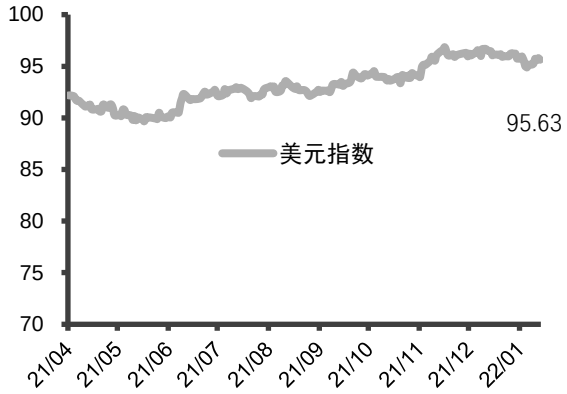
2022 年第 4 期（总第 880 期）
2022 年 1 月 24 日

上证综合指数近一年走势图



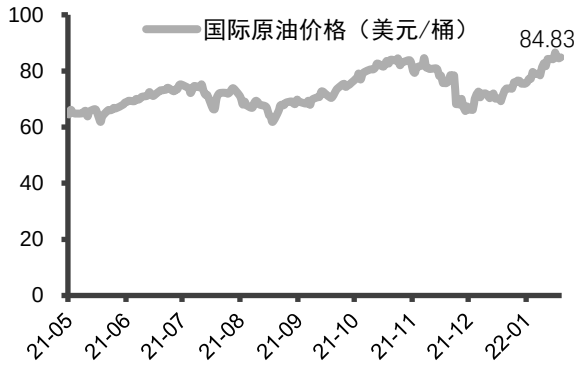
数据来源：万得，截止日期：2022.1.21

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2022.1.21

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2022.1.21

基金经理论市：稳增长政策加速落地，持续观望后市政策利好空间

2022 年开局，海外方面，美联储加息预期仍在不断强化，美股继续高位调整，尤其是纳指跌幅较大，领跌外盘；国内方面，5 年期 LPR 迎来 20 年 4 月以来的首次调降，这也是去年 12 月一年期 LPR 调降后的第二次降息，标志着稳增长政策开始加速落地，但由于外盘持续回调和对于信用传导不畅的担忧，A 股并无起色。最终上证综指收涨 0.04%，深证综指收跌 1.96%。结构上看，大盘股整体跑赢，表现在上证 50 收涨 2.54%，排名第一，而创业板综收跌 3.09%，排名最末。

成交量方面，市场成交未有起色，日成交同比微升 2.1%，但稳定在万亿以上，结合指数走势来看，增量资金持续观望，场内资金博弈热情也有所下降。

上周涨幅前三位的中信一级行业为煤炭（5.49%）、计算机（4.57%）、银行（4.26%）。其余表现较好的板块包括食品饮料、电子、建筑等。稳增长政策升温叠加进口受限，煤炭价格大幅反弹，催化指数上行。行业后三位为医药（-7.21%）、军工（-5.81%）和化工（-3.83%）。较差的板块包括纺织服装、石化、汽车等。海外疫情出现见顶迹象，近期涨幅巨大的居家检测和中药板块大幅回调，叠加龙头公司年报业绩平平，拖累医药指数下行。

展望 2022 年，我们对于市场保持谨慎乐观。虽然盈利增速由于基数原因可能承压，但政策面的利好因素较多，不论是财政政策还是货币政策都有发力空间，权益市场估值将得到有力支撑。

专栏：回归的力量——2022 年度海外投资策略展望

一、2022 年全球增长趋缓可能成为资产定价的主线。

根据 UBS 对比 47 个经济体 1980 至 2019 年 140 次经济衰退，与以往不同，本轮由新冠疫情引起的衰退中 GDP 迅速恢复，消费复苏略滞后。目前美国和欧元区 GDP 增长均已恢复到常态，而消费上，美国的复苏甚至超过潜在均值，而欧元区的消费依然处于衰退区间。疫情以来，中国和美国分别在 2020 年和 2021 年承担作为拉动全球增长的引擎。展望 2022 年，美国经济复苏已走到后期，如没有新的“接力棒”，全球增长可能转为共振向下。目前中国政府开始逆周期条件，以稳增长的政策托底经济，其政策的效果也将是资产定价的焦点。

二、跨市场来看，2022 年的权益市场配置策略为“差中选优”，美国>日本>欧洲，新兴市场表现将进一步分化，但需要特别警惕通胀是否导致美股大幅调整。

2022 年美国 GDP 增速回落但仍将保持增长，并领涨发达经济体。IMF 预计 2022 年全球 GDP 增长为 4.9%，发达国家为 4.5%，发展中国家为 5.1%。其中，美国为 5.2%，德国 4.6%，法国 3.9%，英国 5%，日本 3.2%。总体上看，美国经济具有韧性，自 2020 年 Q4 美股已切换到以盈利驱动，而非估值扩张驱动。其经济韧性来源于美国居民及企业的资产负债表并未受到疫情严重冲击，疫情后美国居民及企业受到政府转移支付支持资产负责表并未受到严重冲击，当前美国居民和非金融企业部门杠杆率分别为 76.2%和 79.0%，相比 2019 年底水平 74.2%和 75.0%，并未大幅恶化。而美国政府的债务扩张属于其经济的“灰犀牛”，近期尚未看到债务危机的迹象。此外，居民超额储蓄将是支持经济韧性的基本盘。截止 2020 年 8 月末，美国居民部门超额储蓄达 2.4 万亿美元，依然充足的超额储蓄为消费提供了支撑。2022 年标普指数 EPS 仍将保持增长。标普 500 指数 2021 年 EPS 市场一致预期为同比增长 47.4%，2022 年同比增长 8.3%，仍然高于 2019 年基准的 1.1%。需要注意通胀和可能的税改带来的下行风险，最大的风险来自于通胀侵蚀增长。美股实际收盈利收益率即盈利收益率减去消费者价格指数徘徊于历史低点，根据交银国际的统计，该数值目前已低于 0 轴，上一次接近或跌破零轴为 1987 年 8 月，2000 年 3 月以及 2008 年 8 月，因此能否控制住通胀对于美股是否出现大幅调整至关重要。税改也是影响标普 500 指数每股收益的潜在风险。民主党曾计划将企业最高税率从 21%上调到 26.5%。根据中金公司研究部测算，如若实施，则标普 500 指数 2022 年净利润增速将从现在市场预期的 8.3%降至 3.5%，影响 2022 年净利润 838 亿美元（拖累 4.8%）。

2022 年欧洲增长显疲态且估值缺乏吸引力，具体而言欧洲制造业和服务业 PMI 从高位已连续下滑 3 个月，可能是经济动能不足的开始。且 Stoxx 欧洲 600 指数 12 个月动态 P/E 为 16.4 倍，高于过去 5 年均值。2022 年日本盈利增速预计大幅回落，日经 225 指数 2021 年 EPS 预期同比上涨 40.9%，但 2022 年同比仅预期上涨 2.8%，日经 225 指数 12 个月动态 P/E 为 18.2 倍，略高于过去 5 年平均。因此从资产配置角度，略好于欧洲。新兴市场与发达市场增长落差扩大，且面临流动性退出压力，将显著分化。其市场表现将取决于具体市场的 PMI

扩张情况，如出现流动性和 PMI 同时下降，则市场面临较大下行风险；反之，如 PMI 保持扩长，则有望在流动性压力下走出相对独立行情。

三、香港市场有望估值修复。

宏观环境上，香港的增长将回归常态。自 2018 年社会动荡以来，香港经济持续下滑，2022 年有望回归常态，IMF 预测 2022 年 GDP 增长 3.5%。2021 年和 2022 年恒生指数每股盈利市场一致预期分别为 26.34%和 8.99%，但以消费服务为代表的多个行业将带动港股盈利下调，可能持续到至少 2022 年 Q1。

经济周期上，中美正处于周期错位阶段，根据 2013、2015、2018 的历史经验， 目前更类似于 2015 年，2014 年 10 月结束 QE 减量后美国政策处于紧缩通道，2015 年 12 月首次加息；国内经济下行压力加大，中国央行 2014 年底开始降息周期，2015 年多次降准降息。考虑到政治周期，2022 年中国共产党全国代表大会将举行，在政治意义重要年份，因政策取向为保持经济稳定，对经济进行拖底，从而有利于股票市场，从而避免 2018 年的情形。从监管环境上，监管强度边际改善，特别是对新经济等产业的政策已边际改善从而有利于这一权重板块反弹。

从市场周期看，通常香港市场大幅回调后有望迎来反弹。2021 年香港市场回调幅度已超过 20%属于大幅回调，全年跌幅超过 2015 年和 2018 年，从历史统计来看，市场大幅回调后未来 6-12 个月通常会出现强劲反弹。

估值比较上，香港市场估值有修复空间。2000 年以来，恒生指数估值破净后均迎来大幅估值修复，从历史估值对应未来 1 年收益率统计来看，目前恒指 PB 低于 1.1，低于此估值有更大概率在 2022 年取得正收益。从全球角度来看，海外中资股处于全球估值洼地。纵向比较，中概股、恒生国企、恒生指数 PB 低于历史平均 1 个标准差。横向比较：中概股、恒生国企、恒生指数估值垫底。

从流动性上，南下资金有望推动估值修复。类似 2016 年，2022 年南下资金有望先于海外资金流入，推动估值先于盈利反弹。南向资金与新增社融有较强相关性，随着国内宽货币叠加宽信用将先于海外资金流入。海外资金与盈利走势有较强相关性，因此更可能在 2022 年 Q1 盈利下修结束后才会回流。目前南下资金有能力和有动力增配港股，符合投资 H 股市场条件的内地公募基金持续创出新高。A/H 股溢价攀升至高点时，南向资金通常会大举流入海外资金

需要警惕的风险因素：1）中美关系：拜登执政后，美国内政和外交重回传统框架，在竞争与合作并存的“战略性竞争”格局之下，中美关系将变得更加多维/复杂。美国并不会改变遏制中国崛起的决心，无论是经济还是政治政策，拜登的最终目标为保持美国在全球的绝对领导力，稳固“霸主”地位，我国仍将面临日趋复杂的国际环境。2）地缘政治：我国与西方国家博弈加剧，地缘风险仍需警惕。一些西方国家以所谓“人权问题”对我国实施制裁以及我国的反制。台湾问题：南海问题；监管风险等。3）新冠病毒变异与扩散速度超预

期，疫苗效用与推广不及预期。经济复苏如出现恶化，或下行超预期。

（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.msfunds.com.cn