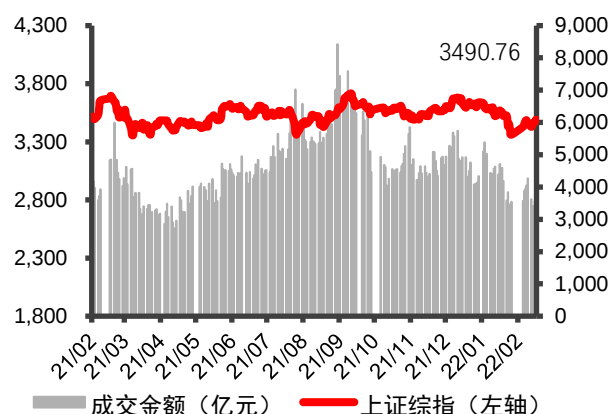
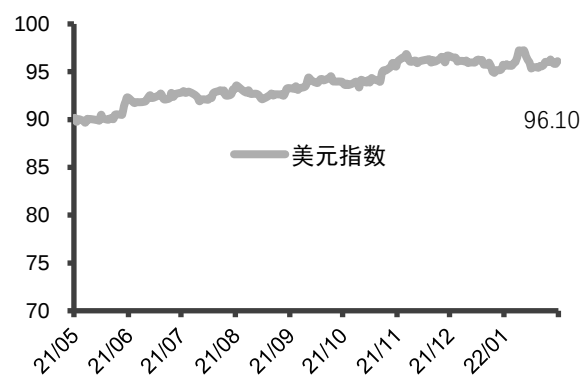


上证综合指数近一年走势图



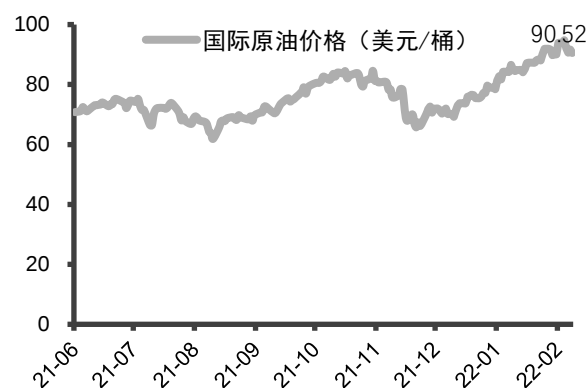
数据来源：万得，截止日期：2022.2.18

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2022.2.18

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2022.2.18

基金经理论市：乌俄冲突有所恶化，国内地产调控有所放松

上周 A 股表现强于海外市场，上证综指上涨 0.80%，深证成指上涨 1.78%，创业板指数上涨 2.93%。分板块看，电力设备、有色金属、医药生物、建筑装饰和化工等板块表现较好；非银金融、公用事业、银行、交运和农林牧渔等板块表现较差。本周在市场的反弹过程中，传前期超跌的医药和新能源领涨，传统板块承压。

海外经济方面，乌俄军事冲突有所恶化。近期在乌俄边境大幅增兵超过 10 万人次，并计划举行大规模军事演习。美国向乌克兰输送武器并派遣航母，美国、英国、加拿大、澳大利亚、荷兰等十国要求本国居民迅速撤离乌克兰。俄罗斯和乌克兰在边境地区爆发了小规模冲突，并造成了一定的人员伤亡，目前双方的局部冲突是否会演变成全面战争还未可知，但不可避免将对股市造成一定的影响。

国内经济方面，国内各地相继放松了房地产调控政策。近期由于楼市下行的压力较大，国内部分城市相继放松了原先的地产调控政策，以期能够稳定国内楼市需求。2 月 18 日广西南宁的二套房的首付比例从 40% 下调到 30%；郑州计划降低二手房交易的税费，及取消二手房交易 20% 的差额税，鼓励大学生留在郑州买房，推动安置房的货币化安置；重庆、赣州和菏泽降低二套房首付比例和按揭利率。

总体上，乌俄冲突可能会在一定程度上造成大宗商品波动，并且影响投资者的风险偏好，但总体而言，对国内的股市的影响较小。国内市场的走势主要与美联储的加息预期有关，成长板块的估值大幅回调。国内货币政策宽松的方向短期没有发生变化，我们相对看好成长板块的反弹。在地产政策放松的背景下，预计本周地产及地产产业链会有所反弹，但我们判断周期品的价格后续面临较大的回调压力，因此，我们认为传统板块反弹的持续性堪忧。

专栏：关于因子周期

去年年底以来，市场行情波动变大，行业轮动快速，各大类因子的表现亦是如此。然而，将时间维度拉长，我们会发现以往表现稳定的成长因子自 2021 年下半年以来持续回撤，而低迷了近 3 年的估值因子却缓缓进入了上升通道（如图 1 所示）。

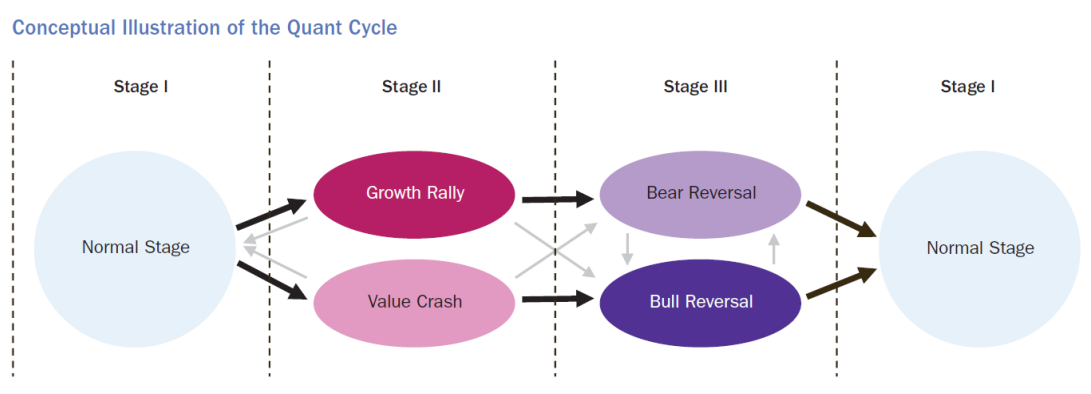
图 1：因子收益曲线（2020 年至今）



如同大部分的经济变量一样，因子的表现也展现出了一定的周期性。从一个理性的资产定价角度来看，因子溢价往往被理解成风险溢价，特定的因子因捕捉了特定的宏观经济风险而受到了补偿。自然而然，我们很容易将因子的表现和宏观经济的周期联系起来。然而很多研究表明，因子的表现很难被宏观经济变量有效的去解释(比如 “*How Do Factor Premia Vary over Time? A Century of Evidence*” [1])。那么该如何去理解和界定因子的周期？David Blitz 在其 “*The Quant Cycle*” [2] 中从一个新的角度做出了诠释。

Blitz 认为：（1）因子的表现遵循其自身的周期，而因子周期可以从因子收益本身推断得来；（2）传统的宏观周期和情绪指标可以部分解释因子的表现，但其实际应用有限。具体来到，通过辨别估值因子收益曲线的高低点（使用估值因子是因为估值因子比其他因子展现出更大的波动性以及更容易直观的去理解），Blitz 将因子周期划分成了三个阶段：一个正常阶段（阶段一），一个估值大幅回撤/成长大幅反弹阶段（阶段二），接着是随之而来的反转阶段（阶段三），如下图所示。

图 2：因子周期示意图



在阶段一，各大类因子表现稳定正常。在阶段二，估值因子大幅回撤，往往是由于在牛市环境中的成长股的大幅反弹（Growth Rally）或是在熊市环境下的价值股崩盘（Value Crash）。在这一阶段，价值因子的巨大回撤往往对应动量因子的巨大收益。据 Blitz 的观察，价值因子每十年左右一次就会发生一次大幅回撤。在第三阶段，如果前一阶段是成长反弹，这一阶段大概率是成长股的崩盘带来价值因子的回升；如果前一阶段是价值崩盘，则这一阶段大概率是价值股的反转，伴随着动量因子的收益转负。根据 Blitz 的研究，市场有约 2/3 的时间会处于阶段一，而价值因子的回撤持续时间大概为 2 年。

Blitz 的研究结论目前来看也基本复合我们对 A 股市场的观察。2019 年年初至 2021 年年中，估值因子大幅回撤，成长因子持续向上，同时动量因子收益颇丰。按照 Blitz 的划分，这一期间市场处于阶段二当中。当前，我们或处于阶段三当中。这一阶段的表现估值因子的修复/反弹，也复合我们当前的市场观察。

当前市场波动较大，行业/板块/因子短期都难有很持续的表现。采取均衡配置，不过度在某一方向作暴露，或是平稳过渡当前市场环境的一个可选方案。

- [1]. Ilmanen, A., R. Israel, R. Lee, T. J. Moskowitz, and A. Thapar., “How Do Factor Premia Vary over Time? A Century of Evidence”, [SSRN](#)
- [2]. David Blitz, “The Quant Cycle”, [SSRN](#)

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金数量化投资部 陈健夫）

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。

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.msfnfunds.com.cn