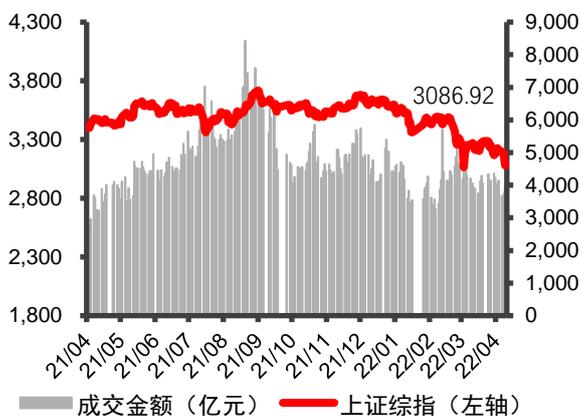
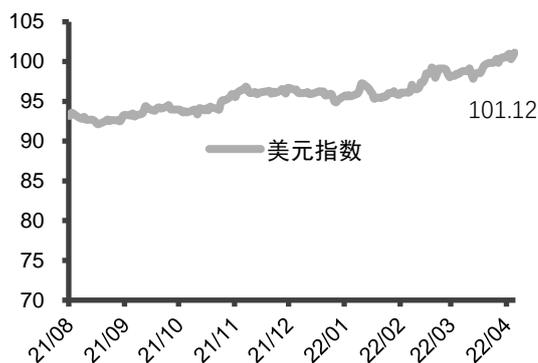


上证综合指数近一年走势图



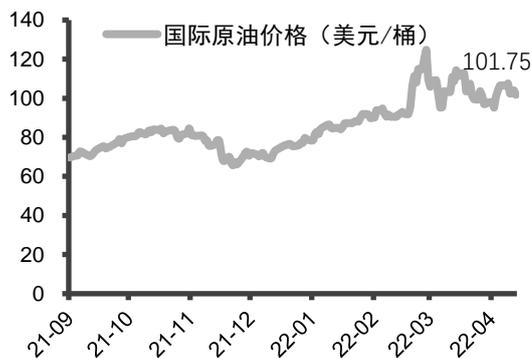
数据来源：万得，截止日期：2022.4.22

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2022.4.22

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2022.4.22

基金经理论市：内忧外患下等待稳增长政策发力见效

全国疫情形势仍然严峻、人民币贬值以及投资者对稳增长目标的担忧使得市场持续下跌。上周上证指数、沪深300分别下跌3.87%、4.19%，创业板下跌6.66%。行业层面，纺服受益人民币贬值，上涨4.93%，电力及公用事业、食品、家电及交运跌幅相对较小；房地产、钢铁、有色、煤炭、医药及建材跌幅居前。

国内疫情爆发、海外供应链恢复以及外需放缓下出口增速逐步放缓叠加美联储加息在即，人民币汇率近期快速贬值。复盘2015年以来人民币几次贬值期间市场表现，市场整体以下跌为主，风格上价值、金融相对占优，成长受影响较大。综上，市场整体依然承压。有利的一面是，市场本身持续下跌后，估值已有一定支撑，稳增长政策延续发力对市场有一定的提振。行业配置建议仍以稳增长板块防御为主，短期可关注人民币贬值受益的家电。

专栏：流动性减速扩张情形下的资产表现

自 2021 年 12 月中旬以来，全球市场除少数大宗商品出口国受益于通胀，主要市场包括美国、法国、德国、日本、香港以及中国等权益市场均出现下跌，除外部俄乌冲突和中国疫情防控带来的冲击外，更根本的原因还是在全球流动性减速控制过程中遭遇了经济的减速，体现为 PMI 的下行。自 2021 年 11 月美联储启动 Tapper 之后，全球流动性已进入减速扩张阶段，此后 22 年 3 月的加息以及预期即将到来的缩表均进一步确认和加速流动性的缩减。然而流动性减速扩张并不必然意味着市场下跌，在《回归到力量-2022 年度海外投资策略展望》中我们曾回顾上一轮美联储收缩过程中大类资产的表现，大致可分为流动性减速扩张+PMI 下行和流动性减速扩张+PMI 上行两种情形，从下表中我们可以看到，同样是在流动性减速情形下，11 年 11 月-12 年 3 月，12 年 12 月-13 年 1 月，19 年 7 月-20 年 1 月期间，由于经济表现不错即 PMI 上行美股和 MSCI 新兴市场均取得了不错的正收益，期间恒指和沪深 300 指数也各有表现。相反在流动性减速扩张叠加 PMI 下行，11 年 3 月-11 月，13 年 1 月-5 月，14 年 7 月-15 年 9 月以及 17 年 12 月至 19 年 7 月则呈现出现金为王的趋势，从中值上看，表现最佳的大类资产为美元指数取得 10.1% 的收益，而新兴市场、恒指和沪深 300 则录得负收益。

各段资产价格表现	标普 500	纳斯达克	道琼斯	MSCI 新兴	恒指	沪深 300	美国国债	工业金属	原油	农产品	黄金	新兴市场货币	美元指数
流动性减速扩张+PMI 下行													
Mar-11~Nov-11	-5.9%	-4.8%	0.0%	-21.5%	-22.9%	-22.2%	7.9%	-21.7%	-4.0%	-27.0%	32.9%	-11.6%	2.9%
Jan-13~May-13	43.9%	44.1%	41.6%	-7.2%	-1.2%	3.3%	-1.0%	-35.0%	-28.6%	-25.2%	-49.6%	-6.6%	23.3%
Jul-14~Sep-15	-2.0%	3.7%	-32.0%	-20.9%	-10.1%	47.9%	10.0%	-22.2%	-47.2%	-14.6%	-13.7%	-19.6%	16.0%
Dec-17~Jul-19	7.0%	11.1%	53.0%	-6.7%	-4.8%	-4.3%	1.3%	-11.8%	-1.6%	-9.4%	5.2%	-6.3%	4.3%
流动性减速扩张+PMI 上行													
Nov-11~Mar-12	43.2%	64.5%	29.7%	44.0%	3.5%	-8.9%	-5.0%	11.2%	48.0%	17.9%	-14.5%	10.6%	3.9%
Dec-12~Jan-13	54.6%	52.1%	49.7%	20.4%	8.2%	25.6%	-11.4%	6.1%	53.3%	-3.8%	-13.5%	6.3%	-3.5%
Jul-19~Jan-20	16.7%	24.7%	10.4%	4.8%	-7.8%	4.7%	5.7%	-12.2%	-20.0%	0.4%	25.7%	-8.7%	-2.2%
中值													
流动性减速扩张+PMI 下行	2.5%	7.4%	2.7%	-14.0%	-7.5%	-0.5%	1.2%	-21.9%	-16.3%	-19.9%	-4.2%	-9.1%	10.1%
流动性减速扩张+PMI 上行	43.2%	52.1%	29.7%	20.4%	3.5%	4.7%	-5.0%	6.1%	48.0%	0.4%	-13.5%	6.3%	-2.2%

资料来源：Bloomberg, Haver, 中金公司研究部，摩根士丹利华鑫基金整理，2021 年 12 月。

摩根士丹利华鑫基金

MORGAN STANLEY HUAXIN FUNDS

总体而言，本轮市场的快速下跌，俄乌冲突仅是外因，在美联储流动性减速扩张下，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 保持扩张，则有望在流动性压力下走出相对独立行情。对于中国投资者而言，国内的货币政策相对独立，中国央行的宽松政策可以部分抵消海外的收紧，当前货币的宽松处于发力阶段，当前 PMI 受疫情管控影响尚属于寻底阶段，市场的底部通常先于或于同步于 PMI 的向上拐点。

（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，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本刊物中的观点、分析仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。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。本公司及雇员不对任何人使用本资料内容而引致的任何损失承担责任。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，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、引用或转载。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