

摩根士丹利华鑫基金视窗

2022年8月15日 第31期（总第907期）

市场洞察：

实体需求偏弱倒逼政策进一步发力，成长主线相对受益宽流动性

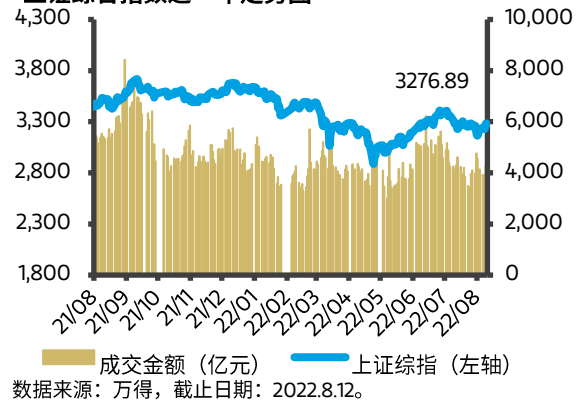
上周主要指数普遍反弹，中小盘风格延续强势，上证指数周涨幅 1.5%，中证 1000 周度上涨 2.0%，沪深 300 上涨 0.8%，代表成长蓝筹的创业板指微涨 0.3%。国内方面，市场逐步消化前期地缘风险的影响后，迎来明显的情绪修复；海外方面，美国通胀预期改善，对全球需求压制和后续政策空间的预期好转，推升美股上涨，对于 A 股也形成正向映射。同时，国内短期资金利率维持低位反映流动性相对宽松，成长风格较为受益。两市成交相较前一周有所回落，日均成交额降至 0.99 万亿元。北向资金由周初净流出转为净流入，周度累计净流入 76.5 亿元。

社融低于预期，倒逼政策进一步发力

上周五公布的 7 月新增社融 7561 亿元，低于市场预期，较去年同期少增 3191 亿元。房地产销售下滑、信贷需求被部分透支以及制造业景气度有所回落是 7 月信贷扩张阶段性放缓的三个原因。7 月初以来的减量逆回购导致市场担心货币政策转向收紧；央行二季度货币政策执行报告延续宽松取向，但也明确表明不要超发货币，提出国内结构性通胀压力可能加大，货币政策需兼顾经济增长和物价稳定。但 7 月社融低于预期，叠加中国较低的通胀压力，有望倒逼政策力度加大，缓和货币政策转向收

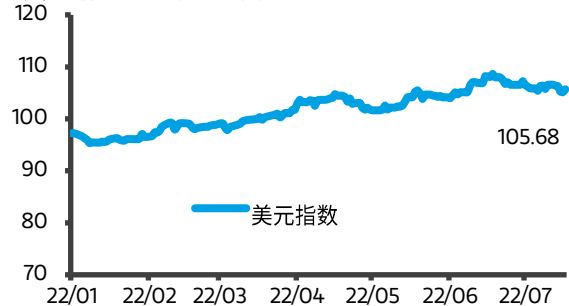
图表 1

上证综合指数近一年走势图



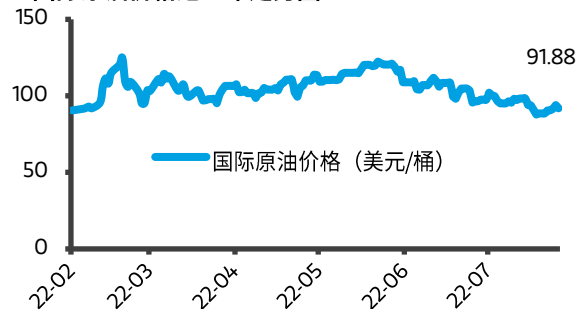
图表 2

美元指数近一年走势图



图表 3

国际原油价格近一年走势图



紧的担忧。

“经济弱复苏+流动性宽裕”格局，成长板块相对受益

近期国内新增确诊病例和无症状感染者连续数日超千人，海南和新疆等地区新增病例数量仍较高，出现疫情的城市分布也相比 7 月更广。7 月底政治局会议定调在防疫情和稳增长上更趋平衡，疫情防控力度放松有限的情形下，预计经济复苏偏慢，需继续关注疫情散发对增长可能的扰动及相关行业影响。8 月 15 日 MLF 操作利率下降 10 个基点，流动性环境延续宽松格局。在经济预期弱，流动性宽裕，及市场情绪边际企稳的环境下，有利于成长风格主线。

专栏——基金经理投资手记

中美通货膨胀研究

美国本轮通胀和 1970 年代通胀情况，现象有相似之处，但是本质显著不同。美国在 1970 年代深陷越战泥沼，国内适龄劳动力出现一定程度的短缺，同时几次中东战争推升油价大幅上涨；这两点是和本轮通胀相似之处。当前，美国就业市场火爆，劳动力市场中的职位数多于求职人数，同时部分劳动力选择提前退休加剧了劳动力的短缺，俄乌战争推升了能源和粮食的价格。但是，显著不同在于货币超发、（非战时）债务激增和过度消费才是本轮通胀的导火索，更多是货币驱动。

这也是为什么美联储加息对控制 1970 年代的高通胀作用有限，但是对控制本次通胀却效果显著。美联储加息通过打击期货市场成功地压制了现货的价格。在 6 月加息 75BP 落地后，实际利率进一步上行，商品期货市场上对冲通胀的需求逐渐减少，商品市场的做多力量边际削弱，油价及粮食价格均遭遇明显打压；同时，美国住房按揭贷款利率也明显抬升，其中 30 年按揭贷款利率由前期低点的 2.8% 上升到 5.6% 以上，对房价形成压制。美联储通过投资者对其信心（Never fight the FED）和期现货市场有效联动，遏制了通胀的势头，美国长期通胀预期已向中枢回落。

纵观过去 8 轮加息周期（自 1970 年以来），资产表现呈现一定规律。美股在首次加息后 1-3 个月大多下跌，但 3 个月后大多重新上涨；早期的加息周期开始后，美债收益率大多上行，但最近两轮加息开始后，由于市场预期较为充分，美债收益率均出现一定下行；黄金价格在首次加息后短期内大多表现为上涨，但持续时间不稳定，中长期大多重新开始下跌。

本轮通胀时间上可能超预期，各类资产表现可能也不同于前几轮。加息至今美国就业依然强劲，

7 月新增就业岗位 58 万，没有哪次衰退有如此强的就业景象；四季度，即使美国经济放缓，中国经济复苏确定可期，指望全球经济衰退让美国通胀回到 3% 附近有难度。

从资产配置的角度，**美元指数似乎已经见顶，两年期美债在 3.4% 附近对加息预期定价比较充分，有配置价值。**美股的估值现在大约是市盈率 16 倍，对应 340 基点的风险溢价属于历史中位数附近；但是由于成本上升、总需求偏弱和美元走强等原因，美股盈利增长的预期仍存在下调空间。**待盈利预期下调充分后，美股可能迎来较好的配置时点。**

国内市场，如果看六个月，疫情很可能得到有效防控，就业和收入可能会明显改善，消费也会顺势而上；地方政府可能出台相关的基础设施建设计划，保交楼可能得到验证，地产商的问题也可能得到一定程度的解决。新的经济周期和投资周期将开启新一轮信贷周期，债券市场可以获得大量优质的资产，可以治愈“资产荒”。六个月以后，居民 2022 年以来新增的储蓄可能达到二十万亿（2022 年上半年，居民新增储蓄 10 万亿元），投资将变成一种刚需。甚至可能不用 6 个月，先前触底的**债券利率就会上行，估值合理的股票资产将重新受到青睐。**

商品方面，原油和铜可能失去上半年的风头，**黄金的配置值得重视。**一方面，中国 CPI 和美国 CPI 的权重不同，简单地说中国看猪，美国看油。未来 12 个月，中国的通胀风险应该得到重视，而黄金则可以对冲通胀超预期的风险（债券的风险）。另外，美元加息缩表，其他央行跟随，全球流动性收紧的

效应尚未在股市完全体现，地缘政治风险也可能加剧股市波动，这种情况下黄金通常可以对冲股市的风险。总之，**对于人民币投资者，未来 12 个月黄金或可以对冲股票和债券两类资产的风险，具备配置价值。**

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金多资产投资部 洪天阳）

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

电话：(0755) 88318883

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场一期二座 17 楼

传真：(0755) 82990384

邮编：518048

www.msfnfunds.com.cn