

摩根士丹利华鑫基金视窗

2022年10月10日 第38期（总第914期）

市场洞察：

市场短期或将继续盘整，建议关注海内外政策潜在转变

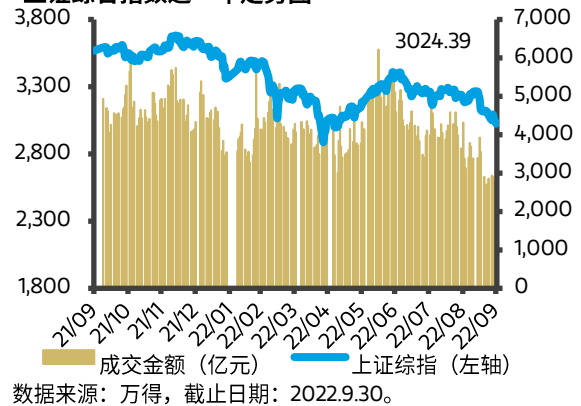
上周 A 股因国庆假期休市，港股四个交易的表现主要受海外的大幅波动影响。在预期美联储加息步伐有望放缓情绪推动下，港股市场上周三跟随美股大幅反弹，但周五公布超预期的美国就业数据使该预期落空，市场再度回调。上周恒生指数涨 3.0%、恒生中国企业指数涨 2.7%、恒生科技涨 2.6%，恒生综指涨 2.5%。行业上，恒生非必需性消费业涨 4.3%、恒生能源业涨 4.2%和恒生原材料业涨 4.1%，领涨，仅恒生公用事业跌 0.4%。

本周需要关注 10 月 13 日公布的美国 9 月 CPI 数据。目前根据克利夫兰联储 Nowcasting 模型预测，9 月 CPI 同环比或分别为 8.2%和 0.3%，仅比 8 月同比的 8.3%小幅回落，而核心 CPI 甚至还会上行，同比为 6.5%、环比为 0.4%，对比 8 月为 6.3%和 0.5%。这一水平依然高于当前市场一致预期的 8.1%和 6.5%，因此如果超预期幅度较为明显的话，不排除还会引发市场波动。

整体来看，目前万得全 A 估值在 16.2 倍，上证指数为 11.8 倍，接近 2022 年 4 月的 16.3 和 11.9 倍及 2020 年 3 月的 15.9 和 11.7 倍，很多行业估值已接近历史低位，优质公司估值吸引力较强。但外

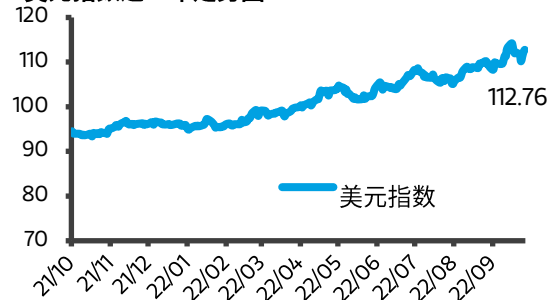
图表 1

上证综合指数近一年走势图



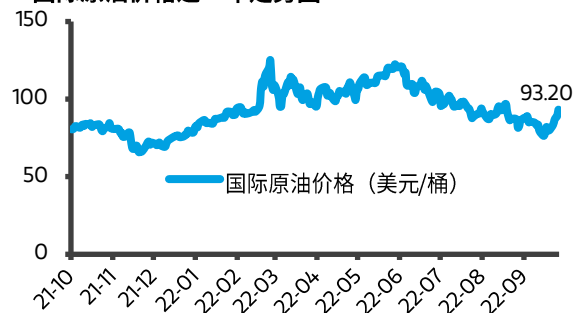
图表 2

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



部环境、如美国通胀和紧缩路径、地缘局势以及欧洲市场波动，短期来看仍然缺乏可见性，因此我们预计市场短期或将继续盘整，等待更为清晰的信号。建议投资者关注海外和国内政策潜在转变，政策转向有望成为推动市场反弹的催化剂。投资建议方面，我们认为提供现金流确定性的板块仍将是良好的选择，推荐高股息标的，如部分公用事业和能源板块相对表现可能仍将持续。另外，我们也建议关注受益于政策扶持及景气度较高的新能源（储能、光伏等）、军工、通信等高端制造和科技板块可作为中期战略性配置。

专栏——基金经理投资手记

近期信用债与利率债的利差信号

近期债市的交易出现了历史上不常有的现象，3 年 AAA 信用债的估值水平已经低于 10 年期国债。这意味着一个久期 3 左右不进行信用下沉的信用债组合，其票息收益已经不如一个 7-10 年的国债指数基金。即使进行适度的信用下沉，将大部分组合债券替换为 AA+的品种，其票息收益也只是接近 10 年国债的水平，离 10 年国开债的水平尚有差距。考虑到目前大部分债基的久期也就在 2-3 年，这意味主要配置信用债的组合只有下沉到 AA 的品种，才能相对于一个利率指数基金有票息上的优势，这无疑增加了信用组合的管理难度。

从历史上来看，与这种情况类似的是 2015 年末，当时经济处于触底前夕，3 年 AAA 的利率水平只比 10 年国债高二十几个 BP，但即使那时，利差也没有低到今日的程度。随着经济于 2016 年下半年触底回升，债市在 2016 年末和 2017 年出现了剧烈的调整，至 2017 年末，二者的利差达到了接近 150BP 的水平。

倘若此次经济在底部的时间较长，则目前的下沉策略（考虑一个 AA+和 AA 各半的组合）所带来的相对于国开指数基金的利差优势在 20BP 左右。这 20BP 包含了信用和流动性上的补偿，一旦经济下行的波及到了其中的某些品种，即使最终未导致实质的信用风险，由流动性恶化带来的利差上升也很可能将原有的 20BP 的利差削弱。

总体而言，从利差角度分析，目前信用债的配置并不处于较为舒适的区间。之所以出现这种现象，可能和三季度信用债供给偏少有一定关系。三季度信用债净偿还约 1700 亿元，净融资量环比二季度下

降超过 4800 亿元。而经济本身仍是弱复苏状态，配置需求仍在。供需错配的状况可能导致了信用债估值下行过于迅速。

（专栏作者：固定收益投资部 葛飞）

免责声明：本资料仅作为客户服务材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本文所载的观点、分析及预测仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理公司（“本公司”或“基金管理人”）立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，不构成任何要约或要约邀请，也不构成任何业务、产品的宣传推介或对阅读者的投资建议、承诺和担保。本公司或本公司关联方、雇员或代理人不对任何人使用此全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。未经本公司事先书面许可，任何人不得将本资料或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载或发布，或对本资料内容进行任何有悖原意的删节或修改。基金有风险，投资需谨慎。

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.msfc.com.cn