

摩根士丹利华鑫基金

2023年度固定收益投资策略报告

2022 年 12 月

核心观点

2023 年随着美联储的转向，国内货币政策的掣肘减小，若下半年外需压力深化、海外转向降息，国内债市面临的外围环境将偏向有利。经济在 2023 年二季度后出现修复，2023 年下半年相对确定的是外需不佳，消费修复动能可能脉冲之后回落，但中枢有所抬升。整体而言，预期 2023 年的经济较 2022 年会出现明显好转，修复主要的来源在于消费和地产的低基数及防疫政策优化。

利率债策略：利率走势上，波动放大，中枢可能有所抬升。短期来看，“走小步、不停步”的放开方向已然确定，债市交易强预期而有一波快速上行，当前十年期国债的调整幅度已超过 20BP，从交易逻辑切换的历史经验看，第一波预期交易可能已经走完大半程；随着利空落地，市场可能会开始关注政策的落实情况 and 疫情的第一波冲击，预期和现实有望收敛，债市在 2023 年 1 月可能有阶段性的短期反弹，不过从中期趋势看，债市偏逆风，做好防守并适当关注交易性机会。

信用债策略：信用分化仍将持续，面对经济增长中枢下行的环境，能够穿越周期的主体仍将是配置的优先选项，应优选具有长期自生能力的产业类主体和具有长期人口导入、产业导入能力的区域融资平台。

可转债策略：对转债资产相较 2022 年更加乐观，基本面预期跟随政策面筑底，当前股债性价比偏向权益类资产，利好市场风险偏好提升。理性看待转债估值，风险偏好提高对估值的提振可对冲无风险利率上行，建议通过多元化估值体系考虑问题。高估值环境增加交易难度，建议结合行业景气度精选个券均衡配置，把握次新券、超跌券等的交易机会，同时期待优质新券供给。

市场回顾

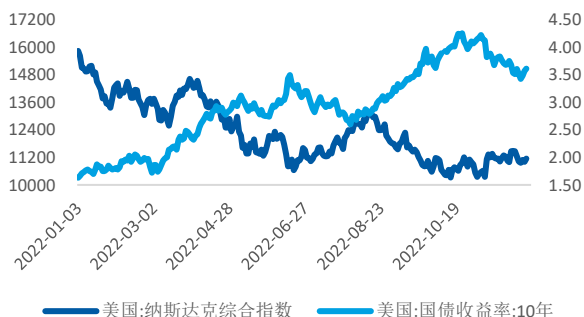
2022 年海外债券市场回顾：抗通胀为主线

经过冬季奥密戎大流行后全球供应链出现修复迹象，然而俄乌冲突导致食品和能源价格加速上涨；疫情后美国服务消费重启，供需失衡下劳动力市场持续紧张，房价则从 2020 年下半年冲高到 2022 年二季度，导致整体通胀反复超预期。

由于 2022 年美联储的主要任务是抗通胀，美债走势也与通胀高度相关，且和联储一样“数据依赖”。当市场交易通胀见顶或通胀低于预期时，美债利率往往下行，如 7 月和 11 月（实则主要受基数影响），而当通胀超预期时，市场则交易紧缩，美债利率上行，如 5 月、8 月-10 月。

图表 1

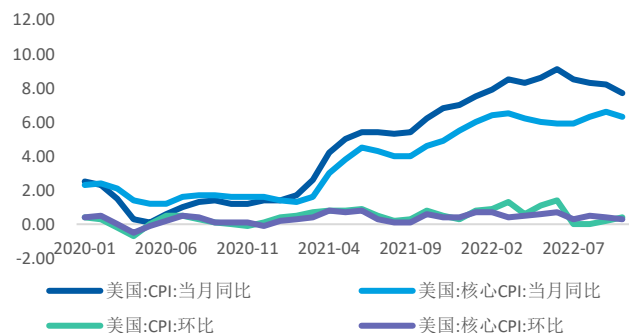
美国股债表现：受通胀与加息影响，2022 年以来多数时期同牛同熊



数据来源：wind，数据时间：2022 年 1 月 3 日-2022 年 12 月 12 日。

图表 2

美国 CPI 表现



数据来源：wind，数据时间：2020 年 1 月-2022 年 10 月。

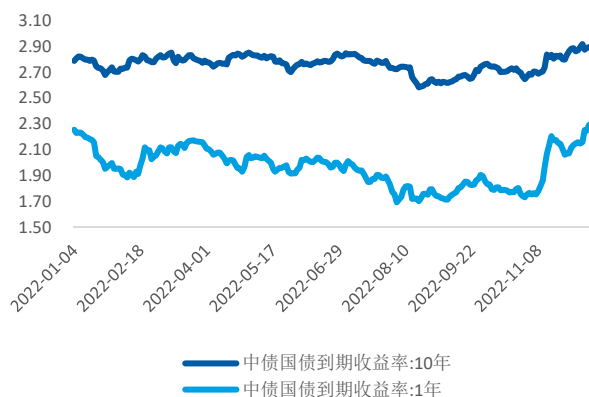
2022 年国内债券市场回顾：经济承压，二十条出台前利率低波动

2022 年在疫情和地产的冲击下，国内经济一直面临需求不足、预期转弱的压力。3 月以后由于疫情传播力增强，国内防控趋严，疫情和管控加重了地产、消费、生产、财政的压力，各种宽松政策不断出台，但效果受限，在相当一段时间内形成了接近流动性陷阱的局面——资金价格极低，债市杠杆和交易拥挤度高企，信用利差压缩至历史低位，但宽信用迟迟未见效。11 月，随着疫情升级、内外需压力加大，基本面进一步恶化，但是防疫政策开始优化，兼顾与经济的平衡。

在二十条出台之前，2022 年的利率呈现低波动状态。长债因为宽信用预期而上行，又因为弱现实而下行，形成了区间波动状态，且区间仅有 20BP，区间低点在 8 月降息后形成，高点则基本以 MLF 为上限，出现于金融数据放量和地产放松的 2 月底、降准不及预期的 4 月底、疫情形势明显好转的 6 月底、中央层面地产政策放松的 9 月底。而二十条出台之后，此前压制宽信用的根基出现改变，叠加地产政策进一步发力，高拥挤度下债市出现了较大调整，截至 2022 年 12 月 9 日长端上行幅度超过 20BP，短端超过 40BP。

图表 3

2022 年以来 1 年期和 10 年期国债收益率表现



数据来源：Wind；数据时间：2022 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 12 日。

宏观经济展望

美国：表观通胀已见顶，2023 年一季度末到二季度可能进入浅衰退

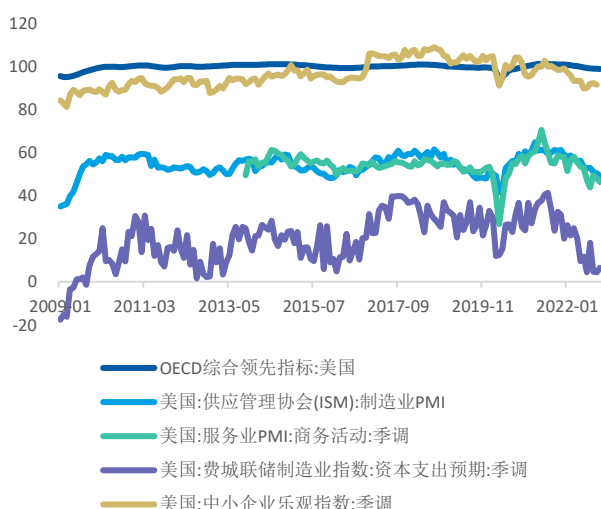
2023 年支持通胀下行的因素在增加，美国表观 CPI 可能已于 2022 年 6 月见顶，后续预计将继续呈现回落趋势，但核心通胀更具粘性，2023 年一季度以后可能高于 CPI。

经济数据方面，美国三季度 GDP 住宅投资已有明显下行，进口也有所减少，私人消费在超额储蓄的影响下表现尚可；PMI、OECD 综合领先指标等均处于回落趋势，企业库存较高而资本开支意愿降低。

近三个月制造业 PMI 为 50.03（衰退前均值 47.9），非制造业 PMI 为 55.9（衰退前均值 53.9），综合领先指标为 98.72（衰退前均值 99.4），综合领先指标已经到衰退的水平，而制造业和服务业 PMI 尚有距离，尤其是服务业，按照 2022 年来的环比均值线性外推，可能在 2023 年一季度末到二季度出现衰退。在超额储蓄和服务业韧性的支撑下，预计衰退程度相对较浅。

图表 4

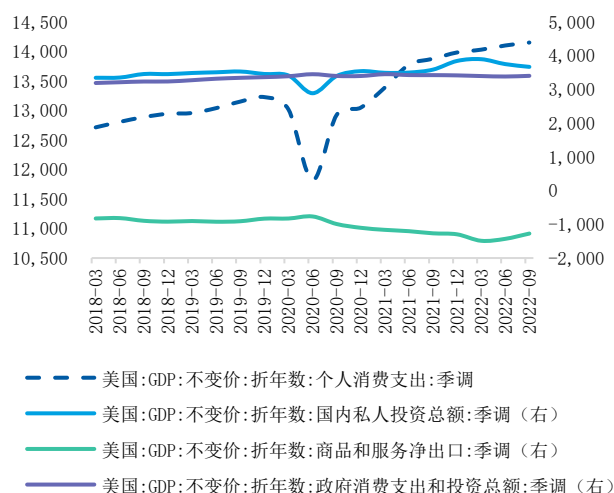
景气指数全面下滑



数据来源：Wind；数据时间：2009 年 1 月-2022 年 11 月。

图表 5

美国 GDP 分项表现



数据来源：Wind；数据时间：2018 年 1 月-2022 年 10 月。

中国：经济修复，较 2022 年出现明显好转

2023 年的经济、资本市场表现依旧与疫情和防疫政策高度相关，随着防疫政策持续优化，经济复苏预期增强。经济在 2022 年四季度和 2023 年 3 月之前表现相对疲软，2023 年二季度后出现修复，2023 年下半年相对确定的是外需不佳，消费修复动能可能脉冲之后回落，但整体中枢可能有所抬升。

整体而言，2023 年的经济预计较难回到疫情前 2019 年的水平，甚至也难以回到疫情影响较小的 2020 年下半年和 2021 年，但较 2022 年会出现明显好转，修复主要的来源在于消费和地产的低基数、防疫政策优化。

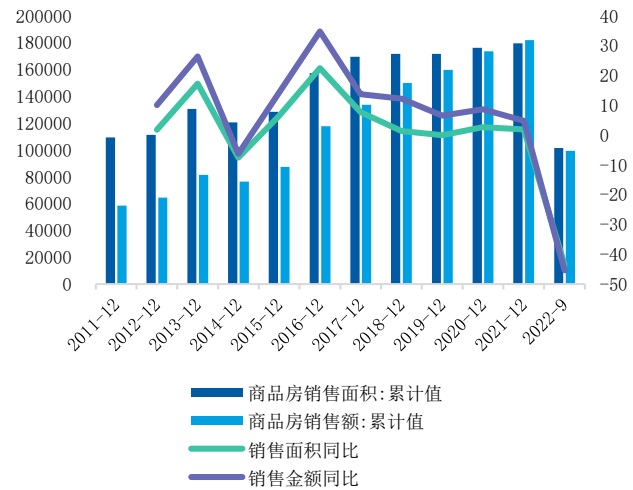
全年经济增速预计在 4.5%-5% 之间。结构上，预计 2023 年基建和制造业相对平稳，较 2022 年小幅下降；消费中枢抬升，节奏上第二季度反弹，后呈现波动状态；出口较为低迷，受基数影响上半年可能继续下探，下半年小幅抬升，但外需的压力可能较为持久；地产投资低位缓慢修复，从基数来看下半年有可能转正。

投资端：地产底部修复，基建仍是重要支撑，制造业增速小幅回落但依然平稳

地产政策在供需两端均有明显放松，防疫政策也进行了优化，2023 年地产销售可能底部修复，但传导到投资仍需时间，考虑到民生问题，2023 年保交楼预计依然是政策的主导方向，竣工相对拿地和新开工更有确定性，2023 年地产的投资增速可能在-5%-1%之间。

图表 6

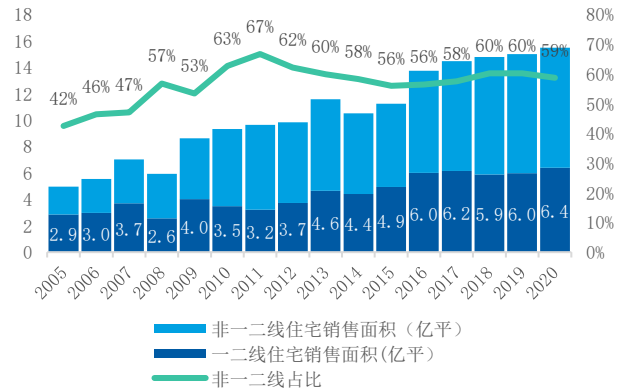
商品房销售情况



数据来源：Wind；数据时间：2011 年 12 月-2022 年 9 月。

图表 7

一二线商品房占比销售情况



数据来源：Wind；数据时间：2006-2020。

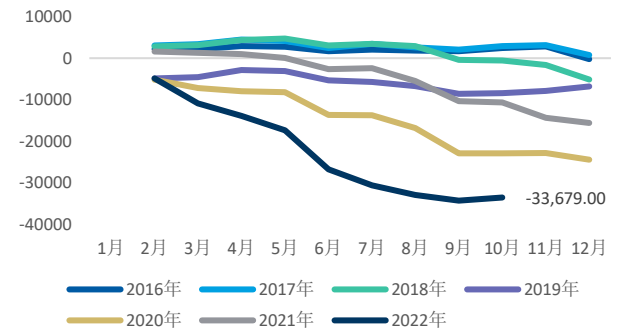
虽然内需大概率较 2022 年有所改善，但压力依然较大，基建发力仍有必要；十四五期间基建仍是重点领域，整体增速不会太低。

项目层面，专项债扩容（新型基础设施、新能源项目）、政策性专项金融债项目落地开工、一季度专项债提前批发行，2023 年专项债额度申报不低，可能依然前置发行，但疫情可能会产生一些扰动；财政空间层面，2023 年财政腾挪空间减小，地方政府加杠杆能力有限，但中央政府仍能通过准财政加杠杆，不纳入赤字的专项债、政策性金融工具仍是资金抓手。

增速的高度还取决于工具类型，如果是能充当资本金，且比例不高于资本金 50%的专项金融债，那么乘数效应更高，更能提升基建增速（2022 年下半年基建增速高于上半年）。预计 2023 年基建全年增速 7%左右。

图表 8

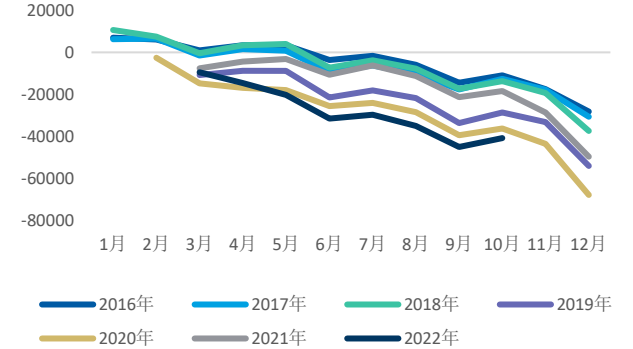
政府性基金收支差



数据来源：Wind。

图表 9

一般公共预算收支差



数据来源：Wind。

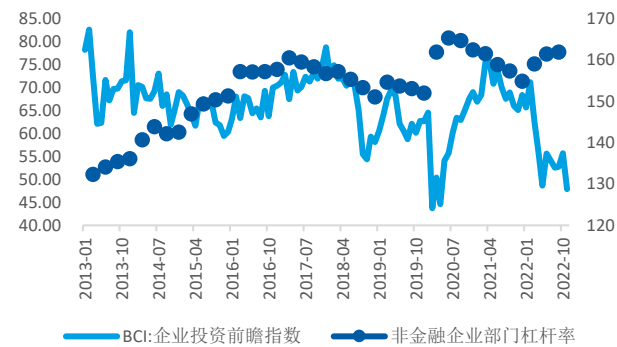
2021 年四季度以来投资前瞻指数大幅回落，制造业融资增速上行而贷款需求指数下行，说明制造业内

生需求不佳但是仍然在融资并进行资本支出，可能一定程度上前置了资本开支。产能利用率领先于制造业企业投资，企业一般在产能不足时增加投产，而目前产能利用率仍在低位，难以支持制造业投资增速进一步加快。

预计 2023 年制造业投资增速较 2022 年有所回落（外需下行、价格因素回落、当前产能利用率偏低、留抵退税退潮），但在产业升级和政策支持下依然平稳。

图表 10

投资前瞻指数与非金融企业杠杆率背离



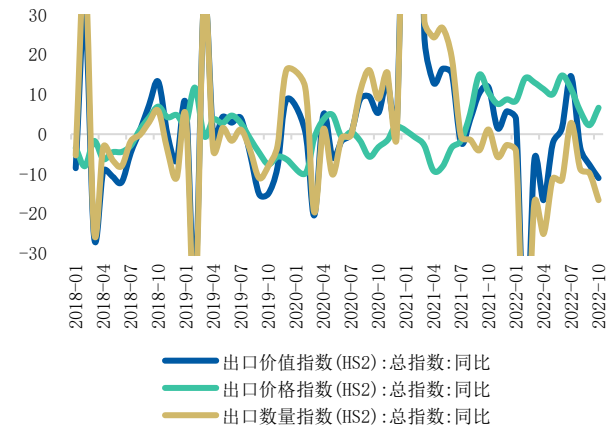
数据来源：Wind；数据时间：2013 年 1 月-2022 年 11 月。

出口端：外需回落的影响开始显现

2022 年，海外发达经济体的财政刺激已经退出，金融条件加速收紧，制造业和服务业景气度都出现高位回落；但由于价格因素、新兴经济体需求较好、订单的滞后性以及我国的产业链优势，2022 年前 7 个月我国出口还是延续了 2021 年的韧性。目前，对欧美的出口增速均跌至负区间，新兴经济体表现一般滞后于发达经济体，也已经出现了回落的迹象。

图表 11

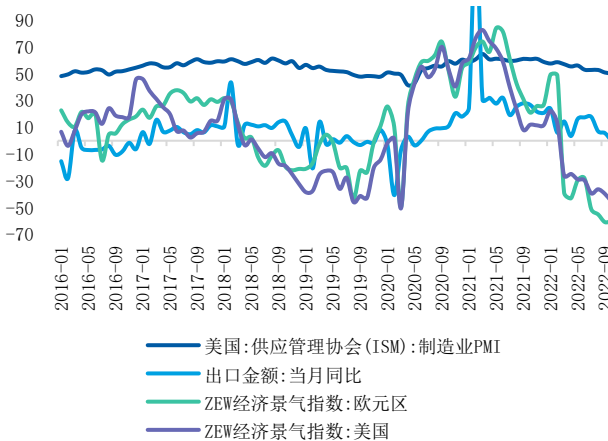
出口量、价指数 2022 年 7 月以来明显下行



数据来源：Wind；数据时间：2018 年 1 月-2022 年 10 月。

图表 12

2022 年二季度以来欧美经济景气指数下行



数据来源：Wind；数据时间：2016 年 1 月-2022 年 10 月。

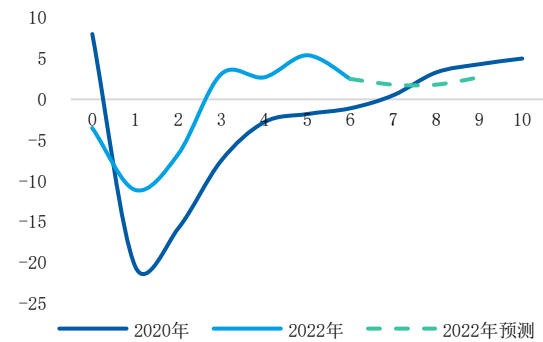
由于外需回落及国内放开后的疫情干扰，国内生产-海外消费的出口红利难以重现，出口受基数效应的影响可能较前两年更大，预估出口下行到 2023 年年中附近，下半年小幅抬升，全年增速-1%-1%之间。

消费端：呈修复趋势，但高度有限

与 2020 年 3 月以后消费持续回升到疫情前水平不同，2022 年消费从上海疫情中修复后，又在多点频发的疫情影响下二次回落，始终难以回到疫情前的水平，居民的储蓄意愿则持续上升。

图表 13

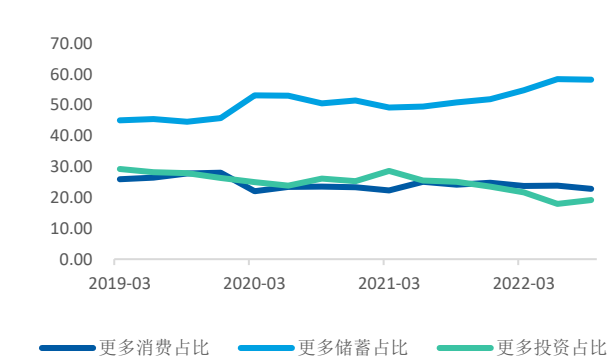
消费的修复情况对比



数据来源：Wind。

图表 14

消费和投资意愿低迷



数据来源：Wind；数据时间：2019 年 1 月-2022 年 9 月。

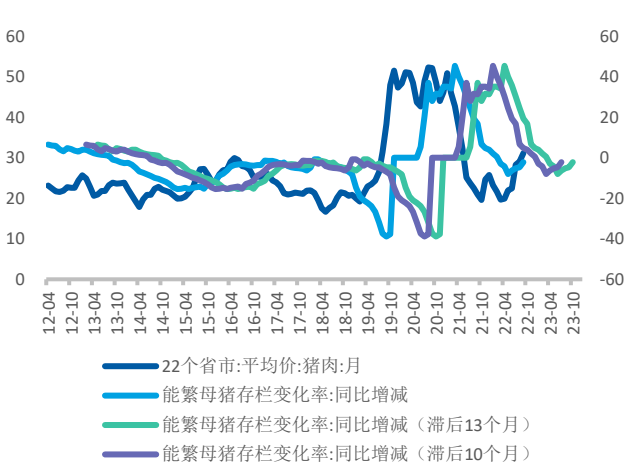
国内超额储蓄的来源主要是居民减少消费支出和购房支出，而非收入的增加，海外超额储蓄的来源更多是财政补贴，从这一角度看，由于缺少直接的补贴，消费修复高度可能不及欧美重启阶段或国内疫情扰动低的 2020 年下半年，但支出端消费场景的恢复、地产的底部修复预计仍能带动消费呈现修复趋势。

展望后市，在消费场景修复的前提下，预计前期减少的支出能有所增加，带动消费反弹，必选消费保持稳定；建筑装潢、家具等地产类消费随着地产周期的好转而改善；汽车消费在库存回升、油价电价差回落的影响下，可能难以保持2022年的高增速，仍需补贴政策刺激；2022 年较为弱势的金银珠宝、娱乐用品、通讯器材可能有回补需求。

CPI 方面，预估呈现前高后低态势，通胀压力整体可控。从领先指标看，猪价可能在 2023 年 2 月或 5 月达到高点。猪价的上涨，一方面是 2021 年下半年能繁母猪去化较大，以 10 个月的养殖周期来看，2022 年第三季度的出栏率也较低，另一方面养殖户的涨价预期较强，压栏惜售导致预期自我实现。这一轮猪周期的涨价幅度不及猪瘟扰动下的 2018-2019 年，但已经超过了此前几轮的涨幅。能繁母猪存栏 2022 年 4 月见底，按照 10 个月或 13 个月的规律，猪价可能在 2023 年第二季度达到高点。

图表 15

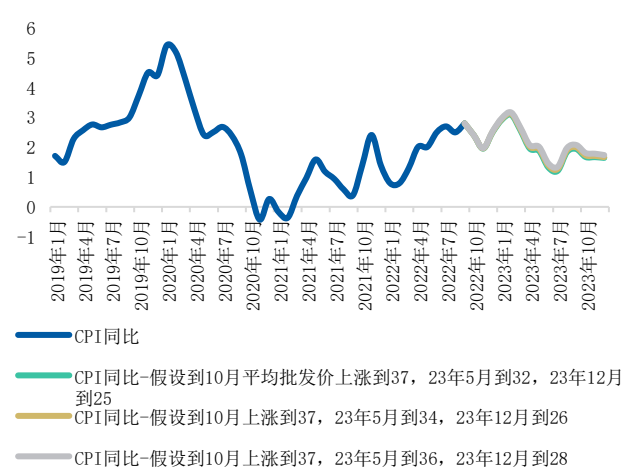
从领先指标看，猪价可能在 2023 年 2 月或 5 月达到高点



数据来源：Wind；数据时间：2012 年 4 月-2023 年 12 月。

图表 16

不同猪价假设的下的 CPI 走势预测



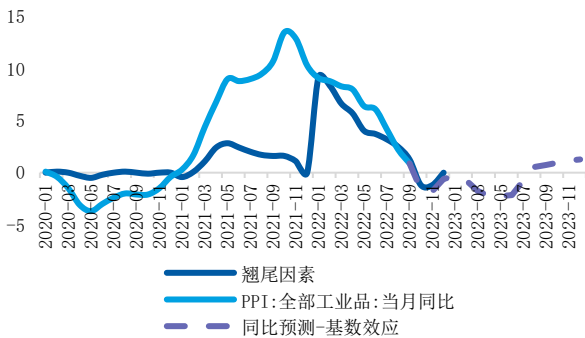
数据来源：Wind；数据时间：2019 年 1 月-2023 年 12 月。

根据上述（图表 16）假设，中性情况下 2023 年四个季度 CPI 分别在 2.9%、1.8%、1.7%、1.7%附近，即便考虑 2023 年消费和收入上升的影响，CPI 预计也相对可控。

PPI 方面，预估呈现前低后高态势，全年压力可控。考虑到每年退出落后产能及新投产矿井产量爬坡情况，以及俄乌冲突常态化后国内外煤价倒挂程度可能缓解，国内煤炭库存较为稳定等因素，2023 年煤炭供需可能边际转宽，价格小幅下降。原油方面，考虑新增供给增加缓慢，OPEC 减产，战略库存受到限制，海内外需求压力较大等因素，油价可能小幅回落，预计在 65-80 之间。基于以上假设及基数效应，2023 年 PPI 在 7 月之前可能仍在负区间，之后有所回升，全年压力可控。

图表 17

PPI 走势预测



数据来源：Wind；数据时间：2020 年 1 月-2023 年 12 月。

政策面：仍需持续发力，空间有所减小

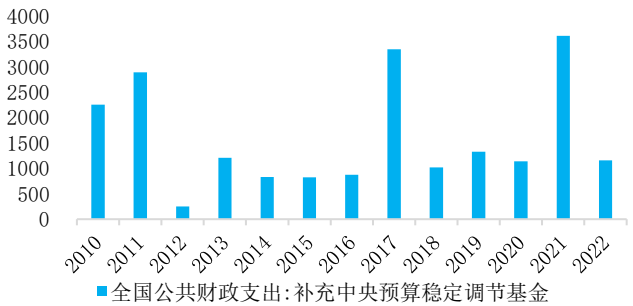
尽管有稳物价与海外加息的制约，在经济压力下，2022 年总量和结构型的货币政策依然均有出台。5-6 月的“应出尽出”阶段以结构性政策为主，4 月在疫情冲击下进行了降准，8 月由于社融中地产相关科目大幅走低而进行了降息，11 月疫情二次冲击下又进行了降准，虽然政策利率调降幅度整体较为克制，但实体贷款利率已有明显下行。2023 年货币政策仍然需要发力，但空间较 2022 年有所减小，预计将维持适度宽松的基调，加强重点领域的信贷供给，流动性收敛而不收紧。

财政上，2021 年财政后置，2022 年财政前置，在上半年 3.45 万亿项目建设地方专项债发完后，下半年基建除了地方专项债的落地，主要依靠准财政，即专项金融债、政策性银行贷款等。实际上，2022 年在第一、第二本账减收，卫生相关支出对基建支出形成挤出的背景下，政策主要以“腾挪”来弥补空间（使用跨期资金），包括政府债限额用足（5000 亿）、调用往年结余资金（中央预算稳定基金调入 2765 亿元到中央一般预算、往年卖地收入结余超过 5000 亿）、专项金融债（准财政，6000 亿）、国企上缴利润（特定国有金融机构和专营机构上缴利润 1.65 万亿元）、PSL（9 月、10 月连续净增超千亿）等。

疫情管控政策持续优化的环境下，医疗资源的补充、困难群体的保障仍然需要财政支出，经济增速有好转的诉求，海外的掣肘也会明显减小，但无论是财政政策还是货币政策在集中发力一年之后，都将面临一些空间问题。

图表 18

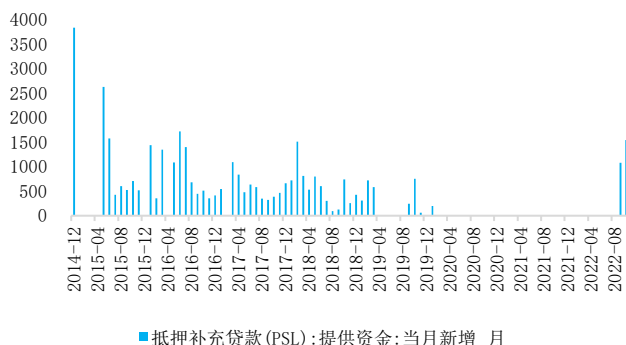
各年度补充中央预算稳定调节基金



数据来源：Wind；数据时间：2010 年-2022 年。

图表 19

9 月重启 PSL



数据来源:Wind;数据时间:2014 年 12 月-2022 年 10 月。

资管产品现状及展望

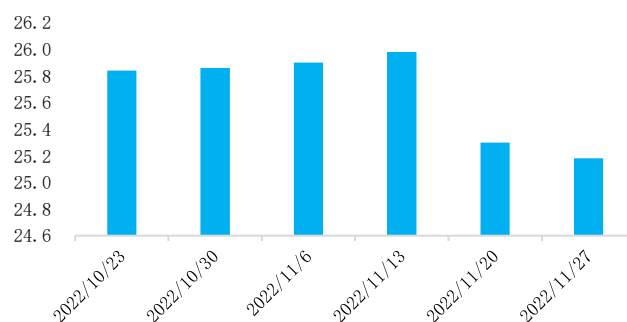
资管产品在理财净值化后,赎回压力仍在,但之后或有所减轻。截至 2022 年 6 月底,净值型理财产品存续规模 27.72 万亿元,占比 95.09%,较去年同期增加 16.06%,已基本实现净值化。银行理财在这一轮债市回调中发生了“净值下跌-散户赎回-机构卖债/赎回-净值下跌”的负反馈,且由于理财产品净值披露频率存在差异,客户的赎回可能存在滞后,导致负反馈期限拉长,打破负循环可能需要债市企稳或者增量资金承接。但之后随着投资者的认识提升,赎回冲击可能渐趋弱化。

券商资管、信托等机构向主动管理转型。随着资管新规过渡期在 2021 年底结束,券商资管去通道基本完成,信托去通道效果也较为显著,规模有止跌企稳迹象,未来主动管理仍是转型方向。

“固收+”在权益市场回暖后有望增长。随着权益市场的下跌,2022 年三季度银行和基金的“固收+”产品规模均出现了下降,展望后市权益市场有望在经济修复的环境中回暖,带动“固收+”产品实现增长。

图表 20

理财产品存续规模



数据来源:Choice。

债券投资策略展望

利率债策略:波动加大,中期偏逆风,做好防守并适当关注交易性机会

利率走势上,预期 2023 年波动放大,中枢可能有所抬升。短期来看,“走小步、不停步”的放开方向已然确定,债市交易强预期而有一波快速上行,当前十年期国债的调整幅度已超过 20BP,从交易逻辑切换的历史经验看,第一波预期交易可能已经走完大半程;随着利空落地,市场可能会开始关注政策的落实情况和疫情的第一波冲击,预期和现实有望收敛,债市在 2023 年 1 月可能有阶段性的短期反弹,不过从中期趋势看,债市偏逆风,做好防守并适当关注交易性机会。

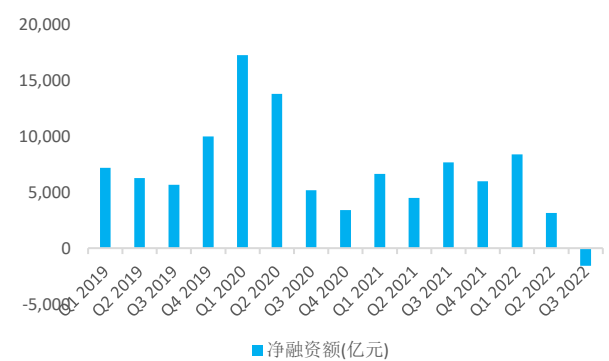
风险提示:下行风险是全球经济放缓、国内政策反复、国内经济修复不及预期,央行下调政策利率、财政力度不及预期;上行风险是进一步放开、海外和国内经济修复好于预期、货币政策收敛。

信用债策略:信用分化仍将持续,配置优选穿越周期主体

2022 年 1~11 月,信用债市场净融资额为 0.90 万亿元,同比下降 61%。

图表 21

近年信用债净融资额（亿元）



数据来源：Wind；统计口径为企业债、公司债、中期票据、短期融资券、资产支持证券、定向工具；数据时间：2019Q1-2022Q3。

2022 年二、三季度信用利差处于历史低位水平，但近期债市调整，加之赎回导致的负反馈，信用利差持续走阔，其中，AA~AA+级别短期限调整更为剧烈，存在一定配置价值；而 AAA 中长期期仍处于历史偏低位置，需进一步等待配置机会。

图表 22

各期限城投债利差水平

评级	期限	当前值(BP)	历史分位数
AAA	1Y	56	48%
	3Y	65	36%
	5Y	73	25%
AA+	1Y	79	76%
	3Y	95	73%
	5Y	103	47%
AA	1Y	107	90%
	3Y	125	85%
	5Y	132	49%

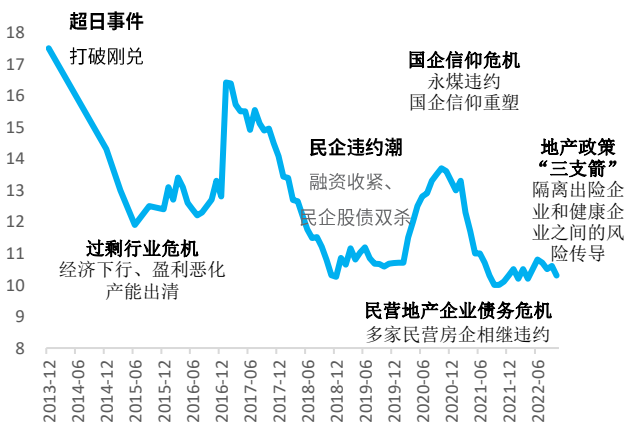
数据来源：Wind；数据时间：2022 年 12 月，历史分位数取近 4 年数据。

城投作为政府基建融资主体，债券的“刚兑”信仰较强。产业债经过前期的调整，发债主体信用资质整体上移，短期内违约概率下降。民营地产企业在多个配套政策支持下已度过无序出清阶段，但由于行业基本面仍然处于底部阶段，且部分利好政策的落地更偏向于头部企业，仍需提防个别企业的超预期事件。

2022 年 1~11 月，债券市场违约金额 761 亿元，同比显著下降，违约主体仍然绝大部分为民营地产企业，无新增央国企的违约主体。

图表 23

社融增速与信用违约

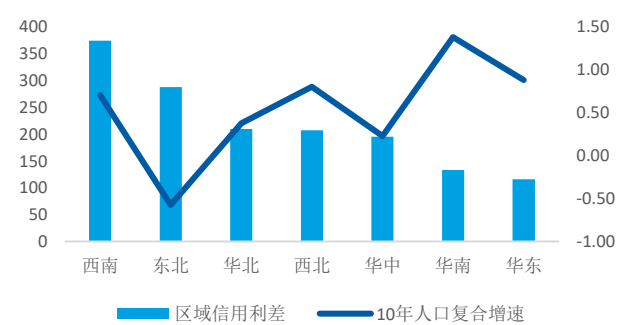


数据来源：Wind；数据时间：2013 年 12 月-2022 年 10 月。

分主要行业来看，城投方面区域分化明显，受制于土地市场走弱、疫情防控支出等压力，叠加各地融资监管力度增强，非标违约事件扩散，城投尾部风险增加，配置上继续优选核心城市群中具备较强人口、产业基础的区域。

图表 24

区域利差分化明显 (BP、%)

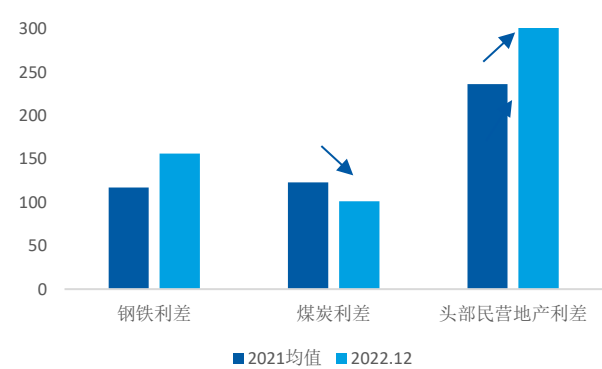


数据来源：Wind；数据时间：区域信用利差截至 2022 年 12 月，人口复合增速根据七普数据及六普数据计算。

产业端来看，行业景气度分化程度高，煤炭行业当前处于高景气阶段，随着经济复苏，后续有望保持行业景气度，行业利差处于历史偏低位，而受地产新开工拖累，钢铁行业景气度改善难度高，需关注其再融资环境变动情况，行业利差性价比偏低。

图表 25

主要行业利差 (BP)



数据来源: Wind。民营地产仅选取中债隐含评级 AAA 的样本主体。

地产方面，企业端的主要支持政策有效改善了行业信用预期，政策在落地上更有利于头部优质房企，行业需求端仍然疲弱，后续信用进一步修复仍需等待需求端的复苏，配置上优选央企和国企。

总体来看，面对经济增长中枢下行的环境，能够穿越周期的主体仍将是配置的优先选项，应优选具有长期自生能力的产业类主体和具有长期人口导入、产业导入能力的区域融资平台。

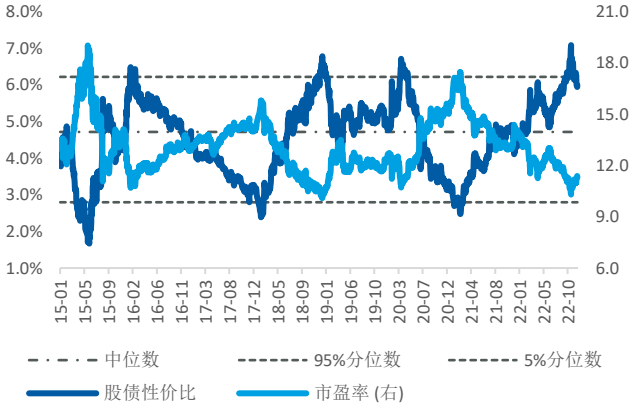
可转债策略：性价比转好，寻找轮动机会

随着新冠病毒变种毒性的减弱，政策端发展经济的诉求更加强烈。政治局会议强调2023年经济要稳字当头、稳中求进，“新二十条”“新十条”等的出台，表明了防疫边际优化的大方向，对增加人员流动、恢复消费场景、加快商业活动直接利好。地产端“十六条”和“三支箭”等政策密集发布，保交楼和保主体缺一不可，悲观预期得以修复。虽然当前基本面尚未触底，疫情对经济生产活动仍有反复扰动，但资本市场对风险偏好的修复是提前反应的。

当前沪深 300 的市盈率水平处于 2015 年以来 10% 分位数，股债性价比指标位于历史 92%分位数，市场经过一整年的调整，风险偏好已处于较低水平，股债性价比偏向权益类资产。

图表 26

股债性价比 (%，2015 年以来)



数据来源: Wind；数据时间: 2015 年 1 月-2022 年 12 月

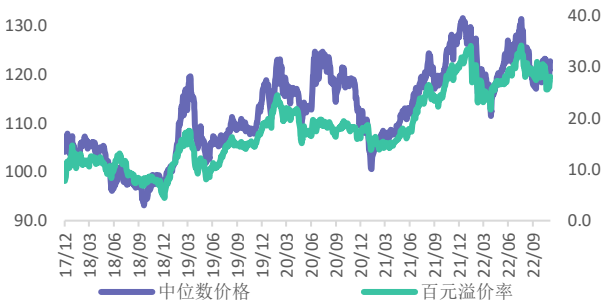
成长股交易拥挤度已有明显下降。经过数月的消化，新能源车、风光储能等行业成交额占比基本回落到近两年的中位数以下。从中长期景气度看，硅料降价缓解产业链成本压力，有望带来增量机会，大储规划对应高复合增速，风电订单和业绩增速的分化有望收敛，自主可控方向上包括军工、半导体、信息安全、粮食安全等均有重要性，国产替代逻辑长期有效。

高估值依旧是转债的讨论热点。2019-2021 年的牛市和资产荒使得资金大量流入转债市场，溢价率中枢抬升，2022 年以来权益市场剧烈震荡，使得转债估值遭受了几波冲击。然而估值中枢并未下移，分化后的收敛、超跌后的修复，说明资金并未系统性流出转债资产，而高溢价体现了转债资产的稀缺性。

转股溢价率不是唯一的估值标尺。部分转债的绝对价格构成了估值下线，比如高期权价值的个券难以有效跌破 120/130 元，部分金融/大盘转债估值看齐债底价值和到期收益率。多元化地考虑估值问题，可以更从容地参与转债交易机会。

图表 27

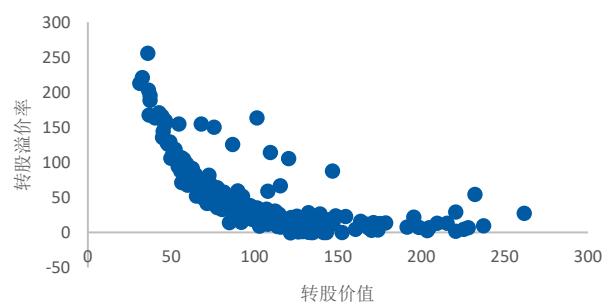
转债历史估值（元，%）



数据来源：Wind；数据时间：2017 年 12 月-2022 年 12 月。

图表 28

转股价值-溢价率散点图（元）



数据来源：Wind。

估值合理的平衡型个券值得更加关注。交易角度关注次新券的错误定价机会，以及跌破合理价值后的超跌机会；配置角度，过高的溢价率会侵蚀转债跟涨能力，建议结合行业观点优选溢价率合理的平衡型标的，降低持有时间成本。

看好估值中枢维持，关注阶段性冲击。转债估值本质上是期权价值的体现，权益市场趋势上行推升整体估值抬升，市场担心无风险利率上行的负面影响相对可控，但需要关注负债端稳定性和流动性冲击，

通过仓位管理和对估值偏离度的跟踪，尽量规避价格偏离带来的阶段性冲击风险。

择券方面，我们认为双低、纯债替代等被动投资策略越来越难以获得阿尔法，需要基于行业深度研究和个股价值挖掘的主动管理，基本面向好、估值合理的中大盘转债适合作为底仓配置：例如金融、交运等行业的优质品种。地产和防疫政策调整也是关注重点，充分回调后的赛道可结合景气度关注轮动机会：例如消费、地产链、新半军等标的。

总体而言，我们对转债资产相较 2022 年更加乐观，基本面预期跟随政策面筑底，当前股债性价比偏向权益类资产，利好市场风险偏好提升。理性看待转债估值，风险偏好提高对估值的提振可对冲无风险利率上行，建议通过多元化估值体系考虑问题。高估值环境增加交易难度，建议结合行业景气度精选个券均衡配置，把握次新券、超跌券等的交易机会，同时期待优质新券供给。

风险提示：地产政策进一步放松，如住建部出台宽松政策，或核心一二线放松四限；疫情第一波冲击后国内挤压需求与超额储蓄释放，导致经济快速修复；供给端受疫情扰动，需求端若财政刺激力度加大、国内疫情冲击后经济明显反弹，可能导致通胀压力加大，货币政策收敛；国内复苏带动海外经济回升，海外经济修复超预期。

由于已经经历过强预期交易，后续主要风险是国内经济修复超预期带来的强现实交易。

免责声明及风险提示：本资料仅作为观点介绍材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本资料中的信息及数据均来源于已公开或获许可使用的资料，摩根士丹利华鑫基金管理有限公司（“本公司”或“基金管理人”）对这些信息及数据的准确性、完整性及适用性不作任何保证。本资料中的观点、分析仅代表本公司投资、研究团队观点，不代表本公司立场。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，也不构成任何宣传推介或对投资人的投资建议、承诺和担保。本公司及其关联方、雇员、代理人不对任何人使用本资料内容而引致的任何损失承担责任。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。本资料版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本资料内容进行任何形式的发布、复制、引用或转载，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
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场一期二座 19 楼

邮编：518048
电话：(0755) 88318883