

摩根士丹利华鑫基金视窗

2023年4月3日第13期（总第938期）

市场洞察：

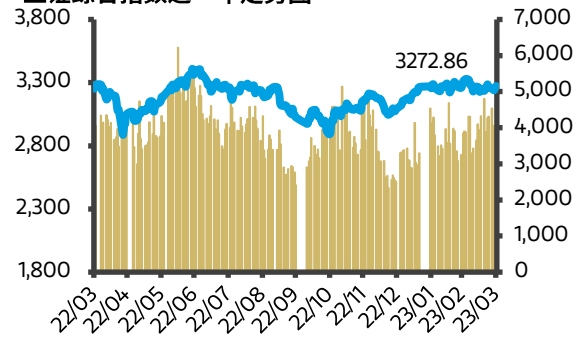
国内复苏或出现预期差 人工智能主题再度爆发

上周市场延续反弹，成交活跃度仍然较高，连续两周日均成交额超万亿元。整个3月沪深300指数小幅下跌0.46%，呈现震荡的状态。3月的市场结构分化很大，科技板块表现尤为突出，但部分板块跌幅也较大。整个3月传媒指数上涨22%，计算机指数上涨接近17%，通信、电子也有较大涨幅，钢铁、地产、建材、化工等则显著下跌。

春节之前投资者对经济的复苏满怀期望，出行活动快速修复，地产的销售显著回升，2月制造业PMI达到52.6，并且连续两个月突破荣枯线。但是3月份以来投资者对这些高频数据的改善并不认可，认为属于“恢复性反弹”，持续性不强，尤其是确定经济目标确定为“5%左右”之后，导致投资者对经济的悲观预期反而增强。与此同时，海外金融风险事件连续出现，硅谷银行破产、瑞信银行整合、德意志银行担忧重启。好在金融监管部门及时出手，不至于无序蔓延。不过海外金融风险事件带来美联储加息脚步进一步放缓的预期，美债收益率的下降意味着市场开始交易今年底或明年初美联储开始降息。我们认为如果美国不发生深度衰退，国内复苏的方向是确定的，只不过节奏有

图表 1

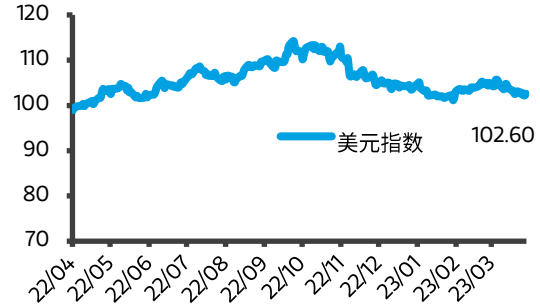
上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.3.31。

图表 2

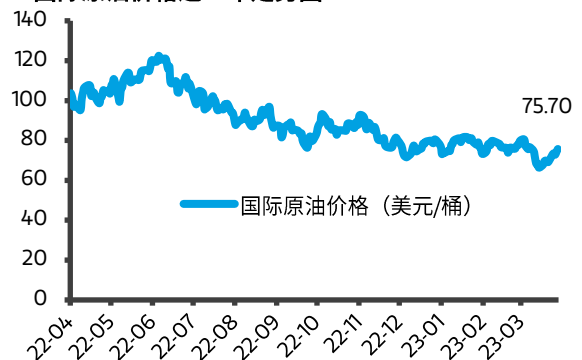
美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.3.31。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.3.31。

些波折。之前市场预期为快速复苏甚至强复苏，强预期弱现实，而当前现实并不弱，预期反而走弱，这将导致复苏板块出现预期差。

上周以人工智能为代表的主题方向再次爆发，市场40%以上的成交额由TMT板块带来，交易拥挤度提升至近年来的最高水平。目前仍有不少投资者还在陆续加入AI科普的大军中，带来这个板块的增量资金，我们持续看好数字经济产业周期上升带来的长期机会，但在当前这种极致分化的市场仍需保持足够理性，我们相对看好自身技术实力足够强大能够快速在AI浪潮中抢占有利地位的公司。

4月为业绩密集披露期，市场结构有可能出现一些变化，我们倾向于认为市场将回归基本面，1季报是主要投资线索：一是高景气成长方向，经历一年左右的回调后，当前具备较高的性价比；二是数字经济中去年年报和今年一季报有望持续改善的方向；三是业绩稳定且在未来能够受益于经济复苏的大消费板块。另外，央企板块后续仍值得重视。

专栏——投资经理手记：

信用债利差下降至均衡位置，短期市场或窄幅震荡

去年底在政策超预期调整、理财赎回负反馈的作用下，利率债收益率和信用利差都调整较为充分。年初以来，利率债缓慢下行，信用利差在波动中出现较大幅度的压缩，短期限信用利差已到达较低历史分位数水平，中等期限信用债在配置力量作用下前期也被较积极买入，进一步拉长久期的操作较为谨慎。信用债收益率阶段性达到了一个较为均衡的位置，信用利差基本相当于去年6月前后水平，出于性价比的考虑，多空双方都有所犹豫，短期内票息策略或更为占优。

基本面方面，地产、疫情对经济的拖累远不如去年下半年以后，经济不存在方向性向下的趋势，复苏是未来的方向；同时，诸多潜在的结构性问题仍然存在，如可选消费领域弱、地产行业非核心区域、出口持续拖累等。事实上，2023年国内经济回归正常化或将是主线，年初以来强预期、弱现实的矛盾逐渐转化为强现实、弱预期的状况，政策层面较年初更为温和，今年既要稳增长又要调结构，不会“大干快上”，也不会让经济滑落在合理区间以下；经济注重质量而非数量，在经济压力不大阶段，强政策预期将减弱。

盘面配置力量在逐渐被消化。近期信用利差的压缩伴随年初以来机构对票息的诉求和非银、城农商行等的配置需求增加，未来若大行放贷增速减缓，城农商行的贷款需求将有释放空间，届时配置压力将减缓。理财和非银的摊余成本、混合估值产品发行火热，其建仓高峰期暂时度过，中短期信用债配置压力暂缓，随着产品发行节奏放缓，对中短债的刚性需求也在减弱。

信用债供给近一个多月快速恢复，而后有所放缓，配合了市场的窄幅横盘。去年底债市取消发行

潮后，信用债供给在总量上有所恢复但仍处历史低位，特别是 2 月中旬以前发行情况低迷，2023 年起扰动中恢复；但是 2 月中旬以来连续 5 周时间信用债一级发行处于高位，其中两周单周净融资额超过 1000 亿元，这带动了累计净融资额在底部持续恢复，超过了 2021 年同期水平，对配置力量产生了消耗。这可能同去年债券取消发行潮的需求集中回补相关，也同年初稳增长政策开始执行对应的融资需求增长有关。

近一至两周，一级发行有所放缓，但仍处于较高水平。一方面，前期收益率较快下行的边际效应不再明显，部分发行人选择观望，对于非必须发行额度部分取消发行、观察市场。另一方面，近两周到期规模很多，导致净融资额较快下滑。从盘面的交投情况看，信用债报价双边围绕估值略远，估值表现基本平稳。短期看，信用债市场可能窄幅震荡，处于相对均衡的位置。

（专栏作者：固定收益投资部 唐海亮）

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
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场二座 19 楼
邮编：518048

电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
www.msfnfunds.com.cn