

摩根士丹利华鑫基金视窗

2023年5月8日第18期（总第943期）

市场洞察：

5月重回业绩真空期，结合一季报和政策导向关注后续方向

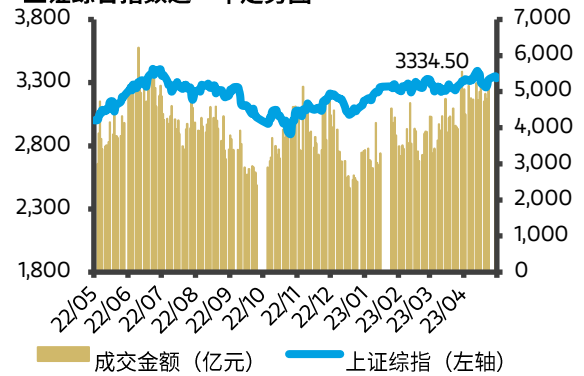
5月A股市场开局相对平稳，上证指数上涨0.34%，沪深300指数下跌0.3%，万得全A下跌0.47%，科创板和创业板仍然比较弱势。从行业表现看，银行、传媒、非银、纺织服装等涨幅居前，家电、通信、电子、社服等跌幅居前。两市成交额保持在较高水平，日均成交接近11233亿元。低估值板块是资金追逐的重点。

A股一季报收官后，遵循一季报寻找方向仍是行之有效的方法，但会较以往有所区别。一季报定方向在两种情况下最为有效。一种情况是宏观经济增速持续抬升，月度数据能够获得持续验证，此时周期、金融板块以及部分消费板块中的公司一季报出现改善后值得关注。另一种情况在一些景气赛道当中，行业本身处于较快增速阶段，季报属于对前期判断的一种确认，季报后股价会得到强化。当前的问题是市场对多数行业的判断比较模糊或者分歧较大，即使一季报高增，但难以预期至未来的几个季度。我们认为产生这种现象的原因主要是风格因素带来的非理性，同时“持续性分歧”转向一致需要时间。

客观来看，分歧来自于经济数据的分化。宏观

图表 1

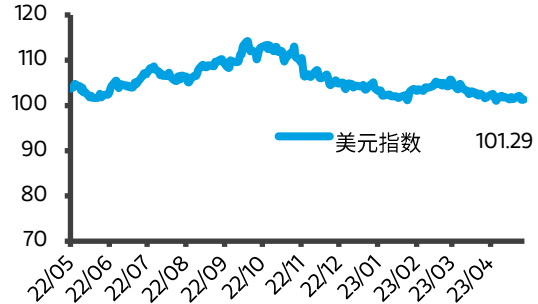
上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.5.5。

图表 2

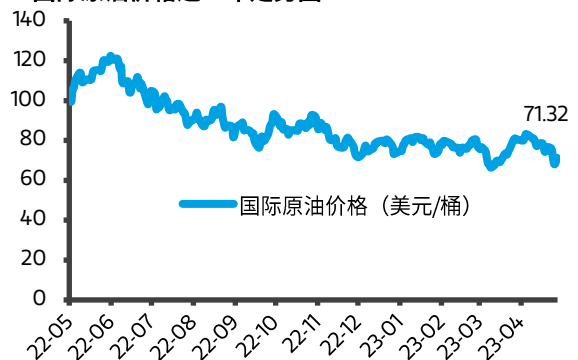
美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.5.5。

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：2023.5.5。

数据上，基建投资保持高强度，但制造业和地产投资回落；服务消费恢复势头良好，但商品消费依然低迷。数据的结构分化导致顺周期资产的弹性不足，进而投资者另辟蹊径寻找低估值品种，近期国内持续低通胀，长端利率下行，高股息成为资金的主要去向。理论上低利率环境更适合长久期资产的演绎，因此近期科技股显著回落后将再次进入布局区间，当然低估值板块也有望延续。

5月份重回业绩真空期，在经济温和复苏的背景下，结合一季报和政策导向是较优的思路。4月底的政治局会议继续强调高质量发展，5月初国资委、发改委等在沿着这个思路布局。发改委主任发表文章，明确更好统筹质的有效提升和量的合理增长，始终坚持质量第一、效益优先，同时促进消费提质升级，支持新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费。我们关注符合科技自立自强以及真正受益于 AI 高速发展的科技板块，业绩出现大幅改善的出行链和业绩增速稳步抬升的医药、消费板块；行业景气度保持在较高水平并受益于政策加码的高端制造板块。

专栏——基金经理投资手记：

近期债市回顾与后续展望

今年四月以来，债券市场收益率明显下行。十年期国债利率下行 8BP，超长端下行接近 10BP，纵观收益率曲线整体结构于去年相比，30 年期已突破历史新低。而且从 30 年与 10 年的期限利差角度来看，也进一步收窄至 30BP。整体呈现牛平格局。

为什么长端收益率下行幅度超过短端？以及三十年突破新低的意义是什么？我们思考，主要是以下几个方面。

第一，从短端资金角度来看，存单收益率较去年低位仍有大幅上涨。以一年期国股为例，去年最低为 1.7，而目前为 2.5 水平。所以短端受限于资金成本的明显抬升，下行幅度有所限制。

第二，本轮经济修复程度相较 2020 年而言明显偏弱。一季度经济数据显示，内生动能修复不足。从近期高频数据来看，地产销售的回暖并未能带动投资，且对于上下游拉动非常不显著。信贷投放上，更多的偏向对公和制造业贷款，居民贷款持续偏弱，缺乏内生增长的情况，使得大家对于后续信贷投放增长持续性保持担忧。

第三，从债券购买者结构来看，今年农商行购买债券力度较明显。国有大行年初前置性信贷投放，挤出了农商行的信贷投放需求。春节后，债券资产荒的迹象愈发明显。从供给层面，地方债前置发行与去年相比明显放慢。去年一季度发行 1.3 万亿，占比接近 90%，而今年一季度发行占比 62%，供需出现明显不平衡。

第四，资金成本进一步下行空间不足。今年以来 dr007 基本在 2.2% 区间波动，前期央行进行降准操作，短期内进一步降准概率偏低。降息的可能性在当前国内外环境下也并不迫切。而长端在经济短期继续上行斜率进一步提高可能性不大的前提下，获得一定收益的确定性较高。

第五，今年新上三十年国债期货，衍生品的交易使得现货品种流动性明显加强。近期日度换手率回升至1.2%附近。

展望未来，首先货币政策方面，对经济的定位是复苏基础仍不稳固，货币在短期内收紧预期不大。稳健政策需保持对实体经济的可持续支持力度。

另外，从当前经济复苏的角度，对比同为经济复苏叠加政策宽松的2016年市场走势：2016年上半年，三十年国债利率跟随经济基本面数据先下行32BP后上行21BP。下半年，在委外业务快速发展叠加资产荒导致的欠配加剧的环境下，长端债券持续压缩期限利差，长端收益率持续下行，三十年国债下行幅度达45BP，后四季度由于央行的货币政策紧缩叠加基本面反转，债券市场迎来快速调整。

所以，从历史经验来看，关键取决于货币政策何时转向收紧，从当前的经济复苏基本面，央行的货币政策和资产价格的表现，市场表现和2016年较为相似。整体来看，目前经济复苏疲弱叠加政策宽松组合仍会延续一段时间，等待经济恢复动能明显加强，当前债券市场风险相对可控。

（专栏作者：大摩双利增强债券基金经理 周梦琳）

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
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