

摩根士丹利基金视窗

2024 年 4 月 22 日 第 16 期 (总第 45 期)

市场洞察：市场风险偏好下行，海外因素影响增强

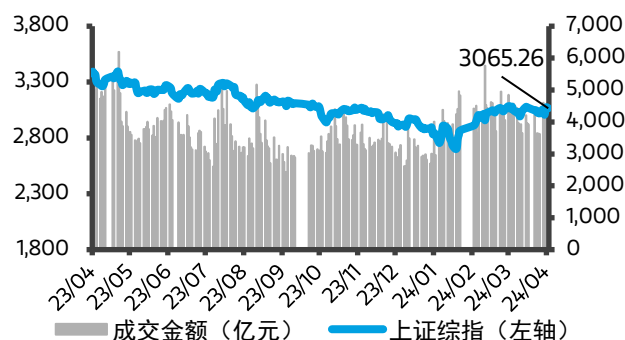
上周 A 股市场整体反弹，上证指数一度创出反弹新高，但由于风险偏好下行，持续性不强。中证红利指数继续有较好表现，上涨达到 4.10%，上证指数上涨 1.52%，沪深 300 指数上涨 1.89%，小盘股大幅下跌，中证 2000 指数下跌 5.54%，创业板指小幅下跌。行业层面，家电、银行、建筑、非银等涨幅居前，过半行业下跌，其中社服、零售、传媒、轻工等跌幅居前。整体看成长、消费风格表现最弱，金融周期相对强势。

中国 1 季度 GDP 增速达到 5.3%，超出市场预期，但名义 GDP 偏弱。价格因素仍然是当前经济面临的重要问题，由于价格下行，个人微观感受弱于经济总量数据；价格低迷主因内需不足，当前正在推进的设备更新及汽车家电以旧换新等政策效果尚未显现。过去几个月库存增速处于低位，但并未抬升，近期我们已经看到中游的一些材料价格出现上涨，这可能是由补库带来，预计会带动 PPI 等价格指数跌幅收窄，甚至不排除阶段性转正。同时，由于去年 2 季度 A 股上市公司业绩大幅下滑，形成了明显的业绩低谷。因此，在上市公司 1 季报之后，A 股基本面有望迎来进一步改善。

近期市场波动较大，海外因素影响在增加。一方面，美国经济数据表现超预期，美联储降息时点

图表 1

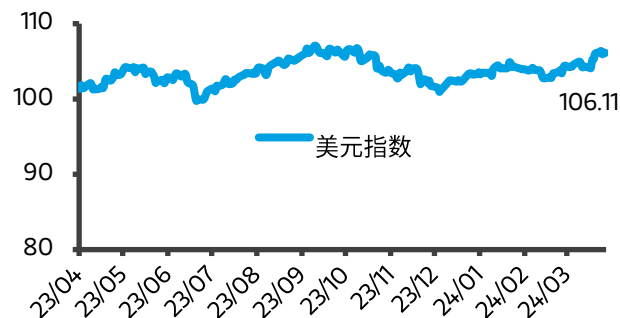
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.4.19。

图表 2

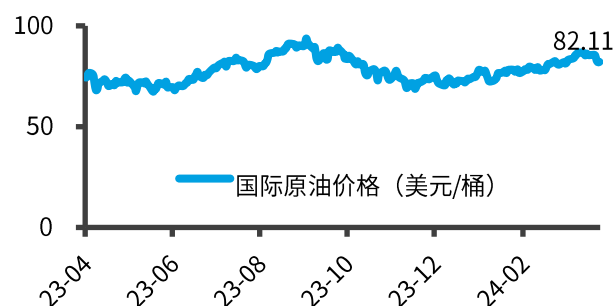
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.4.19。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.4.19。

一再延后，纽约联储主席甚至表示保留加息的可能，这再次对全球股市股指带来压制；另一方面，中东局势较为复杂，带来避险情绪升温。上周纳指、日经 225 等大跌，美股科技巨头单日跌幅巨大，A 股难免受到影响。

新国九条发布后，对 A 股市场总体影响偏积极，但也带来明显的结构分化，业绩压力较大的小盘股压力加大。当前仍处于业绩披露期，部分资源品、出口占比高的公司、出行等预计会表现较好；之后 A 股市场业绩回升逐步扩散至更多行业，因此中期角度，A 股值得更加乐观。

专栏——基金经理手记：

重点关注美债的配置价值

2024 年以来，美联储在利率方面按兵不动，我国经济持续复苏，全球发达市场股票和商品资产价格上涨。国际方面，一季度 10 年期美国国债收益率在 3 月降息预期落空后震荡走高，并收于 4.21%，标普 500 指数上涨 10.2%，MSCI 新兴市场指数上涨 1.9%；同期，Brent 原油上行 13.0%，LME 铜上行 3.7%，美国通胀压力仍在。国内方面，同期 10 年期国债收益率快速下行，创出新低后进入震荡，收于 2.29%；沪深 300 指数在连续三个季度下跌后出现上涨，涨幅 3.1%。

一季度，尽管作为全球资产定价之锚的 10 年期美债收益率震荡向上，且伴随着收益率曲线倒挂（10 年期美债收益率低于 2 年期美债收益率），全球股票、原油、黄金等大类资产仍取得不同程度上涨；人民币债券市场创出新高，A 股年初进入下跌模式且波动加剧，但在春节前触底反弹。权益市场方面，本季度美股尽管估值处于历史高位，但走势依然强劲；A 股在反弹后估值依旧占优，沪深 300 指数的股债溢价率（ERP）位于 5 年均值的一倍标准差之上，长期配置价值仍高于国债（10 年期国债）。商品方面，尽管美元总体走强，需求强劲的原油和央行青睐的黄金均出现大幅上涨。

当下，美国经济软着陆仍是市场的主流判断，但通胀粘性较强，降息预期有所后延。美国通胀近两年总体呈现下降趋势，结合美联储对经济相对支撑的政策表述，市场正在增加关于美国经济软着陆的预期，而不是经济衰退、硬着陆和熊市的预期。尽管最近的通胀和就业数据波动较大，包括美国 3 月 CPI 超预期回升和失业率超预期下降，但通胀总体呈下行趋势，降息预期是走弱而不是反转，美联储年内降息预期从 3 次缩减至 2 次。当前市场的主流判断是联储 6 月开始降息的概率较低，更大可能

是待 7 月有更多数据支持通胀的下行趋势后，再做决策。欧洲与美国的通胀近期走势分化，进而将导致货币政策调整进程不同。欧元区 3 月 CPI 由 2.6% 降至 2.4%，通胀持续下行，市场预期欧元区年内降息 3 次。

在通胀趋缓但市场不确定性明显加大的环境下，短久期美债（2 年期左右国债或者投资级信用债）仍是当下较为稳健的配置资产。回顾历史，在过往加息周期的尾声，美债都有较好的市场表现，尤其是长久期国债；但长债更容易受到市场对经济增长、通胀以及货币政策的预期的影响，对市场波动更为敏感，因此从安全性和确定性角度，短久期美债更具配置价值。

经济软着陆有利于信用利差降低，会进一步提振信用债市场。随着近期地缘政治风险越发突出，美债作为传统意义上最重要的大类避险资产，值得投资者更加重视。

(专栏作者：多资产投资部 洪天阳)

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，不代表摩根士丹利基金管理（中国）有限公司立场。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。

摩根士丹利基金管理（中国）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
<https://www.morganstanleyfunds.com.cn/>