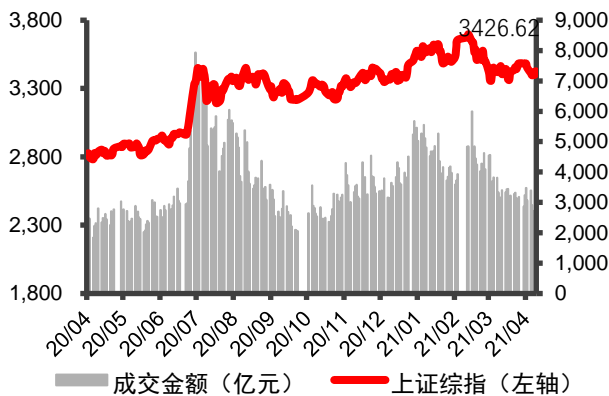


2021年4月19日

2021年第15期（总第841期）

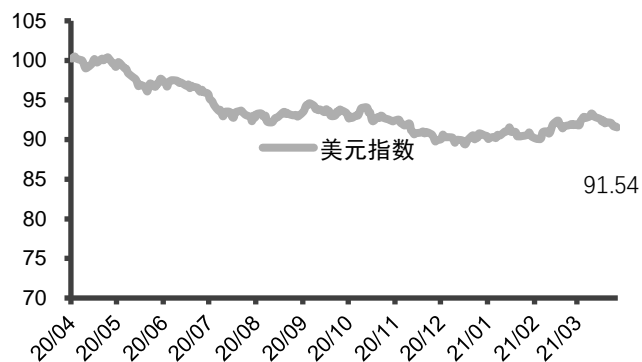
## 基金视窗

上证综合指数近一年走势图



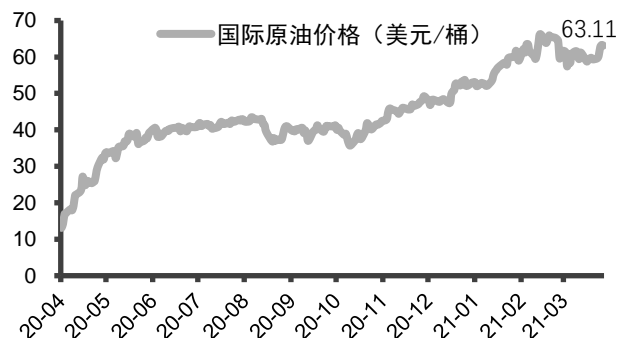
数据来源：万得，截止日期：2021.4.16

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.4.16

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.4.16

### 基金经理论市： 一季度经济增长略低于预期，关注景气向好 赛道和消费服务业的复苏

上周市场维持震荡走势，全周上证指数下跌 0.7%，沪深 300 下跌 1.37%，创业板指持平。行业方面，汽车、煤炭、食品饮料、房地产和计算机涨幅居前；受经济不及预期影响，顺周期相关行业整体较弱，消费者服务、交运、银行、农业和军工跌幅居前。

国家统计局发布一季度经济数据：2021 年一季度国内生产总值 24.9 万亿元，同比增长 18.3%，比 2020 年四季度增速有所放缓，略低于市场预期的 18.4%。具体来看，生产端，3 月份规模以上工业增加值同比 14.1%，低于市场预期的 17.6%。成为经济增长不及预期的主要拖累项。消费端，复苏好于预期，且呈现加快增长态势。3 月份社会消费品零售总额同比 34.2%，高于市场预期的 28.4%。投资端，复苏也略好于预期，制造业投资和基建投资强势领跑 1-3 月，固定资产投资（不含农户）同比增长 25.6%，略高于市场预期的 25.1%。整体来看，一季度经济增速略低于预期。工业生产不及预期，服务业、消费、投资等各项数据都相对较好。

当前国内经济延续改善趋势，展望二季度，消费服务业延续复苏，制造业投资有望继续改善，企业盈利延续上修趋势，基本面对股市有支撑。宏观流动性有望保持平稳，微观股市流动性边际继续走弱，市场进入存量资金博弈格局，在上述环境下，低估值高增长策略有望占优；细分领域商建议选择景气度延续向好的方向：新能源汽车和智能化产业链、生物医药、国防军工等；主题上临近五一假期，关注服务业消费的复苏如航空航运、酒店餐饮及旅游。

## 专栏：A 股与美股收益差异来自业绩还是估值？

### A 股与美股在过去十余年收益差异巨大

美股：2008 年底至今，美股除少数年份略有下跌外，已持续上涨 13 年。标普 500 累计收益率 363.38%，年化收益率 13.28%，年化波动率 17.19%；纳斯达克指数累计收益率 791.06%，年化收益率 19.46%，年化波动率 18.73%。

A 股：2008 年底至今，A 股大幅波动，经历几轮牛熊，累计收益率远小于美股。沪深 300 累计收益率 173.21%，年化收益率 8.52%，年化波动率 22.99%；创业板指累计收益率 178.34%，年化收益率 9.86%，年化波动率 30.42%。

表 1 A 股与美股主要指数收益率和波动率对比

指数	指数点位		收益率		年化波动率
	2008/12/31	2021/4/16	累计	年化	
标普 500	903.25	4185.47	363.38%	13.28%	17.19%
纳斯达克	1577.03	14052.34	791.06%	19.46%	18.73%
沪深 300	1817.72	4966.18	173.21%	8.52%	22.99%
创业板指	1000.00	2783.37	178.34%	9.86%	30.42%

数据来源：Wind 资讯。数据区间：2008/12/31-2021/4/16；创业板指起始日：2010/5/31。

### 从业绩和估值维度分解指数收益率的方法

从长期看，股市收益率主要由业绩增长驱动，估值波动也会对收益率产生重要影响。指数收益率（R）可分解为净利润增长（ $r_1$ ）和市盈率增长（ $r_2$ ）两个维度，计算公式如下：

$$1 + R = (1 + r_1) \times (1 + r_2)$$

指数收益率（R）由指数收盘价计算，市盈率增长（ $r_2$ ）由指数市盈率（TTM）计算，按上述公式，可推导出指数的净利润增长（ $r_1$ ）。

### 分析结果

因新冠疫情对全球股市造成了巨大冲击，因此，分“2008 年底-疫情冲击低点”和“2008 年底-至今”两个时间区间，分析指数收益差异的来源。分析结果详见表 2 和附图 1-4。

#### 2008 年底-疫情冲击低点（2008/12/31-2020/3/23）

在此期间，美股上涨主要由业绩驱动，市盈率变化不大。标普 500 年化收益率 8.41%，市盈率年化增长-0.55%，净利润年化增长 9.01%；纳斯达克年化收益率 13.98%，市盈率年化增长-0.24%，净利润年化增长 14.26%。

A 股上涨主要由业绩驱动，市盈率收缩明显。沪深 300 年化收益率 6.09%，市盈率年化增长-1.66%，净利润年化增长 7.88%；创业板指年化收益率 6.33%，市盈率年化增长-3.55%，净利润年化增长 10.24%。

疫情前，美股特别是纳斯达克指数的业绩增长比 A 股更为强劲，构成 A 股与美股收益差异的主要来源。

#### 2008 年底-至今（2008/12/31-2021/4/16）

疫情前，美股上涨主要业绩驱动，疫情后，美股上涨主要由估值驱动。2008 年底至今，标普 500 年化收益率 13.28%，市盈率年化增长 7.54%，净利润年化增长 5.34%；纳斯达克年化收益率 19.46%，市盈率年化增长 6.52%，净利润年化增长 12.15%。

2008 年底至今，A 股上涨主要由业绩驱动，市盈率变化幅度不大。沪深 300 年化收益率 8.52%，市盈率年化增长 1.11%，净利润年化增长 7.33%；创业板指年化收益率 9.86%，市盈率年化增长-1.65%，净利润年化增长 11.71%。

疫情对美股盈利水平的冲击更为明显，美股净利润增速下降明显。疫情后，美股上涨主要由估值驱动，估值变化构成疫情后 A 股与美股收益差异的主要来源。

表 2 A 股与美股主要指数收益率分解

2008 年底-疫情冲击低点 (2008/12/31-2020/3/23)

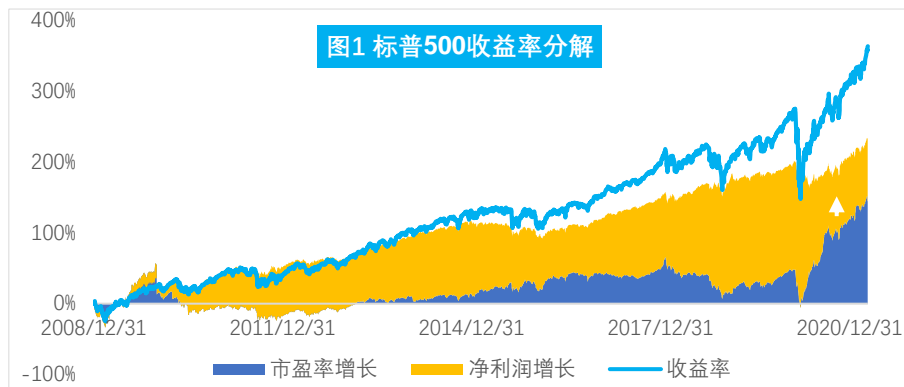
指数	指数点位		收益率		市盈率		市盈率增长		净利润增长	
	2008/12/31	2020/3/23	累计	年化	2008/12/31	2020/3/23	累计	年化	累计	年化
标普 500	903.25	2237.40	147.71%	<b>8.41%</b>	16.73	15.72	-6.01%	<b>-0.55%</b>	163.55%	<b>9.01%</b>
纳斯达克	1577.03	6860.67	335.04%	<b>13.98%</b>	26.70	25.97	-2.70%	<b>-0.24%</b>	347.13%	<b>14.26%</b>
沪深 300	1817.72	3530.31	94.22%	<b>6.09%</b>	12.93	10.72	-17.13%	<b>-1.66%</b>	134.38%	<b>7.88%</b>
创业板指	1000.00	1827.05	82.71%	<b>6.33%</b>	71.32	50.01	-29.87%	<b>-3.55%</b>	160.54%	<b>10.24%</b>

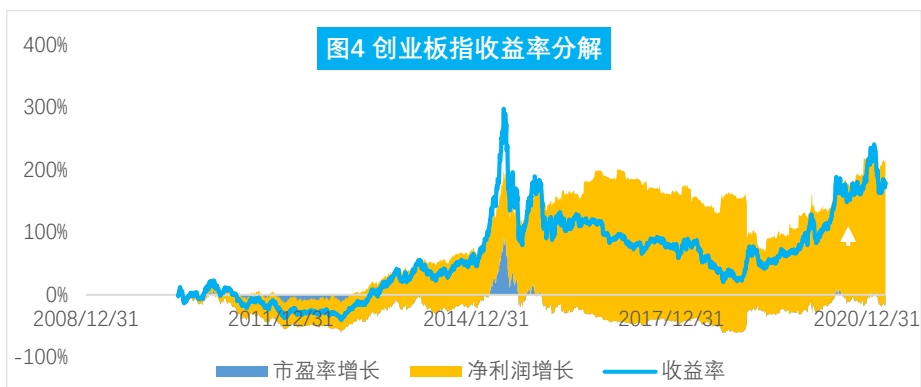
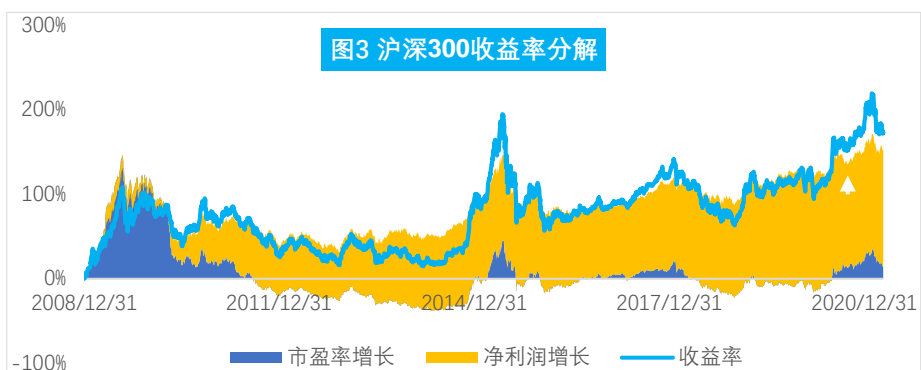
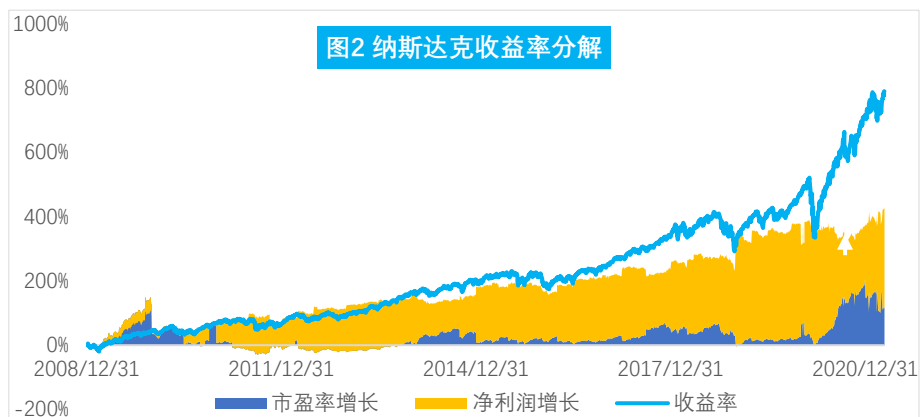
2008 年底-至今 (2008/12/31-2021/4/16)

指数	指数点位		收益率		市盈率		市盈率增长		净利润增长	
	2008/12/31	2021/4/16	累计	年化	2008/12/31	2021/4/16	累计	年化	累计	年化
标普 500	903.25	4185.47	363.38%	<b>13.28%</b>	16.73	40.88	144.39%	<b>7.54%</b>	89.61%	<b>5.34%</b>
纳斯达克	1577.03	14052.34	791.06%	<b>19.46%</b>	26.70	58.06	117.48%	<b>6.52%</b>	309.72%	<b>12.15%</b>
沪深 300	1817.72	4966.18	173.21%	<b>8.52%</b>	12.93	14.81	14.52%	<b>1.11%</b>	138.56%	<b>7.33%</b>
创业板指	1000.00	2783.37	178.34%	<b>9.86%</b>	71.32	59.49	-16.58%	<b>-1.65%</b>	233.67%	<b>11.71%</b>

数据来源：Wind 资讯。数据区间：2008/12/31-2021/4/16；创业板指起始日：2010/5/31。

附图：





(专栏作者：摩根士丹利华鑫基金多资产投资部 周浩军)

风险提示：本周刊中的信息均来自于已公开的资料，我公司对这固定性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资者的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。