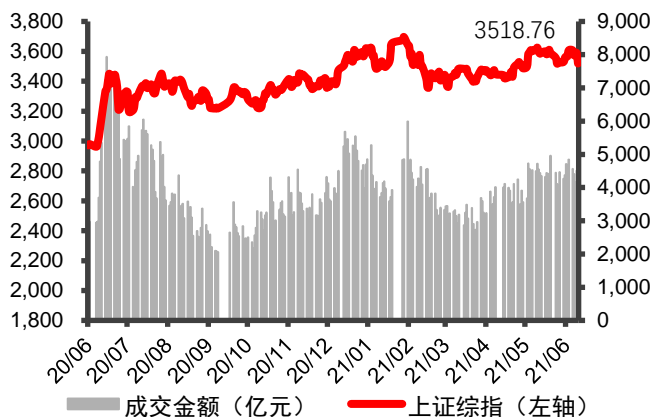


2021年7月5日

2021年第26期（总第852期）

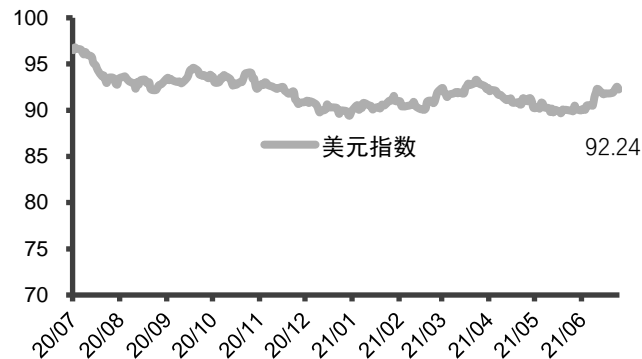
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



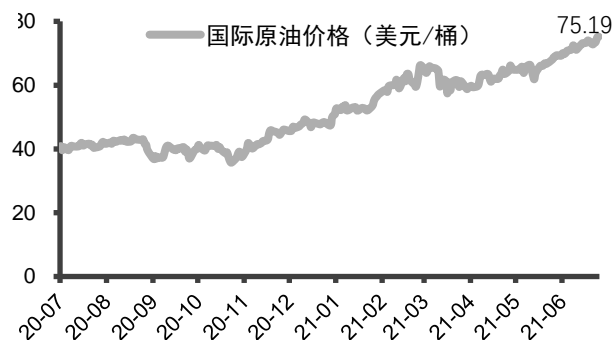
数据来源：万得，截止日期：2021.7.2

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.7.2

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.7.2

基金经理论市：美国经济复苏放缓，国内货币政策延续稳健

上周A股有所调整，上证综指下跌2.46%，深证成指下跌2.22%，创业板指数下跌0.41%。分板块看，电气设备、纺织服装、零售、农业和医药等板块表现较好；国防军工、煤炭、非银、休闲服务和公用事业等板块表现较差。

海外经济方面，美国就业数据显示经济放缓。美国6月新增非农就业85万人，高于预期值72万人和前值58.3万人；6月失业率5.9%，差于预期值5.6%和前值5.8%；6月劳动参与率61.6%，与前值持平，低于预期值61.7%。美国的就业改善明显放缓。目前美国已有过半数的州自6月开始取消额外的失业救济，而截至5月底，美国已有40个州完全重新开放，因此经济封锁和失业救济对就业的拖累已明显减轻，美国就业改善速度放缓，根本原因还是美国经济复苏节奏边际放缓。

国内经济方面，货币政策将延续稳健。央行货币政策委员会召开2021年第二季度例会，强调要加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，搞好跨周期政策设计。要维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性；优化存款利率监管，调整存款利率自律上限确定方式，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。灵活精准实施货币政策，推动经济在恢复中达到更高水平均衡。

总体上，近期市场的心态有所波动，集中体现为市场预期目前较为宽松的货币政策环境将会有所变化，导致近期机构重仓的板块出现较大波动，但我们认为近期的货币政策是与目前的宏观环境相适应的，货币政策并不会急转弯。在海外，美联储维持基准利率不变，同时计划加快基建支出，有望为全球经济复苏注入新的动力。我们认为随着中报临近，业绩增长强劲的板块将受到市场的关注。

专栏：债市直通车

利率债层面

6 月份，国内债市以窄幅震荡为主。上半月利率债供给增加、资金面波动加大，债市震荡下跌；下半月，经济数据对债市偏利好，以及央行表态“没有根据的所谓流动性预测可以休矣”、存款利率自律上限改革等新闻提振债市情绪，再加上 6 月末央行连续 5 日每日公开市场净投放 200 亿元，下半月债市整体上涨。总结来看，国开债 1 年期、3 年期到期收益率较 5 月底下行 3bp、6bp，5 年期和 10 年期到期收益率分别上行 2bp、1bp。

从经济数据来看，5 月经济数据整体表现一般，宏观环境趋弱，经济动能环比走弱，但节奏仍在可控范围，尚且算预期之内的平稳，基本面不是当前市场交易的重点。

复盘今年上半年债券的走势，2021 年上半年，受经济复苏进程放缓、货币政策中性偏松等因素影响，债市行情一波三折，在震荡下行中走过半程。上半年 10Y 国债和国开债收益率分别下行 10bp 和 9bp。从利率走势来看，大致可以分为四个阶段。

第一阶段（去年 11 月-今年 1 月上旬）：永煤事件后，为对冲潜在的流动性风险和跨年资金缺口，央行加大公开市场投放力度，隔夜利率破 1，10Y 国债收益率由 3.3% 快速回落至 3.1%。

第二阶段（1 月中旬-2 月中旬）：央行操作明显缩量，导致 1 月底资金利率大幅跳升，收益率迅速反弹。10Y 国债收益率一度升至年内高点 3.28%。

第三阶段（2 月中旬-5 月底）：资金面平稳偏宽，叠加经济、通胀等利空因素钝化，债市走出慢牛行情。10Y 国债收益率一度跌破 3.1%，下行幅度达 20bp。

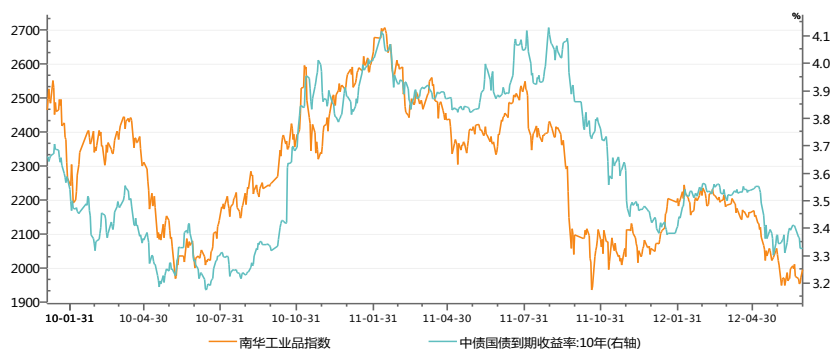
第四阶段（6 月）：市场围绕资金面窄幅震荡为主，基本面数据趋弱但下行节奏和幅度均可控，10y 国债窄幅震荡。

回顾上半年，从主要期限国债收益率变动看，每个阶段利率变动方向均一致，但短债变动幅度明显大于长端，意味着基本面影响钝化背景下，资金面成为主导。

为什么本轮国内债券收益率没有跟随商品上涨而调整？

从历史去看，10 年、17 年在大宗商品面临上涨的过程中，债券都出现了明显的调整。

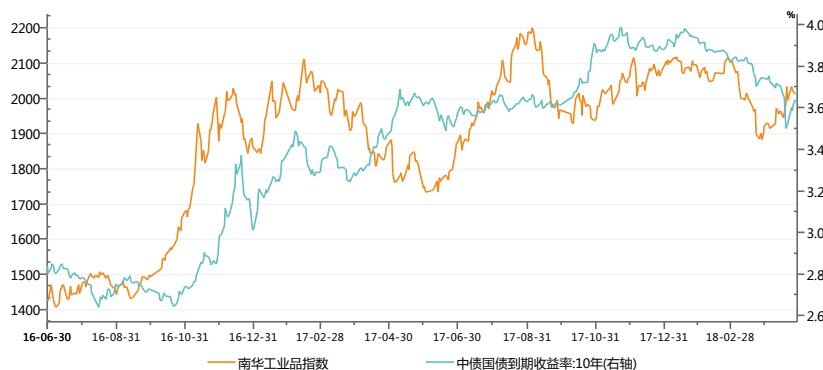
1) 10 年-11 年上半年



数据来源：中国债券信息网；万得，截止日期：2012.6.30

2010年，类似于今年的后疫情时代，同属于危机后刺激政策逐步退坡阶段。在此背景下，南华工业品与十年国债的节奏基本保持同步，从10年8月至11年2月，工业品指数上行幅度为35%，同期十年期国债利率从3.2上行至4.1，90bp。这一次，两者的顶点基本同步，出现在11年初。

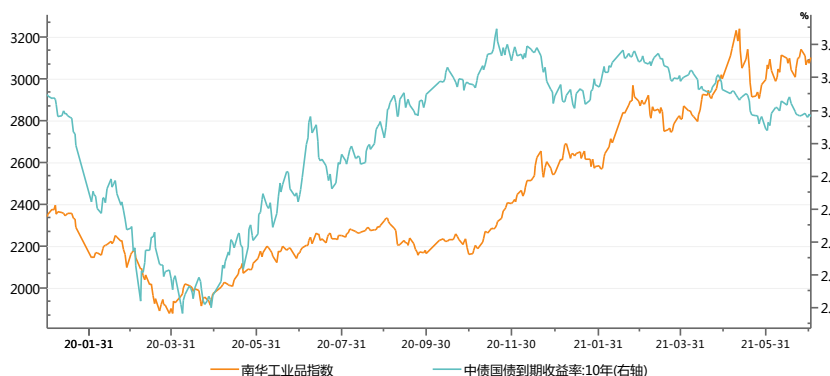
2) 16年底-17年三季度



数据来源：中国债券信息网；万得，截止日期：2018.4.30

16年底至17年三季度，南华工业品指数较16年6月末上行幅度达46%，同期十年国债从低点2.7上行至3.6，幅度为90bp。两者基本同向，南华工业品指数的高点要早于债券的顶点，大约前置了一个季度。

3) 20年4月-至今

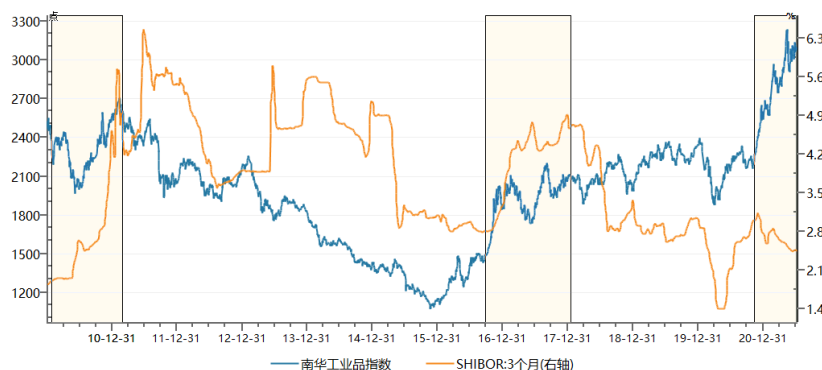


数据来源：中国债券信息网；万得，截止日期：2021.6.30

而本轮后疫情时代中，南华工业品指数自20年4月开始上涨，于今年5月初到达阶段性顶部，上涨幅度达68%。而十年期国债的阶段性顶出现在20年11月。即从去年11月至今年5月，工业品指数继续上涨33%，但同期十年期债券利率反而缓步下行，从3.3下行至3.1，达20bp。

为什么本轮不同于上两轮？

1) 本轮资金没有跟随商品上涨而出现明显的收紧



数据来源：万得，截止日期：2021.6.30

以 shibor3 个月为短端资金衡量指标，在 10 年和 16 年的两次工业品指数上行过程中，资金成本都出现了明显的上移（见上图）。而本轮，资金的阶段性高点出现在了 20 年 11 月。

为什么在商品上涨过程中，资金没有进一步上？

1) 过去两轮，是典型的经济周期，核心在于经济和政策周期的幅度。09 年货币信贷投放，16 年供给侧改革叠加地产去库存，政策的投入和退出都是大起大落。而本轮不论是财政政策还是货币政策，都更注重跨周期协调，防止大起大落的波动性。

因此在资金面上，由于央行保持住了投放节奏，使得市场预期平稳，资金的波动率也趋于降低。

2) 债务的边际扩张能力在压缩。

无论是地产的三道红线，还是地方债的发行弱于预期，严控地方债务无序新增，这两大过去融资主力在本轮都被自上而下的宏观政策所控制，无法大量的新增债务。这也就导致了资金的需求弱，产业结构注重向制造业倾斜，制造业的融资需求是不能短期快速放量的，需要遵循经济规律。因此这一系列组合拳操作使得资金成本维持在低位。

展望后市

货币政策展望，公开市场操作 6 月“稳”字当头，半年末时点小幅增加净投放量，7 月货币政策维持中性。央行召开二季度货币政策委员会，对经济的描述较一季度有所转变，据此预期后续地方债发行若对资金面造成冲击，则存在公开市场放量对冲资金面的可能性，资金面料将保持平稳。

债市展望，历史上国内债市很少出现慢牛行情，核心在于经济和政策周期的起伏波动。经济增速下台阶、政策注重跨周期调节、产业结构向制造业倾斜，三者都决定了利率中长期维度趋势性向下和波动率收敛。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金专户理财部 周梦琳）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，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。