

摩根士丹利华鑫基金视窗

2022年9月5日第34期（总第910期）

市场洞察：

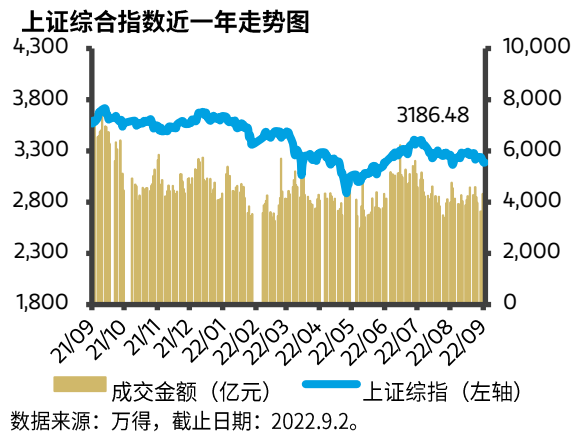
国内疫情扰动再起，宽松格局延续或带来成长反弹

上周中报披露结束，中报业绩整体趋弱且结构分化，叠加疫情扩散及人民币汇率压力，A股市场指数多数下跌，上证指数周度收跌1.5%，成长风格继续回调且有所分化，创业板指收跌4.1%，跌幅较深，科创50周度跌幅1.5%；偏小盘的中证1000指数收跌2.9%，偏大盘的上证50指数周跌1.5%。成交继续回落，日均成交金额收缩至8490亿元，北向资金依然较为波动，小幅净流入4.4亿元。

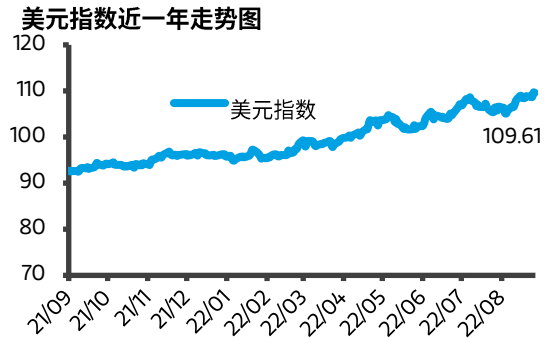
美国劳动力市场边际放缓，但“工资—通胀螺旋”压力仍未有效缓解

美国公布8月最新就业数据。其中新增非农就业31.5万，略超市场预期的29.8万，虽然创今年以来新低，但当前美国总体就业数量已经超过疫情前水平，处于相对高位；劳动参与率为62.4%，失业率为3.7%，高于市场预期；平均时薪同比增长5.2%，环比增长0.3%，均低于市场预期，但绝对数仍高，薪资增长压力并无显著缓解。总体而言，当前美国劳动力市场出现了边际放缓，但并未出现较大程度的下滑。对于9月FOMC会议而言，8月非农数据略偏鸽派，但基于鲍威尔8月在全球央行会议上对通胀的坚定表态，数据发布后，CME期货显示美联储9月加息75BP概率仍超过50%。后续需要紧密关注即将公布的8月CPI数据，或对加息

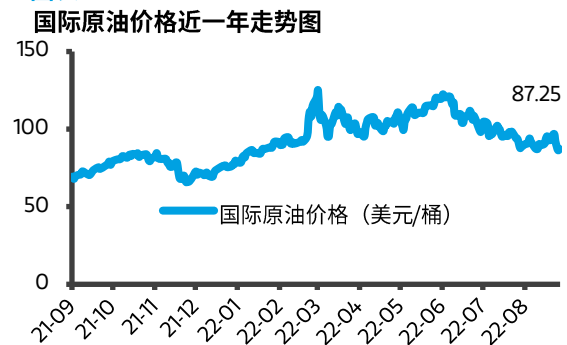
图表 1



图表 2



图表 3



幅度将起到决定性作用。

9 月经济条件边际改善可期，但疫情形势或是主要扰动

8月官方制造业PMI环比上升0.4个百分点至49.4%，但仍处于收缩区间，前期极端天气导致的限电、疫情反复对生产端的影响小于前期，生产保持韧性，新订单、采购量、进口等指标显示需求面平淡修复。随着近期国常会部署的稳增长增量政策开始落地，以及外生气候性因素的干扰逐渐减弱，预计9月经济数据环比或有明显改善。但近期局部疫情外溢至部分经济大省，目前有33座城市处于全市/部分静态管理，超过6500万居民受到影响，后续形势仍存不确定性，或对经济复苏形成扰动。

展望而言，在美联储加息预期未进一步走强，国内经济弱复苏，流动性宽松格局延续的环境下，业绩确定性优势有望持续、前期调整较多的成长赛道或重获资金关注，上周巴菲特减持事件带来短期调整或提供了性价比更高的配置机会。

专栏——投资经理手记

债市直通车

一、债券市场回顾

今年8月，在政策不及预期和疫情反复的背景下，经济修复力度弱，信贷需求疲弱。央行于8月中超预期下调了逆回购和MLF利率，债券市场收益率顺势突破了今年以来的窄幅震荡区间。8月底与7月底相比，10年期国债利率下行幅度达13.4BP。

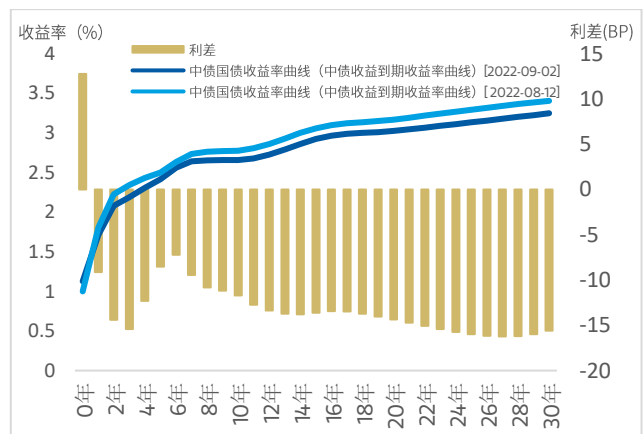
具体来看，可以分为以下四个阶段：

1) 8.1-8.12：7月官方制造业PMI降至荣枯线下，叠加资金面持续宽松的影响，10年期国债利率小幅下行。不过，各地稳楼市政策陆续出台，债市出现调整。整体来看，8月上旬10年期国债利率在震荡中小幅回落。

2) 8.15-8.18：央行超预期下调MLF和逆回购利率，7月经济数据全面走低，10年期国债利率快速下行。

3) 8.19-8.26：央行信贷形势座谈会强调增加对实体经济的贷款投放，国常会也公布了稳经济的一揽子政策，叠加美债利率上行的影响，10年期国债利率有所回升。

4) 8.29-8.31：国内部分地区疫情有再起之势，7月工业企业利润增速也有明显下滑，10年期国债利率再度下行，月末收于2.62%。



数据来源：Wind；数据时间：截至2022.9.2。

以超预期下调 MLF 利率前后时间来看，体现出以下特点：

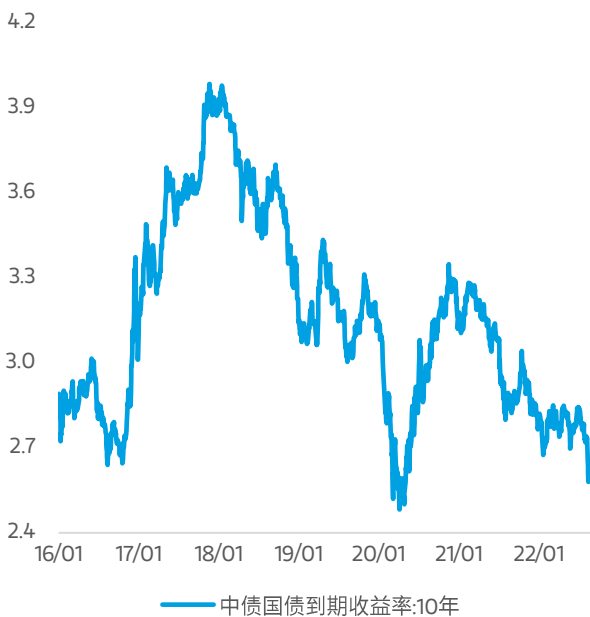
1) 30 年降幅最大

30 年国债本轮换手率大幅增加，且下行幅度达 13.8BP，下行幅度超越了其他长期限的国债品种。

2) 短端不降反升

8 月资金利率在下旬小幅上行，呈现边际收敛。R007 均值从 1.6%至 1.8%；DR007 均值从 1.4%至 1.7%；1Y 存单利率从 1.96%至 1.94%；1YSHIBOR 利率从 2.2%至 2.0%；隔夜利率从 1.2%至 1.4%， “滚隔夜” 成交量仍维持高位（约 6 万亿元），月底成交量回落至 4.5 万亿左右。

由于当前收益率已接近历史底部区间，市场愈发担心是否会出现类似前两轮 的牛熊转换。

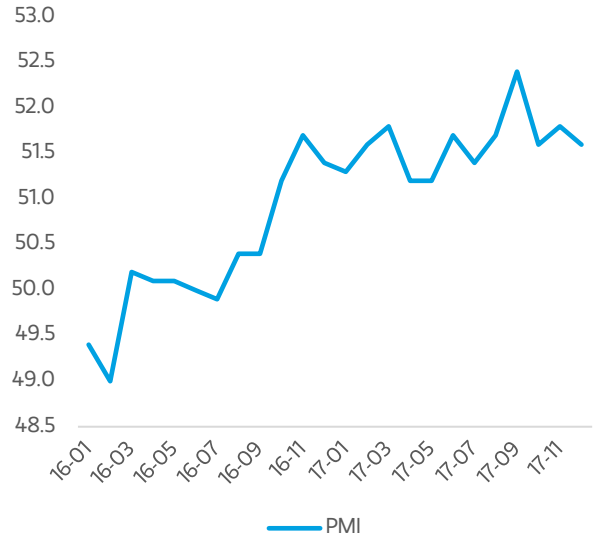


数据来源：Wind；数据时间：2016.14-2022.9.2。

二、复盘 2016 年 11 月

1) 央行缩短放长。货币政策并没有显著的发出由松至紧的信号指示，但是从市场层面却发现了货币市场利率的波动性在显著增强，长期稳定低位的货币市场回购利率从 2016 年 9 月份开始波动加大，当时市场普遍认为是温和去杠杆。这从事后回顾来看，应该是货币政策转向生变的一个隐形信号。

2) 基本面持续改善。从经济名义增速角度看，在经过了 2016 年 4-8 月份近乎水平的 5 个月后，2016 年 9 月份的名义经济增速脱离了这一平台而出现上行并持续。



数据来源：Wind；数据时间：2016.1-2017.12。

三、复盘 2020 年 5 月

1) 基本面改善。从经济名义增速角度来看，2020 年 1-2 月是本轮最低点。之后国内经济基本面平稳复苏，外需及地产基建带动二三季度经济增长超预期，债市悲观预期逐步修正。

2) 货币政策方面。在基本面出现拐点后，货币政策仍处于继续放松阶段。2020 年 4 月，央行降息两次。但自 5 月起央行对货币政策立场逐步转向谨慎中性，而 5-9 月政府债券发行持续放量，对应资金利率中枢较年初显著抬升。供给端压力叠加央行公开市场操作整体偏紧，最终带动资金利率中枢整体抬升，R007 从 5 月 2%逐步上行至 2.6%左右中枢。

3) 通胀。下半年大宗价格高位上行、PPI 逐步抬升，通胀预期逐步升温。

四、对当前债市的启示

1) 基本面。外需未来趋势处于高位回落，海外需求在加息大环境下逐步下降。地产未见起色。由

于疫情反复，不确定性强，也导致经济活动处于反复状态。

2) 货币政策。比对2020年5月，当时是利率债发行持续放量叠加央行操作偏紧。当前环境下，年内没有超预期新增发行计划，且央行在联储加息进程中还进行了逆向的降MLF利率操作。表明当前国内经济下滑是关注重点。

3) 通胀。当前处于PPI高位盘整。

从以上这几个层面来看，债券市场中短期内无虞。但由于收益率处于历史低位，后续需要紧密跟踪关注的几个方面。包括地产政策及宽松效果，货币总量政策以及超预期的专项债发行，国内的通胀预期（猪、油）。

（专栏作者：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，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本刊物中的观点、分析仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。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人的投资建议和担保。本公司及雇员不对任何人使用本资料内容而引致的任何损失承担责任。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，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、引用或转载。投资有风险，敬请谨慎选择。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

电话：(0755) 88318883

深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场一期二座17楼

传真：(0755) 82990384

邮编：518048

www.msfnfunds.com.cn