

摩根士丹利华鑫基金视窗

2022年9月26日第37期（总第913期）

市场洞察：

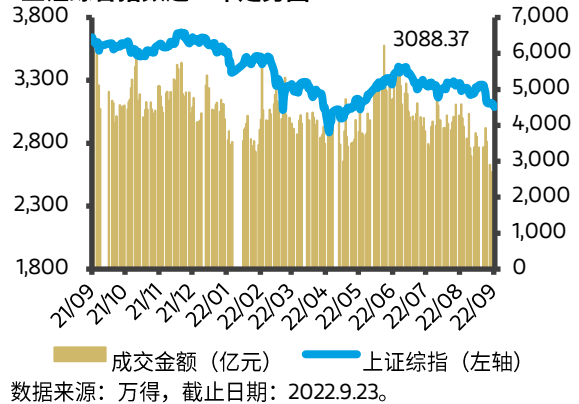
美联储加息助推美指上行，市场风险偏好或仍将偏弱

上周（9.19-9.23）股指继续调整，上证综指、深证成指和创业板指分别下跌 1.22%、2.27%和 2.68%。煤炭、有色、石油石化、电力设备和综合表现较强，分别上涨 3.43%、1.56%、1.23%、0.80%、0.12%；而建材、电子、医药、轻工、传媒表现最差，分别下跌 5.56%、5.19%、4.97%、4.32%、4.26%。

在美联储持续超预期加息、能源短缺冲击欧洲生产经营和贸易，以及地缘政治形势动荡的助推下，美元指数持续上行，并于 9 月站上 110 点。美元指数上行的驱动因素尚未出现根本性扭转，震荡上行趋势仍将延续。在强美元周期下，人民币对美元汇率将持续承压，年内美元兑人民币中间价有望维持在 7.0 以上。伴随猛烈加息，市场的衰退预期再起，海外商品价格大跌，且目前导致美国 CPI 超预期的房租和工资后续预计也将回落。当前市场主要在反应 11 月初的加息预期，并且已经反应到了加息 75BP 是大概率事件的程度，因此再度激进的可能性不大。后续来看，短期内汇率或将维持弱势状态，但四季度后有望逆转。

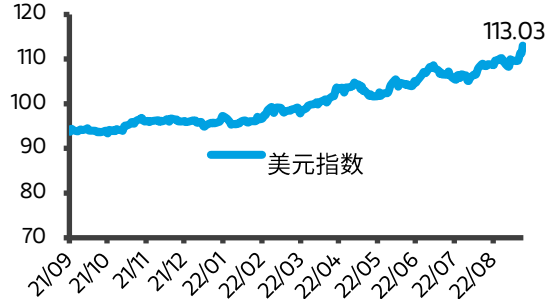
图表 1

上证综合指数近一年走势图



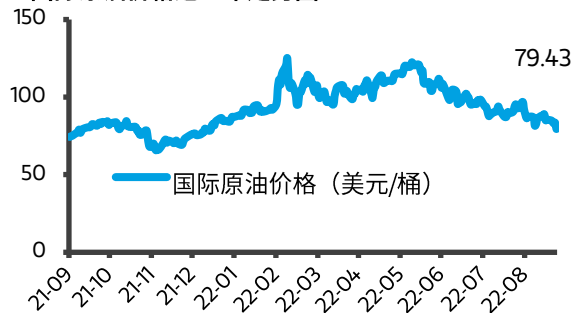
图表 2

美元指数近一年走势图



图表 3

国际原油价格近一年走势图



央行季末增大短期资金投放量，确认流动性充裕支撑仍在。货币政策定调不变，一是经济仍需货币支撑，二是海外收紧节奏已计入预期、扰动减少。后续预计高频数据空档期内长端利率仍维持震荡、短端利率则延续向中枢回归。

国内对于经济预期悲观、海外波动加大和美联储连续加息以及地缘政治风险加大可能是投资者悲观的理由。但是目前除大盘成长外，小盘成长、大盘价值和小盘价值都在历史最低估值分位数附近。申万28个一级行业中有十个处于过去十年最低10%分位数以内；而估值较高的大盘成长都在快速杀估值的过程中，估值消化的速度非常快。

展望后市，预计市场的风险偏好仍将维持偏低水平，交投氛围也难以快速扭转提振，这在很大程度上需要取决于外部风险偏好的抑制何时结束。一旦美联储加息预期稳定，美国长端利率将阶段性见顶回落，美股止跌企稳风险偏好抑制压力缓解，人民币汇率贬值压力也将得以缓解，因此症结在于等待市场对美联储的加息预期能够平稳下来。

专栏——研究员手记

半导体周期下行尚未结束，静待库存拐点

年初至今，费城半导体指数和申万半导体指数分别下跌38.96%、35.80%，而相对高点下跌幅度都在40%以上（Wind，2022.11-2022.9.23）。回溯费城半导体指数历史表现，当前下跌幅度已经超过历史平均下行周期跌幅。但股票市场历史数据不会简单的重复，这一轮半导体库存周期始于2019年下半年开始上行，2021年8月，2021年12月申万半导体指数和费城半导体指数分别见顶，指数上行时间持续2年，历史上每轮半导体库存周期在4年左右，以此推算本轮周期下行将持续到2023年下半年。如果再对每个阶段进行细分，可以发现今年二季度到三季度费城半导体指数随着二季度末以来全球半导体龙头厂商纷纷下调对下半年和明年的展望，表现出加速下行，体现二三季度是市场预期的调整最为剧烈的阶段，而四季度和明年一二季度有没有可能提前见底，需要对需求、供给和库存端有着更为详细的跟踪和判断。

需求方面，地缘政治背景下高通胀问题迟迟没有得到缓解，经济下行压力同时体现在发达国家和新兴市场。半导体行业最大的三大需求手机、通信和数据中心、工业控制都不同程度的和经济有着关联性。手机作为可选消费产品，在经济下行和手机创新周期进入尾期的背景下，需求端更为疲软。高通预计2022全年手机出货量将下降中个位数百分比且2022H2中低端手机需求较低，联发科预计全球全年手机出货量同比-6%~-11%；而电脑需求受益疫情居家经济驱动的行业景气已结束，2022Q2全球出货量同比跌幅扩大/环比持续下降，英特尔预计2022年全年全球PC目标市场整体将下降约10%。

供给端，2020年疫情打乱脆弱的半导体供应链的备货节奏，晶圆代工产能成为2021年争相抢夺的资源，晶圆厂也在2021年发力加大资本开支采购半导体设备，产能的释放周期通常在2年。2021年全

球半导体设备市场规模达到 1030 亿美元，较 2020 年增长 42.24%，远高于历史平均增速。进入 2022 年后，由于需求端消费电子需求疲软，晶圆产能紧张程度逐步缓解。三季度以来，UMC、SMIC、世界先进等产能利用率有所松动，而更大规模的新增产能释放才刚刚开始，2023 年可能是半导体产能大幅增加的一年，可能造成半导体晶圆产能的过剩以及竞争格局加剧。

库存端，全球手机链芯片大厂库存和 DOI 环比上行创近五年新高，国内手机链芯片厂商连续多个季度高增长，2022Q2 大幅上升，2022Q3-2023Q1 预计都将处于库存消化期；PC 链芯片厂商库存环比提升，DOI 环比微降 2 天至 97 天；功率半导体厂商库存环比增长，DOI 处于健康水位。

综上所述我们初步判断，半导体周期下行短期无论是基本面还是股价端都还没有结束，但是加速下行之后对应明年将具备更好的投资性价比，值得紧密跟踪和关注。

（专栏作者：研究管理部 李子扬）

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（“本公司”或“基金管理人”）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

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