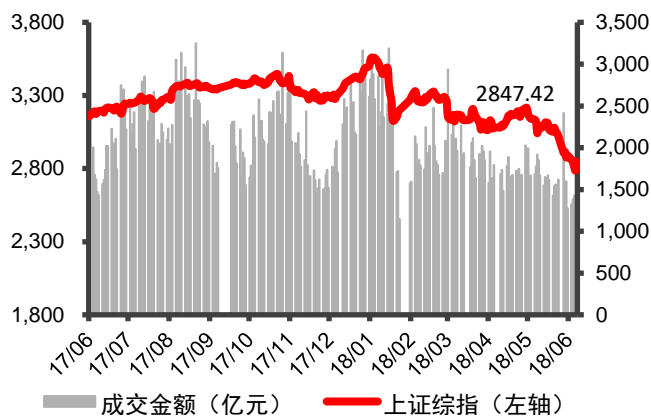


2018年7月2日

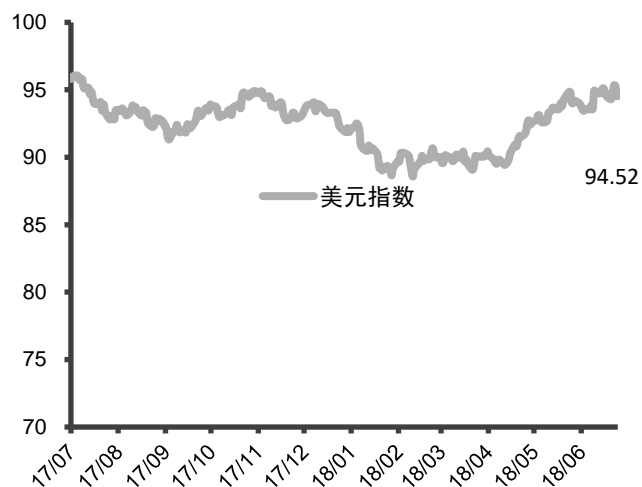
2018年第26期 (总第700期)

## 基金视窗

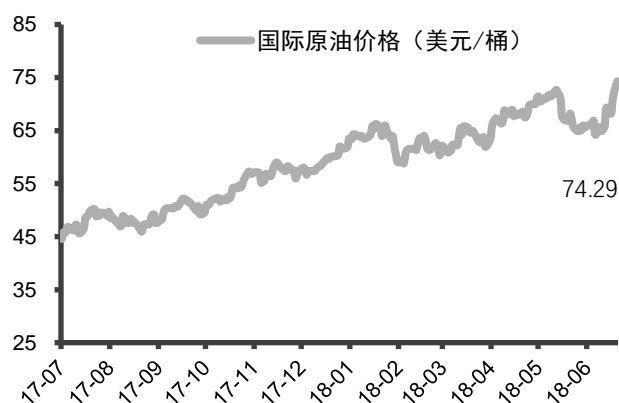
上证综合指数近一年走势图



美元指数近一年走势图



国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2018年6月29日

## 基金经理论市：积极因素增加，重视超跌个股

上周市场整体先跌后涨，并于周五出现强势反弹，上证综指变动-1.47%，深证综指+0.64%，创业板指+3.68%，行业方面，计算机、石油石化和国防军工涨幅位列前三，而房地产、钢铁、煤炭跌幅居前，两市总成交量较前一周增加8.78%。

从最新公布的6月PMI数据来看，6月PMI数据继续下滑，总体与之前预期一样实现小幅回落，这与季节变动规律基本相符，且存在高基数因素。原材料库存指标下降预示着当前企业补库存动力减弱，生产经营和需求在下降，而高频数据进一步印证6月工业生产减弱，发电耗煤增速下降，高炉开工率涨幅减弱，预计6月工业经济数据增速有所回落。

目前市场悲观情绪主要是在宏观经济未来下滑、贸易战不确定性、去杠杆政策推进力度等几个方面。短期来看，银行半年度MPA考核时间落地，央行下调存款准备金等政策呵护流动性，前期大幅杀跌后部分成长股估值性价比突出，支持做多的积极因素在增多。贸易战第一批关税清单即将开征，其边际影响在弱化。整体来看，短期利空因素释放之后，积极因素开始聚集，配置上可以适当重视优质的超跌个股。

## 债市直通车：债市分化日趋明显，看好利率债与高等级信用债

2017 年是监管元年，银行负债端压缩，导致银行间流动性持续收紧，M2 下滑至 8.5% 附近，而实体经济融资持续旺盛，社会融资增速维持在 12%。紧货币叠加宽信用，经济企稳回升，债券市场持续下跌。

进入到 2018 年，监管重点由银行负债端转向资产端。过去几年间，银行理财、信托、证券资管和基金子公司在通过通道业务帮助银行承接表外非标资产，使得广义货币持续扩张：根据 Wind 数据，从 2012 年到 2017 年，M2 从 85 万亿扩张至 167 万亿，年复合增速为 12%；银行资产端从 113 万亿扩张至 250 万亿，年复合增速为 14.2%；银行理财规模从 4.5 万亿增长至 30 万亿，年复合增速为 37.2%。而资管新规明确提出“消除多层嵌套、抑制通道业务、实现净值化管理，打破刚性兑付”，正是对过去这种广义货币扩张行为进行整改。伴随着今年四月资管新规正式落地，银行尤其是表外理财非标资产开始进行压缩整改。社会融资增速从去年同比增长 12% 下滑至今年前五月同比 10.27%，其中委托贷款减少 6300 亿，而去年同期是增长 6000 亿。投融资类信托产品余额从 2017 年三季度最高 10.8 万亿缩减至 2018 年 1 季度 10.4 万亿。

表现在实体经济层面，基建投资下滑，地产融资持续收紧，地方政府平台融资收紧。目前经济的两大领先指标（地产销量增速和社会融资增速）均出现明显下滑。同时，伴随着金融监管进入资产去杠杆阶段，今年货币政策基调也有所变化，从去年的实质偏紧回归到中性，从保持流动性“合理稳定”微调至“合理充裕”。4 月以来央行连续降准，流动性边际上有明显的改善。因此，在宽货币叠加紧信用的格局下，利率债于年初触顶后震荡下行。六月份，十年国债收益率从 4.48% 下行至 4.20%。资金持续宽松，三个月股份制存单价格于六月中触及 4.4% 之后回落至 4.0% 附近。

但同时我们也需要看到的是，广义货币增速下行，不仅带来经济的下行压力，还会导致实体经济流动性紧缺，债务违约的风险显著上升。今年以来，已经发生了 25 起企业债违约事件，涉及金额 253 亿。目前高收益率债券（10% 以上收益率）规模已经超过 3000 亿，占债券市场规模 0.3%。展望下半年，信托到期规模 3.1 万亿，地产债下半年也进入到到期偿还高峰，未来存量债务到期违约的风险会继续上升。因此，今年债券市场信用债分化现象日趋明显。以 5 年期 AA 级城投债为例，六月份收益率从 6.35% 上行至 6.61%，而 5 年期 AAA 债券从 4.74% 下行至 4.65%。

展望后市，宽货币叠加紧信用的格局，预计持续利好利率债和高等级信用债，而融资持续收缩使得低等级信用债尾部风险持续上升，我们将持续做好信用风险防范，以中高等级信用债持有为主，辅以利率债进行波段操作。

## 专栏：从德国队出局说起

相比于持续低迷的 A 股市场而言，近日来激战正酣的世界杯显然更容易让人振奋。而作为四年一度的全球体育盛宴，本届世界杯也自然没有让大家失望，在奉献上一场场巅峰对决的同时也是话题性十足。其中最让人唏嘘的莫过于德国队在小组赛阶段的提前出局了，要知道德国队作为上届世界杯的冠军得主，在本届比赛中也被寄予了厚望，谁能想到卫冕冠军竟会在狼狈中黯然离场。不过在德国队意外出局的同时，像各位球迷一样难过的还有押注了德国队的彩民朋友们，他们一定也难以相信赔率极低、可以被用来托底的德国队竟会率先出局。

不过回过头来看，德国队小组赛出局并不是骤然发生的，从小组赛第一场负于墨西哥开始，德国队就暴露了在进攻端存在的问题，比如徒有控球、进攻转化率不高、回防速度慢等。到了小组赛第二场，尽管德国在伤停补时阶段完成绝杀强行续命，但全场来看进攻低效问题依然存在。然而在本场比赛后，各大博彩公司给出的赔率显示，德国队依然是本届世界杯的夺冠热门，也就预示着德国队在第三场战胜韩国似乎毋庸置疑。因此好像直到德国最终负于韩国的那一刻人们才肯相信德国队真实存在的问题。

我们知道，一个良性的博彩公司主要通过抽水来提取利润，因此对博彩公司给出的赔率而言，不仅要包含对比赛结果的预测，还要符合大众预期，这样才不会导致筹码被过多地集中到某一边，进而带来敞口。所以在德国队的小组赛进程中，即使博彩公司能够清醒认识到德国队存在的问题，并能得出德国队难以在本届世界杯前进很远这一结论，他们也不会再在赔率上作出太大的修正，因为他们知道绝大部分人都不会轻易地认识到这一点。这就好比温水煮青蛙，多数人无法在量变过程中认识并接受这一趋势，直至最终迎来质变。

仔细想来，我们在资本市场中何尝又不是这样，主动或被动地忽视掉一些高确定性的趋势性变化，进而过多沉溺于自以为是的规律性机会，最终导致投资业绩不达预期。所以我们不妨借鉴世界杯比赛胜负预测的经验，在洞察市场预期基础上，也要学会坚持理性投资、价值投资，这样才能在不被大众预期绑架的基础上，做出尽可能科学、理性的投资决策，也算是自我提升的一种尝试。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金数量化投资部 王联欣）

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。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。本周刊中专栏的观点、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。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。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场一期二座 17 楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfnfunds.com.cn