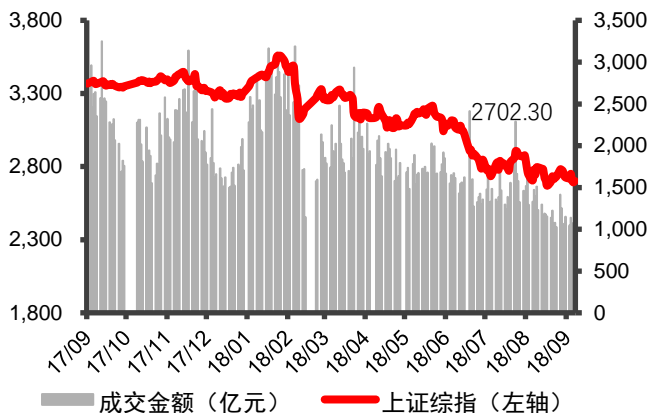


2018年9月10日

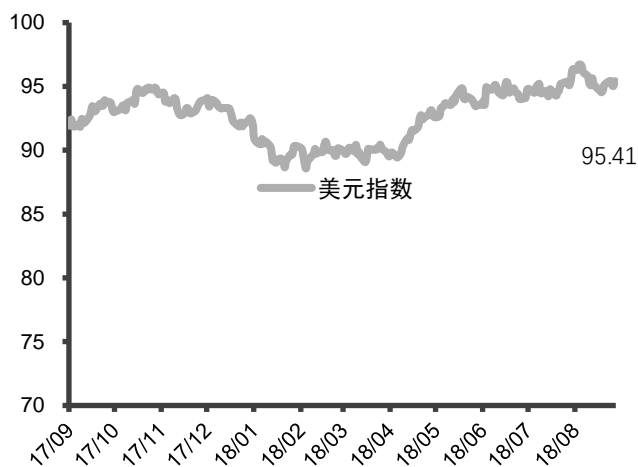
2018年第36期（总第710期）

## 基金视窗

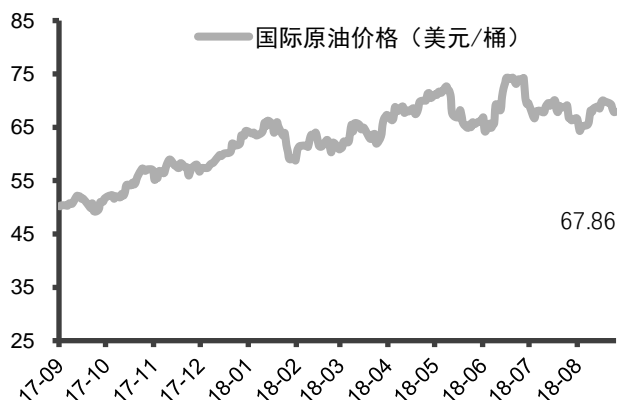
上证综合指数近一年走势图



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9月7日

## 基金经理论市：指数震荡走低，成交维持低迷

上周A股指数震荡走低，成交维持低迷，上证综指下跌0.84%，深成指下跌1.69%，创业板指下跌0.69%，中小市值股票相对跑赢大盘蓝筹。从中信行业分类看，涨幅较大的行业为国防军工、农林牧渔、煤炭、计算机，跌幅较大的行业为家电、电子元器件、轻工制造、建材。

当前中美贸易摩擦的升级仍然超出市场预期。上周五特朗普表示将对中国采取强硬的态度，并提出已经列好总金额为2670亿美元的商品清单并可能在短期内加征进口关税。当日白宫首席经济顾问库德洛也在媒体采访中表示，美国仍然在与中国继续谈判，明确“零关税、零壁垒、零补贴、停止知识产权盗窃，美国人的公司美国人自己拥有”的要价。预计中美贸易摩擦仍将持续影响市场。

下半年的国内经济增长可能会受到此前金融条件过紧、中美贸易摩擦久拖不决、结构性问题导致增长持续性偏弱等因素的影响，受制于政策调整的力度及时间，到目前为止仍未见到改善迹象。总体而言，当前市场估值、情绪均处于历史底部区域，但市场对未来经济增长、市场流动性等仍面临较大不确定性，市场情绪依旧低迷。重塑市场信心，需要在改革、经济增长等方面看到实质性的改善。

## 专栏：债券市场展望

2018年已基本过去四分之三，回顾下各大类资产的收益率。

大类资产	2018年初	目前	绝对收益率
A股（上证综指）	3305	2702	-18%
螺纹钢（指数）	3742	4205	12%
铜（LME现货）	7181	5883	-18%
十年国开债	95.67	99.05	4%
黄金（沪金指数）	278	267	-4%
原油（布伦特现货）	66.6	75.49	13%
3个月存单	4.6%	2.6%	--

数据来源：Wind；数据时间：截至2018年9月7日；

从上表可以看到，A股和有色商品铜在各大类资产配置中收益率垫底，-18%，有色商品铜更多地反应了全球商品的消费需求在逐步走弱。A股则受到中美贸易战、国内去杠杆等因素而下跌18%。而螺纹钢和原油，一个是国内环保限产叠加供给侧改革，一个是OPEC限产叠加伊朗供给收缩，两大资产均是供给收缩主导逻辑，收益率达10%以上。

而从债券来看，需求侧受到融资收缩为主导逻辑，叠加资金成本下降（以3个月存单价格作为观测指标），十年国开取得4%的收益。

目前债券市场的纠结之处在于经济是否发生了“滞涨”，以及宽货币向宽信用的传导进程。从螺纹钢和铜的走势背离，包括今年热卷轧钢比螺纹钢品种表现更差，都可以看出全球经济需求侧其实已经出现了下滑，经济下行压力加大。但是供给逻辑主导的螺纹钢、原油价格持续处于高位，这会进一步推高国内通胀预期，制约了央行继续放松货币的空间。同时下半年地方债加快发行，宽财政接力宽货币，也存在着推升通胀的可能性。因此从这个角度来看，利率债短期内方向不明，下行空间被抑制。

对于投资而言，更重要的是认清局限性，做确定性高的策略。在当下时点，经济层面供给收缩叠加需求下滑，哪一方何时会起主导因素尚属未知，我们能做的是等待趋势进一步明朗化。但同时，目前也有确定性高的策略，资金成本维持在低位是大概率事件，即对于债券投资而言票息策略占优。

如何看待未来资金成本走势，是否会出现大幅向上的可能性，我们的观测指标依旧是同业存单的发行情况，因为这代表了银行的短期负债结构是否健康。

（接下页）

同业存单市场概况（单位：亿元）

	国有商业银行			股份行			城商行			农商行		
	到期	新发	利率	到期	新发	利率	到期	新发	利率	到期	新发	利率
4月	1119	839	3.91	6172	5398	4.08	5573	6328	4.38	1883	2015	4.11
5月	672	1971	4.12	7057	8814	4.25	5696	6460	4.48	2425	2481	4.13
6月	1727	1453	4.36	1076 2	9621	4.40	6814	7389	4.63	2398	2002	4.38
7月	458	506	3.47	2880	4872	3.61	4735	4658	3.88	1560	1554	3.67
8月	1658	1880	3.22	7210	5969	3.14	5758	7388	3.42	2472	2082	3.24

数据来源：Wind；数据时间：2018年4月至8月；

通过我们前期的持续跟踪，在今年六月初时对存单的结论是：

从期限结构来看，2018年存单发行的期限要比2017年整体上一台阶。一方面是由于银行负债结构有所优化，对于短端资金需求力度下降。另一方面，进入2018年后，居民存款增加存在压力，银行端增加发行了长期限的存单，来持续优化负债结构。

今年银行端的负债结构较去年是明显优化的，从存单的供给端来说由于银行超储率明显提升至1.7%，因此供给是较为平稳的，体现在发行量来看基本新发与到期保持一致。

而从需求层面来看，在全社会风险偏好持续回落的背景下，货币基金规模持续扩张，对存单的需求持续增加。因此供给稳需求多的组合，使得存单在三季度呈现了量稳价跌的格局。

同时，观察三季度的存单发行情况，股份行在七月出现了新增少于到期量，同时三季度各类型银行的存单利差持续收窄，体现出银行间资金充裕，且银行负债端结构持续改善。

展望后市，风险偏好短期内难以出现明显修复，而银行端的负债结构是持续优化的，同时去杠杆过程中也需保持流动性合理充裕来防止发生系统性风险，维持金融稳定。因此从这几方面都可以看到未来资金成本维持低位稳定是比较确定性的结论。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 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。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