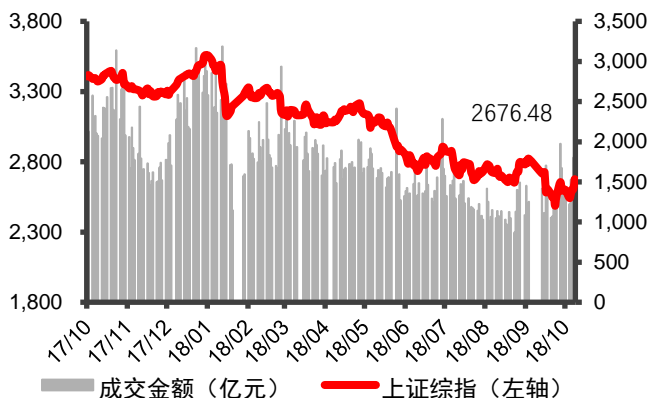


2018年11月5日

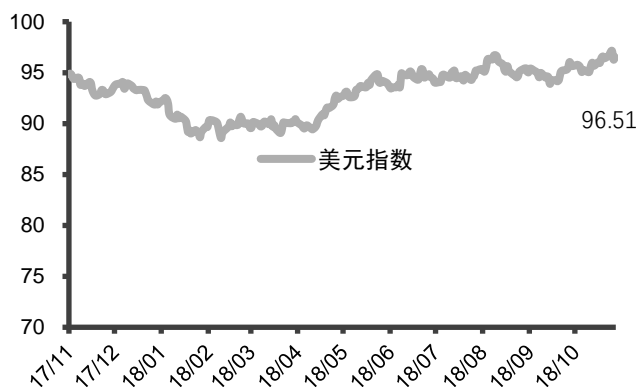
2018年第43期（总第717期）

基金视窗

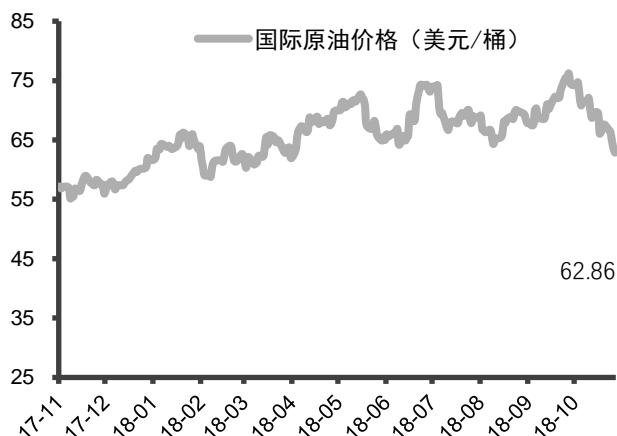
上证综合指数近一年走势图



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11月2日

基金经理论市：

积极信号频现，市场悲观预期迎来修复

上周A股市场迎来反弹，上证综指涨2.99%，深成指涨4.83%，创业板指涨6.74%。在国内外积极信号的作用下，市场情绪迅速修复，前期超跌板块的反弹幅度尤为显著。从中信行业分类看，涨幅较大的行业是餐饮旅游、医药和电子元器件，涨幅靠后的行业是煤炭、银行和食品饮料。

上周在内部及外部密集出现了积极信号。国内方面，10月30号监管层盘中喊话，围绕资本市场改革对上市公司质量、交易环节以及增量资金做出表态与安排。10月31日政治局会议指出目前经济下行压力上升为更加重要的矛盾点。11月1日习近平总书记主持召开民营企业座谈会，肯定了民营经济的重要地位和作用，强调将在税收和融资等方面为民营经济营造更好发展环境。国际方面，中美最高领导人在电话会议中，对中美经贸关系以及半岛政治局势部分达成一致，中美关系有望回到“在对话中寻求一致”的轨道上，年内最大外部风险有望缓解。

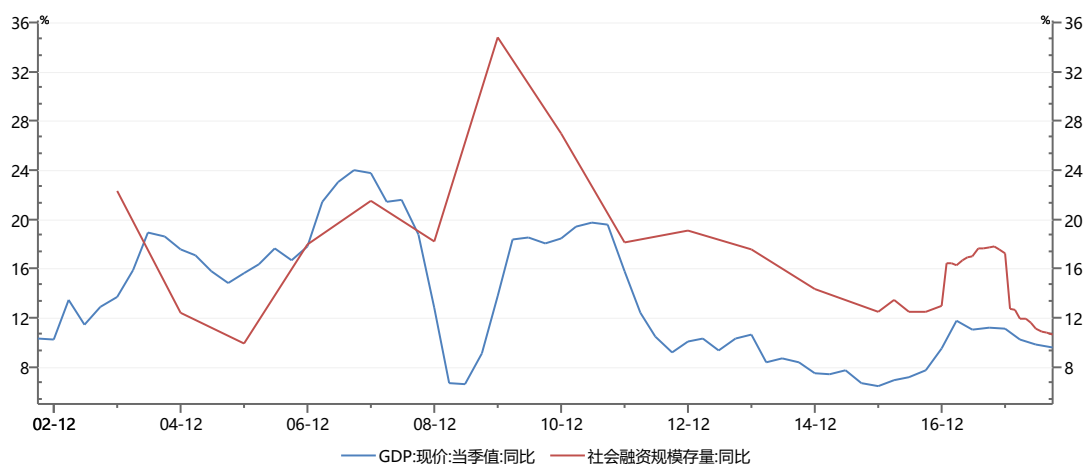
市场方面，资本市场在政策带动下渐渐回暖，在近期A股市场和人民币汇率价格已有体现。市场短期或迎来修复行情，从边际改善的角度看，关注前期跌幅较大的中小创优质成长股。风险方面，关注下周美国中期选举以及国内政策的落地情况。

债市直通车：债券市场展望

在 2009 年之前，GDP 增速和社融增速基本保持一致。当时的经济增长主要依靠制造业和出口。2007 年消费、资本、净出口占 GDP 比重为 50:41:9，而 2017 年这三者比重为 54:44:2，净出口占 GDP 比重持续下降。

在 2008 年金融危机之后，经济增长模式发生了转变，开始依赖债务扩张以地产和基建来发展经济，因此 2009 年开始社融增速持续高于 GDP 增速。这就造成了融资需求和经济增长的不匹配。以 2013 年为例，当年经济增长速度出现下行，融资需求依旧保持旺盛。

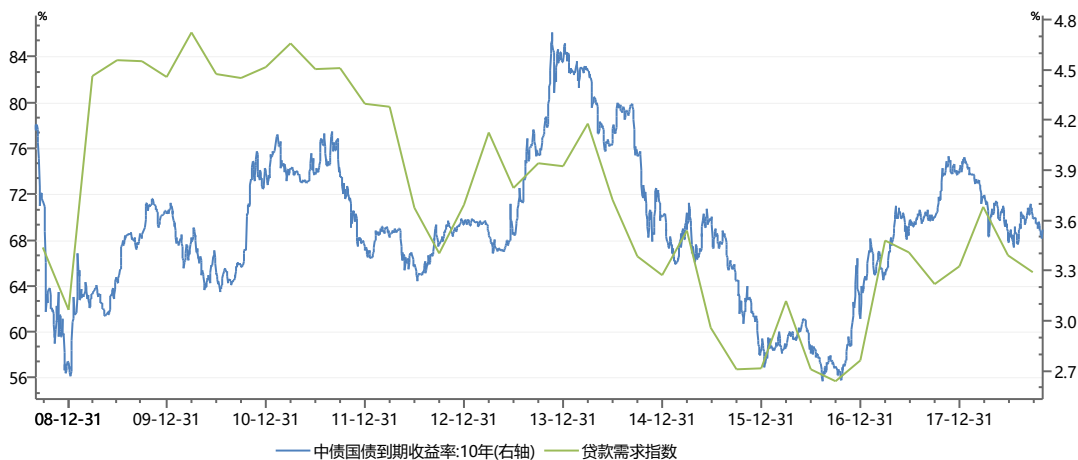
而这种纯依靠地产和基建的债务增长模式从长期来看是不可持续的，地价的上涨挤压了产业链利润，实业出现空心化迹象。同时债务杠杆的上升，也增加了系统性风险。进入到 2017 年之后，宏观层面稳杠杆乃至去杠杆，使得社融增速与 GDP 增速逐步收敛。



数据来源: Wind

数据时间: 2002 年 10 月至 2017 年 11 月;

利率变动的本质就是资金价格的变动，过去这种依赖债务融资的模式使得经济基本面即使在出现下滑时（2013 年），企业有大量存量债务，为了维持杠杆和债务继续以高利率的方式进行融资，从而保证资金链不发生断裂。因此其实从 2013 年之后，名义 GDP 变动与利率债走势出现了背离，利率的走势就更多的与贷款需求指数相关。



数据来源:中国债券信息网 Wind

数据时间: 2008 年 9 月至 2018 年 10 月;

因此,从中短期来看,中国的这种依赖债务模式不发生变革的情况下,利率走势会更多的与贷款需求相关,即由可以容忍高利率的边际需求所决定。这个观察指标可以参考银行公布的贷款需求指数或者非标(委托贷款、信托贷款)收益率走势。非标利率(2年期非证券投资类信托收益率)从今年年中触及最高点 8.2%后开始下滑,同时规模也在持续收缩。今年以来委托贷款和信托贷款规模从去年年底 22.5 万亿收缩至 20.88 万亿,降幅为 7.2%。

对债券市场而言,目前贷款需求在下行,货币宽松格局维持。7、8月央行持续加强信贷,疏通货币政策传导机制,但在经济整体承压情况下信贷增长力度明显趋弱。所以综合来看,贷款需求短期内企稳回升概率不大,更有可能是趋势性下行。

长期来看,中国经济的发展模式大概率会发生改变,不走债务融资扩基建、地产的老路,而是面向制造业、高新科技,融资方式也将更依托于直接融资,收益率水平也会整体向发达经济体的利率体系靠拢。

专栏：从历史看黄金珠宝行业投资机会

回顾我国珠宝行业发展，大致可以分为三个阶段：上世纪 80 年代的停滞阶段，1990-2000 年的快速发展阶段，以及 21 世纪以来的加速发展阶段。黄金珠宝行业在 2014 年进入调整期，并在 2016 三季度看到高端消费抬头向上，珠宝行业亦有回暖迹象，步入新一轮增长恢复期。本文旨在回顾我国珠宝行业发展的历程，并展望未来，从中发掘当前经济滞涨预期下黄金珠宝行业的投资机会。

上世纪 80 年代，我国珠宝行业处于停滞状态，经过近十年的培育期，从 1990-2000 年珠宝行业迎来快速发展阶段，周大福，周生生等一大批珠宝企业开始进入中国市场，生产能力和市场需求均大幅提升。进入 21 世纪，在黄金的牛市和国内超级通胀周期的强力带动下，2003-2013 年我国珠宝行业进入“黄金十年”，行业年销售复合增速保持在双位数，其中 2011 年同比增速高达 29%，2013 年销售额达到 5606 亿元。于此同时，随着市场进入者增加，产品同质化严重，企业间价格战频繁，行业的高速增长进入向下通道，随后在经济增速放缓和金价下跌及政策收紧等因素影响下，在 2014 年销售增速从此前的“黄金十年”骤降至 1.24%。2015 年行业连续不振，行业面临闭店潮和繁荣过后的调整期。不过，从 2016 年三季度开始，高端消费回暖，珠宝行业增速提振，步入了一轮新的增长恢复期。在经历了短暂的困境期后，行业重新洗牌，从粗放式增长转变为需求调整带来的结构性变革，本轮行业周期的开启，我们可以看到品质化和品牌化成为了新时期的主题。

展望未来，中国经济趋稳且工资收入增速回升，房价稳定且人均居住面积可观，消费增速系统性下行概率低等因素均支持我国居民的中长期消费升级需求。美国经验显示，人均珠宝消费与可支配收入基本同步提升。1970 年美国人均 GDP 达 5000 美元，国内珠宝行业进入高速增长期，1970-2000 年人均珠宝消费年复合增长率 8%。对比来看，我国 2015-2016 年多省人均 GDP 突破 5000 美元，未来整体受益于居民可支配收入、人均 GDP 稳定增长以及消费升级趋势不改的逻辑，珠宝消费空间广阔。

总体而言，珠宝行业受益消费升级，预计未来三年行业复合增速有望达到 15%以上，且叠加目前宏观经济的不确定性带来对黄金珠宝等的避险需求短期内快速增长，在当前时点可以关注黄金珠宝行业的投资机会。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金研究管理部 李溪）

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。