

上投摩根 每周市场洞察报告

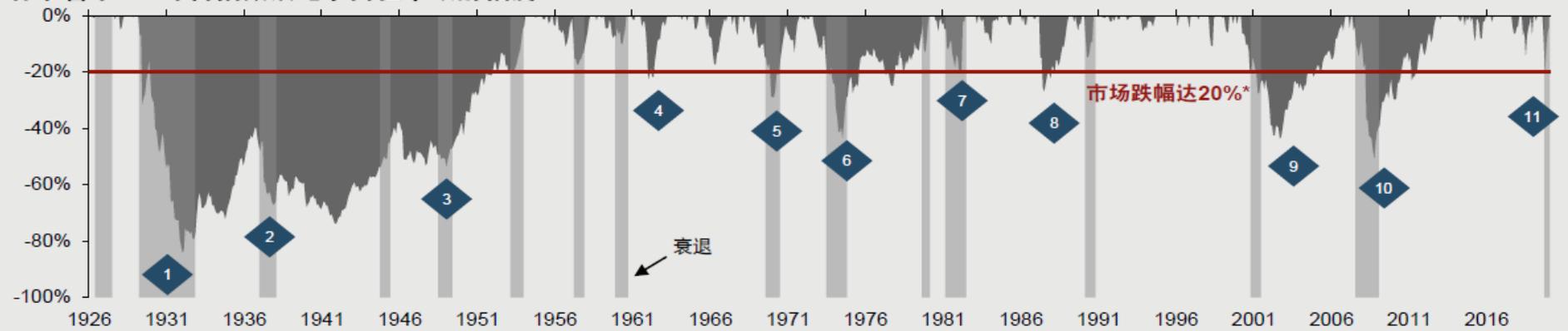
2021年4月12日

每周洞察

- 每周图观
- 数据纵览
- 市场观察
- 大咖观市
- 趋势跟踪

每周图观：市场波动实属正常，不要因此而动摇

标准普尔500综合指数从纪录高位下跌的幅度



牛市与熊市特征	熊市				宏观环境				牛市			
	市场调整	市场高峰	熊市回报	持续时间 (月数)	市盈率低谷	衰退	大宗商品价格急升	美联储激进紧缩政策	估值过高	牛市开始时间	牛市回报	持续时间 (月数)
1 1929年股灾	1929年9月	-86%	32		◆			◆	1926年7月	152%	37	
2 1937年美联储紧缩政策	1937年3月	-60	61		◆		◆	◆	1935年3月	129	23	
3 二战后调整	1946年5月	-30	36		◆			◆	1942年4月	158	49	
4 1962年调整、古巴导弹危机	1961年12月	-28	6		◆			◆	1960年10月	39	13	
5 1970年科技股大跌	1968年11月	-36	17		◆	◆	◆	◆	1962年10月	103	73	
6 滞胀、石油输出国组织实施石油禁运	1973年1月	-48	20		◆	◆		◆	1970年5月	74	31	
7 沃尔克紧缩政策	1980年11月	-27	20		◆	◆	◆	◆	1978年3月	62	32	
8 1987年股灾	1987年8月	-34	3	9.6倍	◆			◆	1982年8月	229	60	15.2倍
9 科技股泡沫	2000年3月	-49	30	13.8倍	◆			◆	1990年10月	417	113	24.7倍
10 全球金融危机	2007年10月	-57	17	10.2倍	◆	◆	◆		2002年10月	101	60	15.1倍
11 新冠肺炎疫情	2020年2月	-34	1	13.3倍	◆				2009年3月	401	131	19.1倍
平均值	-	-44	23						-	169	57	

资料来源：FactSet，美国国家经济研究局，Robert Shiller，标准普尔，摩根资产管理。反映截至30/09/20。的最新数据。*熊市指市场按月较之前高位下跌达20%或以上。衰退期使用美国国家经济研究局的商业周期日期界定。大宗商品价格急升指油价大幅上升。估值过高期间指标准普尔500指数的动态市盈率倍数比长期平均值高约两个标准差的期间。美联储激进紧缩政策指美联储收紧货币政策的行动超出市场预期及/或幅度较大。所示市盈率高峰及低谷为未来12个月动态市盈率。

数据纵览:全球主要资产表现回顾

全球股票指数

	过去一周%	今年至今%	过去一年%	过去三年%
MSCI全球	2.0	7.5	47.9	37.8
MSCI发达市场	2.4	8.2	47.7	41.2
MSCI新兴市场	-0.6	3.0	49.9	14.4
MSCI亚太不含日本	-0.2	3.8	50.9	21.6
MSCI欧洲	2.3	6.5	41.6	10.5
标普500	2.7	9.9	48.0	58.0
上证综指	-1.0	-0.6	22.1	10.0
英国	2.6	7.0	18.4	-3.9
德国	0.8	11.0	44.2	24.2
香港	-0.8	5.4	18.1	-5.1
日本	-0.3	8.5	53.9	37.3
澳大利亚	2.4	6.2	29.8	20.4
韩国	0.6	9.0	70.6	28.1
台湾	2.1	14.9	67.3	55.4
印度	-0.9	3.9	59.2	46.8
俄罗斯	-3.3	2.2	22.7	29.5
巴西	2.1	-1.1	51.5	41.2

资料来源: Wind, Bloomberg; 数据截至 2021/4/9

债券指数

	收益率	过去一周	过去一月	今年至今
10年美债收益率 (bps)	1.67	-5.00	12.00	74.00
10年中债收益率 (bps)	3.21	1.08	-3.57	6.92
中证全债指数 (%)	-	0.0	0.2	0.1
中证国债指数 (%)	-	0.0	0.3	-0.1
中证国开债指数 (%)	-	0.0	0.2	-0.3
AAA信用债指数 (%)	-	0.0	0.1	0.0
AA信用债指数 (%)	-	0.0	0.1	-0.4
中证转债 (%)	-	0.4	2.0	0.4

大宗商品和另类

	过去一周%	过去一月%	过去三月%	今年至今%
布伦特原油	-2.8	-6.6	12.6	21.7
伦铜	1.6	1.7	9.8	15.0
CRB商品指数	1.2	4.0	13.9	15.2
COMEX黄金	0.9	1.6	-5.0	-8.0
COMEX白银	1.5	-3.3	2.8	-4.1
富时发达市场REITs	1.0	5.1	12.2	23.6

外汇

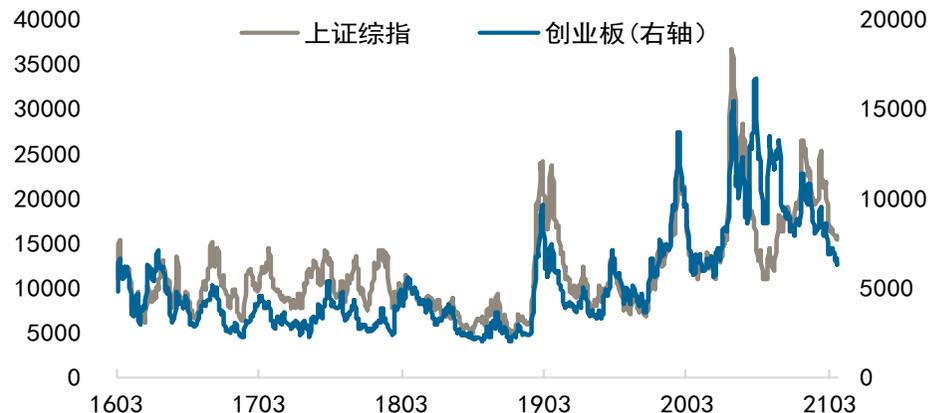
	过去一周%	过去一月%	过去三月%	今年至今%
离岸人民币兑美元	-0.3	0.6	1.4	0.9
美元指数	-0.9	0.2	2.3	2.5

数据纵览：中国主要指数及行业表现回顾

市场指数

	过去一周%	今年至今%	过去一年%	过去三年%
上证综指	-1.0	-0.6	22.1	10.0
沪深300	-2.4	-3.4	32.8	30.7
中证800	-1.9	-2.7	29.3	24.0
中证500	0.1	-0.5	19.0	5.1
中小板指	-2.5	-6.9	29.7	22.6
创业板指	-2.4	-6.2	39.4	51.1
恒生指数	-0.8	5.4	18.1	-5.1
恒生国企	-2.1	2.2	11.9	-9.1
中概股1)	-3.0	-0.7	65.5	47.1
MSCI中国	-2.2	-0.1	38.2	20.8

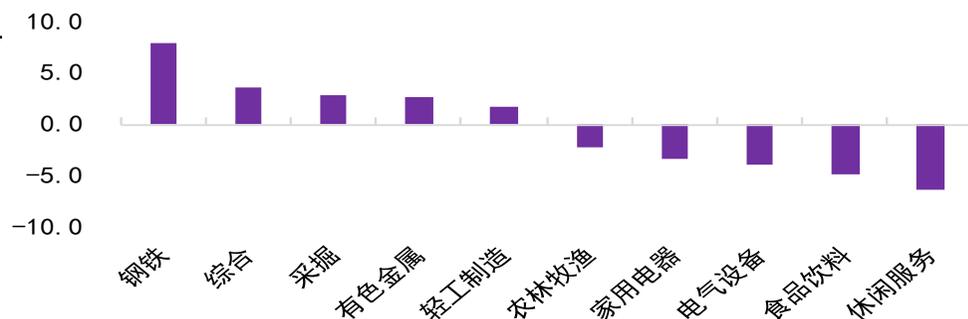
上周成交量（亿元）



风格指数²⁾

	过去一周%	今年至今%	过去一年%	过去三年%
大盘成长	-4.0	-2.9	59.0	66.9
大盘价值	-1.8	0.7	21.6	11.9
中盘成长	-0.2	-1.1	30.4	22.8
中盘价值	0.4	4.9	20.2	-0.2
小盘成长	0.6	1.7	24.8	3.8
小盘价值	1.3	6.3	25.8	5.5

上周行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind；1) 纳斯达克中国金龙指数；2) 巨潮风格系列指数。数据截至 2021/4/9

市场观察(1) A股

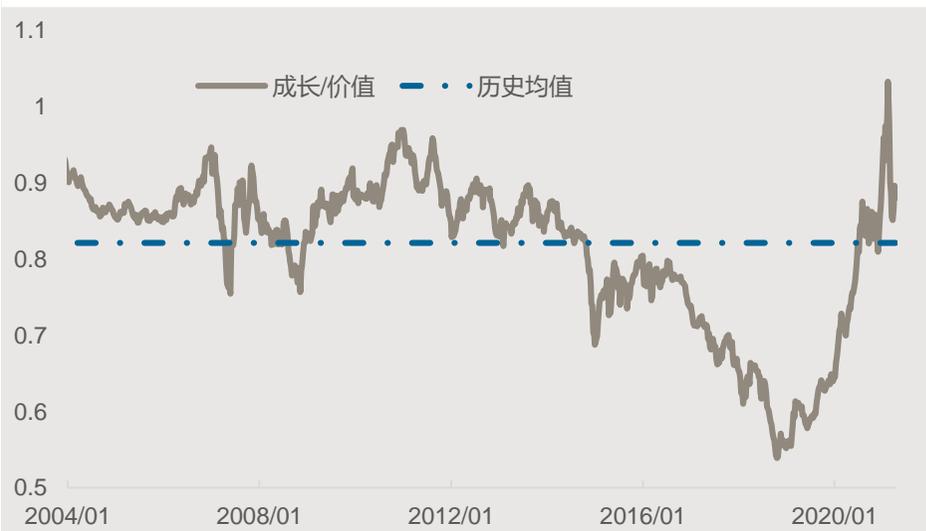
3月通胀超预期，顺周期行业兑现亮眼业绩

- **3月通胀超预期，但尚不会引发政策转向：**国家统计局9日发布的数据显示，3月CPI和PPI均超市场预期。主要受汽油价格上涨等非食品项的带动，CPI由2月份的下降0.2%，转为上涨0.4%；低基数叠加大宗商品涨价，推动PPI同比增长4.4%，增幅比2月扩大2.7个百分点。从当前原油及其他主要大宗商品价格相较于去年同期的涨幅来看，短期通胀仍有上行压力。但整体而言压力可控，且近期通胀的回升也与低基数和全球经济复苏背景下企业补库存有关。决策者也已多次重申“政策不急转弯”，因此不必过度担忧。
- **一季报预告兑现亮眼业绩，顺周期行业再次领涨：**从乐观的角度看，通胀上行时期，往往伴随着企业盈利加速增长，尤其是如果通胀上行却没有引发货币政策转向，此种环境对股票市场较为有利。随着一季报预告逐渐披露，本周钢铁（周涨8%）、采掘（周涨2.9%）、有色（周涨2.8%）等兑现亮眼业绩的顺周期板块再度领跑申万28个一级行业。经过近2个月的风格再平衡，此前两年成长股大幅超赢的情形得到了纠正，部分长期前景广阔的成长性行业和优质公司的相对配置价值重新开始显现。

通胀上行时期，往往伴随着企业盈利加速增长



近2个月风格再平衡后，成长与价值股的比值回到历史均值附近



资料来源：万得，（左）数据区间2000.01-2021.02，（右）数据区间2004.01.01-2021.04.09，成长为国证成长指数，价值为国证价值指数

市场观察(2) 海外

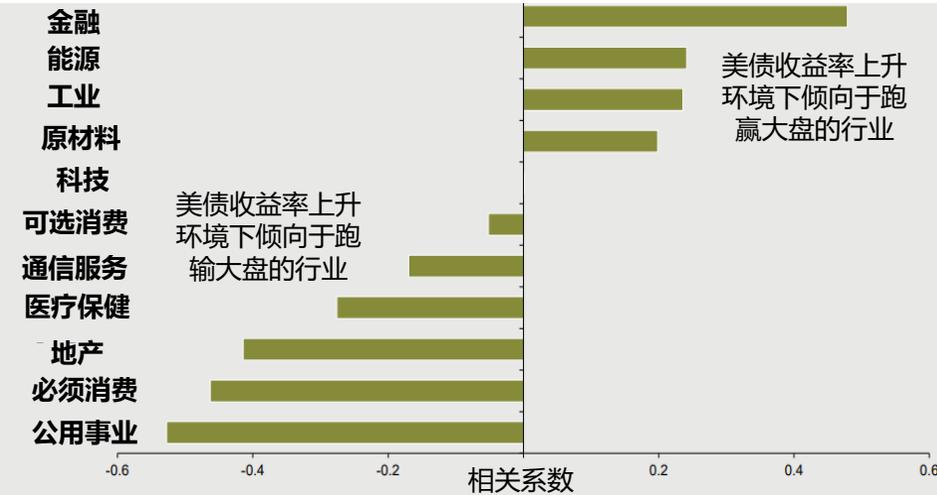
IMF再次上调全球增长预测，复苏环境利好风险资产

- **IMF再次上调预测，今年全球增长或创50年新高：**主要受美国大规模刺激计划推动，国际货币基金组织(IMF)在其最新的季度《世界经济展望报告》中再次上调全球经济增长预期，预计今年全球经济将增长6%，为1970年代以来最快。IMF预计，2021年美国经济增长6.4%，为1980年代初以来的最快增速。此外，IMF将中国2021年的增长预测上调了0.3个百分点至8.4%。与此同时，美联储3月会议纪要显示，决策者们仍对新冠疫情的持续风险持谨慎态度，并承诺在复苏更加稳固之前，继续支撑经济。
- **复苏仍是今年主旋律，风险资产有望受益：**今年至明年全球经济有望延续复苏态势，在大规模刺激方案出台及相对顺利的疫苗施打进程下，美国经济将于上半年引领全球增长，而欧洲等其他区域可望于下半年迎头赶上。尽管有大规模的刺激政策出台，但预计2021年通胀增长仍可控。且根据美联储此前释放的表态，即便核心通胀升至目标之上，其也不太可能释放紧缩信号。在当前经济及政策背景下，风险资产有望受益，包括股票与信用债券，股票方面关注景气循环及风格轮动机会。

一季度美股出现风格轮动，科技股和成长股十年来首次同时跑输



过去十年标普500一级行业表现与十年期美债收益率的相关系数



资料来源：摩根资产管理，彭博，（左）2021年数据为截至3月31日的季度数据，（右）仅统计了相关指数的价格回报，不包含股息回报，数据截至2021年3月31日

市场观察(3) REITs

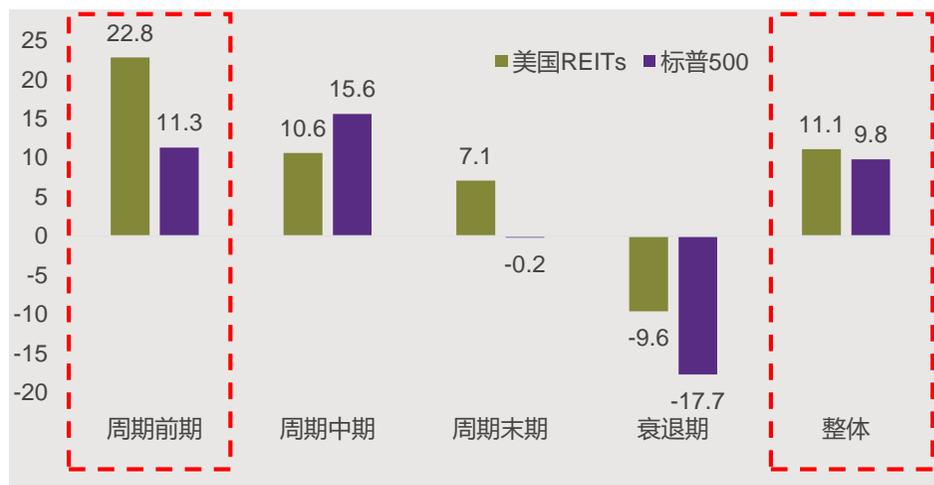
疫苗加速施打提振复苏预期，REITs中长期配置价值凸显

- **美国疫苗加速施打，强化经济复苏预期：**美国总统拜登本周宣布美国疫苗接种计划再度加速，预计将在4月19日实现疫苗接种全面开放，较原先目标提前了2周。上周拜登政府还宣布了规模近2万亿美元的基建投资计划。疫苗加速施打和基建计划出台，均有望促进美国加速复苏，房地产投资信托（REITs）等疫情受挫资产有望受益。截至一季度末，标普500为代表的美股已经走出疫情的重创、创出历史新高，而REITs距离疫情前高点仍有较大差距。
- **多因素提振，REITs中长期配置价值凸显：**历史上来看，REITs长期表现不输美股，但过去一年表现相对落后，主因其处业态在疫情期间的受创更重，尤其是与大消费相关的娱乐、餐饮、医疗、商场等物业类型。展望后市，疫苗加速接种促进经济复苏，各类物业的出租率、租金收入有望持续恢复。尽管利率有所回升，但绝对水平并不高，大部分REITs的财务状况依然健康，负债率及负债成本都处于低位，利息覆盖倍数已恢复至疫情前水平。最后，因美国要求REITs必须将90%以上的利润用于分红，截至一季度末美国REITs约6%~7%的分红收益率颇具吸引力。综上，当前REITs资产的中长期配置价值凸显。

过去一年，美国REITs表现落后于美股



1991-2018年间美国REITs和股票在周期不同阶段的年化回报表现 (%)



资料来源：美国REITs为富时美国权益类REITs指数，（左）彭博，数据区间2019.04.01-2021.03.31；（右）世界大型企业联合会、美国国家经济研究局(NBER)、汤森路透、Cohen & Steers，周期阶段根据世界大型企业联合会同步指数(CBCI)和NBER的报告划分：周期前期为CBCI加速阶段(1991.03-1994.12, 2001.11-2004.12, 2009.06-2011.01)，周期中期为CBCI稳定阶段(1995.01-2000.04, 2005.01-2006.09, 2011.02-2018.12)，周期末期为CBCI的减速阶段(2000.05-2001.02, 2006.10-2007.11)，衰退阶段由NBER定义(1991.01-1991.02, 2001.03-2001.10, 2006.10-2011.07)

大咖观市：高于趋势的增长有望延续，资产配置加码风险性资产



John Bilton

摩根资产管理董事总经理、摩根多重资产团队全球多重资产策略主管

资料来源：摩根资产管理

高于趋势的增长可望延续至明年：我们预期今年至明年全球经济可望延续高于趋势的增长。其中，在大规模刺激方案出台及相对顺利的疫苗施打进程下，美国经济将于上半年引领全球增长。然而，其他区域可望于下半年迎头赶上，如：近期疫苗延迟配送的欧洲，可望于今年晚些时候见到经济加速增长。

预期通胀将上扬，但核心通胀仍可控：鉴于去年同期较低的基期，我们预期第二季和第三季通胀的波动将上升，但预期一些结构性因素，如：全球化、科技应用等，将使得核心通胀处于低位。因此即使有大规模的刺激政策出台，预期2021年通胀增长仍可控。我们认为即便核心通胀升至目标之上，美联储仍不会释放紧缩讯号。2021年底，美联储可能传达于明年逐步减少购债的信息，但预期美联储至少于2023年前应会维持利率不变。

整体投资组合仍建议加码风险性资产，股票建议关注景气循环及风格轮动机会：在当前经济及政策背景下，在整体资产配置方向仍建议加码风险性资产，包括股票与信用债券，但认为景气循环初周期已过，预期资产报酬表现将回归常态。相较评价扩张，我们认为2021年获利增长将为趋动股票表现的主要因素。股票方面，我们偏好和景气联动较高的产业及区域，以及价值风格，如：美国小型股、欧洲及日本股票。而和利率有正面联动的产业如：金融，也有评价回升的空间。

债券相对看好信用债，减码利率债和现金：由于我们认为债券报酬将主要来自于收益，因此在债券方面，相较投资等级债券，更为偏好高收益债券。在主权债方面，建议减码利率债，特别是美国公债，鉴于美联储似乎没有意愿采取行动应对收益率走扬。

乐观看待经济前景，亦关注相关风险：我们认为相关风险包括不合理地撤销刺激措施中断经济复苏、经济重启后消费者仍保持谨慎，或疫苗分配不均恶化为广泛的贸易争端。

其他观察

■ 美国财长叶伦公布企业加税计划细节，15年增收约2.5万亿美元

美国财政部长叶伦公布了企业税增税计划细节，这与美国总统拜登的2.3万亿美元基础设施投资有关。她表示，这项计划旨在通过遏制避税行为，将在15年内增加约2.5万亿美元的收入。叶伦的计划依赖于与主要经济体谈判将全球最低企业税率设定为21%，并针对美国最大型企业的“账面”收入设定15%的最低税率。

■ 美国2月贸易逆差创新高，受经济提速影响今年逆差或居高不下

美国2月贸易逆差劲升至纪录高位，因美国经济活动反弹速度快于全球竞争对手，且大规模财政刺激计划料将刺激经济以近40年来最快速度增长，今年贸易逆差可能居高不下。美国2月贸易逆差跃升4.8%，至711亿美元的创纪录水平。路透访查的经济学家此前预计逆差为705亿美元。商品贸易逆差也触及纪录最高水平。2月出口下降2.6%至1,873亿美元；2月进口下滑0.7%，至2,583亿美元。

■ 美国2月职位空缺数创两年最多，但裁员和自愿辞职人数小幅增加

美国2月职位空缺升至两年高位，招聘情况也有所改善，因疫苗接种加速之际，国内需求增强，且受额外财政刺激措施推动，企业需要更多工人。2月衡量劳动力需求的职位空缺增加26.8万个，达到740万个。这是自2019年1月以来最高，使目前职位空缺比大流行前的水平高出5.1%。

■ 中国3月外汇储备31700.3亿美元，较前值下降350亿美元

中国3月外汇储备31700.3亿美元，预期31780亿美元，前值32049.9亿美元。外汇局新闻发言人王春英表示，3月，国际金融市场上，受新冠肺炎疫情和疫苗进展、主要国家财政政策及货币政策预期等因素影响，美元指数上涨，主要国家债券价格有所下跌，全球股市总体上涨。汇率折算和资产价格变化等因素综合作用，当月外汇储备规模下降。

资料来源：路透，彭博

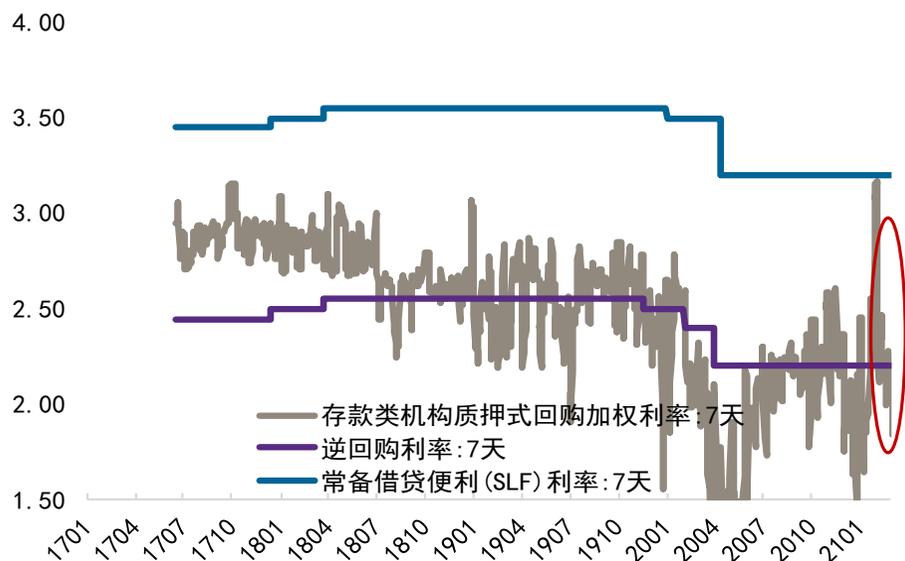
大事前瞻：本周主要国家议程、经济数据

事项	日期	重点摘要
央行议程		
	4月12日	欧元区2月零售销售
	4月13日	中国3月金融数据、美国3月财政赤字、德国4月ZEW经济景气指数、美国3月CPI与PPI
经济数据	4月14日	美国3月炼油厂加工量、欧元区2月工业生产指数、美国3月进出口价格指数、美国4月9日当周AIE原油库存、
	4月15日	德国3月CPI数据、美国3月零售销售、美国4月03日当周首次申请失业金人数、美国3月工业产出、美国2月商业库存、4月NAHB住房市场指数
	4月9日	中国3月主要经济数据、中国一季度GDP、欧元区2月贸易帐、美国3月新屋开工、美国4月密歇根大学消费者信心指数
其他		

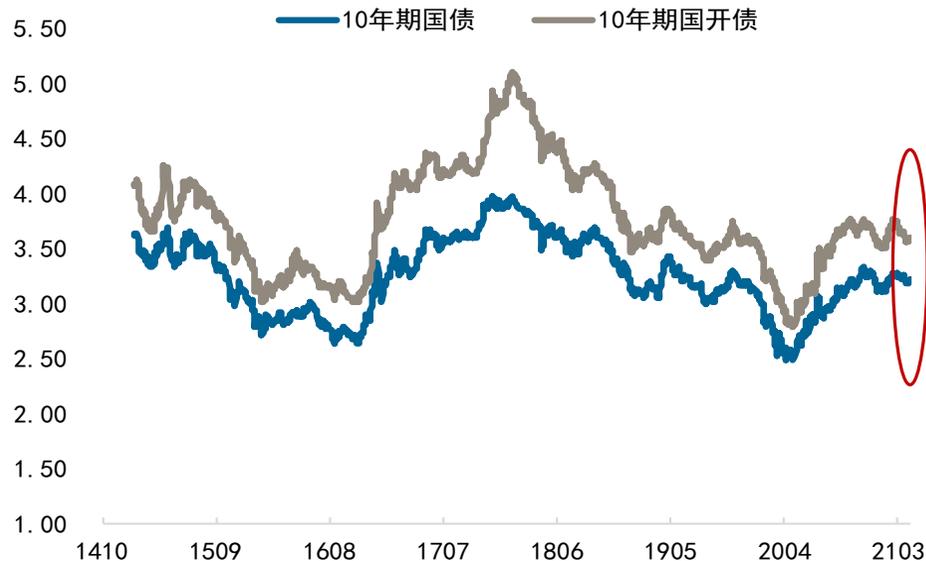
趋势跟踪：市场利率下行，国债收益率上行

- 截至 2021/4/9，存款类机构7天质押式回购利率较前一周下降12.5个bps
- 10年期国债和国开债收益率分别较前一周上升1.1个bps和0.2个bps

中国利率走廊



中国10年期国债收益率

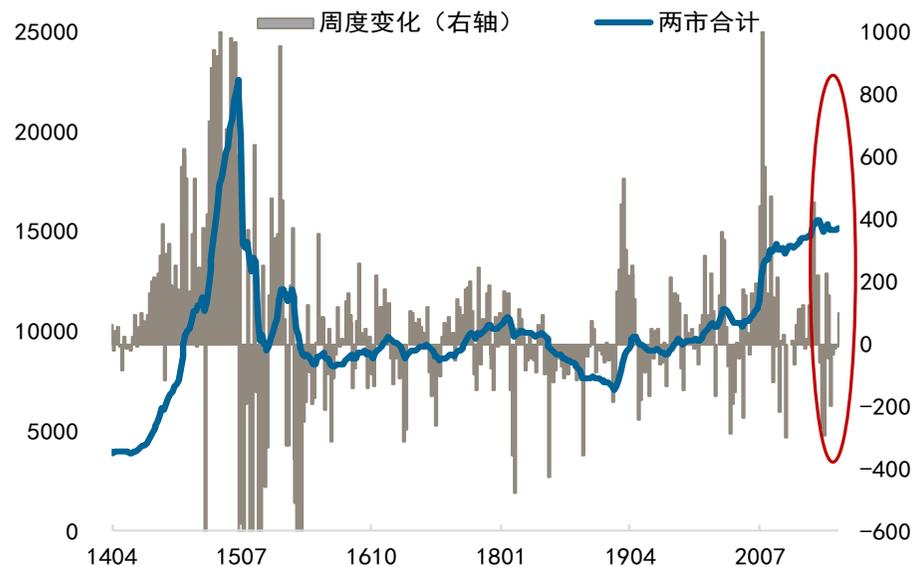


资料来源：Wind, Bloomberg；数据截至 2021/4/9

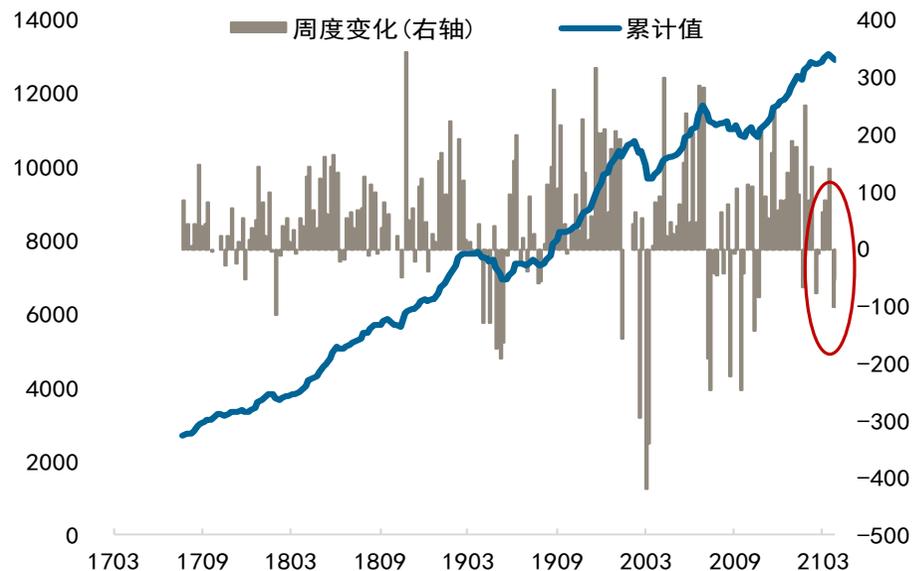
趋势跟踪：融资余额上升，北上资金净流出

- 截至2021/4/9，融资余额较前一周上升98.2亿元
- 沪深港通北上资金上周净流入53.3亿元，显示外资流出A股市场

融资余额（亿元）



北上资金（亿元）



资料来源：Wind, Bloomberg; 数据截至2021/4/9

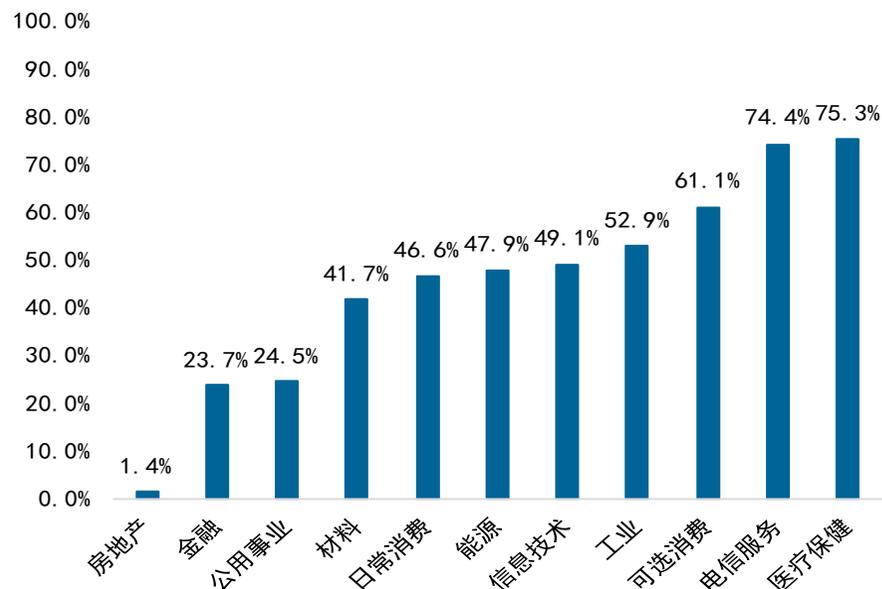
趋势跟踪:A股估值结构分化

- 截至2021/4/9，中证800指数估值为16.4倍
- 房地产、金融、公用事业等行业估值仍在相对低位

中证800指数估值（倍）



A股主要行业动态市盈率分位数*



资料来源：Wind，右图行业分类为wind一级行业；数据区间：1999.12.31-2021/4/9

*注释：右图市盈率分位数的测算方式为以过去20年行业的历史最低估值为0%，并以最高估值为100%建立坐标轴。按照当前估值给予分位数。

2021年二季度焦点基金

波动中宜稳健航行，把握入市好时机

布局A股成长潜力

新兴动力基金
(377240)

高集中高成长
长期爆发力可期

科技前沿基金
(001538)

布局长线核心资产
回避短期市场噪音

核心优选基金
(370024)

挖掘结构性机遇
追踪中国发展趋势

成长先锋基金
(378010)

把握成长机会
注重均衡配置

均衡布局攻守有道

大盘蓝筹基金
(376510)

行业个股分散布局
追求持续超赢

双核平衡基金
(373020)

追求股债平衡
长期收益稳健

多元配置争取稳收益

安隆回报基金A
(004738)

投资理财新招式
多资产严控风险

摩根亚洲总收益债券
基金* (968000)

网罗收益机遇
尽显亚债实力

上投摩根双核平衡基金成立日期为2008-05-21，基金业绩比较基准为沪深300指数收益率*50%+上证国债指数收益率*50%，2020年、2019年、2018年、2017年、2016年累计净值回报分别为62.43%、56.58%、-22.15%、14.35%、-8.32%，对应区间的基金业绩比较基准增长率分别为15.44%、20.21%、-9.85%、11.22%、-3.95%。上投摩根双核平衡基金历任基金经理为芮崑(20080521-20091024)、梁钧(20080521-20090613)、罗建辉(20091024-20150130)、卢扬(20141030-20151120)、陈思郁(20150804至今)、李德辉(20180330-20190719)。*投资涉及风险。投资前请参阅销售文件所载详情，包括风险因素。投资价值及收益可出现波动，投资者的投资并无保证，过去的业绩并不预示未来表现。汇率波动可导致有关海外投资的价值升跌。新兴市场投资的波动程度或会较其他市场更高，并通常对价格变动较敏感，而投资者的资本损失风险也因此而较大。本文件所述摩根亚洲总收益债券基金为内地与香港基金互认中获得中国证监会正式注册的香港基金，在内地市场向公众销售。该基金依照香港法律设立，其投资运作、信息披露等规范适用香港法律及香港证监会的相关规定。摩根基金（亚洲）有限公司是本文件所载的基金的基金管理人。上投摩根基金管理有限公司作为本文件所述基金在中国内地发售的主销售商及代理人刊发本文件。本文件并未由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会审阅。

上投摩根

基金 管 理

风险提示：投资有风险，在进行投资前请参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件。本资料为仅为宣传材料，不作为任何法律文件。基金管理人承诺以诚实信用，勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对新基金业绩表现的保证。上述资料并不构成投资建议，或发售或邀请认购任何证券、投资产品或服务。所刊载资料均来自被认为可靠的信息来源，但仍请自行核实有关资料。投资涉及风险，不同资产类别有不同的风险特征，过去业绩并不代表未来表现。本演讲稿属于上投摩根基金管理有限公司所有，未经同意请勿引用或转载，投资前请参阅销售文件所载详情，包括风险因素。观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。