

21世纪经济报道记者 施诗 见习记者李依农 上海报道

今年以来，A股市场在经历震荡回调后，自5月起逐步回暖企稳。A股是否已经度过至暗时刻？在全球货币政策分化的背景之下，A股未来行情将何去何从？2022年剩余时间里，投资者需要关注哪些投资机会？

摩根大通亚洲及中国股票首席策略师刘鸣镝近日在接受《全球财经连线》独家专访时表示，尽管美联储开启加息周期、中国人民银行开始降准，但是中美利率水平出现倒挂的概率较低。

不过，她指出，由于离岸与在岸的互动性较强，海外整体市场的波动对A股有所影响。

刘鸣镝补充称，一季度A股表现较为艰难，但A股已经度过最糟糕的阶段，其估值目前处于低位。摩根大通今年将整体看好A股与港股，也建议国际机构提高A股的权重。

中美利率倒挂风险较小

《全球财经连线》：美联储在5月议息会议上宣布加息50个基点。美联储较为激进的货币政策对新兴市场有哪些影响？

刘鸣镝：从年初到现在，以美元计价来看，发达国家和新兴市场的股票均下跌约18%。这与美联储加息的前景密切相关。同时，10年期美债的收益率也迅速上升。

对投资人而言，这可能是1994年以来最强劲的加息周期。一系列的问题也随着之引申而来。美国的基准利率会升至怎样的水平？在利率上升的情况下，发达国家和新兴市场股票的市盈率如何？考虑到劳动力市场、原材料价格、俄乌事态进展等，通胀前景将如何演绎？最后回到中国内地，奥密克戎对供应链带来怎样的影响？

另外，今年美元的走势相当强，高于去年年底和今年年初的预期。从年初迄今，已经上涨5.85%。过去20年，当美元指数到达上涨5%的窗口期时，新兴国家的股票通常会下跌16%，而今年已下跌18%。展望未来，摩根大通货币团队预测，美元指数从目前到2023年一季度末，只会上升0.4%。因此，我们认为因美元指数走高而引发的调整基本已经到位。

经济增长也受到影响。全球经济增长的预期都在下降，这和美元加息的周期有关，和全球范围内存在的一些具体情况也有关系。最悲观的情境是投资人认为加息可能会

引发全球衰退。但我们认为，从10年期美债的收益率来看，加息的影响应该已经见顶。

《全球财经连线》：美国、英国、澳大利亚等发达国家纷纷加息，而中国开始降准。目前全球货币政策出现分化，这对A股有何影响？

刘鸣镝：货币政策的分化是很多投资人此前看好内地股票的因素之一。但从年初至今，分化度和内地的（政策）刺激力度低于预期，而新冠疫情的影响高于预期。

我们的研究发现，从2016年，即沪港通、深港通建立以后，A股和离岸的互动不断增加。从各个股指来看，沪深300对中国10年期国债的利率是敏感的；但创业板、MSCI中国、恒生科技股指数，都与10年期美债的利率相关度很高。就中国的总股本分布来看，有64%在在岸市场，36%在离岸；交易有80%在在岸市场，20%在离岸。因为离岸和在岸的互动性，所以A股还是会受到海外整体市场的影响。

《全球财经连线》：中美利率水平是否会出现倒挂？一旦发生倒挂，需要警惕哪些风险？

刘鸣镝：这是大家比较关注的一个风险。摩根大通判断，10年期美债收益率在年底会达到2.85%。目前10年期美债的收益率，比合理的预测高出25个基点左右。不过，当前流动性较差，投资者的购买意愿也较低，我们认为出现利率倒挂的风险较小。

另一个引申出来的问题是，如果有利差倒挂的倾向，会不会影响汇率？汇率在调整时，通常需要重新锚定一个公认的区间。这需要一定的时间和指引，在一个开放的系统中指引到位，将对投资人做决定起到支撑作用。

以日本为例。日本目前10年期国债的收益率远低于10年期美债收益率，但导致日元走弱的最大因素是日本公司向海外投资以及较低的贸易账户盈余。另外，在新冠疫情以后，日本也没有开放旅游签证。因此，游客无法去日本换日币购买日本的服务和产品。总体而言，因为息差造成的资本流动在总体的货币影响下，要小于上述另外三个因素。

继续看好A股前景

《全球财经连线》：今年前四个月，A股三大股指均出现不同程度的回调。您认为是什么原因造成的？

刘鸣镝：1月A股下跌，主要因为投资者对美联储强硬的货币政策预测不足。美联储加息将导致中国和美国的息差缩小。当时的判断是，内地放松的幅度空间也有限。我们看到MLF降息10个基点，7天逆回购也稍有下降，LPR一年期降10个基点、5年期降5个基点。在岸市场的投资风格从成长股轮转到价值股。同时，在1月投资者表现出了对部分地产板块和医疗板块的担忧。

2月有相当大的反弹。当时俄乌局势刚开始恶化，投资者预计俄乌冲突引发的不确定性将放缓全球主要央行的加息步伐。板块方面，受国际油价上涨影响，能源、材料板块则都受益。

3月股市则出现了深V型调整，特别是海外的内地股。因为俄乌冲突期间，海外的投资人发现在俄罗斯的头寸归零，因此投资者悲观情绪加剧，担忧A股企业是否会面临衍生制裁的风险。但摩根大通的判断是衍生制裁风险的概率是非常小的。因为美国对俄罗斯贸易的限制，主要限于高科技、芯片、军事装备和美元；而正常的大宗、原材料贸易并不会受到限制。

此外，投资者担忧，原材料价格上涨将令公司业绩承压，或将导致2022年利润率下滑。总体而言，一季度A股困难有反复，以投资者担忧情绪加剧收场。

《全球财经连线》：沪指在跌破3000点大关之后，5月有所反弹。这是否意味着A股已经度过最糟糕的时刻？

刘鸣镝：我们认为A股已经度过最糟糕的时刻。4月的见底是继3月中旬之后的第二次见底。当时市场意识到上海疫情影响超出预期，但是随即我们看到了一系列刺激举措的出台。此外，5月初美联储加息50个基点落地，降低了此前笼罩着市场的一些不确定性。因此，我们认为今年A股已经触底。

《全球财经连线》：那么A股的上升通道是否已经完全打开？

刘鸣镝：这涉及到很多不确定因素。就目前而言，中美关系对企业估值的影响较大。MSCI中国指数是9.2倍的PE，一致预期认为有15%的业绩成长，但我们认为实际预期的业绩成长会有一定程度的打折。我们的数据显示，2009年到2021年，MSCI中国股指年ROE值的中位数在整个亚太地区是最高的，但回报是最低的，且股价的波动高。目前海外加仓A股投资者主要为宏观基金，主权基金。传统的海外主动基金，其现金比例可能最多是15%，通常是5%至10%；年换手率应该在30%至100%。这些基金的回报来自于挑选到优秀的股票，并由其业绩增长得到收益，而不是通过频繁的交易。

观察内地市场的微观结构，就能发现交易量换手率较大。所以，我们在研究中建议

，如果内地从交易型的偏好，转向为持有型的偏好，那么收益和回报可能趋于稳定，因为股指层面的ROE是较高的。

《全球财经连线》：3月时您表示在模拟仓中维持超配A股和港股。目前您依旧维持这一观点吗？为什么？

刘鸣镝：我们整体今年对A股、港股都是看好的。板块配置方面，年初建议多配成长股，当前我们是兼顾价值股和成长股。新兴市场基金对中国股票目前还是处于低配的状态，但低配程度较去年下半年已经有所缩小。我们认为海外市场对内地是看好的，但是一些其他因素影响了海外投资者增持的决定。

投资者可关注分散行业龙头

《全球财经连线》：2022年还剩不到7个月的时间，您如何展望接下来的A股行情？

刘鸣镝：我们总体看多股票、大宗商品。在宏观大类资产配置方面，低配债券和现金。在A股方面，超配的板块包括能源、材料、工业、IT；低配的板块包括医疗卫生和通讯服务及媒体。

《全球财经连线》：对于A股的投资者，您有何建议？

刘鸣镝：目前A股的估值是相当低的。首先，需要决定在A股做一个交易型的投资人还是持有型的投资人。我们看到的一个趋势是A股的上市公司数量大、整体估值低。美股则相反，公司规模大、市场集中度高、估值也高。因此，我们对中国统一大市场的展望还是有一定的预期。因为在统一大市场的大方向下，一些子行业比较强的公司，在目前经济增长比较疲软的情况下，可能会有一个整合行业的机会，因此投资者跨周期可以考虑配置部分分散行业的龙头。

建议国际机构提高A股权重

《全球财经连线》：第一季度北向资金累计净买入额达998.92亿元。您如何看待当前外资投资中国市场的意愿？

刘鸣镝：2021年外资对A股是处于低配的状态。基于我们观察的50多家新兴市场基金的头寸，去年10月以前一直是低配的状态，但10月以后开始增持A股。此外，一部分海外宏观基金和主权财富基金在内地都有配置。但是，由于今年的回报比较困

难，因此预计外资配置的情况一般不会大幅高于标配。

《全球财经连线》：外资一般青睐A股哪些板块？

刘鸣镝：外资会综合观察A股、港股和美股的情况，判断的核心因素是内地经济增长的情况。配置的公司主要是相对其他市场较为独特的投资标的，比如一些特别的消费品牌、成长性的公司，尤其是一些在市场总体氛围较差时，估值水平合理的公司。而像原材料和能源等行业的公司，外资在海外可能会找到更好的标的。这是总体的方向。

《全球财经连线》：在您看来，国际机构是否会持续提高A股权重？为什么？

刘鸣镝：我们建议国际机构提高A股的权重，但这是一个需要共同努力的方向。如果一些微观结构发生优化，那么一些预期也会随之调整，配置的进程和力度也会发生相应的变化。

（市场有风险，投资需谨慎。本节目嘉宾意见仅代表本人观点。）