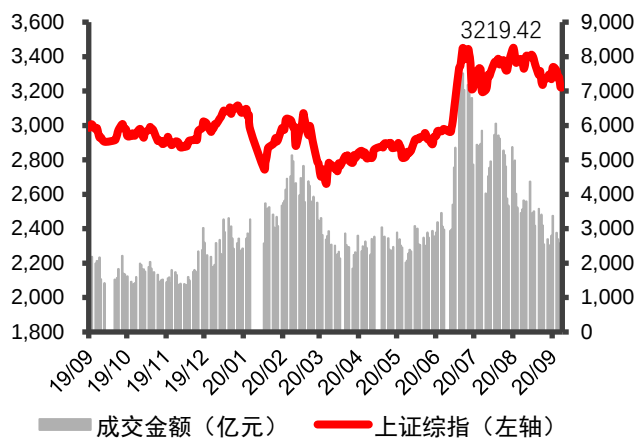


2020年9月28日

2020年第38期（总第814期）

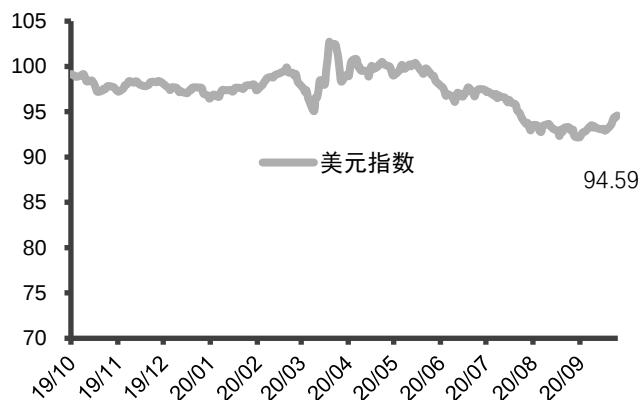
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.9.25

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.9.25

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2020.9.25

基金经理论市： 欧洲疫情反复，国内经济持续复苏

上周A股表现相对较差，上证综指下跌3.56%，深证成指下跌3.25%，创业板指数下跌2.14%。分板块看，医药、休闲服务、纺织服装、国防军工和家电等板块表现较好；有色、汽车、房地产、建材和建筑等板块表现较差。

海外经济方面，欧洲疫情再度出现恶化。9月以来，欧洲疫情再度全面爆发，西班牙、法国等主要国家的新增确诊人数相继突破万人。截至北京时间9月26日6时30分左右，全球累计确诊新冠肺炎病例3271万例，累计死亡病例99万例，38个国家确诊病例均超过10万例。在美国、印度新增确诊病例仍维持高位的背景下，欧洲疫情的全面反弹给全球经济复苏带来了更大的不确定性。

国内经济方面，工业企业盈利持续改善。根据国家统计局数据，1-8月规模以上工业企业利润同比下降4.4%，降幅比1-7月收窄3.7个百分点，保持改善趋势。8月当月规模以上工业企业利润同比增长19.1%，较上月小幅回落0.5个百分点，增速仍处于高位，连续4个月正增长。工业企业利润增长的主要原因是出口较为强劲，疫情导致供给侧改革进一步深化，提升了龙头企业的盈利能力。

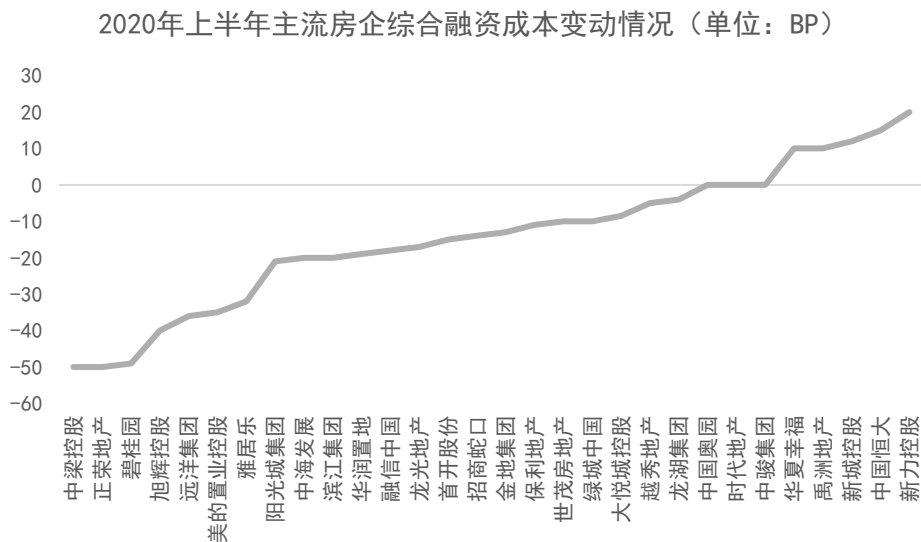
总体上，近期国内的经济复苏有序进行，海外的疫情仍然没有得到控制，部分优秀的国内企业有望提升在全球的市场份额。由于今年以来外部环境多变，短期看，临近国庆长假，资金的避险情绪显著上涨，大盘的波动加剧。国庆节是观察消费复苏的重要节点，国庆期间的白酒、家电、房屋和免税等行业的消费将深刻影响国庆之后的板块走势。

专栏：房企融资管控加强，信用分化加剧

2020 年 8 月底，住建部及央行共同出台“三条红线”^注的评分方式来直接管控企业债务融资，其整体出发的角度还是防控风险，但由于监管对于首批 12 家企业有整改的要求，要求企业在未来 3 年内逐步降成绿档，但是债务易增难降，对于部分高杠杆发展企业压力较大，其只能通过加大推盘、价格优惠和控制支出等方式来修复报表。

除“三条红线”外，在债券市场亦加强房企融资管控，大致缩减约 15%的额度，由于借新还旧用途的债券资金实际无使用限制，如该部分额度缩减，将直接减少房企自由支配的现金，对其现金调动产生直接影响，使得房企对销售回款的依赖度进一步提升，但目前该政策影响尚未体现，因其目前仅针对于债券市场的新注册额度，房企现有在手的债券发行额度不受影响。

上述政策的出台背景是房地产市场销售和融资的明显修复。由于国内经济恢复情况较好，加之长三角及珠三角地区热点城市销售热度的溢出，2020 年 1-8 月房地产市场累计销售金额已回正，同时中大型房企的销售情况优于市场平均，大概率能完成全年的销售目标。从房企外部融资渠道上看，虽然 2020 年信托融资持续受到打压，但 2020 年 1-8 月，房企整体到位资金来源仍同比增长 3%，其主要受益于按揭贷款和开发贷的发放，同比增幅分别达 9%和 4%，较大幅度弥补了信托资金的缺口，同时近期中资美元债市场一级发行较火热，多个境外主体评级在 B 区间的房企美元债的认购倍数都达到 9 倍左右，且目前房企美元债最新发行收益率较年初下降 100BP 左右。从房企综合融资成本上看，受益于整体融资环境的宽松，多数房企上半年融资成本都有所下降，在房地产竞争格局和监管态势下，除了旧改、商业综合体勾地等方式可能带来部分超额收益，传统招拍挂市场对房企的精细化运营提出了很高的要求，而成本端，特别是融资成本的有效控制有利于房企在土地招拍挂市场获得额外的优势。



数据来源：各企业公开财务报告，摩根士丹利华鑫基金整理

从房企信用资质上看，2020 年至今房企整体拿地较为积极，债务的增速仍高于销售的增速，加之前期激烈竞争所带来的利润率下降，整体偿债指标已有小幅弱化的可能。2020 年上半年主流中大型房企的平均债务增速已达 9% 左右，即监管黄色区间（“踩”一条线）所允许的增长范围，而主流的绝大部分房企都至少“踩”一条线，如后续“三条红线”监管能有效实施则有助于控制房企扩张意愿、维持企业信用资质的稳定，此外在债券投资上还需关注房企的国内市场债券融资占比，对于国内债券融资占比明显偏高的企业需额外关注。2020 年以来已有个别中大型房企陆续陷入流动性危机或发生违约，风险事件已明显增加，市场上不同资质房企信用分层明显，差资质房企面临的再融资压力显著超过过往，在这种市场情况下，仍应坚持对房企基本面的研究，以控制久期，精选个券为主要策略。

（注：三条红线即分别指扣除预收款资产负债率、净负债率和货币资金/短期债务 3 个财务指标，指标阈值分别为 70%、100%和 1，3 个指标全超标则有息债务增速不能超过 0%，2、1 和 0 个指标超标则债务增速分别不超过 5%、10%和 15%。）

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 陈言一）

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