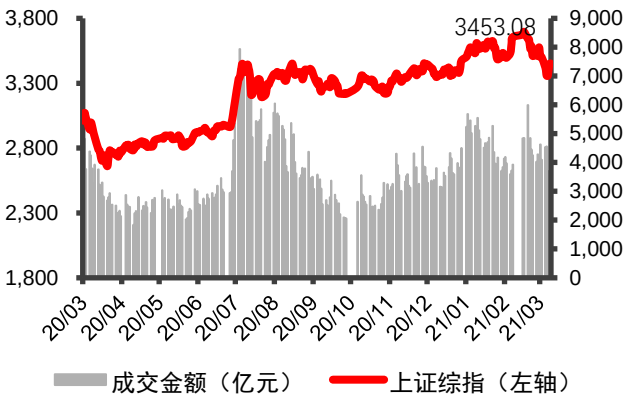
摩根士丹利华鑫基金
MORGAN STANLEY HUAXIN FUNDS

2021 年 3 月 15 日

2021 年第 10 期（总第 836 期）

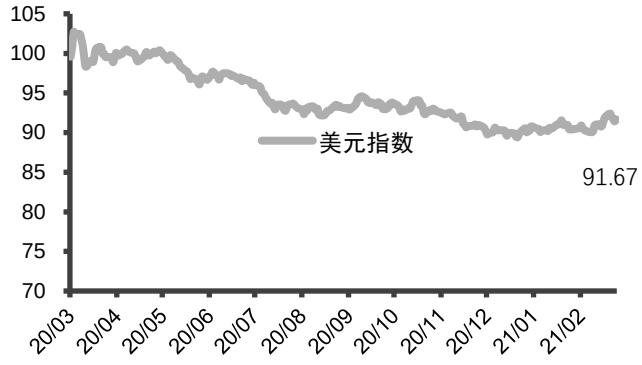
基金视窗

上证综合指数近一年走势图



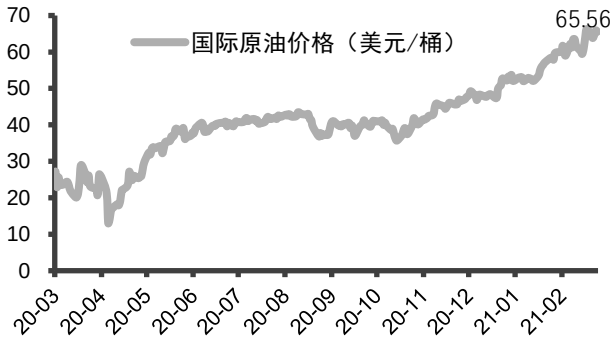
数据来源：万得，截止日期：2021.3.12

美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.3.12

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2021.3.12

基金经理论市：

国内信贷数据表现较好，美刺激法案获得通过

上周市场受到美债收益率上行，市场获利回吐等因素影响，整体呈现调整。上证指数，中小板指，创业板指涨跌幅分别为-1.40%，-5.05%，-4.01%。从行业指数来看，公用事业（4.69%）、钢铁（4.41%）、采掘（1.62%）、休闲服务（1.21%）、有色金属（0.54%）等行业表现相对较好，国防军工（-10.99%）、电子（-6.43%）、计算机（-6.17%）、农林牧渔（-4.80%）、传媒（-4.78%）等行业表现靠后。

国内方面，2 月金融数据较好，CPI 有所下降，PPI 继续上行。央行公布金融数据，2 月新增信贷 1.36 万亿元，前值 3.58 万亿元，2 月新增信贷创同期历史新高，主要是企业中长期贷款需求旺盛；社融增量 1.71 万亿元，前值 5.17 万亿元；社融存量同比 13.3%，前值 13.0%。M2 同比 10.1%，前值 9.4%；M1 同比 7.4%，前值 14.7%。物价方面，中国 2 月 CPI 同比下降 0.2%，预期降 0.5%，环比上涨 0.6%，连续 2 个月出现负增长。PPI 同比上涨 1.7%，预期涨 1.5%，环比上涨 0.8%。

政策方面，科技部要求抓紧研究形成《碳达峰碳中和科技创新行动方案》，统筹推进科技创新支撑引领碳达峰碳中和工作。加快推进《碳中和技术发展路线图》编制，提出我国碳中和技术选择、发展路径和有关部署建议。

海外方面，美国 2 月季调后 CPI 环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 0.3%；未季调 CPI 同比升 1.7%，创近一年来最大升幅，预期升 1.7%，前值升 1.4%；未季调核心 CPI 同比升 1.3%，预期及前值均为升 1.4%。政策方面，美国总额约 1.9 万亿美元的新财政刺激计划《美国救助法案》在美国国会两院投票通过。

从国内外经济数据以及事件看，经济复苏延续改善的趋势，以及上市公司逐渐进入年报和 1 季报的披露期，我们判断市场继续大幅下跌的可能性较低，但风格可能相对均衡，结构方向继续关注顺周期和制造业，关注超跌优质消费和科技龙头。

专栏：永煤事件后城投债融资缓慢改善、信用加剧分化

2020 年 11 月 10 日永煤事件发生以后，全国城投债融资遇冷，其中部分北方及中西部省份受影响较大，11~12 月净融资额排名后 4 位省份分别为-158 亿元、-97 亿元、-96 亿元、-94 亿元。2021 年 1~2 月城投债融资状况有所改善，上述地区中两西部省份净融资额已经边际转正；某北方省份 1~2 月净融资-140 亿元，仍长期处于融资困难状况；某中部省份 1、2 月净融资额分别为-49 亿元和-9 亿元，其城投平台融资状况受永煤事件影响逐渐减弱，但边际改善仍较缓慢，以此中部省份为例可以观察其下述变化情况。

永煤事件至今已经 4 个月，政府的应对措施主要体现在协调区域内金融资源、摸排企业债务到期情况、增强债务系统管理等方面，以此维护金融环境的稳定、促进直融市场信心的恢复；金融机构方面，本地商业银行等金融机构适当增加了授信额度，信托等非标类投资主体尚无大规模介入，非银等债券投资者大多处于观望状态；发债企业层面，银行贷款仍可以顺利进入表内，经营业务可以推进，但融资成本有不同程度的上升，企业希望直融市场能够尽快恢复，4 个月以来平台类主体的市场表现相应出现了一定的变化：

从一级市场发行情况来看，市场化主体（省外金融机构、非银机构等）的参与缓慢增多，但发债成本上升、发行人资质区分更为明显。据笔者统计，永煤事件至今该省平台类主体共发行债券 13 只、总金额 103.60 亿元，其中 54.60 亿元为私募类债券；春节以前，发行债券总金额为 44.60 亿元，资金主要来源于省内金融机构的综合授信；春节以后出现了较为明显的变化，发行债券总金额为 59.00 亿元，部分市场化主体开始参与部分信用资质相对较好主体的一级发行，但从主体资质、票面利率、发债期限和发行方式等要素来看，不同主体差别很大，而且同一主体的发债成本较永煤事件以前仍有较大差距。

从二级市场交易情况来看，主体间信用资质分化的情况更为明显。据笔者观察，永煤事件以后，短期区域内城投主体估值普遍上升 50BP 左右（以中短期公募债作为观察对象，下同），成交量急剧萎缩，投资主体处于观望状态，此后不同发债主体表现各异，大致情况如下：部分省级和省会城市内资质较好主体的估值差（目前估值同永煤事件发生时的估值差额，下同）缓慢回落至 10~20BP 区间，历史成交价格大体围绕估值波动，成交量一般；部分资质一般的主体估值回落更为缓慢，估值差在 20~35BP 区间均有样本，大多数历史成交价格较估值偏离并不剧烈，成交量有高有低；部分存在瑕疵的主体估值或维持在较高水平、或继续攀升，成交价格围绕估值波动相对较大，个别主体成交较为活跃。

未来，若永煤事件不再超预期发酵，区域内城投或将出现分化的局面。信用资质良好的主体可以较大程度恢复，而区域重要性低、债务负担重等弱信用资质主体仍将面临估值和流动性压力，短期内较难恢复其融资成本。

（专栏作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 唐海亮）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这固定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.msfunds.com.cn