

摩根士丹利华鑫基金视窗

2023年2月27日第8期（总第933期）

市场洞察：

近期市场震荡幅度加大 保持对 A 股的乐观判断

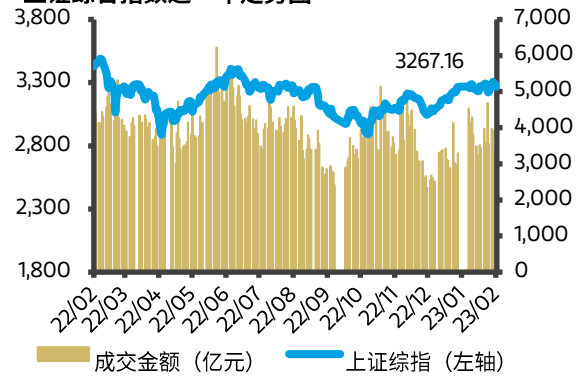
上周 A 股小幅反弹，万得全 A 上涨 0.98%，沪深 300 指数上涨 0.66%，创业板指下跌 0.83%。行业方面，煤炭、钢铁、家电、轻工等涨幅居前，食品饮料、医药、传媒、社服等下跌。北向资金首次出现周度净卖出，上周合计净卖出 41 亿元，2 月以来累计净买入接近 125 亿元。上周市场的涨幅主要来自于上半周，下半周多数行业回调，日成交额持续下行，赚钱效应显著减弱，主因是地缘担忧加大和美联储延长加息的预期增强。

海外因素成为比较重要的变量。2 月中旬美国劳工部公布的 1 月份 CPI 为 6.4%，降幅低于预期，美元指数此后走强；而周末公布的 1 月美国核心 PCE 在连续 3 个月下行之后再次反弹，显著超出市场预期，能源价格有所反弹、房屋租金保持韧性等因素是 PCE 反弹的主要原因。美国通胀问题难解带来美联储加息时长再次增加的可能，美国国债利率近期持续反弹，目前美国市场开始试探性定价 7 月份加息，而之前的预期为上半年仅两次加息。美元走强导致北向资金出现了净流出。

我们坚持认为当前市场的主要矛盾是经济复苏的力度。由于今年上半年是经济修复最快的阶段，

图表 1

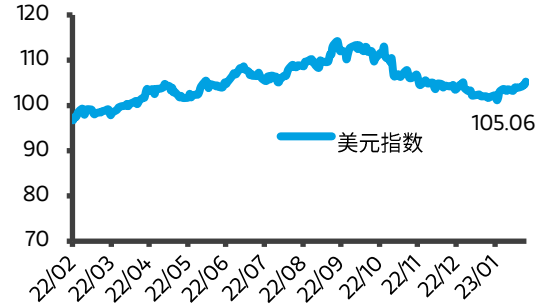
上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.2.24。

图表 2

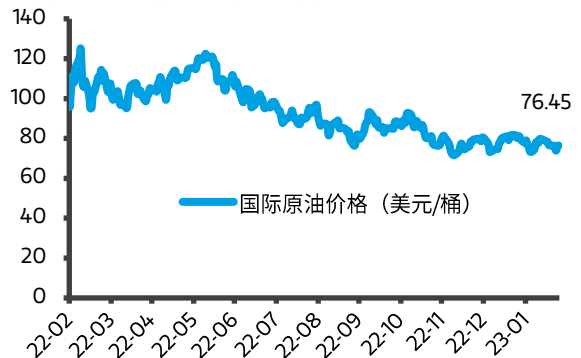
美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.2.24。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.2.24。

如房屋成交近期大幅回暖，复苏力度存在进一步增强的可能，我们认为市场反应并不充分，后续仍有空间。同时，我们预计今年 2 季度经济环比提升的幅度仍然可观，企业库存降至低位，未来将进入被动去库存阶段，盈利增速开始上升，这是 A 股市场的有力支撑。

近期市场震荡幅度加大，行业轮动加快，反映了市场对未来信心不足，叠加海外因素的干扰，市场震荡回落，但我们不改对 A 股的乐观判断。宏观角度，A 股具备业绩与估值双升的基础。在经济整体稳步回升的基础上，A 股呈现三方面的机会：一是复苏线，主要是一些顺周期板块；二是高景气成长方向，经历一年左右的回调后，当前具备较高的性价比；三是以数字经济为核心的科技领域，这有可能是贯穿全年的市场主线之一。

专栏 —— 基金经理投资手记：

城投债区域分化进一步加剧

2023 年以来，个别区域舆情和风险事件发生，加上地方财力持续紧张，理财赎回风波等因素，投资者对于城投债的分歧有所加剧，不同区域及高低等级的城投债利差明显加大，以较为典型的山东省为例，其与江苏省城投的公募信用利差自 2023 年初以来已加大 25BP 以上，个别地市平台的信用利差走阔幅度更大。

相对于其他城投“网红”区域，山东经济实力和可协调的区域金融资源明显更强，其更有能力做好区域债券的市值管理。资产端的问题在其他省份或多或少都会存在，其信用利差拉大的问题更多在于省级及下属地级市债务协调管控的差异。江苏等地早有省级层面发文谈债务管控问题，并持续查处区域内的融资乱象，这些在山东省少有见到，同时高层级、成体系的债务管控也处于缺位，并缺乏明确的支持措施。另一方面，近年来山东省城投债务增速较快，2018-2022 年山东省多数地级市城投债务复合增速在 20% 以上，显著超过了地方经济增速。同时，部分地级市城投募集了较多非标产品，包括信托、定融、小贷、保理、租赁等各类产品，特别是定融，根据第三方数据统计，山东省的定融规模在全国处于前列。

目前环境下对于部分债务融资管控能力一般的省市，其更容易陷入非标融资舆情、债券利差走阔、新增融资受阻等负循环之中，而挽回局面或需要较大力度的省级协调及实际的支持动作。

展望后续，防范化解政府债务风险，牢牢守住不发生系统性风险底线仍是中央及地方政府的重要任务，但房企拿地恢复仍需要一段时间，地

方财力预计仍将承压，同时中央和地方之间对于城投债务的博弈仍会继续，城投债涉及的各方利益及诉求也较为复杂，城投区域之间或进一步分化，对于城投债的投资策略上，当下需更注重防守，防范估值及信用风险，如有超预期事件的发生，再把握投资机会。

（专栏作者：大摩添利 18 个月开放债券基金经理
陈言一）

免责声明：本资料仅作为客户服务材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本文所载的观点、分析及预测仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理公司立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，不构成任何要约或要约邀请，也不构成任何业务、产品的宣传推介或对阅读者的投资建议、承诺和担保。本公司或本公司关联方、雇员或代理人不对任何人使用此全部或部分内容行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作。未经本公司事先书面许可，任何人不得将本资料或其任何部分以任何形式进行派发、复制、转载或发布，或对本资料内容进行任何有悖原意的删节或修改。基金有风险，投资需谨慎。

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 19 楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfnfunds.com.cn