

摩根士丹利基金视窗

2023年8月28日第13期（总第13期）

市场洞察：当前政策可能仍是影响市场的核心变量

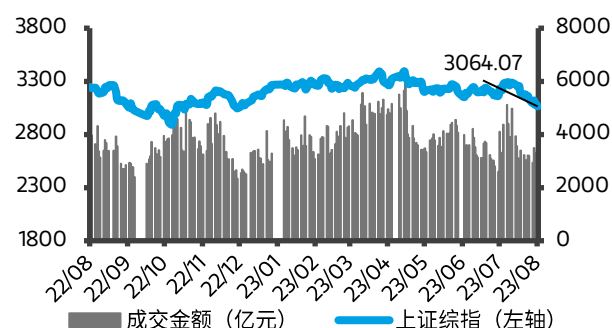
上周A股市场继续下行，上证指数下跌2.17%，沪深300指数下1.98%，万得全A指数下跌2.92%，上证50相对抗跌，下跌0.89%。从行业表现看，农林牧渔、食品饮料、煤炭和银行等表现相对较好，建筑、新能源、消费者服务和交通运输等行业跌幅较多。市场风格偏大盘价值。近三周沪深300指数回调近8%，幅度接近4月中旬至5月底的调整，但回调速度更快。

8月20日5年期LPR未跟随调整，低于市场预期。历史上看，MLF调整而LPR未动的情况较少，尤其是在当前经济面临一定压力的环境下。我们推断可能是有两方面的原因，一是央行货币政策执行报告提出要保持银行合理的经营利润，存量按揭和地方化债这两项重任仍需要银行承担，因此，LPR放慢调整节奏不代表政策定力，而是为了更好地解决最重要的问题；二是当前人民币汇率存在贬值压力，暂停5年期LPR下调有助于缓解汇率贬值压力。我们认为降息、降准在未来仍是重要的选项。

政策预期的变化也是目前影响市场的重要因素。7月中旬，投资者对逆周期调节政策预期降至低谷，但724政治局会议之后，政策期盼热情重新点燃，带动市场走出一波反弹行情。但本月陆续披露的7月经济数据缺乏亮点，之前预期的政策进展缓慢，

图表1

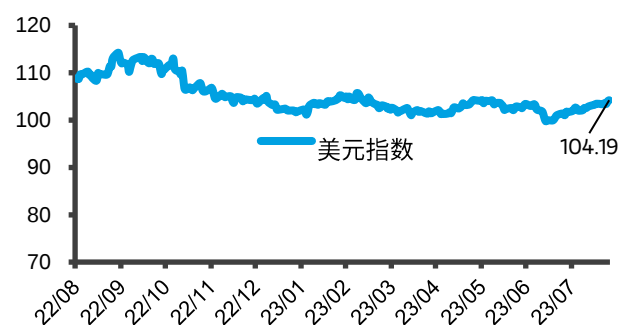
上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期:2023.8.25。

图表2

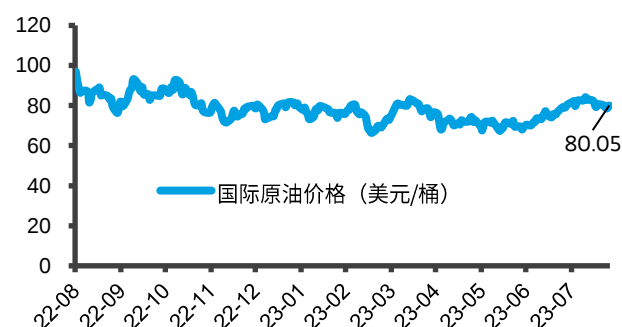
美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期:2023.8.25。

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：2023.8.25。

投资者逐步失去耐心，市场情绪逐日回落，以致当政策推出时，信心仍然不足。我们认为当前政策仍是影响市场的核心变量，从基本面角度，地产政策是最为重要的，上周五三部委落实“认房不认贷”政策，意味着市场期待已久的地产政策向放松的方向迈出了最重要一步，当前约束地产需求的政策仍有很多，如购房信心仍不能扭转，放松的进程仍有望加快。8 月 27 日，财政部、税务总局发布公告，为活跃资本市场，提振投资者信心，自 2023 年 8 月 28 日起，证券交易印花税实施减半征收。随后，证监会发布消息，推出阶段性收紧 IPO 节奏、规范减持、调降融资保证金比例等组合拳。

资本市场改革举措持续落地、地产需求端刺激政策陆续推出，顺周期性板块、如地产链、消费等行业经历了调整之后极具性价比，而符合科技自立自强以及真正受益于 AI 产业高速发展的科技板块、景气度保持在较高水平并且受益于政策持续加码的高端制造板块以及业绩增速稳步抬升的医药等板块也正处于较好的布局期。

专栏——研究员手记：

猪周期漫谈

近 7 月以来，生猪价格经历了一波快速上涨，每公斤价格从 14 元一路攀升到了 17 元以上。在这一波突如其来的上涨前，生猪养殖行业已经连续亏损了 7 个月。据农业农村部数据显示，我国 2023 年 7 月份全国能繁母猪存栏 4271 万头，为 4100 万头正常保有量的 104.2%，产能处于过剩状态。7 月 19 日，农业农村部副部长在重庆市主持召开畜牧企业座谈会时指出，生猪养殖要适度合理去产能。时隔不到一个月，8 月 16 日至 17 日，在郑州第二届生猪产业峰会上，农业农村部副部长马有祥号召企业要配合产能调控，要带头维护健康的市场。为什么产能过剩下价格仍然能够上涨？这一轮猪周期跟过去几轮相比有什么不同？

首先，7 月以来的猪价上涨，对应的是今年一季度频发的仔猪腹泻造成的损失。从仔猪料的数据推算，今年的供应高峰在 9-10 月，同时冻品库存仍然较高，接下来供给压力仍然很大，中秋国庆传统旺季是重要需求观测时点。

非洲猪瘟疫情之后中国生猪养殖行业发生了很大的变化。经过 2019-2020 年的超级猪周期，资本高位入局，地方政府也对养猪行业设立了专项补贴资金，行业集中度和机构化程度迅速提升，这直接带来了行业产能去化对亏损的敏感度大幅降低。2023 年 1-7 月，自繁自养标猪出栏月亏 250 元-450 元/头，较 2014 年连亏 7 个月，月亏 40-300 元/头，亏损幅度最大，亏损时间持平。即使亏这么多，6 月份的能繁母猪存栏一改 1-5 月的连减态势，不降反增。7 月 17 日，据农业农村部公布，6 月全国能繁殖母猪存栏 4296 万头，环比增加 38 万头，增幅 0.9%。

2019-2020 年超级猪周期的另一个结果，就是进行了一场深刻的猪周期教育，周期思维深入人心，

叠加生猪期货的价格发现功能，行业参与者“追涨杀跌”的程度大幅下降，直接体现出每轮下跌的深度远不如从前几轮，这直接影响了去化的程度。猪周期还存在吗？周期轮回的内在驱动是优胜劣汰。仅仅以上市的生猪养殖公司作为样本进行统计，我们会发现不同公司的养殖成本差异巨大，行业成本最高和最低的公司，在单头猪的盈利能够差出 400-500 元，也就是说，当最低成本公司处于盈亏平衡时，成本最高的公司还要亏损 400-500 元，这部分产能是迟早要出清的，而随着高成本产能的陆续出清，猪周期将进入上行阶段。

(专栏作者：研究管理部 司巍)

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，不代表摩根士丹利基金管理（中国）有限公司立场。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的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。

摩根士丹利基金管理（中国）有限公司
深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场二座 19 楼
邮编：518048

电话：(0755) 88318883
传真：(0755) 82990384
<https://www.morganstanleyfunds.com.cn/>