

摩根士丹利基金视窗

2023年9月4日 第14期（总第14期）

市场洞察：A 股市场在政策持续发力、基本面有望触底回升的背景下，或将值得加大配置力度

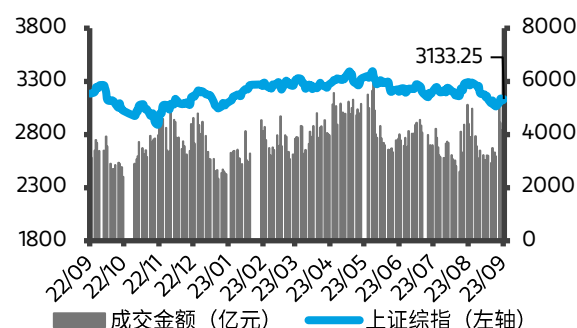
上周 A 股市场结束连续下行态势企稳反弹，上证指数上涨 2.26%，沪深 300 指数上涨 2.22%，万得全 A 指数上涨 3.17%，科创 50 最强指数，上涨 7.40%。从行业表现看，电子、煤炭、家电、计算机等行业涨幅居前，电力公用、银行、非银金融和农林牧渔等行业表现靠后。市场风格偏小盘成长。两市日均成交额为 9455 亿元，较前一周显著回升。

当前市场处于政策密集期，证监会在举行新闻发布会后的一周即落地了重要的举措，如规范减持行为、调降融资保证金比例、优化 IPO 和再融资节奏等一系列政策，财政部减半征收印花税。央行确认调降存量按揭利率水平，统一全国住房贷款首付比例最低至 20%，北上广深陆续出台“认房不认贷”政策，可以说地产政策放松的节奏和力度显著超出市场预期。

不过上周 A 股市场的反馈并不算强烈，仍然有一些前期政策发布即兑现的痕迹。回顾过去 A 股历史，强力政策出台后，市场反应往往比较短暂，仍会沿着原有趋势运行，不过市场底也很快出现。当前市场还需要解决一个基本面的问题，以扭转投资者对经济的担忧情绪，我们认为当前的地产政策有

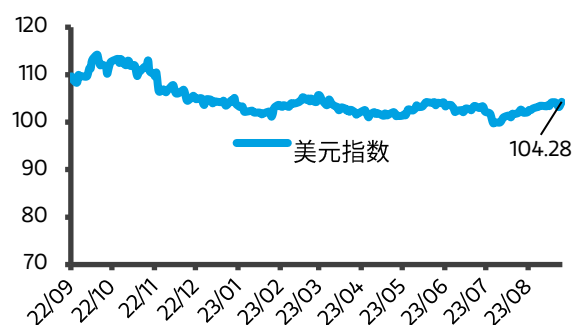
图表 1

上证综合指数近一年走势图



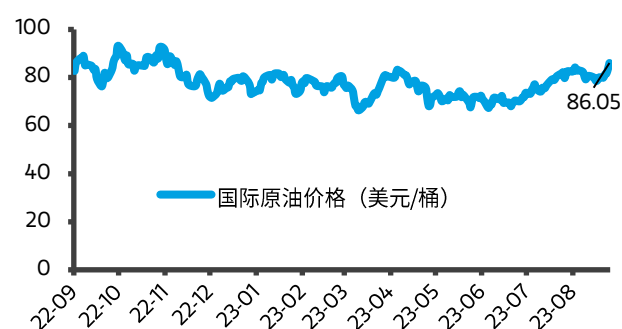
图表 2

美元指数近一年走势图



图表 3

国际原油价格近一年走势图



希望解决这个基本面的问题。截至上周，A 股上市公司中报披露完毕，全 A 上半年净利润下滑 3%，单二季度下滑接近 8%，主要是中上游的资源材料类价格持续下行拖累较大，下游则好于中上游。近两个月公布的制造业 PMI 出厂价格和原材料购进价格连续上行，8 月份上行加速，我们有望在三季度看到上市公司业绩的显著改善。

综合而言，当前 A 股市场在政策持续发力、基本面有望触底回升的背景下，值得加大配置力度，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——基金经理手记：

资金季节性收紧，会是债券市场调整的风险吗？

8 月底的资金价格抬升幅度有一定超越季节性的表现。半年末、年末时间点时，月底资金通常比月中资金抬升 60-80bp。今年由于实体经济弱现实，半年末时点资金抬升 30bp，而八月底资金抬升幅度超过 6 月底，达到 38bp。而且，人行融出金额明显降低，净融出规模从 8 月初的 4.5 万亿元左右下降到近两周的 3.3 万亿左右。

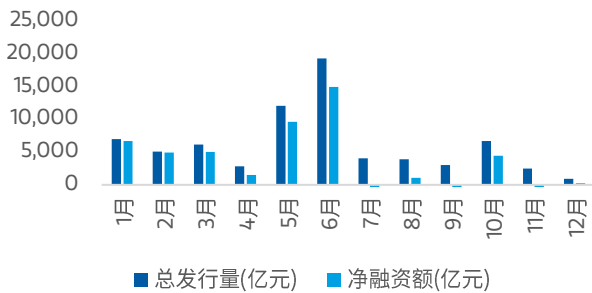
资金趋紧对债市形成压制，短端利率有所上行。受资金价格趋紧影响，短端利率有所上行，1 年 AAA 存单累计上升 4.3bps 至 2.26%。1 年国债和 1 年国开同样分别上升 8.0bps 和 6.3bps 至 1.90% 和 2.05%。虽然降息落地，但由于资金价格上升，短端利率并无明显下行，甚至在过去两周小幅上行。

资金出现超预期的收紧，原因可能有以下几个方面。

第一，地方债发行节奏加快。8 月地方债发行节奏明显加快，全月净融资额为 7100 亿，发行额为 1.3 万亿，是今年融资月度最高额。而地方债的发行对于银行间资金面的影响更多是节奏性的。即发行的时候会一定程度消耗银行间超储，而资金拨付则会提高超储。例如在 2022 年，地方债发行高峰为 5 月和 6 月，7 月和 8 月密集的专项债资金拨付到银行体系的利多作用，使得回购利率快速下行至 1.8 以下。因此对于今年而言，9 月底前发行完毕，10 月底前使用完毕，意味着从地方债节奏而言，8 月和 9 月对于超储有一定的消耗，10 月预计会带来相应的资金层面缓解。

图表 1

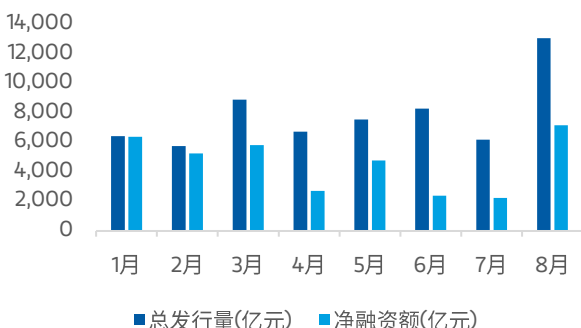
2022 年地方债



数据来源: Wind, 数据时间: 2022.1-2022.12。

图表 2

2023 年地方债



数据来源: Wind, 数据时间: 2023.1-2023.8。

第二, 汇率进入贬值压力区间时, 可能会在一定程度上带来资金压力。历史来看, 当逆周期因子显著时, 都会对 DRO01 形成上行压力。近期联储持续强势, 美元指数快速走强, 人民币兑美元汇率一度上行至 7.3 以上, 并接近去年 10 月的高点。央行近日宣布将于 9 月 15 日调降外汇存款准备金率 2 个百分点, 释放美元流动性同时, 表明了央行稳汇率的信号。从节奏上看, 近期美国公布失业率明显抬升, 当前市场认为 9 月不加息, 11 月加息概率由 40% 回落至 30%, 我们可能处于联储结束本轮加息周期

的左侧阶段。后续联储加息暂停后, 人民币贬值也会迎来趋势性反转, 进而资金压力也会明显消除。

第三, 可能的信贷投放增量。8 月央行、金融监管总局、证监会联合开会要求加大贷款投放力度, 国有大行要继续发挥支柱作用。而从 8 月的票据利率走势来看, 月初至中下旬, 票据利率持续下行, 1M 一度下行至 0.1% 的低位, 而月末最后一周, 大行从持续的净买入转为净卖出, 带动票据利率转为大幅上行, 8 月末相对 8 月 25 日, 1M 大幅上行 135bp 至 1.6%, 3M 和 6M 分别上行 23bp、21bp 至 1.35%、1.27%。月底的票据利率走势预示着 8 月信贷可能不弱。

展望后市, 资金调整的几个风险点: 第一, 据财新社报道, 后续可能重启发行 1.5 万亿的特殊再融资债券, 这对于当年债券一级发行是个新增量, 可能会一定程度对资金面形成扰动。第二, 地产认房不认贷和首付比例政策的放开, 可能会带来信贷的一定增量。这都会对资金面形成一定的扰动。

当然更重要的, 从当前央行货币政策报告表述来看, 继续强调 “保持流动性合理充裕”, 重提 “发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”, 删除了 “搞好跨周期调节”, 之前从 2020 年 5 月和 2022 年底, 资金的跨周期调节都使得资金是领先于实体经济回暖节奏, 而删除了跨周期调节, 意味着本轮央行流动性合理充裕预计会维持较长时间, 一定程度上可能会滞后于实体经济回暖节奏。

(专栏作者: 大摩双利增强债券基金经理 周梦琳)

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/>