

摩根士丹利基金视窗

2023年10月9日 第18期（总第18期）

市场洞察：国内经济持续改善，A股或已度过压力最大阶段，迎来更多积极信号

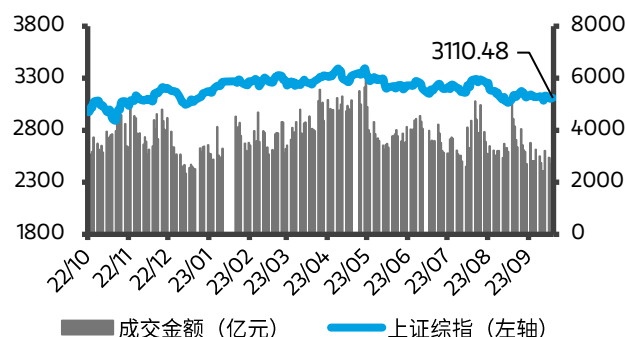
9月份市场整体回落，由于原油上涨带来煤炭、石化等行业上涨，医药、银行等也有较好表现；传媒、地产、计算机、新能源等则延续弱势，不过节前一周科技、新能源呈现一定的企稳迹象。假期海外市场波动较大，但纳指、中概指数、恒指等上涨，预计对A股市场影响不大。

美债收益率继续上行，十年期达到了4.81%，为近十六年新高，主要是美国经济数据继续表现出韧性。9月份美国新增非农就业初值达到了33.6万人，远超预期，失业率维持在3.8%的水平。美联储在11月初议息会议之前有可能再次释放鹰派信号，不过考虑到假期原油价格的大幅回落，通胀的担忧预计会略有缓解，投资者更为关心美联储降息的时点，基准情形下为明年4季度，但悲观情形下会延后至2025年，这可能会导致中美利差在更长时间内维持在2个百分点左右的水平，从而带来市场资金面的压力。

但是A股市场更多是由国内因素决定，目前看国内经济继续改善。9月份制造业PMI回升0.5个百分点至50.2，这是4月份以来首次回到扩张区间，供需继续改善。PMI生产指数为52.7%，较上月回升0.8个点，连续2个月回升；PMI新订单、新出口订单指数分别回升0.3、1.1个百分点至50.5%、47.8%；

图表1

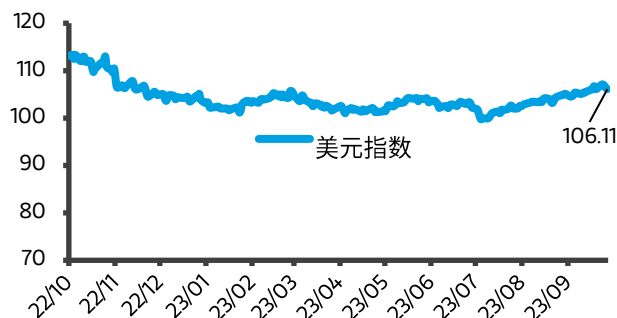
上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.9.28。

图表2

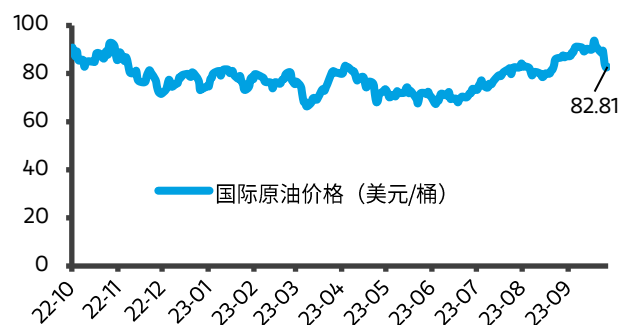
美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.10.6。

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：2023.10.6。

原材料价格、出厂价格指数继续回升 2.9、1.5 个百分点；连续 4 个月回升。此前统计局公布的 8 月份工业企业利润增速达到 17.2%，年内首次转正。总体看，国内经济迎来了更多的积极信号。

9 月份的价格指数为我们提供了很好的业绩指引，预计 3 季报 A 股上市公司较中报出现显著改善，4 季度有望转正，因此从基本面角度看，A 股市场或许已经度过了压力最大的阶段，估值水平显著低于海外多数市场，具备较高的性价比。结构上，顺周期与科技均迎来很好的配置机会，我们看好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：

地方化债持续推进

近期地方政府债务风险持续得到市场关注，中央及有关部门接连出台多项措施对地方政府债务采取管控措施，回顾历史来看，大致有三轮中央化债行动，10 月初的内蒙古的特殊再融资债的发行标志第四轮化债的启动。

第一轮：2015 年至 2018 年为化解地方债务，各地总计发行 12.2 万亿元的地方置换债。其中，江苏、贵州、辽宁、浙江、山东等省政府债置换规模较高，发行规模超 7000 亿元。

第二轮：2018 年中央全面摸底地方政府隐性债务并开启 10 年债务化解规划，2019 年开始通过设立建制县隐性债务化解试点，定向发行置换债进行地方债务置换，主要投向经济相对偏弱地区，累计发行 1579 亿元地方政府置换债，其中贵州和湖南发行置换债规模占比较高，分别为 383、366 亿元。

第三轮：2020 年 12 月，特殊再融资债首次出现，一批用于“偿还存量政府债务”的地方政府再融资债券发行，实际用途为建制县隐性债务化解，该批次债券的发行于 2021 年 9 月正式结束，累计发行约 6128 亿元。2021 年 10 月后，特殊再融资债的具体用途发生变化，不再用于建制县化债，改为用于部分省份的全域隐性债务清零，此类债券的发行结束于 2022 年 6 月，累计发行规模约 5108 亿元。

第四轮：为配合一揽子化债，财政部牵头的再融资债券置换隐债试点于 2023 年 7 月初启动，主要覆盖 12 个省份（根据部分媒体的报道，省份名单可能扩容）。2023 年 9 月 26 日，内蒙古再融资一般债券（九期至十一期）发行计划显示，拟于 10 月 9 日发行 663.2 亿元再融资债，用于偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款，这也标志着 2023 年特殊再融资债的发行启动。

对于债市影响方面，目前特殊再融资债的整体规模和发行节奏尚未明朗，对市场已形成一定扰动，市场主流预期总量在 1.5 万亿元左右，相比之下 2022 年末各省（不含兵团）债务限额余额之差累计剩余 2.31 万亿元（其中一般债 1.44 万亿元，专项债 0.87 万亿元），上述发行总量尚在限额余额差之内，但预计难以出现 2015-2018 年大规模的发行情况，当时启动大规模债务置换的主因是在新预算法执行之际，需要将经重新审计后属于政府债务的部分显性化，并有 2014 年国发 43 号文《关于加强地方政府性债务管理的意见》的支持。悲观情景假设下，如 1.5 万亿元特殊再融资债在今年四季度集中发行并叠加中央财政发力（国债净发行额超出当年中央赤字），四季度的利率债净供给量可能会超过三季度，需给予密切关注。

对于信用债来说，特殊再融资债有助于高风险区域的短期信用风险缓释及改善投资者的预期，目前多个省份的城投债信用利差已发生较为明显压缩，但目前体量的特殊再融资债尚难以扭转基本面，近期部分城市的非标和基本城市民生保障仍然有负面舆情的爆出，预计后续或仍然会有其他一揽子化债的政策推出。

（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/>