

摩根士丹利基金视窗

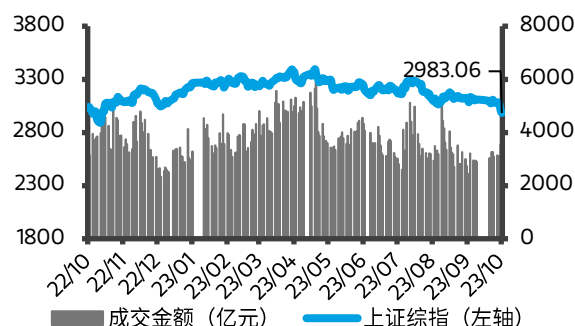
2023年10月23日 第20期（总第20期）

市场洞察：三季报落地后基本面压制告一段落，四季度业绩改善概率或较高

上周全球市场均出现较大跌幅，地缘冲突继续升级，投资者风险偏好显著下降。本处于弱势的 A 股市场遭受重挫，上证指数下跌 3.40%，沪深 300 指数下跌 4.17%，创业板指下跌 4.99%；行业指数也全面下行，煤炭、非银等指数跌幅相对较小，成长板块跌幅较大，通信、医药、计算机、传媒跌幅居前。

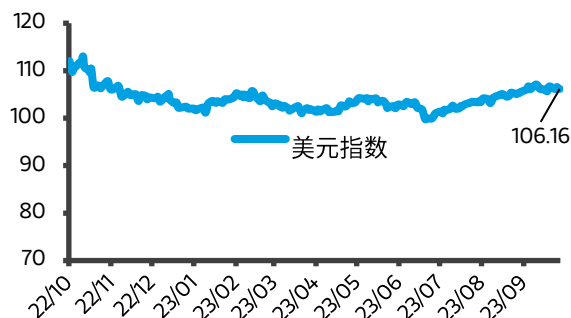
当前市场的问题主要来自于资金面。10 月底，美联储将迎来议息会议，在进入禁声期之前美联储主席鲍威尔就货币政策发表讲话，但未提供太多增量信息，11 月初加息概率较低，但 “Higher for Longer” 的政策预计会较为坚决，明年降息时点的推测进一步延后。另一方面，美债继续维持高额的发行量，尽管两年期收益率波动不大，但 10 年期、30 年期等国债长端利率快速上升，均突破了 5%。美债利率是全球风险资产定价的锚，美债利率的快速上行给全球资本市场带来了较大压力，分母端的上行压缩了风险资产的估值，导致我们看到的全球股市的普遍下行。当然风险偏好的下降也是市场下跌的重要原因。地缘冲突超出预期，并出现了一定外溢的苗头，我们无法评判地缘冲突未来如何演绎，但短期内风险溢价确定性抬升，VIX 指数快速上升，全球资本市场波动加大。

图表 1
上证综合指数近一年走势图



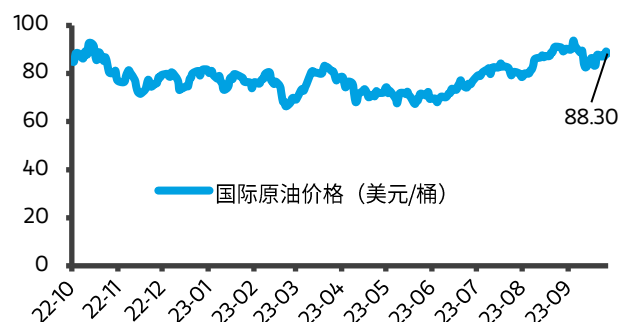
数据来源：万得，截止日期：2023.10.20。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期：2023.10.20。

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：2023.10.20。

A 股市场近期难以摆脱海外风险事件的影响，上周的调整幅度比较大，分子端的预期没有得到改善。三季度中国 GDP 实现 28.68 万亿，同比增长 4.9%，前三季度累计实现 5.2% 的增长，超出市场预期，第四季度仅实现 4.4% 的增速就能完成全年 5% 的增长目标，可以说今年大概率将如期达成全年经济增长目标。但是短期压制市场的是三季报，我们之前预期 A 股三季报有望出现改善，然而从近期公布三季报的公司看，盈利底预计会延后一个季度，即从增速上看四季度才能看到拐点。因此，从节奏上看，我们认为三季报落地后，基本面的压制会告一段落，四季度将面临低基数，价格指数也有望维持稳定，业绩改善概率较高。

总体而言，当前 A 股市场主要是受到风险偏好下行带来的估值收缩影响，海外风险因子快速冲击之后对市场的影响会逐步钝化；基本面角度，四季度经济有望继续改善，预计明年财政重回扩张，经济保持平稳增长，同时，上市公司业绩拐点临近，A 股市场风险充分释放后持续大幅下行的可能性不大。我们认为当前是布局优质公司的较好时机，维持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、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。

专栏——研究员手记：

关注当前白酒龙头的投资机会

白酒是比较典型的顺周期行业，当前板块回调幅度较大主要是由于近期市场对经济的悲观预期、对长期消费力的担忧以及短期消费数据的走弱。

从旅游出行数据看，根据文旅部，今年中秋国庆 8 天假期国内旅游出游人数 8.26 亿人次（此前预测为 8.96 亿人次），按可比口径较 2019 年增长 4.1%；实现国内旅游收入 7534.3 亿元（此前预测为 7825 亿元），按可比口径较 2019 年增长 1.5%。客流较节前预期为弱，且恢复度相较于五一和端午有所走弱（五一/端午恢复度为 119.1%/112.8%）。

从白酒旺季的动销、库存看，总体动销符合节前较低的预期，库存略高于正常水平但仍在可控范围内，批价在需求回落之后有较大的下行压力。分价格带看，高端和大众价格带的白酒表现较好，次高端价格带的白酒承压，主要由于商务场景恢复依然较弱。酒企之间分化较大，龙头表现明显更优。

当前白酒行业已进入存量时代，马太效应明显，强者恒强。自 2016 年以来中国白酒产量持续下滑，2022 年规模以上白酒企业数量 963 家，较 2016 年下降 39%。然而伴随着消费升级与生产资源向名优酒企集中，规模以上白酒企业销售收入与利润稳定提升，2022 年累计完成白酒销售收入 6,627 亿元，同比增长 9.6%，累计实现利润总额 2,202 亿元，同比增长 29%。20 家 A 股白酒上市公司共实现收入 3,563 亿元，占到规模以上企业收入的 53.8%；较 2016 年提升 27.1pct，共实现归母净利 1,305 亿元，占到规模以上企业利润的 59.3%，较 2016 年提升 11.5pct。虽然当前白酒行业仍处在新一轮的去库存周期中，但是名优白酒龙头总能穿越每一轮周期，在行业洗礼中愈发强大，价值不断创新高。从估值层面来看，目前白酒（中信）市盈率分位数分别处于 3 年、5 年、10 年期的 0.4%、0.5%、35%，处于

历史估值较低分位，往上或还有较大空间，配置价值突出。而品牌、产品、渠道均优秀的白酒龙头会在行业下行期遭遇错杀，或提供了较好的抄底机会。

(专栏作者：研究管理部 苏剑晓)

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/>