

摩根士丹利基金视窗

2023年11月20日第24期（总第24期）

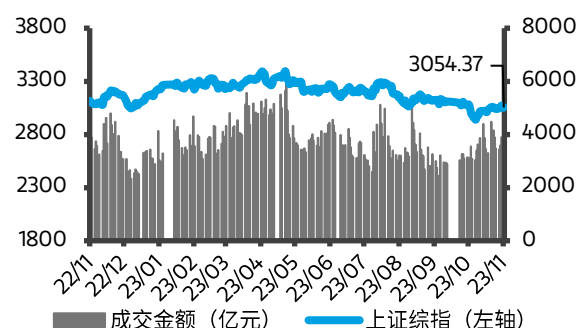
市场洞察：无风险收益率整体呈下行趋势，
风险溢价下降但仍有波折

上周 A 股冲高回落，指数分化，主题板块活跃，核心资产回落。沪深 300 指数下跌 0.51%，上证 50 下跌 0.66%，上证指数上涨 0.51%，中证 500 指数上涨 1.05%。从行业指数表现看，计算机、汽车、通信、军工等行业涨幅居前，食品饮料、新能源、农业、银行等行业跌幅居前。两市日均成交 8885 亿元，较前值缩量 900 多亿元。

当前市场的走势主要是由分子端决定，一方面无风险收益率整体下行，另一方面风险溢价下降，但期间有所波折。

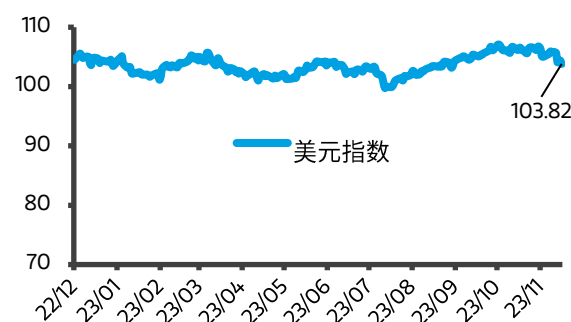
从无风险收益率看，海外因素重于国内因素，美国就业数据和 CPI 均低于预期，美债收益率整体呈现震荡下行的态势；前期强劲的美国经济数据使得投资者在对美国未来经济的评估略显犹豫，但边际走弱较为确定，今年三季度美国经济增速显著高于上半年增速中枢，而四季度大概率重回中枢甚至低于中枢，这是我们评估美债利率走势的基本条件。明年上半年美国经济增速进一步下行的可能性增强，因此可以初步做出美债利率高点已现的判断。10 月份国内 CPI 低于预期，同时社融增量由政府债券主导，增强了降息的预期，但 MLF 利率并未调整，国内无风险收益率下行低于预期，这对分子端造成一

图表 1
上证综合指数近一年走势图



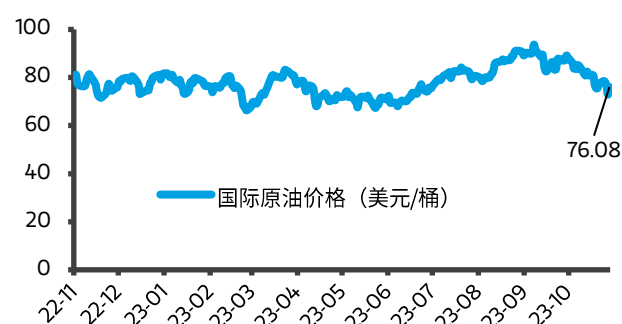
数据来源：万得，截止日期:2023.11.17。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期:2023.11.17。

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：2023.11.17。

定扰动。但我们认为，无风险收益率整体仍然是下行趋势。

风险溢价角度，上周同样有所波折，中美元首会晤，整体符合预期，但低于乐观投资者有关关税、科技等方面的预期，尽管这种预期脱离客观认知，但博弈资金的进出对市场的影响在当前阶段并未下降。

基本面角度，万亿国债增发意味着财政发力重新开启，在当前消费相对低迷的情况下，投资的重要性显而易见，我们认为明年经济的主要增量除了地产投资和出口的拖累收窄之外主要由投资带来，财政发力意味着明年经济增速将保持在较为合意的水平而不至于断崖式下行，这对我们在选择标的时提供了一种长期思考，进而在估值上更倾向于溢价。

短期而言，A 股市场活跃度仍在，如汽车、AI 算力、机器人等，这延续了今年以来一贯的风格，尽管多数为主题性机会，但我们认为不乏长期有持续增长的领域。我们较为关注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且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 —— 基金经理投资手记：

浅谈 “核药”

放射性药物又被称为 “核药”，是指含放射性核素、供医学诊断和治疗的一种特殊药物。据 Annals of Oncology 上综述描述，除了游离碘、某些放射性金属（例如 ^{223}Ra ）以及放射性微球，其余放射性药物都使用 “配体-连接子/螯合剂-放射性同位素” 这一基本结构，它们利用放射生物学原理，通过对肿瘤部位的粒子辐射来杀死癌细胞。

放射性药物可以分成诊断用药和治疗用药，目前被认为是临床有效的抗癌手段。

跟传统癌症治疗手段相比，放射性药物有望从两个途径解决肿瘤异质性靶标表达带来的挑战。在诊断方面，放射性药物让医生能有效评估不同病变之间异质性靶标表达的差异；在治疗方面，放射性药物可以产生细胞毒性旁观者效应，使得对靶点微小变化的肿瘤具有明显优势。

治疗性核药：治疗性核药由 ^{177}Lu 向多个癌种拓展，市场潜力大，Pluvicto 治疗前列腺特异性膜抗原（PSMA）阳性、既往接受过雄激素受体（AR）抑制剂和紫杉烷类化疗的转移性去势抵抗性前列腺癌（mCRPC）成人患者。

诊断性核药： ^{18}F （各种仿制药、创新药用于肿瘤、老年痴呆等检测）应用普遍，中国老年痴呆（主要是阿尔茨海默 AD）预计超过 1300 万人。目前阿尔茨海默在欧美主要是 $\text{A}\beta$ 蛋白单抗或者 tau 蛋白单抗两类靶向药，其使用需要结合 $\text{A}\beta$ -PET 或者 tau-PET。假设未来能实现 30% 渗透率，每人次检查 1500 元核药试剂价格，剂量与 ^{18}F -FDG 相当或稍大，预期市场规模将超过 50 亿元。

综合而言，未来的放射性疗法在新靶点、新配体、新的放射性同位素和联合疗法四个维度有望实现新的突破。

(专栏作者：大摩优悦安和混合基金经理 赵伟捷)

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/>