

摩根士丹利基金视窗

2024 年 1 月 2 日 第 1 期（总第 30 期）

市场洞察：市场大幅反弹，资金由守转攻，上升公司业绩改善确定性持续提升

2023 年最后一周，A 股市场大幅反弹，上证指数上涨 2.06%、沪深 300 上涨 2.81%、万得全 A 上涨 2.62%、创业板指上涨 3.59%，市场经历多周下跌后终于迎来上涨。从年度表现看，小盘股表现最优，中证 2000 上涨 5.6%，上证 50 则下跌 11.7%，上证指数小幅下跌 3.7%。从行业表现看，2023 年通信、传媒、煤炭、家电等表现居前，社服、地产、新能源、建材等跌幅居前。

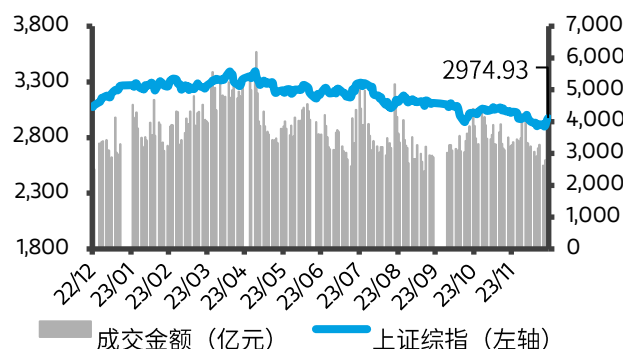
2023 年，A 股市场日均成交额 8772 亿元，较 2022 年下降 5.2%；北向资金净买入 437 亿元，较 2022 年下降 51.4%。2023 年美元指数下跌 2.04%，而此前连续两年上涨；2023 年最后两个月美元指数连续下跌，累计下跌 5%，为 2023 年最大累计跌幅；2024 年美联储有望进入降息周期，这将为 A 股创造较好的外部条件。

上周北向资金净流入了近 187 亿元，尤其是周四单日净流入超 135 亿元，下半周成交额也显著放大，资金面出现了显著改善。从上涨的结构看，超跌板块如新能源、食品饮料等领涨，主题方向如 MR 则连续上涨，此前表现突出的红利指数略有走弱，资金出现由守转攻的迹象。

央行表态要加大已出台货币政策实施力度，投资者原本对货币政策的预期不高，但近期银行纷纷

图表 1

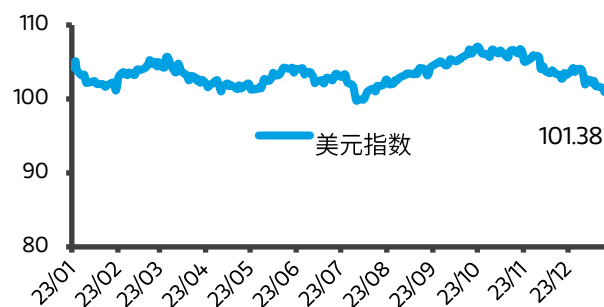
上证综合指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期:2023.12.29。

图表 2

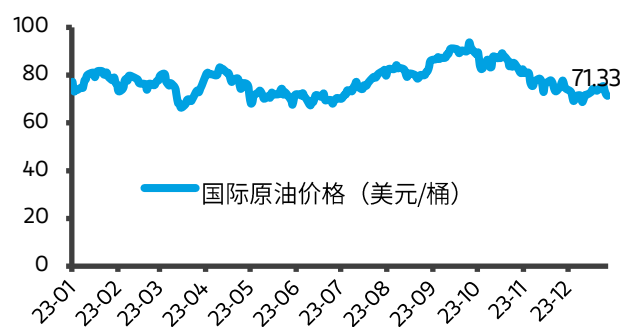
美元指数近一年走势图



数据来源：万得，截止日期:2023.12.29。

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：2023.12.29。

下调存款利率，过去调降存款利率后多数会出现贷款利率下调，因此，未来降息的概率增加。宏观数据角度，近期表现略偏积极，11 月工业企业利润同比增长 29.5%，连续 4 个月实现正增长，增速大幅抬升，考虑到低基数因素，数据基本符合预期，但预示着上升公司业绩改善的确定性进一步提升。

上周市场的反弹质量较高，未来有望摆脱颓势；结构上，我们看好低波红利板块与科技成长板块。中长期角度，我们认为需要结合政策基调、产业发展趋势、业绩兑现等多个角度进行考量，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并且受益于政策持续加码的高端制造板块。

专栏——基金经理手记：

2023 年债券市场回顾

回顾 2023 年债券市场，有以下几点特征。

1) 信贷投放节奏和政府债供给节奏对流动性的影响愈发重要

资金波动的主要来源是银行负债缺口的扩大，而影响银行资产负债表的主要因素：一是信贷投放，二是政府债供给。一季度银行信贷投放加快，相应减少在回购市场的资金融出，对应相对较高的资金利率。而进入二季度，在经济数据基数较低的背景下，信贷投放和政府债发行均放缓，资金面宽松一直延续至 8 月中旬。从 8 月开始，政府债发行加快，资金利率再度收敛，DR007 中枢开始持续高于 7 天逆回购利率。信贷投放和政府债供给节奏的组合，使得全年资金利率呈现收敛-转松-再收敛的态势，因此对于预期全年资金面的波动，信贷投放和政府债供给节奏尤为关键。

2) 长端振幅小于短端

从今年利率债市场来看，对于稳增长政策的博弈波动率逐步收窄。7 月政治局会议之后，稳增长政策逐渐从预期到落地，对债市而言，也经历了从政策冲击到逐渐钝化的过程，长端利率整体呈现窄幅震荡，区间最高波动不超过 20bp。



数据来源：万得，截止日期：2023.12.29。

以十年国债为例，从政治局会议到认房不认贷政策以及一万亿特别国债，整体十年期国债振幅区

间为 2.57%-2.73%，小于 20bp。而同期同业存单最低 2.22%，最高 2.7%，振幅为 48bp。

3) 高票息债券资产荒

2023 年，城投化债催化了弱区域城投债的极致行情。2023 年 7 月 24 日，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，中央及地方层面积极行动制定化债方案，首先就是特殊再融资债重启发行。截至 2023 年 12 月 29 日，共有 27 个省发行特殊再融资债用于偿还存量债务，合计金额达 13,885 亿元。

10 月以来，随着化债资金陆续到位，推动高票息城投债提前偿还。10-12 月均在 100 亿元以上，12 月以来已有 268 亿元城投债提前偿还。此外，城投债券发行端政策明显收紧，交易所终止城投债审批项目增多。2023 年 7 月以来交易所共终止审批 153 个城投债发行项目，合计金额达到 2,242 亿元，而上半年仅终止了 45 个项目（759 亿元）。

2024 年，伴随着城投债供给缩量且高票息个券占比下降，以及产业债利率维持较低水平，信用债资产荒和资产低收益并存，如何挖掘票息和增厚收益成为投资决策重点。

4) 理财短期化防御化明显

在经历了 2022 年理财大范围破净后，银行理财子进行了快速的产品结构转型。

近三年来，从 2021 年初至 2022 年 8 月，理财规模呈现不断上升趋势。2022 年 9 月，债市降温，市场出现“债市下跌—理财产品净值回撤—客户赎回—产品被迫卖债—债市继续下跌—产品净值

继续回撤—客户继续赎回”的负反馈效应，理财规模快速下跌。经历了去年年末的大规模赎回潮之后，今年上半年债市回暖，理财产品规模开始企稳回升，但仍未达到 2022 年 8 月的规模峰值。

据普益标准数据来看，从今年全年的理财子规模变化来看，2 月、3 月、6 月、9 月规模有所下滑，其他月份规模均扩张。截至 11 月底，理财子公司理财产品存续总规模为 22.67 万亿元，较年初增长 6.29%。其中产品结构上，1 个月以内的产品增速最快，较年初增长 56.52%；3 个月-6 个月、6 个月-1 年的产品规模则分别下降 15.58%、23.94%。从产品结构来看，理财规模扩容增量主要由现金管理类和固收类产品带动，混合类、权益类产品规模持续下降，可以看出银行理财客户投资偏好仍相对谨慎。同时近期存款利率经过多轮调降后吸引力减弱，部分资金或流向低波稳健型的银行理财产品，推动了现金管理类和固收类产品规模的增长。且产品期限结构依然偏好短端，下半年理财产品规模增长主要源自 3 个月及以下期限产品，反映出当前银行理财投资者更愿意选择流动性相对较强的短期产品应对市场变化，灵活调整配置。

(专栏作者：固定收益投资部 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/>