

摩根士丹利基金视窗

2024 年 1 月 15 日 第 3 期 (总第 32 期)

市场洞察：市场风险偏好依然谨慎，预期 2024 年出口有望显著改善

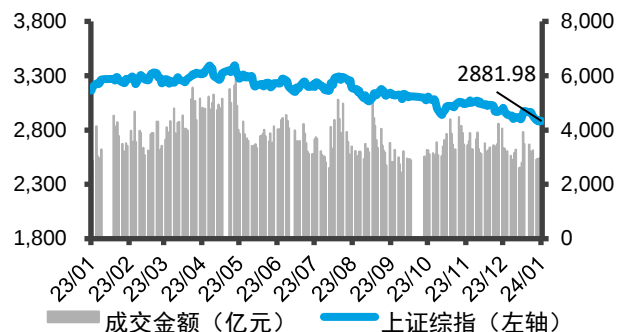
上周海外局势动荡而国内缺乏明显的积极信号，投资者风险偏好较低，A 股市场继续下行。上证指数下跌 1.61%、沪深 300 下跌 1.35%、万得全 A 下跌 1.47%、创业板指下跌 0.81%，结构上有一些变化，部分超跌板块显著反弹。从行业表现看，电新、社服、建材、零售等行业上涨，电子、计算机、通信、军工等成长板块则延续了大幅下跌。高股息内部分化，红利指数下跌 1.42%。市场日均成交 6851 亿元，较上周回落。

本月陆续公布去年 12 月宏观经济数据，从已经披露的数据看较为平淡，2024 年经济支撑预计来自于出口的改善和投资的加码。从出口角度看，2024 年有望出现明显改善，以美元计价 2023 年中国出口 3.38 万亿美元，同比下降 4.6%，最低点出现在去年年中，此后增速逐月改善，近两个月增速已经转正。尽管面临着贸易磨擦，但中国产品在众多领域已经形成压倒性优势，此外美国在电子、家电、地产链等有着巨大的补库空间，这将有助于中国出口增速的持续回升。

2023 年地产的销售持续低于预期，虽然放松政策陆续推出，但房价下行的预期短期难以扭转，居民购房意愿不强，导致房企的资金链压力持续加大。常规的政策放松对地产的托举作用已经不大，必须

图表 1

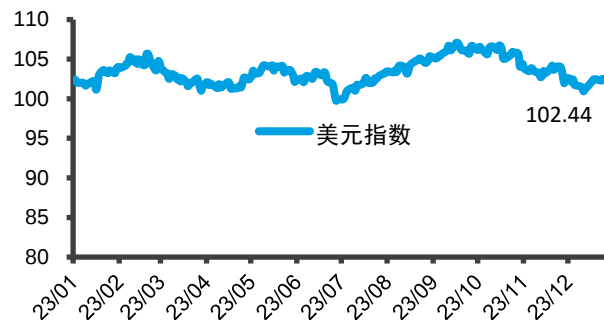
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.1.12。

图表 2

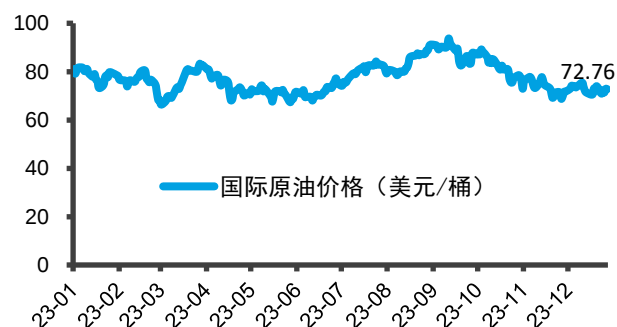
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.1.12。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.1.12。

推出创新性政策，目前政策发力的方向为保障房和城中村改造，近期央行批复了 8 个试点城市购买存量商品房进行长租，并给与贷款支持，广州开始推广“房票安置”，预计 2024 年地产销售下滑的趋势会有所缓解。

客观而言，近期国内经济基本面变化不大，无论是之前公布的 PMI，还是近期公布的价格指数、社融数据，但并非刚刚发生的变化，去年 10 月份以就开始回落，投资者对此预期亦无变化。但是海外地缘局势紧张加剧带来风险偏好迟迟未能提升，而且使得投资者对国内经济复苏的担忧提升。

上周除了高股息表现依然相对较好外，超跌板块如新能源、社服等也有明显反弹，这反映出投资者仍然比较谨慎。我们认为当前 A 股市场的估值处于历史低位，性价比极高，维持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：

浅谈地方债务化解及城投债的投资机会

2023 年地方债务一直是市场关注的焦点，年初市场普遍担心债务风险问题，但随着下半年特殊再融资债的发行，市场情绪开始好转。

特殊再融资债的启动标志着一揽子化债方案的初步落地，此轮额度主要向债务较重或经济实力较弱区域倾斜，反映出其维稳属性更重，为弱资质省份城投的债务偿还带来了短期流动性的利好，市场情绪得到明显提振，对此市场也迅速启动了一波城投下沉行情，自去年 10 月以来各省城投债的利差均有不同幅度的收窄，城投债供不应求，融资成本下降，短期内城投债风险下降。

在一段时间的政策推进后，特殊再融资债整体较快落地，但在本轮化债中扮演了重要角色的金融机构化债进度却较慢，在银行净息差持续收窄、各地普遍开展化债工作的大背景下，地方政府是否能争取到大规模的银行资源进行债务置换有待进一步观察。

一揽子化债方案的整体思路是保存量、控增量。保存量的手段包括上面提到的特殊再融资债置换和协调金融机构展期降息等。控增量对城投各类债务新增都提出严格限制，城投净融资明显收缩。但长期来看，虽然一部分债务被置换，但融资平台本身付息压力依然很大，因此在目前城投债利差处于低位的情况下，仍需防范舆情冲击带来的估值波动风险。

2024 年政策端仍是城投债的重要影响因素，我们需持续观察政策落地的情况。去年 10 月以来城投债新增受到了严格的约束，而过去几轮的债务化解方案出台后，融资政策周期都是偏紧缩的趋势，但随着宏观经济环境的变动，政策主线倾向于稳增长或对冲风险，城投融资政策也出现了转向，因此后

续如果债务收缩不利于经济复苏的影响加大，或许存在债务管控力度适度放松的可能。

具体到城投债的投资来看，供给端而言，在监管口径趋严的环境下，今年城投债发行预期会进一步缩量，且城投债短端行情带动整体收益率下行，高息资产减少是大概率事件，需求端来说，城投债相较产业债仍是安全性较高的资产，仍会是机构配置的核心板块，但需关注金融支持化债政策落地情况并警惕若政策推进力度不及预期所带来的估值调整风险。

在化债政策下，各省城投利差趋于同质化；但考虑到实际区域经济差异较大，弱资质区域仍面临土地市场走弱、人口持续流出及债务负担沉重等压力，未来可能面临一定回调，配置上继续优选核心城市群中具备较强人口、产业基础的区域，结合基本面综合考虑在安全属性突出且流动性较高的区域下沉择券。同时我们也会关注债务体量较小的省市，以及一些城投债提前兑付的机会。

(专栏作者：固定收益投资部 施同亮)

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/>