

摩根士丹利基金视窗

2024 年 3 月 11 日 第 10 期 (总第 39 期)

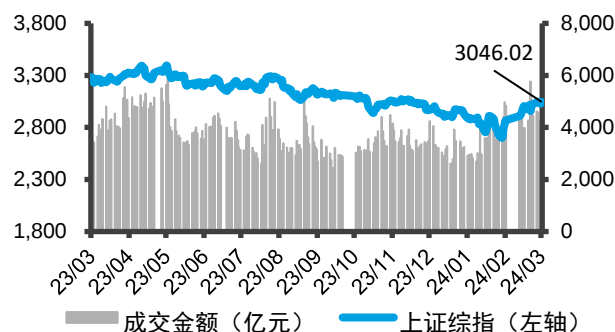
市场洞察：出口增速超出预期，CPI 同比改善

上周 A 股市场整体小幅上行，指数有所分化，代表大盘权重的上证 50 和代表小盘的中证 2000 均有所上涨，中间风格则普遍下跌，市场呈现横盘震荡格局，也基本符合此前预期。指数角度，上证指数上涨 0.63%，沪深 300 指数上涨 0.20%，创业板指下跌 0.92%，科创 50 下跌 1.51%。行业层面，石化、有色、公用事业、通信等涨幅居前，地产、社服、非银、传媒等跌幅居前，今年以来煤炭、家电、银行、石化等低估值行业依然领涨。上周市场日均成交 9913 亿，前值 11001 亿，减少 1088 亿元/日；北向资金净流出 31 亿元，今年以来累计净流入 378 亿元。

政府工作报告披露了 2024 年经济总体目标，GDP 增速、赤字率等基本符合预期，政策基调与中央经济工作会议保持一致，更加重视科技创新，A 股市场对此反应相对比较平淡。上周公布了两个比较重要的数据，一是外贸数据，1、2 月份出口增速达 7.1%，显著超出预期，二是通胀数据，2 月 CPI 同比+0.7%，改变了连续 4 个月负增长的态势。这两项数据的上行意味着经济出现了一些边际改善，但是改善的持续性还有待观察，尤其是在地产数据仍然较弱的情况下，其对市场的提振作用不一定很强。海外也有一定变化，3 月中旬将举行议息会议，此前 3 月份降息预期已经基本消除，但 6 月份降息的

图表 1

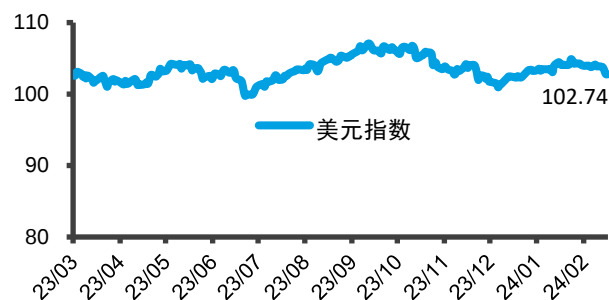
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.3.8。

图表 2

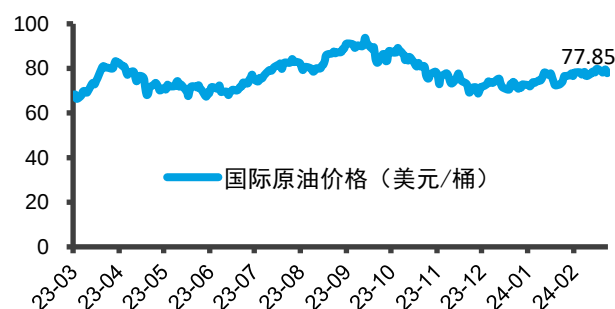
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.3.8。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.3.8。

预期仍然较强。上周鲍威尔国会证词提及，美联储在今年某个时间降息可能是合适的，叠加美国 2 月份的一些景气数据走弱，推动了降息预期的再次增强。周末美国劳工部公布了就业数据，其中失业率从 3.7% 上升至 3.9%，新增非农就业 27.5 万人超出预期，这两个数据相互矛盾，但我们认为美国就业数据整体在走弱，原因是新增非农就业存在下修的可能，而失业率实实在在上升了。但无法以此判断美联储降息的窗口会提前，实际上未来几个月通胀的路径仍非常复杂，股市因此受到的影响也会反复。

市场尽管由上行趋势转变为横盘震荡格局，但仍有一定赚钱效应，造船、黄金、AI 等方向表现较为突出。短期内由于两会即将闭幕，市场预期会有所降低，市场可能延续震荡格局，资金预计会偏好低估值板块；长期而言，以 AI 为代表的科技、高端制造、医药等领域值得看好，而经营稳健、现金流充裕、具备提高分红能力的公司仍然具备很好的配置价值。

专栏 —— 基金经理手记：

超长期特别国债对债市影响的探讨

考虑到近期的利率下行、中央加杠杆、支持宏观经济等大背景及因素，《2024 年政府工作报告》提出：“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。”超长期通常指 10 年以上的国债，关键期限为 15 年、30 年和 50 年，但本次超长期特别国债的期限尚未明确。

历史上，我国发行的超长期特别国债主要为 1998 年发行的 2700 亿元 30 年特别国债（用于补充四大国有商业银行资本金）以及 2007 年发行的 8539 亿元 15 年特别国债（用于向央行置换外汇储备，作为资本金组建国家外汇投资公司），合计 11239 亿元，其中 10200 亿元为定向发行，定向发行背后资金来自于央行，因此过往超长期特别国债发行对流动性影响较小。

需求方面，超长期国债的需求方主要是保险，其次是银行等机构。近年来保险资金运用余额（保险业务获得的资金减去已经用于支付赔款、退保金等费用后剩余的部分）年增量约在 1.5-2.2 万亿元，其中 80-90% 会用于投资于利率债，因此还需要银行方面加大对长久期利率债的配置，考虑到居民按揭贷款余额的下降，银行也有配置其他长久期资产的意愿，此外本次亦不排除通过柜台向居民发行国债的可能性（2023 年 2 月，央行出台《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》）。

供给方面，近三年超长期国债发行均值仅为 3883 亿元，2020 年是超长期国债发行最多的一年，但发行金额仅为 6238 亿元，仍然明显低于本次超长期特别国债的规模，因此 2024 年超长期国债发行压力显著增大。

如具体到月度发行上，超长期国债的月度发行规模通常在 200-300 亿元左右，期限上则以 30 年

期为主，较少发行 15 年期。如在部分月份密集发行超长期特别国债，可能带动 30 年-10 年的期限利差走阔。同时，供给压力还可能导致资金面波动，这部分还需关注央行的流动性支持以及央行和财政的配合情况。但如果投资者对中长期的宏观预期未发生改善，全年角度的收益率曲线的调整压力可能也有限。后续还需密切关注本次特别国债发行细节等信息以及央行相关表态。

(专栏作者：固定收益投资部 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/>