

摩根士丹利基金视窗

2024 年 4 月 8 日 第 14 期 (总第 43 期)

市场洞察：高频数据显示国内经济好于预期，美国就业数据超预期强劲

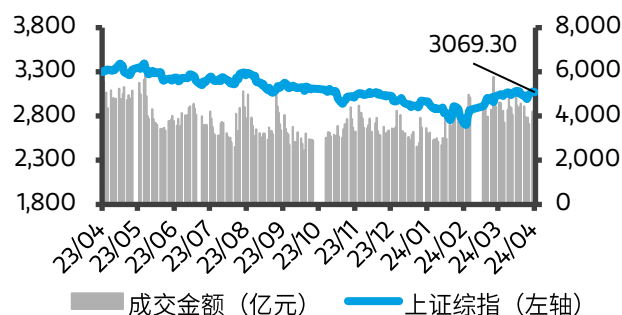
上周 A 股市场有所反弹，多数指数实现上涨。上证指数上涨 0.92%，沪深 300 指数上涨 0.86%，创业板指上涨 1.22%，科创 50 下跌 0.78%。行业层面，多数行业实现上涨，有色、化工、农业、石化等涨幅居前，计算机、军工、通信、传媒等跌幅居前；今年以来有色、石化、家电、煤炭等行业领涨。上周 A 股仅三个交易日，日均成交 9662 亿，略有增加；北向资金有所流出。上周海外市场整体偏弱，日经 225、道指、法国 CAC40 等指数均有明显下跌。

上周资源股的表现非常强势，有色板块大涨 6.7%，为今年以来 A 股市场涨幅第一的行业，化工、钢铁等也有不错表现，中美制造业 PMI 同时站上荣枯线是重要的原因。3 月份中国制造业 PMI 达到 50.8，时隔 5 个月再次站上荣枯线，而且从分项指数看供需有所改善，预示着 1 季度经济要好于年初的悲观预期，机构普遍上修 1 季度经济增速；与此同时，美国制造业 PMI 时隔 16 个月重回荣枯线之上。全球最大的制造国和最大的消费国的制造业 PMI 同时突破 50，出现制造业共振的可能大幅增加。

周末美国劳工部公布了 3 月份就业数据，新增非农就业人数超预期地达到了 30.3 万人，失业率小幅下降。美国较为强劲的就业数据进一步压低了 6 月份降息的预期，部分美联储官员也开始表达出了

图表 1

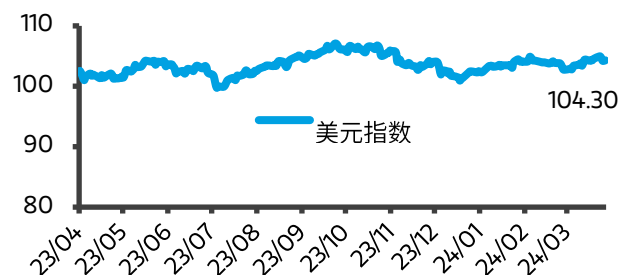
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.4.3。

图表 2

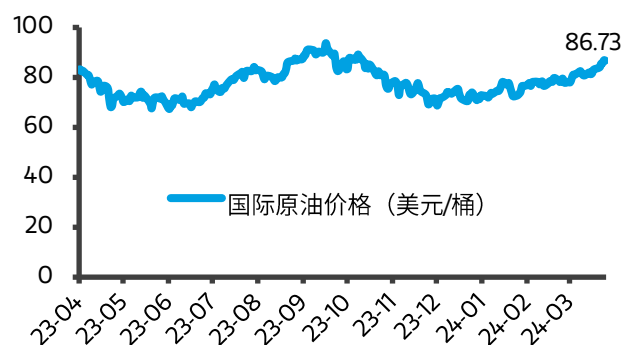
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.4.5。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.4.5。

对通胀的担忧。本周美国通胀数据即将公布，考虑到 3 月份原油等大宗显著上涨，预计 CPI 呈现小幅反弹，如果符合预期的话，美国通胀则会连续两个月反弹；由于核心 CPI 截至 2 月份仍处于稳步下降的态势，市场担忧并未显著加大，但如果美国地产触底回升，有可能会带动耐用消费品持续上涨，这对核心 CPI 会带来较大压力，美联储降息时点可能会进一步延后。美国就业数据公布后，商品并没有出现明显调整，因为这意味着美国经济软着陆概率增加，叠加前期制造业 PMI 回升，对资源品的需求反而形成支撑。

1 季度为经济压力相对较大的时期，但高频数据显示要好于预期，本周开始陆续公布 3 月份经济数据，尽管面临高基数，预计不会出现显著回落，1 季度有望平稳度过。2 季度开始，预计 PPI 等指数开始抬升，上市公司盈利将出现显著改善，因此中期角度，A 股值得更加乐观。红利品种经历了回调之后性价比提升，AI 算力等高景气板块、资源品、医药等值得看好。

专栏——基金经理手记：

高 YTM 转债策略的机遇与风险并存

2024 年以来中国转债市场的总体表现差强人意，截止 3 月末中证转债指数累计下跌 0.81%，可转债等权指数累计下跌 4.20%。在债券市场持续走强，股票市场 V 型反转的背景下，可转债没有充分发挥出进可攻，退可守的特性。可转债市场的相对弱势一方面可以归因于转债正股结构更偏向于中小盘，另一方面也与转债市场总体估值水平的明显下降有关。在债券市场陷入资产荒，股票市场风险偏好修复的环境下，部分市场投资者对高 YTM 转债策略保持了较高关注。低利率环境下，高 YTM 转债策略未来能否持续获得超额收益，重新赢得绝对收益资金的青睐？

首先，高 YTM 转债策略具备中长期跑赢市场的能力，这类策略的超额收益主要来自于下修条款博弈、到期前促转股和信用风险修复，无风险利率并不是 YTM 转债策略的核心驱动力。根据测算，投资于 YTM 处于市场前 1/5 的转债的简单量化策略在 2018 年-2023 年持续获得了正收益。近年来虽然转债到期未完成转股的比例逐渐升高，但是转债转股仍然是最主要的转债退出方式，构成了高 YTM 策略持续获得超额阿尔法收益的底层逻辑。考虑到未来股权融资的审批节奏将进一步放缓，存量转债的发行人更有动力通过主动下修促成转债转股，有助于提升高 YTM 转债策略的投资回报。

其次，当前转债市场的股性估值水平和债性估值水平存在较大差异，转债的股性估值水平仍然难言便宜，意味着高 YTM 策略的跟涨能力仍然较弱。从股性估值来看，当前转债市场的修正百元溢价率处于 2022 年以来的最低水平，但是与 2018 年末和 2021 年初等转债市场底部时期相比，目前转债市场的股性估值水平仍然不低。从债性估值来看，纯债溢价率中位数，到期收益率中位数，低价转债个数

占比等指标都显示当前转债市场的债性估值处于 2018 年以来的极低水平。从市场结构来看，最容易发挥转债非对称性优势的平衡型转债的估值明显偏贵，抑制了经典双低转债策略的中期投资回报空间。总体来说，股性估值水平偏高和债性估值水平偏低意味着当前高 YTM 转债的债性保护较强，但是跟涨能力相对较弱，高 YTM 策略的收益兑现仍需保持耐心。

最后，高 YTM 转债发行人的信用资质总体偏弱，高 YTM 转债的潜在信用风险仍然是机构投资者的主要担忧点。尽管从历史样本梳理来看，转债的实质性违约风险仍然明显低于普通信用债，而且转债发行人自身具备较强的意愿和能力规避实质违约风险，但是信用风险事件触发的机构集中出库抛售压力不容小觑，部分高 YTM 转债在信用风险事件期间的净值波动非常剧烈。从历史经验来看，正股被 ST，监管问询函，信用评级降级等信用事件更容易发生在年报季期间，因此在年报季尤其需要关注弱信用资质转债的信用冲击风险。

总结来说，高 YTM 转债策略仍不失为一种底层逻辑清晰，回撤风险可控的转债投资策略。但是当前转债市场的股性估值仍然偏贵，客观上限制了高 YTM 转债的跟涨能力，投资者仍需要适度保持耐心。高 YTM 策略的信用冲击风险仍需高度重视，特别需要规避年报季弱信用资质转债的净值波动风险，适度关注错杀带来的投资机会。

(专栏作者：固定收益投资部 方旭赞)

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。基金管理人及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/>