

摩根士丹利基金视窗

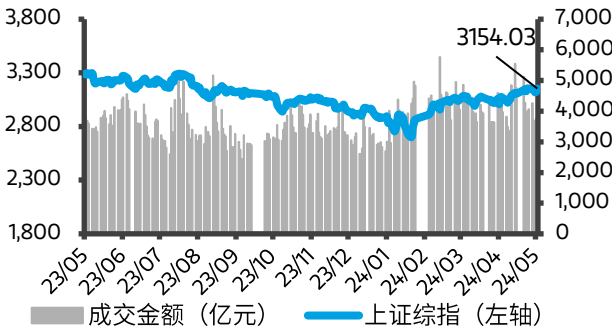
2024 年 5 月 20 日 第 20 期（总第 49 期）

市场洞察：地产政策持续发酵，内需改善或成为未来市场挖掘机会主线

上周 A 股市场整体收涨，上证指数下跌 0.02%，沪深 300 指数上涨 0.32%，上证 50 表现最好，上涨 0.62%。从行业表现看，房地产、建材、建筑、银行等行业表现靠前，煤炭、医药、电新、机械等行业表现靠后。市场风格偏大盘价值，中证红利上涨超 1%，两市日均成交额为 8490 亿元，继续回落。上半周市场表现相对平淡，下半周地产政策持续发酵，带动市场回升。

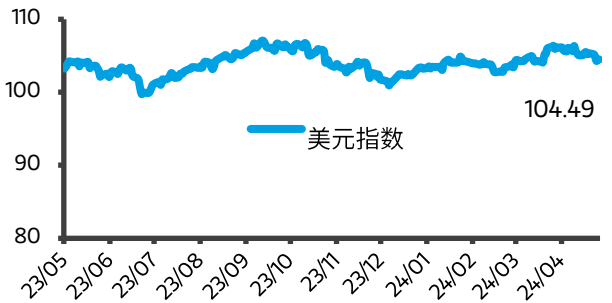
地产政策成为上周焦点。自 5 月份以来，各地陆续推出新一轮地产放松政策，但是投资者最为期待的是政府收储政策。上周五央行推出多项举措，全国层面取消首套和二套住房商贷利率政策下限，首套和二套住房商贷最低首付下降至不低于 15%和 25%，这是历史上最低水平，个人住房公积金贷款利率下调 0.25 个百分点；同时，央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，用于支持政府收购已建未售商品房。央行的这套政策组合拳整体而言比较超预期，尤其是取消利率下限和继续下调首付比例，当然市场最为看重的收储政策基本符合预期。2022 年底的“三支箭”重在供给端，事后看效果不佳，彼时地产正处于下行的初期；当前看，地产经历两年快速调整期后，刺激政策继续重拳发力的必要性和可行性更高，并有望在未来几个月内看到效果。

图表 1
上证综合指数近一年走势图



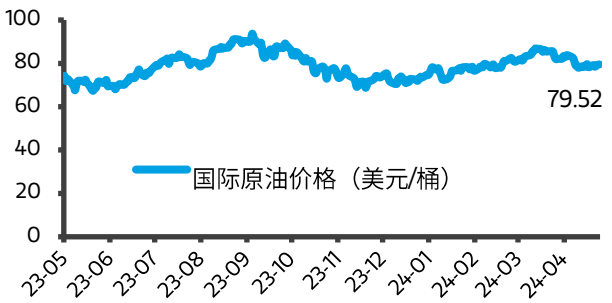
数据来源：Wind，截止日期:2024.5.17。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期:2024.5.17。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.5.17。

上周统计局披露了社零、工业增加值、投资等数据，依然呈结构性改善的情况。今年以来经济数据前高后低，3、4 月份数据分化加大，总体而言表现为内需不足，基建和地产投资疲弱，制造业和出口是支撑。加之海外库存处于低位，有补库需求，出口链成为市场重要的主线。近期随着地产政策的放松，内需改善成为可能，这有可能成为未来市场挖掘机会的主要线索。前期资源品表现相对强势，近期波动加大，上周美国通胀数据平稳回落，此前就业数据超预期下行，美联储降息预期继续回摆，从而推动黄金、铜等资源品继续大涨。因此，资源品处于降息预期升温与国内经济改善的交点，值得继续看好。

专栏——基金经理手记：

债市机遇与挑战并存，关注中短端配置价值，抓拉久期交易机会

展望二季度债市，监管风险和政策风险是债市定价主逻辑。

首先是监管风险，监管的部分措施可能会引起负债端较大的波动和资产端的重新定价。央行主管媒体发声超长端合意区间 2.5-3.0% 位置，或为超长端进行了交易区间定价，目前影响供给节奏的特别国债发行已成明牌，市场博弈空间来自于货币政策配合，包含降准、降息和 LPR 调降等措施或可期待。手工补息取消的影响已经逐步落地，企业存款从银行金融市场部快速流失已经从 4 月份社融数据初现端倪，5 月或延续这一进程，而 4 月以来银行理财快速增长，4 月银行理财环比新增 2.3 万亿，进入 5 月前两周，周度银行理财规模环比新增平均达 2000 亿以上，配置资金逐步从大行金融市场部向银行理财资金迁移，机构配置行为偏好上发生了结构变化，也即头部国股行金融市场部缩表，配合银行理财规模新增，从金融数据挤水分、防空转逻辑上看，银行 Q2 起从金融 GDP 考核（扩表模式，存贷款增速充实金融 GDP）转向利润考核（金融空转、盈利质量差的存贷或压缩），配置偏好也从长期利率债、地方政府债向中短期限品种迁徙，与此同时，代表资金预期的 IRS 利率创下新低，代表非银资金松紧度的 R007 下探破 1.80%，银行和非银之间资金利差收敛甚至为负值，体现当前资金宽松、中短端信用有支撑。在银行挤水分、防空转后，净息差压力或有改善，进一步迎来货币政策精准滴灌，才能有效降低社融融资成本，也即先打扫屋子再请客。

政策方面，政治局会议提出优化存量、优化增量组合拳，从供给端结合解决房地产问题，从救助意愿、救助能力、出资金方多部委协同解决问题，本轮地产调整时间进入后半程，政策边际上对于风

偏改善有帮助，但对销售影响，预计不弱于去年 8-9 月份放松产生的 1-2 个月销售数据回升，能否持续回升超过 3 个月还需要持续政策释放，短期仍然会看来以价换量的销售情况，房价抬升和居民信心修复仍然需要时间。目前债券和权益对此定价分化，目前政策持续性难证伪和政策传言难证实，当前债券更多是中短端配置资产荒和长端重定价过程。

超长端以震荡区间的交易为主，30 年国债利率下限或在 2.5% 附近位置。10 年以上品种来看，随着超长普通国债发行已经退出，让位于特别国债发行，超长品种逐步被特别国债发行挤压和定价，后续 5 年或成为市场新常态。面对特别国债单只券代码发行量有达到 3000 亿以上规模，二级市场流动性或不弱。超长端发行已明确背景下，如有资金对冲如降息降准，或者央行公开市场操作买卖债，可以挖掘曲线机会，但在央行合意区间较宽以及发行节奏较为平滑背景下，央行进行宽松支持的急迫性或下降，随着美国经济显示的核心 CPI 环比的二阶导出现下移，另外消费者信心指数下降，租金下移，显示后续美国经济增长韧性减缓，美国利率期货显示年内降息隐含了 2 次，降息开始于 9 月份，因此货币政策内外平衡压力将于下半年开始收敛，货币政策放松将会打开掣肘。在远期宽松、近期政治局会议吹风宽财政和地产背景下，预计 Q2 基本面数据和政策对债市偏空，但社融和信贷数据对债市利好，整体震荡区间内，在利率上延拉长久期进行交易，在利率下延降低久期交易。

(专栏作者：固定收益投资部 吴慧文)

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/>