

摩根士丹利基金视窗

2024 年 6 月 11 日 第 23 期（总第 52 期）

市场洞察：国内5月出口增速大幅提升，
美新增非农数据超预期

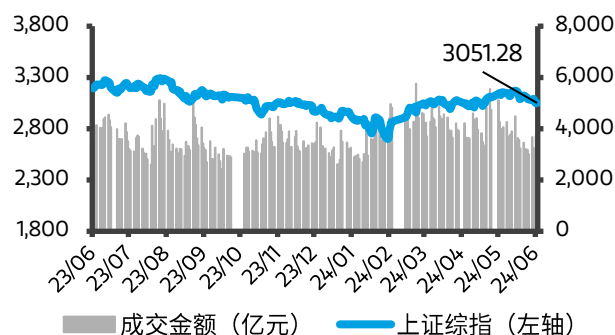
上周 A 股市场延续弱势震荡，上证指数下跌 1.15%，万得全 A 指数下跌 2.09%，沪深 300 相对抗跌，下跌 0.16%。从行业表现看，电力公用、交通运输、煤炭、家电和电子等行业表现靠前，轻工制造、传媒、计算机、社服等行业表现靠后。市场风格偏大盘价值，两市日均成交额为 7684 亿元。

近期小盘股显著弱于大盘股，上周国证 2000 指数下跌 5.3%，上证 50 指数仅下跌 0.2%，ST 及低价股跌幅较多。证监会密集出具监管函，对违法违规上市公司、中介机构进行处罚，同时量化交易监管的担忧加大，导致资金抱团大市值品种，大小盘风格分化加剧。上周监管层回应当前市场 ST 及退市情况，小盘股有所反弹，中短期看，大盘股强于小盘股的概率依然较高。

海内外宏观数据看，好坏参半。5 月中国出口增速进一步提升至 7.6%，绝对出口额为历年 5 月次高值，当然 5 月开始基数下降也是出口增速大幅提升的原因，去年 5 月份出口增速开始转负，且降幅在此后两个月继续扩大。从主要产品看，船舶、汽车、家电、家具、手机等呈现较快的增长，前 5 个月中国对东盟、拉美增速均在 10% 左右，对欧日韩依然为负，但有所收窄。展望全年出口，显著改善已然确定，海外补库是核心支撑，出口链作为去年

图表 1

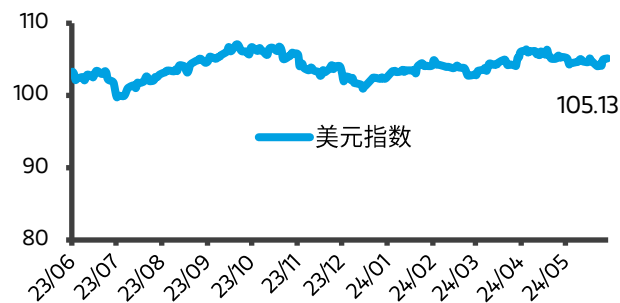
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.6.7。

图表 2

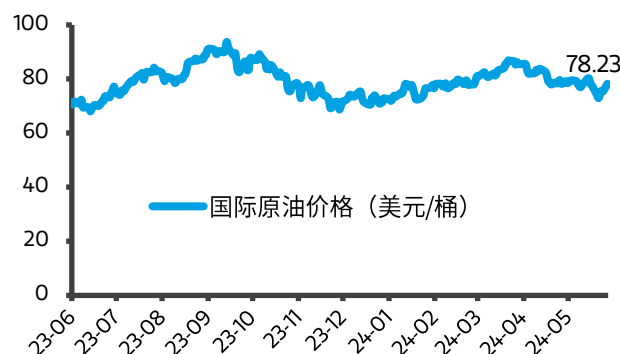
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.6.10。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.6.10。

下半年开始的重要投资方向之一，有望在未来两个季度之内延续。另一方面，欧央行宣布降息 25 个基点并带动美联储降息的预期增长，但是周末美国劳工部公布的新增非农数据大超预期，时薪增速也高于预期。就业数据一经发布，美元应声大涨，大宗商品普遍下跌，这对 A 股市场也有可能带来一些扰动。

在经济改善尚不明显、政策预期回落等背景下，投资者更多以交易思维进行操作，表现为行业轮动较快，以结构性行情为主。未来有几个方向值得重视，一是本身基本面稳定、现金流充裕，且可预见的周期内有望保持一定增长的品种；二是高端制造中资本开支已经下降、产能已经出清的细分领域；三是地产链，一旦销售有企稳迹象，市场信心有望得到极大提升；四是国企改革，在提高上市公司质量的背景下，国企有望在公司治理改善、经营效率提升方面做出表率。

专栏——投资经理手记：

债市收益率低位震荡，节奏把握的重要性凸现

今年以来债市整体走牛，经济处于缓慢复苏的状态、资金成本整体偏低，同时机构持续存在欠配的压力，利率债和信用债轮番均有较好的表现；回看市场，每次回调都是阶段性较好的配置机会。债市行情中几次较明显波动是由政策带来的市场预期阶段性变化，3 月 8 日监管担忧农商行过于热衷债券投机交易、4 月 23 日央行提示长端风险、4 月 30 日政治局会议提出去库存、5 月 17 日地产政策落地、5 月 30 日央行提示长端风险是重要节点，调整幅度最高不超过 15BP。但是，目前利率水平、信用利差以及期限利差大多已处于极低的水平，地产放松政策展开、效果尚不明确，而且监管对超长端利率的走势多次强调风险。在低位利率水平的状态下，多空因素交织；在经济状况显著改善之前，或维持低位震荡的特点，波动加大情况下把握节奏在策略上或更为重要。

从债市走势看，收益率整体下行，曲线形态压平，超长端波动增大。10 年期国债从年初的 2.57% 最低下行至 2.22% 附近，调整后围绕在 2.30% 附近横盘；超长期国债最低下行至 2.41% 附近，调整后波动增加，目前围绕在 2.54% 附近。信用债在机构配置压力下持续向好，信用利差不断压缩，5 年以内信用债大多已经突破 4 月份前低，超长期限热度有所缩减。

基本面处于弱复苏盘整的局面，经济恢复速度较慢，同时具有一定的结构性问题。PMI 波动后再次下探到荣枯线以下，恢复并不迅速，经济的快速回升需要曲线斜率的恢复。地产表现弱势，年初以来在以价换量和价跌量缩的状态下寻底，5 月中旬以后房地产政策转向去库存，全国范围内对地产需求端的限制均有不同程度的放松，二手房成交有一

定的放大，但仍处在以价换量的状态，未来的成交量和价格仍有待进一步的观察。

4 月社融数据超预期，新增社融-1987 亿元（预期 1.01 万亿元），新增人民币贷款 7300 亿元（预期 7433 亿元），M2 同比增长 7.2%（预期 8.3%），而且 M1 同比转负。尽管广义信贷同比多增 112 亿元，但其中票据融资 8381 亿元，体现了实际贷款和真实融资需求偏弱势；在前期规范银行“手工补息”影响下，套利虚增的存贷款被挤出，对金融业增加值核算调整后，虚增充量存款也可能降低，这被市场解释为“挤水分”。货币层面表现是 M1 转负至-1.4%，M2-M1 剪刀差扩张至 8.6%。

短期看，债市博弈的气氛较强。基本面弱复苏情况下，经济大幅跳升概率或许不大，超长债供给时间窗口拉长，资金维持宽松和配置压力持续，债券大幅调整空间不大。同时，监管对超长债的过度交易持续提示风险，地产的政策效果仍未知。债券收益率或在低位震荡，用部分仓位对波动和节奏的把握更为重要。

(专栏作者：固定收益投资部 唐海亮)

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/>