

摩根士丹利基金视窗

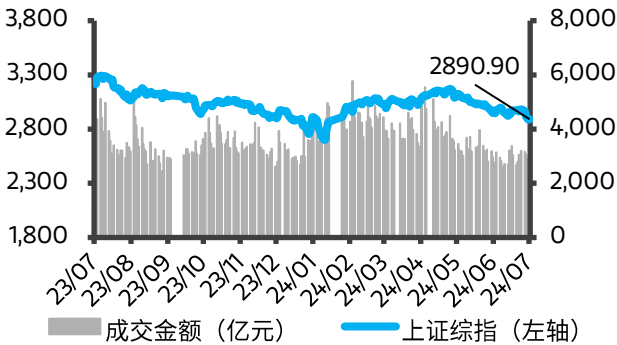
2024 年 7 月 29 日 第 30 期 (总第 59 期)

市场洞察：博弈资金兑现致市场下跌，海外因素影响复杂

上周 A 股市场呈现近期最大单周跌幅，上证指数下跌 3.07%，沪深 300 指数下跌 3.67%，万得全 A 指数下跌 2.74%，中证 2000 相对抗跌，但也下跌 0.83%。从行业表现看，国防军工、新能源、建筑、家电等行业表现靠前，有色金属、食品饮料、电子、农林牧渔和石油石化等行业表现靠后。风格上看，小盘股表现相对活跃，成长股跌幅较多，市场日均成交额为 6325 亿元，较前一周继续回落。

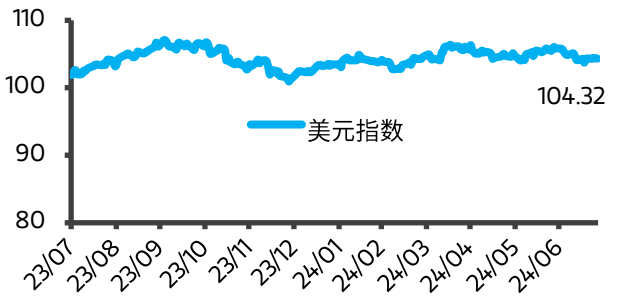
三中全会召开完毕后，博弈资金开始兑现。全会《决定》提及推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，带来了泛公用事业价格改革的预期，相关板块表现出了一定的超额收益。此前提到会议对中短期的经济也比较重视，原因可能是 2 季度国内经济增速回落至 4.7%的水平，消费等依然疲弱，加码稳增长有一定的必要性。上周政策纷纷落地，显示为周一调降了 LPR，周中 MLF 也出现下调，周四超长期特别国债中安排 3000 亿资金用于设备更新和以旧换新，显著超出市场预期；货币政策和财政政策双重发力，未来需要密切关注经济企稳的信号，考虑到当前出口仍然能够起到强力支撑，我们认为 3 季度国内经济将呈现平稳态势，有望缓解投资者对经济的悲观预期。

图表 1
上证综合指数近一年走势图



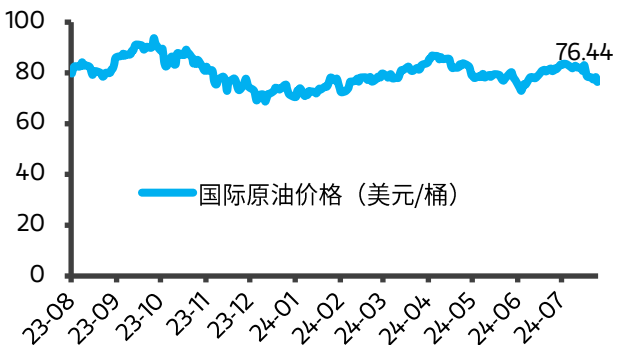
数据来源：Wind，截止日期:2024.7.26。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期:2024.7.26。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期:2024.7.26。

除了 A 股市场表现偏弱外，海外主要市场表现也一般。日本股市有日央行加息的压力，纳斯达克受到了科技七巨头调整的拖累，欧洲则相对较好。美国因素对市场的影响较为混乱，前期美联储降息的预期非常强，但上周公布的美国 2 季度 GDP 增速大超预期，衰退交易之后软着陆的声音增多；美国选举也出现摇摆，哈里斯民调上升较快，但改变选举格局的可能性或许仍然不大。这对 A 股的影响显得极为复杂，在进一步明朗之前我们认为海外因素对 A 股的影响可能会降低。

考虑到近期市场出现了明显的调整，国内政策开始显著发力，我们认为无需继续悲观，政策逆周期调节已经开始加码，这些将对市场形成支撑甚至推动力量。从行业角度，我们依然建议关注 AI 算力、有色、半导体、电力等。

专栏——研究员手记：

降息释放稳增长信号，债市策略上节奏重于方向

7 月 22 日，央行公告称，从即日起，公开市场 7 天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标，利率由此前的 1.80% 调整为 1.70%。同时，为增加可交易债券规模，缓解债市供求压力，自本月起，有出售中长期债券需求的中期借贷便利（MLF）参与机构，可申请阶段性减免 MLF 质押品。7 月 LPR 报价亦有调降，一年期、5 年期以上品种均下调 10bp。

央行多目标下各类目标的优先顺序可能根据情况阶段性地调整，上半年受到美国通胀反弹的影响，央行的优先顺序总体上可能是汇率稳定，债市稳定以及经济增长，形成的结果是短端跟汇率的走势较为接近，而长端在资产荒的惯性下行趋势之外，受央行喊话和重要会议预期影响较大。

现阶段，随着完成国内全年增长目标的压力大于内外平衡的压力（二季度增长不及预期，后续贸易摩擦或可能增加，近期美元走弱），决策层对于经济增长的诉求提升，货币宽松也陆续兑现，但需要关注后续特朗普如果上台，人民币汇率贬值预期是否会增强，进而制约货币宽松的空间。

新的框架中，央行希望通过政策利率 OMO 引导资金价格，进而传导到债券和信贷市场，影响国债利率和 LPR 报价；同时为了调节流动性、加强对资金价格及长端利率的管控，又通过 OMO 上 50BP 和下 20BP 限制资金价格的波动范围，并通过国债买卖操作加强对于收益率曲线形态的影响。本次逆回购操作公告，提到了“固定利率、数量招标”，进一步确定了 OMO 的政策利率地位，结合之前的临时正逆回购操作公告，当前的政策利率中枢是 1.7%，上下限分别是 1.5% 和 2.2%。

“自本月起，有出售中长期债券需求的中期借贷便利（MLF）参与机构，可申请阶段性减免 MLF 质押品”，这部分机构主要是有卖出意愿的机构，或许跟央行计划借入债券的机构有一定重合，抵押品减免后，有助于这部分机构实现自身卖券的需求或配合央行借入债券的需求；整体上以后 MLF 操作部分机构可以不用抵押仍能得到央行的资金，这样可以增加市场上可交易的债券，缓解债券市场的供求矛盾，也隐含着央行不希望利率因为供求失衡下行过快、削弱 MLF 政策利率地位之意。

LPR 的调降则是新的框架下 OMO 调降的结果，因为新增房贷利率取决于加点，LPR 调降主要作用可能是降低存量房贷利率，效果真正实现还是需要等到第二年，但是有一定的稳增长信号意义，有助于提振市场预期。

债市策略上，由于经济发展思路的转变，超常规刺激政策难以出台，可能更多是前期政策的推动和落实，结合短期汇率压力的缓解，债市没有明显利空因素，阻力可能主要来自收益率下行过快或引发央行干预；中期来看，国内基本面的不确定性和贸易磨擦意味着人民币可能未到升值拐点，对利率或有一定压制，但更多是影响节奏；或可结合国内经济数据、汇率情况以及利率下行节奏把握交易机会。

(专栏作者：固定收益投资部 崔璨)

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/>