

摩根士丹利基金视窗

2024 年 9 月 18 日 第 37 期 (总第 66 期)

市场洞察：A 股市场延续结构性调整，海外宽松道路持续

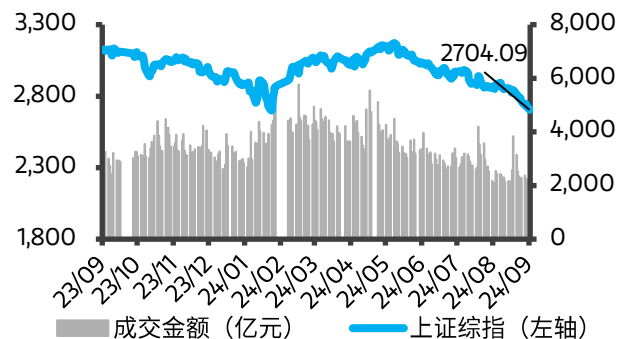
上周 A 股市场继续缩量下跌，上证指数下跌 2.23%，沪深 300 指数下跌 2.23%，万得全 A 指数下跌 2.0%，创业板指相对抗跌，下跌 0.19%。从行业表现看，通信、计算机、综合、电新和家电等行业表现靠前，食品饮料、消费者服务、交通运输、石油石化和煤炭等行业表现靠后。市场风格偏小盘成长，两市日均成交额为 5194 亿元，连续两周回落。

国内 8 月份通胀与外贸数据平稳，但内生性需求仍不足，消费需求旺季不旺。8 月 CPI 同比上行，但主要由食品价格上涨驱动，通胀持续回升动力不足，同时 PPI 同比则显著回落。进出口数据中，进口数据大幅回落，同样反映内需不足问题较为显著。此外，中秋国庆旺季临近，但近期高端白酒批价超季节性下行。周末统计局公布了社零、投资、工业增加值等数据，继续呈现回落态势，这与制造业 PMI 指引一致。整体看，物价、PMI、地产、开工率等高频数据均显示，全年增长压力加大，稳经济、稳物价仍需政策“持续用力、更加给力”。部分投资者预期上周人大常委会后将有宽财政政策，原因是去年十月份常委会后宣布了增发万亿国债，事后看这种预期偏乐观，我们认为十月份将是重要的观察窗口。

海外继续走在宽松的道路上。周四欧洲央行如

图表 1

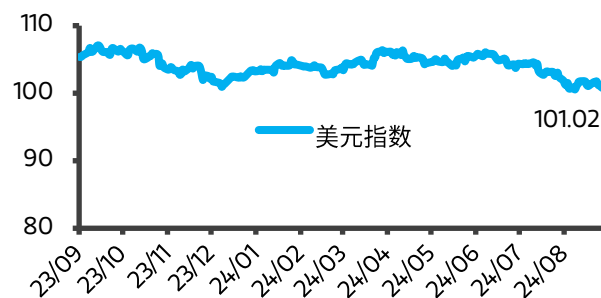
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.9.13。

图表 2

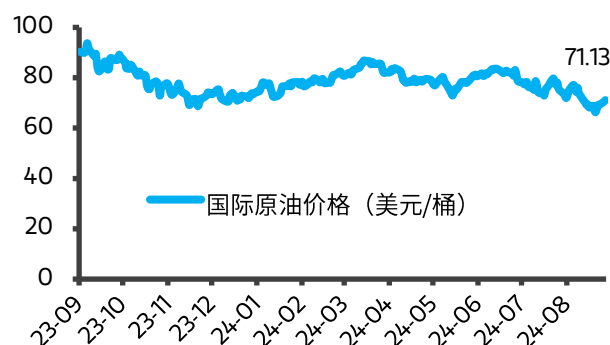
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.9.17。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.9.17。

期降息，对欧洲股市起到了很好的支撑，黄金等贵金属连续上涨。美联储近两日议息会议，不出意外或将调降 25pbs，核心在于其对未来的展望，这将决定后续的货币政策放松的节奏。

上周市场的疲弱还有一个结构性的问题，即中证红利指数的持续回落。银行股受存量按揭利率调降的消息压制自 8 月底开始回调，此前股价非常坚挺的电力、高速等行业龙头个股也开始松动，这些行业龙头多为权重股，对上证指数带来很大的拖累，是上证指数上周持续走弱的主要原因。红利的回落使得成长风格显著好于价值风格，近期创业板指虽然没有出现大幅反弹，但个股的赚钱效应已经有所改善。我们预计随着美国大选明朗化及美联储降息靴子落地，海外因素将逐步让位于国内因素，政策预期将会逐步增强，成长风格短期内预计延续优势，一些成长领域如 TMT、高端制造、创新药等值得看好。长期角度，我们认为出海和红利依然是值得重点关注的核心方向。

专栏——基金经理手记：

可转债市场的信用风险重估

可转债曾经长期被认为是一种上不封顶，下有保底的衍生金融工具，在股市上行期展现很强的进攻性，在股市下行期也能体现防御性。可转债的攻守兼备属性使得其长期投资回报率显著高于主要股票指数。即使在股票熊市阶段，受到债底支撑的低价转债的下跌幅度也总体相对可控。但是 2024 年可转债市场的投资回报很不如人意，完全没有体现出抗跌性，截至 9 月 13 日，中证转债指数下跌 6.69%，等权转债指数下跌 11.33%，低于 100 元面值的转债只数的市场占比更是超过了四分之一。

从表面上看，2024 年可转债市场的弱势表现固然可以归因于总体股票市场和中小盘风格的走弱，但是深层次原因在于转债信用风险的担忧始终挥之不去，而且机构集中出库抛售导致的流动性冲击更是加剧了转债市场调整。本轮转债信用风险重估过程逐渐颠覆了转债的传统定价模式，并导致低价转债的持续调整幅度打破了历史规律。高 ytm 转债策略和双低转债策略曾经长期是非常成功的两类转债策略，但是 2024 年也成为这两类策略的转折之年，单纯基于高 ytm 或双低原则构建的转债投资策略表现非常不理想，背后的主要逻辑是因为信用资质较差和存在退市风险的转债的相对估值偏低，反而更加容易被纳入单纯基于高 ytm 或双低策略原则构建的投资组合，从而对投资组合造成明显的拖累。

在经历信用风险重估后，可转债市场未来会迎来修复行情吗？目前来看，可转债市场可能很难再重现 2021 年的快速修复行情。2021 年初的转债信用风险冲击对转债市场的冲击幅度跟本轮调整幅度较为可比，但是 2021 年转债市场定价的快速修复主要依赖于当年强劲的中小盘股票牛市行情。在股市缺乏系统性机会的前提下，未来低价转债的估值修复过程可能会类似于 2018 年违约潮以后的民企普通

信用债，预计信用利差持续维持在高位，债券价格修复主要依赖于发行主体现金流可见度的提升和剩余期限的缩减。

总体来看转债资产的中长期配置价值正在逐渐显现，市场调整过程中部分基本面尚可的转债也遭到错杀，加上部分转债发行人积极下修转股价，未来这部分转债有望率先迎来价值回归。但是转债市场的中长期投资机会仍依赖于整体股票市场行情的回暖。可转债策略方面，高 ytm 和双低策略的基本分析框架仍具有修正的潜力，未来需要加强对转债正股的基本面研究，回避存在信用瑕疵和潜在退市风险的转债，把握好转债市场的结构性投资机会。

(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/>