

摩根士丹利基金视窗

2024 年 11 月 04 日 第 43 期 (总第 72 期)

市场洞察：本周重要事件将相继落地，
市场震荡或加大

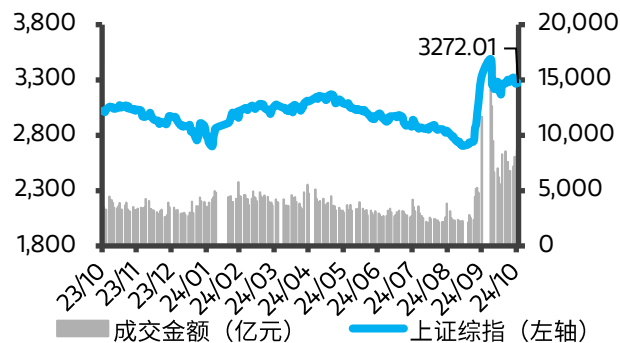
上周市场震荡回落，多数指数呈现不同程度调整。整个 10 月份中小成长风格表现最为强势，中证 2000 上涨 9.7%、科创 50 上涨 11.1%，但上周双创指数均大跌超 5%。上证指数自 10 月 10 日以来小幅上涨 0.4%，呈现横盘震荡特征，赚钱效应来自于多个领域的主题方向。

近期市场风格偏向周期，一方面受益于化债力度加大，另一方面部分数据在改善。10 月份制造业 PMI 回升至 50.1，时隔 5 个月首次回升至荣枯线之上，且明显超出季节性；另外，克而瑞研究中心的数据显示，10 月百强房企实现销售操盘金额 4354.9 亿元，环比增长 73%，业绩规模达到年内次高；同比增长 7.1%，年内首次实现单月业绩同比正增长。过去两年地产政策持续放松，但对地产销量带来的改善持续性不强，销售几乎没有实现正增长，因此近期地产数据的表现值得重视。制造业 PMI 和地产销售改善带来了国内经济阶段性企稳的希望。

过去一周，海外也充满了变数。美国大选日临近，上周哈里斯在部分摇摆州的提前投票显著领先特朗普，增添了大选的变数；美国劳工部公布了两个数据，一是 9 月核心 PCE 超预期，二是 10 月就业数据大幅低于预期。几个因素的变化使得美股波动加大，本周美国大选、美联储议息会议，国内部

图表 1

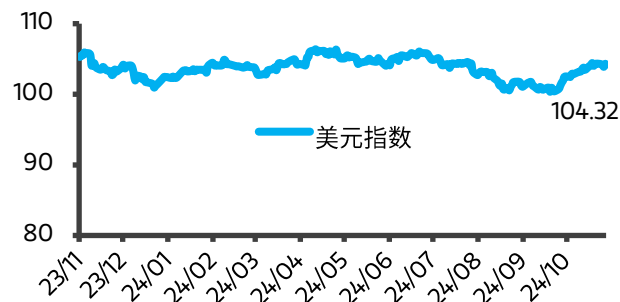
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.11.1。

图表 2

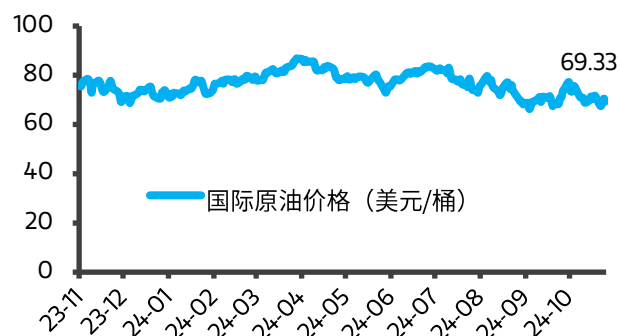
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.11.1。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.11.1。

分经济数据、市场预期的财政政策等，多重因素交织，A 股市场震荡可能会加大。

上市公司 3 季报披露完毕，前 3 季度全 A 归母净利润微幅转正，但主要是金融股贡献，扣除金融后回落幅度加大，不过也基本符合预期，过去 3 季报对市场的影响作用显著低于 1 季报。后续市场进入两个多月的业绩真空期，估值因子优于业绩因子，寻找产能供给拐点、业绩拐点或为更有效的策略，我们认为在部分中游制造领域出现的概率较大。同时，过去受制于经济悲观预期逐步加重而导致估值中枢大幅下移的部分顺周期板块也值得重视。中期而言，我们对市场保持乐观看法，短期经济数据出现改善迹象，未来仍有政策值得期待，这为明年上市公司业绩改善提供了很好的基础。

专栏——基金经理手记：

捕捉中短债确定性机会，长久期资产存博弈机会，需兼顾赔率和流动性

低利率债券环境本身容易放大波动，低票息创造低安全垫，低利差环境显示机构拉长久期和信用挖掘越来越充分，暗含更大的波动风险，叠加互联网平权和银行理财净值化发展，基金工具化特征和负债短期化特征愈见明显。

以近几年发展较快的短债基金为例，截止 2024 年三季度末短债基金规模为 1.28 万亿，较上季度减少 2120 亿，短债基金由于注重平衡收益和回撤，在近几年存款降息浪潮下，货基收益大幅降低，而短债还能享受广谱利率降息浪潮下资本利得，同时资金宽松使得回撤可控，深受零售客户青睐，但近几年由于投资者在理财净值化体验加深、零售客户购买债基增速超越机构客户、专业信息的快速传播等因素，导致零售客户负债不零，也即表面上负债客户足够分散会增强负债稳定性，实际上零售接收互联网信息效率提升，导致了“零售不零”、“零售从众”，负债不稳定性明显增强。另外纯债基金中，数据显示 2024 年年中理财子持有债基规模 1.1 万亿，据推测截止 2024 年 10 月末留存为 7-8 千亿元左右水平，显示理财子在近两年净值化发展之后，对行情预判增强，赎回显示更加高频和前瞻，从理财子账户现金配置比例提升至 20% 以上，可见一斑，理财子对流动性的负债安全垫需求有所提高。

近两年由于城投化债和资产荒大逻辑根深蒂固，导致利差扁平化，期限利差和信用利差似乎失去了定价锚，合意的利差水平在脱离历史水位的利差位置，难以定价，困扰每一个机构寻找安全收益比，而债市“三把斧”：票息、杠杆、久期，今年也遭遇挑战，在非银融资利率仍然在 2 字头水平上，5 年内利率债全面回归 1 字头，机构配置偏好分层明显，套息价值消失。

9 月底以来受到政策积极托底影响，权益市场演绎预期牛，债市由于负债和风偏的逆转，产生了两波较为快速的冲击，对比两次赎回风波来看，本次时间上相当于 2022 年第四季度银行理财赎回潮快进版，市场应对更有经验，资产优先于负债开始波动，从调整幅度上看，以 5 年 AAA 为例，自 8 月 5 日收益率最低点以来上行约 32bp，而 5 年 AA 上行约 67bp，回到 4 月上旬水平，以非银需求为主体的挖掘类资产，等级利差明显走扩。

往后来看，年内剩余 2 个月，美国选情焦灼，预计国内资产反应国内政策预期以及政策应对的节奏和幅度，类属资产会波动加大，人大常务会议对财政政策幅度，债市已经有一部分预期，预计年内供给节奏大幅超预期难度较大，又因为央行买断式回购政策推出有力，6 个月期限定价仍然低于当前同期限存单利率 5bp，因此，预计货币和财政配合度较高，货币打提前量，前期 1 年国有行存单利率贴近 2.0，可以认为是近期的顶部，11 月底随着财政支出落地，预计资金会迎来系统性宽松，进一步打开存单资产运行下限，另外 12 月初预计有政治局会议，中旬有中央经济工作会议，定调明年经济发展思路和未来宽财政计划，预计债市仍然有博弈机会。

当前来看，在货币政策打配合和财政支出加快逻辑下，中短债资产确定性高，长久期资产存在交易和博弈机会，利率债和二永债可兼顾赔率和流动性，或可择机进行交易。DR007 已经稳定降低至 1.6 附近水平，而具备化债属性的 2 年 AA+ 资产收益中枢在 2.36%，套息价值明显，中短债资产波动低，确定性高，而久期资产目前仍存在后续政策和会议

博弈的空间，非银负债在年末仍有持盈保泰诉求，短期方向偏震荡，短期来看，久期资产仍然需要兼顾赔率和流动性，利率债和二永债选择或为佳。

(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/>