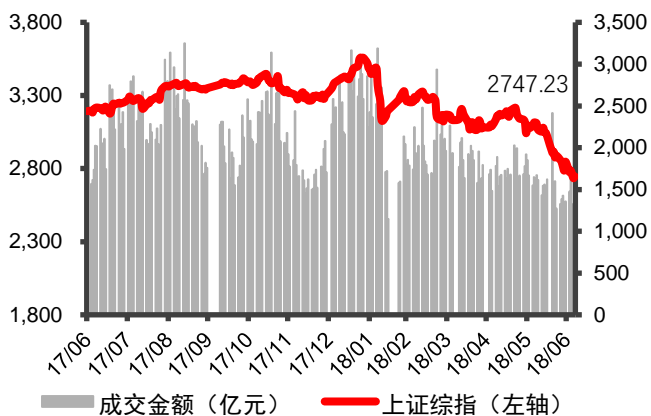


2018年7月9日

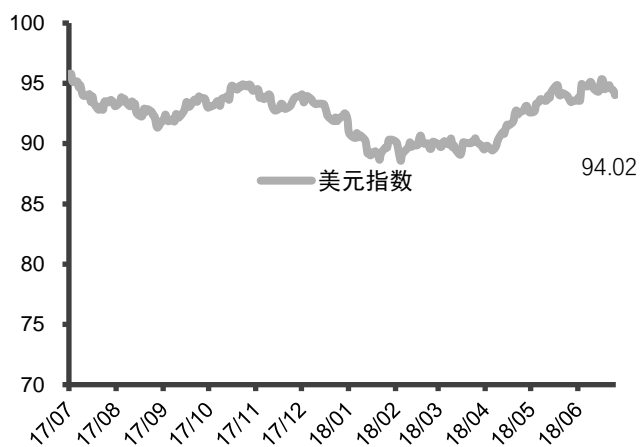
2018年第27期（总第701期）

基金视窗

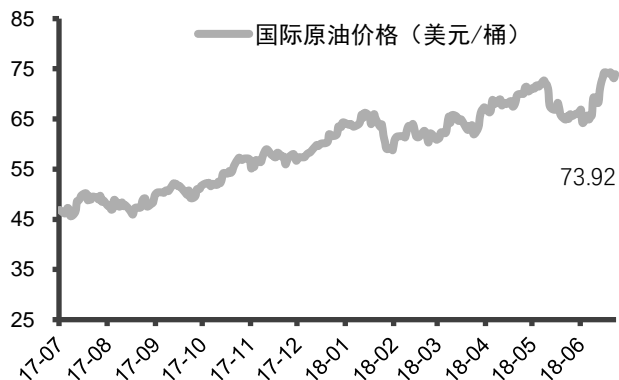
上证综合指数近一年走势图



美元指数近一年走势图



国际原油价格近一年走势图



数据来源：万得，截至日期：2018年7月6日

基金经理论市：

中美互征关税落地，央行降准释放流动性

上周 A 股有所调整，上证综指下跌 3.52%，深证成指下跌 4.99%，中小板指数下跌 4.87%，创业板指数下跌 4.07%。分板块看，国防军工、银行、计算机、传媒和非银金融等板块表现较好；房地产、家电、纺织服装、采掘和休闲服务等板块表现相对较差。

海外经济方面，中美互征关税已经生效。中美两国 6 月 15 日分别公布的 500 亿美元加征关税商品清单中，第一批 340 亿美元商品额外关税已经在 7 月 6 日正式生效。340 亿美元的关税对两国经济影响有限，但中美贸易摩擦仍然存在升级的风险。特朗普总统 6 月 18 日发表声明指示美国贸易代表处认定 2000 亿美元中国商品以加征 10% 的关税，并且表示如果中国再次加征关税，美国将对另外 2000 亿美元商品加征关税。

国内经济方面，央行通过降准释放流动性。7 月 5 日，央行年内第三次定向降准落地，释放 7000 亿流动性。央行希望通过降准诱导银行信贷结构调整支持实体经济，预计本次降准边际可能减缓信用利差扩大速度。不过目前银行面临的表外资产转表内的压力较大，银行资本金较为紧张，央行的宽松政策能否传到到实体经济还有待观察。

总体上，我们对国内经济继续保持中性乐观态度，近期 A 股整体跌幅较大，我们认为市场的恐慌情绪对股市的影响大于宏观经济基本面的变化。中美之间的贸易战将是一场持久战，贸易战可能会造成部分公司的业绩短期波动，但不会影响公司的核心竞争力，因此，我们认为部分在贸易战扰动中超跌的科技股存在反弹的机会。

专栏：漫谈医药批发企业的信用资质

医药批发是与医药零售相对应的医药流通行业的运营模式，指连接上游医药生产企业和下游经销商、医院等终端的经营活动。医药批发按终端分类包括纯销、商业调拨以及快批三种方式，分别指将药品销售给医院、其他流通企业和基层医疗机构。其中医院地位最强势，占据约 65%-75%的销售份额，而零售药店和基层医疗机构具有较大的增长潜力。

随着新医改政策的全面推行，行业格局出现较大变化。一方面，“两票制”造成医药流通中间环节减少，医保控费、降低药品收入占比造成分销企业对医疗终端销售的下降，整体调拨业务的市场容量在缩小，在此背景下，大型医药批发企业通过兼并重组实现横向扩充和产业链纵向延伸，在实现做大做强的同时短期内或面临资源整合、营运管理的压力；另一方面，“物流+垫资”的业务本质并不具有较高的护城河，传统物流企业顺丰、京东等也通过收购药品经营企业、合作建设云仓等形式参与到配送业务的争夺中，整体竞争环境日趋激烈。

医药批发企业发债主体不多，既有国药、上药和九州通等全国范围的龙头企业，又有南京医药、瑞康、海王生物等区域龙头企业，主体信用级别跨度从 AA 到 AAA，除纳通等个别企业外均为上市公司。整体而言，国药、上药和等国资背景企业信用资质较好，债务规模和债务结构较为合理，银行授信额度较充裕，融资渠道多样，财务弹性较大。对民企而言，去年以来扩张速度明显加快，下游占款账期延长导致经营回款不畅，较为依赖外部融资，在目前信用事件频发的环境中容易受到较大冲击。但同时也应关注发行人回款的季节性特征，上半年经营活动现金流状况普遍较差，为了维持企业资金的正常运转，需要加大筹资活动现金流入，下半年依靠自身经营现金回流，偿债能力或有改善。以某大型民营医药流通企业为例，从 2012 年到 2017 年，除 2015 年上半年到期规模持平外，其他年份明显上半年债券到期规模较小：合计上半年到期金额 26.87 亿元，而合计下半年到期金额达 60.74 亿元。一定程度上反映了医药流通企业基于自身经营现金流回款季节性特征所做出的融资安排。另外发行人应收账款质量较高，通过保理公司或发行资产证券化产品仍可进一步融资。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 滕懋平）

风险提示：本周刊中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。本周刊中专栏的观点、分析仅代表作者个人意见，不代表摩根士丹利华鑫基金管理有限公司立场。本刊物版权归摩根士丹利华鑫基金管有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。投资有风险，敬请谨慎选择。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场一期二座 17 楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfn.com.cn