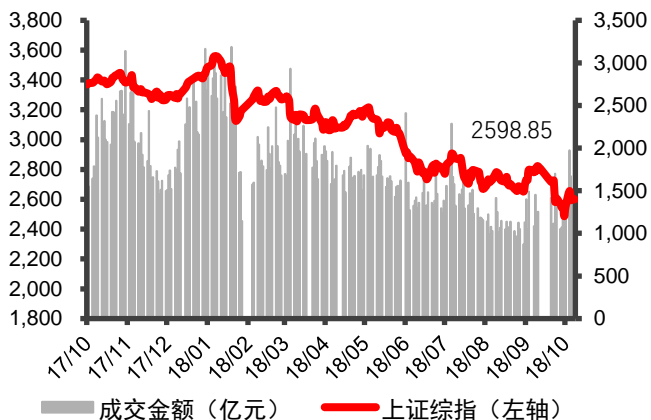


2018年10月29日

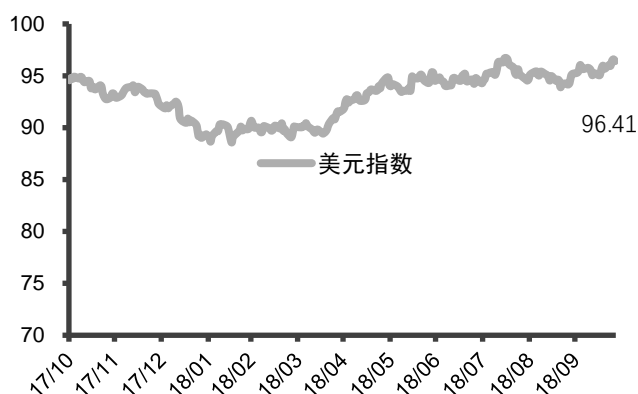
2018年第42期（总第716期）

基金视窗

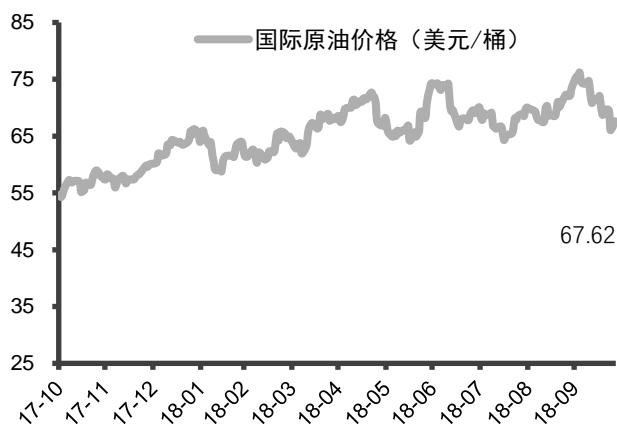
上证综合指数近一年走势图



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10月26日

基金经理论市：

经济数据压力加大，政策稳定措施不断

上周 A 股先扬后抑，全周实现小幅反弹。上证综指涨 1.90%，深证综指涨 2.12%，创业板指涨 1.06%。外部权益市场受全球三季度经济增长放缓影响继续调整，人民币汇率小幅贬值，内部政策“暖风”频现，稳定措施不断。从中信行业分类来看，上周多数行业反弹，表现最好的三个行业是房地产、非银行金融和煤炭，表现最差的三个行业是食品饮料、石油石化和计算机。两市总成交量较上周增加 31%，说明在政策支持化解股票质押风险的“暖风”下，有部分场外资金跑步入场，市场信心得到一定恢复。

上周公布了 9 月份和第三季度的经济数据，整体亮点不多，下行压力开始体现。9 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.8%，比 8 月份回落 0.3 个百分点；9 月份，社会消费品零售总额同比名义增长 9.2%，比 8 月份回升 0.2 个百分点；1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，增速比 1-8 月份小幅回升 0.1 个百分点；1-9 月份，全国房地产开发投资同比增长 9.9%，增速比 1-8 月份回落 0.2 个百分点。三季度中国 GDP 同比增长 6.5%，比二季度回落 0.2 个百分点。9 月份和三季度经济增速回落的主要原因有：基建投资增速继续回落；居民消费增长放缓。四季度外部需求面临较大不确定性，未来一段时间经济仍然存在下行压力。

从中长期角度来看，市场估值和情绪底部临近，未来经济增长存在一定的不确定性，市场底可能还没有筑实，但近期政策稳定措施不断，并通过修改公司法鼓励上市公司回购股票。相信随着一系列稳定政策的落地，股权质押风险等杠杆因素将得到逐步化解。外围方面美国中期选举临近，加息已经进入中后期，不确定性因素也将逐步落地。随着内外部风险因素的消化，预计市场将逐渐夯实底部。对于未来谨慎乐观，策略上以精选个股为主。

专栏：浅谈今年以来的房企债投资

2018 年对很多行业来说是比较动荡的一年，房地产行业也不例外。房地产企业是债市的融资大户，动荡的行业环境下市场分歧较大，部分投资者采取“国进民退”的策略，只投高评级的国营房企债；同时，部分投资者“人弃我取”，投资于债务压力较大的发行人，博取“高收益”。在此，我们不妨先回顾一下今年以来房企面临的内外部环境的变化，梳理一下房企风险点的一些新特征。

经历了两年多的多方面调控，地产投资已经降温，并影响到了宏观经济的表现，然而行业政策导向仍未改变，至今官方媒体仍在宣称地产调控不能“前功尽弃”。今年以来出台的措施，对房地产企业都不甚友好，特别是棚改货币化政策的退出，给大举进军三四线城市的开发商泼了一盆冷水。粗略估计，2017 年市场 20% 的需求来自棚改货币化，且集中于三四线城市。2018 年年中开始，货币化安置逐渐退出，实物安置重新主导，很多重仓三四线城市、走快周转路线的开发商纷纷“急刹车”，投资放缓，甚至降薪裁员。

在今年“去杠杆”为背景的融资环境下，社融增速始终低迷，开发商的回款成为突出的问题。房地产开发企业到位资金中，国内贷款和个人按揭呈下降趋势，1 到 9 月，国内贷款下降 5.1%；个人按揭贷款下降 1.2%。今年前 9 个月，商品房销售额为 10.41 万亿元，新增的居民中长期消费贷款为 3.28 万亿，占销售额的比例为 31%，而 2016 的同期，这一比例高达 48%。在回款不畅的冲击下，部分大型开发商也被迫选择出卖股权和项目以自救。

从外部环境来看，今年以来人民币兑美元的汇率已经贬值约 7%。在过去几年人民币币值坚挺、境内融资受限的环境下，很多地产开发企业进行了大额的海外融资，部分房企境外融资额接近其有息债务的一半。虽然部分企业采取了一定的对冲措施以应对汇率风险，但相当多的企业不同程度地忽视了该问题。除了汇率因素，今年以来房企在海外市场融资的成本也不断走高，再融资压力加大。随着 2019 年下半年地产企业海外债兑付高峰的来临，部分企业的利润甚至资金链都要面临冲击。

在上述种种不利的内外部因素的作用下，地产企业的洗牌应该远未结束。即使是销售排名在前列的所谓龙头开发商，也可能在未来的行业竞争中掉队甚至缺席。债券投资者对一些已经在竞争中逐渐失势或出现明显战略失误的国企给予过高估值，以极低的到期收益率买入其发行的长债，或者提高风险偏好，大量持有有争议的民企地产债，从风险收益比的角度，可能未见得恰当。投资房企债券应该重视行业发展的规律，选择那些财务稳健、区域布局合理，能够提前把握行业趋势的企业进行布局。

（本文作者：摩根士丹利华鑫基金固定收益投资部 葛飞）

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.msfnfunds.com.cn