

摩根士丹利基金视窗

2024 年 6 月 3 日 第 22 期（总第 51 期）

市场洞察：市场风格整体偏防御，海外因素依然复杂

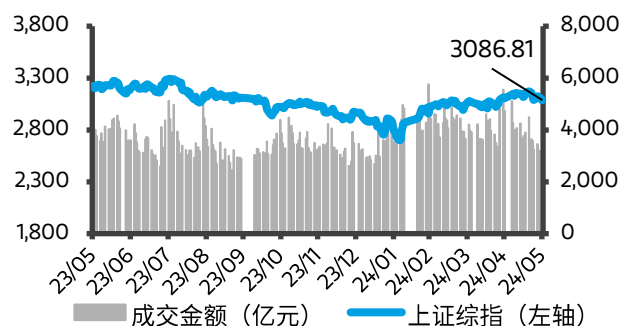
5 月份市场风格整体偏防御，中证红利指数上涨 3.1%，科创板和创业板跌幅较大。而上周市场风格有所变化，成长板块开始有所表现，科创 50 表现较好，实现 2.2% 的上涨，但整体轮动依然较快。上证指数下跌 0.1%，沪深 300 指数下跌 0.6%，创业板指下跌 0.7%。从行业表现看，电子、军工、煤炭、汽车等涨幅居前，地产、建材、农业、轻工等跌幅居前，地产链继续回落。市场日均成交额仅 7360 亿，显著缩量。

上周全球股市整体表现弱势，美联储会议纪要释放出暂时不降息以及联储官员表态偏鹰，市场降息预期下降，不过上周五公布的美国 4 月份 PCE 数据略好于预期，美国 4 月 PCE 指数环比增速为 0.3%，核心 PCE 指数环比增速为 0.2%，市场预期均为 0.3%。数据发布之后，美股反应积极，道指大幅反弹。不过海外因素依然复杂，投资者对美联储降息的预期极为反复，市场因素波动较大；地缘冲突的扰动持续，影响了资金的持续流入。

5 月份制造业 PMI 继续走弱，并跌至荣枯线之下，为 49.5，显示制造业景气度连续下行；供需齐转弱是 5 月 PMI 下降的主要因素，需求改善不连续，新出口订单环比下降可能有临时扰动，其他高频指标显示 5 月出口仍偏强。各地放松购房限制之后，

图表 1

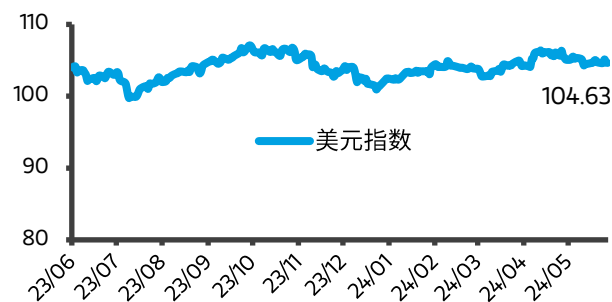
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.5.31。

图表 2

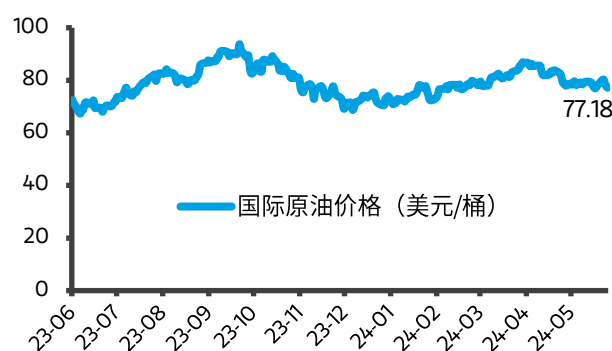
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.5.31。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.5.31。

目前投资者对改善效果信心不足，近期二手房成交及带看量在回暖，但仍需要一段时间，观察其持续性。如果下半年地产销售数据未见改善，后续的政策发力可能也难以增强市场预期，资金加速转向红利或主题板块，即重回年初的哑铃策略。

在经济改善尚不明显、政策预期回落等背景下，投资者更多以交易思维进行操作，表现为行业轮动较快，以结构性行情为主。未来有几个方向值得重视，一是本身基本面稳定、现金流充裕，且可预见的周期内有望保持一定增长的品种；二是高端制造中资本开支已经下降、产能已经出清的细分领域；三是地产链，一旦销售有企稳迹象，市场信心有望得到极大提升；四是国企改革，在提高上市公司质量的背景下，国企有望在公司治理改善、经营效率提升方面做出表率。

专栏——基金经理手记：

医药板块下半年值得更多期待

过去一段时间，A 股从“强预期”交易逐渐向“弱现实”靠拢，指数处在政策兑现后的消化阶段。地产收储预期初步兑现，4 月末政治局会议提及“统筹研究消化存量房产”，5 月中旬央行拟设立 3000 亿保障性住房再贷款；需求端，既有中央层面的政策组合拳，包括取消房贷利率政策下限、下调房贷首付款比例和公积金贷款利率等，也有地方层面的持续跟进。部分地区成交有所回暖，但经历过去几次经验，投资者认同度并不高。最新公布的制造业 PMI 重新跌落至荣枯线之下，过去一年多，制造业 PMI 经历了多轮反复，核心问题是内需平稳恢复，当外需出现波动，工业部门的景气度就会发生显著变化。在地产数据明确企稳之前，预计投资者会将目光聚焦三个方向：一是高股息品种，偏防御，过去已经逐步形成共识；二是出口，出口将有能力摆脱内需的下行牵引，同时海外通胀依然较高，从而使得海外业务的毛利率高于国内；三是经济敏感度较低的品种，如公用事业、科技、医药等。

回顾医药板块 2024 年表现，截止 5 月 31 号，医药（中信）指数下跌 12.94%，位于行业涨跌幅下游位置，表现较为疲软。分析如此表现，我们认为可能有点原因：1) 行业的合规调整仍在继续，院内的设备采购、新药的进院放量仍受到一定影响；2) 2023 年四季度机构投资者对 2024 年医药行业表现较为乐观。2023 年年底，公募基金对生物医药行业的持仓占比为 13.57%，医药行业市值占比约 8%，但 2024 年一季度的行业财报整体表现相对一般，造成机构投资者有明显减仓。

展望医药板块后续表现，我们认为下半年值得更多期待。主要基于以下原因：1) 行业政策出现转暖信号。目前北京、广州和珠海等地已经出台支持

创新医药行业高质量发展文件。文件措施契合行业痛点，预计后续卫健委、医保局、各地方政府都有支持政策出台。本轮政策预计对部分医药企业 2025 年的业绩会产生明显影响。另外，胰岛素集采续约结果出炉，部分产品价格有所回升，此举有望打破行业螺旋式降价的担忧。2) 行业估值处于底部区间，机构持仓不拥挤。目前申万医药行业 TTM 估值不到 30 倍，处于过去 10 年估值底部区间。假如 2024 年板块实现 10% 左右利润增速，板块对应 2024 年估值会进一步回落至 25 倍附近。考虑到医药板块的刚需属性和久期较长的特性，防御属性凸显。从动态角度看机构持仓，由于 2024 年上半年板块业绩仍受到行业合规调整影响，预计机构持仓有明显下降。3) 下半年板块基数较低，随着支持创新的政策落地，板块季度同比增速有望实现回升。

(专栏作者：研究管理部 赵伟捷)

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/>