

摩根士丹利基金视窗

2024 年 12 月 16 日 第 49 期（总第 78 期）

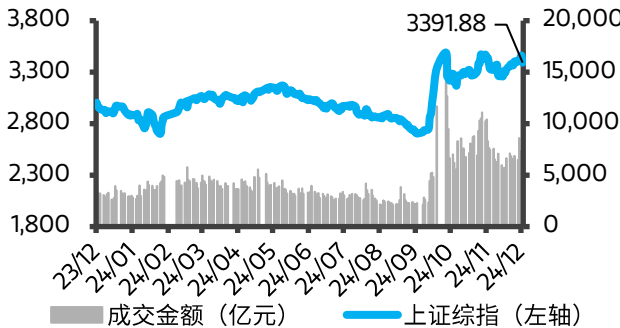
市场洞察：市场更长期的表现或取决于国内政策力度与外需压力之间的平衡

上周 A 股市场小幅下行，期间几经起伏，投资者对中央经济工作会议的预期起到主导作用。从风格看，小盘股依然是表现最好的领域，中盘价值与成长相对抗跌，大盘成长与小盘成长表现不佳。行业方面，零售、纺织服装、消费者服务等涨幅居前，非银、地产、电新等领跌。市场日均成交额增加值 1.9 万亿元。

上周五市场出现明显调整，核心原因是中央经济工作会议闭幕，部分博弈政策的资金兑现，这与上周二背后的逻辑一致。我们认为这种表现是符合预期的，在重大事件的关键时点，市场很难不出现波动。按照惯例，中央经济会议不会有关于 GDP、赤字率等数字的披露，这或许会导致部分投资者比较失望。如果投资者对政策预期回落，我们认为不是坏事，其更有利于市场中长期的演绎。

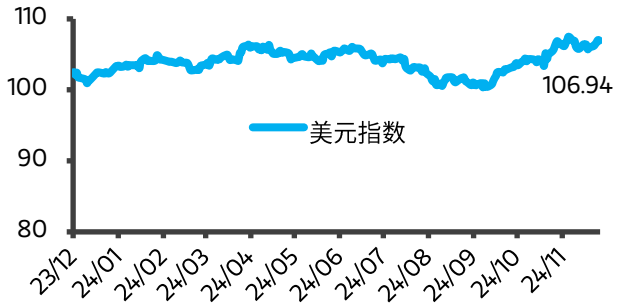
中央经济工作会议将提振内需列为明年的首要工作任务，这与 2022 年底的顺序一致，将工作重心重新转移到解决内需不足的问题，实施提振消费专项行动，加大民生保障、加大“两新”政策力度；另一个重要变化是时隔十多年再次将货币政策基调转变为适度宽松，这意味着明年降息的力度会进一步扩大。总体看，我们认为当前的政策朝着更契合实际、更加容易切中问题要害的方向发展，这会使

图表 1
上证综合指数近一年走势图



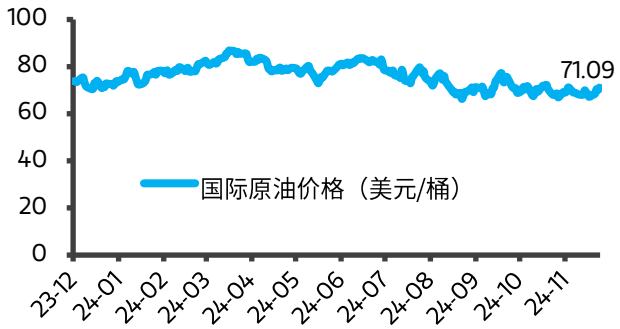
数据来源：Wind，截止日期:2024.12.13。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期:2024.12.13。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期: 2024.12.13。

得投资者更快地看到宏观经济基本面实现改善。事实上，近两个月国内经济已经在改善，但在政策转向初期尚不足以显著提振企业和居民中长期的信心。

中期角度，尽管我们认为演绎过程会较为复杂，但是由于宏观基本面的改善，市场持续回落的可能性比较小。但同时当前市场的定价权掌握在活跃资金手中，这类资金在下一阶段的政策真空期活跃度可能会略有下降，这会使得市场难以形成一帆风顺的上行趋势。我们认为市场更长期的表现取决于国内政策力度与外需压力之间的平衡点，这个平衡点是需要在未来根据各种变量动态调整的，从近期海内外环境看，可能会较市场的一致预期更加乐观。

几个方向值得持续关注：一是 AI 应用，过去几年 AI 算力快速发展，相关上市公司业绩实现了高速增长，预计明年仍有望持续较快增长，AI 基础建设日臻完善，这为应用的突破奠定了良好的基础，即便没有很快实现颠覆性创新，众多的微创新也会层出不穷，AI 应用的关注度将会持续提升；二是困境反转，包括军工、新能源、医药等，这其中部分行业拐点屡次延后，并对投资者的信心造成重创，但我们根据近期行业政策深入分析，拐点临近的概率在提升；三是国内新兴领域的优势产业，从海外相关国家的产业发展脉络看，制造业大国的优势产业一旦实现海外市场的突破，很难在短期内被阻断，当前我国在多个领域存在这种优势，且空间不断扩大。

专栏——投资经理手记：

债市收益率下行至新低，未来节奏把握将更加重要

四季度以来，政策转向带来了基本面预期的变化和债券市场的大幅波动，在宽裕流动性的预期下，债市表现更强。9 月底政策转向后，权益市场表现高亢，债基被较多赎回，虽然 10 月中旬后债市整体在逐渐修复中，但期间由于政策预期变化反复波动；财政政策逐渐发力，落地了 10 万亿债务置换方案，年内 2 万亿地方政府债券迅速完成了发行，继续扰动债券的资金压力被消化；12 月以来重要会议的表述逐渐落地，财政发力被明确，同时货币转向宽松先行的预期逐渐一致，股债均受到提振的影响，配置盘发力下债券表现更好。

从债市走势看，重要期限收益率突破前低，债市在年底持续走牛。经过 10~11 月的波动，机构策略出现了较多调整，利率曲线水平和形态都发生了较大波动，但随着年底地方债供给压力兑现、会议政策落地，配置压力显现，券商、基金、银行、保险轮流买入。截至 12 月中旬，10 年国债已经突破政策转向前的低点 2.00%、至 1.78% 附近，30 年国债也突破前期 2.13% 低点、触及 2.00%；两者的期限利差也被动走阔到 22BP 左右，虽然资金成本暂未向下突破，但宽货币预期下走出来牛陡的行情。

市场的波动主要取决于基本面复苏的程度和速度、政策持续性和力度。目前，PMI 已经连续 3 个月回暖，基本面点状有所表现。社融数据结构仍有更大空间，中长期贷款有待需求的进一步提升，预计刺激政策落地或有积极的效果。11 月份 CPI 同比上涨 0.2%、涨幅回落 0.1 个百分点，PPI 同比下降 2.5%、降幅收窄 0.4 个百分点，主要是受食品价格低迷影响。11 月美元计价出口同比增速从 10 月的 12.7% 回落至 6.7%，低于彭博一致预期的 8.5%，进口同比增速则由 10 月的 -2.3% 放缓至 -3.9%，低于彭

博一致预期的 0.9%；未来在外部环境不确定性下，预计企业或存在抢出口的现象，但明年可能来自贸易上的压力。

展望明年债券市场，可能存在以下倾向。一方面债市持续走强的趋势有延续性，宽货币走在宽信用前面，适度宽松的货币政策和充裕流动性的表述下，资金价格仍有下行的预期；实体经济以新质生产力为重点，过度依赖、消耗资金的地产和城投行业不再有以往周期内疯狂增长的环境，基本面或将逐步稳定。另一方面，债市将面临着静态收益较低、波动加大的新局面，利差压缩后低票息的特点存在于利率、信用债各品种内，机构较为相似的久期、票息策略可能导致某段时间市场走向较为极致的情况，预期突然的改变可能放大市场波动。所以，未来对市场的节奏把握或更为重要，极致的交易将会承担更大的市场风险。

(专栏作者：固定收益投资部 唐海亮)

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/>