

摩根士丹利基金视窗

2024 年 12 月 23 日 第 50 期（总第 79 期）

市场洞察：具备强大产业逻辑的领域或将受到投资者进一步重视

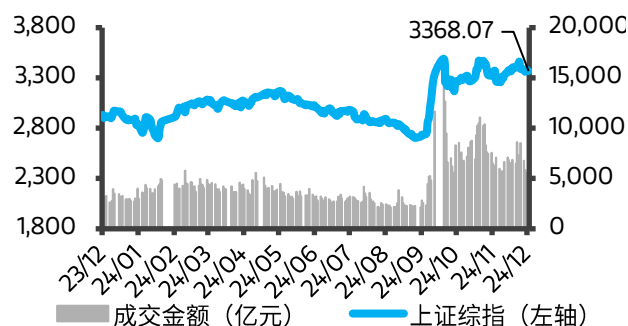
上周 A 股市场显示出了很强的韧性，指数之间分化，上证指数多数时间处于窄幅震荡，科创 50 上涨 2.2%，以中证 2000 为代表的小盘股出现了较大的波动，不过个股的活跃度不减，TMT 领域表现突出。从风格看，大盘价值跌幅相对较小，中小盘价值回落较多。行业方面，通信、电子、银行等涨幅居前，地产、建材、零售等领跌。市场日均成交额萎缩至 1.52 万亿元。中央经济工作会议的政策催化过后，市场整体表现相对平淡，市场处于政策和业绩的真真空期，活跃资金集中于有着显著边际变化的行业，如 AI。

国内 11 月份的经济数据基本披露完毕，比较低于预期的是社零，当月同比增长 3%，尤其是部分重点城市再次出现大幅下滑；从结构上看，两新支持的商品外多表现一般。从短期而言，提振消费成为明年的经济工作重点，我们相信消费仍会出现脉冲性的上行机会。从长期角度看，消费的增长取决于居民的收入增速和收入预期，当前居民的收入增速依然偏弱，过去几年的购房者资产负债表受损，消费增长中枢回升将是一个缓慢的过程。因此，消费板块近期大幅上涨之后，未来需要观察下一步的政策效果，但我们认为 2025 年仍会有阶段性机会。

美联储议息会议也对 A 股造成了一定的扰动，

图表 1

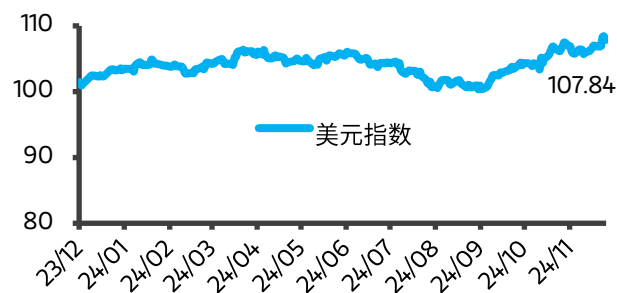
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.12.20。

图表 2

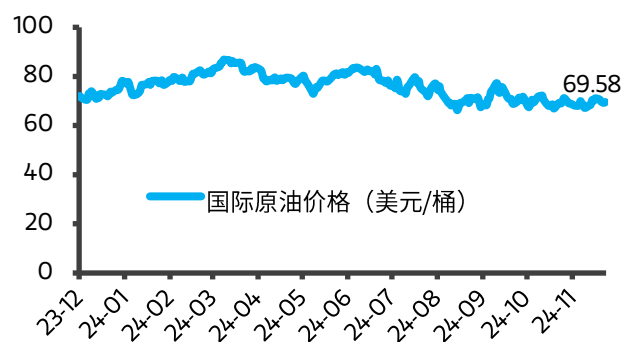
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.12.20。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.12.20。

不过 A 股有自身的演绎节奏，仅经历了短暂的调整。FOMC 在 2024 年的最后一次会议中下修了明年的降息幅度，依据是 2025 年通胀预测小幅上修、失业率小幅下修，经济保持韧性。历史上看，美联储降息的预期总是摇摆不定，我们预计未来的降息预期会在 25bps 和 75pbs 之间反复，由于降息预期难以形成一致预期，其对 A 股的影响力相对也会较小。

在市场平稳运行的状态下，具备强大产业逻辑的领域一定会受到投资者重视，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——大类资产配置策略展望

整体而言，美国经济数据韧性较强，目前市场进一步对于不着陆情景做定价，利率短端持续下行。另一方面，市场对于通胀调整后的中性利率预测产生分歧，9 月以来通胀回落速率并不及预期，其背后原因为此前两个季度美国房价的周期性回补，劳动力市场相较 9 月时美联储的判断也更为强劲，市场正在对 2025 年降息次数下调预期。

明年美国经济或持续强势，叠加欧洲经济较弱，美元维持强势为大概率事件，新任总统主导的关税经济策略下将持续通胀压力情景一旦落地，美联储降息空间或有限，或可关注美债短端机会，另外在美国经济温和情境下，信用短端也具备不错的投资机会。

近期美股快速上涨明显快于盈利预期上修，本轮上涨主要为估值驱动，其背后在于近期美国金融市场环境过于宽松；由于目前美股已较为充分的定价了明年积极的经济前景，我们认为下个阶段分母端扰动或将加剧，美股具备调整需求，短期或将进入宽幅震荡。

11 月中国制造端偏强，PMI、财新 PMI 公布数值均高于预期，结构上看生产指数和新订单指数分别来到相对高点，企业正在为提前应对关税影响以及为需求扩张的预期建立库存准备，增加采购。PPI 数据走强的背后，我们注意到 11 月汽车销量走强，到中旬空调产量同比数值边际回落，一方面时间行至销售淡季，另外与今年双 11 靠前发力家电促销不无关系。

除了此前针对钢铁、电动汽车进口的 301、232 调查以外，特朗普可能将针对知识产权问题发起 337 调查，出口利润敞口暴露居前的行业包括机械行业、运动服装、宠物、生物医药、设备制造、零售等行业。

地产方面，11 月二手房市场景气度持续筑底，受近期政策大幅降低二手房交易成本、减轻刚需购房者入市经济压力等因素，一线城市二手房销售面积持续大幅回升，二手房市场以价换量特征明显，刚需购房资金入市，并形成向二线城市销量带动上升的扩散迹象。我们认为价格企稳尚需要时间，且需要需求侧的配合。

近期我们观察到受季节性影响，消费数据整体偏弱，通胀链传导仍然较弱，这也凸显了本次中央经济工作会议首次将扩大内需放在经济工作首位的决心。下一阶段我们关注随着前期以旧换新政策对于短期消费提振的边际效应递减，政策当局财政发力的强度与方向或将是关键。

债市投资上，受货币宽松预期影响，中国国债收益率大幅下行，我们认为美联储第三次降息落地以后，国内短端无风险利率快速下行最陡峭的阶段或将告一段落。未来国内经济发力点核心在于财政刺激的方向与节奏力度。

当下美国经济不着陆基本假设下，全球央行 2025 年整体维持降息姿势，叠加中国经济诸多刺激举措，这些均有利于在未来一段时间内通胀的回暖。结合未来中美贸易摩擦的可能性提高，或将推升 USDCNH 的 3M 隐含波动率，同时将 2025 年 A 股资产的波动率维持在较高水平。从波动率角度我们倾向于配置防守型板块。

权益方面，我们认为下一个阶段股指走势偏宽幅震荡，因此再平衡是市场主旋律，从行业以及个股维度均具备较强的高切低的再平衡需求。目前或可重点关注红利因子。

周期与商品方面，此前提及前两个季度美国房价周期性上行以及美国居民工资增长仍然健康的影响下，美国通胀阶段性反弹将成为概率性事件。我们重点关注上游行业如电力、炼化及贸易、油服、造纸等周期类行业。

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。