

摩根士丹利基金视窗

2024 年 12 月 30 日 第 51 期（总第 80 期）

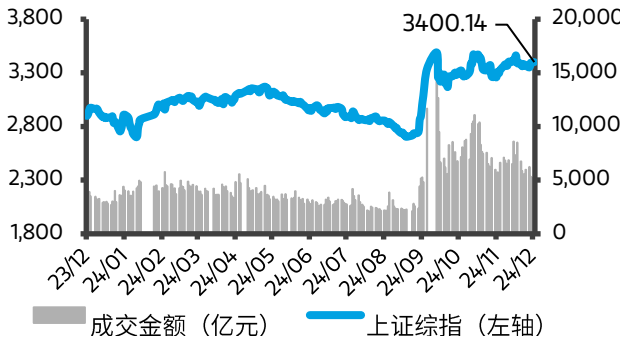
市场洞察：资金着眼 2025 布局，市场整体或仍宽幅震荡

上周 A 股市场震荡上涨，上证指数上涨 0.95%，沪深 300 指数上涨 1.36%，万得全 A 指数下跌 0.61%，上证 50 表现最好，上涨 2.01%。从行业表现看，银行、石油石化、交通运输、家电和非银金融等行业表现靠前，传媒、综合、综合金融、消费者服务和计算机等行业表现靠后。市场风格偏大盘价值，两市日均成交额为 13,791 亿元，较前一周回落。

我们认为未来市场风格可能会继续偏大盘价值，但高景气方向的活跃度也不会下降。近期的政策面与资金面偏向大盘价值，一方面，分红手续费调降、市值管理鼓励分红等政策相继落地，叠加长债利率快速下行，红利资产配置性价比凸显；以险资为代表的绝对收益类投资者对红利资产配置需求提升，近期红利、低波主题 ETF 呈持续流入状态。另一方面，深交所近期启动了“理性投资伴我行”专项工作，中小投资者“炒小炒差”等行为的减少情况将纳入监管对会员单位的考察范围。

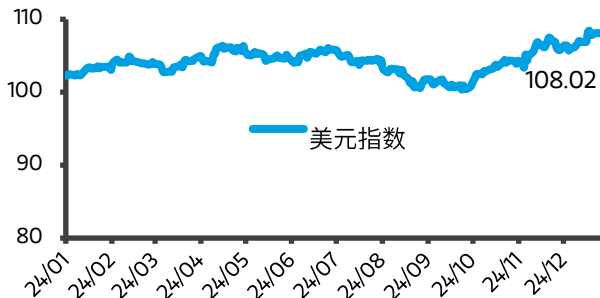
年末，资金开始已经开始着眼 2025 年进行布局，对于盈利和收入较弱的公司，2024 年的业绩依然非常重要，这涉及到其能否缓解投资者对其触及退市条款的担忧。但对于一般公司 2024 年业绩对股价的影响可能会有所下降，1 季度的高频数据将会对上市公司的 1 季报起到一定指引作用。过去两年内需不

图表 1
上证综合指数近一年走势图



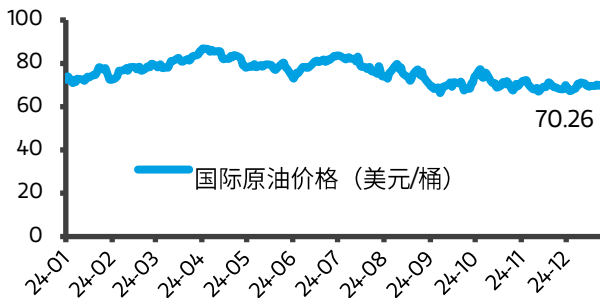
数据来源：Wind，截止日期:2024.12.27。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期:2024.12.27。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2024.12.27。

足是困扰国内经济的核心问题，内需依赖于投资与消费，投资分为需求型投资和供给型投资，如工业企业的投资力度加大会增加未来更大的供给，形成良性的生产投资是以消费的持续恢复为前提的，而基建等投资对于支撑短期的需求更为重要。今年底发债速度明显提升，明年资金到位率预计会较高，从而对除水利指数外的基建投资有所拉动，我们认为明年会有所改善。而消费数据是否会提升尚需跟踪观察，过去半年表现较好的基本局限于以旧换新政策作用的领域，如家电、汽车等，明年扩品类方向预计会有改善。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，消费增长中枢回升或将是一个缓慢的过程。

对于市场整体而言，我们认为可能仍然是一个宽幅震荡的格局，政策未有效验证的情况下，持续下行风险不大，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 —— 债券市场 2024 年总结及 2025 年展望

2024 年债券市场整体呈现出复杂多变的态势，利率债和信用债市场均有各自的运行特点。

利率债市场方面，走势可分为三个阶段。一季度，由于基本面偏弱且预期政策兑现，降息降准预期催生债市“抢跑”行情，利率加速下行。4-9 月，受央行指导与政策预期扰动，十年期国债利率多次触底反弹，中枢逐渐下移，如地产政策与特别国债发行等事件均引发利率波动。10 月至年底，政策落地市场预期变化，货币政策从稳健调整为适度宽松，利率低位震荡后加速下行，10Y 国债收益率破 2.0% 后下行至 1.7%。收益率曲线整体平移下行且呈牛陡特征。

信用债市场来看，整体呈现资产荒格局。土地财政承压下城投业务盈利项目持续下降，政府严控债务使得新增城投融资下滑，中小银行传统信贷投放相对低迷。在此背景下，信用债利差持续压缩。

近些年机构行为研究成为了重中之重。今年理财规模变化呈现出阶段性特征。上半年，理财规模增长较为显著，部分原因是年初以来资本利得充足，产品收益率较具吸引力，相比存款和权益资产优势明显，形成了正反馈机制。同时，4 月的手工补息监管政策促使存款出表转换为理财负债端，进一步推动了理财规模的扩张。上半年理财存续规模从去年年末的 26.8 万亿元大幅抬升至 6 月末的 28.53 万亿元，较过去三年同期均值有显著升高。然而，8 月开始，市场频繁调整以及赎回潮压力使得固收类资产吸引力边际减弱，叠加银行存款回表动力较强，理财负债端开始边际走弱。不过，整体来看赎回潮扩散范围相对可控，并未出现连续超季节性的规模大幅下滑，显示出理财市场在波动中仍具有一定的韧性。展望 2025 年，理财平滑机制的管控背景下，

净值化波动会导致申赎波动增大，进而有可能会加大信用利差的波动。

展望 2025 年债券市场，广义无风险利率的趋势性下行不变，不过，具体节奏上可能会有一定的波动。积极有为的财政政策背景下，赤字率或提升，专项债、特别国债发行规模可能扩大且发行节奏大概率前置，这在扩内需上会影响债市走向。货币政策预计维持适度宽松，降准降息可期。外部环境中，贸易摩擦或升级使全球风险偏好下行，短期内影响我国债市，长期仍由国内政策主导。价格端 CPI 温和回升，汇率波动或加大。供给端政府债发行压力增加，但央行支持有望缓解冲击。需求端银行与保险仍为重要配置力量，大行或持续买入国债，农商行等也将发挥稳定作用。

整体收益率大概率维持“1 字头”，波动增大。信用债市场，供给整体维持紧平衡，各品种有不同变化趋势。资产荒或常态化，因债务置换致银行资产配置诉求提升、债券净增收缩。

整体来看，2025 年的债券投资更强调配置，同时在供给节奏波动时点逆向投资可能是更好的策略。

(专栏作者：固定收益投资部 周梦琳)

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。基金管理人于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/>