

摩根士丹利基金视窗

2025 年 1 月 6 日 第 1 期（总第 81 期）

市场洞察：市场或将延续宽幅震荡，持续跟踪消费改善情况

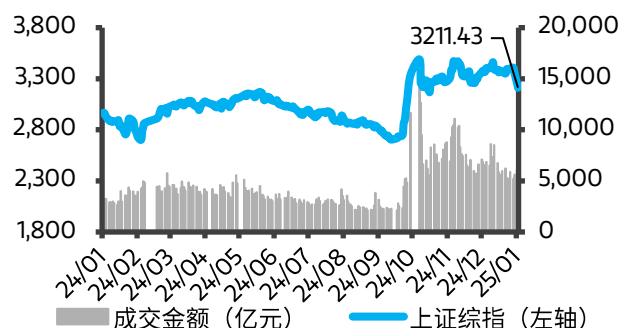
上周 A 股市场大幅下跌，上证指数下跌 5.55%，沪深 300 指数下跌 5.17%，万得全 A 指数下跌 7.00%，上证 50 最为抗跌，下跌 4.24%。从行业表现看，煤炭、石油石化、银行、有色金属和家电等行业表现靠前，计算机、综合金融、国防军工、非银金融和通信等行业表现靠后。市场风格偏大盘价值，两市日均成交额为 13345 亿元，继续下降。

我们认为市场的下跌更多来自于交易行为的变化，与资金面和宏观基本面相关性不大。上周公布的制造业 PMI 维持在荣枯线之上，尽管价格分项表现不佳，但市场预期相对充分；而且非制造业 PMI 超预期回升，商务活动、建筑、服务业三个分项均出现回升。从资金面看，亦无太大变化，长期国债收益率继续下行，体现出资产荒已然较为明显；证监会对两则传闻做出辟谣；为维护市场流动性，更好发挥证券基金机构稳市作用，央行启动第二次互换便利操作，550 亿元正式落地。

上周五发改委召开新闻发布会，将重点做好六方面工作，全方位扩大国内需求为首要任务，实施手机等数码产品购新补贴，对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等数码产品给予补贴。除数码产品外，我们认为汽车、家电后续的销售也很重要，因为这些产品占总销售额的比重更大，如果效果延

图表 1

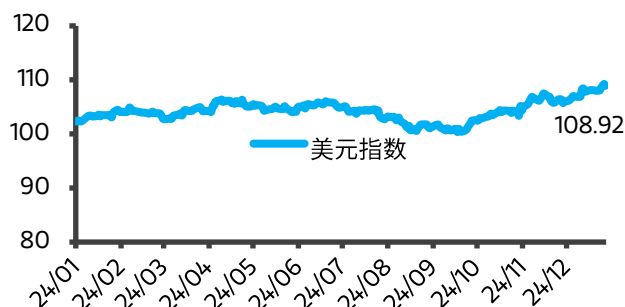
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.1.3。

图表 2

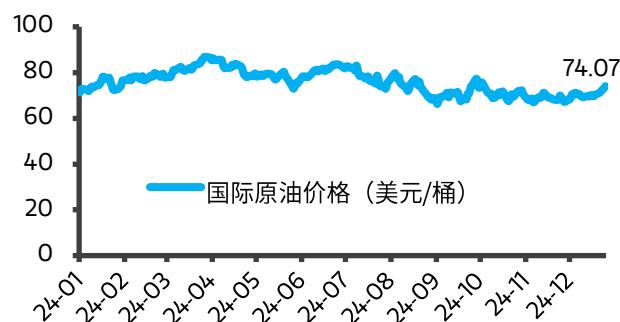
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.1.3。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.1.3。

续将对经济的拉动作用更强。我们认为新增补贴品类叠加原有品类补贴力度的提升对消费的刺激作用有望保持，因此，今年上半年的消费改善的可能性较大；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。

我们认为市场延续宽幅震荡的格局，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，包括 AI、具备出海能力的优势产业、内需政策受益行业等。

专栏——基金经理手记：

把握红利资产的投资机会

刚刚过去的2024年，人工智能板块无疑是全市场最亮眼的板块，不仅光模块和 AI 芯片等相关个股大幅上涨，而且行情还扩散到了 AI 应用等。除了 AI 板块外，银行和公共事业等红利板块也录得不错的涨幅，分析师将红利和 AI 这两个完全不同属性的板块的上涨，形象地称为市场的杠铃结构。

实际上红利和 AI 板块不仅在股票风格上完全不同，在投资策略上也有巨大的差异。衡量红利股估值的重要因素是股息率，而股价越低，股息率就会越高。从这个角度，红利确实是非常好的投资策略，投资者经常因为恐惧和贪婪的情绪而在股市亏钱，但红利策略追求的是高股息，高分红和低股价才能带来高股息率，红利策略自带逆向投资的属性，股价上涨，导致股息率下降，就卖出股票，转向股息率更高的股票。

对于红利资产的定价，我们同样也是基于经典的 DCF 模型，深刻理解红利股的投资框架，可以让我们避免陷入到各类红利资产的陷阱中。例如有的上市公司为了迎合投资者，在某一年度给投资者突击分红，但 DCF 模型的框架告诉我们，某一年的现金流对公司价值的影响非常小。周期股可以在盈利高点给投资者大量分红，但我们必须考虑该公司平均的分红水平能否支撑高股息率。如果企业的利润和分红能够持续增长，我们其实可以在当期接受相对低的股息率。如果投资一个夕阳行业，公司的利润和分红在将来持续下降，那么当前的高股息并不是真正的高股息。

在过去的多年间，A 股的投资者更加关注企业的成长性，以往的股票估值是基于利润增长再赋予一个与利润增长速度相匹配的 PE 估值。随着中国经济的转型升级，越来越多的行业走向成熟，这期间必然伴随着企业利润增速的普遍下降。行业的格局

日趋稳定，企业不需要扩大再生产，资本开支大幅下降，因而可以将更大比例的利润用于分红，这便是红利策略有效的产业和经济基础。

红利投资毕竟还是权益资产的范畴，高分红的背后其实是企业高盈利能力。那么高质量且持续的盈利从何而来？我觉得主要看企业能否获得竞争优势，企业通过竞争优势获得了超额利润，不管宏观经济和行业景气如何波动，这些企业总能实现盈利。这其中既有商业模式的作用，也有企业家能力的体现。例如互联网行业天然具有规模效应和网络效应，公用事业通过特许经营将竞争对手排除在外，资源企业通过低价的采矿权获得持续的成本优势。企业家能力则在竞争较为充分的行业中更加重要，优秀的企业家能够洞悉行业的本质以及行业的发展趋势，从而制定正确的企业战略。

展望新的一年，支撑红利资产上涨的驱动因素仍然存在。近期长债利率快速下行，目前十年期的国债收益率只有 1.6%，而 A 股和港股通中，还有数百只股票的股息率超过 3%。年年岁岁花相似，岁岁年年人不同，在可以预见的未来，红利策略或将持续有效。

(专栏作者：权益投资部 缪东航)

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/>