

摩根士丹利基金

2025年度A股投资策略报告

2025 年 1 月

核心观点

经济和上市公司业绩或仍存在弹性不足。2024 年下半年国内政策开始加码逆周期调节力度，经济出现阶段性企稳迹象；但考虑到指示经济长期走势的部分指标依然偏弱，预计 2025 年经济弹性或仍不足。上市公司业绩基本同步于经济走势，上半年负增长可能性较大，下半年预计小幅改善。

流动性保持宽松，A 股市场分母弹性大于分子弹性。最新的政治局会议时隔十多年再次将货币政策基调转变为适度宽松，2025 年降息的力度有望进一步扩大；过去几年居民储蓄存款快速增长，宏观流动性保持宽松，在降息背景下，储蓄资金有望加大流向资本市场；“新国九条”背景下融资规模显著下降，而分红回购规模提升，股票的供需显著改善。

产业升级是经济发展到一定阶段的必由之路。国内需求增速回到合意水平可能需要较长时间，必须要向海外市场需求增量。无论是出口还是出海，其背后离不开持续的产业升级，也是国内政策的支持方向。因此，符合产业升级逻辑并利于中国企业走出去的方向有望获得市场的持续关注。

需求有望显著改善的领域较为稀缺，重点关注受益于“两新”政策支持的消费电子，有望出现需求拐点的行业如军工、风电等。

宏观市场

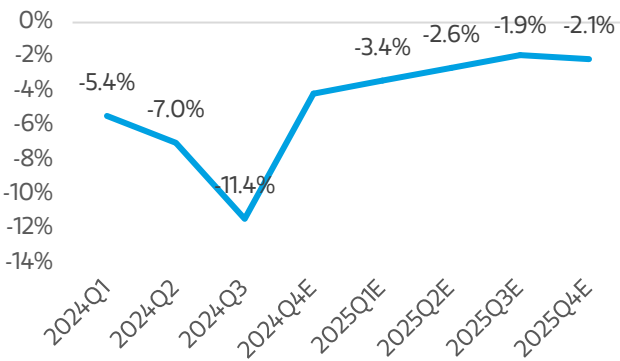
A 股盈利改善，但仍有可能是负增长

预计 2025 年政策在需求侧刺激方面相对克制，居民收入和楼市缓慢复苏，“结构性产能过剩”短期或较难扭转，基本面压力下 A 股整体盈利依然将面临较大的增长压力。

企业盈利增长有望逐级修复，但预计仍保持负增状态。2025 年 GDP 增速假设为 4.8%的情况下，全年盈利增速预计为小个位数负增长。如需求端政策超预期，盈利可能会上修至小幅正增长。

图表 1

全 A 非金融单季度净利润增速预测



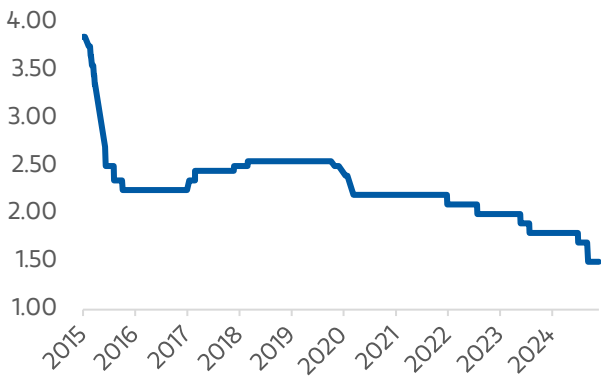
数据来源：国泰君安。

货币政策确认开启宽松周期

2024 年 6 月，中国央行行长潘功胜表示以 7 天期逆回购操作利率为主要的政策利率。过去几年 7 天逆回购利率保持平稳的下降步伐，2022、2023 年每年降幅在 20BPS，今年 10 月份一次性调降 20BPS。926 政治局会议定调将实施适度宽松的货币政策，预计 2025 年宽松力度将进一步加大。预计 7 天逆回购利率或将降至 1.1%左右的水平。

图表 2

中国 7 天逆回购利率 (%)



资料来源：Wind。

行业研判

AI 的发展仍处在上半场

无论经济处于何种状态，资本总能在股市中找到最优选项，有时候这个最优选项变化较快，有时候持续性很强。持续性最强的投资机会基本是符合时代发展趋势、对经济边际贡献最大的产业。我们认为当下及未来几年对中国经济贡献最大的或许就是 AI。如果将 AI 的发展周期分为上下半场，上半场为算力发展最为迅猛的时期，伴随着应用的从 0 到 1；下半场则为应用发展最为迅速的时期，算力由高速转为快速，当前依然处于算力高速发展期，即上半场。去年底的中央经济工作会议明确提到发力发展 AI+，意味着决策层对 AI 赋能产业的认可。

AI 发展如火如荼，背后是产业赋能的力量。AI 产业趋势向好，上下游产业链反馈积极，集群规模扩大/ASIC 放量提高了网络成本在 CAPEX 中的比重。

海外云厂商军备竞赛加剧，25-26 年 CAPEX 增长确定性逐步增强，对服务器、网络设备等设施投资持续加大，AI 商业化闭环有望形成。

国内方面，根据公司财报披露，中国互联网厂商预计 2025 年资本开支达约 300 亿美金，从训练到推理，预期国内算力链增速或将高于海外算力链。

利率下行期高股息仍有配置价值

高股息板块过去两年表现优秀，未来依然具备很强的逻辑支撑。一方面央行加大货币宽松，预计降息幅度会提升，但是内需持续改善还难以立竿见影，这意味着很多行业的资金回报率不会很高，资产荒的格局不变，绝对收益资金如险资、私募、产业资本还有很大的配置动力。另一方面，人口、地产等均是长周期的问题，下行周期可能还会延续数年之久，长端利率预计易下难上，高股息板块的吸引力依然很强。

从短周期的表现看，经济及企业盈利增速放缓，随着高回报资产占比的降低，高股息资产基于稳健盈利表现和类债券的股息优势吸引力提升；利率下行至低位，高股息资产对绝对收益资金而言具备配置吸引力。

在日本的案例中，即便经济呈现上行，高股息也能够获得超额收益。分红率提升是日本牛市期间高股息策略跑赢的重要推动力。上世纪90年代，面对低迷的经济和股市环境日本推动公司治理改革，建立重视股东的经营机制。以东证 TOPIX 为例，股息率中枢从 2010 年以前 1%左右抬升至 2010 年后 1.6%-2.7%，分红回购规模呈明显抬升趋势。

图表 3

TOPIX 股息率整体呈抬升趋势



资料来源：Wind。

我国从 2024 年 “新国九条 ” 开始，分红已经成为促进管理层提升上市公司质量的重要手段。

产业升级与出海

参考发达经济体的制造业发展历程，基本遵循先国内产业升级、后出海抢占市场，产业升级为基础，出海反哺国内产业的路径。目前中国在很多领域取得长足进步，“新三样” 出口之后加快出海步伐，但价格惨淡，本质上依靠的是规模优势。要取得长期优势，需要持续进行产业升级、巩固技术优势，如此才能扩大海外份额。

我国当前处于新旧动能切换时期，经济发展迈向高质量，但由于新增长引擎尚处于成长阶段，因此经济增速不可避免地迎来降档。

从内部经济环境来看，由于政策周期错位，我国与世界主要经济主体经济周期存在错位，国内有效需求不足，物价仍在温和复苏区间，企业利润率承压。通过出海消化部分产能能够提高企业的盈利能力。

从外部经济环境来看，海外产业趋势发展以及补库周期强劲带来了需求缺口。

目前全球进入新一轮的产业再布局。在此背景下，企业出海或成新关注点。新兴产业出海如新能源车、机器人等以及产业链龙头出海如汽车零部件、电子产业链等有较大市场空间。在全球产业链再布局背景下，供应链出海机遇广阔，且相关企业有望在积累当地生产、运营经验后，进一步拓展客户范围。

中国面临着一定的制造业流失的压力，主要流向为东南亚、墨西哥、印度等。由于中国在多数行业的供应链非常完备，新兴制造国家对中国造成缓慢的、长期的冲击，但必须持续进行产业升级才能保持制造业的优势。

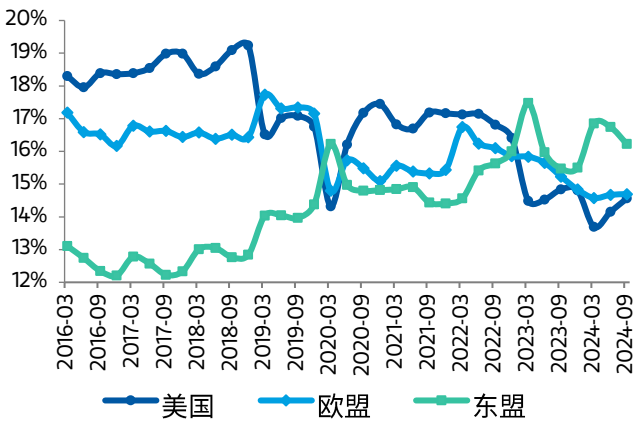
中国过去几年的出口主要得益于新兴市场的拉动，如拉美、东盟、俄罗斯、中东等地区。与发达市场不同，新兴市场的部分增量需求来自于资本品而非终端消费品，这显示中国在高端产品领域开始对发达制造国产生替代，海外的市场空间被逐步打开。

2019 年之后，非美出口占比提升 4 个百分点，除部分转口因素外，新兴经济体的需求增加，尤其是不少新兴经济体仍处于工业化和城镇化提升的阶段，对中国的资本品需求量在增加，消费水平提升带来消费品增加。按照当前趋势，2025 年非美占比仍有可能提升。

从应对关税的角度来看，通过转口贸易、商品组装环节外迁、企业出海等方式或可有效应对。从全球价值链重构视角来看，一旦增加中美关税，越南、印度、印尼等新兴经济体或成为海外产业链转移的重要承接地，中国机械设备和材料加工出口或将受益。

图表 4

东盟等地出口占比趋势性提升



资料来源：Wind。

免责声明及风险提示：本资料仅作为观点介绍材料，不构成具体基金的宣传推介材料或法律文件。本资料中的信息及数据均来源于已公开或获许可使用的资料，摩根士丹利基金管理（中国）有限公司对这些信息及数据的准确性、完整性及适用性不作任何保证。本资料中的观点、分析仅代表本公司投资、研究团队观点，不代表本公司立场。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，也不构成任何宣传推介或对投资人的投资建议、承诺和担保。本公司及其关联方、雇员、代理人不对任何人使用本资料内容而引致的任何损失承担责任。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。本资料版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本资料内容进行任何形式的发布、复制、引用或转载，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