

摩根士丹利基金视窗

2025年2月24日第7期（总第87期）

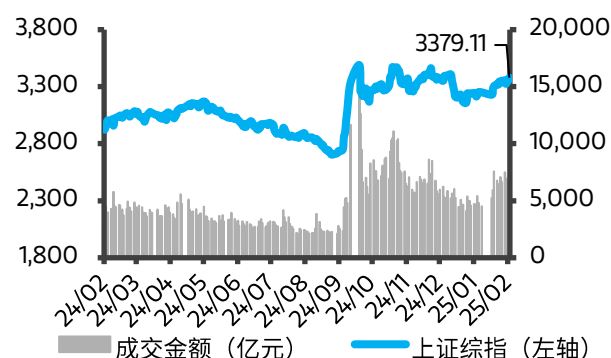
市场洞察：中国资产的价值重估正在进行，短期港股演绎更明显

上周 A 股市场继续上涨，主要指数实现周线三连阳，上证指数上涨 0.97%，沪深 300 指数上涨 1.00%，万得全 A 指数上涨 2.06%，科创 50 表现最好，上涨 7.07%。从行业表现看，通信、电子、机械、计算机等行业表现靠前，煤炭、房地产、有色金属、家电等行业表现靠后。上涨个股主要集中于小盘成长及部分大盘成长。日均成交额放大至 1.91 万亿。

多重事件推动了市场的强势。民企座谈会释放出支持民营经济发展的积极信号，鼓励民营企业加强自主创新，参加座谈会的民营企业含科技的浓度明显提升；xAI 发布 Grok3 后，DeepSeek 发布 NSA，在降低成本方面继续获得进展，刺激 AI 热点持续演绎；阿里资本开支指引大超预期，未来三年在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。中国资产的价值重估正在进行中，只不过短期在港股上演更为明显。从经静态 PE 看，标普 500 为 28.1 倍，中证 A500 为 14.8 倍，过去几年的估值差持续拉大；我们认为未来收敛的可能性较大。港股今年以来涨势显著，几乎是全球表现最好的市场，预计是由南下资金和外资共同流入导致。一方面，今年南下资金持续流入港股，另一方面海外资金在全球资产配置再平衡，从其他新兴市场回流港股。

图表 1

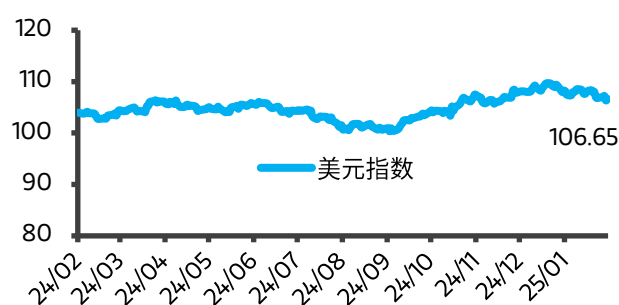
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.2.21。

图表 2

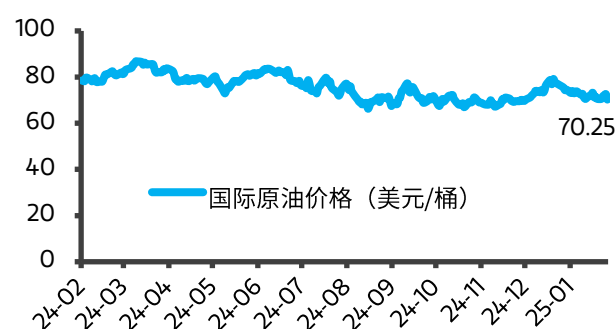
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.2.21。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.2.21。

相应地，资金流出美股的可能性在增加。上周五密歇根大学消费者信心指数出现了回落，部分投行开始下修美国经济增长预期，美元指数表现的也相对较为弱势，这些因素均为资金回流中国资产提供了有利的环境。AI 方向预计是 A 股的中长期的主线，短期看表现的已经非常一致，拥挤度较高，我们认为更适合布局的是在估值修复的大逻辑下的大盘成长方向。在具体领域方面，具备出海能力的公司、高端制造以及受益于国内消费刺激政策发力的汽车、家电、消费电子等是值得重视的方向。

专栏——基金经理手记：

黄金中长期价格中枢或有望上移

开年以来，黄金价格强势上行，持续新高。Comex 黄金价格年初以来涨幅超过 10%，高点录得 2973.4 美金/盎司。在降息周期中，黄金是比较确定性受益的品种，在传统框架中黄金价格与美国中长期实际利率呈一定的负相关关系，尤其在衰退交易中表现最为强势。近两年来黄金价格的强势表现与传统研究框架有所背离。

究其原因，本轮金价上行主要由以下方面共同推动：特朗普上台后关税不确定性带来的避险需求；美国二次通胀担忧上升的抗通胀需求；以及各国央行持续购金的需求。

展望后市，我们认为年内金价易涨难跌，预计呈现震荡上行的态势。美联储仍处于降息周期中，美国经济数据韧性较强，通胀预期有所抬升，同时特朗普上台后对于全球的关税政策仍有较大不确定性，关税加码以及制造业回流等政策主张下，存在二次通胀的可能，黄金承担抗通胀和避险的作用。从短期来看，地缘等因素也会对金价产生扰动，近期美俄谈判出现进展，俄乌冲突存在缓和可能，对黄金价格形成短期调整风险，但不影响中长期价格趋势。

中长期来看，对美元信用削弱的担忧，以及各国央行近年来持续购金等行为是支撑黄金牛市的最重要因素。近几年，由于全球货币超发等原因，各国央行购金需求明显增加，全球央行连续三年购金需求超过千吨，对黄金需求带来明显支撑。2024 年 11 月我国央行也在暂停近半年后重启购金，预计年内黄金价格易涨难跌，有望站上 3000 美金/盎司关口。

从权益投资的角度，国内的黄金股与黄金价格从 2024 年下半年开始出现一定程度的背离，一方面因为市场对金价的上行空间仍有分歧，前期降息节

奏放缓的背景下黄金股提前兑现部分收益，另一方面，今年市场风险偏好显著回升，市场主线集中在与 AI 相关的科技成长方向，而黄金股则在市场风险偏好回落阶段相对强势。后续随着黄金价格的震荡上行，低位的黄金股有望实现估值修复。

（专栏作者：权益投资部 沈菁）

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/>