

摩根士丹利基金视窗

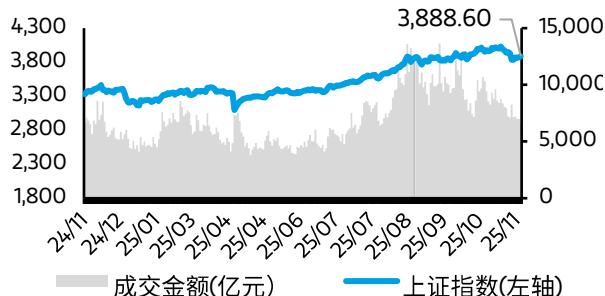
2025年12月1日 第46期（总第126期）

市场洞察：成长风格占优，后市如何把握？

上周市场有所企稳，整体呈反弹态势，主要的宏观变量为美联储货币政策，降息预期显著增强；微观角度主要是谷歌大模型相关催化。从风格上看，上周成长风格显著好于价值风格，中小盘成长指数大幅反弹；从板块风格看，科技与高端制造大涨，显著优于其他板块，金融与消费表现偏弱。行业方面，通信、电子、轻工、传媒等涨幅居前，石化、煤炭、交运、银行等跌幅居前。上周市场日均成交1.74万亿元，连续两周缩量；上周五成交额跌至1.6万亿元。上周四融资余额为2.46万亿元，与前一周末水平一致。上周海外市场整体反弹，美股表现较为强势。

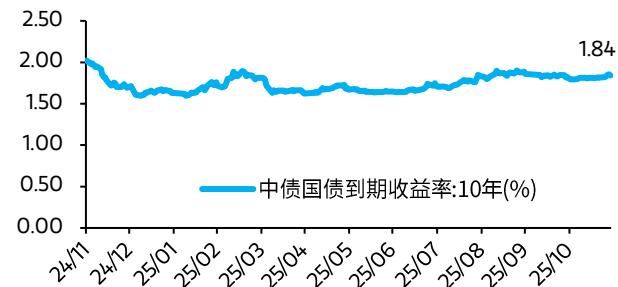
此前全球股市同步下跌，随着美联储降息预期的增强，市场企稳反弹。与此同时，人民币兑美元再次升至近一年高点，而此前几次美联储货币宽松预期增强时人民币尚未出现持续的强势表现，当前人民币汇率实现突破应该是多重因素导致的，不过美联储降息预期的增强是核心力量。过去一段时间美联储的货币政策再次出现反复，先是部分委员的鹰派发言几乎完全打消了投资者认为美联储会在12月降息的预期，但随着纽约联储主席等的表态，降息预期快速升温。人民币升值将会大幅缓解海外资金卖出中国资产的压力，更有利于海外回流A股。

图表1
上证综合指数近一年走势图



数据来源：iFinD，截止日期：2025.11.28。

图表2
中国10年期国债到期收益率近一年走势图



数据来源：iFinD，截止日期：2025.11.28。

图表3
美元指数近一年走势图



数据来源：iFinD，截止日期：2025.11.28。

AI 行业催化也是上周市场反弹的助推剂。海外科技巨头在大模型方面的突破使得投资者对 AI 投入回报信心增强，而在此前 AI 泡沫成为广泛讨论的话题；同时，国内科技大厂的大模型流量的持续上行、资本开支展望等均使得投资者获得鼓舞。我们保持对中国资产的乐观展望，具备出海能力的企业，包括制造业与服务业，受益于反内卷的部分材料及机械制造、新能源等，AI 浪潮背景下的科技等值得持续看好。

专栏——投资经理手记：创新、宽松与地缘三周期叠加下的“变量”与“常量”

我们认为，在“创新周期、宽松周期与地缘周期”交织的宏观背景下，资产表现的分化可以拆解为常量和变量两个维度：常量是资产配置的方法论本身，而变量则是对未来宏观情景的判断与市场波动特征的演变。

常量：资产配置的底层逻辑始终不变

无论市场环境如何变化，资产配置的核心原则始终建立在波动率分配 (volatility budgeting) 这一底层逻辑上。

所谓“杠铃型”配置，其实质正是波动率分配的数学结果：通过将风险资本配置在低波动、高防御性的资产和高波动、高增长性的资产两端，从而在组合层面达到风险可控与收益潜力兼顾的平衡。这种方法论的意义在于，它能够在不确定性中提供可复制的风险控制框架。

但更重要的是，方法论本身并非静态。成熟的资产配置方法论是动态演进的——随着全球货币政策、宏观周期和市场结构的变化，配置方式也需要不断适配新的现实环境。在当前全球主要央行仍处于降息区间的背景下，多资产组合的意义不仅仅是分散风险，更重要的是提取不同资产间的离散收益 (dispersion alpha)，并通过资产之间的负相关性来平滑投资者的波动体验。换句话说，组合管理的重点正在从“静态配置”转向“动态收益提取”。

变量：宏观情景与波动结构决定收益实现能力

在方法论的框架之上，资产配置成败的关键在于对“变量”的判断——即未来宏观情景如何演绎，市场波动特征如何演化，以及对创新、流动性和地缘格局的正确判断将直接影响组合提取超额收益的能力。例如，今年 4 月和 10 月的市场波动率上升，就是地缘事件对风险资产价格冲击的典型案例。在

这种环境下，投资者必须在宏观情景变化的早期阶段及时调整配置结构，以避免组合在波动放大周期中遭受非系统性损失。风险资产的投资要点在于捕捉创新周期下的业绩成长性，运用行业轮动投资方法捕捉不同宏观周期下的行业成长性，也是大类资产配置中不可或缺的一个环节。

通过这种“稳中求变”的方法论，投资者不仅能够在结构性分化中捕捉到增长的红利，也能在波动加剧时保护组合的韧性和收益体验。稳住波动，顺势轮动，长期配置中国资产。

(专栏作者：多资产管理部 李圣谣)

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（“本公司”或“基金管理人”）立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见在任何情况下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。本公司及其关联方、董事、雇员、代理人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，本公司或本公司关联方、董事、雇员或代理人亦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。