

摩根士丹利基金视窗

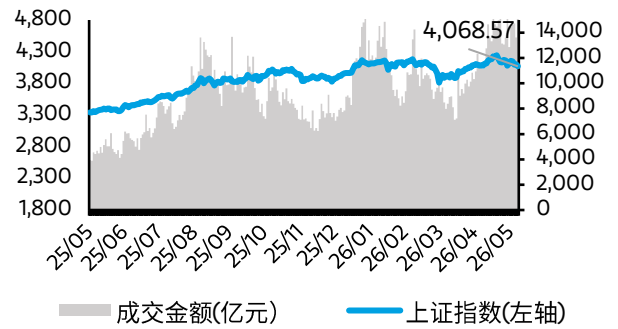
2026年6月1日 第19期 (总第149期)

市场洞察：AI 景气度拉动中上游更多领域产生紧缺，后市如何研判？

5 月份市场先扬后抑，以特朗普访华为分水岭，在此之前上证指数冲高至 4200 点之上，此后震荡下行，并不时受到地缘影响；整个 5 月科创 50、创业板指领涨。上周市场继续呈下行态势，中证全指跌至 5 月 21 日低点，创业板指、沪深 300 等指数则保持一定涨幅，中证 2000 大幅下跌。风格角度，价值与成长风格有所收敛，但月度看成长占据显著优势，并且大盘成长优于小盘成长。板块角度，科技与先进制造 5 月份大涨，尤以科技板块涨幅最为显著，消费、医药、金融、能源等板块均有明显下跌；上周能源、消费、金融等有一定反弹。上周煤炭、通信、电力、食品饮料等领涨，军工、机械、计算机等大幅下跌。上周日均成交额 3.2 万亿元，环比增加；上周四融资余额一度超 2.92 万亿元。

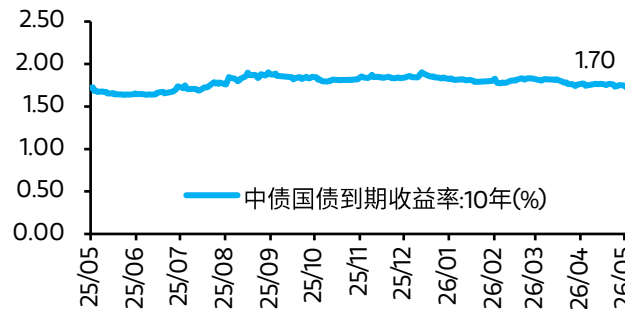
5 月市场整体冲高回落，但对于双创指数基本是震荡上行不断新高的过程，主因 AI 的高景气度拉动了中上游越来越多领域产生紧缺，紧缺环节再次成为资金主要的流入领域。A 股历史上历次比较大的景气行情均是演绎类似的节奏，需求持续高增带来直接受益者的趋势性行情，待到一定阶段开始在不同环节供不应求，从去年的存储、电子布到今年的光芯片、光纤、封装、电子元器件等，与此前不同的是越来越多的环节同时出现紧缺，其对其他行业产

图表 1
上证综合指数近一年走势图



数据来源：iFind，截止日期:2026.5.29。

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:2026.5.29。

图表 3
美元指数近一年走势图



数据来源：iFind，截止日期：2026.5.29。

生的虹吸效应非常显著，上周电子行业成交额突破1万亿元，创出历史新高，反映相关领域的景气度。

上周统计局发布数据显示，1-4月中国工业企业利润增速提升至18.2%，4月当月增速达到24.7%；1-4月高技术制造业利润增速接近45%，其他增速较高的在上游资源领域。由于出口向好，价格指数改善，AI投资需求强劲，上市公司整体业绩增速有望保持较好势头。

市场情绪的变化来自于地缘事件的扰动。过去两个月美伊冲突由升级转向缓和再进入僵持阶段，整体呈现进二退一的节奏，此前短暂出现的缓和回退至僵持阶段，期间的摩擦带来市场情绪的起伏，近期影响略偏负面。

上周五市场风格剧变，众多低位的传统行业大幅反弹，科技及高端制造领域重挫，风格切换的声音有所增加。市场短期的变化由边际资金决定，不排除会有阶段性的行业轮动，但景气资产仍是最优选择。当下看AI仍是最确定的景气资产，并带动半导体、上游元器件材料等景气度提升；其他板块包括储能、电力设备、机械及化工中的部分细分领域需求向好。

专栏——基金经理手记：“固收+”策略如何锚定结构性行情的回撤和收益？

今年以来，市场体感分化明显，这种分化不仅体现在权益市场，也体现在债券市场。在权益端，创业板指数年初至今涨幅超过20%，而低波红利年初以来跌幅达到-5%以上，资产结构的“K字型”演绎与经济结构“K型”分化相互呼应。在债券端，分化同样明显：十年期国债收益率自高点下行超过15个基点，但30年期与10年期的期限利在差已走阔至2022年之前水平；可转债市场，高价转债今年以来收益明显，而低价转债亏损亦显著。股债结构性行情背后，其实质归根于同一逻辑，市场选择了科技牛的长期叙事和认可短期经济总量走弱的现实，科技牛和债券牛陡属同一逻辑。市场虽在贝塔端呈现“股债双牛”格局，但若资产组合的投资结构不对，收益体感差异甚远，“固收+”策略也在结构性行情中接受低回撤要求和收益获得感的考验。

宏观基本面方面，今年以来支撑经济基本盘因素主要来源于外需，在于出口，而非传统内需板块。年初市场对出口增速预期仅为5%-6%附近，持平于去年出口增速的水平，但实际累计增速达到10%以上，其主要驱动力来自AI相关投资。美国AI投资增速超过60%，其AI产品进口增速超过70%，这强劲拉动了我国高新技术偏上游公司的出口业绩，对出口形成了强劲支撑。而另一方面，内需与出口呈现显著“劈叉”：4月份社会消费品零售总额同比增速回落至历史低位，乘用车、家电等商品消费呈现疲软态势，另外投资增速方面基建托底、地产延续拖累格局未有实质改变。

融资需求方面，“传统信贷需求疲弱”与“AI股权融资旺盛”并存。房地产与传统制造业融资增速明显下降，与此同时，景气度较高的AI相关领域资本开支投资主要依靠企业自有现金流和股权融资，区别于传统信贷融资渠道，信贷需求总体弱化以及信贷高质量、反内卷的监管倡导下，银行体系内融

资需求不如意，而存款吸纳低利率化、存款留存依然维持高粘性，导致银行体系流动性极为富余，造成了以银行流动性外溢的债牛行情，这正印证了今年“股债双牛”背后的核心逻辑——科技牛与债牛在同期发生。

通胀方面，4月份CPI和PPI同比均进入1字头以上区间，但债券市场似乎未对此进行曲线进一步陡峭化的定价。市场对伊朗战争引发的输入型通胀能否有效传导至总需求有所存疑，而高频数据显示终端需求价格并未承接。能否通过中游有效传导至下游，除了周期因素，也关乎需求托底政策，目前正处于市场和政策的双重观察期。当前需求端出现的点状价格上涨具有结构性特征，而非全面性变化。

国内的“K字型”经济现状与全球经济形成了相似映射：美国消费展现韧性，AI投资贡献显著，但其他投资板块如地产投资为负增长；美国就业市场也呈现高收入与低收入群体收入增速趋于加速分化的特征；能源价格因地缘政治等因素波动巨大，远期原油期货价格中枢波动较大；市场对美联储货币政策路径的预期也随之波动，导致长期限美债利率大幅调整。

综合以上，当前AI产业尚处高投入的成长期，还没有超级应用出现，尚未形成商业闭环，国内经济“K字型”分化将阶段性持续；预计政策端需要继续托底旧经济，维持经济总需求稳定，货币政策将在较长时期保持相对呵护的状态，但仍以结构性货币政策为主，价量工具并重，财政政策在专项项目推进进度不足和地方政府正确政绩观背景下，预计加码可能性仍然较低，用足用好当前政策额度为

先，目前经济进入托底老经济、新经济繁荣的转型观察期。

展望权益市场，今年全A（非金融）企业盈利增速约11%，呈现触底回升。市场已出现一些阶段性过热信号，如融资余额接近历史高位、电子板块成交拥挤度指标突破历史高位，市场在极致结构分化和部分板块快速上涨之后出现了剧烈波动特征。当前五、六月份处于政策会议和中报业绩的“青黄不接”时期，若无重大政策窗口开启，资金对左侧品种的关注力和布局持续度缺乏意愿，市场风格仍倾向于在成长方向进行轮动。

转债市场同样内部分化，年初至今转债加权指数在0-10%的区间内波动。高价转债表现较好，而部分低价转债则因财报恶化面临信用风险，其中可能存在一些被市场阶段性忽视、但基本面未恶化的错杀标的，从赔率角度具备配置价值，适合绝对收益策略布局。

债券市场方面，今年以来债市在防御心态下走出了持续五个月的低回撤上涨，下行幅度显著（如一年期信用债下行超50个基点），其持续度在历史上较为罕见，当前债牛的流动性驱动仍有惯性，但赔率已显不足。今年高达60万亿的存款和100万亿信贷到期，共同造就了银行和非银可配资产缺失，造成了流动性大量溢出，例如今年4月理财规模增速据测算达到2.8万亿远超过去五年均值，今年以来分红险增量达到4000亿以上，3月底以来固收+、纯债基金的资金申购强度持续位于过去2年90%以上分位数，均显示银行体系流动性对非银有所外溢，也推动了信用利差大幅收缩，以5年银行二永此类

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。

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/>

非银投资交易品种为例，今年以来下行幅度达到40bp以上。尽管四月份以来央行通过买断式回购净回笼收敛流动性，但随后中期借贷便利有所放量，且跨月、缴税等时间窗口资金呵护明显，银行体系呈现内部被动宽松特征，流动性宽裕状态不改，但债券绝对收益率和利差所处估值均处于历史较高分位数，其赔率已有限，能否驱动收益率进一步大幅下行，需要看到终端需求传导实质阻滞。

下一阶段来看，股债的走势需密切观察企业盈利持续度、上游涨价能否向中下游有效传导、信贷需求、景气板块资本开支变化等指标，内部流动性上需关注结构性货币政策工具的倾向走势与内部流动性宽松态势之间的再平衡。而对于部分盈利长期稳定的低波红利品种，其股息率相较于债券资产已有一定吸引力，在“固收+”底仓中可以做一定比例配置，而“固收+”的组合配置收益来源于组合动态优化，不断选择具备更优性价比品种，在宏观平淡期和政策观察期内，自下而上的个股和个券筛选的组合配比策略将优于自上而下的风格、行业和仓位选择，在回撤和收益平衡的风险预算下，以合适仓位参与挖掘阿尔法收益。

(专栏作者：固定收益投资部 吴慧文)

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。

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/>