

摩根士丹利基金视窗

2025 年 3 月 31 日 第 12 期（总第 92 期）

市场洞察：宏观数据走势或比往年平滑
投资者的预期或利于市场演绎

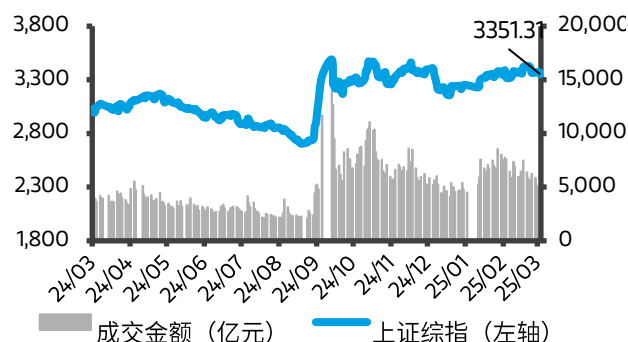
上周 A 股市场整体缩量下跌，跌幅较前一周趋缓，但周五跌幅加大，收盘为全周低点。六大风格看，大小盘分化，大盘价值小幅上涨，大盘成长平盘，中小盘成长则跌幅较大。大类板块看，消费、周期表现相对较好，科技制造表现弱势；3 月份在有色、煤炭、化工的带动下周期风格领涨。上周消费板块整体表现较好，周期内部分化，科技制造依然下跌。行业方面，医药、家电、农业、食品饮料等涨幅居前，计算机、军工、机械、通信等跌幅居前。3 月份美股跌幅巨大，上周延续跌势；全球市场基本保持同步。

当前 A 股市场的行业轮动较快，主线方向休整阶段投资者寻找其他领域的边际变化，纯事件驱动的领域呈现脉冲性走势，行业数据改善的领域呈现震荡上行走势，原来偏防御属性的板块也有所企稳。

1 季度的“躁动”之后，2 季度投资者需面对更为现实的经济数据表现，过去两年 1 季度开门红后 2 季度的数据均给市场带来降温，我们预计今年宏观数据较往年或将更为平滑，即 2 季度宏观基本面回落幅度可能会较小。同时，当前面临着一个更为有利的条件就是投资者预期。此前 1 季度前两个月数据改善后，投资者往往会线性外推，认为经济会进入复苏状态，一旦被证伪，A 股市场也受到

图表 1

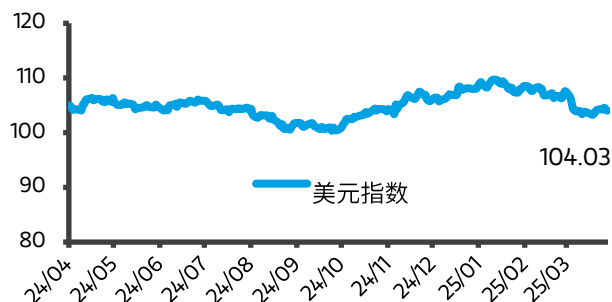
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.3.28。

图表 2

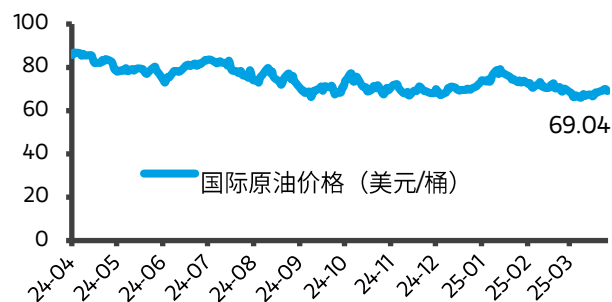
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.3.28。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.3.28。

显著拖累。当前阶段，投资者对经济节奏的适应性增强，对经济的判断更为理性；因此，即便 2 季度经济小幅回落，投资者可能也不会感受到有明显的落差，这对市场未来的演绎较为友好。

当然，短期由于美国关税政策尚存变数、A 股市场正处于业绩披露期，投资者风险偏好有所下降；美国 2 月核心 PCE 同比 2.8%、环比 0.4%，均超出市场预期。这是短期面临的影响因素。长期看，即便面临着较为不利的宏观环境，过去几年仍然涌现出了一批优秀的公司，这类公司并非是依托行业的上升周期成长起来的，而是凭借着出色的管理能力或技术优势取得了快速的成长，盈利能力显著提升。这些公司不光在科技领域，在传统的消费和周期行业也不乏这样的穿越品种，后续值得重点关注。

专栏——研究员手记：

国产算力链及 AI 应用端展望

国产算力链景气度持续提升，市场各个主体呈现合力。

(1) 政策端来看，国家“东数西算”工程已规划 10 个国家级算力枢纽、12 个数据中心集群，总投资超 4000 亿元，预计 2025 年建成总规模超 300EFLOPS 的智能算力网络。

(2) 国内互联网巨头端，2025 年开始迎来资本开支大幅上行，阿里巴巴 2024 年资本开支达 725.13 亿，同比激增 197.04%，2025 年资本开支预计突破 1200 亿元，计划未来三年投入超 3800 亿元用于云计算及 AI 基建；腾讯 2024 年资本开支 767.6 亿元（同比+221.27%），2025 年资本开支预计占收入低两位数百分比（约 1070 亿元），重点投向大模型训练和推理资源扩容。

(3) 运营商端，中国移动 2025 年算力预算 373 亿元，占总资本开支 25%，计划智算规模（FP16）提升至 34EFLOPS，推理资源投入“不设上限”；中国电信算力投资增速 22%，2024 年智能算力规模达 35EFLOPS，依托“息壤”平台构建算力生态，动态匹配市场需求；中国联通 2025 年算力资本开支计划增长 28%，算网数智业务收入占比提升至 24%，聚焦 AI 推理场景。

我们认为国产算力供应链上下游各个环节充分受益于国产 AI 基建周期。

AI 应用方面，国内 AI 应用正加速从技术突破转向场景落地，在政策支持、算力基建和行业需求的三重驱动下，形成“大模型 + 垂直场景”的融合创新格局。

DeepSeek-R1 作为国产推理模型标杆，已在政务、智能制造等领域实现规模化应用。其长思维链能力（数万字）和强化学习技术，使复杂任务分解

效率提升近 20 倍。例如，深圳市龙岗区将 DeepSeek-R1 部署于政务外网，实现公文写作、智能问答等场景的自动化，处理效率提升 40%。Manus 作为通用型 AI 智能体，通过任务拆解和多工具协同能力，正在重塑企业服务流程。例如，其在金融领域可自动分析上市公司的股价数据，生成可视化报告并提出投资建议。此外，Manus 在简历筛选、合同审核等场景的表现已引发行业关注。

展望未来三年，我们预计 AI 应用将呈现三大趋势：一是行业大模型加速替代通用模型，如智谱 GLM-4 在教育、金融的定制化方案；二是 AI 智能体从工具向自主决策演进，Manus 的任务分解能力将重构企业服务流程；三是合规技术与 AI 深度融合，隐私计算、数据标签化等技术成为刚需。重点关注政务智能化、医疗精准诊断、生成式营销、国产算力生态等赛道，这些领域已形成“政策-技术-场景”的闭环，具备规模化落地条件。

(专栏作者：研究管理部 马子轩)

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/>