

摩根士丹利基金视窗

2025 年 4 月 14 日 第 14 期 (总第 94 期)

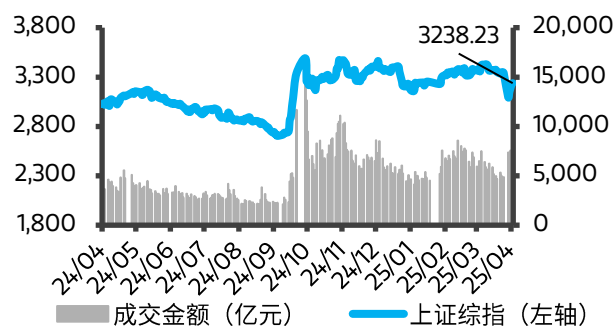
市场洞察：关税对市场影响边际钝化，A 股后续或迎结构性机会

上周 A 股市场延续调整，美国对等关税政策显著超预期。外需不确定性加大的情况下，投资者对内需对冲政策的预期强化，拉动食品饮料、商贸零售、社会服务等行业表现较好；同时投资者风险偏好回落，融资规模显著收缩，TMT 等成长方向大幅下跌。上证指数下跌 3.11%，沪深 300 指数下跌 2.87%，万得全 A 指数下跌 4.31%，科创 50 最为抗跌，下跌 0.63%。从行业表现看，农林牧渔、商贸零售、国防军工、消费者服务和食品饮料等行业表现靠前，电新、通信、传媒、机械和钢铁等行业表现靠后。市场风格偏大盘价值，两市日均成交额为 16124 亿元。

周末国务院关税税则委员会发布公告，公告规定的加征关税税率，由 84% 提高至 125%；鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。我们认为关税继续升级的可能性已经显著下降。同时，美国海关和边境保护局发布公告，宣布对美国政府于近期发布的关税相关行政令进行进一步指导，对计算机、服务器、智能手机、半导体相关器件、集成电路等产品进行关税豁免，这可能涉及到中国对美出口金额中约 15% 左右的比例。本身投资者对于关税相关的利空因素反应已经在逐

图表 1

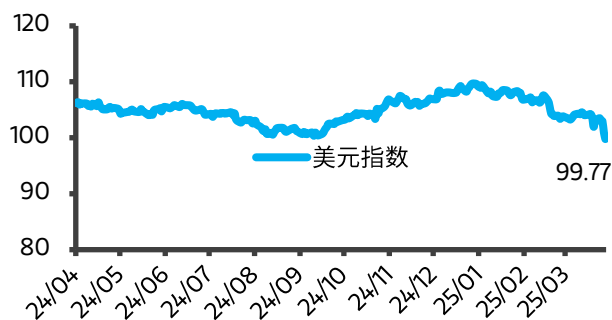
上证综合指数近一年走势图



数据来源: Wind, 截止日期: 2025.4.11。

图表 2

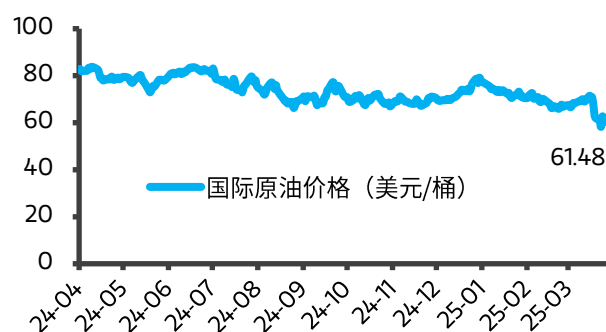
美元指数近一年走势图



数据来源: Wind, 截止日期: 2025.4.11。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源: Wind, 截止日期: 2025.4.11。

步钝化，周末中美相关关税政策发布后，对市场而言更多是释放了积极信号。

上周因关税升级对 A 股市场带来的风险释放较为充分，上周一大跌之后汇金等公司迅速行动，首次提出类平准基金的定位，宣布增持回购的公司显著增加，这为广大投资者带来了极大的信心。对于 A 股后续的表现，我们认为结构性机会或将非常突出，尤其是 TMT 领域，上周跌幅较大，由于美国关税豁免，意味着这些行业在此轮关税大战中几乎不会受损；另外上周前半周投资者风险偏好快速下降，后半周基本稳定，本周则存在回升的可能，这会非常有利于科技板块的演绎。

对于国内宏观基本面来看，核心要看对冲政策，但我们认为总体上压力较此前更大，上市公司业绩也会因此而适度下修。

专栏——基金经理手记：

关税冲击之后，债市如何应对？

进入 4 月，在突发的关税贸易战之后，股债汇商市场均出现较大幅度波动，之后贸易战出现阶段性反复，波动短期开始收敛，关税事件发展挑战了经济理性人预设和政治诉求之间的逻辑，但政治诉求服务长期经济利益，短期市场波动或没有挑战长期经济诉求，全球财政赤字导致的金融资产的再平衡争夺，或加剧后续波动。

股债对比来看，从沪深 300 来看，已修复 4 月 7 日跌幅的 67%，上证指数已修复 4 月 7 日跌幅 71%，整体修复情况较为乐观，而无风险资产，以 10 年国债为例，涨幅已回吐 25%，也表明风险资产和无风险资产定价仍有偏差，债市定价更加偏向于中期基本面走弱的预期，内外需走弱叠加的窗口期，成为压制债市利率大幅上行的压舱石，债市大幅调整概率较低。

在策略应对上，我们认为基本面定价始终会到来，但并非一蹴而就，债市利率已然在低位运行中，捕捉调整中的配置机会，而可能的调整因素或在保内需的储备政策、宽财政的政府债的加速发行、稳风偏的政策、货币政策的幅度不及预期等等，调整仍然是机会。而进一步向下突破前低，则需要两方面逻辑的催化，预计在第二季度将会逐步落地。其一是降准降息的落地以及幅度，本轮利率下行并未完全定价贸易战对基本面影响，因为 10 年国债并没有回到年初低位，而基本面预期显著低于年初，降准和降息幅度的不确定性仍然没有精准计价，也即对货币政策宽松空间和力度，需要落地再定价。其二，当前基本面弱预期仍然存在幅度上的不确定性，如对美出口和转口贸易的冲击对出口影响不同，对美出口占比总出口 16%，对美转口贸易占比已从 2018 年 17% 升至 26%，在不同情形：对美和转口都

受到影响、转口不受影响等测算，可能对 GDP 负向影响分别在 1-2.5% 区间，具体有不确定性。

具体品种上，通过近五年的 4 月份季节性机构行为分析，3 年内的信用债，叠加 3-5 年和 7-10 年段的政金债作为哑铃结构，或是机构重配品种。另外据普益数据，银行理财规模 4 月以来两周内已回流近 1.79 万亿，速度超预期，理财配置相比往年或前置，利好中短期信用债品种。

转债方面，重视调结构和估值保护。随着贸易战带来转债资产回调，转债各项估值指标均有压缩，而现阶段更需要关注纯债溢价率指标，从不同时间窗口看其都在历史低分位数，说明转债向下空间有限，债底扎实。百元溢价率受小盘情绪影响，从日历效应来说，4 月不是小盘占优的时间段，所以空间有限。情绪上股市受到流动性呵护强于预期，但两融余额较高，需要关注在扰动下是否有反复。当前转债中位数平价在 80 以上，明显高于 2024 年的 70 平价，大部分转债仍然保留了转股可能，市场不会担忧转债只能通过偿还退出。结构上关注“以我为主”的内需和需求拓展的一带一路。策略上以赔率为主，重视真实的债底和估值保护。

(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。基金管理人于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/>