

摩根士丹利基金视窗

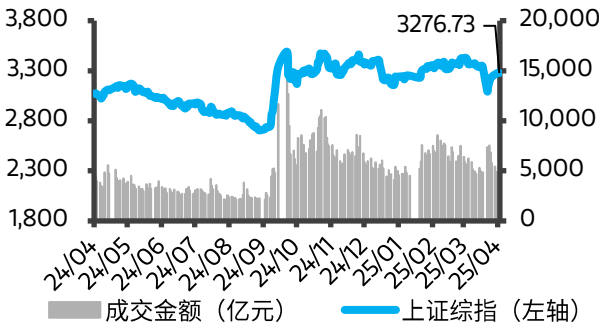
2025 年 4 月 21 日 第 15 期（总第 95 期）

市场洞察：一季度经济数据出炉，强于市场预期

上周指数多数上涨，上证指数及上证 50 表现相对较好，主因国家队护盘。中证 500 及创业板指表现较弱。市场活跃度一般，成交量逐日萎缩，上周五降至不足 9500 亿元，为去年 9.24 以来最低额。六大风格看，大盘价值上涨 2.6%，而中小盘成长则下跌 1%左右，价值显著占优。银行、煤炭、石化这些大市值权重占比较高的行业领涨，军工、农业、计算机、社服等下跌。外盘方面，欧股反弹，美股下跌；美元指数低位震荡，黄金连续新高。

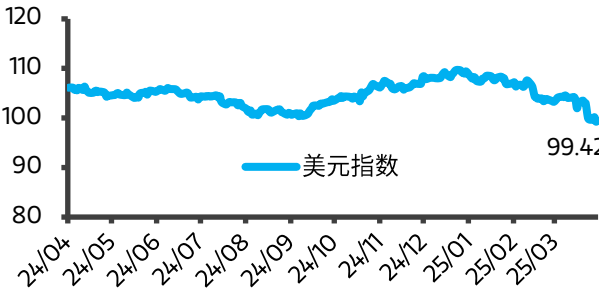
统计局发布了 1 季度 GDP 数据和 3 月份经济数据，均明显强于市场预期，其中，消费延续回升、地产销售跌幅收窄，关税冲击尚未显现，超预期的经济数据短暂地抑制了投资者的政策预期。不过现实情况看，经济边际下行的压力较大，未来政策着力点在保民生、稳就业、提内需等发力。上周末国常会明确指出，加大逆周期调节力度，着力稳就业稳外贸，着力促消费扩内需；要促进养老、生育、文化、旅游等服务消费，扩大有效投资，大力提振民间投资积极性；要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展。相关举措一旦推出，要直达企业和群众，提高落地效率，确保实施效果。当前影响宏观基本面的重要因素是关税能否缓和及国内政策对冲力度，这也是影响市场短期演绎逻辑的核心变量。在这个背景下，大方向预计依然是内需相

图表 1
上证综合指数近一年走势图



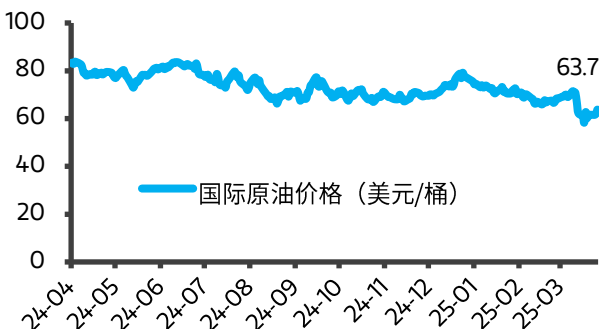
数据来源：Wind，截止日期:2025.4.18。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期:2025.4.17。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.4.17。

关及自主可控方向。但当关税出现转机迹象时，市场主线预计会很快发生切换，当前看，出现一定积极信号，特朗普当地时间 17 日表示，对中美达成协议有信心，这有利于投资者风险偏好的提升，但基本面角度还需等待更为确信的事件。结构上看，部分科技领域与宏观基本面本身关系就较小，且为长期主线，短期依赖于风险偏好的变化，当风险偏好不再下降甚至阶段性提升的环境下，是值得配置方向。

专栏 ——

美国关税政策影响下的机遇和挑战

国内方面，2 月宏观数据保持稳定，基本面呈弱复苏态势，目前仍然处于信贷脉冲复苏前期，市场运行于估值层面，因此受到边际流动性影响较大。

企业投资谨慎，居民预防性储蓄仍然偏高，资金流转速率偏低的现实情况。整体而言，国内信用脉冲初见端倪，金融机构开门红目标初见成效，但仍然需要观察后续数据验证融资需求回暖的持续性，从而确立信用趋势反转的积极信号。我们认为商品房销量的持续回暖是本轮 M1 向上扩张的必要条件，自 2024 第二季度开始商品房销售额累计同比增速向上收敛已近 1 年时间，目前接近 0 值，近期一线城市销售需求持续回暖将拉动 M1 重回扩张区间，本轮修复较为平缓，从资产流动性恢复的维度修复居民部门财富保值增值的信心。

2025 年 1-2 月规模以上工业企业利润总额较 2024 年同期水平显著回落，结构上看，电力、热力生产等行业利润增长较快，制造业利润普遍下降，其中计算机设备、汽车制造、化工等行业利润；营业收入利润率同比下降 1.29% 至 4.6%，每百元营收成本提升 0.9%，反映出成本压力正在挤压工业企业利润率的现状，应收账款同比增加 10.9%，产成品库存增长 10.7%，显示销售回款周期拉长与被动累库的迹象。

我们认为后续对于中游制造行业需要将短期纾困与中长期转型并举的方式展开，短期聚焦在降低企业刚性成本，例如之前采用过的实施增值税留底退税、工业企业用电价格优惠等政策，中长期仍然聚焦于向新质生产力行业的转型升级。另外，我们认为 2024 年 9 月以来降息操作、提振地产需求、促进消费等政策举措传导至生产端需要时间，我们需要密切关注今年消费端的数据如社零总额以及结构分项变化以及今年 PPI 的整体走势是否能够逐步

向上收敛，如出现则体现为工业企业整体利润改善的迹象。

2 月 PPI 同比下降 2.2%，较前值 (-2.3%) 降幅小幅收窄，结构上看电力、光伏设备需求回升部分（有色金属矿采行业价格上涨 1.8%）抵消了燃料动力类、地产类行业的价格拖累。企业利润下探将在未来一个季度对 PPI 的向上收敛形成压制，因此行业结构分化趋势延续的格局，传统行业如煤炭、钢铁仍将受制于传统经济需求较弱的压制，高端制造行业将是未来新增增长点。我们提示在全球衰退预期走强背景下，中游制造或将持续承压，我们对于周期板块整体持谨慎观点。

近期受美国关税政策不确定性影响，港股波动加大，A 股长期资金涌入对盘面形成较好支撑，南向资金持续流入港股通，稳定香港市场波动。后续随着特朗普关税政策不确定性落地，我们认为下个阶段美国关税不确定性短期消散，海外股市技术性反弹，港股资产如港股科技、港股消费或是不错的布局方向；A 股方面，我们重点关注红利资产与内需消费板块，看淡中游配置。

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/>