

摩根士丹利基金视窗

2025 年 5 月 6 日 第 17 期（总第 97 期）

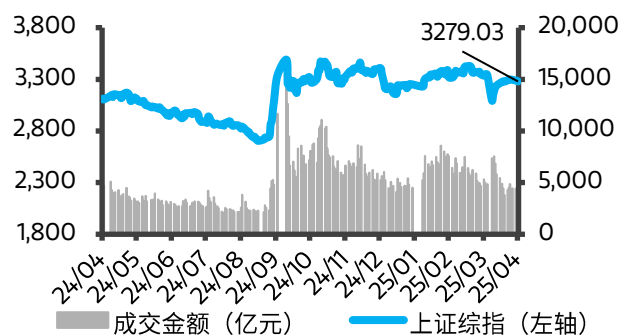
市场洞察：五一假期超预期出行数据预示居民消费仍存在巨大潜力

4 月份市场整体回落，主要跌幅发生在 4 月 7 日，其他交易日表现平稳。从指数表现看，科创 50、上证 50、上证指数等跌幅相对较小，创业板指、中证 500 等跌幅较大，价值优于成长。六大风格看，大盘价值下跌 1.45%，中盘成长下跌 5.83%；大盘成长和小盘成长下跌超 4%。市场成交额显著下降，日均不足 1.24 万亿元，连续两个月下降，2 月份高峰月份达到了 1.84 万亿元。4 月，农业、零售、电力、银行等领涨，新能源、通信、机械、计算机等领跌。周度看，TMT 活跃度回升，金融周期则显著回落。海外市场基本与 A 股走势类似，呈现出先抑后扬。

截至上周，A 股 1 季报披露完毕，整体表现好于预期。2025 年 1 季度，全 A 上市公司营收同比-0.37%，归母净利润实现近 1.49 万亿元，同比+3.47%，较去年 4 季度大幅改善；全 A 非金融归母净利润实现 7797 亿元，同比+4.17%，而去年 4 个季度净利润均为负增长。上市公司 1 季度实现了良好的开局，但由于关税影响，宏观基本面短期承压，根据统计局披露的制造业 PMI 数据看，4 月份制造业 PMI 回落至 49%，低于预期，受外需影响，企业生产指数、在手订单、价格指数等均有显著下滑，这意味着 1 季度上市公司的业绩改善较难线性外推至 2 季度，不过我们认为今年上半年 A 股上市公司业绩增速将好于年初悲观预期。

图表 1

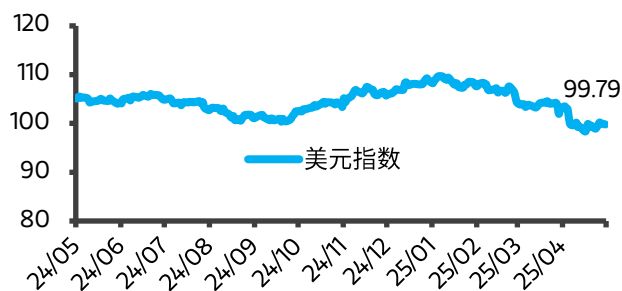
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.4.30。

图表 2

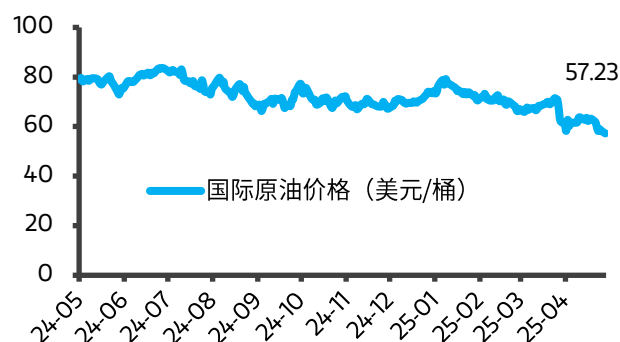
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.5.5。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.5.5。

五一假期出行规模表现较好。根据媒体报道，“五一”假期，铁路探亲、旅游等出行需求旺盛，客流呈现强劲增长态势，4 月 30 日至 5 月 2 日，全国铁路旅客发送量连续 3 天同比增长超 10%，5 月 1 日当天出行人次刷新了历史纪录。超预期的出行数据预示着居民消费仍存在的巨大潜力，随着服务消费政策的逐步实施，新消费、服务业等将成为拉动国内经济的重要引擎，这有望对冲部分关税的不利影响。

A 股市场后续机会预计显著好于 4 月份。1 季报落地后，投资者对业绩的担忧大为缓解，风险偏好有望提升，一旦行业发生积极变化，投资者将会积极参与，从而提高市场活跃度，科技成长、高端制造、新消费等领域尤为值得重视。

专栏——投资经理手记：

债市交易渐向基本面回归，货币政策节奏博弈增强

在 2024 年底债市走出快牛后，2025 年一季度利率出现了剧烈的调整；美国关税风波开启后，利率再次快速震荡向下。随着对关税政策和预期的反复博弈，股和债都在波动中反复寻找相对均衡的点位，但基本面方面外贸带来的冲击比较现实，国内经济以新兴产业为引领，依赖传统城投和地产等融资相对冗余行业的模式逐渐淡去。在内外部的背景下，央行的货币政策可能更被需要，其进一步宽松措施的必要性也更强，但其将综合考虑时代背景和宏观经济整体，节奏并不确定。二季度，重要期限收益率或有突破前低的可能性，但波动仍将持续存在，利率风险仍需要重视。

一季度，在经济尚未明显改善的情况下，央行货币政策定力相对较强，货币市场资金成本相对较高。监管或有更多综合因素的考虑，包括年初稳定汇率的需求，前期关税预期并未如后来如此强烈，小阳春数据有亮点，权益市场在科技股带动下情绪较强等。但是，货币政策的支持性立场始终明确，后续更强的货币投放可能如市场预期，海外冲击带来国内风险较快提升，国内财政政策加码后对更多货币支持的需要，股市、楼市等风险的累积和集中释放。目前来看，由于美国的强硬态度，关税问题短期无法解决，相应对冲政策也将越来越重要。

关税政策博弈后，未来资本市场或将更多着眼于基本面的冲击和应对。首先，加征关税对基本面的直接冲击或逐渐表现出来。PMI 数据具有一定的前瞻性，4 月底公布的制造业 PMI 回落至荣枯线以下的 49.0%，其中出口新订单指数回落 4.3 个百分点至 44.7%，这是 2023 年以来的最低水平。前期，国内存在一致的关税预期而出现不同程度的抢出口现象，这也可能导致一定的需求提前，未来数月出

口可能存在较大压力。其次，地产行业可能仍将面临较大压力。虽然一季度地产数据具有结构性的亮点，部分的细分市场出现了涨价和量增现象，但同时挂牌量抬升、多数地区库存仍大的情况被市场预期；小阳春已经结束，一线城市的二手房成交出现了走弱的迹象，在现有购房条件和收入水平下，比较难期待地产在淡季仍能有明显走暖趋势。另外，物价压力也不容乐观，随着全球经济前景转弱，基础工业品价格可能有明显回落。国内价格水平已经有所转弱，3 月 CPI 同比-0.1%，预期 0%，前值-0.7%；PPI 同比下降 2.5%，预期降 2.2%，前值降 2.2%。未来的 4 月，在现实的冲击下，向下概率或更多。

目前利率曲线相对走平，期限利差走至相对低位。若资金较快宽松，将带动曲线自短及长的向下平移；若货币政策节奏仍相对克制，在现有经济压力下，曲线或在波动中反而更平坦。同时，在一季度债市调整后，债市机构投资者杠杆水平整体并不如去年高，不易形成砸盘性质的调整。

(专栏作者：固定收益投资部 唐海亮)

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/>