

摩根士丹利基金视窗

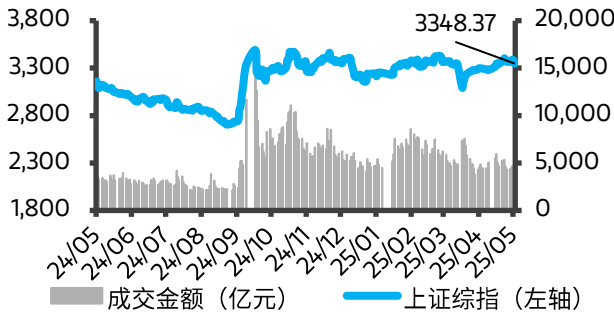
2025 年 5 月 26 日 第 20 期 (总第 100 期)

市场洞察：关税隐忧尚存，A 股市场仍处于宽幅震荡格局

上周 A 股市场整体下行，沪深 300 指数、上证 50 等相对抗跌，下跌不足 0.2%，小盘股与科技股跌幅较大，中证 2000、科创 50 跌幅均在 1.5% 左右。从风格看，市场属于大小盘的分化，大盘股显著强于小盘股；从板块风格看，周期与消费风格表现较好，医药、汽车、有色、家电等领涨，科技股表现最弱，计算机、电子、通信等领跌。市场日均成交额为 1.17 万亿元，连续两周回落。活跃个股集中于医药、化工、电新、汽车等行业，尤其是医药表现最优；行业内实现上涨比例较高的为医药、银行、轻工等；非银、计算机、电子、社服等行业个股活跃度最弱。

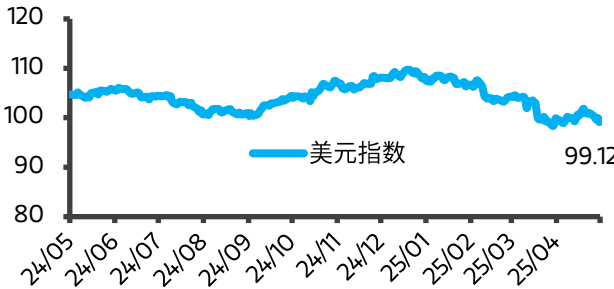
美国对外关税政策依然在扰动着全球市场。美国总统特朗普威胁对欧盟征收 50% 的关税，并表示将对不在美国生产的手机制造商征收 25% 的关税，欧美股市在周五下跌。由于中美之间仍有 24% 的关税处于暂停征收阶段，之后是否能恢复加征无法评判，特朗普的表态可能会导致部分投资者对中美未来贸易谈判的担忧，从而对 A 股市场带来情绪影响。由于可预测性较低，当前阶段特朗普政府的关税政策对 A 股市场而言属于扰动项，中长期看市场表现更多取决于上市公司业绩改善的持续性，1 季报 A 股业绩整体超预期后，由于关税压力，业绩改善趋势不具备持续性，但关税缓和之后 2 季度业绩改善的

图表 1
上证综合指数近一年走势图



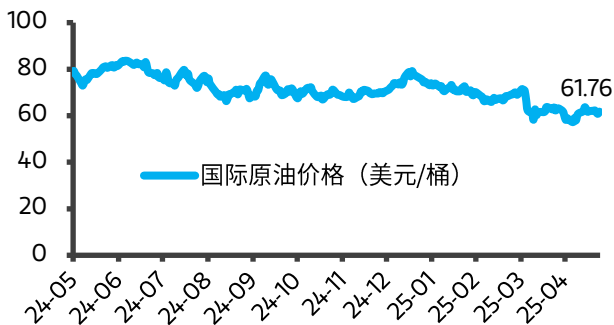
数据来源：Wind，截止日期：2025.5.23。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.5.23。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.5.23。

可能性较高，这为 A 股市场的表现提供了坚实的基础。

短期看，A 股市场仍处于宽幅震荡格局，各种力量作用下这种格局较难打破。尽管赚钱效应减弱，行业表现为快速轮动，但有利因素是投资者风险偏好波动不大，两融的融资余额相对稳定；降息之后，银行存款利率显著下降，居民投资股市的机会成本进一步下行，潜在增量资金增加。我们认为具备中长期发展逻辑的行业如科技成长、高端制造、新消费值得持续重视。

专栏——大类资产配置展望

宏观方面，近期最重要的事件无疑是中美双方近日达成《日内瓦经贸会谈联合声明》，这一调整路径体现了中美从“极限施压”到“阶梯式回调”的博弈逻辑，短期内缓解了贸易僵局，但长期仍依赖后续磋商成果。我们认为，本轮中美日内瓦联合声明的超预期达成，折射出在 4 月 2 日美国贸易“解放日”后两国贸易争端快速升级导致的供应链断裂所带来的直接冲击巨大，在经历了 4-6 周的脱钩压力测试以后，共同推动了本轮阶段性降税共识。

2024 年国内经济最为亮眼的出口部位在美国大幅加征对华关税之后压力正在显现。4 月出口数据韧性超预期，结构分化显著。中国出口价格同比下降现象普遍，玻璃、金属、纺织服装、皮革、木材、纸张等商品价格下降最为明显。结构上隐忧显现，劳动力密集型产品出口易受关税负面影响，其中服装出口（-1.2%）、箱包（-9.1%）等产品压力较大。4 月下旬赴美集装箱运量环比暴跌 40%以上，叠加全球制造业 PMI 降至 49.1，这将对 5 月出口数据带来持续影响。

从货币分层传导角度出发，我们观察到本轮企业活期存款和居民活期存款的增速剪刀差向企业利润传导的特征较此前经济周期更为平坦，反映出企业活期资金或主要用于债务滚动，而非扩产导致的快速信用扩张，其次居民部门受楼市去杠杆影响资产负债表受损，加快了存款的定期长期化。我们也看到资金分层若能持续回升情境下，仍然能够推动工业企业利润总额企稳，只是在弱传导条件下，需要更多的耐心。

整体而言，我们对于国内股票资产维持谨慎观点基础上，鉴于当下股价已经完全收复美国关税政策带来的估值扰动，美国关税政策依然存在反复风险，市场正在从此前关注关税税率向现行关税执行

持续对于全球经济影响的定价转变。因此我们认为合理运用战术头寸、阶段性降低风险资产敞口暴露是比较谨慎的做法。

在当前环境下，受中美贸易长期不确定影响，叠加美国制造业回流战略目标明确，中国货币当局或将更加关注基于非美货币比如欧元、日元的人民币走势，因此在本轮美元走弱大周期下，人民币或将维持相对强势，这与前几年的价格走势将有明显差异，今年人民币实现双向波动的概率更高。

以此脉络，将利好业绩上得益于人民币升值的行业：1、航空行业的估值修复逻辑或将成立，叠加受全球衰退预期影响下的油价走弱对于行业成本也是正向的贡献；2、造纸行业高度依赖进口木浆与废纸，人民币升值降低原材料成本，目前行业估值也处于较低位置，同时 2025Q1 的平均利润有小幅上行；3、银行保险行业等大盘价值风格在人民币升值周期下受海外资本流入、蓝筹股估值修复利好，或将受益于本轮市场回暖。

从通胀链的维度看，近期或将出现一轮制造业估值修复的中期行情，由于之前受美国关税影响，部分中游行业估值持续承压，目前中美关税谈判一阶段成果超预期，应具备一轮估值驱动的战术配置行情。我们可以看到内需消费为主的下游行业在 4 月 2 日以来均录得了较强的收益，比如饮料乳品、个人用品、调味发酵品等行业近期表现均较为强势。还有一些行业在 4 月中旬开始反弹较为明显，如家电零部件、互联网电商、消费电子、小家电等中下游行业，我们注意到这些行业主要受关税影响大，因此估值波动较为明显。

在下个阶段，我们认为在中短期延续下中游配置结构的持仓结构上，需要进行再平衡，关注近期处于估值消化的下游板块如影视院线、调味发酵品、非白酒等行业。前期价格回升的出口相关板块，仍需要密切关注美国关税执行变化。

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/>