

摩根士丹利基金视窗

2025 年 6 月 23 日 第 24 期 (总第 104 期)

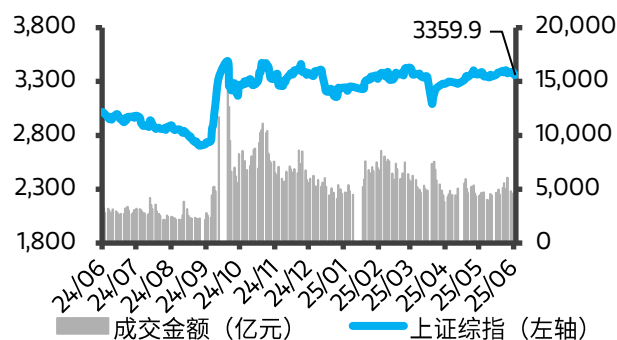
市场洞察：外部环境依然复杂，但对 A 股或并不构成实质压制

上周延续下行，跌幅有所加大。市场风格显著偏向大盘股，大盘内部价值优于成长，我们认为是多种因素共振导致的市场回落；融资买入额占比明显下降，融资余额在上周五也减少，指示投资者风险偏好下降。A 股市场主要指数均有不同程度下跌，上证 50 相对抗跌，微跌 0.1%，银行起到很强的支撑作用，沪深 300 下跌 0.45%，万得全 A 下跌 1.07%，创业板指下跌 1.66%。行业看，银行、通信、电子等三个行业上涨，医药、纺织服装、商贸零售等领跌，新消费与创新药显著降温。市场日均成交不足 1.22 万亿元，较前一周减少。

上周美联储议息会议，美联储预期美国经济更倾向于滞涨特征：将 4 季度 GDP 同比增速由 1.7% 下修至 1.4%，失业率由 4.4% 上修至 4.5%，PCE 通胀同比由 2.7% 上修至 3.0%。这是美联储动作非常谨慎的核心原因。点阵图分布更加鹰派：6 月点阵图显示，预期今年不降息的委员增加了 3 名，对 2026 年政策利率预期中值由 3.375% 上修至 3.625%，分布更加分散。年初以来市场对美联储降息预期反复，但我们认为中短期内美联储已不是 A 股市场的重要影响因素，美联储的鹰派表态对市场仅会带来短暂影响。A 股与港股过去一段时间本就处于相对弱势阶段，港元自 5 月初以来从 7.75 的下限快速贬值到 7.85 元的上限，香港金管局此前释放了较低的流动

图表 1

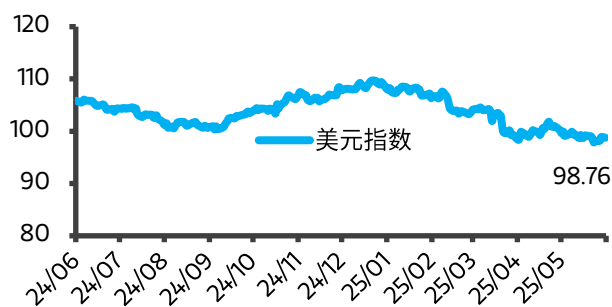
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.6.20。

图表 2

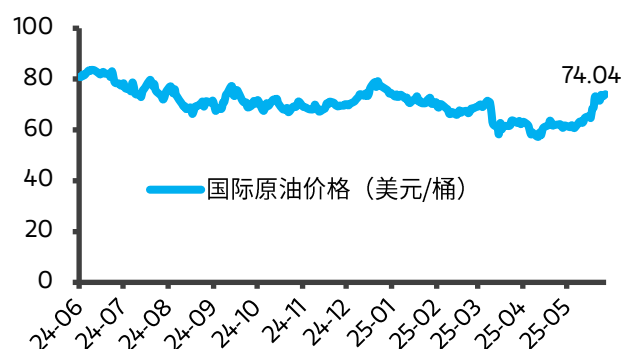
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.6.20。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.6.20。

性，在当前的汇率压力下预计会收紧港元流动性，这可能是港股近期表现低迷的原因之一。

当前外部环境依然复杂，但总体而言对 A 股不构成实质压制。美国在关税谈判中多线应对，过程未能如预期顺利，美债自身的压力有增无减，这削弱了美元的信用，人民币压力下降；中东地缘冲突属于短期的扰动，影响仅限于市场情绪。中期角度看，A 股市场仍将沿着中国制造的主线演绎，我们继续看好几个方向：一是科技成长，估值回落到低位，AI 为长期趋势，产业逻辑很强；二是中国制造，包括高端机械、汽车、军工甚至医药等，其中优质的公司需要重视；三是新消费，部分公司不但牢牢占据国内市场主导地位，海外市场拓展也极为顺利，成为上市公司业绩的和新增长点。

专栏——大类资产配置展望

我们认为美联储降息或至少推迟到 2025 年底，市场预期过于乐观。美联储今年的降息时间点或将至少推迟到第四季度；市场对 9 月和 12 月降息的预期或许过度乐观。

美国非农就业数据转负概率飙升，衰退信号初现。初请失业人数上升叠加再就业速度回落，正在形成数据链条；非农数据转负概率将逐步提升。

2025 年第三季度商品通胀将猛烈爆发，关税效应引爆物价。今年三季度或将是商品通胀较为猛烈上行的阶段；美国贸易加权关税从 2.5% 升至 14.4%，成本传递至下游。

OBDD 法案是财政“定时炸弹”，2028 年后 GDP 将遭陡峭拖累。法案赤字前置与收入后置，将推升 2026 年 GDP 增长仅 0.17%，但 2028-2031 年形成陡峭拖累；分配失衡，高收入群体获益 89%。

美股方面，我们认为反弹或已结束，当前处于均衡点，hard data 将主导市场。本轮美股的反弹已基本来到均衡位置；soft data 驱动将切换至 hard data 的实际变化。

美股上涨由资金流入推动，流动性冲击警报解除。美股获得接近记录的资金配置推动；EPFR 数据显示 2025 年为美国权益基金净流入历史第三高。

短久期美债或是当下最优防御资产，carry 收益+降息潜在红利。短久期美国国债持续具备较强配置价值；4% 票息收益不错，兼具防御与降息带来的资本利得。

白银持仓必须坚守，黄金择机再平衡。我们维持此前看好白银的市场观点，认为在这个位置应继续持有白银；维持择机对黄金持仓进行再平衡，增加白银风险调整后绝对持仓。

全球投资人系统性规避美元风险，汇率套保成新常态。海外投资人正在系统性地规避美元汇率风险敞口；美元持续承压，不应简单等同于资金流出。

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/>