

摩根士丹利基金视窗

2025 年 6 月 30 日 第 25 期（总第 105 期）

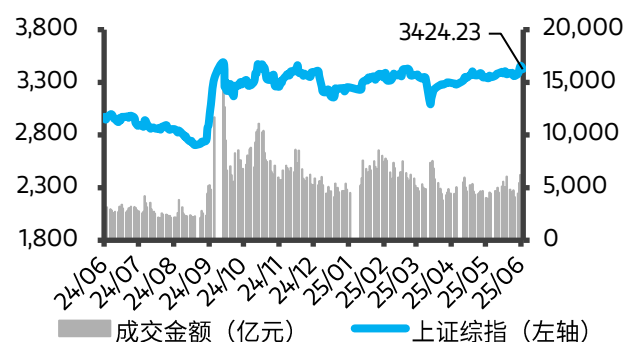
市场洞察：投资者对中国资产信心提升，市场韧性增强

上周 A 股市场一改弱势格局大幅反弹，上证指数连续突破今年以来的高点站上 3400 点以上。有几方面的因素：一是中东局势快速缓和，对市场情绪的扰动很快消除；二是美联储对货币政策强硬表态有所松动；三是宣布 9 月 3 日举行阅兵。上周融资余额明显出现回升，截至上周四接近 1.84 万亿；日均成交额接近 1.49 万亿元。风格上看，小盘股显著强于大盘股，成长优于价值；中证 2000 指数强者恒强，此前持续偏弱的创业板指开始出现强势表现。行业看，计算机、军工、非银、有色等行业涨幅居前，仅石化一个行业下跌。6 月份以来，通信、有色、非银、电子等涨幅居前；食品饮料、家电、汽车、建材等下跌。海外市场同步上涨，其中纳指、标普 500 等再创历史新高。

近期市场的反弹显著超出市场的普遍预期，市场在反弹过程中得到自我强化，获得了场外资金的认可。今年以来市场的持续反弹一般是在宏观政策或重大的外部利好刺激后出现的，且是在经历了一段时间的调整之后；上周显然并不属于这种情况，这反映了市场已经开始具备非常强的韧性，韧性增强的动力来自于投资者对中国资产信心的变化。近几个月地产数据、通胀数据走弱，投资者已经不再将其作为一个全局性变量来交易，仅将不利因素聚焦在少数行业。

图表 1

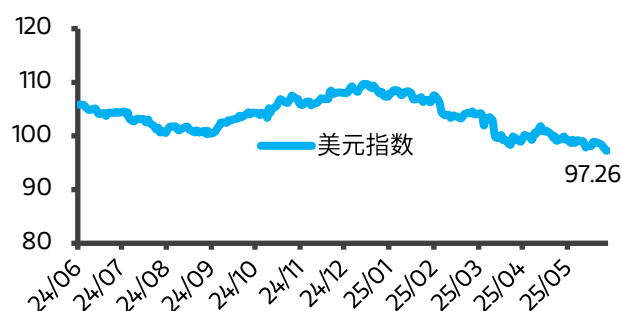
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.6.27。

图表 2

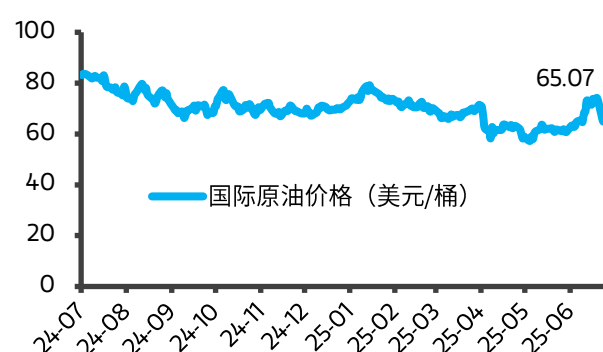
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.6.27。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.6.27。

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，多是短期的扰动。我们认为 A 股市场仍将沿着中国制造的主线演绎，继续看好几个方向：一是科技成长，出口管制的缓和对于具有海外产业链的公司更为有力；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增长点。

专栏——基金经理手记：

医药板块下半年投资机会展望

回顾今年上半年医药板块的表现，政策支持与业绩分化为板块股价的核心驱动因素。今年 1-4 月板块整体承压，基本面来看，受去年高基数影响，今年一季度医药上市公司收入同比下降 4.7%，归母净利润同比下降 11.0%；此外，4 月受关税扰动，出口强相关的 CXO、原料药、器械等细分方向在情绪面上受负向冲击较大。5 月以来，板块实现强势反弹，创新药、CXO 表现突出。一方面，国内创新药行业迎来多维度政策支持，从研发、审批到支付、商业化，国内创新药全链条政策支持体系加速推进。另一方面，今年以来国内药企 BD 总金额持续增长，截至今年 6 月初 BD 总金额超过 500 亿美元，多方因素共振下，医药板块尤其是创新链相关的创新药、CXO 方向领涨。

展望 25 年下半年，我们对医药的板块性投资机会相比去年更为乐观，医药板块兼具创新出海与内需增长的双重属性，重点关注有竞争优势、业绩保持高增的细分赛道龙头。创新药方面，我们看好研发能力强、出海能力强及年内存在重磅管线 BD 预期的 Biotech 和 Pharm 公司。此外，CXO 方面受益国内工程师红利，25 年初以来订单高增速，全年业绩兑现度高；我们也对生命科学上游保持关注，优选小而美赛道中业绩保持高增速的“卖水人”。

此外，随着经济和消费预期的逐步改善，我们认为板块内部内需相关标的有望实现戴维斯双击。一方面，国内医药板块的基本盘，医保基金平稳运行将支撑医药板块长期稳健增长。去年医保基金全年总支出略高于总收入，当期结余 0.47 万亿元，基本与 2023 年持平。今年 1-4 月，医保基金总收入、总支出增速分别为 6.5%、0.7%，当期结余 0.3 万亿元。客观来看，随着老龄化的持续深入，医保基金收支平衡或将长期处于紧平衡状态，但随着医保基

金腾笼换鸟，叠加丙类目录、商保贡献支付端增量，医保基金平稳运行下我们认为有真创新、性价比高的院内品种有望获益。另一方面，23-24 年医药反腐、飞行检查、DRGS 改革等政策端的变化对板块的冲击进一步边际减弱，板块内部此前受政策压制的细分赛道标的有望迎来基本面修复，包括医疗设备、高值耗材、IVD 和民营医院等方向。估值层面，中证申万医药生物指数 2025 年前瞻市盈率（27x），仍低于过去五年平均水位（34x），板块攻守兼备。

（专栏作者：研究管理部 赵伟捷）

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/>