

摩根士丹利基金视窗

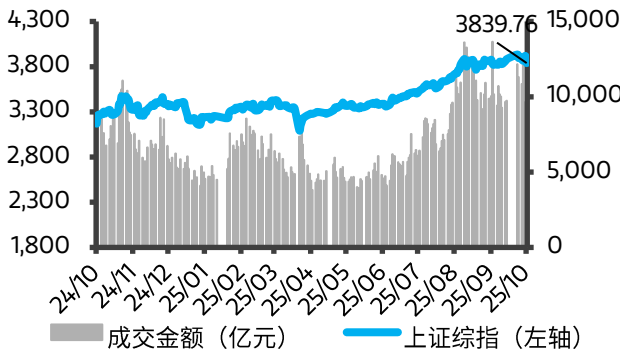
2025 年 10 月 20 日 第 40 期（总第 120 期）

市场洞察：A 股波动加剧，后市主线如何把握？

上周市场遭受重挫，特朗普政府宣言对华加征关税为中美关系再次蒙上阴影，投资者避险情绪增强，主要指数均有不同程度下跌，其中双创指数跌幅较大，超过 5%，上证指数下跌 1.47%，尽管一度收复 3900 关口，但上周五再次大幅下挫。从风格上看，大盘价值表现最好，其他风格均有显著跌幅，中小盘成长跌幅最大。从板块风格看，金融表现最好，主要是银行拉动，科技板块大跌。行业角度，银行、煤炭、食品饮料等少数行业上涨，电子、传媒、汽车、计算机等跌幅居前。市场日均成交 2.19 万亿元，减少 1500 亿元；截至上周四，融资余额变化不大，保持在高位，尚未看到明显下降。上周海外市场同样波折，恒指、英国富时、日经 225 等下跌，美股保持上涨。黄金、白银等继续强势上涨。

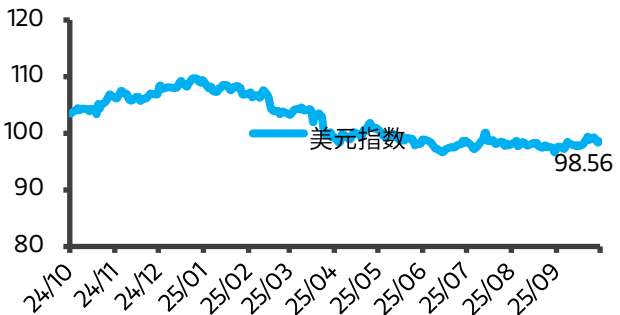
当前驱动市场的情绪因子回落，考虑到市场情绪并非稳定因素，也难以推断其对市场的短期影响如何演绎，但我们对市场整体并不悲观。今年以来国内出口整体超出预期，除部分抢出口的原因外，中国外需的多元化、出口价格下跌带来性价比、中国制造优势的凸显等因素不可忽视，因此中美摩擦加剧更多体现在估值的波动，盈利角度尚难作出下行的判断。A 股上市公司整体（扣除金融与石油）ROE 在中报止跌，三季度大概率进一步上行，这意

图表 1
上证综合指数近一年走势图



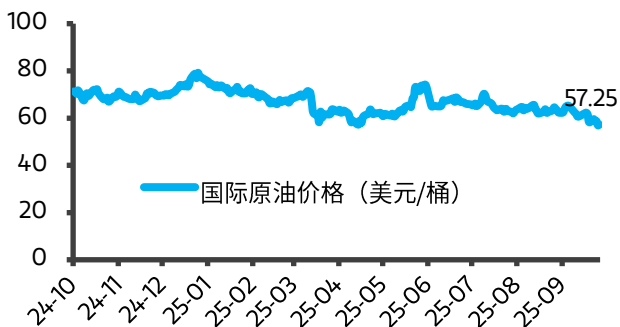
数据来源：Wind，截止日期:2025.10.17。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期:2025.10.17。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.10.17。

味着上市公司整体盈利能力开始摆脱通缩的压力，即基本面的驱动力逐步显现。

一般而言，市场对情绪因素的交易偏短期，并在未来的反应会逐步钝化，我们认为中美关系虽然是一个长期变量，但其不会是影响 A 股市场的长期矛盾。今年以来市场主线相对清晰，就是高景气的 AI，近期部分公司的盈利预期再次上修，基本面并没有恶化；同时资源品、创新药、高端制造等领域的机会不断。未来支撑市场的核心因素就是在中国制造优势不断提升的背景下推动上市公司盈利能力的提升，当前正在看到这种积极变化。

专栏——研究员手记：重视服务型消费的中长期投资机会

回溯刚刚过去的国庆中秋双节假期，据文化和旅游部数据中心测算，国庆中秋假日 8 天，全国国内出游 8.88 亿人次，较 2024 年国庆节假日 7 天增加 1.23 亿人次；国内出游总花费 8090.06 亿元，较 2024 年国庆节假日 7 天增加 1081.89 亿元，居民出行消费热度提升。出行旅游作为服务型消费的重要方向，备受市场关注。中央经济工作会议、今年的《政府工作报告》都把“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为 2025 年重点任务之首；在今年 9 月，商务部等 9 部门联合印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，旨在更大力度提振消费、扩大内需，促进民生改善和消费转型升级，积极培育服务消费新的增长点。

我们认为放眼长远，服务消费的机会可能来自以下方向：

酒店景气有望企稳。酒店行业具有一定的周期性。疫后酒店供给端出现较大恢复，宏观经济放缓亦对商旅需求带来一定压制，2023 年以来行业整体处于较为低迷的状态。2025 年二季度以来，虽然行业依然面临压力，但在稳健向好的休闲旅游需求带动下，酒店行业出现一定的弱复苏迹象，周期位置有望逐渐走出底部。

旅游行业持续火热。疫情后旅游需求集中释放，经过三年的压抑，民众出游意愿强烈；通过短视频平台等新媒体渠道，各地文旅部门的营销推广力度加大，也推升了景区热度；部分景区交通条件的持续改善，跨省旅游变得更加便捷。目前相当多的地区开始响应国家号召，落实中小学春秋假，为家庭旅行创设条件。投资维度，资源稀缺的自然景区及有较强运营能力的成长性人文景区在中长期具有一定投资价值。

餐饮行业创新迭代。近年来，以新茶饮为代表的连锁业态中新品牌频现。新鲜现制、口味多元，叠加更为便利的即时配送条件，为整个茶饮行业带来旺盛人气。投资视角，餐饮行业整体竞争激烈，我们更关注在经营业务范畴中依然有展店或扩品空间、在供应链具有相对优势的头部或次头部品牌。

除以上耳熟能详的行业外，我们对新领域保持密切关注。以“Z 世代”为代表的青年群体，更愿意为兴趣爱好和情绪价值买单，悦己型消费、沉浸式体验深受欢迎。2024 年，全国 60 周岁及以上的老年人口达 3.1 亿人，老年群体消费意愿不断提升，银发经济方兴未艾；3 岁以下婴幼儿近 3000 万人，针对儿童的早教、非学科类培训等服务需求激增，成为服务消费新热点。

服务消费具有消费频次高、乘数效应强、增长可持续等特点，具有较大的市场空间和增长潜力，在今后的投资中，我们需紧密跟踪行业动向、紧跟产业趋势，以期在投资端分享服务消费大势中的红利。

(专栏作者：研究管理部 隋思誉)

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（“本公司”或“基金管理人”）立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见在任何情况下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。本公司及其关联方、董事、雇员、代理人对这些信息及数据的准确性、完整性及适用性不作任何保证，本公司或本公司关联方、董事、雇员或代理人亦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/>