

摩根士丹利基金视窗

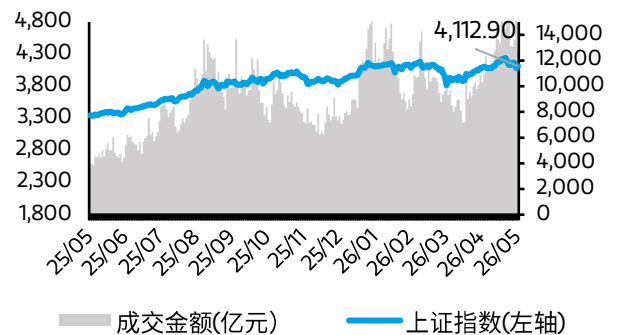
2026年5月25日 第18期 (总第148期)

市场洞察：科技与先进制造继续上涨，后市如何研判？

上周 A 股市场一度展开超跌反弹，但周四再次重挫，周度看波动剧烈，与前一周节奏类似。指数看，科创 50 连续大涨，周涨幅超 5%，上证 50 则下跌 1.15%。风格角度，成长持续显著领先于价值，大小盘风格分化不明显，中小盘成长更优，年内超额巨大。板块角度，科技与先进制造继续上涨，本月仅这两个板块上涨；消费、医药、金融、能源等板块显著下跌，年内金融、消费、医药等板块仍有明显下跌。行业分化加大，电子大涨超 6%，建材、机械等小幅上涨，农业、石化、轻工、传媒等大幅下跌。上周日均成交额维持 3 万亿元以上，但小幅缩量；上周三融资余额一度接近 2.9 万亿元。

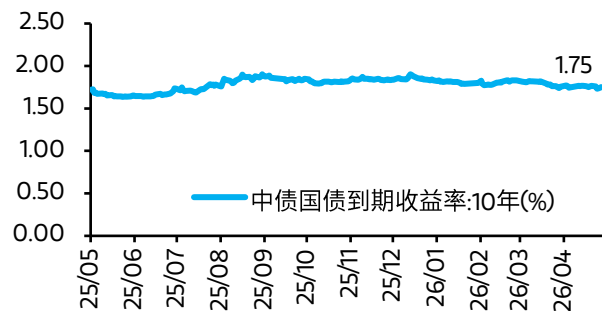
宏观角度，上周美债收益率冲高回落，而美联储加息预期仍然较强；4 月份美联储议息会议纪要显示，由于当前油价高企、通胀水平抬头，紧缩成为委员们未来决策选项的可能性显著增加，但投资者此前早已开始交易加息，因此委员们的担忧并不令人意外。周末，美联储新主席沃什正式宣誓就职，沃什强调了通胀责任、机构改革等一直以来的主张，对市场而言增量信息不多。油价仍是影响投资者交易美联储货币政策的重要变量，如果中东形势持续缓和，我们有望看到通胀在边际抬升但加息预期逐步弱化的组合。

图表 1
上证综合指数近一年走势图



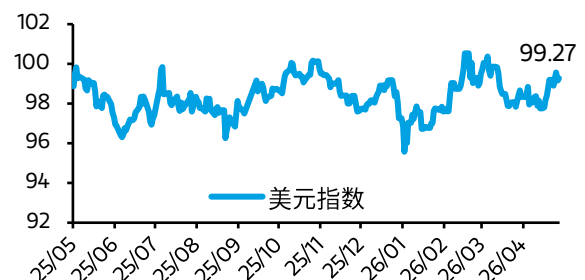
数据来源：iFind，截止日期:2026.5.22。

图表 2
中国 10 年期国债到期收益率近一年走势图



数据来源：iFind，截止日期:2026.5.22。

图表 3
美元指数近一年走势图



数据来源：iFind，截止日期：2026.5.22。

过去两个月美伊冲突由升级转向缓和再进入僵持阶段，整体呈现进二退一的节奏，周末形势再次向缓和的方向发展。如果美伊冲突进展好于预期，其带来的不仅仅是情绪面的提振，更重要的是带来中下游行业供需的双重改善。

上周市场结构分化显著，延续过去一个多月的格局，主要是 AI 链景气度持续，部分产业链继续出现催化，同时两大国产存储巨头上市预期带来相关产业链公司的表现。5 月份以来融资规模快速上行，增速仅次于去年 8 月份，上周余额一度逼近 2.9 万亿元。电子、通信两个行业融资净买入额超千亿元，市场容易出现极致交易后的剧烈波动，剧烈波动带来的是风险释放而非累积。

当市场风险偏好较低的时候，资金更容易聚焦高景气方向，考虑到海外地缘形势再次出现缓和，市场机会预计会由少数核心方向向更多科技方向扩散；但部分大市值非科技品种仍有可能市场重新过热而受到压制。从分子端看，当下看 AI 仍是最为景气资产，并带动半导体、上游元器件材料等景气度提升；其他板块包括储能、机械及化工中的部分细分领域需求向好。

专栏——基金经理手记：全球资产再定价，下阶段如何布局？

海外市场

当前全球市场并不是典型的“衰退交易”，也不是简单的“全面宽松交易”，而是进入了一个更复杂的再定价阶段。美国经济韧性仍在，美股短期趋势并未被破坏，科技资本开支与企业盈利上修仍然对风险资产形成支撑。真正需要警惕的第一个裂缝，可能并不是企业盈利已经转弱，而是居民部门实际消费力下降之后，企业收入端开始低于市场预期。换言之，在当前高估值、高集中度的美股环境下，估值压力真正形成的触发点，很可能来自“通胀重新跑赢工资—实际收入转弱—中低收入消费降温—企业营收超预期广度收窄—EPS 上修斜率放缓”这一链条。

因此，对美股而言，短期仍可保持谨慎乐观，但后续判断的重点要从“指数能不能继续上涨”转向“上涨是否仍有足够的盈利广度支撑”。AI 资本开支仍然是美国经济和美股盈利最强的结构性主线，但在估值高分位背景下，市场对盈利兑现的要求会更高，负面盈利惊喜的定价也会更快。美股不是不能继续上行，而是需要持续用收入、利润率和现金流来证明估值的合理性。

美债方面，当前长端利率中短期向上的压力相对确定。通胀压力重新抬头，经济韧性仍在，油价与服务业价格粘性对通胀预期形成支撑，而财政供给和期限溢价又限制长端利率快速下行。因此，美债并不是典型衰退交易下的全面牛市，更像是短端受政策利率下行支撑、长端受通胀预期与期限溢价压制的曲线再定价。在配置上，中短久期票息资产的投资性能仍好于盲目拉长久期；对权益市场而言，只要信用利差和 VIX 没有同步上行，长端利率上行更多体现为估值扰动，而非系统性信用收缩。

国内市场

国内方面，当前经济修复仍主要依靠出口韧性、生产端再通胀和技术资本开支支撑。扩大资本开支本质上是在用时间换空间：一方面通过设备更新、机电出口、高技术制造和新质生产力投资延续经济修复斜率；另一方面，也需要等待居民端需求和企业主动扩表逐步接上。从目前数据看，国内流动性保持宽裕仍是大概率情形，金融条件对 A 股仍有支撑。只要美股不出现系统性风险、美元流动性不发生明显收缩，A 股受到的外部压力相对有限。

但 A 股后续的上涨不会是简单的全面指数行情，而更可能集中在三条结构性赛道。第一，上游价格弹性行业仍然优先，包括油气、有色、小金属、化工原料、部分能源链和资源品，这些方向最直接受益于 PPI 修复和生产资料再通胀。第二，高端制造出口链仍有结构性优势，包括电子、通信、计算机设备、半导体材料、光模块、高端机电和设备更新相关方向，这类资产受益于出口价格企稳、技术资本开支和全球 AI 产业链扩张。第三，供给收缩型中游行业可以开始筛选利润拐点，核心不是 PPI 有没有起来，而是 PPI 能否跑赢 PPIRM，库存压力是否下降，行业竞争格局是否改善。只有收入端改善强于成本端，利润率才有持续扩张的可能。

商品市场

能源上游仍然需要在组合中保持配置意义。一方面，能源链是对抗地缘风险、通胀风险和系统性尾部风险的重要资产；另一方面，在全球经济仍有韧性、油价中枢不低、供给端不确定性持续存在的环境下，能源上游的现金流和价格弹性仍具备配置

价值。与此同时，部分具备供给硬约束、与能源链紧密关联、且中下游仍处景气区间、顺价能力尚可的生产资料价格，也仍然具备较好的投资性能。这类资产的关键不是单纯看价格上涨，而是看价格上涨能否真正转化为企业利润率改善。

值得补充的是，农产品今年也可能出现阶段性机会。能源价格高企会通过化肥、燃料、运输和种植成本影响农产品供给，同时部分农产品播种可能受到成本与天气扰动的影响。如果叠加厄尔尼诺现象带来的局部气候冲击，部分农产品价格可能出现阶段性上涨。对组合而言，农产品更适合作为战术性配置方向，而非简单的长期押注；观察变量应放在天气扰动、播种面积、库存消费比和能源成本传导上。

(专栏作者：多资产投资部)

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/>