

摩根士丹利基金视窗

2025 年 3 月 10 日 第 9 期（总第 89 期）

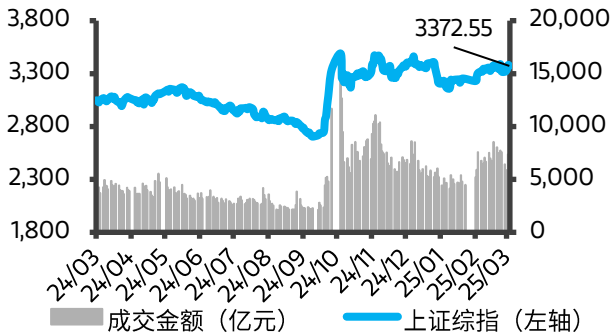
市场洞察：推动市场上行的逻辑未发生显著改变，需更重视节奏把握

上周市场整体上行，小盘股指数继续领涨，科创 50 与中证 500 等指数也有较大涨幅；红利指数偏弱。六大风格看，小盘成长表现最优，涨幅达 3%，大盘价值风格上涨仅 1%。日均成交额萎缩至 1.7 万亿元，减少 1900 亿元。上周涨幅居前的行业今年以来表现也较好，如计算机、传媒、机械等，AI Agent 对市场情绪起到提振作用。有色板块上周表现突出，钢铁、化工、建材等也有较好表现，市场对上游的供给侧改革有所期待。下游表现相对落后。美元指数跌破 104，海外市场波动较大，再平衡交易中港股相对受益。

市场经过短暂调整后重启反弹，港股连续两日大涨，成为海外市场最强市场，乐观情绪再次升温，看上半年牛市的投资者再次增加，“市场没有大跌空间”深入人心。从两会透露出来的内容看，尽管提振消费位于十大工作任务之首，但有关科技的表述更加吸引眼球，这对市场活跃度的提升起到了很大作用。

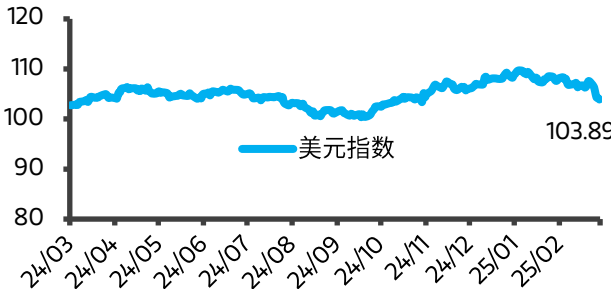
近期有一些宏观数据公布，如国内外贸数据、通胀数据、美国非农就业数据。今年前连个月国内出口增速为 2.3%，较去年 12 月增速显著下降几个原因导致：今年春节前置至 1 月，贸易商提前出货推高去年 12 月出口，且美国在节日期间加征 10% 关税；

图表 1
上证综合指数近一年走势图



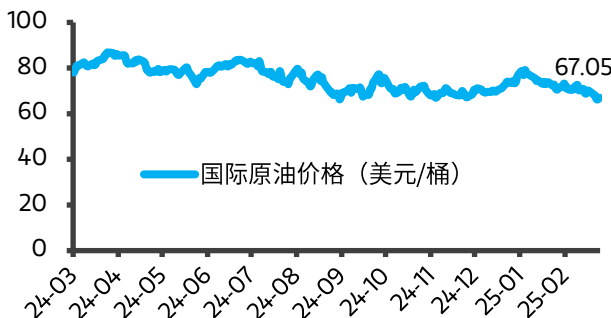
数据来源：Wind，截止日期：2025.3.7。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.3.7。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.3.7。

另外也有高基数原因，2024 年 1-2 月份为累计出口增速最高点，在 7.1%，但 3 月份单月增速转负。结合三个因素 3 月份增速预计小幅抬升。2 月国内 CPI 同比下降 0.7%，同样是春节效应导致。美国非农就业数据略低于预期，失业率上升至 4.1%，驱逐非法移民和政府瘦身未对数据造成明显冲击，但短期内美国就业数据可能难以改善。

继续看好 A 股市场未来的表现，因为推动市场上行的逻辑未发生显著改变，只不过需要更加重视节奏，中国资产的价值重估正在进行中。短期角度，由于未来一段时间外部会持续存在扰动，而内部政策保持宽容积极，投资者情绪可能会从一个持续升温的状态过渡到阶段性平稳的局面，市场的结构可能也会因此而出现变化。受益于国内消费刺激政策发力的汽车、家电、消费电子等，以及其他一些消费品、医药、新能源、有色、军工等具备较高的性价比。中长期角度，我们认为受益于 AI 快速发展的领域值得看好。

专栏——基金经理手记：

流动性紧缩超预期，债市承压与政策考量

自 2025 年 1 月中旬以来，市场资金持续趋紧，紧缩程度远超预期。隔夜资金价格自 1 月中旬起不断上行，突破 2% 的关口；进入 2 月后，资金面依旧偏紧，资金价格与几乎所有期限的国债收益率形成倒挂。持续高企资金成本已成为影响债市走势的核心因素，并进一步加剧了债券市场波动。

流动性收紧受到以下多重因素的综合作用，其中央行政策态度的转变尤为关键。

银行负债端压力凸显

去年 11 月底市场利率定价自律机制的调整，使得银行负债端中的非银存款因大幅降息而大规模流失。数据显示，从 2024 年 11 月至 2025 年 1 月，新增非银存款累计减少约 4 万亿元，同比减少幅度高达 5.7 万亿元。这一现象凸显了银行负债端面临的严峻压力。

政府债发行节奏加快

受年初置换债和国债前置发行的影响，1-2 月政府债净发行规模分别达到 9,292 亿元和 16,900 亿元，总计 2.6 万亿元，创下同期历史新高，同比增加 1.6 万亿元。政府债发行缴款后形成的财政存款，减少了银行体系中的可用流动性，而这部分资金下拨通常需要约 1 个月的时间，进一步加剧了流动性紧张局面。

央行流动性管理趋紧

在银行负债端已然紧张的背景下，央行于 2 月通过公开市场操作累计净回笼 0.5 万亿元。其中，买断式回购和国库定存分别净投放 6,000 亿元和 900 亿元，而 7 天逆回购及中期借贷便利（MLF）分别净回笼 9,673 亿元和 2,000 亿元。整体回笼规

模显著高于往年春节后水平，反映出监管层在流动性投放上采取了更为谨慎的态度。

展望后市：流动性改善仍受多重因素制约，政策调整为关键

从银行角度看，负债端压力可能有所缓解。自 2024 年 11 月至今，非银存款流失已持续四个月，累计减少超过 4 万亿元；与此同时，非银存款利率的边际影响逐步减弱，且存款利率管理措施出现边际放宽，预计银行负债端将趋于稳定，但整体流动性仍难言充裕。

政府债发行方面，2025 年政府债券明显呈现前置特征。两会期间，政府工作报告着重强调“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足”，预示着两会后政府债将进入密集发行期。若发行节奏超出预期，短期内或对流动性和债市形成扰动，国有大行在承接长久期地方债方面面临不小压力，可能会优先出售部分长久期政府债的持仓。

从央行政策角度看，年初以来，央行的货币政策重心主要聚焦于防范债市风险、保障银行息差、防范空转及稳汇率，而稳增长的紧迫性相对降低。当前流动性难以自发实现平衡，使债市对央行政策支持的依赖度加大，未来宽松信号仍需依靠降准等举措。考虑到“适度宽松”的货币政策定调未变，基本面趋势仍待改善，短期内资金面难以持续收紧。

央行政策转向的关键因素

未来央行是否调整政策，可能主要取决于以下三个方面：

经济基本面：需关注 4 至 5 月的经济数据及高频行业指标。若多项数据指向经济基本面走弱，央行或将适度放松流动性。

外部环境：中美关系的不确定性依旧存在，若后续加征关税的幅度和速度超出市场预期，稳增长压力将显著上升，从而增加降准降息的可能性。

金融市场风险：金融防风险仍是监管重点，理财市场的负面反馈亦可能成为影响央行政策调整的重要考量因素。

总结

总体来看，资金收紧的持续性超出市场预期，银行负债端压力、政府债供给节奏以及央行政策态度均是决定债市流动性的关键变量。未来，市场的关注焦点将主要集中在经济数据表现及政策面可能的调整上。

（专栏作者：固定收益投资部 陈言一）

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/>