

摩根士丹利基金视窗

2025年3月17日 第10期（总第90期）

市场洞察：A 股延续估值修复，演绎“东升西落”叙事

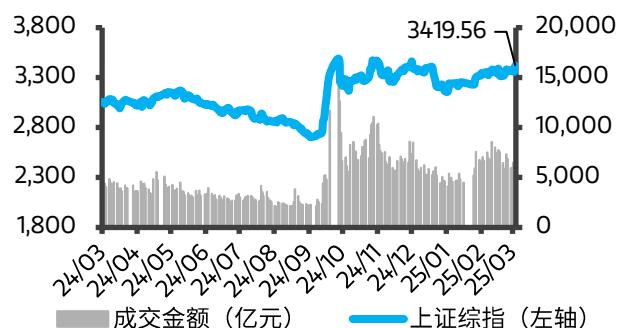
近期 A 股市场实现周线两连阳，上证指数突破 3400 点整数关口，并创出年内高点。万得全 A、上证 50、沪深 300、中证 500 等指数均有显著上涨。六大风格看，大盘成长表现相对较好，其次是中小盘价值，近一个月形成了消费与成长风格的轮动，周期风格则有较为稳定的上涨。行业方面，食品饮料、煤炭、有色、非银等涨幅居前，其他如纺织服装、零售、农业、社服等大消费板块也有较好表现；TMT 整体偏弱。

上周市场继续经历一定的波折，由于美股遭受重挫，A 股受到一定情绪影响，但“东升西落”的叙事继续广泛传播，A 股的修复能力增强。上周五市场一举突破，改变了过去两周市场震荡的格局。我们认为有几个原因助力市场获得突破。一是近期美国就业数据、通胀数据均弱于预期，美联储降息预期继续回摆，6 月份降息概率显著上升；二是发改委等多部门本周一举办提振消费有关情况发布会，呼和浩特等地生育补贴力度超预期，这激发了市场对内需修复的信心；三是央行召开会议指出择机降息降准的消息对投资者情绪带来提振。因此上周顺周期板块整体上涨。

周末央行发布了 2 月份金融数据，当月新增社融同比多增 7300 多亿元，社融存量同比增速提升

图表 1

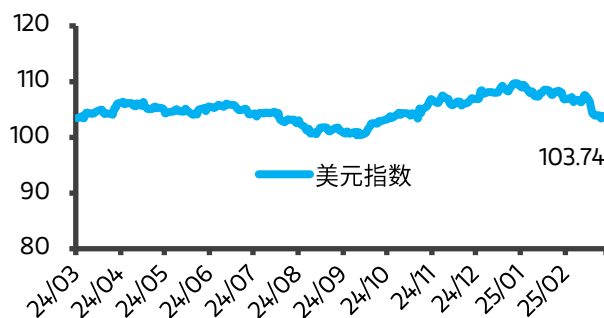
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.3.14。

图表 2

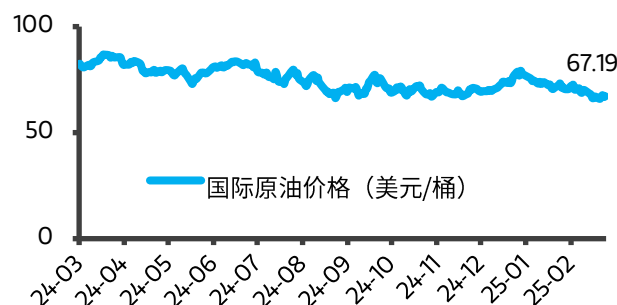
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.3.14。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.3.14。

0.2 个百分点至 8.2%；但贷款同比少增，M1 回落至 0.1%；政府债券是社融多增的主要贡献来源，我们认为未来有望延续这种结构。1-2 月份整体看经济数据有所改善，但未来仍需跟踪观察，关税后续影响是值得关注的。近期市场上涨的动力来自于 DeepSeek 横空出世及民营企业座谈会带来的投资者对国内经济中长期悲观预期的扭转，海外资金在亚太市场的配置也开始再平衡，因此我们看到的更多是估值的修复。

未来的市场风格预计会延续均衡，且有可能呈快速轮动格局，较难像 2 月份聚焦科技成长。因此，自下而上寻找优质个股是更好的策略。行业角度，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持续看好。

专栏——投资经理手记：

美债仍具配置价值

自 1 月中旬以来，美国经济增长预期有所减弱，数据持续低于经济学家的预期。市场的一个主要担忧是特朗普政府的政策将如何影响经济增长，特别是减少移民、削减政府雇员以及实施可能扰乱贸易并推高通胀的关税政策。

经济增长前景的疲软导致市场预计美联储将额外降息 60 个基点。这将使 2025 年的总降息次数或达到三次，加上 2026 年可能额外的 20 个基点降息，联邦基金利率或将降至略高于 3% 的水平。10 年期美国国债收益率年初以来下降了近 30 个基点，达到 4.30% 以下。这种情绪的急剧转变在股市中更为明显：标普 500 指数从峰值下跌了近 10%；美国科技板块表现尤为不佳，纳斯达克指数下跌约 14%，而“科技七巨头”（Magnificent 7）股票下跌了 20%。风险指标，如摩根士丹利全球风险需求指数（GRDI），显示出市场情绪转向悲观。

在这样的市场环境下，美国国债和投资级债券则表现亮眼，股债资产的负相关性回归正常。随着美国各期限国债收益率全线下行，美国国债录得较好的开年，再一次体现出避险资产的属性。信用债资产尤其是高等级信用债在市场波动中保持韧性，并未对等反映经济悲观情绪。企业债市场展现了较强的抗压能力，美国投资级和高收益公司债券的利差仅从之前的紧缩水平略微扩大，机构抵押证券和资产证券化产品利差总体保持稳定。

展望后市，经济不确定性、美国政策缺乏清晰框架和全球政策分化是推动市场发展的三大关键主题，并将继续成为市场全年持续波动的根源。我们认为，美国企业和消费者资产负债表的强劲基本面提升了美债市场韧性，当然利率和利差水平将不得不根据经济不确定性进行调整。相应地，货币政策的结果也将发生变化，并结合具体财政政策来相应

制定。尽管美债投资今年已经获得较好业绩，但在不确定性加剧的情况下，美债资产（尤其是国债和高等级信用债）可以为客户投资组合中的风险资产提供较强的对冲，仍具有较高的配置价值。

(专栏作者：多资产投资部 武国利)

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/>