

摩根士丹利基金视窗

2025 年 7 月 7 日 第 26 期（总第 106 期）

市场洞察：沪指逼近 3500 点，中国制造主线持续演绎

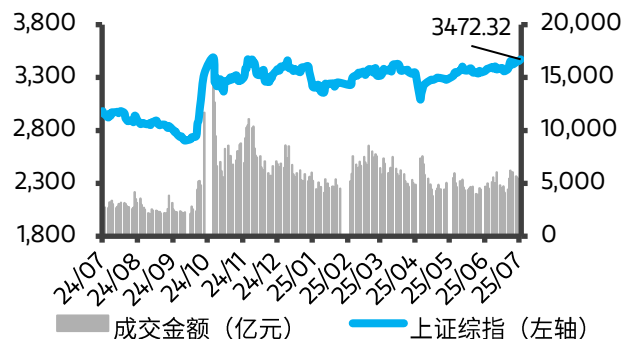
上周 A 股市场延续上行，多数指数实现上涨，沪深 300 指数领涨，创业板指继续有较好表现，科创 50 则相对较弱，主要是国产算力拖累。上证指数突破 3400 点后一度逼近 3500 点关口，但在周五冲高回落。上周融资余额明显出现回升，截至上周四接近 1.85 万亿，达到 4 月初水平；日均成交额 1.44 万亿元，处于中高水平。风格上看，与前一周期不同的是大盘股强于小盘股，中大盘价值和大盘成长显著好于其他三个风格指数。行业看，前一周弱势的银行、创新药重新活跃，涨幅居前，钢铁、建材、电新等受益于反内卷。海外市场中美股三大股指表现最好，美元指数低位震荡，美债下跌。

当前越来越多投资者对 A 股市场的信心提升，过去几周市场对利空因素反应较为钝化，对利好因素反应则非常积极。当下的市场其实是有两个因素支持，一是资金面，二是风险溢价。

今年以来银行存款利率再次调降，定期存款的下调带来居民资产荒，部分资金流向权益资产，A 股的流动性相对充裕；与此同时，我们可以发现美元指数自年初以来震荡下跌，并且跌至 2022 年初美联储加息周期的起点，美元指数的弱势推动了全球资金的再平衡，外资不再减持中国资产，对冲基金在港股的活跃度提升。

图表 1

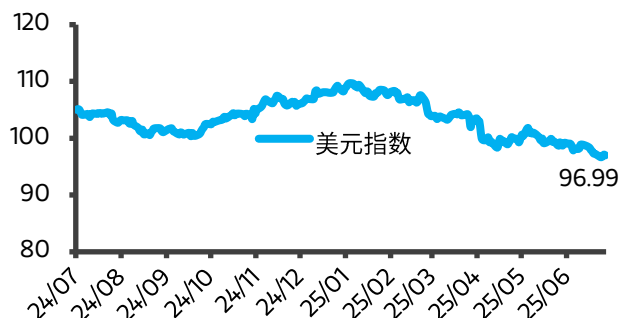
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.7.7。

图表 2

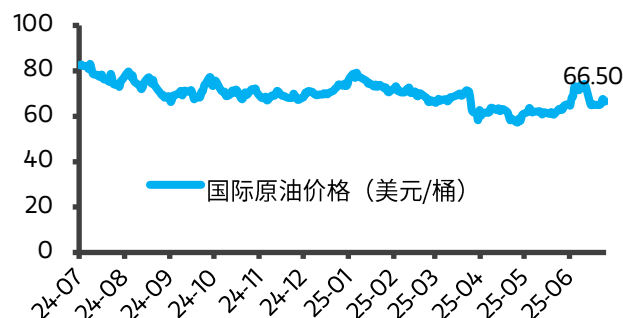
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.7.7。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.7.7。

风险溢价的下降则来自于对中国经济的再认识。这种认知包括新旧动能转换正在得到广泛讨论，传统经济持续下行且被投资者深刻思考，预期不再进一步悲观；新动能中的新能源和电动车产能过剩的问题获得了监管部门的重视，治理低价无序竞争有望成为未来的重要政策之一；AI、创新药、部分高端制造不断取得进展，新动能接力经济逐步成为现实。

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利；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低位，海外市场拓展也极为顺利，成为上市公司业绩的和新增长点。

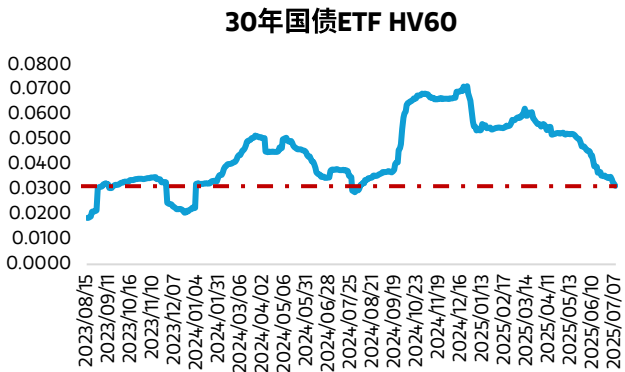
专栏 —— 基金经理手记：2025 年下半年债市展望

六月，基金公司净买入债券规模创下年内新高，且买入债券期限偏好于长期久期，表现出明显的久期延长特征。在 2025 年 6 月，基金公司净买入债券规模达到 7357 亿元，环比 5 月增加 3770 亿元，且处于年内新高水平。从期限上看，如果将 3 年期及以内、3-7 年期（不包括 3 年）以及 7 年期以上分别划分为短久期、中久期和长久期债券类型，那么 6 月基金公司明显表现出久期延长的特点，6 月净买入 7 年期以上现券共 3779 亿元，超过全月净买入规模的 50%。此外，根据我们跟踪的中长期纯债基金久期均值来看，6 月 25 日，中长期纯债基金久期创下历史新高。

从季节性因素来看，历史上 6 月基金公司净买入债券规模较高。根据中债登的托管数据，自 2022 年以来，6 月非法人产品买债一般处于年内较高水平，平均为 3212 亿元，远高于其他月份。近 2 年的 6 月份，债市利率整体处于下行趋势，这种情况下，基金会倾向于主动买债；6 月一般是二季度中买债规模最高的月，而 12 月同样也是四季度中买债规模最高的月。

展望下半年，债券市场依旧处于牛市环境，基本面和资金面支持债券市场持续走牛。但是债券市场有一个隐忧：低波动率、低利率、低利差环境下高杠杆高久期的脆弱性。

债券市场今年以来呈现的特征是低利率环境下的波动率从高到低的过程。以 30 年国债 ETF 为例，去年年底至今年上半年，历史波动率最高出现在 24 年底 7.14%，次高水平是 25 年 3 月中的 6.1%，进入到二季度后历史波动率又回归至历史均值水平。



今年基金有两轮明显的延长久期动作。一是在去年底到今年 2 月初，利率债基久期达到 4.5 年水平，随后央行暂停公开市场买债叠加股市风险偏好提升引发了一轮 20bp 的调整。二是近期，利率债基久期从 3.5 年提升至 5.1 年，创下历史新高，反映出基金对债市的看涨情绪较强。基金延长久期行为反映了对市场后市行情的乐观看法，但目前 10 年期利率已降至 1.6% 附近，较高的久期也可能意味着更高的利率风险。

同时债券市场整体走牛的环境下结构上也有一些热点，由于信用债 ETF 的规模快速提升，今年以来信用债 ETF 增量规模超过 1800 亿，带动可质押公司债信用利差比同等级银行间债券要低 10-20bp，绝对收益接近同等期限政金债水平，信用利差的压缩已较为极致。

因此在这样的低利率、低波动率、低信用利差的环境下，我们需要关注组合流动性，保持谨慎乐观，防范市场的超调风险。

（专栏作者：固定收益投资部 周梦琳）

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/>