

摩根士丹利基金视窗

2025 年 7 月 21 日 第 28 期 (总第 108 期)

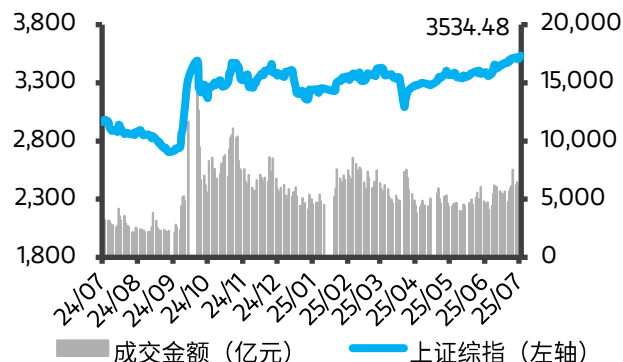
市场洞察：沪指连续四周上涨，市场分化或成为常态

上周 A 股市场继续上行，主要指数实现周线四连阳。上周创业板指继续领涨，是这轮上涨的最强指数，过去四周累计涨幅达到 13.3%。中证 2000 保持强势，保持新高态势，回到了 2017 年的水平。上证指数维持在 3500 点上方震荡，期间仅短暂跌破就收复。融资余额连续四周回升，截至上周四达到 1.89 万亿，达到 4 月初水平；日均成交额接近 1.55 万亿元，环比提升，处于中高水平。风格上看，继续处于周度轮动的状态，上周明显偏向成长，科技板块连续两周领涨，带动成长风格领涨；大小盘特征并不明显。行业看，算力、创新药分别拉动通信、创新药大涨，此前弱势的汽车、军工也有明显上涨；地产、传媒、非银等行业表现落后。

过去一周是业绩预告发布较为密集的一周，截至上周共计 1548 家公司发布了业绩预告，预喜率为 44%，比例不算高，但较 2024 年的预告情况要好。另一方面，过去几个月统计局披露的 PPI 降幅持续扩大，这意味着部分领域仍面临着较大的压力。预计宏观经济结构分化类似，上市公司内部分化也在加剧。以上游资源品为例，石化、煤炭、能源金属等价格下降，但贵金属、小金属等价格表现强势，消费板块中的传统消费与新消费也是天壤之别，科技板块中的算力相关公司业绩持续超预期，但其他多数相关的领域则表现平淡。分化是一种常态，类

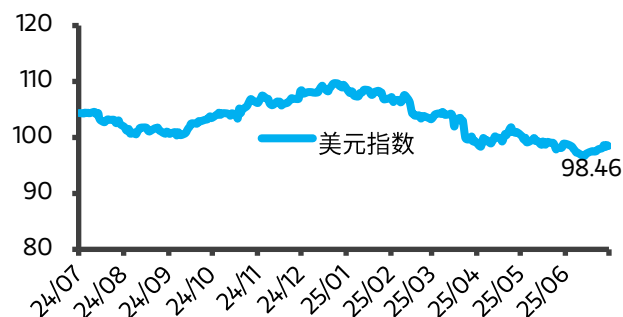
图表 1

上证综合指数近一年走势图



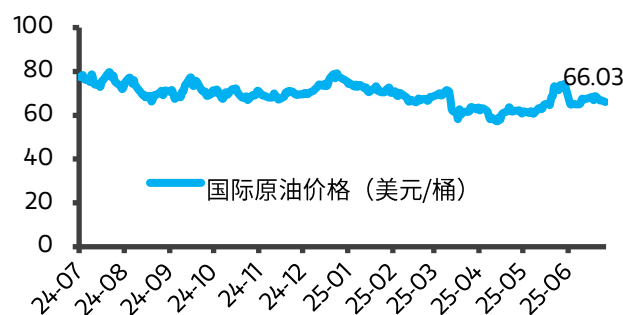
图表 2

美元指数近一年走势图



图表 3

国际原油价格近一年走势图



似情况在美股也同样存在；今年上半年中国 GDP 增速达到 5.3%，以旧换新带来的高基数、餐饮消费下滑、抢出口力度下降等因素，下半年经济增速预计会放缓，上市公司业绩分化存在进一步加大的可能。上周五工信部发布会上，我们看到进一步政策即将落地，将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，这将有效缓解当前工业企业的价格压力，从而带来盈利能力上行。

如果我们能够看到新一轮供给侧改革持续推进，PPI 有望提前见到拐点，上市公司盈利能力也将持续提升，这对 A 股将是更为实质的利好。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地位，海外市场拓展也极为顺利，成为上市公司业绩的新增长点；四是反内卷，尽管当前处于政策的初期阶段，但我们认为部分细分领域的龙头已经具备投资价值。

专栏 —— 基金经理手记：低利率时代，注重主动管理与工具化投资

2025 年是债市交易策略的元年，简单粗暴的单一久期大开大合策略已然不再凑效，低利率、低波动、低利差的环境对基金经理的主动管理能力提出了更高要求，基金经理需要根据行情特点迭代投资框架，在利率债、信用债、二永债、商金债、普信债、公司债、科创债等不同细分赛道都具备能力圈和敏感度，在合意的位置灵活切换资产，做好资产轮动，挖掘阿尔法机会。

另一方面，工具化投资也成为今年新热点，公司债 ETF、科创债 ETF 等凭借低廉费率、较强的可融资性和流动性，逐渐成为债券市场新的供给方向，但其较大的波动性和统一的估值曲线特点也考验着机构的波段交易能力，可能赚不了过程浮盈，但全部赚到结果难度已然很高。

迈入三季度，节奏上 7 月-8 月仍有做多机会，在资金下限击穿 1.35 之后并维持流动性宽松的环境下，虽然资金下限略有波动，但资金系统性中枢已处于低位，利差压缩逻辑并无大风险，套息行情可持续，杠杆效果仍可期。当然，我们也注意到每年 7 月底 8 月初信用利差容易形成年内低点，这与非银资金净增量规模进出相互印证，策略上 7-8 月难以有系统性的趋势性利率下移机会，策略上偏交易，通过切换流动性更高的信用债和利率债券活跃券，优化组合流动性结构，注重单一券的阿尔法挖掘，注重赔率保护和胜率兼顾。进入 8 月后，若中美关税豁免期到期后和谈出现乐观的情况，则是择机进一步买入的机会。转债上，市场受到供求逻辑的影响，估值系统性抬升，进一步上升空间有限，仍维持震荡判断做好资产高低切。

至于四季度，需继续观测基本面高频数据以预判基本面和货币政策弹性，等待货币政策进一步放松空间，十年国债或有挑战新低的可能性，逻辑上

需要耐心等待市场信号，信用方面，预计 11-12 月进入季节性信用债交投热情期，或迎来新一轮信用债配置行情。

(专栏作者：固定收益投资部 吴慧文)

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/>