

摩根士丹利基金视窗

2025 年 7 月 28 日 第 29 期 (总第 109 期)

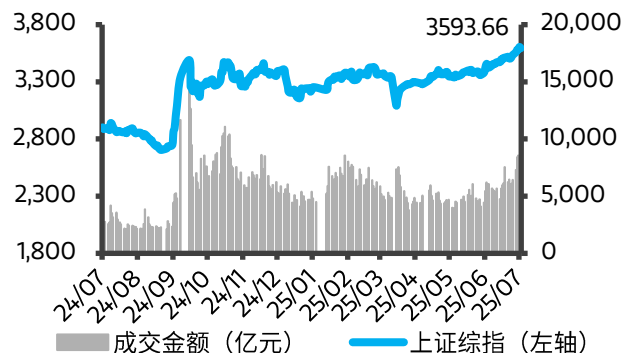
市场洞察：沪指突破 3600 点，重点关注三大主线

上周 A 股市场延续上行，且涨幅扩大，主要指数实现周线五连阳。上周科创 50 领涨，此前该指数一直表现落后，创业板也有较强表现，本月以来领涨；上证 50 与上证指数表现相对较弱，本月以来表现也落后。不过上证指数一度突破 3600 点关口，保持稳步上涨态势。融资余额连续五周回升，截至上周四接近 1.93 万亿，增加超 900 亿元。上周日均成交额接近 1.85 万亿元，环比提升 3000 亿元，处于较高水平。风格上看，“反内卷”推动周期板块连续集体大涨，中小盘价值相对受益；同时成长风格也有很好表现。活跃的板块主要有有色、反内卷受益品种、雅江电站、海南封关、半导体设备等，煤炭、钢铁、有色、建材、建筑等涨幅均超 6%，银行、通信、电力公用三个行业下跌。

进入 8 月份后，市场重新进入业绩披露密集期，由于此前发布业绩预告的公司预喜率不高，上市公司中报整体预计难有超预期表现，可以从两方面去分析。一方面，应当将上市公司业绩分化当作一种常态，一个有着 5000 多家上市公司、几十个细分行业的市场，在经济没有处于高速增长阶段，一般都是显著分化的，业绩释放期错位。上周统计局公布的规模以上工业企业利润数据也是这个特征，上半年利润累计下滑 1.8%，但其中有不少行业实现

图表 1

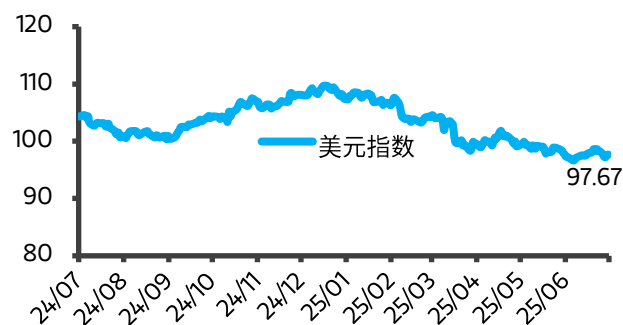
上证综合指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.7.25。

图表 2

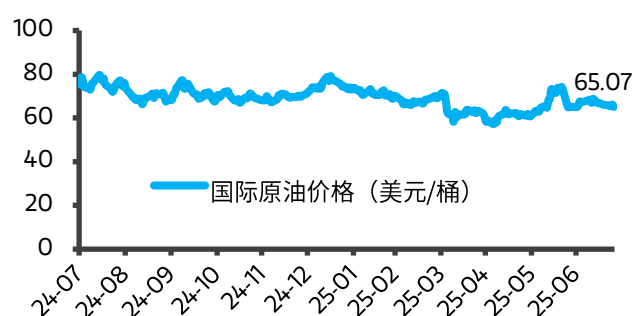
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.7.25。

图表 3

国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.7.25。

了两位数以上的增长，下滑的集中在石油、煤炭等上游资源品。另一方面，股价更多反映未来而非历史，反内卷带来一些行业困境反转的预期，尤其是中上游材料行业，过去几周股价剧烈反应，盈利能力提升；这其中两类资产需要区别对待，一是所处细分行业需求并无增长，因供给侧改革推动产品价格中枢提升后，各项财务指标提升到一个相对合理水平，其股价也是一次性修复；二是本身就处于改善状态，只是盈利能力尚未修复，供给侧改革淘汰了落后产能后加速了优势企业资本积累的速度，龙头优势地位得到稳固。但需要区分的是，纯粹的反内卷可能不利于一些行业竞争格局的优化，这种投资机会也较难持续。

由于 A 股市场持续强势状态，其带来的赚钱效应不停吸引场外资金，包括国内个人投资者和海外投资者陆续入场，乐观情绪持续积聚。中长期角度 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，当前 AI 应用、半导体等性价比更高；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。

专栏 —— 基金经理手记：下半年债市展望：依旧存在阶段性机会

宏观经济方面，上半年消费和财政政策是亮点，在“抢出口”下出口增速较高，GDP 增速在上半年达到 5.3%，基本面呈现量好价弱的格局。进入三季度，财政政策脉冲效应减弱，政策或进入空窗期，地产仍处于下行通道，出口或呈现边际走弱，我们预期经济基本面在三季度压力显现，整体对债市较为有利。

债券投资框架上，在以往关注流动性、债券供给和资金到期等因素的基础上，未来还需要重点关注央行行为，研究和理解央行的约束和意图。目前央行仍处于呵护窗口期，在经济基数较高、边际走弱背景下，预计央行收紧货币的概率较低，资金面有望延续宽松，基准利率预计震荡下行。但考虑到资金和债券供给压力暂时可控，央行降准降息可能会推迟至 9-10 月份。

纯债投资策略上，应把握基本面方向，看好偏中长久期利率债和信用利差高的品种。当前债券市场呈现内卷局面，基金久期处于历史高分位，市场普遍等待回调买入，反映宏观形势倒逼微观行为。另一方面，流动性宽松将压缩各类利差（包括信用债、金融债和非活跃券），因此未来需要着重挖掘信用利差。

转债投资方面，流动性宽松环境利好中小市值转债，今年的股市行情与 2019 年高度相似，主要是由流动性驱动的结构性的上涨，后续可结合合适估值继续挖掘转债的结构性的机会，包括银行、光伏、建材、生猪、煤炭、医药、TMT、消费电子和跨境支付等。

（专栏作者：固定收益投资部 施同亮）

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/>