

摩根士丹利基金视窗

2025 年 8 月 11 日 第 31 期（总第 111 期）

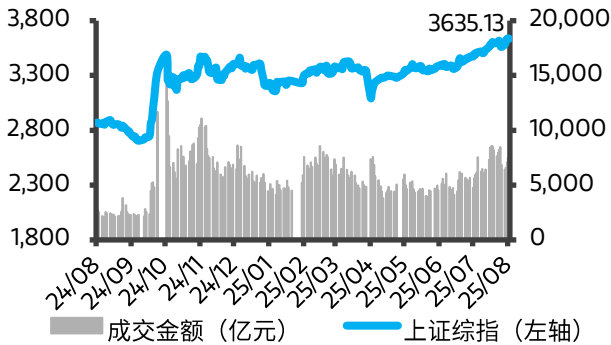
市场洞察：“反内卷”行情持续升温，后市如何把握？

市场在经历了两日的回调之后上周持续反弹，上证指数再次创出反弹高点。一方面牛市思维驱动下市场回调带来资金加仓，另一方面国内出口数据超预期、美联储降息预期增强。由于流动性驱动特征明显，小盘股表现活跃，中证 2000 指数显著好于其他指数，但算力及其他部分权重股等拖累了创业板的表现。今年以来小盘成长持续领涨，反内卷推动了中小盘价值的追赶。融资余额连续 7 周回升，截至上周四接近 2 万亿元，较年初增加近 1500 亿元。上周日均成交额有所回落，日均成交额接近 1.7 万亿元，环比回落 1132 亿元，但处于较高水平。上周周期板块与制造板块表现更好，军工、机器人、黄金、稀土磁材、铜、工程机械等均有较好表现；计算机、医药、海外算力等表现偏弱。

当前支撑市场的直接动力为不断入场的个人投资者资金，今年以来 A 股累计新开户数量达到 1456 万户，同比增长 36.9%，其中 7 月份新开户达 196 万户，同比增长 71%，环比也显著增加；同时市场融资余额持续增长，并创下 2016 年以来的新高。市场增量资金获得保障。

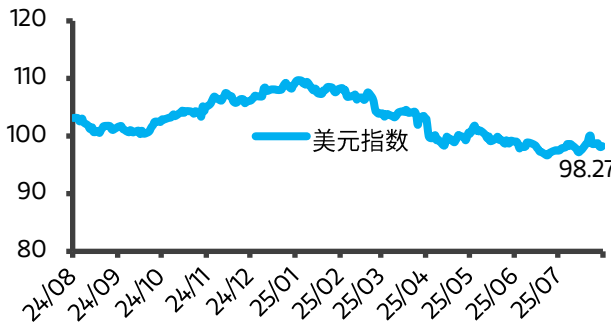
周末统计局公布了通胀数据，CPI 同比持平，但核心 CPI 连续 3 个月回升，达到 0.8%；PPI 同比-3.6%，降幅与上个月持平，虽然低于预期，但跌幅

图表 1
上证综合指数近一年走势图



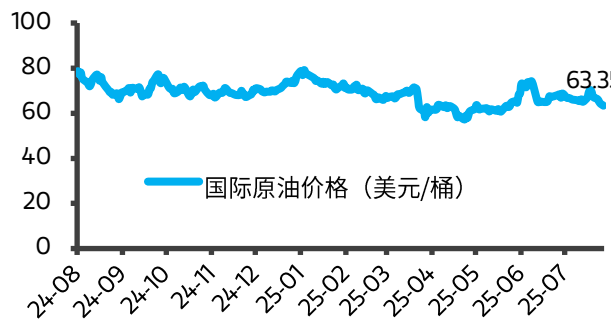
数据来源：Wind，截止日期:2025.8.8。

图表 2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期:2025.8.8。

图表 3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.8.8。

呈现企稳趋势。由于近两个月各行业陆续推出“反内卷”政策，市场预期 PPI 将在 7 月份显著改善，并且制造业 PMI 中的价格指数环比已经开始提升；我们认为这种偏离不会持续，尽管反内卷力度难以判断，但在这种政策推动下价格见底的概率在增加，从而有利于上市公司整体业绩得到改善。

相对海外市场而言，A 股的估值仍处于低位，未来依然存在较大的扩张空间，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：把握债市逆向交易良机

整体而言，我们认为当前基本面处于弱现实和反通缩初始阶段，资金呵护仍在，债市即便超调，幅度有限，大幅调整或将是逆向交易的良机。

基本面来看，8 月制造业 PMI 处于 49.3 环比回落，与美日 PMI 走弱形成了全球季节性共振，全球需求环比走弱。出口方面，集装箱高频数据在 7 月底最后一周大幅走弱，预测即便去年 7 月低基数影响，7 月出口同比或将仍处于小个位数区间，弱于 6 月。而权益市场在资金流入的推动下，展现出易涨难跌的格局。商品市场在反内卷的政策主导下，波动率有所放大后回归震荡，后续跟随权益风偏有所牵引。

8 月债市叙事或将主要分为两个阶段，以 8 月 12 日中美关税豁免到期日为界，其后的续作情况，对市场有阶段性的重大影响；而不确定性落地之前，债市仍处弱震荡状态。利率震荡区间的上沿是基于权益市场创新高，反内卷环境下商品价格抬头对于 PPI、CPI 的修正，及央行阶段性资金收紧的三重利空叠加所推演，也即 7 月 29 日利率高点，十年国债 1.75，30 年国债 1.96 位置附近。后续来看，总需求偏弱的现实环境下，资金不存在持续收紧的操作基础，局部资金紧张仍以季节性和资金在大类资产转移行为为主，权益市场和商品市场仍然存在反弹的可能。短期在中美贸易谈判未定之前，权益市场大幅上涨的逻辑基础偏弱，因此债市仍没有大幅调整的压力。

机构行为方面，8 月进入机构季节性持盈保泰需求的窗口。历年来看，8 月非银负债均存在不稳定性，银行理财新增并非大月，增量有限。债基也遇到了资金从纯债基金向固收+和权益基金的腾挪，银行自营资金则较为充裕，票据利率接近零利率说明 7 月信贷需求偏弱，整体上看，8 月机构进攻纯

债资产诉求不高。持盈保泰需求上，流动性较弱的信用进入全年止盈窗口期，叠加信用摊余后续进入大范围到期，或遇到信用止盈卖盘压力，银行理财估值整改进度过半，通过信用下沉和拉久期的空间压缩，对资产稳定性要求提升。对于保险需求来说，保险预定利率的传统险种成本下调均会在 8 月底落地，那么 8 月保险规模增速或将是阶段性高点，9 月后由于预定利率下调造成的保单吸引力下滑，保险规模增速下行或对于长久期信用债的配置需求会系统性走弱。

总结来看，8 月 12 日中美关税豁免期延期 3 个月仍有不确定性，前半段经济高频数据披露证实基本面走弱，债市仍有弱现实的收敛，策略上或可逢超调布局，逢下行止盈；后半段或重复交易权益市场导致的资金腾挪和商品市场带来的反通缩预期，基于机构进入季节性持盈保泰窗口期，交易动能下行，信用长久期或将是全年止盈窗口，当前利率点位、信用利差和期限利差处于低位，保护较弱，可能等待调整后机会赔率更佳。

（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/>