

摩根士丹利基金视窗

2025 年 9 月 22 日 第 37 期 (总第 117 期)

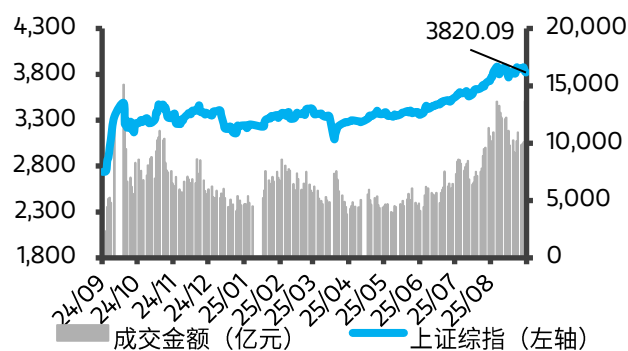
市场洞察：海外资金加大对 A 股配置力度，投资者风险偏好仍处于较高水平

上周市场有所回调，上证指数在 3900 点下方震荡数日后出现明显的下跌，8 月 26 日起至今上证指数形成高位震荡的格局；但创业板依然保持强势，本月以来创业板指显著领涨，与之对比的是上证 50 出现明显下跌。从市场风格看，大盘成长是表现最好的风格指数，这与创业板指的表现一致，其次为中小盘成长，大盘价值下跌 3.2%，今年以来转跌。从板块风格看，大制造表现最好，其次为科技，金融、周期、医药跌幅较大，年内红利指数表现最弱，下跌 2%。上周市场日均成交 2.5 万亿元，有所增加；上周四由于市场显著下跌，融资余额再次出现下降，但周度看仍增加 600 亿元左右，市场整体风险偏好仍保持在较高水平。行业表现看，新能源、煤炭、社服、汽车等表现较好，银行、有色、非银、农业等跌幅居前。

美联储如期降息 25bps，由于此前投资者对此预期较为充分，对市场刺激作用不大，同时还出现了短线资金在部分行业的兑现；从中长期角度，我们认为美联储降息有利于中国资产的估值修复，只不过 A 股经历了持续的上涨后估值获得明显抬升，导致海外降息带来的边际影响较小；过去一段时间中美利差有所收窄，中国资产面临的资金面显著改善，海外资金对 A 股的观点发生变化，根据第三方

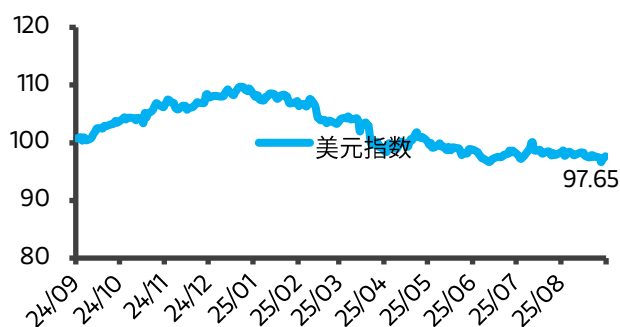
图表 1

上证综合指数近一年走势图



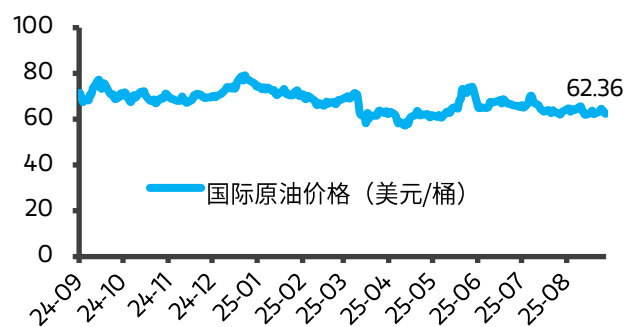
图表 2

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



数据，海外对冲资金开始加大对 A 股的配置力度。而国内投资者整体仍处于加仓过程中，新发基金份额持续小幅改善，ETF 整体净赎回的压力已经缓解。因此，市场的流动性有望保持充裕。同时，中美经贸第四轮会谈结束，并取得了实质进展，这些均有望对投资者风险偏好起到提升作用。

近两个月公布的国内经济数据再次下行，价格指数仍处于低位徘徊，不过由于政策方向明确，未来将继续限制低端产能的无序扩张，并有望在明年看到供需显著改善，我们对上市公司长周期的盈利并不悲观。整体看，当前市场所处的阶段是一个重要转折期，政策先行，盈利底明确，中国制造优势突出，在科技领域、文化消费领域、高端制造、生物医药等领域均看到了部分中国企业持续取得突破，值得长期看好。

专栏——基金经理手记：降息周期下，黄金板块后市展望

在年初 2 月关于黄金的专栏文章中我们提到，看好“年内金价易涨难跌，预计呈现震荡上行的态势”，彼时黄金价格仍未突破 3000 美金/盎司。行进到 9 月，Comex 黄金价格已稳步上行至 3700 美金/盎司以上，年初至今累计涨幅超过 40%。

今年 4 月至 8 月，黄金价格持续处于小幅震荡区间。但 9 月后金银等贵金属价格突破上行，主要催化因素是：美联储在 9 月的 FOMC 会议上宣布降息 25bp，联邦基金利率下调至 4.00%-4.25%，符合此前市场的预期，预计年内仍有 2 次降息的可能。在降息周期中，黄金等贵金属属于确定性较强的品种。

除了降息因素，近几年黄金价格还受地缘因素、各国央行持续购金等行为影响。去年黄金价格大幅上行，与俄乌冲突以及巴以冲突等地缘影响相关较大，同时去年美国大选，中美关系不确定性强，也强化了黄金的避险属性。但从今年来看，我们认为地缘冲突的影响在逐步弱化，全球关税战也在逐步明朗，不确定性有所下降。那么后续黄金的上行幅度主要取决于降息节奏，央行的购金行为以及全球黄金 ETF 的流入情况。

我们判断黄金在今明两年的降息周期中仍处于易涨难跌的状态。展开分析，美联储降息带来的流动性，有望带动全球黄金 ETF 持续流入。Wind 数据显示，今年 2 月以来黄金 ETF 持有量在持续上升，截至 2025 年 9 月 19 日，达到 994.56 吨，但较 2020 年 1283 万吨的高点仍有较大空间，预计黄金 ETF 的持续流入有望带动黄金价格进一步上行。同时我们也看到，全球央行对黄金的需求，支撑着金价即使在不确定性下降以及降息概率下降的阶段也难以出现明显回调。根据中国人民银行公布的数据显示，8 月末我国黄金储备 7402 万盎司，较 7 月再次增加

6 万盎司，已连续 10 个月购入黄金。从中长期来看，美国债务规模庞大，美元信用弱化的担忧加剧，使得黄金的储备需求凸显。

9 月首次降息落地，金价短期小幅震荡，展望后市预计震荡上行。后续需要积极关注的因素主要包括：美联储降息节奏的变化，美国非农等就业数据、CPI 等通胀数据的变化，央行增持黄金储备的节奏以及黄金 ETF 的流入趋势等。

(专栏作者：权益投资部 沈菁)

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（“本公司”或“基金管理人”）立场。在任何情况下本资料中的信息或所表达的意见在任何情况下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。本公司及其关联方、董事、雇员、代理人对这些信息及数据的准确性、完整性及适用性不作任何保证，本公司或本公司关联方、董事、雇员或代理人亦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/>