

摩根士丹利基金视窗

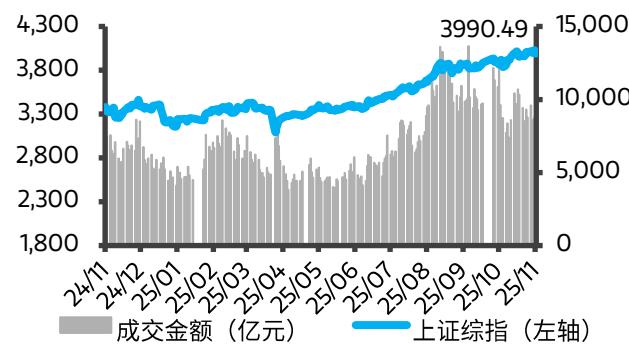
2025年11月17日 第44期（总第124期）

市场洞察：A股4000点附近震荡，海外市场波动加大

上周市场整体小幅下跌，上证指数继续围绕4000点附近震荡，创业板指仅在周四短暂反弹，其他交易日下跌，科创50同样弱势。小盘股指数活跃度有所提升，中证2000指数小幅上涨，为本月以来表现最好的指数之一。从风格上看，大盘价值表现最优，其次为小盘价值；大盘成长表现最弱，本月以来下跌明显。从板块风格看，消费板块表现最好，中证消费指数上涨2.65%，医药、金融等也有一定表现，科技与高端制造大幅下跌，科技指数下跌超4%。上周市场日均成交2.04万亿元，环比小幅增加，融资余额较为平稳，上周四维持在2.48万亿之上。海外市场也有较大波动，美联储降息预期下降，欧洲三大股指连续两日下跌，但周度仍有一定上涨。贵金属冲高回落。

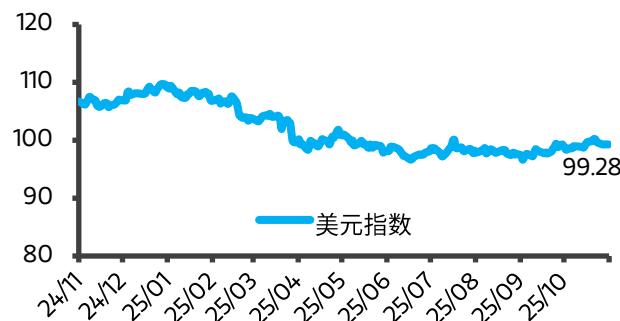
10月份国内的宏观数据基本披露完毕，多数表现较弱，此前披露的10月份制造业PMI对此已经有所指引。另一方面，上周央行货币政策执行报告重提跨周期调节，预示短期内降息的可能性也不大。在短期数据疲弱但政策保持定力的背景下，市场难以依靠宏观基本面驱动，更多是风险偏好及中微观行业事件来引领市场，我们认为中微观角度不乏机会。

图表1
上证综合指数近一年走势图



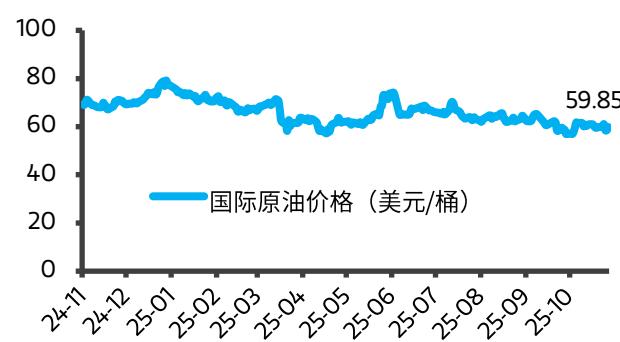
数据来源：Wind，截止日期：2025.11.14。

图表2
美元指数近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.11.14。

图表3
国际原油价格近一年走势图



数据来源：Wind，截止日期：2025.11.14。

近期海外市场波动较大，主导因素是美联储的货币政策，随着几个联储委员的鹰派言论及部分宏观数据的缺失，投资者对美联储在 12 月降息的预期持续下降；同时有关 AI 泡沫论的声音增多，科技股回落。我们认为海外因素对中国资产的影响较以往弱化，原因是越来越多投资者开始扭转对中国长期经济的悲观看法，转而认识到在新旧动能转换过程中体现出了的制造业的韧性及优势，因此，A 股市场中长期表现的核心逻辑就是中国制造优势，随着政策对部分产业内卷式竞争的限制，中国制造优势最终能够在盈利能力上得以体现。

专栏——基金经理手记：11 月债市展望

债市进入顺风期，11 月或季节性债牛。复盘过去 10 年，胜率较高，逻辑上看修复仍不看趋势，锚资产长利率震荡下行空间有限，长期品种的利差压缩行情或更有空间，曲线走向牛平。

短端 1y 品种已修复至今年低位，Q3 短端调整有限，但 10 月修复最快，交易盘谨慎，券商、基金买入集中在哑铃左侧中短信用，11 月继续下行空间很有限，行情向长期、信用类利差行情传导，利率品看好超长资产 20-30y 老券、50y 国债修复，信用看好利差滞涨品种 30y 地方债、长信用债，11 月选择的资产需保留一定流动性考量。

供求支持方面，11 月地方债供给逐步减弱，如没有化债额度提前批到今年发行，或存在供给大缺口，10 月政治局会议如预期未开，短期或没有提前发行的方向指引，利率债特别国债发行结束，一般国债发行量有限，11 月中进入保险开门红提前配行情，过去 5 年季节性来看，保险 11 月大力配置地方债，12 月补回利差调节报表配长利率，因此目前供求看支持债市利率下行，地方债供求格局更好且利差修复仅 5bp，而超长利率已修复 10bp，存在补涨需求，即便利率震荡，地方债仍有超额。

基本面季节性回落，中美和谈落地，11 月底 G20 会议或有新信息，出口高频已回落，消费和地产仍持续走弱，大宏观面刺激仍需要等待 12 月中央经济工作会议和政治局会议对于明年的衔接，11 月处于宏观信息空窗期，而基本面季节性回落压力仍在，过去 5 周显示高频预测估算四季度 GDP 回落至 4.5%-4.7%，仍处于可以保住全年 5.0% 的合意区间，10 月 PMI 回落至 49%，降至今年最低值，持平于 4 月低点，回落幅度较大远低于预期，因国庆中秋假期较长和双休日较多所致，带有日历效应，11 月或有反弹，因此对 PMI 反应存在反复性，但基本面仍处于下滑趋势，前三季度经济增速成绩单仍可以抵

抗 Q4 下滑，政策在今年无需大力托举，因此债市干扰降低，当前风偏仍缺少新故事催化，以震荡代替调整，股票大涨大跌风险均不大。

机构行为方面，基金利率风格久期目前处于今年以来 9% 分位数，10 月中旬基金久期见底 2.5 年附近并持续加仓至 3.1 年，但幅度有限，低于今年以来 3.5 年-4.0 年的常规区间，特别是对于长端品种持续跌三个月以上，基金对于超长端筹码较低，交易盘筹码完成了出清，此外，现券借贷等券商空头力量出现回补，现券借贷余额下降，11 月第一周周四尾盘可以见到做空集中度较高品种，空平发力，导致 10y 国开等品种显著下行，可见空头平仓压力加大。

另外，部分资金仍在等待基金费率新规落地，如落地逢调整仍是买入时机。据统计债基 Q3 赎回规模近 7000 亿元，其中中长期纯债 5000 亿元，短债基金 2000 亿元，理财报表显示减持短债基金 200 亿左右有限，上周负债端出现修复，来自于券商自营和 FOF 等大类资产配置资金，风偏上有所平衡，债基负债已完成了出清，银行自营资金仍普遍等待落地后入场。另外，银行自营是否会随着下行兑现，在 PMI 下行和央行买卖国债，坚定了多头合力，不再是买入为了卖出，债市脱离了连涨不过三天的魔咒，目前配置盘在基本面走弱和短端央行买国债的稳定器下，具备定力，下一个兑现窗口或是 12 月。

(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（“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

电话：(0755) 88318883

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场二座 19 楼

传真：(0755) 82990384

邮编：518048

<https://www.morganstanleyfunds.com.cn/>