

颠簸初现，行稳致远

——2025年9月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2025年9月5日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

美国劳动力市场继续走弱，经济边际走弱

➤ 就业市场边际走弱，但并未全面恶化

- ◆ 从当前数据来看，劳动力市场高频指标尚未明显回落，表明就业市场并未全面恶化。这种表面平衡可能源于劳动力供需双双放缓：收紧的移民政策减少了劳动力供给，从而为失业率提供了缓冲，但也反映出劳动力市场存在结构性疲软。
- ◆ 美国通胀整体可控。7月CPI同比上涨2.7%（持平前值，略低于预期的2.8%，显示整体通胀趋缓。关税敏感商品如家具和娱乐用品环比回落，显示关税对消费者价格影响低于预期。
- ◆ 美联储主席鲍威尔称，“美联储对降息持开放态度。”因此美联储大概率在9月进行降息，根据当前市场预期，年内将降息2次。

国内宏观

经济修复有所放缓，政策重在落实与后手应对

➤ 7月经济修复放缓

- ◆ 下半年以来，投资、消费、地产回落压力有所上升，反映出经济内生修复动力仍然偏弱。
- ◆ 物价指数在反内卷政策推进下出现企稳迹象，有望带动中上游利润修复，但价格能否向下游传导有待观察。
- ◆ 中美贸易谈判仍有波折，但谈判期再度延长90天，短期内扰动风险偏低。

➤ 政策处于观察期，侧重落实已有政策及薄弱环节应对

- ◆ 当前政策仍处于观察期，一方面继续落实已有政策，另一方面关注后续投资、消费、地产等领域压力，适时后手应对。
- ◆ 政策结构也有变化，更加针对薄弱环节，逐渐从短期刺激消费、投资，逐渐向科技创新、服务消费、生育政策、新经济、反内卷、地产托底等领域倾斜。
- ◆ 当前处于“十五五”规划关键期，预计将更加重视经济高质量发展转型、以及建立经济可持续发展长效机制等长期战略目标。

A股策略与观点



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 震荡向上延续，核心资产赚钱效应回归： ◆ 国内经济基本面：7月经济回落压力有所上升，投资、消费回落，价格指标仍然偏弱； ◆ 资金面：A股成交额处于高位，增量资金入市，市场热度较高； ◆ 政策面：短期内以落实已部署政策为主，三季度关注反内卷等结构性调整政策； ◆ 外部环境：外部关税扰动降低，美联储降息预期回升，短期风险相对缓和。 ➤ 核心资产与成长风格强势，或有波动，但涨势不改：随着市场热度、赚钱效应不断上升，目前进入增量资金入市阶段，赚钱效应也在继续扩散，热门主题行业的基金重仓股、核心资产上涨，带动宽基指数、行业ETF或主题基金布局的赚钱效应持续回升。从时间节点来看，9月初部分资金获利引发市场调整，波动难免加大，但后续还有二十届四中全会、中美谈判等关键节点，颠簸初现并非牛市结束，市场未来延续强势表现的概率较大，因此预计主题轮动式上涨格局有望延续。	相对乐观
行业/风格	➤ 多主题轮动，核心资产回归，科技成长偏强： ◆ 均衡持有，关注宽基指数。当前大盘整体偏强，指数下行风险相对有限，且中大市值核心资产赚钱效应明显回升。可重点关注沪深300、A500、中证1000、创业板等宽基指数，考虑到市场处于上行阶段，科技成长方向预计弹性更高，大盘方向则相对更稳健。 ◆ 多主题轮动，颠簸期周期或更稳健，中期来看，预计科技成长方向弹性更大。短期可适度均衡，并关注科技、稀土、有色金属、新能源等主题方向颠簸期调整之后布局的机会。	宽基为基石 多主题轮动，颠簸期 周期或更稳健
配置策略	◆ 均衡为基石，弹性在科技成长：预计短期市场仍呈主题轮动走势，均衡配置相对较稳。风格方面科技成长弹性较高，中高风险偏好投资者可重点关注科技成长方向的机会。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	均衡为基，关注成长 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	相对乐观	相对乐观
港股	中性	中性
利率债	中性	相对乐观
信用债	中性	相对乐观
可转债	中性	相对乐观
美股	中性	中性
美债	相对乐观	相对谨慎
美元	相对乐观	中性
日股	中性	中性
黄金	中性	中性
原油	相对谨慎	相对谨慎
货币/存款	中性	中性

注：市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：资产全面上涨

2025年8月大类资产表现特征回顾：

- 8月，A股延续强势上涨，港股小幅跟涨，海外市场整体震荡，美股小幅收涨而欧股承压。债市震荡，黄金回升，油价下跌，美元走弱。
- A股延续强势上涨。**8月市场风险偏好不断提升，股市持续上扬，赚钱效应显著增强，正向循环逐步形成。同时，居民储蓄向股市迁移、杠杆资金活跃度攀升，A股本月高歌猛进。
- 港股小幅跟涨。**受海外市场波动以及外卖补贴导致互联网企业业绩下滑较大，港股流动性、业绩催化少于A股，总体涨幅相对有限。
- 海外市场整体震荡。**美股在经济数据走弱以及特朗普继续施加关税的背景下持续调整，不过鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示“美联储对降息持开放态度。”美股有所修复。
- 黄金回升。**8月美国新的关税威胁和反制措施令市场紧张情绪间歇性升温，叠加美元走弱，黄金有所回升。
- 油价下跌。**8月，受“欧佩克+”全面撤回自愿减产额度、以及美国高额关税对各国经济及原油消费造成冲击。另外美俄元首会晤的消息以及有关乌克兰欧洲盟国讨论停火的报道，降低了市场对地缘冲突持续升级的担忧，
- 债市震荡。**8月A股市场情绪高涨，对债市形成压制，导致债市对利空因素敏感，对基本面利好则反应平淡。叠加三季度降息预期落空，债市震荡。
- 美元指数走弱。**鲍威尔发言强化9月降息预期，叠加劳动力数据显示经济走弱，以及特朗普解雇美联储理事库克再次引发市场对美联储独立性的担忧，共同打压美元。

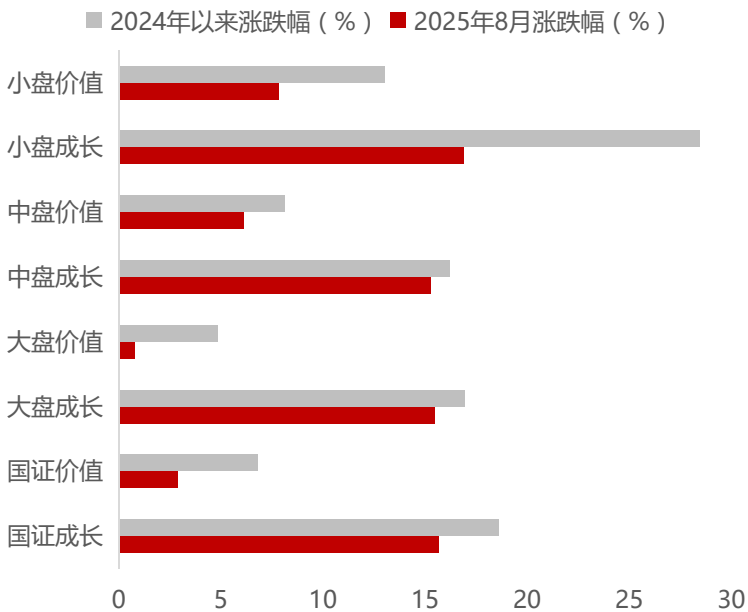
资产类别		区间涨跌幅		
		2025年8月	2025年7月	2025年以来
A股	Wind全A	10.93	4.75	22.98
	上证指数	7.97	3.74	15.10
	沪深300	10.33	3.54	14.28
	中证500	13.13	5.26	23.02
	中证1000	11.67	4.80	24.86
	创业板指	24.13	8.14	34.95
港股	恒生指数	1.23	2.91	25.01
	恒生中国企业指数	0.73	2.36	22.74
	恒生科技指数	4.06	2.83	27.00
海外股市	标普500	1.91	2.17	9.84
	纳斯达克指数	1.58	3.70	11.11
	德国DAX	-0.68	0.65	20.06
	日经225	4.01	1.44	7.08
	英国富时100	0.60	4.24	12.41
	法国CAC40	-0.88	1.38	4.38
债券	中债总财富指数	-0.44	-0.08	0.53
	中债信用债指数	-0.02	0.10	1.29
	中证转债指数	4.32	2.87	14.85
商品	南华商品指数	-0.62	3.80	1.00
	ICE布油	-6.08	7.31	-8.74
	COMEX黄金	5.54	-0.19	32.19
汇率	美元指数	-2.20	3.39	-9.80
	美元兑人民币	-0.83	0.38	-2.27

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：数据截至2025年8月31日，单位：%

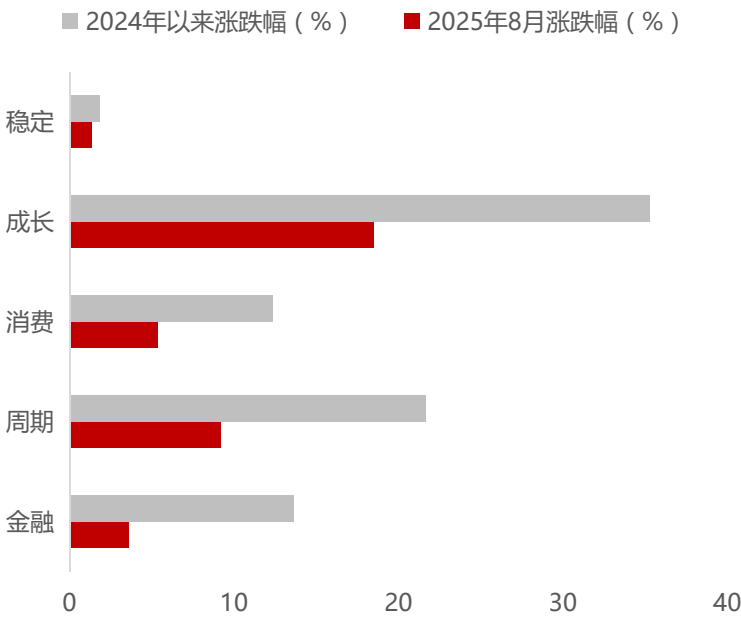
A股行业风格回顾：8月市场全线上涨

- 2025年8月市场持全线上涨。
8月市场情绪维持高涨，各主题维持轮动和切换。A股各类风格全线上涨，大盘价值涨幅居后。具体来看成长、周期均表现占优，稳定风格落后。
- 行业方面，2025年8月基本全线上涨，8月通信、电子、有色、计算机领涨。
8月行业除银行外全线上涨。受Deepseek-V3发布支持国产芯片、英伟达要求停止生产H20芯片，以及上海三部门联合推出《加快推动“AI+制造”发展的实施方案》等一系列利好消息推动，国产算力生态建设持续加速，刺激半导体、AI算力等科技板块延续强势，TMT板块领涨。

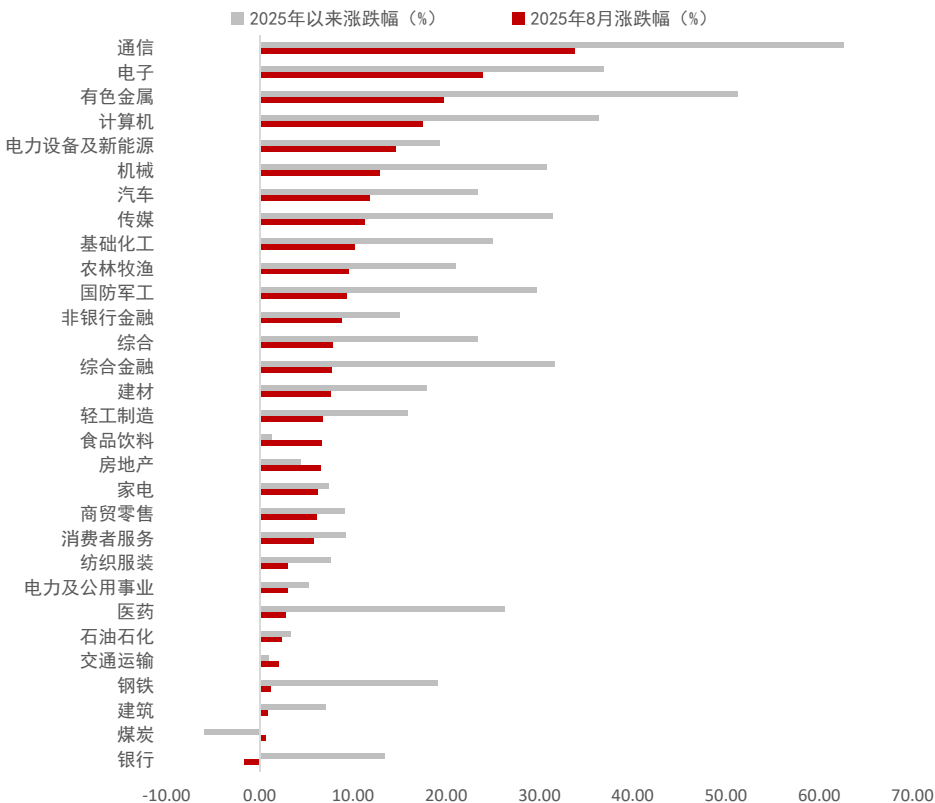
8月全面上涨，大盘价值表现居后（%）



8月成长和周期风格占优（%）



8月通信、电子、有色、计算机领涨（%）



内容目录

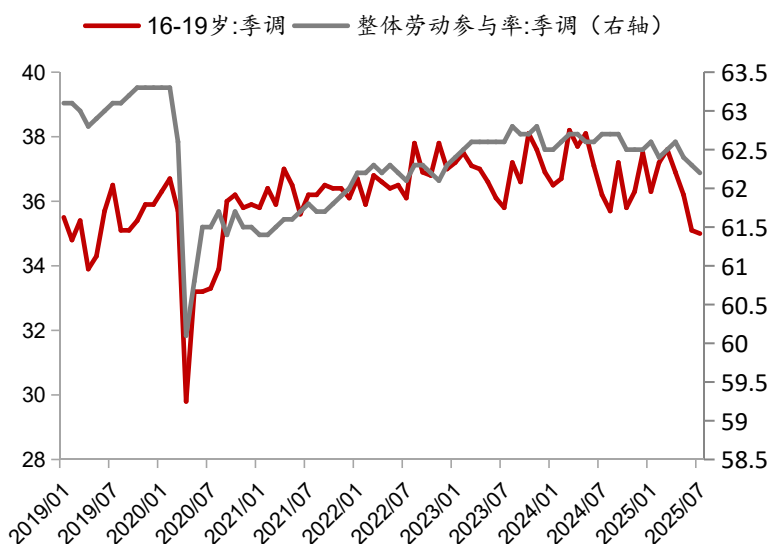
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



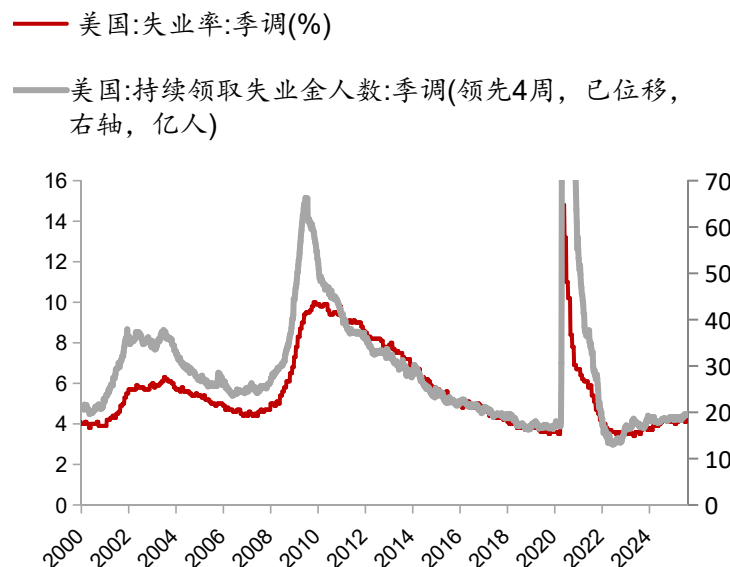
美国：就业市场边际走弱，但并未全面恶化

- **美国经济和劳动力市场边际继续走弱，但并未全面恶化。** 特朗普在8月初持续征收关税并扩大钢铝征税范围，令本已边际走弱的美国经济雪上加霜。然而从当前数据来看，初次及连续申请失业金人数、平均每周工时等劳动力市场高频指标尚未明显回落，表明就业市场并未全面恶化。这种表面平衡可能源于劳动力供需双双放缓：收紧的移民政策减少了劳动力供给，从而为失业率提供了缓冲，但也反映出劳动力市场存在结构性疲软。
- 尽管纽约联储预测美国陷入衰退的概率为30%，显示经济仍在边际走弱，但整体上实现软着陆的可能性仍然较高，全面衰退并非基准情形。

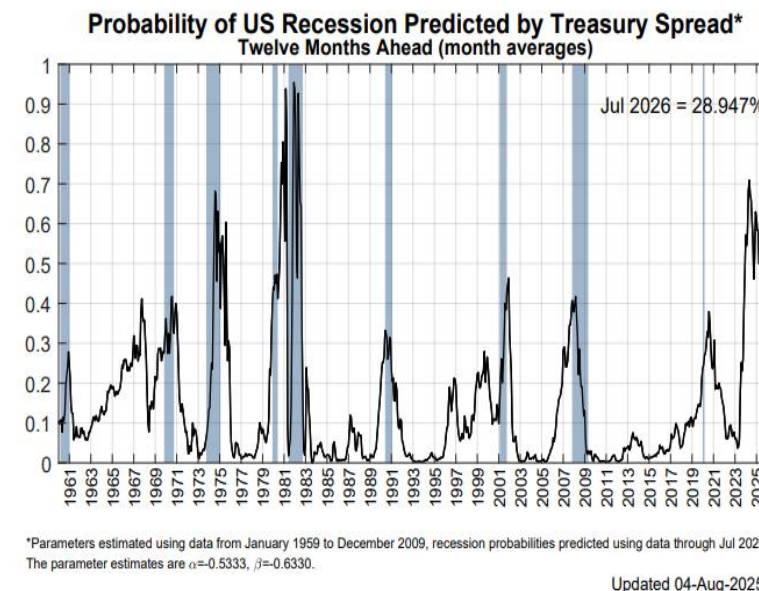
美国劳动力参与率近期明显有所下滑 (%)



美国劳动力市场其他指标维持稳定



纽约联储预测美国陷入衰退的概率接近30%



美国：美联储大概率9月开启降息



- 美国通胀整体可控。**7月CPI同比上涨2.7%（持平前值，略低于预期的2.8%，显示整体通胀趋缓。核心CPI（剔除食品能源）同比升至3.1%（前值2.9%），反映基础通胀黏性超预期。从分项来看，特朗普收紧的移民政策下，核心服务（医疗、交通、娱乐）维持高位。商品通胀来看，关税敏感商品如家具和娱乐用品环比回落，显示关税对消费者价格影响低于预期。这或由于需求边际放缓，迫使企业通过压缩利润吸收关税成本。
- 9月美联储大概率开启降息周期。**8月22日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，当前形势暗示就业增长面临下行风险，风险平衡点的变化可能要求调整政策。鲍威尔称，“美联储对降息持开放态度。”因此美联储大概率在9月进行降息，根据当前市场预期，年内将降息两次。

美国通胀持平 (%)



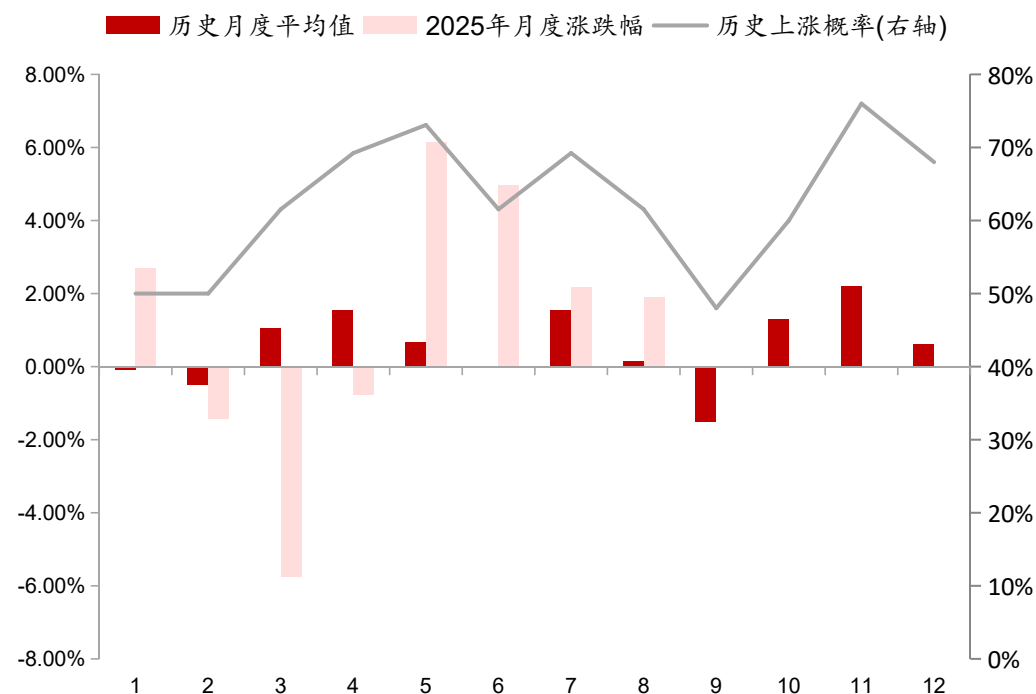
截至9月1日，市场预期9月大概率开始降息，年内将降息2次

H TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.7%	10.3%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.0%	49.0%	5.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	38.4%	48.5%	12.3%	0.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	17.9%	43.1%	31.6%	6.9%	0.4%
2026/3/18	0.0%	10.1%	32.2%	36.6%	17.6%	3.3%	0.2%
2026/4/29	3.9%	18.6%	33.9%	29.3%	12.1%	2.1%	0.1%
2026/6/17	13.4%	28.4%	30.9%	18.2%	5.6%	0.8%	0.0%
2026/7/29	19.2%	29.4%	26.1%	13.4%	3.8%	0.5%	0.0%
2026/9/16	23.4%	28.0%	20.9%	9.5%	2.4%	0.3%	0.0%
2026/10/28	24.3%	26.5%	18.5%	8.0%	2.0%	0.3%	0.0%
2026/12/9	24.3%	26.5%	18.5%	8.0%	2.0%	0.3%	0.0%

美国：美股波动风险上升，美元指数或短期修复

- 2000年以来，9月历来是美股季节性较弱的月份，VIX波动率高于全年水平，上涨概率降低。降息预期对市场仍有支撑，但鉴于当前美股估值较高，潜在波动风险上升。对于短期投资者来说，不建议进一步加仓，建议维持现有仓位。
- 美联储独立性在8月再度受到挑战，但历史上从无总统罢免美联储理事的先例，即便特朗普坚持行动，双方也需进行司法审理甚至上诉最高法院，难以短期解决。叠加美元已跌至阶段性低点，9月美元指数进一步下行空间有限，或迎来短期修复行情。

2000年以来，9月通常是美股表现较弱的一个月份



美元指数回落到前期低点，预计短期弱势修复



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：经济修复有所放缓，政策重在落实与后手应对



- 7月经济修复有所放缓，受益于出口回暖，生产仍然偏强，但消费、投资增速进一步回落。7月出口小幅回升，生产有所回落，不过，由于部分地区受暴雨等天气影响，以及新一批国补从资金下达到生效存在一定时滞，消费、投资增速进一步回落。
- 需求：7月消费增速回落至3.7%（前值4.8%），内生动能修复仍然偏慢。
- 投资：7月固定资产投资增速进一步回落。产能过剩影响下，制造业投资意愿不强。地方政府积极化债，基建投资力度有所回落。
- 生产：7月工业增加值小幅回落，出口仍是支撑，出口有所回升，但后续出口动能若出现弱化，工业生产也存在回落压力。

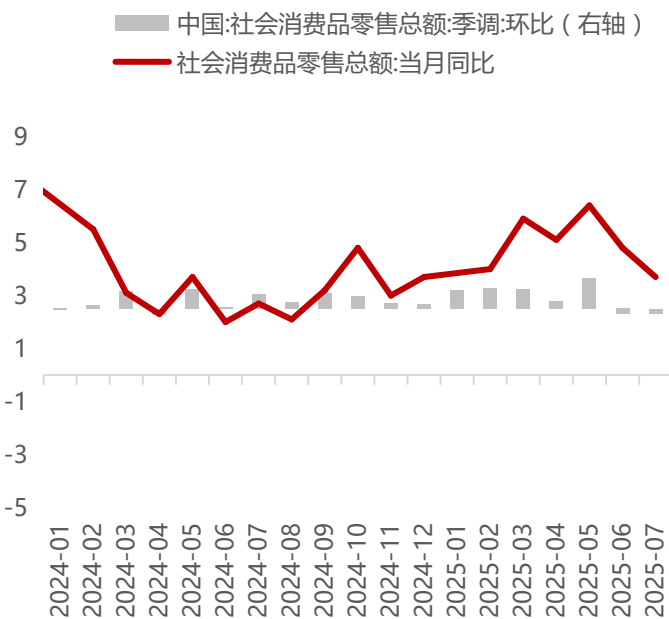
国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口（人民币）
2025年7月	5.7	5.8	-12.00	6.20	7.3	3.70	8.00
2025年6月	6.8	6	-11.20	7.50	8.9	4.80	7.20
2025年5月	5.8	6.2	-10.70	8.50	10.4	6.40	6.30
2025年4月	6.1	6	-10.30	8.80	10.9	5.10	9.30
2025年3月	7.7	6.3	-9.90	9.10	11.5	5.90	13.50
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40
2024年12月	6.2	6.5	-10.60	9.20	9.2	3.70	10.90
2024年11月	5.4	6.1	-10.40	9.30	9.39	3.00	5.80
2024年10月	5.3	6.3	-10.30	9.30	9.35	4.80	11.20
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.50	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3

需求端：消费内生修复力待改善，出口仍有韧性

- 7月消费增速回落至3.7%（前值4.8%），内生动能修复仍然偏慢。7月第三批国补资金下达到生效存在一定时滞，消费增速回落。不过从6-7月数据可以看出，当部分地区国补受影响时，消费增速回落压力明显上升，显示出消费的内生动能修复偏慢，仍然需要持续的政策刺激。
- 出口增速延续反弹，韧性仍然偏强。7月出口（人民币计价）同比增速8.0%（前值7.2%），外部关税影响尚未体现，对外出口总体仍然偏强。尽管对美出口增速再度回落，但对东盟、欧盟出口有所回升。

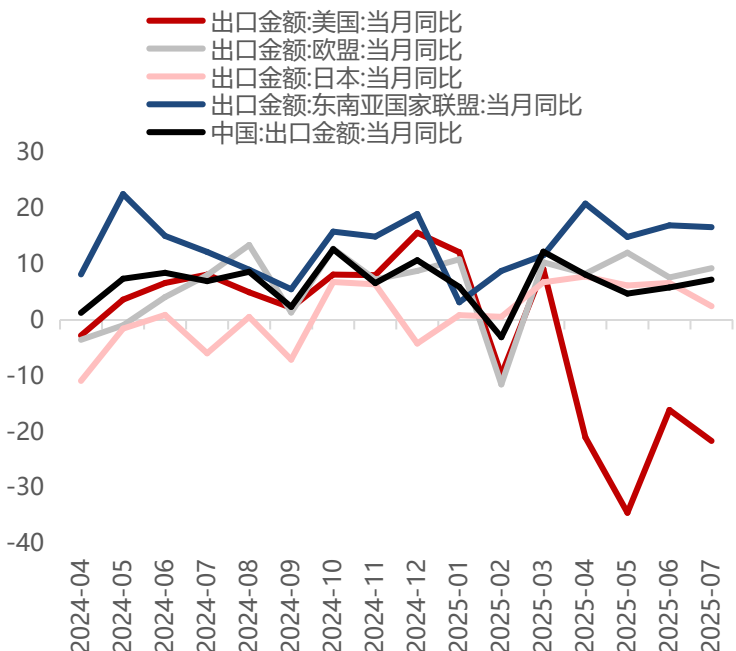
7月社零增速回落（%）



7月可选消费增速多数回落（%）

	2025年7月份同比	2025年7月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	8.60	-0.1
饮料类	2.70	7.1
烟酒类	2.70	3.4
服装鞋帽针纺织品类	1.80	-0.1
日用品类	8.20	0.4
中西医药品类	0.10	0.8
可选消费（地产相关）		
家用电器和音像器材类	28.70	-3.7
家具类	20.60	-8.1
建筑及装潢材料类	-0.50	-
可选消费（非地产相关）		
化妆品类	4.50	6.8
金银珠宝类	8.20	2.1
文化办公用品类	13.80	-10.6
通讯器材类	14.90	1.0
石油及制品类	-8.30	-1.0
汽车类	-1.50	-6.1

7月出口仍有韧性（%）

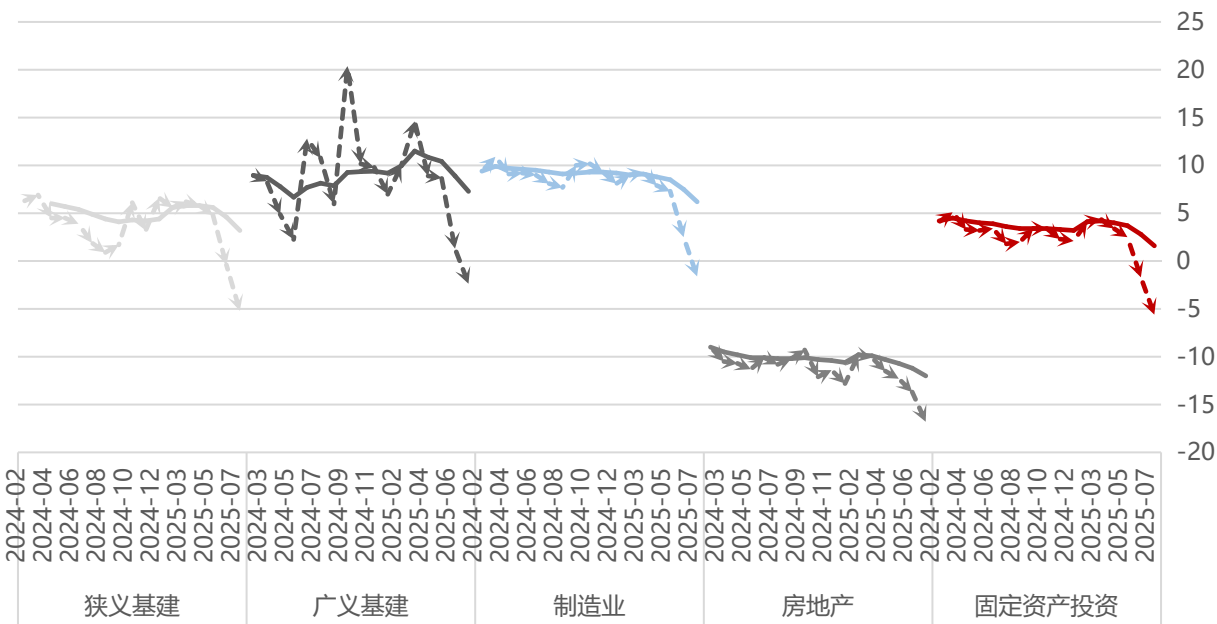


投资&生产端：投资大幅回落，生产回落

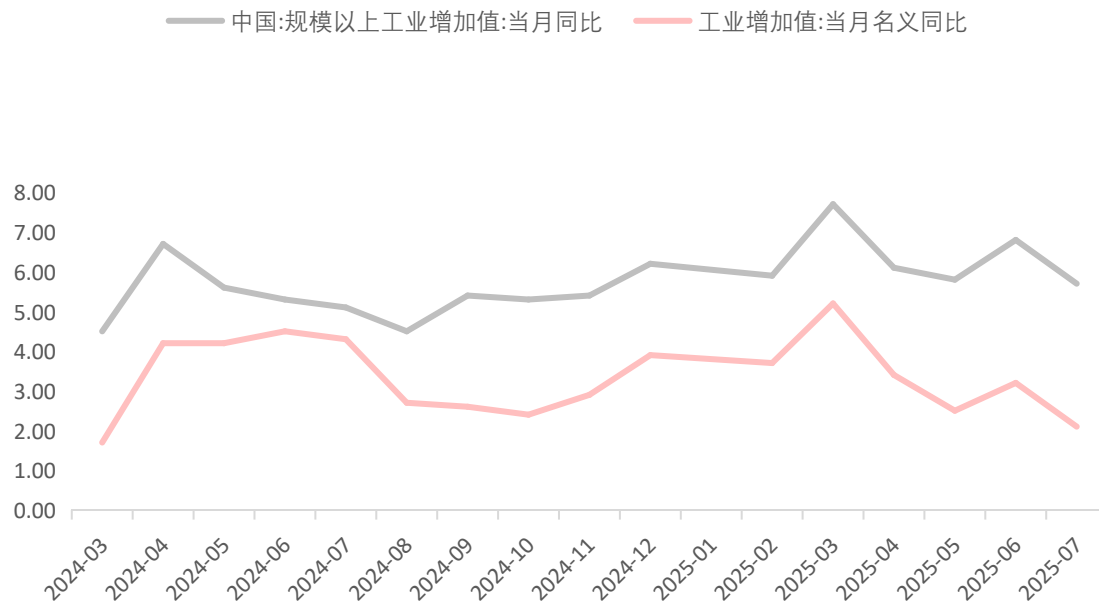
- 7月固定投资增速进一步回落。固定资产投资进一步回落，产能过剩影响下，制造业投资意愿不强；地方政府积极化债，基建投资力度有所回落，后续或主要依赖中央主导的重大项目基建；房地产市场量价走弱的背景下，地产投资延续弱势。
- 7月工业增加值小幅回落，出口仍形成支撑，但名义增长偏弱。7月出口小幅回升仍然支撑工业生产，但后续出口动能若出现弱化，工业生产也存在回落压力。此外，从名义增速来看，当前工业增长实际值偏强，但由于价格指数低迷，名义值明显偏弱。产能过剩的问题尚未有效缓解，不过随着部分行业启动反内卷、去产能，后续产能过剩问题有望逐步缓解。

7月投资增速大幅回落 (%)

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



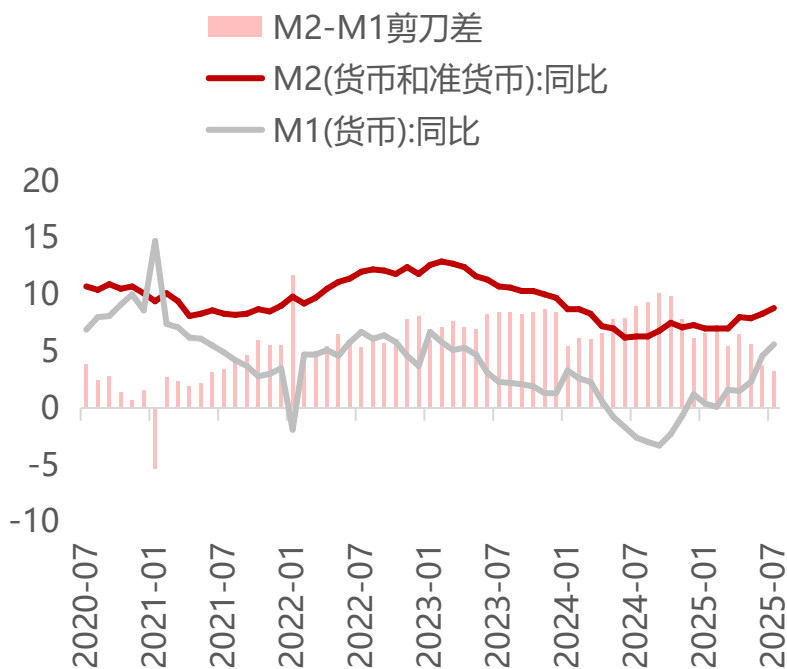
7月工增回落，名义增速偏低 (%)



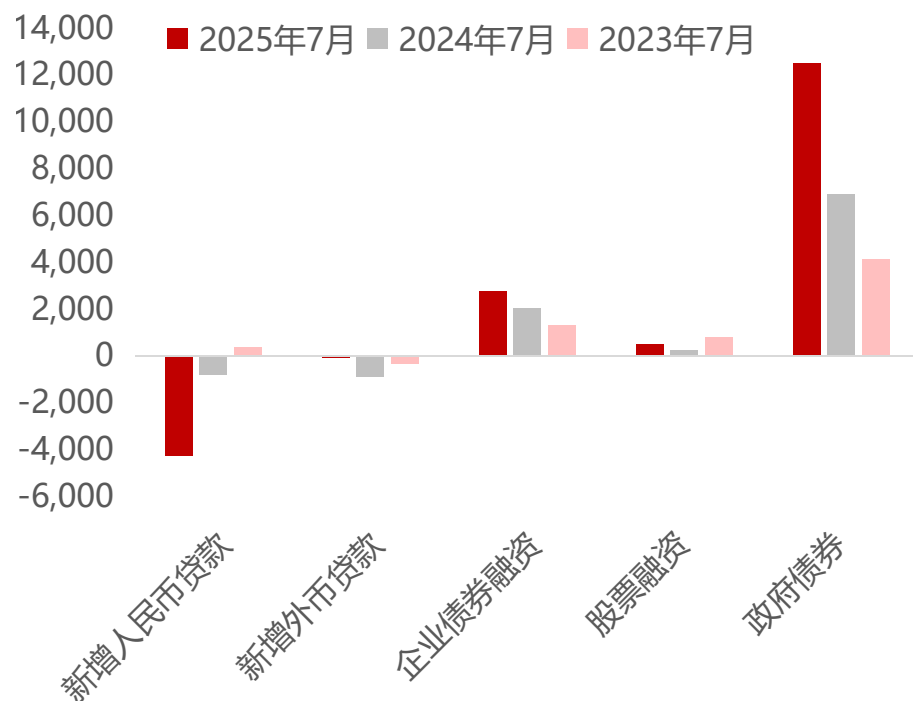
金融数据：政府融资继续发力，信贷需求再度转弱

- 政府化债、出口较好等多因素推动企业现金流改善，M1进一步回升，M2-M1剪刀差持续收窄。7月出口仍然较好，叠加政府化债提速或推动企业现金流改善，此外由于去年基数较低，推动M1进一步回升，M2-M1剪刀差明显收窄。
- 7月政府债延续多增，信贷需求明显回落。7月社融同比9.0%，较前值回升0.1%，政府债融资延续高增，不过四季度政府债发行高峰过去，社融或将逐渐回落。7月当月新增信贷-500亿，为有数据以来历史最低，新增人民币贷款分项中，居民信贷明显回落，企业信贷同比基本持平但主要依靠票据冲量。总体来看，企业、居民信贷需求仍未企稳，政府债发行继续支撑社融。

M1、M2回升（%）



社融分项：信贷需求低迷（亿元）



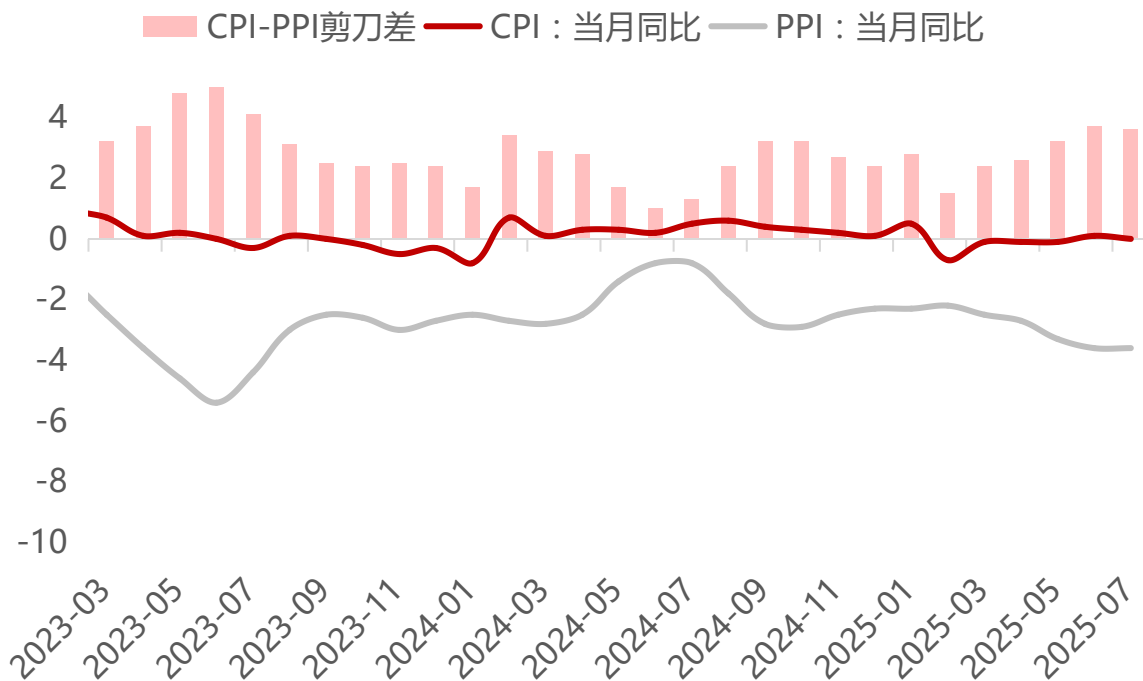
企业、居民信贷再度走弱（亿元）



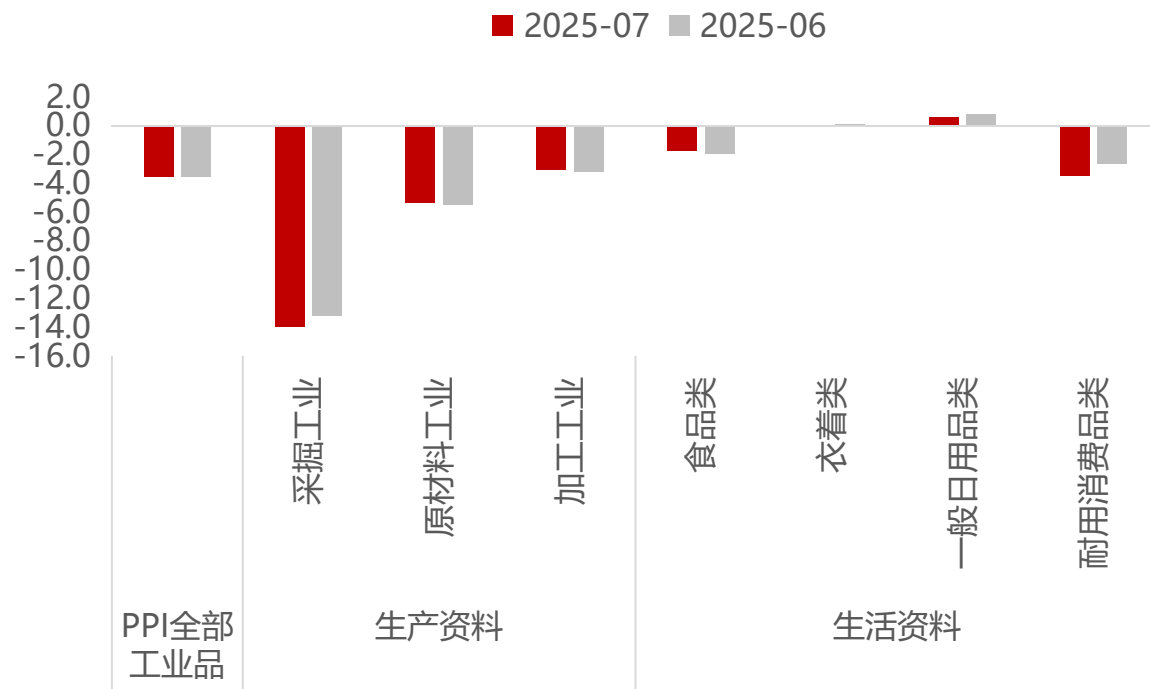
通胀前景：价格指数偏弱，反内卷有望缓解PPI压力

- **7月CPI小幅回落。**7月CPI同比为0%，较前值（0.1%）回落，总体仍然处于弱势运行状态；7月核心CPI同比回升至0.8%（前值0.7%），但其中价格回升或主因“国补”背景下补贴前价格企稳回升推动。
- **7月PPI低位企稳，反内卷有望缓解后续下行压力。**7月PPI同比-3.6%，持平前值，在反内卷的逐步推动下低位企稳。随着部分行业产能治理加速，后续PPI有望逐渐回升。

CPI小幅回落，PPI低位企稳（%）



PPI分项：中上游价格下行压力有所企稳（%）

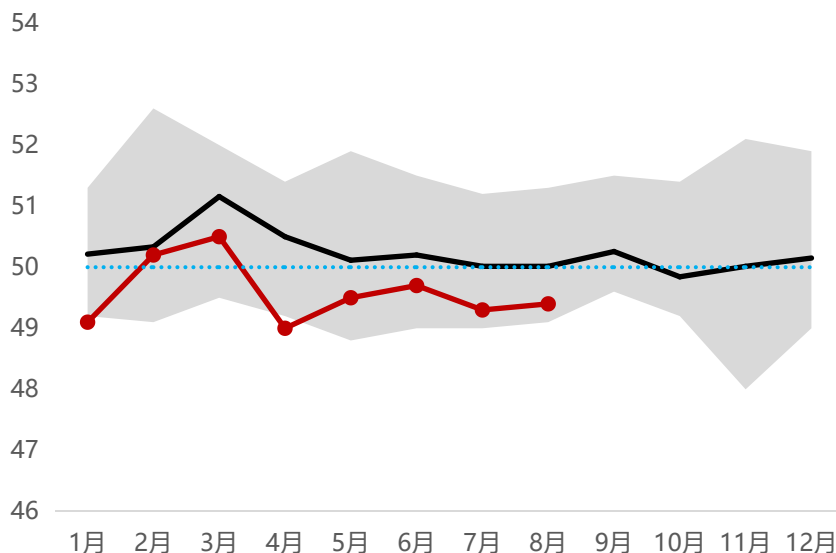


PMI：8月制造业、服务业修复

- 8月制造业小幅修复，价格、生产指标回升。8月制造业PMI回升至49.4（前值49.3），8月仍偏淡季，修复幅度基本符合季节性。
- 反内卷推动下价格明显回升，但生产仍强于需求。8月制造业PMI分项分化，价格指数大幅上升，原材料购进价格上升幅度（较前值+1.8）明显强于出厂价格（较前值+0.8），中上游利润修复或好于下游；生产恢复（较前值+0.3）快于新订单修复（较前值+0.1），反映出价格回升或对生产积极性带动作用强于需求修复；此外，从业人员分项有所回落（较前值-0.1），就业压力仍有待改善。
- 服务业PMI明显回升。8月服务业PMI回升至50.5（前值50），年初以来服务业景气度总体呈慢修复态势，尽管部分地区高温多雨，但8月暑期服务业修复仍然偏强。

制造业PMI回落

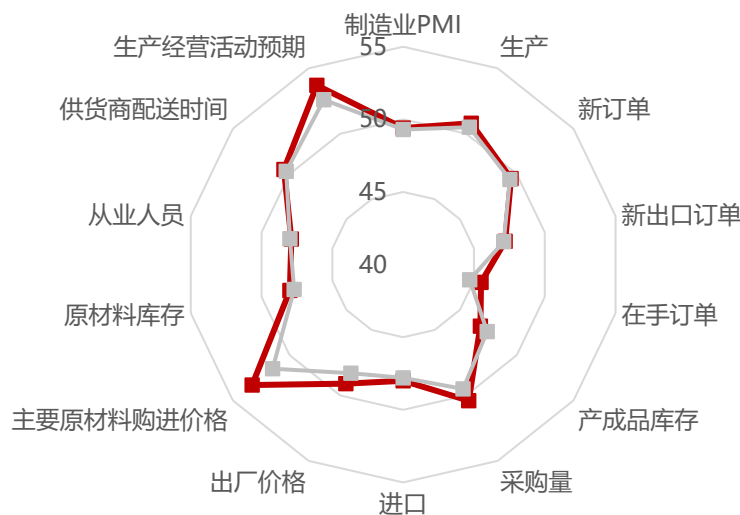
■ 2018-2024年运行区间 ■ 2018-2024年均值 ● 2025 ● 荣枯线



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

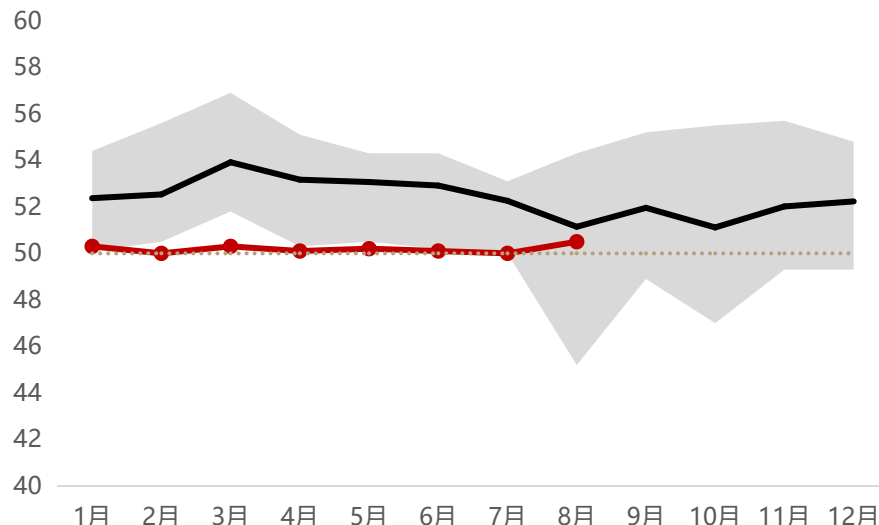
需求收缩、价格回升

■ 2025-08 ■ 2025-07



服务业PMI明显回升

■ 2018-2024年运行区间 ■ 2018-2024年均值 ● 2025 ● 荣枯线



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望



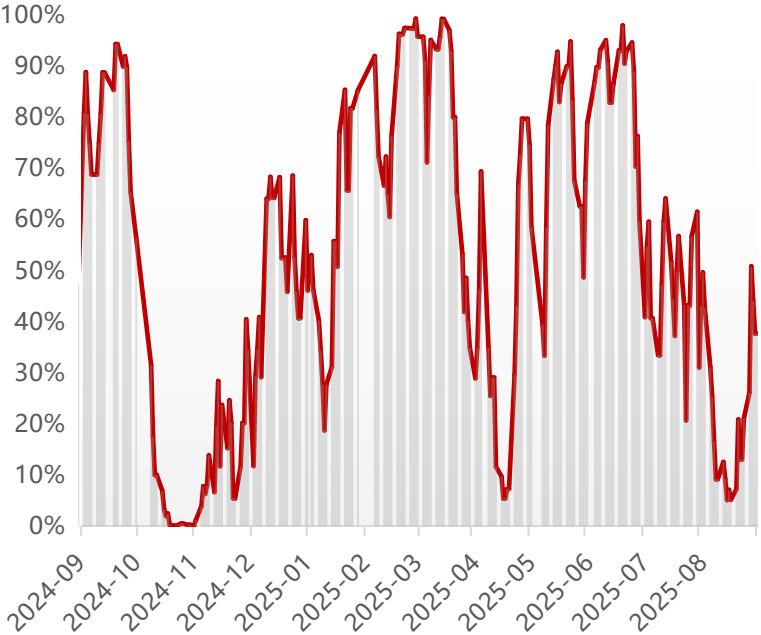
A股交易结构：轮动速度提升，行业收益差维持低位

2025年8月，A股行业轮动速度提升，行业间收益差维持低位

- ✓ 行业轮动：8月行业轮动速度提升。由于市场情绪向好，热点板块从科技扩散至其他主题轮动，高低切换行情反复。
- ✓ 行业收益分布差：8月行业收益差维持低位，由于市场全线普涨，不同行业均取得较好收益。
- ✓ 行业拥挤度：8月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：非银金融、钢铁、综合、汽车和电子。

行业轮动速度先升后降

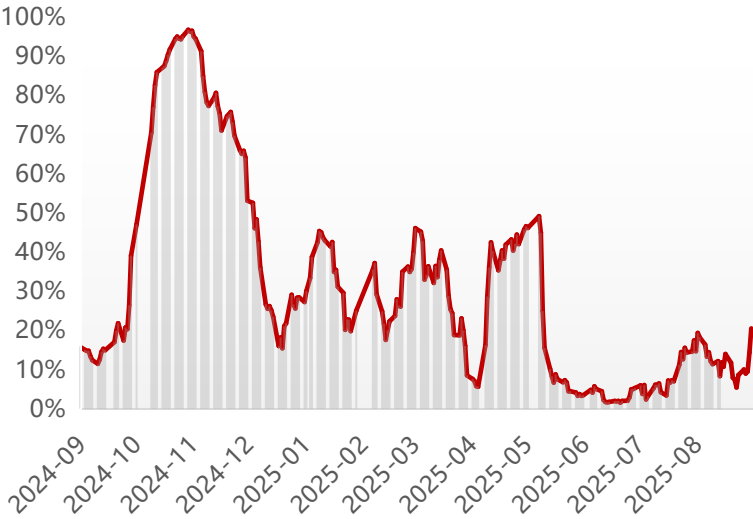
行业轮动指数



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业间收益差异维持低位

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
房地产	0.06	-85.0%
轻工制造	0.15	-84.4%
煤炭	0.00	-81.9%
银行	0.17	-80.6%
石油石化	0.00	-70.8%
社会服务	0.30	-69.4%
建筑装饰	0.20	-69.0%
建筑材料	0.37	-62.5%
基础化工	0.38	-61.2%
环保	0.39	-59.4%
电力设备	0.38	-59.2%
医药生物	0.52	-47.7%
传媒	0.39	-46.7%
纺织服饰	0.38	-43.5%
美容护理	0.17	-36.7%
有色金属	0.53	-30.6%
公用事业	0.04	-27.9%
农林牧渔	0.05	-26.3%
计算机	0.75	-24.6%
商贸零售	0.32	-22.3%
通信	0.88	-11.3%
交通运输	0.01	-8.9%
机械设备	0.92	-6.5%
国防军工	0.97	-1.6%
食品饮料	0.01	-0.4%
家用电器	0.54	6.6%
电子	0.93	13.9%
汽车	0.48	16.3%
综合	0.32	28.9%
钢铁	0.50	45.5%
非银金融	0.63	47.9%

市场风险偏好：上升

- **上证红利股债性价比有所下降：**8月上证红利指数股息率小幅下降，同时国债收益率受到股债跷跷板影响显著提升，上证红利股息率 - 十年期国债收益率大幅回落，为2.57（前值2.70），处于3年滚动均值减1倍标准差水平以下（3.23），上证红利的股债性价比继续下降。
- **A股风险溢价率回落，市场风险偏好上升：**截至9月4日，万得全A风险溢价率为2.71（前值3.18），目前接近5年滚动均值的水平（2.87），市场整体风险偏好上升。

上证红利股债性价比快速回落



风险溢价率回落

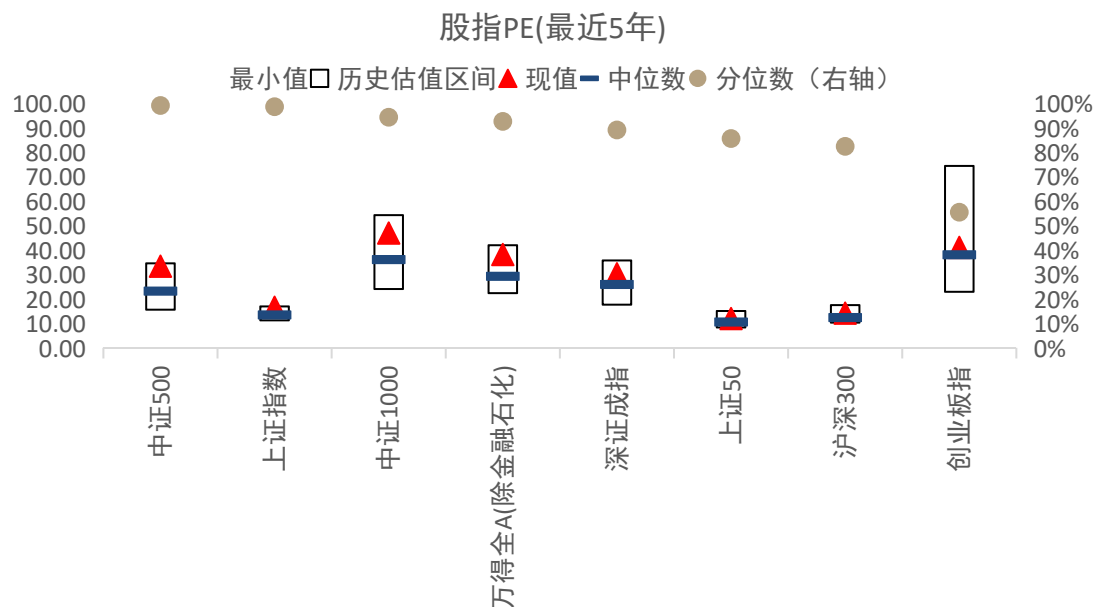


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：全线上升

- 2025年8月，跟踪的8个股指中，估值全线上升，其中，创业板指处于中位数区间以上，沪深300、深证成指、上证50、中证1000、上证指数、中证500、万得全A（除金融、石油石化）均处于至3/4以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，8个均位于中位数以上区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



	上月涨跌幅 (%)	2025年涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	24.13	34.95	41.01	55.45
深证成指	15.32	21.91	30.22	89.11
万得全A(除金融、石油石化)	12.24	24.54	38.33	92.66
沪深300	10.33	14.28	14.11	82.43
中证500	13.13	23.02	33.56	99.17
中证1000	11.67	24.86	47.07	94.31
上证指数	7.97	15.10	16.53	98.68
上证50	7.22	10.87	11.90	85.56

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2025/8/31

港股：AH股溢价率有所回升，估值持续维持高位

- 8月AH股溢价率有所回升：
- 8月，A股交易情绪维持高位，港股市场更受外资及业绩影响，尽管南向资金持续流入，但整体流动性改善程度不及A股，AH溢价有所上升，相比于前值127.51上升至125.75。
- 港股估值维持高位，已接近均值+一倍标准差水平附近：
- 8月受到A股市场情绪的带动，港股风险偏好和估值维持高位，PB估值整体从前值1.1777回到至1.1635，接近均值+一倍标准差水平附近。

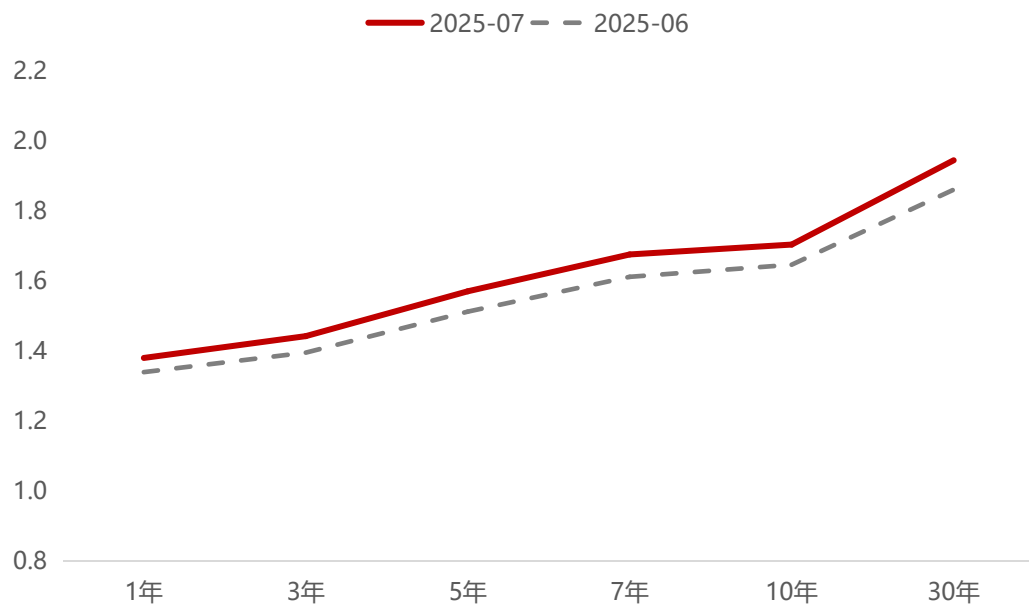
AH股溢价率有所回升



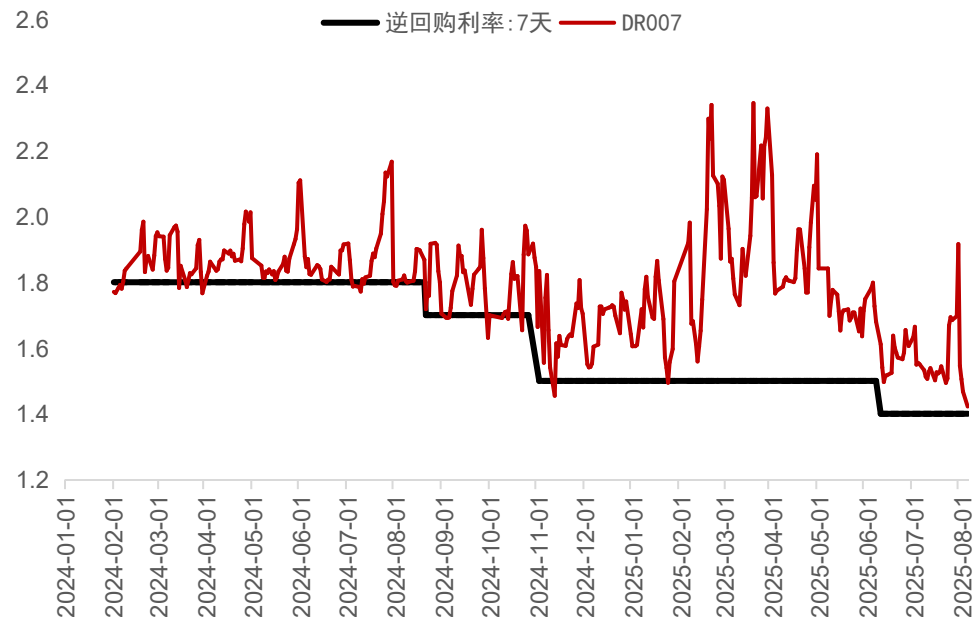
债市回顾：降息预期延后，恢复增值税带来分化

- **债市做多情绪回落，短期或偏震荡。**近期股市情绪较高，股债跷跷板对债市形成压制。尽管7月经济数据、信贷需求明显回落，但并未对债市形成有效利多。债市做多情绪回落，短期或偏震荡。考虑到三季度经济下行压力增加，年内仍有降息可能，需耐心等待后续机会。
- **短期内区间震荡为主，适度平衡久期、关注票息收益。**从十年期国债收益率的角度看，尽管中长期配置性价比上升，但预计短期内十年期国债收益率或仍将受股债跷跷板压制，主要在1.7%-1.8%区间震荡，短期震荡中枢存在小幅上移的风险。总体来看，由于收益率短期内缺乏下行空间，为降低波动，可适度降低久期以平滑波动风险；此外，可以提高对高票息资产的关注，增加票息收益保护。

国债收益率曲线7月陡峭化上移（%）



资金利率冲高回落（%）



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	上涨动能近期有所弱化，震荡为主 ➤ 港股今年上半年上涨较多，港股创新药等概念存在短期过热风险，近期涨势放缓。 ➤ 外卖补贴导致港股互联网企业业绩回落，港股整体业绩压力有所上升。 ➤ 短期内上涨动能不强，相对弱于A股，不宜激进，可继续观望。 ➤ 短期震荡，观点中性，适度观望。	中性
美股	美股可能维持震荡走势，若出现超过5%的回调，则可视为加仓机会 ➤ 2000年以来，9月历来是美股季节性较弱的月份，VIX波动率高于全年水平，上涨概率降低。降息预期对市场仍有支撑，但鉴于当前美股估值较高，潜在波动风险上升。 ➤ 同时美股当前估值偏高，降息节奏可能受到通胀数据的干扰仍具有不确定性。 ➤ AI与云计算领域投资势头不减，美元疲弱利好于全球营收，当前美股科技巨头盈利整体稳健，为后续增长提供支撑。	中性
美债	➤ 当前美债收益率维持在4%以上，具备突出的票息优势，且处于近年高位。 ➤ 随着美国经济边际走弱和美联储降息周期临近，投资者有望获取利率下行带来的资本利得。 ➤ 中长期来看，降息周期开启后美债收益率有望持续下行。	相对乐观
美元	➤ 历史上从无总统罢免美联储理事的先例，即便特朗普坚持行动，双方也难以短期解决。叠加美元已跌至阶段性低点，9月美元指数进一步下行空间有限，或迎来短期修复行情。 ➤ 不过美国经济边际走弱态势明显，后续大概率维持弱势震荡。同时法国政治僵局可能阻碍财政紧缩计划，令欧元承压，这也为美元提供了短期反弹的契机。 ➤ 美元短期或迎来修复，但中长期仍将维持弱势震荡。	相对乐观
日股	➤ 尽管通胀走高，但受美关税政策不确定性影响，日央行维持宽松。“通胀温和上行 + 谨慎加息”环境提振日企盈利，而加息的审慎态度令日元维持弱势，亦支撑日出口企业表现。	中性



资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	债市做多情绪回落，短期或偏震荡 ➢ 近期股市情绪较高，股债跷跷板对债市形成压制。 ➢ 尽管7月经济数据、信贷需求明显回落，但并未对债市形成有效利多。 ➢ 考虑到三季度经济下行压力增加，年内仍有降息可能，需耐心等待后续机会。 ➢ 尽管中长期配置性价比上升，但预计短期内十年期国债收益率或仍将受股债跷跷板压制，主要在1.7%-1.8%区间震荡。 ➢ 债市观点中性，持有等待契机。	中性
	信用债	➢ 短期受股债跷跷板、风险偏好变化影响，债市整体做多情绪不高。 ➢ 考虑到基本面仍然偏弱，债市下行风险有限，以区间震荡为主。 ➢ 观点相对乐观，仍可继续耐心持有。	中性
	可转债	➢ 由于权益市场震荡偏强，可转债股性占优，不过可转债估值已相对偏高，且当前权益主要以成长方向上涨为主，可转债中周期、金融行业占比较高，总体上涨空间有限。 ➢ 可转债观点中性。	中性
商品	黄金	➢ 在全球局势复杂多变背景下，黄金的避险功能凸显，成为优化投资组合风险收益比的关键资产。 ➢ 同时，在美国债务赤字不可持续的叙事下，叠加全球债务持续上升以及去美元化的大背景，央行购金需求旺盛，黄金的中长期配置价值依然受到有力支撑。 ➢ 黄金已计价美联储降息的利好，短期或偏震荡，中长期配置价值依然存在。	中性
	原油	➢ OPEC+仍在实施其增产计划。市场密切关注其9月7日的会议，即便只是释放考虑进一步增产的信号，也可能加剧市场对供应过剩的担忧，令油价承压。 ➢ 美国页岩油新钻井的盈亏平衡点（约60美元/桶），这在一定程度上抑制油价的下跌空间。 ➢ 油价预计将呈现震荡偏弱的格局，WTI原油的主要波动区间可能会在60-67美元/桶。	相对谨慎

A股策略与观点



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 震荡向上延续，核心资产赚钱效应回归： ◆ 国内经济基本面：7月经济回落压力有所上升，投资、消费回落，价格指标仍然偏弱； ◆ 资金面：A股成交额处于高位，增量资金入市，市场热度较高； ◆ 政策面：短期内以落实已部署政策为主，三季度关注反内卷等结构性调整政策； ◆ 外部环境：外部关税扰动降低，美联储降息预期回升，短期风险相对缓和。 ➤ 核心资产与成长风格强势，或有波动，但涨势不改：随着市场热度、赚钱效应不断上升，目前进入增量资金入市阶段，赚钱效应也在继续扩散，热门主题行业的基金重仓股、核心资产上涨，带动宽基指数、行业ETF或主题基金布局的赚钱效应持续回升。从时间节点来看，9月初部分资金获利引发市场调整，波动难免加大，但后续还有二十届四中全会、中美谈判等关键节点，颠簸初现并非牛市结束，市场未来延续强势表现的概率较大，因此预计主题轮动式上涨格局有望延续。	相对乐观
行业/风格	➤ 多主题轮动，核心资产回归，科技成长偏强： ◆ 均衡持有，关注宽基指数。当前大盘整体偏强，指数下行风险相对有限，且中大市值核心资产赚钱效应明显回升。可重点关注沪深300、A500、中证1000、创业板等宽基指数，考虑到市场处于上行阶段，科技成长方向预计弹性更高，大盘方向则相对更稳健。 ◆ 多主题轮动，颠簸期周期或更稳健，中期来看，预计科技成长方向弹性更大。短期可适度均衡，并关注科技、稀土、有色金属、新能源等主题方向颠簸期调整之后布局的机会。	宽基为基石 多主题轮动，颠簸期 周期或更稳健
配置策略	◆ 均衡为基石，弹性在科技成长：短期市场仍呈主题轮动走势，均衡配置相对较稳。风格方面科技成长弹性较高，中高风险偏好投资者可重点关注科技成长方向的机会。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	均衡为基，关注成长 多资产配置

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

★ 本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

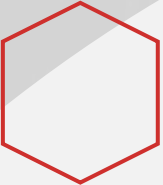
- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES