



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2025年9月3日

美联储有望“重启”降息，推升风险资产价格

一大类资产配置月报第50期：2025年9月

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com

分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001 联系方式：zhangyz@hazq.com



核心结论：美联储有望“重启”降息，利好风险资产价格

大类	项目	本期：2025-8-29至2025-9-26			上期：2025-7-30至2025-8-29	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡上行	→	风险偏好高位提升以及流动性充裕程度进一步加强将继续支撑市场延续向上趋势。	3615.72-->3857.93	6.70%
	创业板指	震荡上行	→		2367.68-->2890.13	22.07%
	成长(风格.中信)	震荡上行	→	从因子分析角度来看，经济复苏斜率仍在低位不利于消费风格，但利率上行可能引发股债“跷跷板”，可能相对利好成长风格。	6994.4-->8215.43	17.46%
	周期(风格.中信)	震荡上行	→		5076.24-->5436.38	7.09%
	金融(风格.中信)	震荡下行	→		9182.51-->9354.09	1.87%
	消费(风格.中信)	震荡	→		10818.02-->11225.75	3.77%
	NASDAQ指数	震荡上行	→	美联储降息大概率为“预防式”，美股有望进一步上攻。整体业绩表现较好，一定程度上消化了此前高估值的压力。	21129.67-->21455.55	1.54%
	DSJ平均指数	震荡上行	→		44461.28-->45544.88	2.44%
债券	1Y国债到期收益率（%）	震荡下行	↓	美联储重启降息有望推动美债利率回落，缓解人民币汇率压力，减少货币政策外部掣肘，从而打开国内降息空间。	1.396-->1.37	-3BP
	10Y国债到期收益率（%）	震荡	↓		1.718-->1.838	12BP
	2Y美债收益率（%）	震荡下行	↓	美联储9月议息会议大概率“重启”降息，推动短期实际利率下行，但经济维持韧性情况下长端利率下行幅度有限。	3.94-->3.59	-35BP
	10Y美债收益率（%）	震荡下行	↓		4.38-->4.23	-15BP
大宗商品	布伦特原油（美元/桶）	震荡下行	→	伴随着美国关税基本落地以及市场对于美联储降息预期基本形成一致，预计国际大宗商品价格延续8月趋势性方向。	70-->64.01	-8.56%
	COMEX铜（美元/磅）	震荡	↑		4.596-->4.512	-1.83%
	COMEX黄金（美元/盎司）	震荡上行	↑	OPEC+持续扩大增产节奏，建议低配原油；铜关税落地，建议标配；美联储“重启”降息周期，建议超配黄金。	3270.9-->3475.5	6.26%
	南华工业品指数	震荡下行	↓	整治“内卷式”竞争具体落地政策主要集中在光伏、煤炭等少数关键领域，并未全面向工业品铺开。短期来看，在没有新一轮政策出台的情况下，国内大宗商品价格博弈开始逐步回归基本面逻辑。国内大宗商品整体建议低配，相对可标配农产品和上游煤炭价格企稳的螺纹钢。	3758.81-->3614.83	-3.83%
	南华螺纹钢指数	震荡下行	↓		1145.8-->1066.88	-6.89%
	南华农产品指数	震荡	→		1098.55-->1096.43	-0.19%
	南华玻璃指数	震荡下行	↓		1408.78-->1235.92	-12.27%
汇率	美元指数	震荡下行	↓↓	降息格局逐步明朗，美元有望回落。中美利差“倒挂”收窄利好人民币回升。	99.97-->97.85	-2.12%
	美元兑人民币	震荡下行	↓		7.18-->7.13	-0.69%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



配置建议：美联储有望“重启”降息，超配权益、美债

本期：2025-8-29至2025-9-26			大类	项目	本期：2025-8-29至2025-9-26		
高配	标配	低配			高配	标配	低配
✓			国内股指	上证指数	✓		
				创业板指	✓		
				成长(风格.中信)	✓		
				周期(风格.中信)	✓		
				金融(风格.中信)			✓
				消费(风格.中信)		✓	
✓			美股股指	NASDAQ指数	✓		
				DSJ平均指数	✓		
	✓		国债	1Y国债到期收益率 (%)	✓		
				10Y国债到期收益率 (%)		✓	
✓			美债	2Y美债收益率 (%)	✓		
				10Y美债收益率 (%)	✓		
	✓		国际大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)			✓
				COMEX铜 (美元/磅)		✓	
				COMEX黄金 (美元/盎司)	✓		
		✓	国内大宗商品	南华工业品指数			✓
				南华螺纹钢指数			✓
				南华农产品指数		✓	
				南华玻璃指数			✓
		✓	汇率	美元指数			✓
				美元兑人民币	✓		

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。注：表内所指投资建议汇率中“高配”是指高配外汇。

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

1
美联储有望“重启”降息

2
国内政策延续结构性发力

3
国内基本面变化不大，内生动能依然有待增强



目录

1 配置逻辑：美联储有望“重启”降息

2 权益：无风险、势未休

3 利率：打开向下空间

4 大宗：分歧收敛，黄金占优

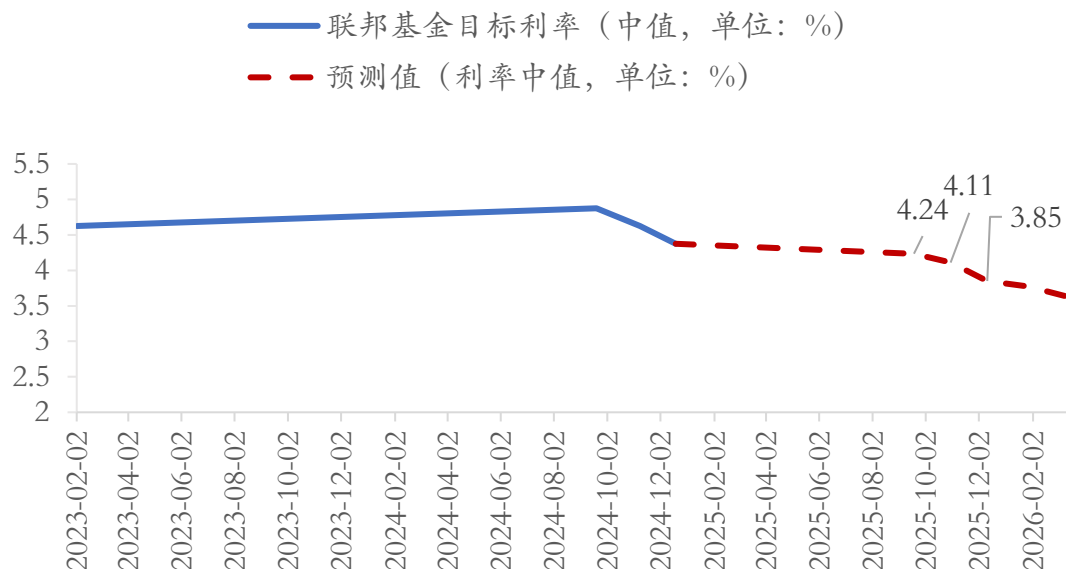
5 汇率：利差逻辑下美元走弱



美联储有望“重启”降息，关税风险整体可控

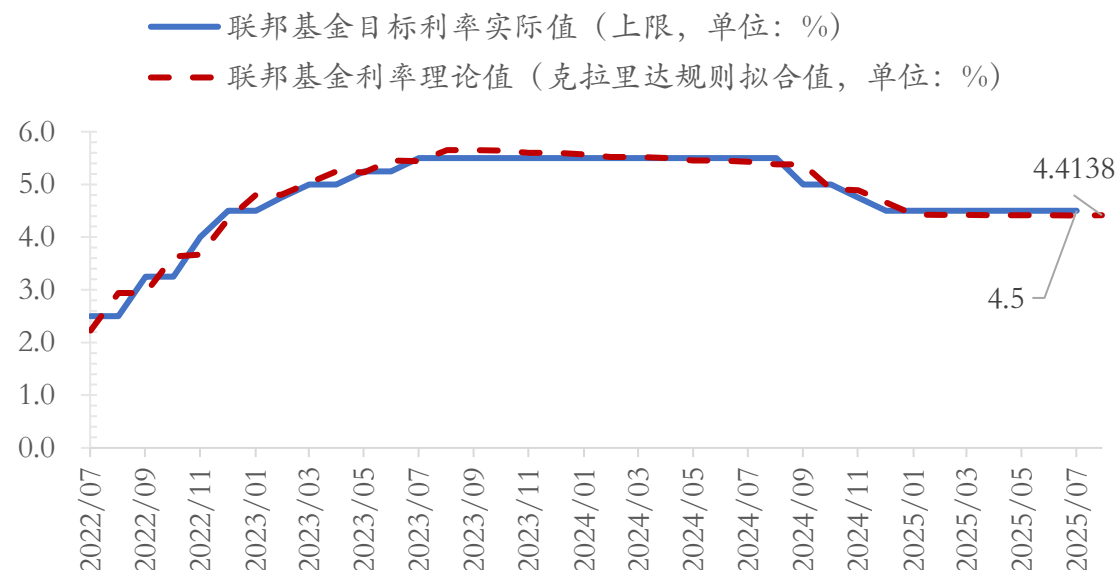
- **美联储有望“重启”降息。**美联储主席鲍威尔在8月Jackson Hole上的发言中指出，基准前景和不断变化的风险平衡可能值得美联储调整政策立场，并提及同日美联储发布的新《长期目标和货币政策策略声明》，表明美联储确定利率水平时通胀的权重正在下降而就业权重有所抬升。一方面，鲍威尔认为基准情形下，关税对通胀的影响可能较短暂，即通胀风险可控。另一方面，他认为当前就业市场一旦风险显现，可能迅速转化为裁员规模急剧扩大及失业率快速上升。因而，美联储9月大概率“重启”降息，年内降息幅度有望达到50BP。
- **关税风险整体可控。**特朗普表示，美国已经与欧盟、日本、韩国等达成协议。考虑到目前中美谈判延期至11月中旬，目前国别层面关税已经基本落地，商品层面关税风险后续可能还存在一定扰动，但关税风险整体可控。

美联储利率观测器显示市场押注年底降息50BP



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。
注：预测值=100-期货价格。更新日期：8月29日。

克拉里达规则下，理论利率指引尚未给出明确降息信号



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



基本面结构性改善，内生动能依然有待增强

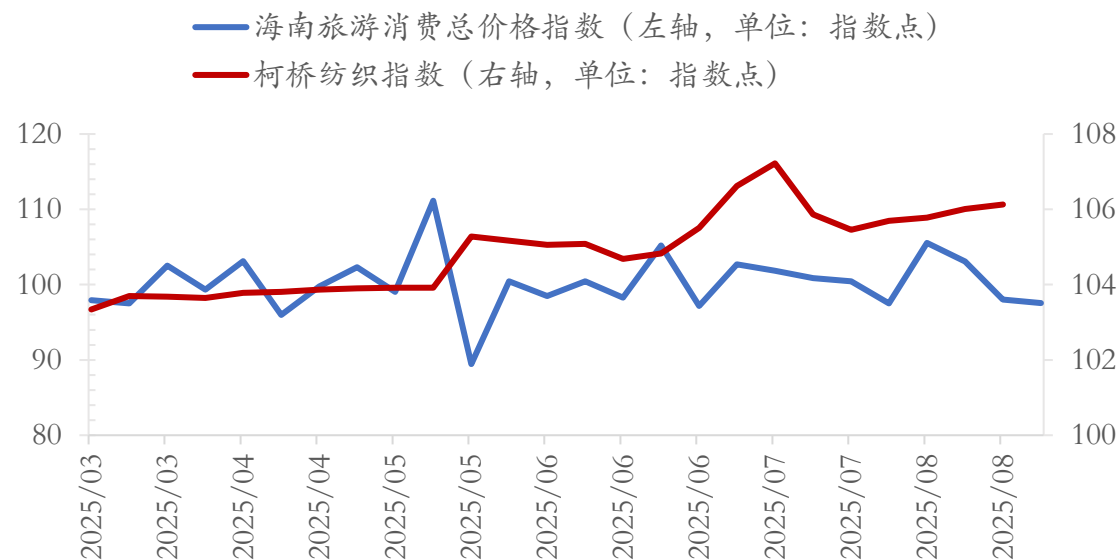
- ▶ 基本面变化不大，部分领域结构性改善，内生动能依然有待增强。8月已公布的高频数据显示基本面变化不大，部分领域出现结构性改善，出口维持较高景气、部分工业品价格止跌或降幅收窄，但消费、投资等内生动能依然有待增强，短期基本面难以对市场形成明显支撑。预计8月社零同比增长3.3%左右，固定资产投资累计同比增长1.6%，其中制造业投资累计同比5.8%、基建投资增速3.3%、地产投资增速-12.3%，出口同比7.7%；8月CPI同比-0.4%、PPI同比-3%。
- ▶ 大宗商品消费面临基数走高和政策边际效应减弱压力，服务类消费亦待政策提振。8月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为5.81万辆和5.47万辆，同比分别增长11.7%和3.72%，考虑到去年8月消费品“以旧换新”政策逐步发力，零售销量增速回落或表明居民端购车意愿下降，指向政策边际效应减弱压力。可选服务类消费并无改善迹象：8月旅游旺季但海南旅游价格总指数同比下降0.69%。

乘用车同比增速偏低



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

海南旅游价格指数回落



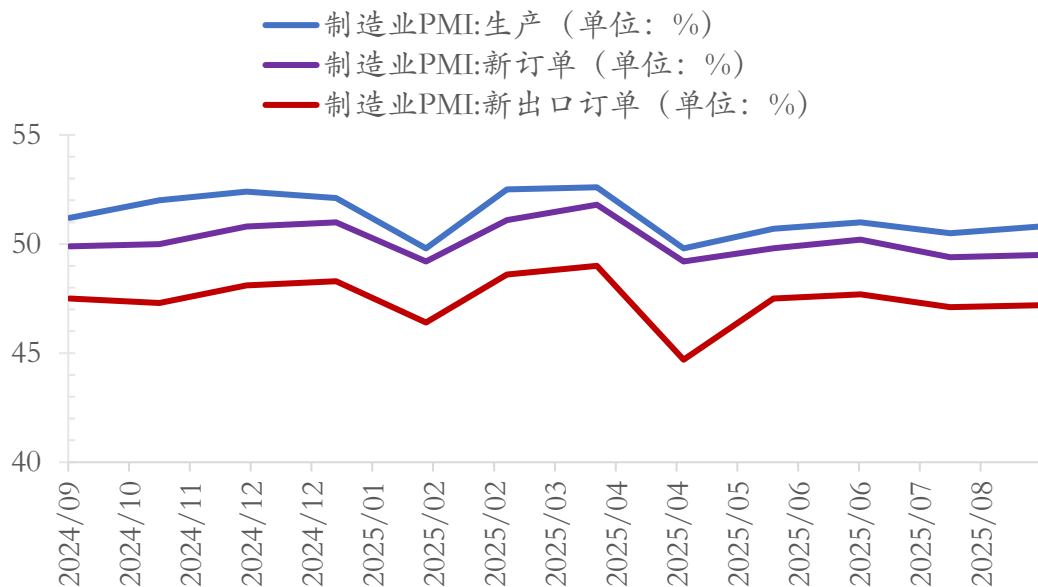
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



国内PMI温和回升、边际变化有限

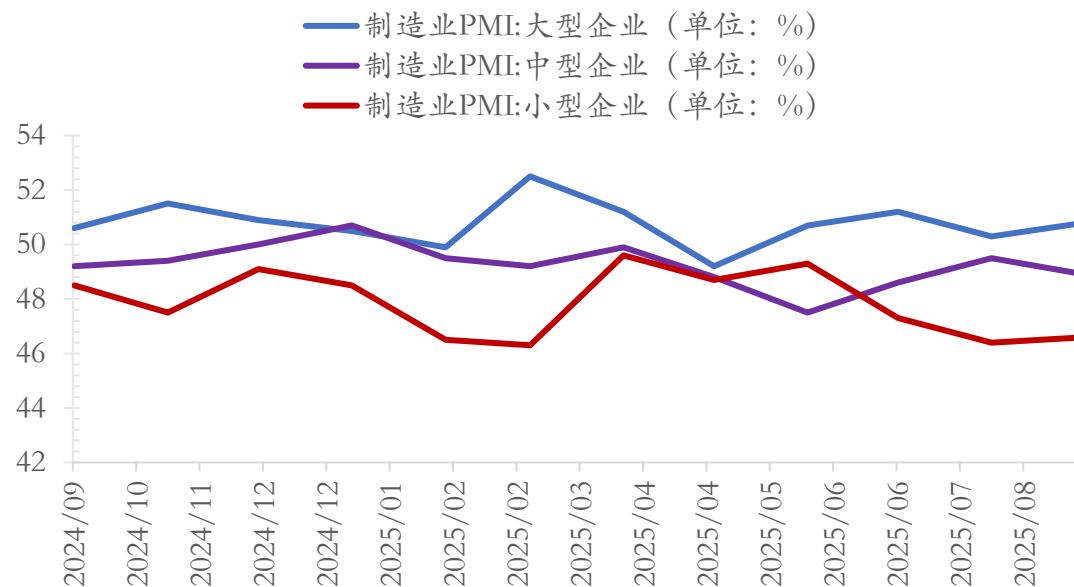
- 国内PMI温和回升、边际变化有限。8月制造业PMI为49.4%，较上月小幅回升0.1个百分点，在荣枯线之下企稳但边际变化有限。①供需两端小幅改善。8月生产、新订单和出口订单指数分别为50.8%、49.5%和47.2%，生产和需求均有所回升，尤其是新出口订单回升幅度最小。②就业压力依然较大，从业人员指数仍在低位。8月从业人员为47.9%，较上月下降0.1个百分点。③服务业延续温和改善态势。8月份，服务业PMI为50.3%，较上月回升0.2个百分点。建筑业PMI下降至49.1%、跌破荣枯线，主要是受地产景气度下行拖累、也表明基建开工也依然偏慢。从不同企业类型的PMI来看，大型企业、小型企业有所改善，但中型企业PMI明显回落。

生产、新订单与新出口订单小幅回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

中型企业PMI回落，大型、小型企业PMI改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：美联储有望“重启”降息

2 权益：无风险、势未休

3 利率：打开向下空间

4 大宗：分歧收敛，黄金占优

5 汇率：利差逻辑下美元走弱



2.1 国内权益：案阔正帆势未休

- 我们在9月策略月报《案阔正帆势未休》（2025-08-31）中指出，美联储重启降息将打开国内货币政策空间，9月国内降息等政策预期再起，风险偏好高位提升以及流动性充裕程度进一步加强将继续支撑市场延续向上趋势。配置上继续进攻高弹性方向，①强者恒强的成长科技，包括泛TMT、AI、算力、机器人、军工等。②景气支撑或业绩超预期领域，包括稀土永磁、贵金属、工程机械、摩托车、农化制品等。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率仍在低位不利于消费风格，但利率上行可能引发股债“跷跷板”，可能相对利好成长风格。

上证指数相对占优，关注利率上行对应市场风格变化

变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动（1Y国债）	0.01	-0.03	-0.03	-0.02	-0.04	-0.01	0.00
长短利差变动（10Y-1Y国债）	0.07	-0.13	0.06	0.34	-0.09	-0.02	-0.11
短端利率变动（2Y美债）	-0.18	0.51	1.36	0.94	0.27	0.86	0.39
长短利差变动（10Y-2Y美债）	0.05	0.01	0.07	0.11	0.09	0.01	0.00
M2同比差值变动	0.50	0.71	1.75	1.37	0.54	0.25	0.72
社融同比差值变动	0.10	-0.20	-0.40	-0.20	-0.28	-0.27	-0.23
新发基金规模（自然对数）	6.89	1.30	-0.34	-2.84	0.99	0.65	0.78
合计		2.18	2.46	-0.29	1.48	1.46	1.54

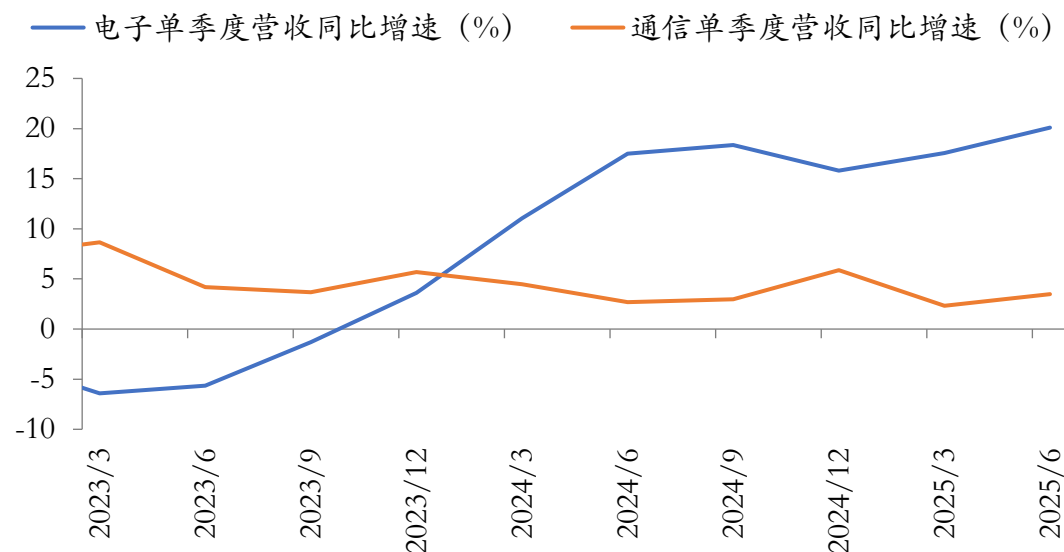
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



2.1 国内权益（1）：成长科技弹性十足，关注泛TMT、AI算力

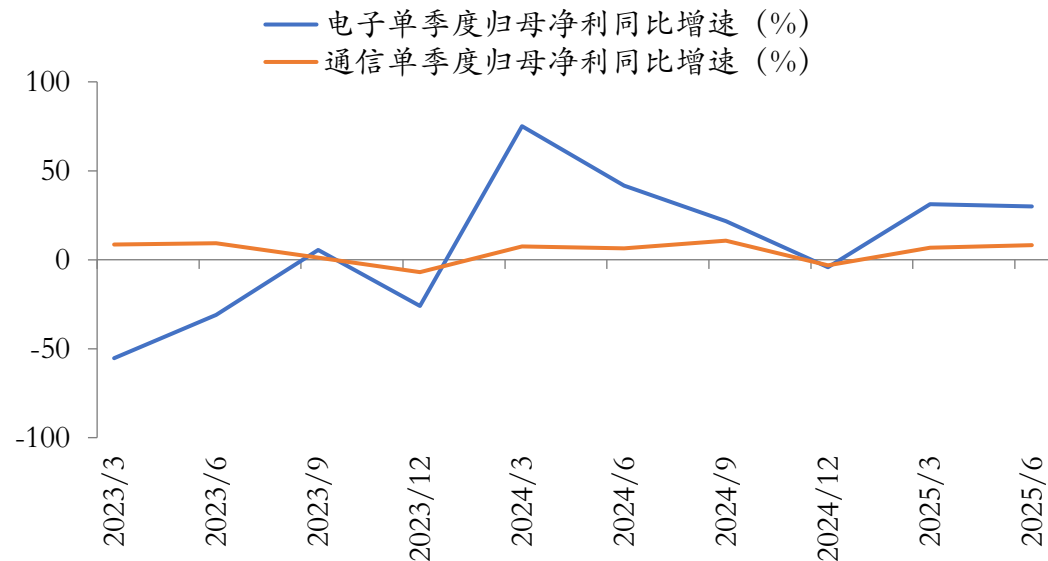
- **AI算力：算力需求旺盛，国产替代加速，强相关行业景气度持续兑现，代表性权重股营收利润均高增。**2025年2季度，和算力强相关的通信、电子板块单季度营收增速分别为8.2%、30.0%，单季度归母净利增速分别为3.5%、20.1%，电子营收及归母净利均实现高增，通信也维持相对稳定低增速。
- **政策推动AI发展决心彰显，国产替代有望继续加速。**8月26日，国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》。其中提到，到2027年，率先实现人工智能与6大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超70%。到2030年，新一代智能终端、智能体等应用普及率超90%，智能经济成为我国经济发展的重要增长极。同时，芯片产业链受制情形下，国产替代将继续加速。2025年7月31日，国家网信办正式约谈英伟达，要求英伟达公司就对华销售的H20算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料。

电子2025Q2营收实现高增



资料来源：Wind，华安证券研究所。

电子2025Q2归母净利同样高增，通信小幅增长



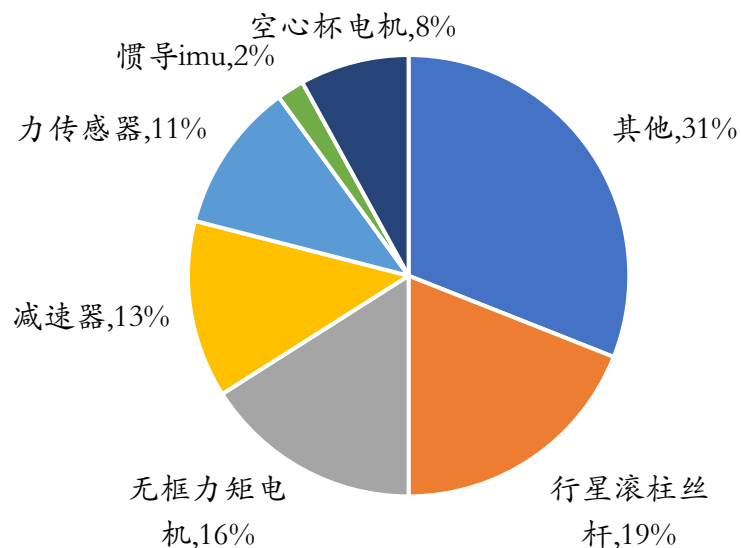
资料来源：Wind，华安证券研究所。



2.1 国内权益（2）：成长科技弹性十足，关注机器人、国防军工

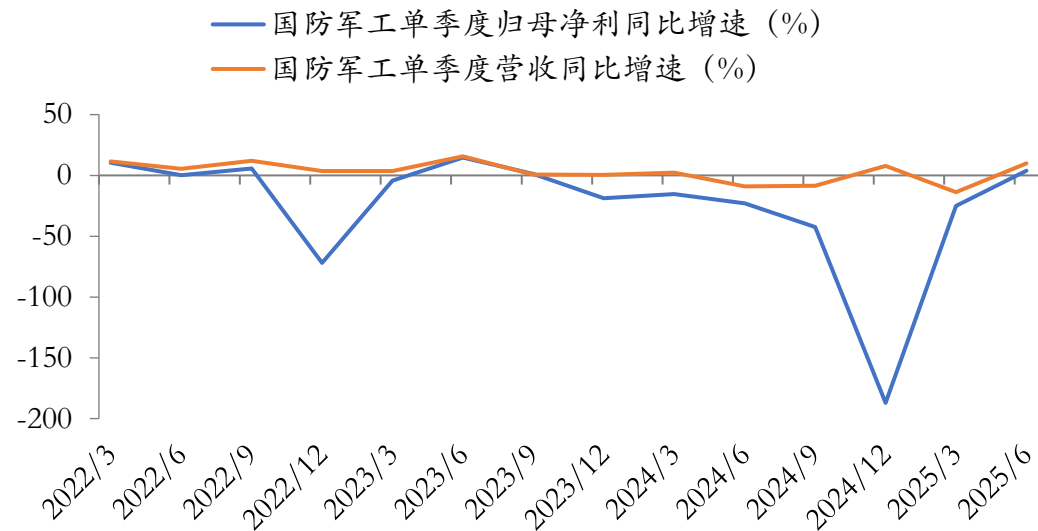
- **机器人：**受益于AI发展，应用终端有望加速落地，关注相关零部件板块。机器人未来发展空间广阔。据GGII预测，2025年全球人形机器人市场规模将达到63.4亿元，2035全球年市场价值规模将超过4000亿元，中国人形机器人市场规模将从2024年的12.5亿元大幅增长至2035年的1383.0亿元，年均复合增速将达到53.4%。若AI再次出现重大技术进步性事件，规模或远超预测值。
- **国防军工：**国产军工装备再现多热点催化，对9月阅兵期待正处升温期。军工板块本身便存在受热点事件催化而呈现出阶段性机会的特征，短中期内重磅催化剂仍然较多，在9月阅兵式临近新式装备即将亮相、以及中东和美俄关于乌克兰问题磋商等多个热点的催化下，军工板块交投情绪升预计仍将继续升温。

机器人零部件中丝杠、电机、减速器等价值高



资料来源：Tesla AI Day、前瞻产业研究院，华安证券研究所

军工板块2025Q2景气度显著回升



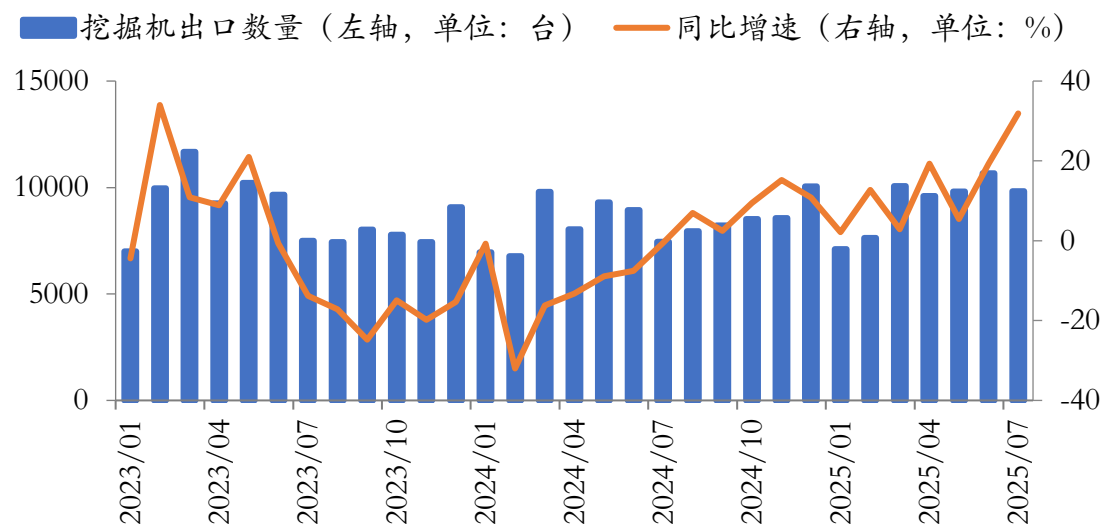
资料来源：Wind，华安证券研究所。



2.1 国内权益（3）：有景气 and 业绩支撑的细分领域

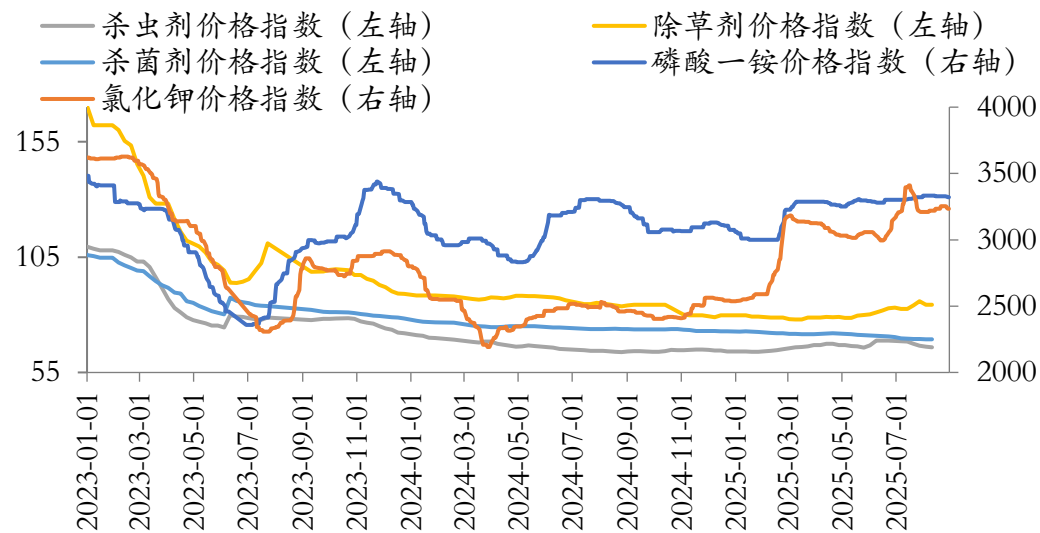
- ▶ 工程机械景气度具有强周期性，同时海外降息后全球投资建设有望逐步复苏带动出口持续上行。时间规律上，工程机械作为强周期性行业，受基建、地产以及设备更新周期等因素影响较多。2005年至今，以挖掘机为例，一轮完整的回升-衰退周期一般在3-5年左右。2025年上半年挖掘机销量整体维持较高增速，且明显好于2023、2024年同期水平，呈见底回升趋势。从周期上来看，自2020年2月增速见底至2024年初已历时4年左右，当前正处于新一轮周期的上行期内。
- ▶ 农化制品景气度触底回升。杀虫剂、除草剂于2025年均呈现出触底反弹迹象，农药品类整体涨价趋势较为明显。考虑到今年干旱、虫害增多，同时基于粮食安全大战略背景下，保粮重要性程度持续提升，这也将带来对农化制品的需求。

挖机出口自2024年初开始回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所

部分农化制品价格企稳或明显回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。



2.2 美股：美联储降息大概率为“预防式”，美股有望进一步上攻

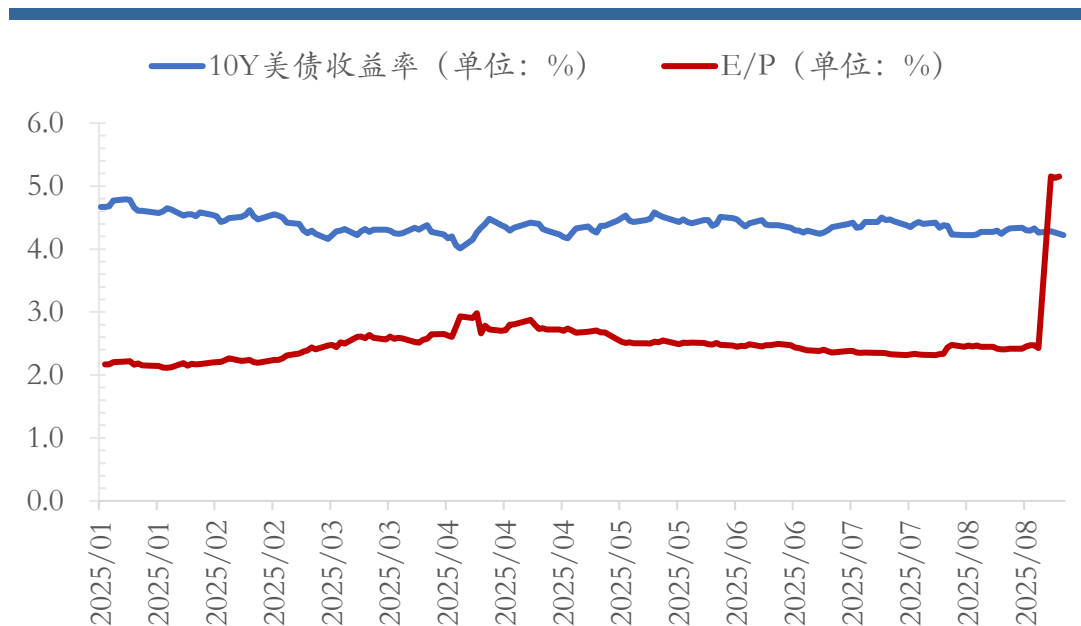
- 美联储降息大概率为“预防式”，美股有望进一步上攻。当前，美股仍有较多因素予以支撑。①一方面，美联储有望在9月“重启”降息，并且本次降息为失业率在相对低位的“预防式”降息，从历史上看往往推升美股新一轮上涨。②另一方面，美股8月财报季整体业绩表现较好（虽然部分企业低于预期），一定程度上消化了此前高估值的压力。二者叠加之下，美股相对于美债的吸引力进一步抬升，继续看多美股。因子分析显示，当前美国通胀压力依然不容忽视，美联储降息节奏依然存在不确定性，纳指相对优势受限。

因子分析显示，道指具备相对优势

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动（2Y美债）	-0.18	0.09	0.01
长短利差变动（10Y-2Y美债）	0.05	-0.01	0.02
失业率（季调）变动	0.10	0.15	0.07
美国CPI环比	0.20	0.37	-0.10
美国PPI环比	0.90	-4.55	-1.50
合计		-3.94	-1.50

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

业绩向好推升市盈率，美股吸引力抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：美联储有望“重启”降息

2 权益：无风险、势未休

3 利率：打开向下空间

4 大宗：分歧收敛，黄金占优

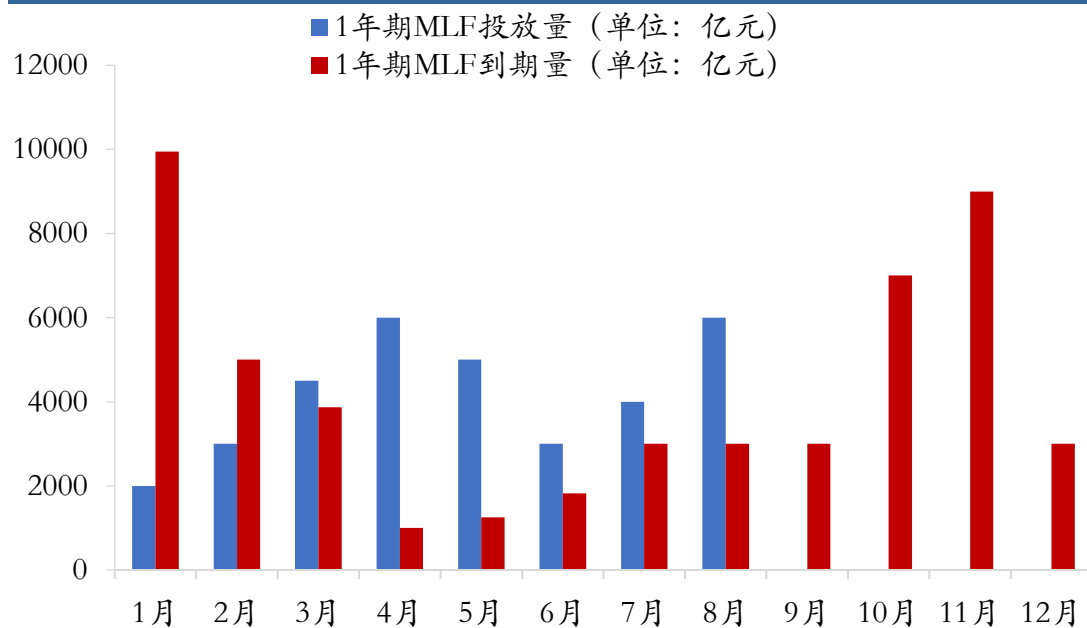
5 汇率：利差逻辑下美元走弱



3.1 国内债券：货币政策外部掣肘减弱，国内降息空间打开

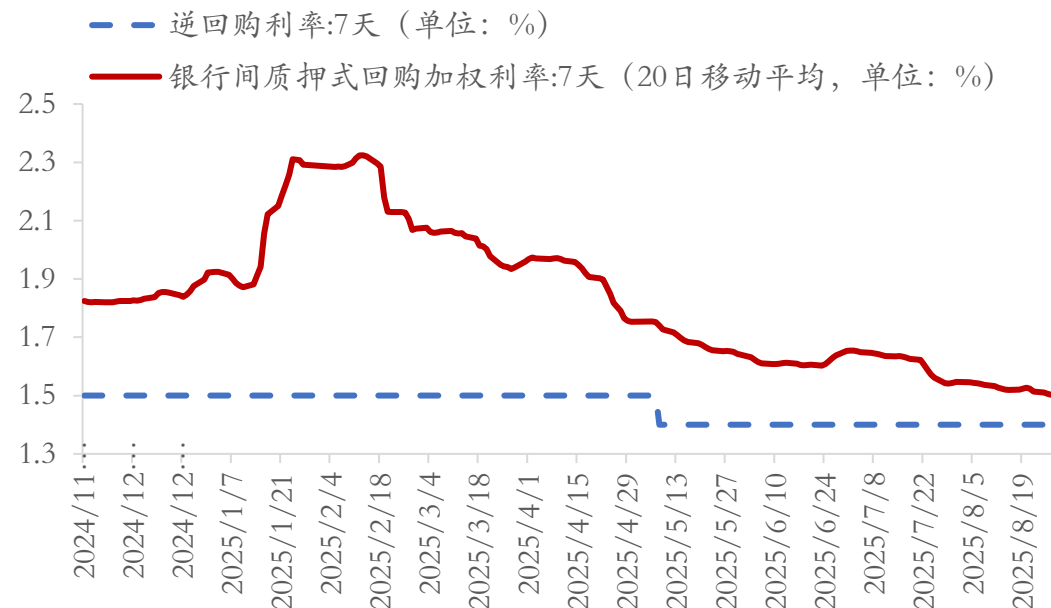
- 货币政策外部掣肘减弱，国内降息空间打开。如9月中旬美联储降息，是时隔一年后美联储重启降息，有望推动美债利率回落、中美息差“倒挂”收窄，有望进一步缓解人民币汇率压力，减少货币政策外部掣肘，从而打开国内降息空间。8月末，国内多家中小银行宣布下调人民币存款利率，降幅达10到20个基点，其中江苏银行、南京银行等多家银行宣布调整3年期定期存款利率。近年来，央行注重于维持存贷款息差，降息往往以存款利率下调为前瞻信号，也暗示9月降息概率有所抬升。

政策端超额续作维持流动性合理充裕



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007延续下行，短端资金压力偏低



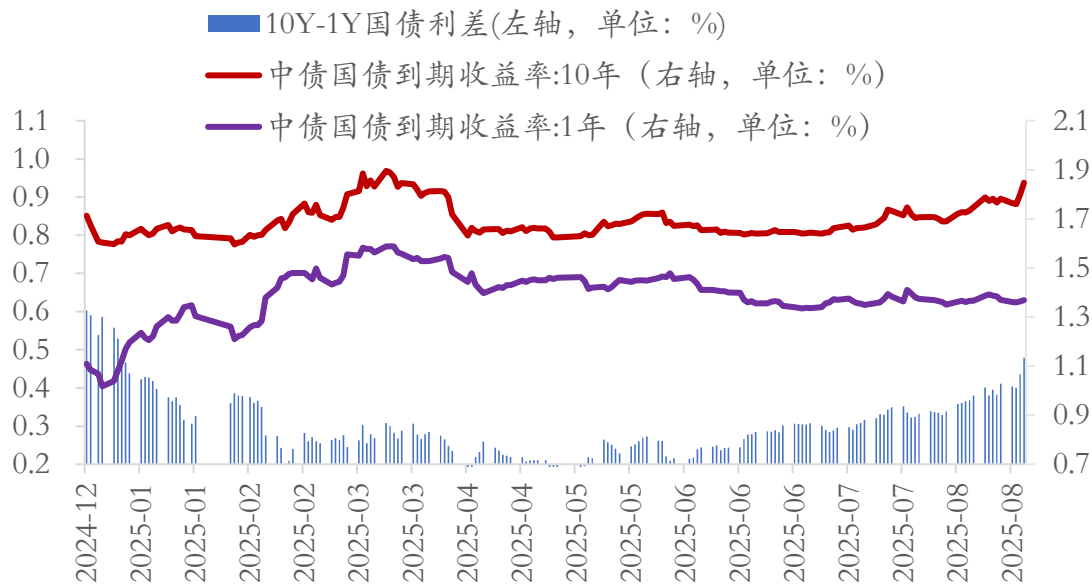
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.1 国内债券：短期流动性宽松叠加通胀回升预期，带动期限利差扩大

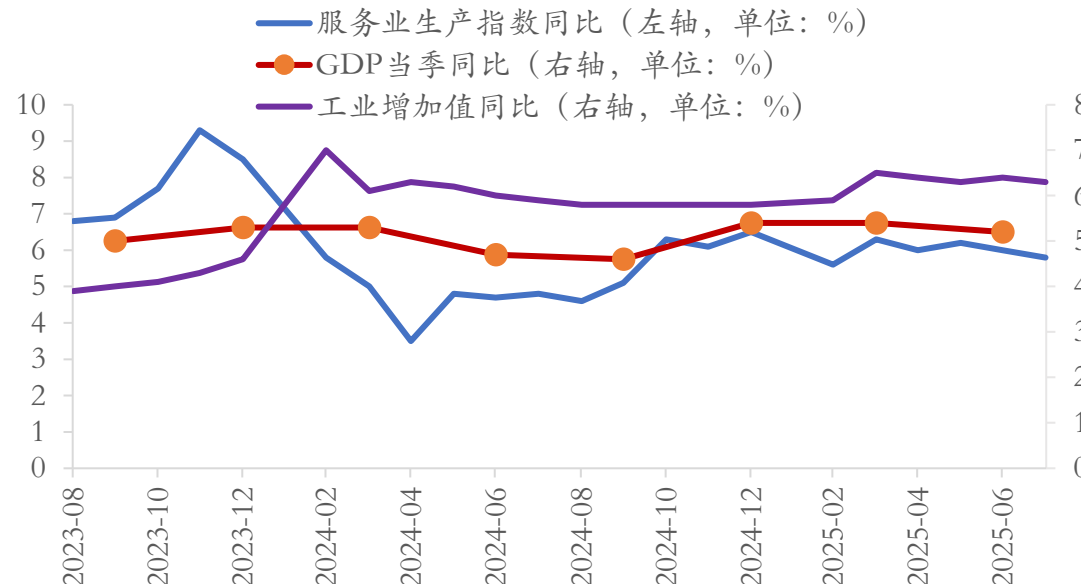
- ▶ **短期流动性宽松叠加通胀回升预期，带动期限利差扩大。**当前经济增速存在一定下行压力，基本面拉动利率向上力度较弱。但伴随着近期整治“内卷式”竞争政策持续加码，部分领域价格有所回升，中长期通胀预期有所改善，从而带动长端利率向上。而短端利率有望在9月降息预期抬升以及流动性充裕下进一步回落。
- ▶ **长端受通胀回归至中枢预期推动，短端利率在降息预期影响下有望下行，带动期限利差扩大。**

长端利率回升、短端利率下降，期限利差扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

经济增速仍有下行压力，基本面拉动利率幅度较弱



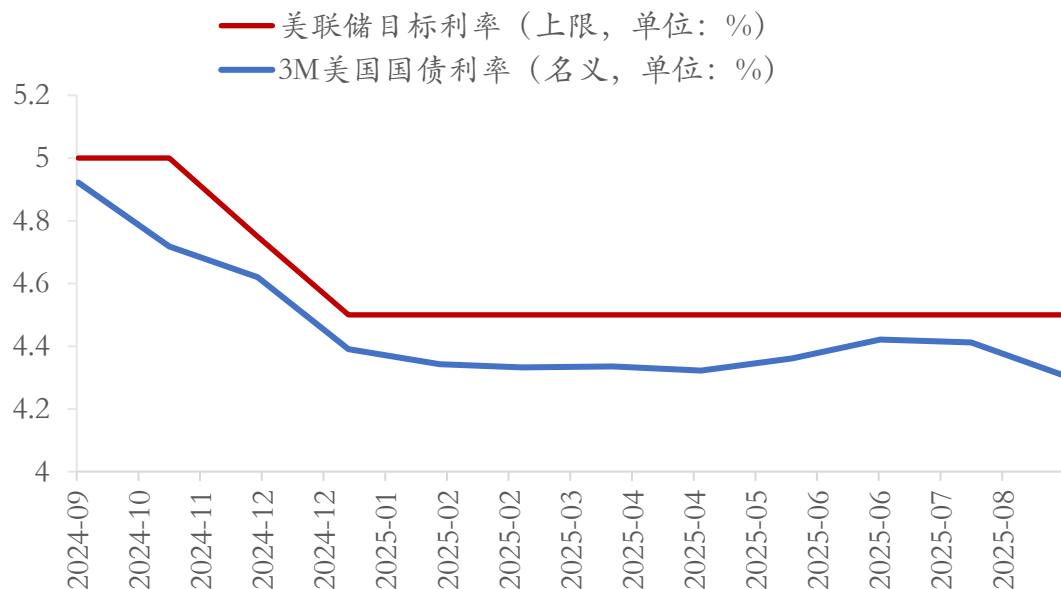
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：2月为累计同比。



3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）下降

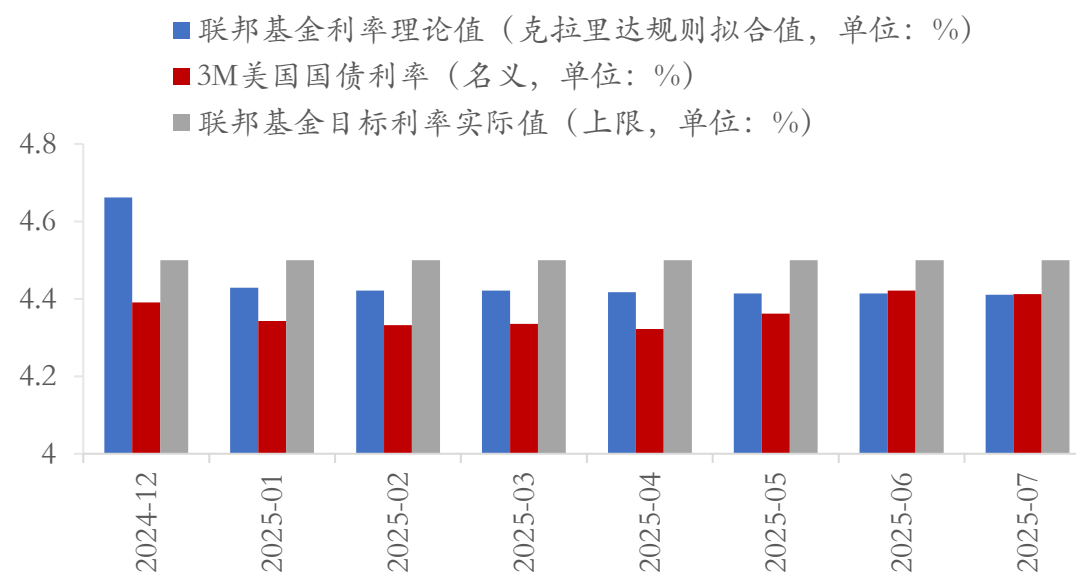
- 美债利率有望回落，但幅度受限。根据伯南克三因素框架判断，9月美债利率走势依然主要围绕短期实际利率和期限利差博弈。①美联储9月议息会议大概率“重启”降息，推动短期实际利率下行。②美国失业率维持低位，与其他国家关税谈判整体顺利，长端利率下行幅度有限。③关税对通胀担忧有所缓解，通胀预期预计变动有限。
- 美债：短期实际利率（3M名义）下降。考虑到美联储有望重新开启降息周期，因而短期实际利率预计逐步下降。

美联储有望重启降息，短期实际利率向下



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

短期利率与理论利率持平



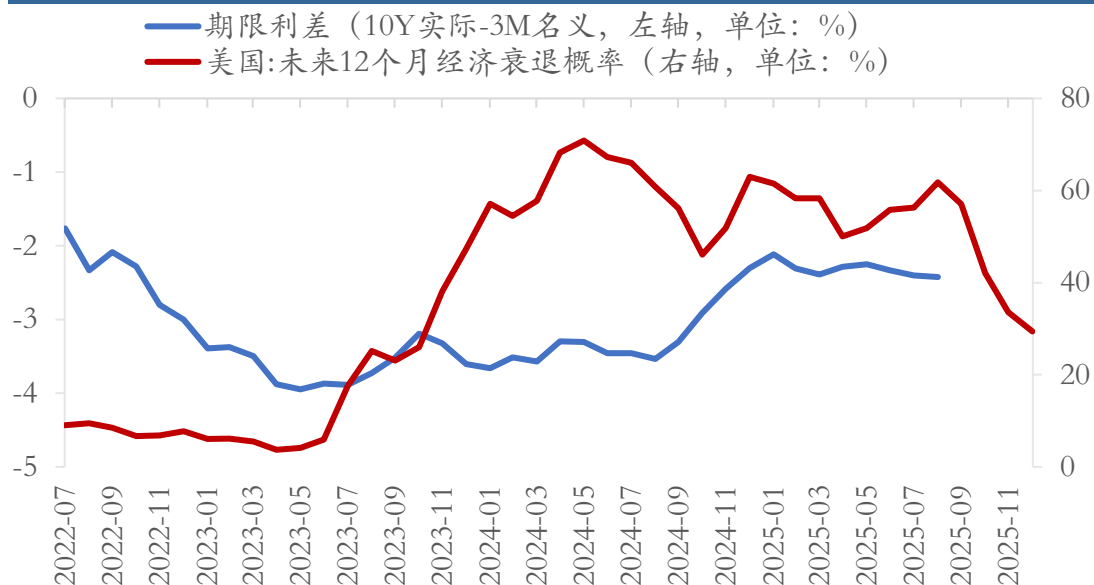
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



3.2.2 美债：实际利率负期限利差有望继续收窄

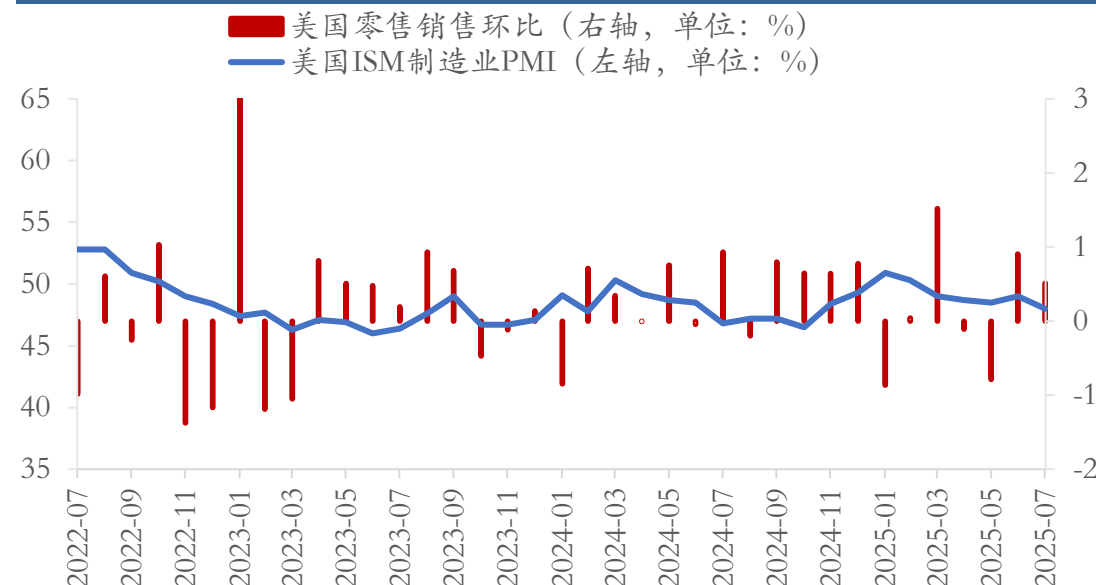
► 美债：实际利率负期限利差有望继续收窄。一方面，美国关税风险继续缓释，“大而美”法案解决债务上限问题后，美国经济软着陆信心明显增强。7月美国ISM-PMI下滑至48%，但零售销售额环比增长0.51%，也表明美国经济增速放缓压力不大。根据美国BEA估算的未来12个月美国经济衰退概率显示，8月峰值过后美国经济衰退风险大幅下降。另一方面，随着稳定币法案加速推进，作为底层资产之一的美债需求也有望回暖。受此影响，预计实际利率负期限利差有望收窄，10Y美债利率获益于降息下行的幅度受限。

美国衰退概率峰值已过



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：期限利差为月均值

美国PMI下降，但零售环比维持增长



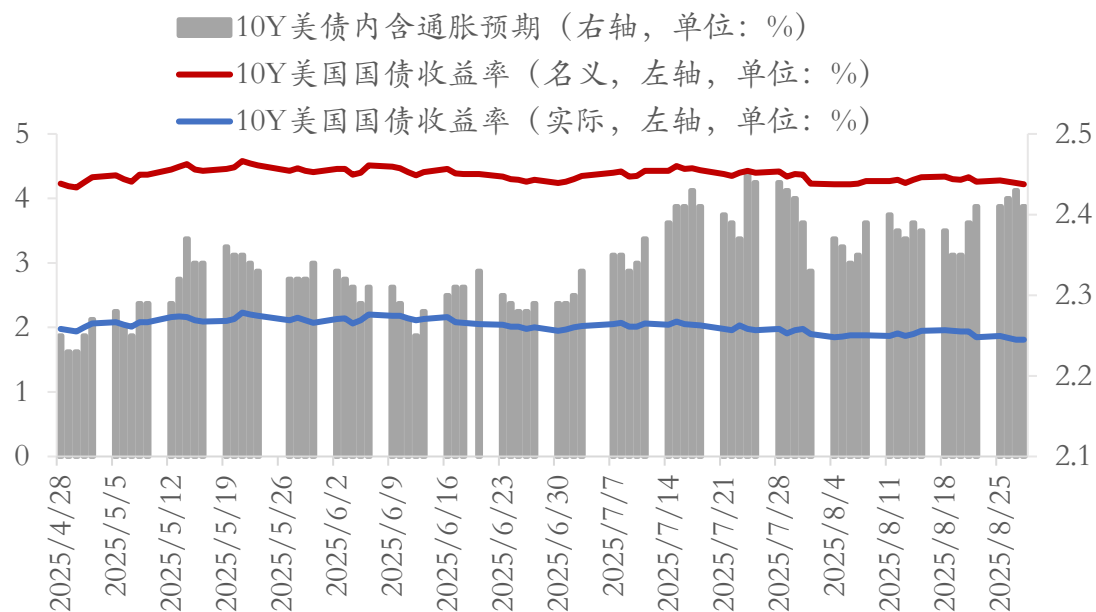
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



3.2.3 美债：10Y内含通胀预期变动不大

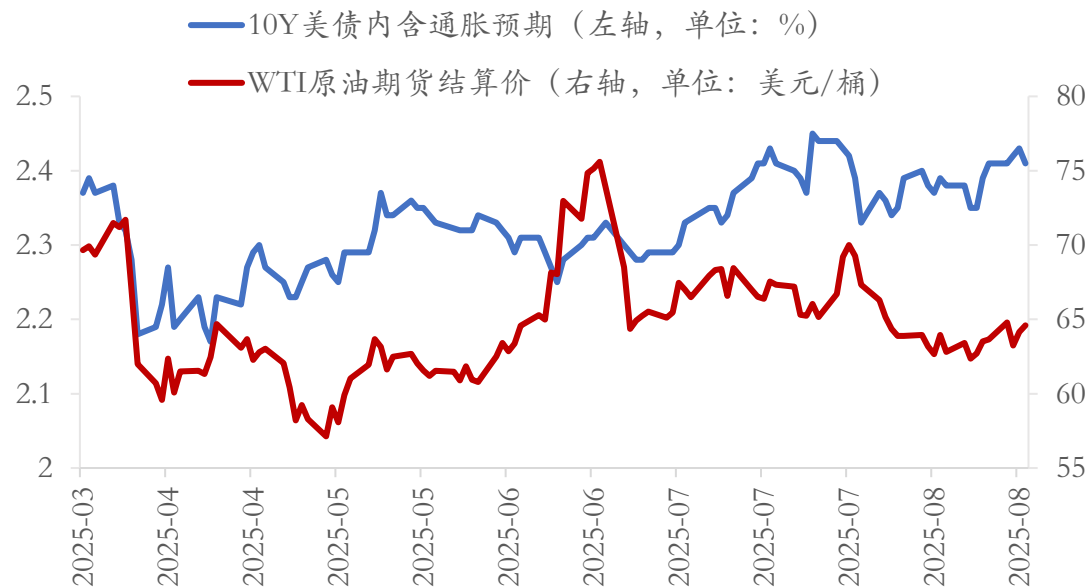
➤ 美债：10Y内含通胀预期变动不大。7月美国CPI同比2.7%，持平于前值、略低于预期值2.8%。核心CPI同比3.1%，略高于预期值3.0%，但核心CPI环比0.3%与预期值持平。同时，7月核心商品价格中仅美国关税政策着重强调的汽车涨幅较高，剔除汽车后的核心商品环比0.2%、低于前值0.6%。总的看，由于7月大部分国别关税水平基本确定，因而理论上7月通胀已基本包含了关税的冲击，但数据显示关税对通胀的传导力度较为有限。7月密歇根大学5年通胀预期为2.13%，较前两月小幅下降，也表明后续10Y美债内含通胀预期难以再度抬升。

油价维持低位带动内含通胀预期走弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

关税对通胀影响的预期减弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。



目录

1 配置逻辑：美联储有望“重启”降息

2 权益：无风险、势未休

3 利率：打开向下空间

4 大宗：分歧收敛，黄金占优

5 汇率：利差逻辑下美元走弱



4.1 国际大宗：分歧收敛，降息预期下黄金占优

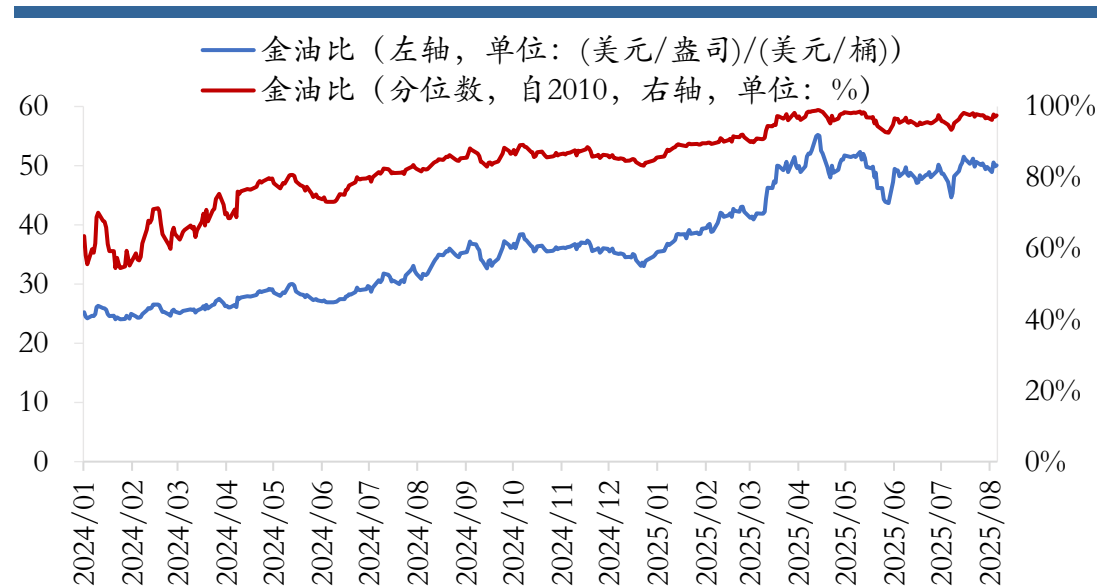
► **分歧收敛，降息预期下黄金占优。**伴随着美国关税基本落地以及市场对于美联储降息预期基本形成一致，预计国际大宗商品价格延续8月趋势性方向。其中，OPEC+持续扩大增产节奏，油价仍有下行压力，建议低配；铜关税落地，后续走势需要新指引，建议标配；美联储“重启”降息周期，有望推动实际利率下行、金价上行，建议超配。

因子分析看，黄金持仓下降相对优势受限

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端 利率变动 (2Y美债)	-0.18	-1.23	-0.09	0.82
长短利差 变动 (10Y-2Y美债)	0.05	0.08	0.01	-0.04
美债长期平均实际利率	-0.01	-0.03	0.02	-0.03
库存/ETF持仓量变动		0.10	-0.21	-0.05
净多头持仓		1.39	-0.05	-1.83
合计		0.30	-0.32	-1.14

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

金油比仍维持高位



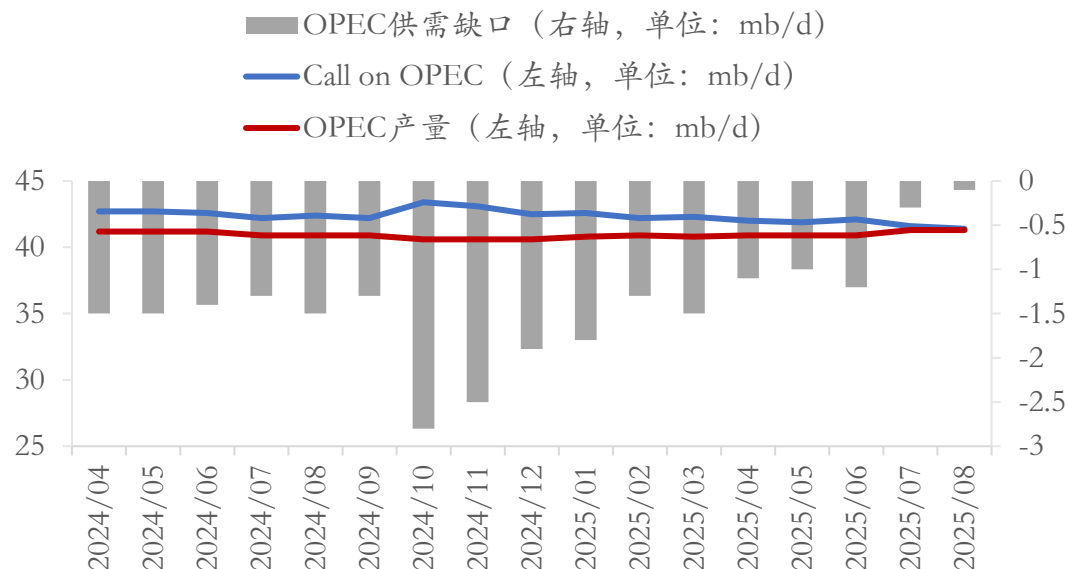
资料来源：Wind，华安证券研究所。



4.1 原油：OPEC+增产担忧持续压制原油价格

► **原油：OPEC+增产担忧持续压制原油价格。**我们维持之前的判断，在油价接近60美元/桶的情况下，OPEC+为了保持其原油全球份额加快增产速度。8月以来，OPEC+宣布继续大幅上调9月产量目标54.7万桶/天，同时为阿联酋额外增加了30万桶/天的配额，供应继续增强，OPEC+预计供需缺口继续收窄。同时，南美、非洲等低成本增量集中释放，美国页岩气增产压力仍存。因此，供给增强、需求走弱，原油价格预计仍以下行为主。

OPEC+预计供需缺口大幅收窄



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

8月原油库存维持震荡



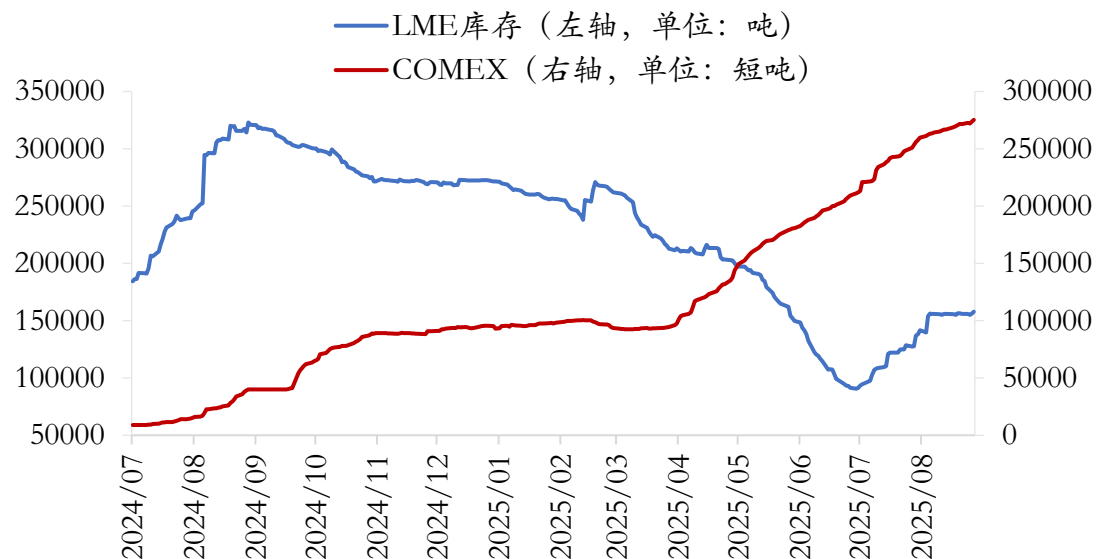
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：关税落地后，市场寻求新的方向性趋势

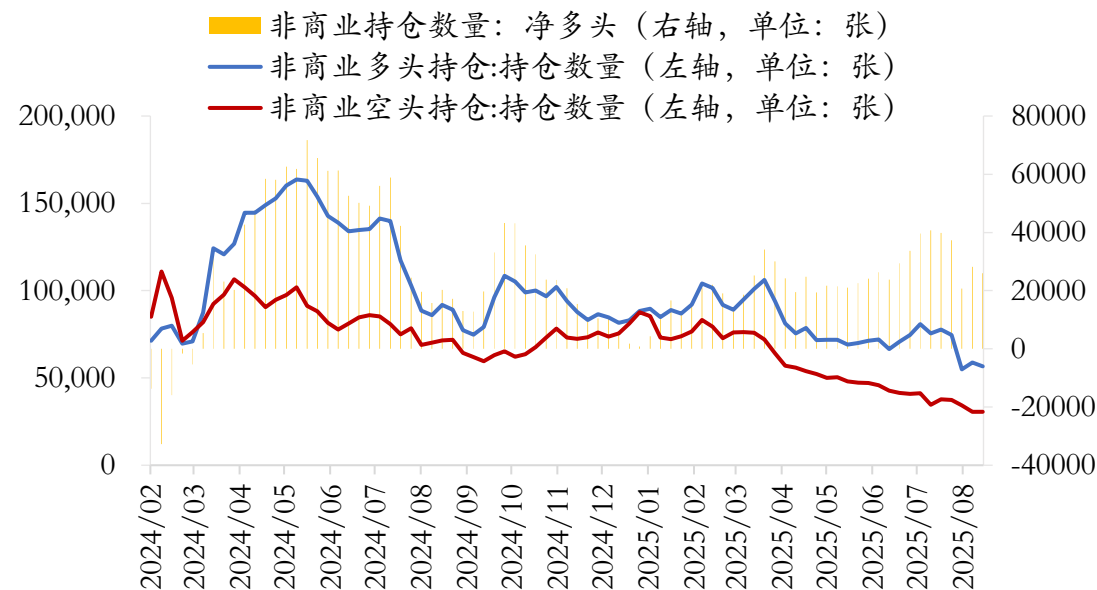
► **铜：关税落地后，市场寻求新的方向性趋势。**8月美国对铜及铜制品的关税落地后，库存可能向美国转移阶段性终止，LME库存开始持续回升。同时，市场转向博弈市场供求因素。一方面，在美国持续推行逆全球化举措下，需求担忧尚未完全缓解，持续制约铜价；另一方面，美联储重启降息可能短暂为铜价提供一定支撑。综合来看，市场目前在寻求新的方向性趋势，因而非商业多空持仓量均在持续下降。在新趋势或因素明朗前，建议铜维持标配。

LME铜库存持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业多空持仓均回落



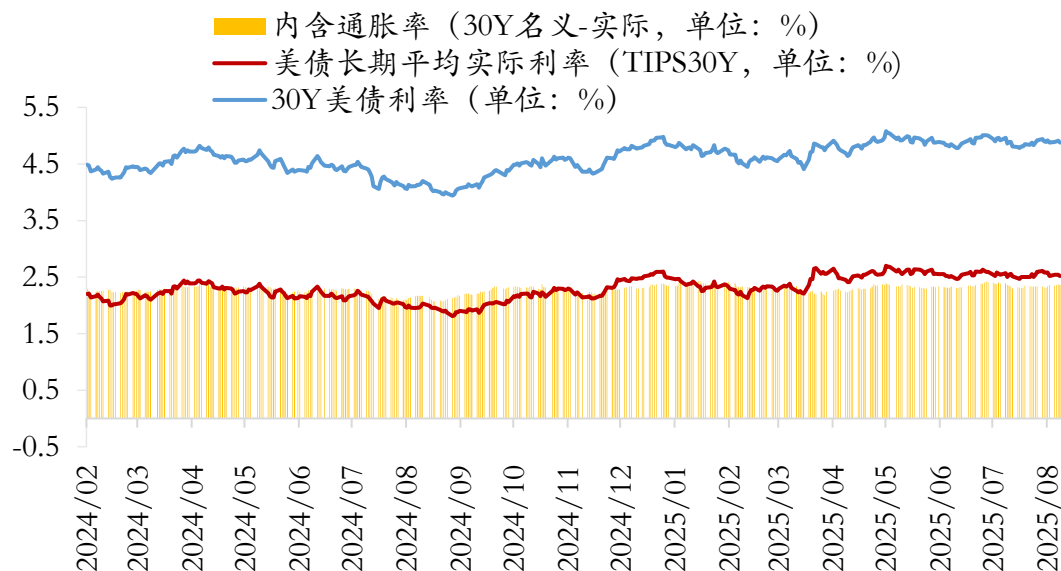
资料来源：Wind，华安证券研究所。



4.1 黄金：美联储“重启”降息周期，金价有望恢复上行

▶ **黄金：美联储“重启”降息周期，金价有望恢复上行。**8月以来，地缘政治风险有所缓释，但美联储降息预期出现了较大波动。随着8月Jackson Hole上美联储主席鲍威尔发表主题讲话以及同日美联储更新了政策指引，美联储倾向于认为关税对通胀的冲击是暂时性因素，从而为重启降息周期提供了框架性依据。因而，9月美联储降息有望推动金价恢复上行。中长期看，特朗普政府持续推行逆全球化举措，美联储处于降息周期，中长期继续看好黄金价格。

美债实际利率整体变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量再度上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



4.2 国内大宗：整治“内卷式”竞争具体政策集中在少数关键领域

- 整治“内卷式”竞争具体政策集中在少数关键领域。7月以来，国内大宗品价格围绕整治“内卷式”竞争博弈，但进入8月后，整治“内卷式”竞争具体落地政策主要集中在光伏、煤炭等少数关键领域，并未全面向工业品铺开，部分领域预期有所落空、价格回落。短期来看，在没有新一轮政策出台的情况下，国内大宗品价格博弈开始逐步回归基本面逻辑，因而暂未出台行业性政策或者举措的工业品价格可能有所回落。目前来看，国内大宗品整体建议低配，相对可标配农产品和上游煤炭价格企稳的螺纹钢，后续关注具体行业政策落地情况。

因子分析显示农产品价格相对具备支撑

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	0.01	0.00	0.05	-0.01	0.04
长短利差（10Y-1Y国债）	0.07	0.11	-0.22	0.05	-0.17
M2同比差值变动	0.10	-0.06	0.00	-0.04	0.01
基建投资累计同比变动	-1.40	-0.92	-1.91	-0.29	-2.09
新开工面积前12个月移动平均同比	-20.42	-0.90	-1.40	-0.86	0.88
竣工面积前12个月移动平均同比	-24.80	-0.93	-5.91	-0.99	9.82
销售面积前12个月移动平均同比	-4.56	0.60	0.23	0.78	-1.62
合计		-2.10	-9.16	-1.36	6.87

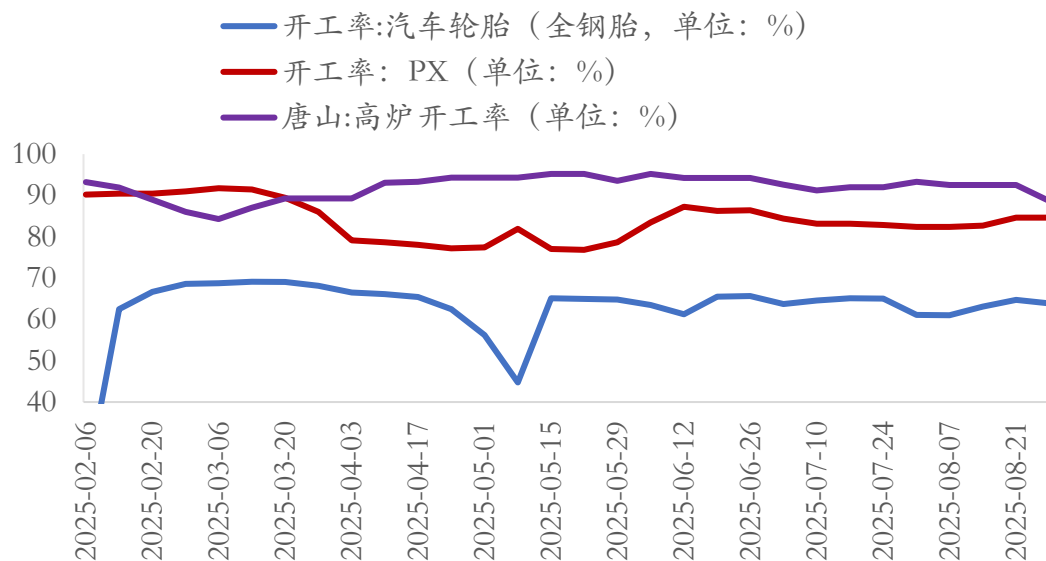
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：暂无新一轮整治“内卷式”竞争政策拉动价格

- ▶ 暂无新一轮整治“内卷式”竞争政策拉动价格。8月前四周周均集装箱吞吐量环比较上月略有提升，出口维持较高景气。典型工业品开工率变化不大，其中汽车全钢胎开工率维持在63%左右波动，PX开工率在82%左右、月末略有抬升，唐山高炉开工率维持在92.5%左右。考虑到暂无新一轮整治“内卷式”竞争政策拉动价格，市场预期有所回落，预计南华工业品价格震荡偏下行，后续继续跟踪政策出台与落地。

主要工业品开工率变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

美联储降息前，能源与有色价格上行乏力



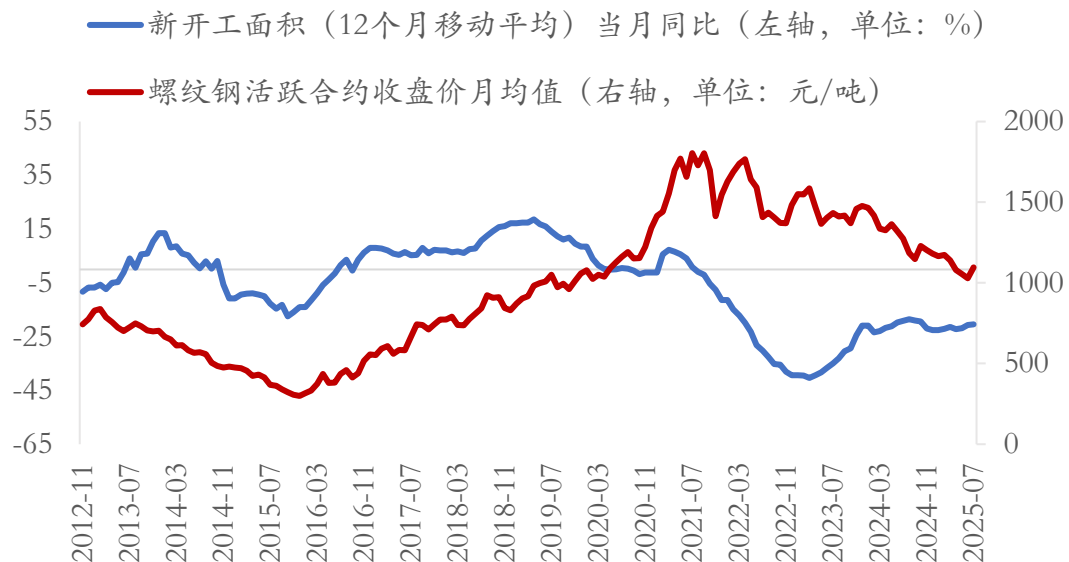
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：上游煤炭价格企稳，价格或持平

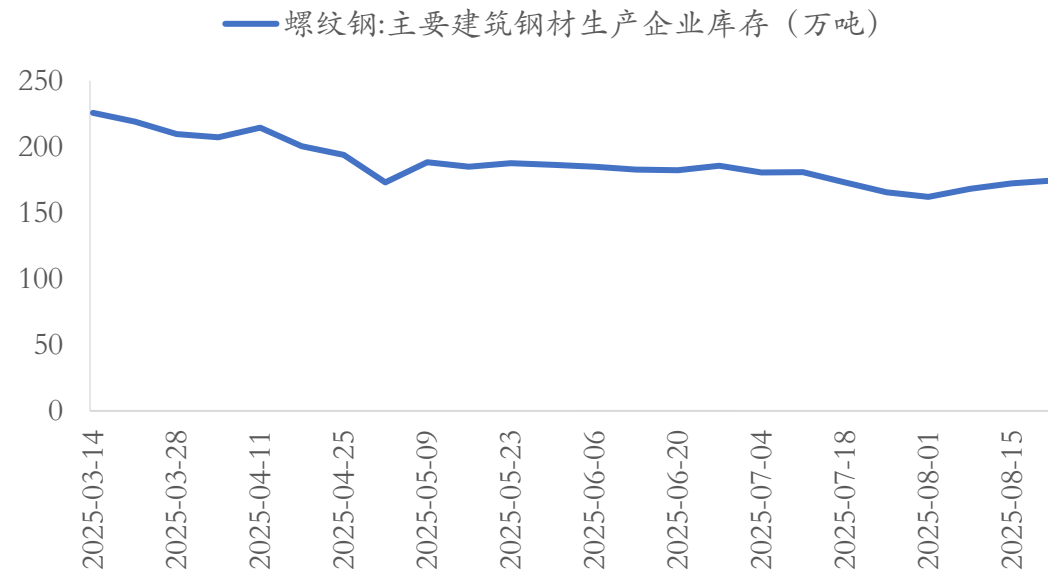
- 上游煤炭价格企稳，价格或持平。一方面，8月钢材预估日产量持平于268万吨/天，整体变化不大，同时8月螺纹钢库存略有回升。另一方面，由于监管机构推动超产煤矿下半年控制产量，预计焦煤价格企稳，有利于螺纹钢价格保持稳定。因而，螺纹钢指数预计整体偏震荡，后续仍需关注政策落地节奏。

新开工下行变化不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

8月粗钢库存略有回升



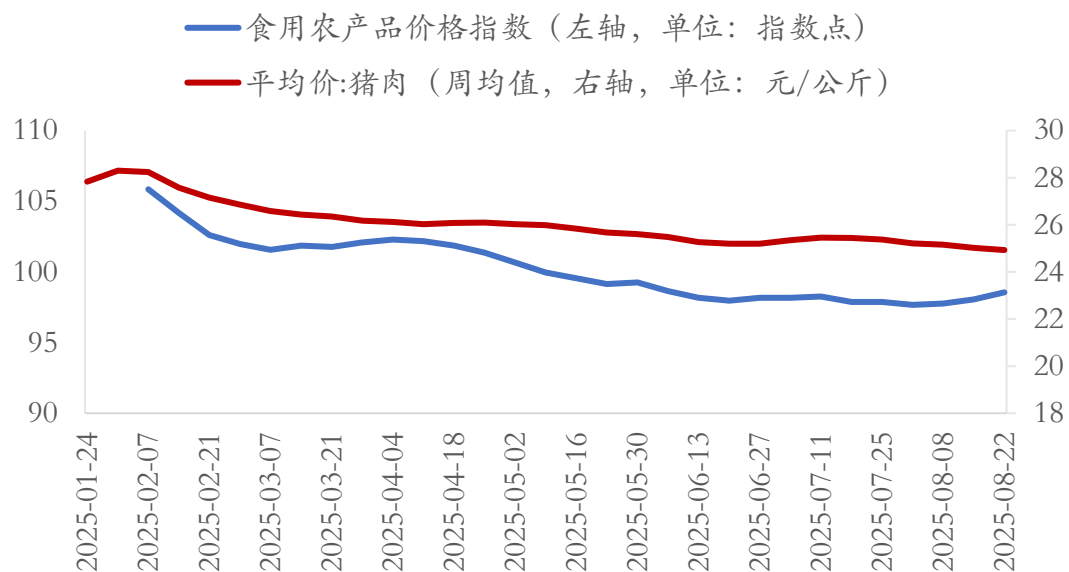
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨



4.2 南华农产品指数：价格变动幅度有限，维持标配

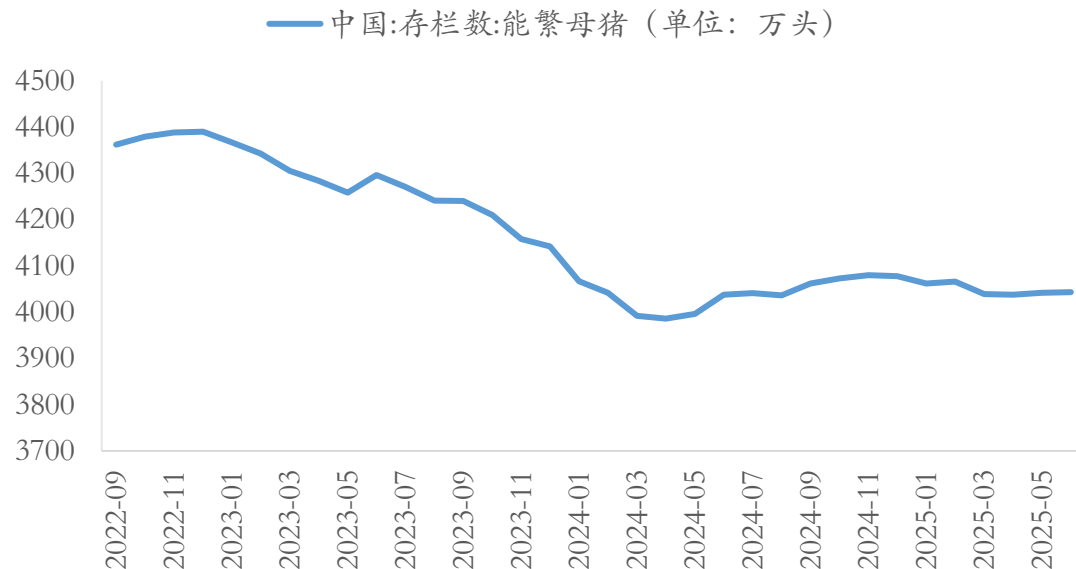
- **南华农产品指数：价格变动幅度有限，维持标配。**猪肉价格继续下降，8月前三周猪肉平均价25.04元/公斤，延续缓慢下行态势，与去年同期均值同比下降19.77%、较上月扩大7.0个百分点。8月末食用农产品价格指数维持低位、月末有所反弹。能繁母猪存栏量整体基本持平。整体上看，价格变动幅度有限，农产品价格难以直接受益于整治“内卷式”竞争，故维持标配建议。

8月猪肉价格小幅下降，食用农产品价格企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

能繁母猪存栏量持平



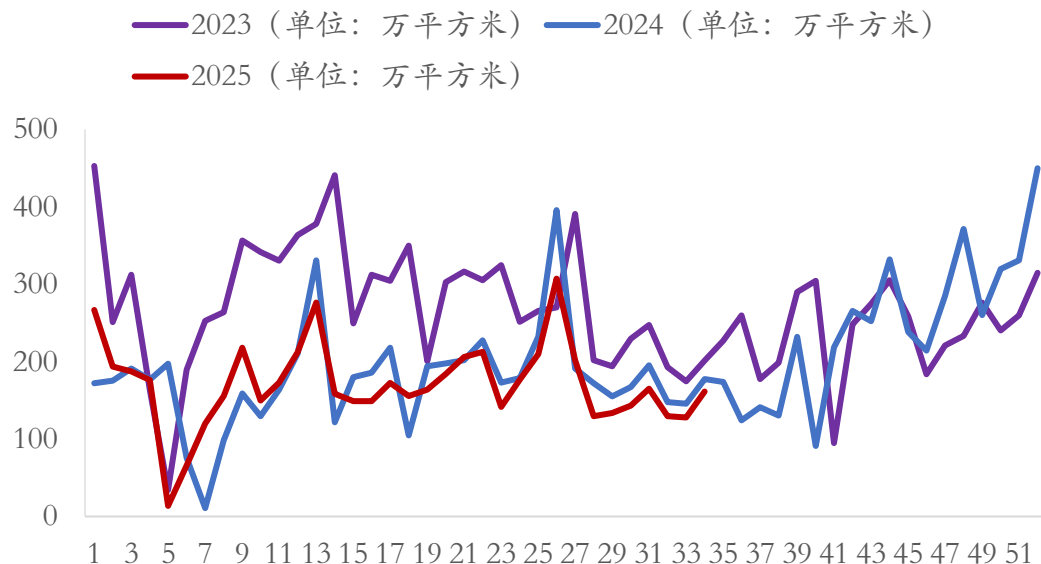
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头



4.2 南华玻璃指数：地产基本面低迷拖累价格

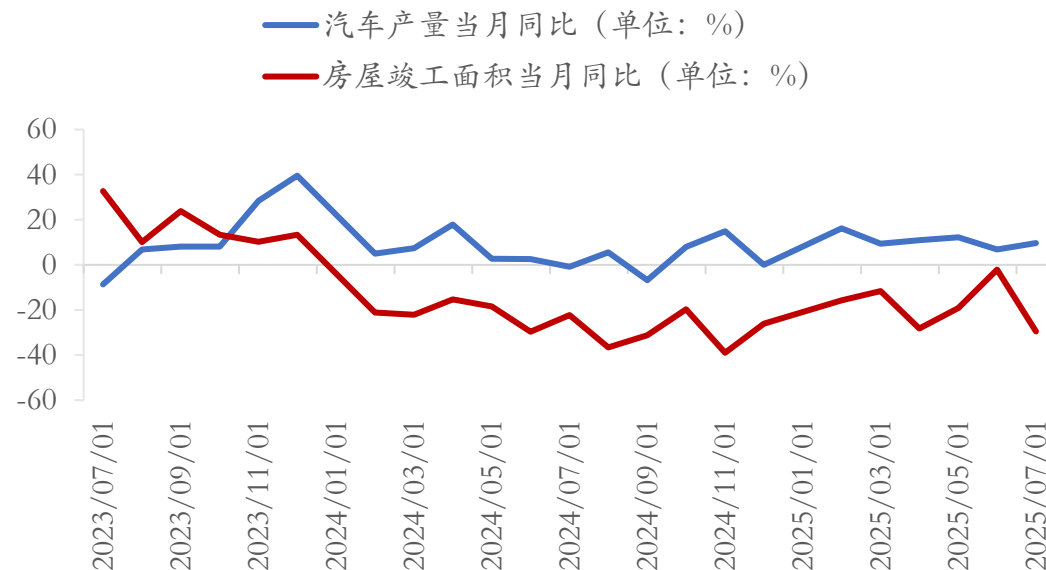
- **南华玻璃指数：地产基本面低迷拖累价格。**进入淡季叠加政策并未进一步发力支撑，Wind口径下30个大中城市8月新房销售同比下降12.4%。我们认为，目前房价加速下行，如无政策托底，预计地产难以企稳。虽然8月中下旬，北京、上海均放松了地产调控政策，但力度较为有限：一方面核心区限购并未打开、非核心区限购门槛下降力度有限；另一方面首付比例未作明显调整。房价低迷可能导致购房者观望情绪依然浓厚。7月份，一线城市二手住宅销售价格环比下降1.0%，降幅比上月扩大0.3个百分点；二线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.4%，降幅扩大0.2个百分点；三线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.3%，降幅与上月相同。回归地产供需基本面逻辑下，玻璃价格恐继续下行。

30城商品房周销售面积依然低于去年



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，同比与此前可比性弱化。

竣工面积同比增速继续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

1 配置逻辑：美联储有望“重启”降息

2 权益：无风险、势未休

3 利率：打开向下空间

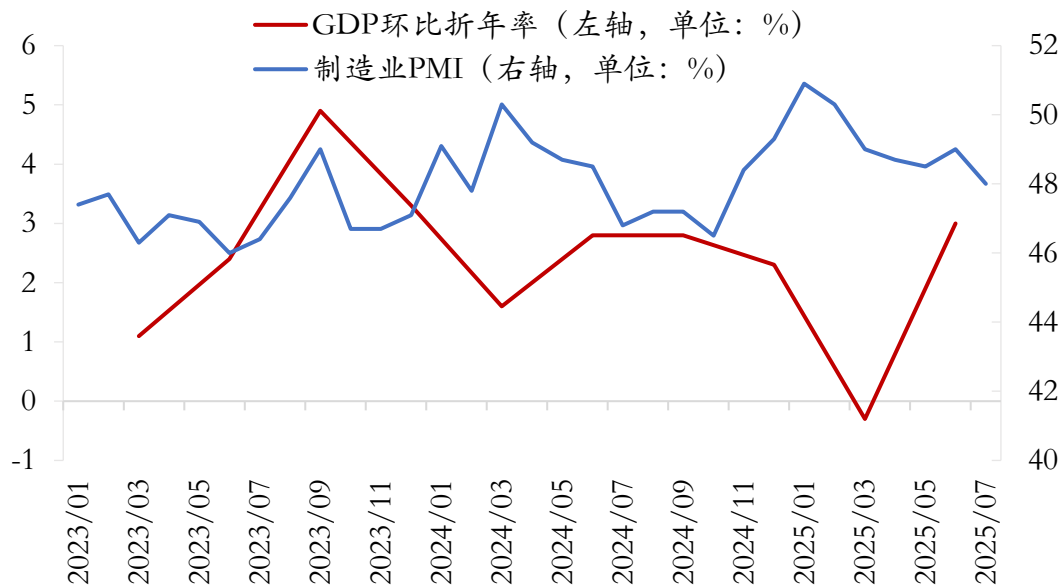
4 大宗：分歧收敛，黄金占优

5 汇率：利差逻辑下美元走弱

5.1 美元指数：降息格局逐步明朗，美元有望回落

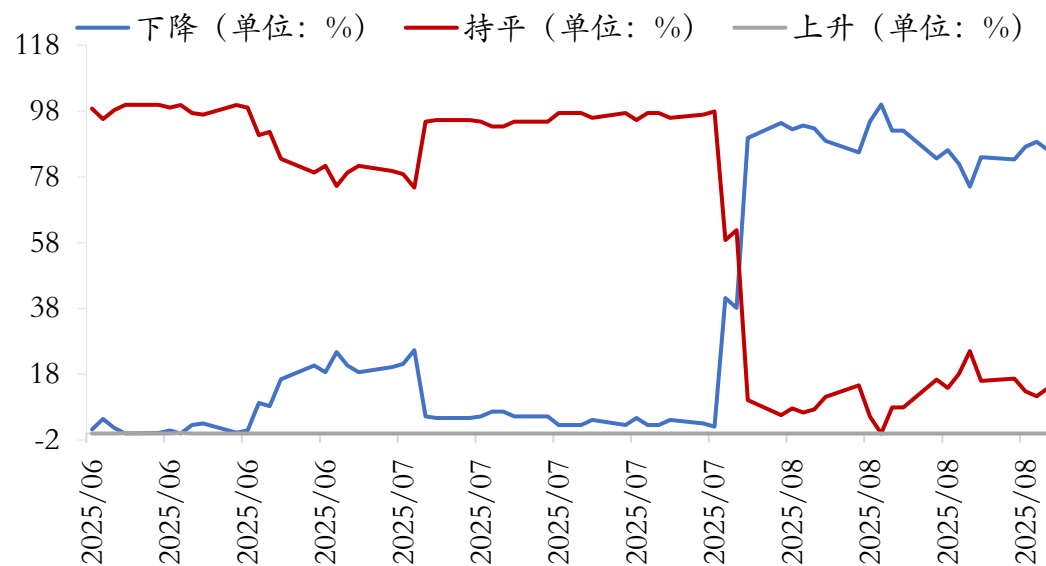
➤ **降息格局逐步明朗，美元有望回落。**美联储主席鲍威尔在8月Jackson Hole上的发言表明美联储正在调整其政策框架，更加注重就业下滑的潜在风险，对通胀担忧减弱，指向降息。伴随“重启”降息格局逐步明朗，美债利率大方向上回落，息差逻辑下，美元指数有望回落。

美国PMI小幅下行



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。

市场押注9月FOMC目标利率下降



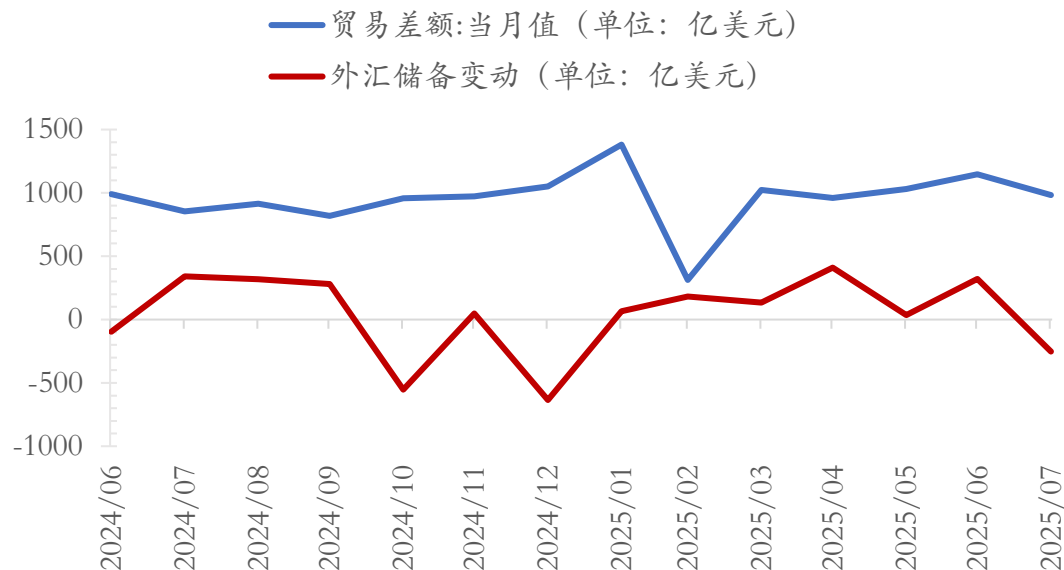
资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。



5.2 人民币：中美利差“倒挂”收窄利好人民币回升

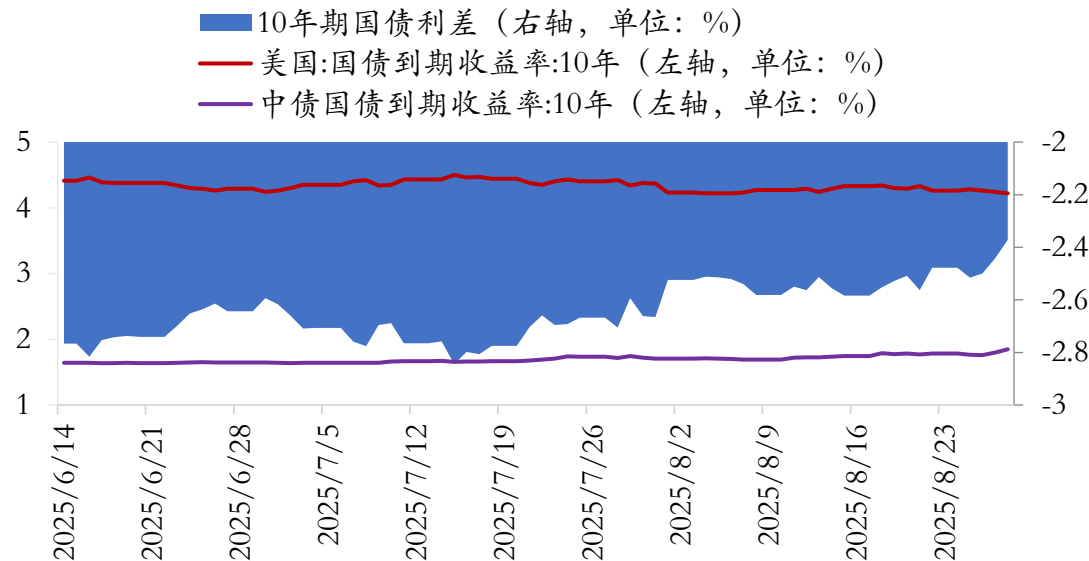
► 中美利差“倒挂”收窄利好人民币回升。8月末，伴随着美联储降息预期提升和国债收益率反弹，中美利差“倒挂”幅度明显收窄，美元兑人民币汇率从7.2左右回落至7.15左右。但中长期来看，人民币汇率的趋势性反转还有赖于国内经济基本面出现明确拐点，或中美关税领域谈判取得重大突破。因而，短期内人民币汇率有望继续升值，但能否突破7的关键关口还有待进一步跟踪。

7月外汇储备变为净流出



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差“倒挂”有所收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。