

金融市场分析周报

(2025.08.18-2025.08.22)

报告摘要

- **资金面分析:** 税期资金价格持续位于高位; 下周跨月叠加逆回购大额到期, 央行操作情况仍需关注。本周央行公开市场开展了 20770 亿元逆回购操作, 当周有 7118 亿元逆回购到期, 此外本周存在 2200 亿元国库现金定存到期, 央行国库现金定存投放 1200 亿元, 本周共净投放 12652 亿元。受缴税影响, 本周一起资金价格维持高位。在央行持续净投放下, 本周资金价格有所下行。下周为 8 月份最后一周, 跨月期间资金价格存在季节性上行动力。随月末临近, 下周政府债融资额环比回落, 预计对于资金面带来的压力相应减少。本周央行大幅增大投放, 下周逆回购到期额位于近期高位, 结合跨季及权益市场对于资金的分流, 下周资金面面临的外部压力预计仍然较大, 央行投放情况仍需关注。
- **利率债:** 未来一周, 市场处于数据和政策的空窗期内, 资金面和权益市场的情绪因素将主导债券走势。近期央行呵护市场流动性的态度依然是确定的, 但税期、跨月等重要时间节点, 资金面仍会存在着边际收敛的动力。短期对债市影响最大的权益市场虽然继续保持上涨势头, 但在利率明显上升后, 债市对于股市的上涨可能会逐步钝化(可能还会有影响, 但程度会减小)。而且当前偏弱的基本面也不支持利率快速上升。
- **权益市场:** 本周市场整体上涨, 成长风格表现较强。上证指数(3.49%)、深证成指(4.57%)、沪深 300(4.18%)、科创 50(13.31%)、创业板指(5.85%)、中证 500(3.87%)、中证 1000(3.45%), 均表现较强。行业风格上, 成长风格表现较强, 上涨 6.25%。分行业来看, 申万一级行业中通信、电子、综合表现较强, 分别上涨 10.84%、8.95%、8.25%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所上升, 日均成交金额为 25874.80 亿元, 较上周增加 4855.88 亿元。展望未来, 本轮行情慢牛特征显著。

主要数据

上证指数	3387.6373
沪深 300	4466.7179
深证成指	12860.3559

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

9 月美联储降息概率较高，或将为全球释放较大流动性。近期券商有所异动，沪指涨幅加速，关注风格变化。中期看，人工智能、券商、稀土、创新药或将成为 A 股阶段性主线。后续仍存在“九三阅兵”以及四中全会等重要催化，关注国内反内卷政策推进情况和“十五五”规划政策线索。

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

一、 本周重点经济	4
1.1 一周要闻	4
二、 固定收益市场分析	4
2.1 资金面分析：税期资金价格持续位于高位；下周跨月叠加逆回购大 额到期，央行操作情况仍需关注	4
2.2 利率债走势分析：债券波动率上升，收益率底部区间抬升	5
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均回落；信用债收益率 整体上行	6
三、 主要资产价格分析	7
3.1 权益市场分析：本轮行情来慢牛特征显著，近期波动或增加	7

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上发表重磅讲话,称风险平衡似乎正在发生变化,当前的形势意味着,就业面临的下行风险上升。随着政策处于紧缩区域,这种风险平衡的转变可能意味着需要调整政策立场。鲍威尔讲话后,交易员加大对美联储9月降息的押注,完全消化年底前降息两次预期。

2) 为保持银行体系流动性充裕,8月25日,中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展6000亿元中期借贷便利MLF操作,期限为1年期。考虑到本月有3000亿元MLF到期,这意味着8月MLF净投放达到3000亿元,为连续第六个月加量续作,符合市场预期。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析: 税期资金价格持续位于高位; 下周跨月叠加逆回购大额到期, 央行操作情况仍需关注

1) 央行的公开市场操作: 本周央行公开市场净投放 12652 亿元

本周央行公开市场开展了20770亿元逆回购操作,当周有7118亿元逆回购到期,此外本周存在2200亿元国库现金定存到期,央行国库现金定存投放1200亿元,本周共净投放12652亿元。本周税期延续,本周一、二为缴税走款日,受缴税影响,本周一资金价格维持高位。在国债发行等多方面因素共同影响下,本周三缴税虽已结束,资金价格仍维持偏高位置。本周央行持续公开市场大额投放,对资金面呵护态度较为明显。在央行持续净投放下,本周资金价格有所下行。本周五银行间回购利率R001加权平均升至1.4466%,R007加权平均降至1.4839%;本周五交易所回购利率GC001加权平均降至1.2540%,GC007加权平均升至1.5330%

表 1: 本周公开市场操作 (亿元)

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	1120	1146	1185	1287	2380
7 天	2665	5803	6160	2530	3612
14 天	0	0	0	0	0
MLF (投放)	0	0	0	0	0
MLF (回笼)	0	0	0	0	0
国库现金定存	1200	-1200	-1000	0	0
净投放	2745	3457	3975	1243	1232

资料来源: Wind、中航证券研究所

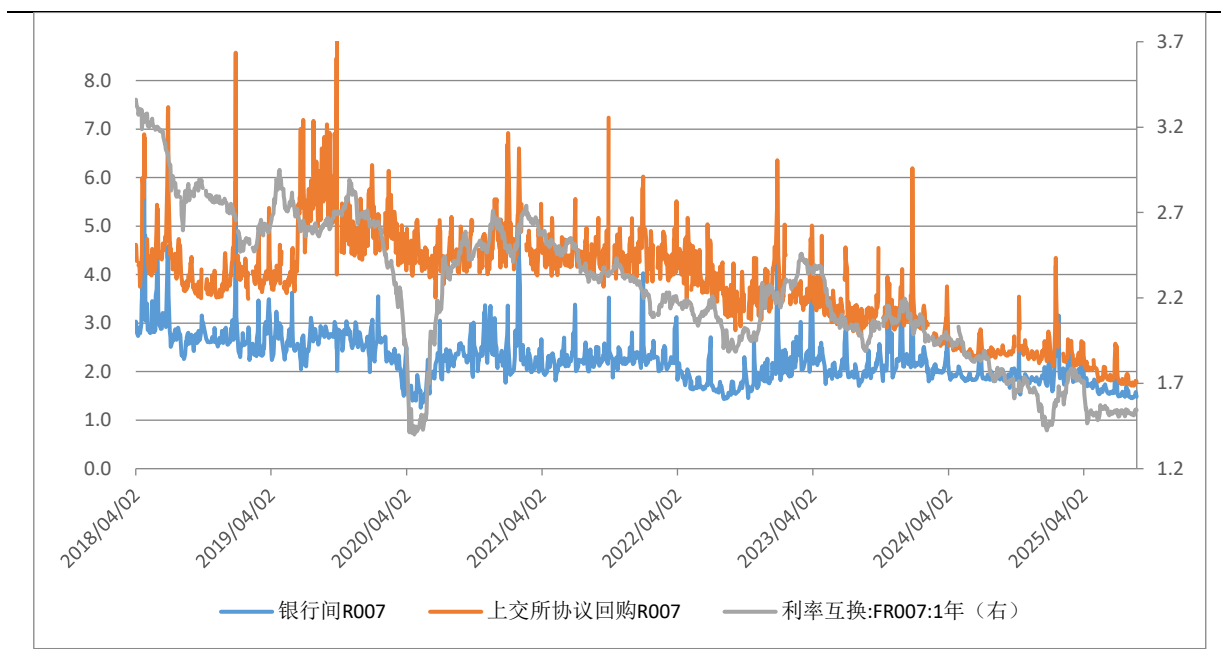
2) 资金面的展望: 下周跨月叠加逆回购大额到期, 央行操作情况仍需关注

近期央行发布第二季度货币政策执行报告提出,下一阶段要落实落细适度宽松的货币政策,把握好政策实施

的力度和节奏，保持流动性充裕。整体来看，当前经济仍处于复苏阶段，金融数据恢复持续性仍有待观察，实体经济融资需求有待增强，外部环境仍复杂严峻，未来经济不确定性增大，预计后续货币政策仍将维持宽松态势，快速转向的可能较为有限。

下周为 8 月份最后一周，跨月期间资金价格存在季节性上行动力。随月末临近，下周政府债融资额环比回落，预计对于资金面带来的压力相应减少。本周央行大幅增大投放，下周逆回购到期额位于近期高位，结合跨季及权益市场对于资金的分流，下周资金面面临的外部压力预计仍然较大，央行投放情况仍需关注。

图 1：各期限资金价格走势（%）



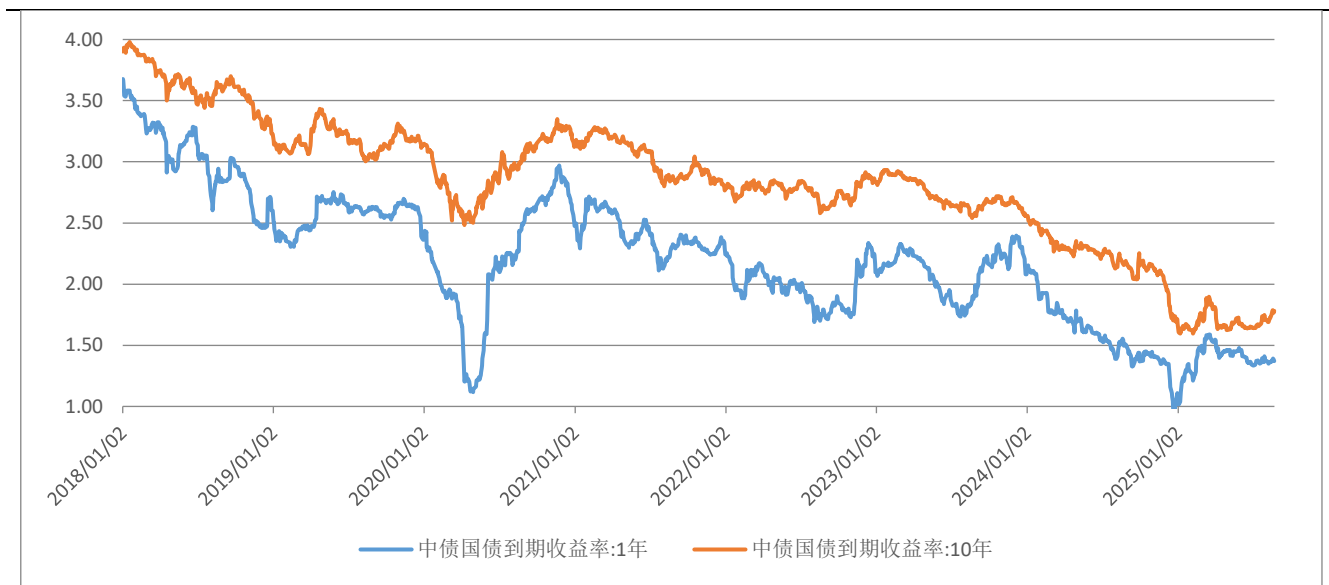
资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：债券波动率上升，收益率底部区间抬升

1) 利率债走势复盘：

本周债市收益率上行，债市继续下跌。1Y、10Y 和 30Y 国债收益率分别上行 1.33 BP、3.56 BP 和 3BP，十年国债活跃券 250011 中债估值收益率运行在 1.7655-1.7850%区间，继续上行。短期收益率快速上行的幅度较大，后续利率有修复的空间。

图 2：本周 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：

未来一周，市场处于数据和政策的空窗期内，资金面和权益市场的情绪因素将主导债券走势。近期央行呵护市场流动性的态度依然是确定的，但税期、跨月等重要时间节点，资金面仍会存在着边际收敛的动力。短期对债市影响最大的权益市场虽然继续保持上涨势头，但在利率明显上升后，债市对于股市的上涨可能会逐步钝化（可能还会有影响，但程度会减小）。而且当前偏弱的基本面也不支持利率快速上升。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均回落；信用债收益率整体上行

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额环比均回落

本周同业存单净融资规模为-2,466.10 亿元。其中，发行总额达 5,481.10 亿元，平均发行利率为 1.6193%，到期量为 7,947.20 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 3.12bp 报 1.5144%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 1.09bp 报 1.575%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 3.24bp 报 1.6471%，9M 存单平均发行利率较上周上行 2.81bp 报 1.6757%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 2,501.56 亿元，环比减少 79.45 亿元，偿还量约 2,990.96 亿元，净融资额约-489.4 亿元，环比减少 306.29 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体上行，1 年期各评级信用债收益率上行 4.86bp，3 年期各评级信用债收益率上行 5.83bp~上行 7.83bp，5 年期各评级信用债收益率上行 4.57bp~上行 6.22bp。

表 2：信用债各期限收益率水平（%）

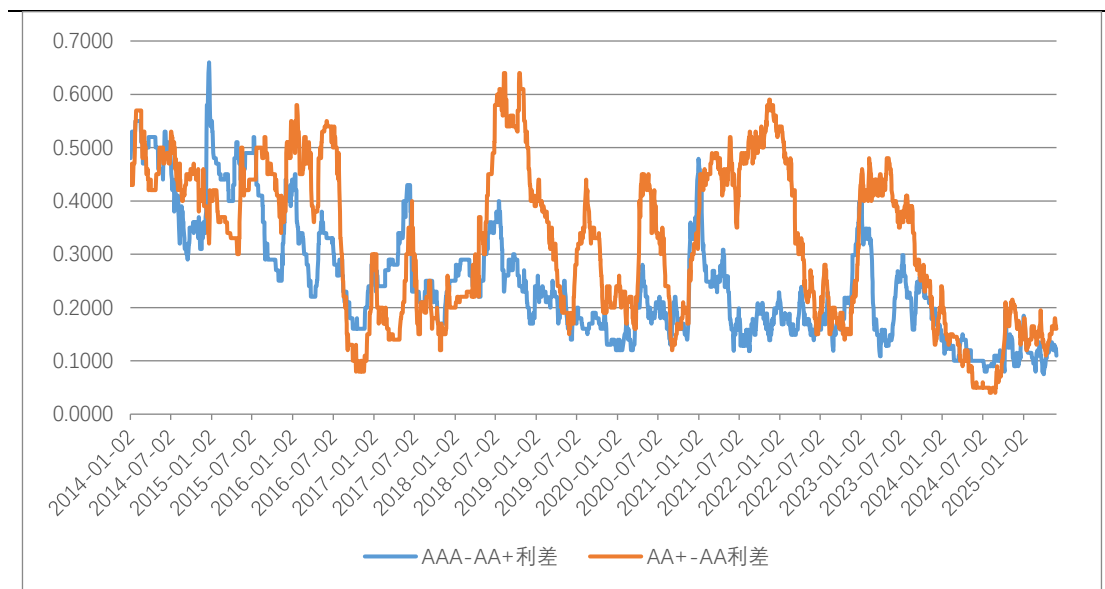
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	1.7380	2.90%	4.86
信用债(AAA):3 年	1.9351	4.30%	5.83
信用债(AAA):5 年	2.0320	4.30%	4.57
信用债(AA+):1 年	1.7980	2.30%	4.86
信用债(AA+):3 年	2.0151	4.10%	7.83
信用债(AA+):5 年	2.1420	4.20%	5.57
信用债(AA):1 年	1.8280	1.80%	4.86
信用债(AA):3 年	2.1251	3.70%	6.83
信用债(AA):5 年	2.3020	2.40%	6.22

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体扩大 0.97bp、扩大 2.9700 bp、扩大 1.970bp，5Y-3Y 利差分别缩小 1.26bp、缩小 2.26bp、缩小 0.61bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 8p，较上周扩大 2bp，AA 与 AA+之间的利差为 11bp，较上周缩小 1bp。

图 3：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：本轮行情来慢牛特征显著，近期波动或增加

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体上涨，成长风格表现较强

本周市场整体上涨，上证指数（3.49%）、深证成指（4.57%）、沪深 300（4.18%）、科创 50（13.31%）、创业板指（5.85%）、中证 500（3.87%）、中证 1000（3.45%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 6.25%。分行业来看，申万一级行业中通信、电子、综合表现较强，分别上涨 10.84%、8.95%、8.25%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 25874.80 亿元，较上周增加 4855.88 亿元。

2) 权益市场展望：

本周海外风险因素边际缓和，市场对美联储降息预期折返跑。近期市场担心北京时间周五晚鲍威尔在杰克逊霍尔发表鹰派讲话，全球风险偏好降温，标普 500 连续 5 个交易日下跌，美股大型科技股普遍回落。但鲍威尔讲话偏鸽，称美联储对降息持开放态度。其讲话期间美股三大指数快速上涨，道指创历史新高。市场预期 9 月降息概率较前一日大幅提升至 89.3%。

在全球风险偏好降温，美股连续下跌背景下，本周沪指站上 3800 点，A 股日成交额均站在 2 万亿元之上，已连续 8 个交易日破 2 万亿元，反映出 A 股市场交投热情高涨，市场情绪乐观。结构上，周内板块出现阶段性高切低现象，资金流向近日政策指引的大消费板块和部分资源品板块，并逐渐扩散至顺周期板块。周五，DeepSeek 对于下一代国产芯片设计的指引再度点燃了市场对于国产自主可控芯片的投资热情。与以往不同，在“稳股市”的政策基调下，维稳政策推动市场稳步上行。本轮牛市至今已呈现出较显著的慢牛特征，5 月以来市场波动率多数时间处于近十年的较低水平，未来有望走成持续性慢牛。

但需关注边际上出现了一定变化。本周沪指连续站上 3700 点和 3800 点两大重要整数关口，上涨有所加速，同时近期券商股多次出现异动，因此需要密切关注近期大盘是否将迎来变盘，是会出现券商带领下继续加速，还是阶段性整理回归低波慢牛走势。

我们通过复盘 2010 年以来“牛市旗手”券商股引领的牛市上涨行情，思考未来某一时间段若券商启动，本轮行情或将如何演绎。2010 年以来，万得全 A 成交额与收盘价的相关系数达 0.83，量价较高的正相关显示 A 股走势较为符合量价同升齐降的规律。而成交放量直接利好券商业绩，因此券商股上涨常被视作市场对 A 股后市看好，成为 A 股行情风向标，故而得名“牛市旗手”。

结果来看，券商领涨的牛市行情中，上证指数突破阶段性高点后仍将持续上涨 30~40 交易日，整体上涨幅度逐步放缓，之后进行阶段性的震荡。风格方面，突破后前十个交易日内大盘和金融地产风格弹性更大。结合赔率和胜率，整个上涨阶段小盘、先进制造风格上涨的持续性更强。分行业来看，突破后前二十个交易日非银金融和国防军工弹性最大；结合赔率和胜率，电子和综合上涨持续性最强。

军工方面，短期内商业航天发射和卫星星座建设仍将继续作为商业航天产业波动的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，而外部环境波动对商业航天相关上市公司冲击有限。中期看，卫星制造等细分领域的行业拐点已然不远，2025 年内基本面修复可期，主题活跃+业绩提振有望构成板块行情的主旋律。长期看，行业需求释放带动基本面持续改善与市场预期的不断兑现推动估值提升将促使商业航天板块走势持续在震荡中重心持续上移。

展望未来，本轮行情慢牛特征显著。9月美联储降息概率较高，或将为全球释放较大流动性。近期券商有所异动，沪指涨幅加速，关注风格变化。中期看，人工智能、券商、稀土、创新药或将成为A股阶段性主线。后续仍存在“九三阅兵”以及四中全会等重要催化，关注国内反内卷政策推进情况和“十五五”规划政策线索。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637