

2025 年 08 月 24 日

证券研究报告 | 策略周报

A 股顺势而为，债市良机渐显

策略周报

分析师：刘芳

分析师登记编码：S0890524100002

电话：021-20321091

邮箱：liufang@cnhbstock.com

分析师：郝一凡

分析师登记编码：S0890524080002

电话：021-20321080

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《股债跷跷板还能持续多久？—策略周报》2025-08-17

2、《全球市场震荡，是忧还是机？—策略周报》2025-08-03

3、《全球市场震荡，是忧还是机？—策略周报》2025-08-03

4、《站稳 3500 点，A 股迎来新阶段？—策略周报》2025-07-20

5、《高股息稳盘，多主题轮动延续—策略周报》2025-07-06

投资要点

⊕【债市方面】短期偏空格局或延续，可在 1.8% 附近博弈顶部。A 股加速上涨趋势若未遇政策干预，短期胜率依然较高，这仍将压制债市情绪。不过长期看多逻辑基础未变，跷跷板难成常态：此轮股强债弱主要由资金风险偏好剧变驱动，并非经济基本面或流动性环境的根本转向。中长期看，经济复苏基础仍需巩固，短端资金面整体宽松格局未改，核心逻辑对债市仍有支撑。本次调整深度越大，也意味着中长期配置价值越高。10 年国债 1.8-1.9% 区间（3 月高点）或构成阶段性顶部，当前接近赔率优势区间。若 10 年期收益率突破 1.8%，可采取分批建仓策略博弈顶部形成，短期配置排序为信用债>利率债>可转债。

⊕【股市方面】市场热情高涨，A 股顺势而为。当前市场情绪保持高涨，增量资金入场势头未减，“存款搬家”逻辑继续得到印证，赚钱效应持续扩散。若未有政策调控干预，预计 A 股仍将延续震荡上行趋势。配置方面宜保持均衡，侧重中大盘及龙头公司，在经济增速不确定性有所增大的背景下，继续看好科技成长风格。建议关注科技、新能源、周期（含军工、稀土）、医药及高股息等年内热点板块的轮动与补涨机会。不过低位板块补涨动能已有所释放，局部估值升至偏高水平，因此仍建议以持仓优化为主，追涨操作的性价比已有所下降。8 月中下旬为中报业绩密集披露期，建议回避无业绩支撑的高位题材股。

⊕风险提示：经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，关税博弈持续升级的风险，地缘政治风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。本报告模拟组合结果基于对应模型计算，非实盘业绩，需警惕模型失效的风险；文中涉及基金组合等模型结果，仅供研究参考，不构成投资建议；模型均基于历史数据测试得到，在未来存在失效的可能，不代表基金未来表现，不对基金的未来表现构成预测。

内容目录

1. 重要事件回顾.....	3
2. 周度行情回顾（8.18-8.24）	3
3. 市场展望.....	4
4. A股债市市场重要指标跟踪监测.....	6
5. 华宝资产配置组合表现.....	6
6. 下周重点关注.....	7
7. 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 大类资产周度涨跌幅回顾（%）	4
图 2： 大类资产配置观点展望.....	5
图 3： A股及债市重要指标变化（%）	6
图 4： 国内宏观多资产配置组合表现.....	7
图 5： 全球宏观多资产配置组合表现.....	7

1. 重要事件回顾

1、全国一般公共预算收支情况方面，1—7月，全国一般公共预算收入135839亿元，同比增长0.1%。其中，全国税收收入110933亿元，同比下降0.3%；非税收入24906亿元，同比增长2%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入58538亿元，同比下降2%；地方一般公共预算本级收入77301亿元，同比增长1.8%。

2、美国商务部表示，将提高对400多种钢铝衍生产品的关税，这些产品包括风力涡轮机、移动起重机、推土机和其他重型设备，以及铁路车辆、家具和数百种其他产品。407个产品类别被添加到行业关税覆盖的钢铝“衍生”产品清单中，这些产品中的任何钢铁和铝成分将被征收50%的关税。

3、标普全球确认美国的信用评级为“AA+”，并表示总统特朗普所实施的关税所带来的收入将抵消其大规模减税和支出法案所带来的财政冲击。标普在声明中表示：“目前看来，关税收入的大幅增加有可能抵消近期预算立法中导致赤字增加的部分。”

4、美国上周初请失业金人数增加1.1万人，增幅为5月底以来最大，续请失业金人数升至近四年来的最高水平，暗示近期劳动力市场的疲软态势在8月持续。。

5、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。”

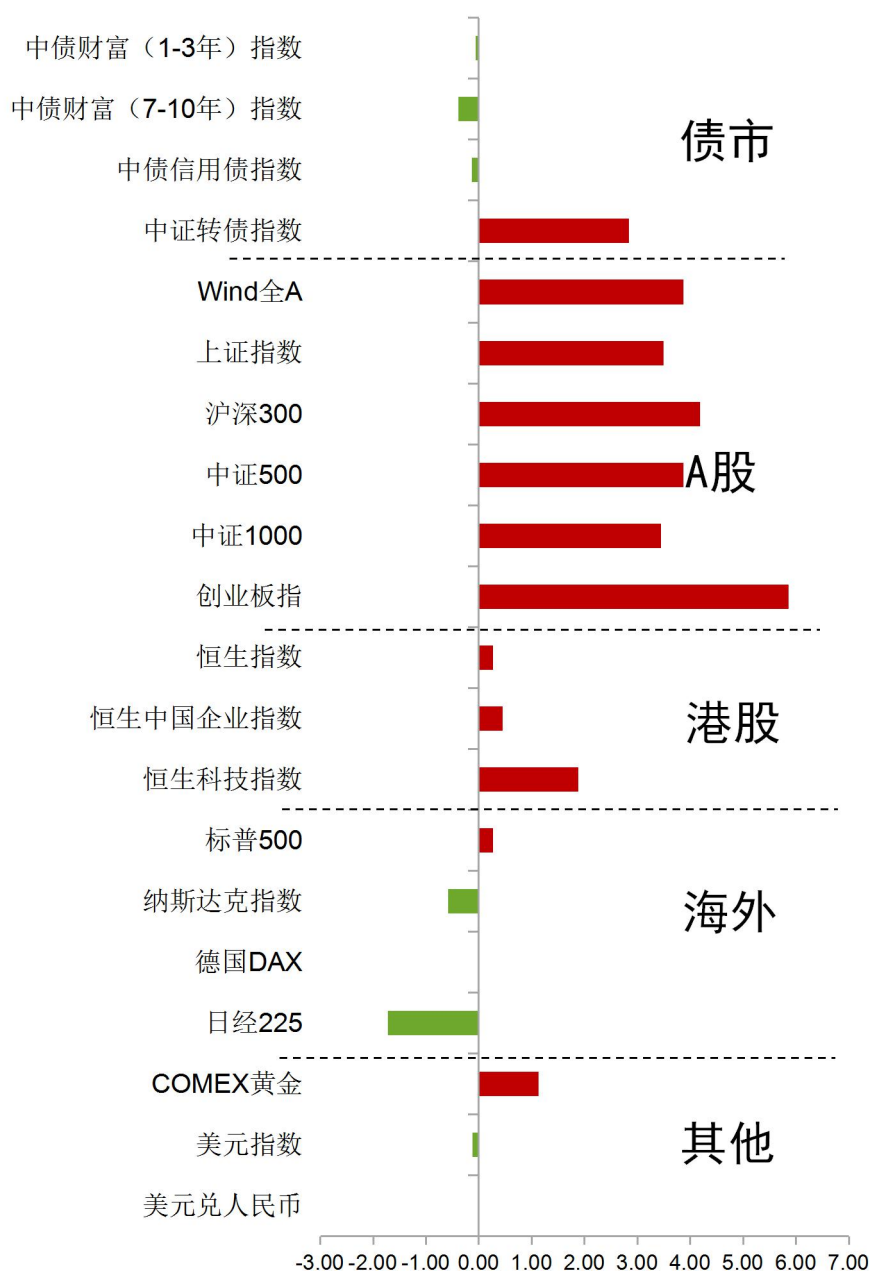
2. 周度行情回顾（8.18-8.24）

【债市继续调整】债市本周继续调整主要由于上证指数突破3800点创十年新高，风险偏好飙升引发固收产品赎回压力，资金加速向权益市场迁移，‘股债跷跷板’效应突出。另一方面，今年依赖债市收益获取难度加大，自身性价比降低（低票息、低回报、高波动），交易结构拥挤，导致利空易被放大。另外央行二季度货币政策执行报告虽延续“适度宽松”总基调，强调落实政治局会议“灵活性和预见性”要求，但重提“防范资金空转”（为2024年11月以来首次），同时删掉了择机恢复国债买卖操作的表述，直接抑制超长债交易情绪。

【A股高歌猛进】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。在当前市场风险偏好不断提升的背景下，股市持续上扬，赚钱效应显著增强，正向循环逐步形成，投资者交易情绪高涨，对后市预期普遍乐观。同时，居民储蓄向股市迁移、机构资金积极涌入、杠杆资金活跃度攀升，共同推动增量资金入场，两市融资余额已站上2.1万亿元的高位。市场交投活跃，连续多个交易日成交额突破2万亿元，为A股提供了充足的流动性支撑。

【美股有所回落】美国商务部表示，将提高对400多种钢铝衍生产品的关税，这一贸易保护措施的升级，进一步加剧了市场对经济前景的担忧。与此同时，劳动力市场持续呈现疲软信号：上周美国初请失业金人数增加1.1万人，创下自5月底以来的最大增幅，而续请失业金人数也攀升至近四年来的最高水平，显示出就业动能继续减弱。不过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“美联储对降息持开放态度。”受到流动性预期利好刺激，美股大幅修复，整体走势震荡。

图 1：大类资产周度涨跌幅回顾（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 市场展望

【债市方面】短期偏空格局或延续，可在 1.8% 附近博弈顶部。A 股加速上涨趋势若未遇政策干预，短期胜率依然较高，这仍将压制债市情绪。不过长期看多逻辑基础未变，跷跷板难成常态：此轮股强债弱主要由资金风险偏好剧变驱动，并非经济基本面或流动性环境的根本转向。中长期看，经济复苏基础仍需巩固，短端资金面整体宽松格局未改，核心逻辑对债市仍有支撑。本次调整深度越大，也意味着中长期配置价值越高。10 年国债 1.8-1.9% 区间（3 月高点）或构成阶段性顶部，当前接近赔率优势区间。若 10 年期收益率突破 1.8%，可采取分批建仓策略博弈顶部形成，短期配置排序为信用债＞利率债＞可转债。

【股市方面】市场热情高涨，A 股顺势而为。当前市场情绪保持高涨，增量资金入场势头未减，“存款搬家”逻辑继续得到印证，赚钱效应持续扩散。若未有政策调控干预，预计 A 股

仍将延续震荡上行趋势。配置方面宜保持均衡，侧重中大盘及龙头公司，在经济增速不确定性有所增大的背景下，继续看好科技成长风格。建议关注科技、新能源、周期（含军工、稀土）、医药及高股息等年内热点板块的轮动与补涨机会。不过低位板块补涨动能已有所释放，局部估值升至偏高水平，因此仍建议以持仓优化为主，追涨操作的性价比已有所下降。8月中下旬为中报业绩密集披露期，建议回避无业绩支撑的高位题材股。

【海外市场】美股短期波动仍存，长期可继续看好。美联储主席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”。美股在周五大幅修复，说明流动性利好已基本反映在市场中。另外2010年以来，美股在8-9月往往表现不佳，上涨概率降低。这主要是因为1）机构投资者在8月休假较多，因此成交量有所下降。2）8月Q2财报季结束，Q3财报要等10月才会开启。2）一些对冲基金、养老金、主权基金通常在9月做资产再平衡或盈利了结，往往会抛售股票。美股当前估值仍然偏高，降息节奏可能受到通胀数据的干扰仍具有不确定性，短时间美股可能将维持震荡。

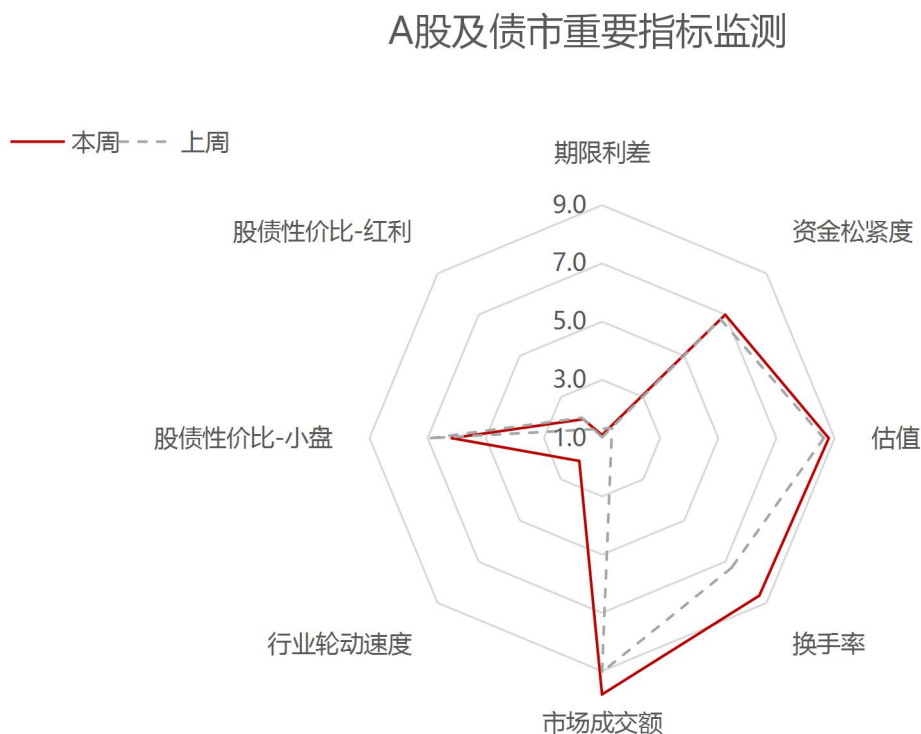
图 2：大类资产配置观点展望

资产	时间维度	市场观点（谨慎，相对谨慎，中性，相对乐观，乐观）				
		谨慎	相对谨慎	中性	相对乐观	乐观
债市	周度			●		
	月度				●	
A股	周度				●	
	月度				●	
海外	周度			●		
	月度			●		
黄金	周度			●		
	月度			●		

资料来源：华宝证券研究创新部

4. A股债市市场重要指标跟踪监测

图 3：A股及债市重要指标变化（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

备注：

期限利差数值越高代表国债收益率曲线越陡峭，越低代表国债收益率曲线越平坦。

资金松紧度数值越高代表短期市场资金量越紧张，越低代表资金量越充足。

估值数值越高代表 A 股市场估值水平越高。换手率数值越高代表 A 股市场换手率水平越高。

行业轮动速度越高代表市场轮动越快，越低代表市场轮动越慢。

股债性价比（小盘）数值越高代表中小盘股性价比越高。股债性价比（红利）数据越高代表 A 股红利性价比越高。

期限利差：期限利差有所上升，不过仍处于历史低位水平。

资金松紧度：资金面本周维持宽松，DR007 略高于 7 天逆回购利率。

股债性价比：股债性价比继续回落，由于国债收益率继续上升，红利指数的性价比快速下行至 20% 历史分位数以下，小盘指数的性价比同样有所下降。

A 股估值：本周 A 股估值继续上升。

A 股换手率：市场情绪维持高涨，换手率大幅上升。

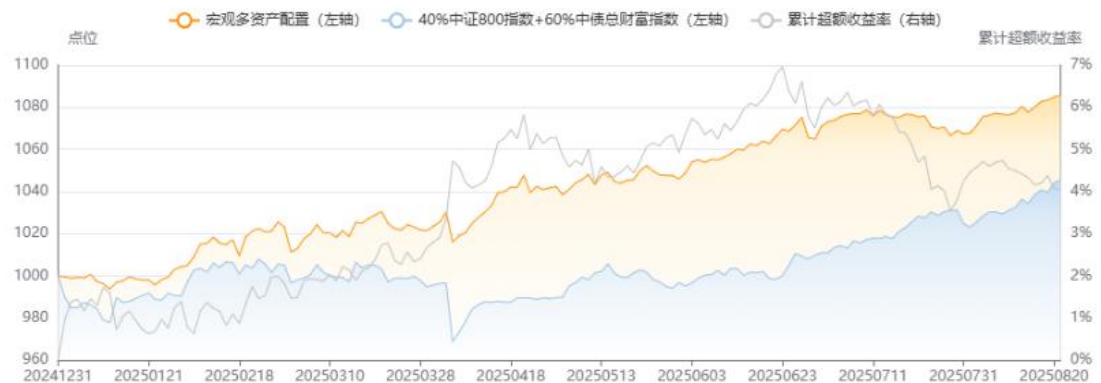
市场成交额：两市日均成交额大幅上升至 25874.80 亿元，较上周上升了 4855.89 亿元，显示市场情绪持续提升。

行业轮动速度：行业轮动速度有所回升，市场本周热点板块从科技扩散至消费。

5. 华宝资产配置组合表现

【国内宏观多资产模型】截至 2025 年 8 月 22 日，今年以来的收益率为 8.58%，超过基准（40% 中证 800 指数+60% 中债总财富指数）的超额收益率为 4.04%。今年以来的夏普比率为 2.4633，显著超过基准的夏普比率 0.9663。

图 4：国内宏观多资产配置组合表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

备注：以高流动性 ETF 为标的，通过宏观主观判断定期调整多资产配置观点。以经典风险资产+固收的 40、60 比例为配置参考，对风险资产（A 股、黄金）、固收（国债、货币）进行主观配置，根据主观观点适度调整配置比例。权益内部，根据策略观点变化，通过低波红利、沪深 300、中证 2000、银行等 ETF 指数调整权益配置风格。固收内部，以十年期国债 ETF 以及货币 ETF 为核心，并对货币保留最低配置比例以维持配置组合流动性需求。

【全球宏观多资产模型】截至 2025 年 8 月 22 日，今年以来的收益率为 7.48%，超过基准（40%中证 800 指数+60%中债总财富指数）的超额收益率为 2.94%。今年以来的夏普比率为 1.7914，显著超过基准的夏普比率 0.9663。

图 5：全球宏观多资产配置组合表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

备注：选择中国国债、A 股、美股、日股、黄金对应的 ETF，根据海外经济货币政策、国内经济货币政策撰写月度策略报告观点或者点评报告，根据对应观点进行调仓。该组合旨在通过多资产配置，构建较为全面的投资组合，满足投资者跨国多元资产配置的需求。

6. 下周重点关注

8 月 25 日，中国 8 月中期借贷便利（MLF）投放当月值

8 月 27 日，7 月工业企业利润累计同比

8 月 28 日，8 月 23 日美国初请失业金人数，第二季度美国 PCE 价格指数，第二季度美国个人消费支出，第二季度实际个人消费支出

8月29日，美国7月个人消费支出，美国7月核心PCE物价指数

7. 风险提示

经济修复不及预期的风险，政策效果不及预期的风险，关税博弈持续升级的风险，地缘政治风险，海外经济衰退风险，外部政策不确定性风险。本报告模拟组合结果基于对应模型计算，非实盘业绩，需警惕模型失效的风险；文中涉及基金组合等模型结果，仅供研究参考，不构成投资建议；模型均基于历史数据测试得到，在未来存在失效的可能，不代表基金未来表现，不对基金的未来表现构成预测。

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。

风险提示及免责声明

- ★ 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。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对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。