

大类资产月度策略（2025.08）

优先配置股票类资产

核心观点

1. 货币-信用“风火轮”：宽货币下信用边际改善

信用方面，7月我国新增社融11320亿元，低于万得一致调查值（14100亿元）。其中新增人民币贷款-500亿元，低于万得一致调查值（-150亿元）；信用脉冲延续回升，信用条件自低位修复。当前格局由此前的“宽货币+偏紧信用”过渡为“宽货币+信用边际修复（渐宽）”。预计政策传导与需求修复延续，信用改善有望保持，对未来1-3个季度的经济与权益市场偏正面。

2. 下一阶段大类资产价格展望

流动性与政策预期共振，股市延续震荡上行。上月市场流动性持续宽松，两融余额与成交额稳步上升，情绪面延续高涨。基本面上，惠民生政策持续落地，同时针对中上游行业的“反内卷”措施有望抬升中长期盈利中枢，增强市场对未来增长的信心。外部方面，中美关系边际缓和，不确定性影响逐步减弱。展望后市，在资金活跃与政策预期共振下，市场或将延续上行态势。

债券性价比相对下降，配置上建议观望。利率继续上行，主要债券财富指数回落，债市短期表现承压。基本面上，国内仍处通缩周期，企业盈利筑底、地产低迷，需求偏弱。货币与财政政策持续发力，央行通过结构性工具和流动性投放加大支持，但短期内缺乏下调基准利率的预期。整体来看，价格低迷环境与政策呵护对利率形成中长期约束，但在风险偏好上升和资金流向股市的背景下，债券性价比相对下降，股市上涨通过股债跷跷板效应从债券中分离流动性。配置上建议保持观望，等待收益率见顶后带来的更优介入时机。

人民币或维持震荡格局。7月美元指数小幅回升，人民币对美元阶段性承压，但人民币汇率指数上行，显示人民币在一篮子货币中仍保持相对强势。内部方面，宏观政策持续加码对经济形成托底，支撑人民币8月中旬持续走强；外部方面，中美货币政策周期差异依旧存在，美元反弹带来一定压力。展望后市，在政策呵护和贸易韧性的支撑下，人民币有望维持在合理均衡水平。

供给收缩与政策调控共振，推动大宗商品价格走强。大宗商品普遍上行，原油涨幅领先。7月南华工业品指数延续反弹，中上游品种受“去产能、控供给”的优化影响，期货价格整体走强。国际原油价格显著攀升，布伦特原油涨幅超7%，主要受地缘政治紧张与供应扰动推动：俄罗斯炼厂受袭停产、伊朗减产加剧市场对供给收缩的担忧。黄金则在高位维持小幅震荡，避险需求有限，对比原油与工业品表现更为平稳。根据国内定量配置模型，我们对下一阶段国内资产的配置建议为：**积极配置假设下**：股票、债券、原油、黄金分别为50%、33.3%、0%、16.7%；**稳健配置假设下**：股票、债券、原油、黄金分别为15%、85%、0%、0%；

3. 全球资产配置：增配全球权益资产

根据我们的全球资产配置模型，2025年最新一期A股之外全球主要股市的配置比例为：美国（13.02%）、德国（1.63%）、法国（0.00%）、英国（13.02%）、日本（1.63%）、越南（13.02%）、印度（14.65%）、中国香港（13.02%）余下30%比例按模型假设配置无风险收益产品。

风险提示：1）情绪因素对市场的扰动；2）美联储货币政策不确定性；3）海外地缘政治冲突加剧。

策略研究·策略月报

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

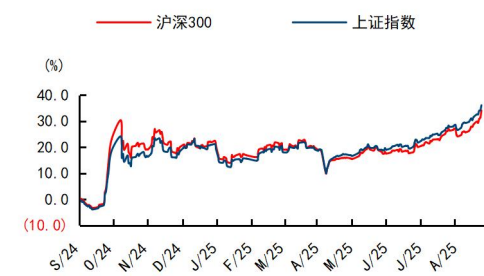
chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	7447.79/8.23
创业板/月涨跌幅(%)	2682.55/16.08
AH股价差指数	125.33
A股总/流通市值(万亿元)	92.78/84.92

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《大类资产月度策略（2025.05）-以我为主，积极应对海外不确定因素》——2025-04-30

《大类资产月度策略（2025.04）-风险资产价值重估》——2025-04-03

《大类资产月度策略（2025.03）-继续关注科技成长方向》——2025-03-05

《大类资产月度策略（2025.01）-外部环境缓和修复A股市场情绪》——2025-01-24

《策略月报-静待春季行情》——2025-01-03

内容目录

1. 未来大类资产市场展望	5
1.1 货币-信用“风火轮”：宽货币下信用边际改善	5
1.2 风格与板块配置：关注大盘成长	6
1.3 全球与国内大类资产的定量配置建议	7
2. 国内外大类资产月度复盘	9
2.1 国内大类资产回报排序及归因	9
2.2 海外大类资产走势复盘	10
2.3 国内外大类资产间比价	11
3. 国信多资产配置系列总量指数	12
2.1 国内政策脉冲指数	13
2.2 央行分歧指数	13
2.3 A股情绪指数 I	14
2.4 A股情绪指数 II	15
2.5 行业轮动指数	16
2.6 中国债市情绪指数	16
4. 国信多资产配置系列中观指数	17
风险提示	24

图表目录

图 1: 前瞻指标提示流动性持续宽松	5
图 2: 前瞻指标提示信用环境持续改善	5
图 3: 四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览	5
图 4: 自上而下视角对各类资产配置建议	7
图 5: 全球大类资产配置信号	8
图 6: 国内资产配置信号	8
图 7: 国内资产配置模型表现（积极场景）	9
图 8: 国内资产配置模型表现（稳健场景）	9
图 9: 国内大类资产回报月度复盘	9
图 10: 人民币汇率和美元指数表现	10
图 11: 南华各分项指数回报率对比	10
图 12: 国债收益率和期限利差走势	10
图 13: 信用债收益率和信用利差走势	10
图 14: 国内大类资产回报月度复盘	10
图 15: 海外大类资产回报月度复盘	11
图 16: 中国股债性价比走势	12
图 17: 美国股债性价比走势分析	12
图 18: 沪深 300 股债性价比	12
图 19: 中证 500 股债性价比	12
图 20: 国内政策脉冲指数走势	13
图 21: 央行整体走势指数和分歧指数	14
图 22: A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比	15
图 23: 投资者情绪指数构建原理	15
图 24: A 股情绪指数 II 对于沪深 300 指数的提示信号	16
图 25: 行业轮动指数显示, 市场在上涨初期往往伴随高速轮动	16
图 26: 中国债市情绪指数与 10 年期国债到期收益率走势	17
图 27: 行业景气指数编制流程	17
图 28: 基础化工行业景气指数	18
图 29: 钢铁行业景气指数	18
图 30: 医药生物行业景气指数	19
图 31: 农林牧渔行业景气指数	19
图 32: 食品饮料行业景气指数	19
图 33: 有色金属景气指数	19
图 34: 汽车行业景气指数	19
图 35: 机械设备行业景气指数	19
图 36: 建筑材料行业景气指数	20
图 37: 电力设备行业景气指数	20

图 38: 纺织服饰行业景气指数	20
图 39: 商贸零售行业景气指数	20
图 40: 建筑装饰行业景气指数	20
图 41: 通信行业景气指数	20
图 42: 家用电器行业景气指数	21
图 43: 环保行业景气指数	21
图 44: 石油石化行业景气指数	21
图 45: 非银金融行业景气指数	21
图 46: 煤炭行业景气指数	21
图 47: 银行行业景气指数	21
图 48: 社会服务行业景气指数	22
图 49: 公用事业行业景气指数	22
图 50: 传媒行业景气指数	22
图 51: 计算机服务行业景气指数	22
图 52: 电子行业景气指数	22
图 53: 房地产行业景气指数	22
图 54: 交通运输行业景气指数	23

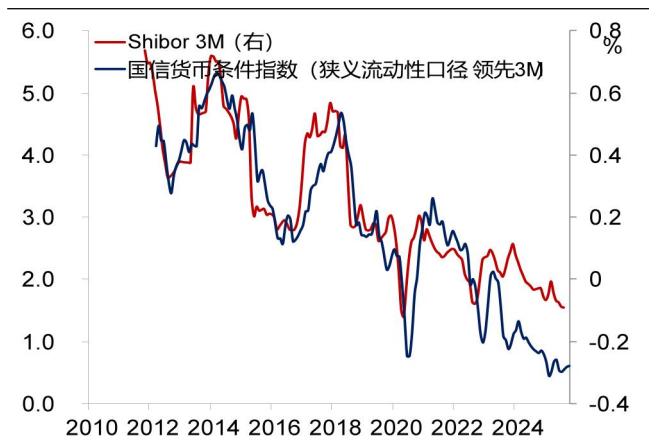
表 1: A 股风格打分卡	6
表 2: 国信多资产配置总量指数一览	13
表 3: A 股情绪指数 I 的底层指标和解释	14

1. 未来大类资产市场展望

1.1 货币-信用“风火轮”：宽货币下信用边际改善

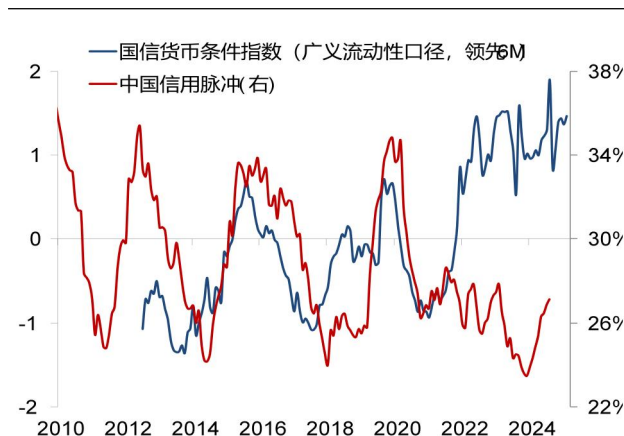
我们编制了基于金融市场的狭义流动性口径国信货币条件指数，以及基于实体派生广义流动性的国信货币条件指数，对 Shibor 3M 利率、信用脉冲平均有 3 个月和 6 个月左右的领先性。近期，Shibor 3M 继续下行、狭义货币条件指数底部震荡，指向流动性持续宽松；广义货币条件指数先升后稳，整体小幅震荡上行，指向下半年信用环境边际改善。信用方面：7 月我国新增社融 11320 亿元，低于万得一致调查值（14100 亿元）。其中新增人民币贷款-500 亿元，低于万得一致调查值（-150 亿元）。信用脉冲延续回升，信用条件自低位修复。当前格局由此前的“宽货币+偏紧信用”过渡为“宽货币+信用边际修复（渐宽）”。若政策传导与需求修复延续，信用改善有望保持，对未来 1-3 个季度的经济与权益市场偏正面。

图1：前瞻指标提示流动性持续宽松



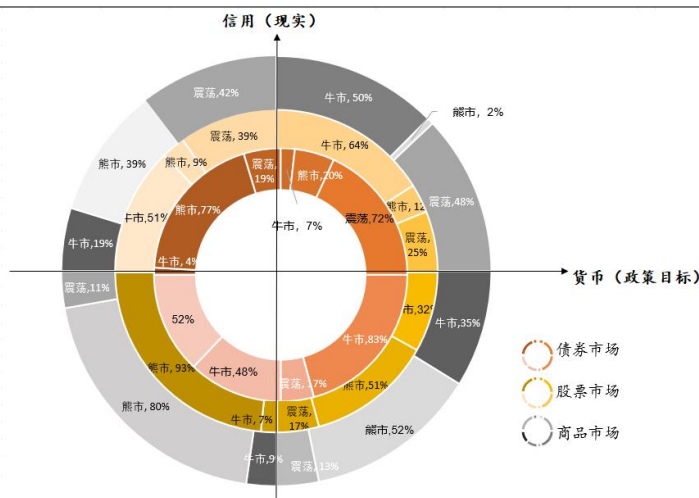
资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图2：前瞻指标提示信用环境持续改善



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

图3：四类“货币+信用”组合状态下大类资产价格表现一览



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

1.2 风格与板块配置：关注大盘成长

中美经济差异：7月我国制造业 PMI 为 49.3，较 6 月有所下降。美国 ISM 制造业 PMI 为 48.0，较 6 月有所下降。从制造业景气度角度看，中国略高于美国，现阶段在海外不确定性反复背景下或将利好大市值企业。

国内基本面：1-7 月，我国规模以上工业增加值同比增长 6.30%。其中，7 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.70%。从环比看，规模以上工业增加值比上月增长 0.38%。整体来看，基本面仍处修复区间，经济复苏利好成长板块。

通胀因素：7 月 CPI 同比为 0%，较 6 月调降 0.2 个百分点。CPI 环比为 0.4%，较 6 月调升 0.5 个百分点。通胀水平处于较低区间，利好防御。

估值因素：7 月 Shibor3M 利率为 1.57，较上月调降 6.9bp。利率转为下行，和指数走势的相关性来看，利好程度：大盘>中盘>小盘。

盈利角度：1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 34365 亿元，同比下降 1.8%，降幅比 1-5 月扩大 0.7 个百分点。工业利润转为下行，指示小市值股票盈利压力增大。

事件驱动：7 月份，IPO 上市公司家数为 9 家。从市值风格经验来看，IPO 数量边际增加利好中小市值类企业。

表1: A 股风格打分卡

一级指标	二级指标	不同风格		
基本面因素	中美差异	大盘 ☆	中盘	小盘
	国内经济	成长 ☆	均衡	价值
	通胀因素	防御 ☆		周期
DCF 模型角度	分子端	大盘 ★	中盘	小盘
	分母端	大盘 ★	中盘	小盘
事件型驱动	IPO 和并购重组数量	大盘		小盘 ★

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在基本面、DCF 分子端和分母端、事件驱动三重因素的考虑下，市值风格偏向大盘成长。综上，我们对各类资产的推荐配置观点如下表所示，综合胜率和赔率，目前对资产配置的推荐顺序为：**股市>商品>债市**。

图4: 自上而下视角对各类资产配置建议

类别	配置建议	理由	资产名称	6月末收盘	7月末收盘	期间涨跌
股票	+	流动性充裕与预期改善推动股市上行。上月市场流动性持续宽松，两融余额与成交额稳步上升，情绪面延续高涨。基本上，惠民生政策持续落地，同时针对中上游行业的“去产能、反内卷”措施有望抬升中长期盈利中枢，增强市场对未来增长的信心。外部方面，中美关系边际缓和，不确定性影响逐步减弱。展望后市，在资金活跃与政策预期共振下，市场或将延续震荡上行态势。	上证综指	3444.4	3573.2	▲ 3.74%
			深证成指	10465.1	11009.8	▲ 5.20%
			创业板指	2153.0	2328.3	▲ 8.14%
			上证50	2712.0	2776.0	▲ 2.36%
			沪深300	3936.1	4075.6	▲ 3.54%
			中证500	5915.4	6226.3	▲ 5.26%
债券	=	7月份利率继续上行，主要债券财富指数回落，债市短期表现承压。基本上，国内仍处通缩周期，企业盈利筑底、地产低迷，需求偏弱。货币与财政政策持续发力，央行通过结构性工具和流动性投放加大支持，但短期内缺乏下调基准利率的预期。整体来看，低通胀环境与政策呵护对利率形成中长期约束，但在风险偏好上升和资金流向股市的背景下，债券性价比相对下降。配置上建议保持观望，等待收益率企稳或回落带来的更优介入时机。	中债财富总指数	250.0	249.8	▼ -0.08%
			中债1-30年利率债指数	203.6	203.3	▼ -0.14%
			中债信用债总财富指数	223.7	223.9	▲ 0.10%
			10年国开利率	1.7	1.7	▲ 2.00%
			10年国债利率	1.65	1.73	▲ 7.92%
			1年国债利率	1.3	1.5	▲ 12.47%
汇率	=	7月美元指数小幅回升，人民币对美元阶段性承压，但人民币汇率指数上行，显示人民币在一篮子货币中仍保持相对强势。内部方面，宏观政策持续加码对经济形成托底，支撑人民币稳定；外部方面，中美货币政策周期差异依旧存在，美元反弹带来一定压力。展望后市，在政策呵护和贸易韧性的支撑下，人民币有望维持在合理均衡水平，短期波动性或仍将加大。	美元指数	96.8	100.0	▲ 3.39%
			美元兑人民币（在岸）	7.17	7.19	▲ 0.38%
			美元兑人民币（离岸）	7.16	7.21	▲ 0.73%
			人民币汇率指数	95.4	96.8	▲ 1.48%
商品	+	大宗商品普遍上行，原油涨幅领先。7月南华工业品指数延续反弹，中上游品种受“去产能、控供给”政策影响，期货价格整体走强。国际原油价格显著攀升，布伦特原油涨幅超7%，主要受地缘政治紧张与供应扰动推动：俄罗斯炼厂受袭停产、伊朗减产加剧市场对供给收缩的担忧。黄金则在高位维持小幅震荡，避险需求有限，对比原油与工业品表现更为平稳。整体来看，供给收缩与政策调控共振，推动大宗商品价格走强。	南华综合指数	2444.3	2537.1	▲ 3.80%
			南华工业品指数	3523.6	3695.0	▲ 4.86%
			布伦特原油（美元）	66.6	71.8	▲ 7.73%
			上期所原油	496.7	531.3	▲ 6.97%
			伦敦现货黄金（美元）	3287.5	3298.9	▲ 0.35%
			上期所黄金	767.6	770.3	▲ 0.35%
← - - - - - 悲观 = +++ ++ 乐观 较上月回落 较上月上涨						

资料来源：彭博，万得，国信证券经济研究所整理

1.3 全球与国内大类资产的定量配置建议

根据我们的全球资产配置模型（详见 2024 年 4 月 24 日外发报告《全球资产配置启航》），模型显示 2025 年最新一期 A 股之外全球主要股市的配置比例为：美国（13.02%）、德国（1.63%）、法国（0.00%）、英国（13.02%）、日本（1.63%）、越南（13.02%）、印度（14.65%）、中国香港（13.02%）余下 30% 比例按模型假设配置无风险收益产品。

根据我们的国内定量配置模型（详见 2024 年 5 月 15 日外发报告《从宏观择时到定量配置》），模型提示 2025 年最新一期国内资产的配置建议为：

- 积极配置假设下，股票、债券、原油、黄金分别为 50%、33.3%、0%、16.7%；
- 稳健配置假设下，股票、债券、原油、黄金分别为 15%、85%、0%、0%；

图5: 全球大类资产配置信号

国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市	国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市
美国	核心指标	通胀	未超预期	↑	德国	核心指标	通胀趋势	上行	↓
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	悲观	↓		情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑
						未来30天隐含波动率	下行	↑	
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	RSI	提示超买	↓
		KDJ	提示超买	↓			KDJ	提示超买	↓
BOLL		无明显信号	-	BOLL	无明显信号		-		
	WR	提示超买	↓		WR	提示超买	↓		
法国	核心指标	通胀趋势	持平	↓	英国	核心指标	经济前景	走强	↑
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	悲观	↓		情绪面指标	未来30天隐含波动率	上行	↓
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	RSI	无明显信号	-
		KDJ	无明显信号	-			KDJ	提示超买	↓
		BOLL	无明显信号	-			BOLL	卖出信号	↓
WR		无明显信号	-	WR	提示超买		↓		
日本	核心指标	消费者信心	走弱	↓	越南	核心指标	出口增速	走强	↑
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑					
			未来30天隐含波动率	下行		↑	技术面指标	RSI	提示超买
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		KDJ		提示超买	↓
		KDJ	无明显信号	-		BOLL		卖出信号	↓
		BOLL	无明显信号	-		WR	提示超买	↓	
	WR	提示超买	↓						
印度	核心指标	外商投资情况	走强	↑	中国香港	核心指标	股市流动性	走强	↑
	情绪面指标	机构外资净流入展望	净流入	↑		情绪面指标	未来30天隐含波动率	上行	↓
			未来30天隐含波动率	下行			↑	技术面指标	RSI
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		KDJ	无明显信号		-
		KDJ	无明显信号	-		BOLL	卖出信号		↓
		BOLL	无明显信号	-		WR	提示超买	↓	
	WR	无明显信号	-						

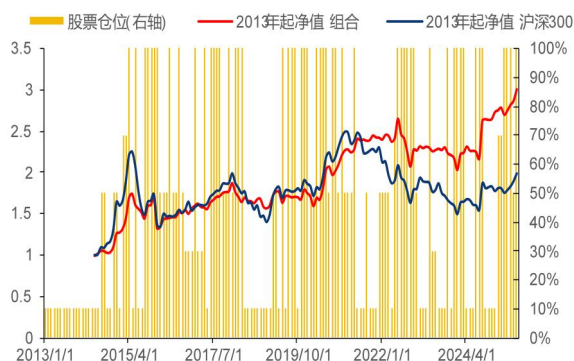
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图6: 国内资产配置信号

资产类型	配置建议	相比于上期	稳健配置建议	相比于上期	风险平价
股票	50.0%	↓	15.0%	→	3.8%
债券	33.3%	↑	85%	→	86%
原油	0.0%	→	0.0%	→	2.7%
黄金	16.7%	↑	0.0%	→	7.6%

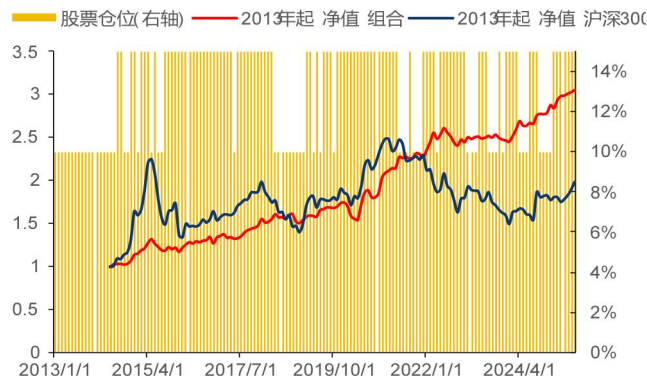
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图7: 国内资产配置模型表现（积极场景）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图8: 国内资产配置模型表现（稳健场景）



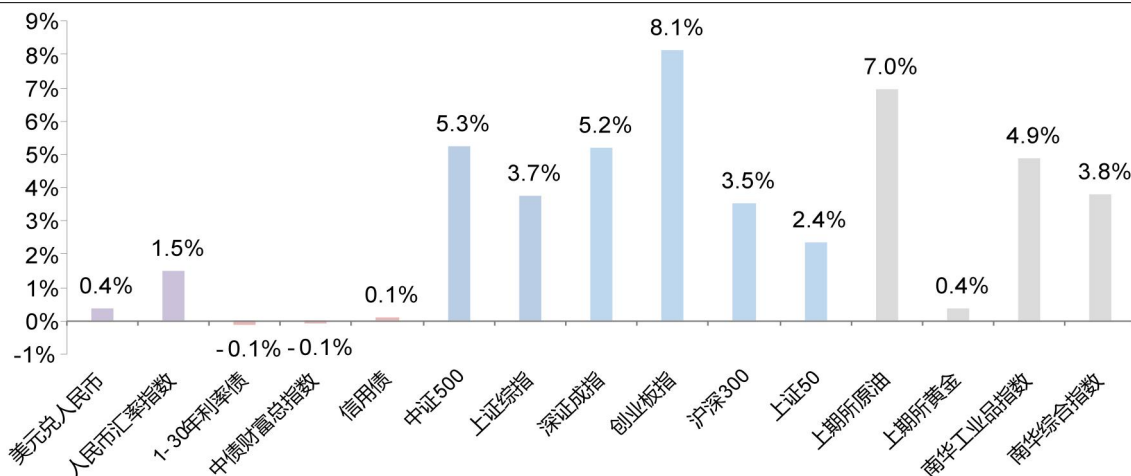
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2. 国内外大类资产月度复盘

2.1 国内大类资产回报排序及归因

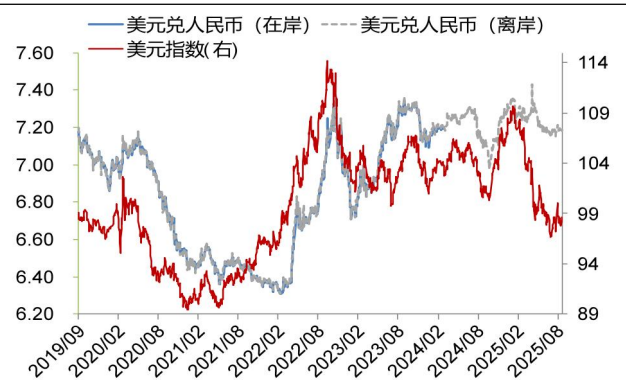
7月国内大类资产的表现可以概况为：**股市上行、债市震荡、商品上行、人民币贬值**。（1）股市方面：创业板指上涨8.1%，中证500上涨5.3%，深证成指上涨5.2%，上证综指上涨3.7%，沪深300上涨3.5%，上证50上涨2.4%。中信风格指数下各个板块全月回报排序为：成长股、消费股、周期股、金融股、稳定股，回报率依次为：6.2%、5.4%、4.6%、2.2%、1.5%。（2）债券方面：7月中债口径十年期国债到期收益率上行7.9bp至1.73%。（3）商品方面：上期所原油上涨7.0%，南华工业品指数上涨4.9%，南华综合指数上涨3.8%，上期所黄金上涨0.4%。（4）汇率方面：截至7月31日，美元对人民币在岸价收于7.193，相比于6月底的7.1656，人民币有所贬值。

图9: 国内大类资产回报月度复盘



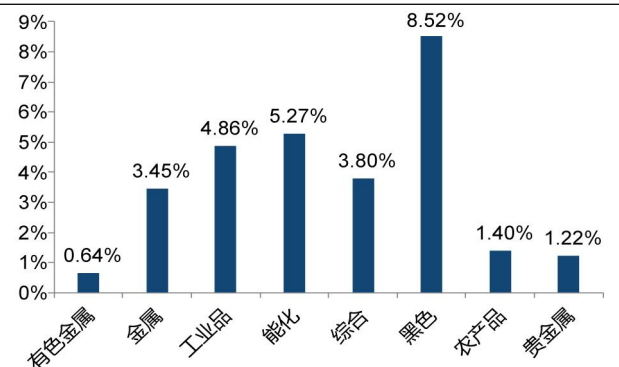
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10: 人民币汇率和美元指数表现



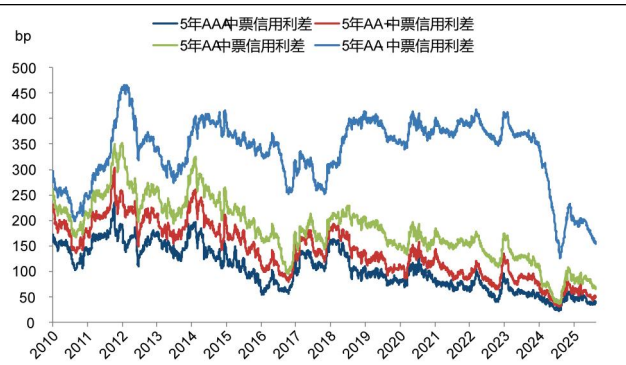
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图11: 南华各分项指数回报率对比



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图12: 国债收益率和期限利差走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图13: 信用债收益率和信用利差走势



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图14: 国内大类资产回报月度复盘

2025年国内主要资产表现情况											
2025-03	周期股 (2.15)	消费股 (1.58)	金融股 (0.50)	信用债 (0.28)	货币基金 (0.11)	稳定股 (0.00)	万得全A (-0.40)	国债 (-0.53)	可转债 (-0.54)	商品 (-0.73)	成长股 (-3.02)
2025-04	国债 (1.48)	稳定股 (1.30)	信用债 (0.33)	货币基金 (0.11)	金融股 (-0.95)	可转债 (-1.43)	消费股 (-1.62)	万得全A (-3.55)	周期股 (-4.00)	商品 (-4.18)	成长股 (-6.06)
2025-05	金融股 (4.35)	消费股 (2.92)	稳定股 (2.62)	周期股 (2.46)	万得全A (2.39)	可转债 (1.76)	成长股 (1.26)	信用债 (0.34)	货币基金 (0.11)	国债 (-0.31)	商品 (-2.40)
2025-06	成长股 (8.32)	金融股 (6.89)	万得全A (4.74)	商品 (4.03)	可转债 (3.33)	周期股 (2.95)	国债 (0.58)	信用债 (0.31)	货币基金 (0.11)	稳定股 (-0.26)	消费股 (-0.84)
2025-07	成长股 (6.19)	消费股 (5.35)	万得全A (4.75)	周期股 (4.57)	商品 (3.80)	可转债 (2.77)	金融股 (2.19)	稳定股 (1.53)	货币基金 (0.10)	信用债 (0.10)	国债 (-0.21)

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理; 注: 每一行代表一个月, 从左~右按照各资产类别, 当月回报水平由高到低排序

2.2 海外大类资产走势复盘

7月海外大类资产大体排序: 股票>商品>债券。(1) 权益市场方面, 新兴市场录得

3.09%，美国股票录得 2.17%，全球股市录得 2.09%，发达市场股市录得 1.97%，东京日经 225 指数录得 1.44%。（2）债券方面，高收益债（0.53%）>MBS（-0.60%）> 国债（-0.69%）。（3）大宗商品方面，8 月 CRB 商品指数收益率为 0.84%，伦交所现货黄金收益 0.35%。

图 15: 海外大类资产回报月度复盘

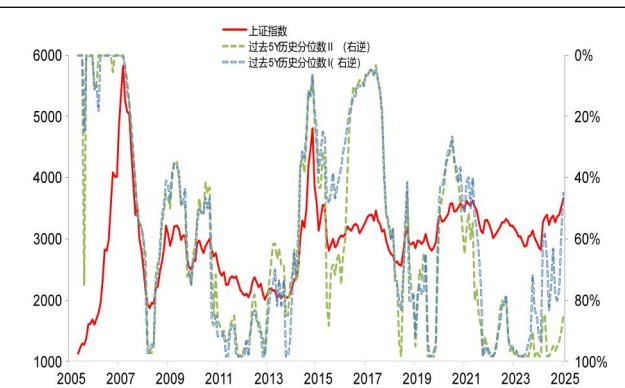
2025年海外主要资产表现情况											
2025-03	伦敦商品 价格黄金 (8.36)	新兴市场 (1.75)	CRB商品价 格指数 (1.67)	美国国债 (-0.05)	美国MBS (-0.19)	美国高收 益债 (-0.95)	美元指数 (-3.28)	东京日经 225指数 (-4.14)	全球股市 (-4.43)	发达市场 股市 (-5.11)	美国股票 (-6.27)
2025-04	伦敦商品价 格黄金 (5.82)	东京日经 225指数 (0.62)	美国国债 (0.35)	美国高收 益债 (0.17)	美国MBS (0.02)	新兴市场 (-0.84)	全球股市 (-1.22)	发达市场 股市 (-1.26)	美国股票 (-1.48)	CRB商品价 格指数 (-3.69)	美元指数 (-5.04)
2025-05	美国股票 (6.15)	发达市场 股市 (5.70)	全球股市 (5.40)	东京日经 225指数 (5.33)	新兴市场 (2.86)	美国高收 益债 (1.49)	CRB商品价 格指数 (0.57)	美元指数 (-0.20)	美国MBS (-0.65)	伦敦商品 价格黄金 (-0.74)	美国国债 (-0.75)
2025-06	东京日经 225指数 (6.64)	美国股票 (4.96)	新兴市场 (4.53)	全球股市 (3.76)	发达市场 股市 (3.68)	CRB商品价 格指数 (2.36)	美国高收 益债 (1.84)	美国MBS (1.78)	美国国债 (1.25)	伦敦商品 价格黄金 (0.30)	美元指数 (-2.68)
2025-07	美元指数 (3.39)	新兴市场 (3.09)	美国股票 (2.17)	全球股市 (2.09)	发达市场 股市 (1.97)	东京日经 225指数 (1.44)	CRB商品价 格指数 (0.84)	美国高收 益债 (0.53)	伦敦商品价 格黄金 (0.35)	美国MBS (-0.60)	美国国债 (-0.69)

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：单位为%；每一行代表一个月，从左到右按照各资产类别，当月回报水平由高到低排序

2.3 国内外大类资产间比价

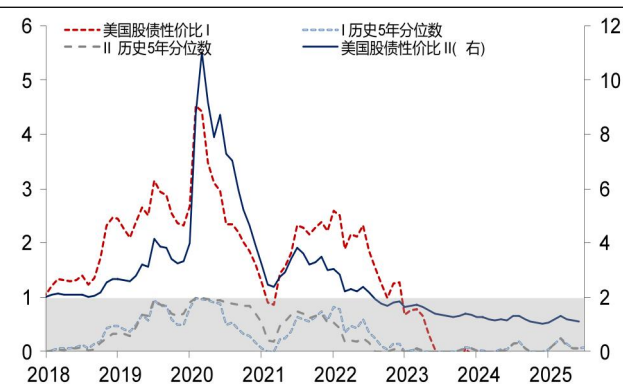
鉴于近年来股市的波动幅度较前几年相对减缓，我们采用动态跟踪的思路，以五年为一个窗口期，观测股债性价比处在过去五年间的分位点。我们以股票风险溢价（ERP）来度量股债相对比价，计算方法为股票市盈率倒数与利率债收益率之差（口径 I），或者（股票市盈率+股息率）/利率债收益率（口径 II）。ERP 可以作为衡量股票相对于债券配置价值的参考指标。动态来看，2025 年 7 月，I，II 两个口径下中国股债性价比继续下行，分位数分别为 58.33%、90.00%，表明近段时间来股票性价比有所下降，但仍处于历史较高水平。与此同时，美国 5 月份股债性价比的历史分位数在 I、II 口径下维持在历史较低水平，分别为 6.67%、6.67%，提示在高利率环境下未来美国债券利率的下行空间更大。

图16: 中国股债性价比走势



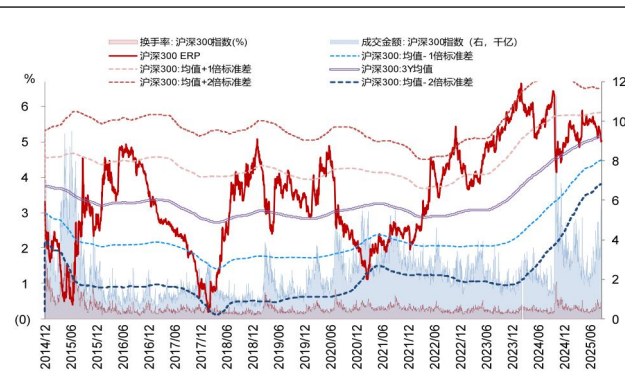
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图17: 美国股债性价比走势分析



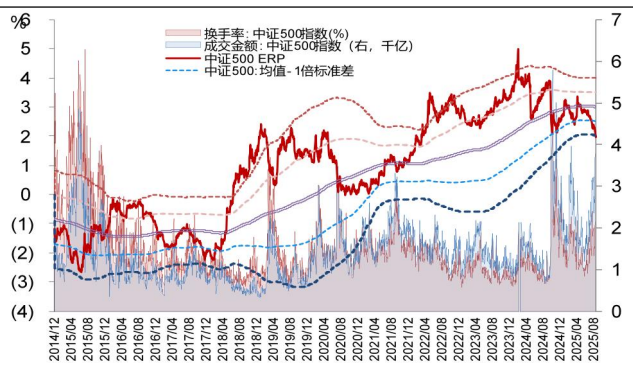
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：股债性价比 I 为SPX指数市盈率倒数与十年期美债收益率之差，性价比 II 为（SPX指数市盈率+股息率）/十年期美债收益率

图18: 沪深 300 股债性价比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图19: 中证 500 股债性价比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

3. 国信多资产配置系列总量指数

本报告对过往研究阶段中编制的多资产配置相关的指数进行了汇总发布，其中包括宏观景气 and 政策量化指数、股市交易情绪指数以及债市情绪和风险指数。这些指数是宏观经济环境和市场表现评估的重要工具，在定性分析的基础上添加完全依赖于数据刻画的宏观环境、市场情绪等维度，能够帮助投资者更好地把握市场趋势并做出合理的投资决策。基于自上而下的思维出发，对于国内外的货币、财政等政策进行量化观测，以此为基础落实到多资产配置最为重要的两个领域：A股市场和债券市场，通过成交、价格等因素对市场的风险、水位、情绪等进行刻画。三大类别、共计八个分支指数如下表所示：

表2: 国信多资产配置总量指数一览

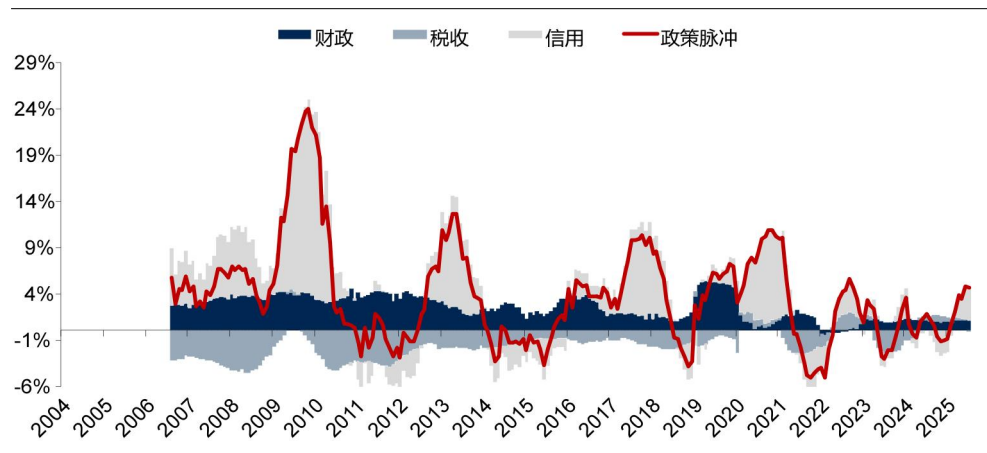
类别	名称	起始时间	更新频率	目的
宏观景气和政策量化	1. 政策脉冲指数	2002 年 1 月	月	定量观测货币、税收和财政三大政策程度
	2. 货币/信用前瞻指数	2008 年 11 月/2010 年 9 月	月	衡量国内货币环境宽松、紧缩的程度/衡量实体信用派生的程度
	3. 全球央行分歧指数	2002 年 9 月	月	衡量世界主要经济体央行货币政策分歧程度
股市交易情绪	1. A 股情绪指数 I	2006 年 5 月	月	通过价格指标提示 A 股市场的情绪状态
	2. A 股情绪指数 II	2014 年 4 月	周	提示股票市场交易的高位风险和底部位置
	3. 行业轮动指数	2010 年 1 月	周	对市场行业轮动的速度进行定量判定
债市情绪和风险	1. 中国债市情绪指数	2017 年 1 月	日	判断和预测市场对未来债券市场、宏观经济的乐观程度
	2. 债市预警指数	2010 年 5 月	周	基于实体产业和金融数据衡量债市的波动情况

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.1 国内政策脉冲指数

市场往往对货币政策的关注度极高，这是因为降准、降息等货币政策容易观测，每次降准、降息后即可获知对市场投放的流动性是多少。尽管如此，观测货币政策对实体经济所派生出的信用仍有不足之处，容易产生误判。我们参考信用脉冲的构造方法，以老口径社融、财政支出和税收收入（逆向）加总构造广义政策脉冲，发现其对本面和股市行情的前瞻性要强于信用脉冲。6 月政策脉冲指数继续回升，主要是由社会融资扩张导致的信用改善提升，降准降息效果显现，政策脉冲有所回升。

图20: 国内政策脉冲指数走势

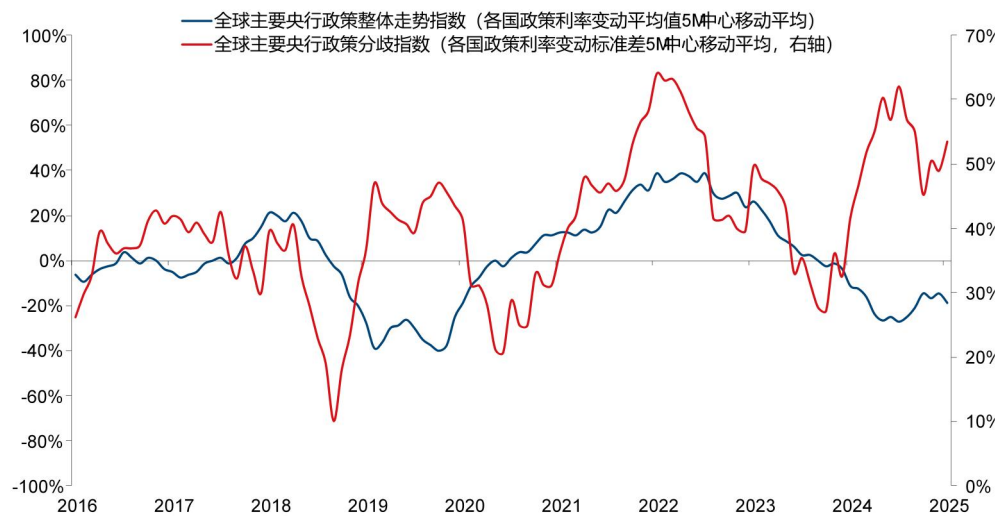


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.2 央行分歧指数

央行分歧指数是用来衡量世界各大经济体央行货币政策分歧程度的一个指标。它对各国央行政策利率的变化方向进行统计分析，能够反映出不同国家央行在国内外部经济形势和通货膨胀压力等方面的差异性，也可以帮助投资者预判未来各国央行货币政策分歧程度及其变化方向。7 月全球央行整体走势指数下行，政策分歧指数上行，表示全球央行降息进程加快。

图21: 央行整体走势指数和分歧指数



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.3 A 股情绪指数 I

我们采用六类底层指标构造 A 股情绪指数 I，这些指标包括基金溢价率、股市交易量和开户数、IPO 数量及首日收益率、经济基本面信心等多个维度：

表3: A 股情绪指数 I 的底层指标和解释

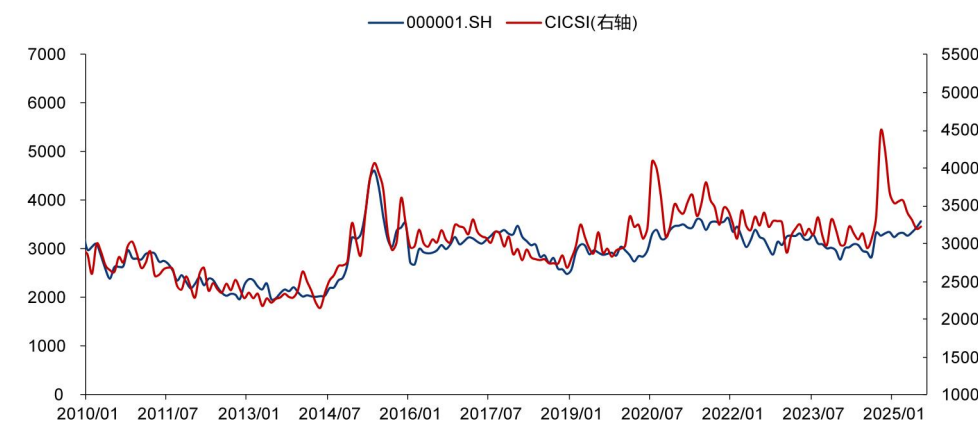
指标简称	指标频率	指标释义	指标方向
DCEF	周度	基金 IOPV 溢价率，将中国上市 ETF 按基金份额加权计算平均溢价率	正向
TURN	月度	月交易量，当月 A 股市场总交易金额与总流通市值的均值比	正向
IPON	月度	当月 IPO 个数，若没有则计为零	正向
NIA	月度	A 股账户新增开户数的对数	正向
IPOR	日度	IPO 首日收益，按 IPO 日流通股本数加权计算当月平均首日收益率	正向
CCI	月度	消费者信心指数	正向

资料来源：易志高, 茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究: CICS 的构建[J]. 金融研究, 2009 (11): 174-184., 国信证券经济研究所整理

将上述指标按一定权重加总得出投资者情绪指数，具体计算公式为：

A 股情绪指数 I = 0.231 · DCEF + 0.224 · TURN + 0.257 · IPON + 0.322 · IPOR + 0.268 · CCI + 0.405 · NIA。7-8 月 A 股情绪指数 I 继续上行，指示近期股票交易情绪走高。

图22: A 股情绪指数 I 和上证指数间走势对比

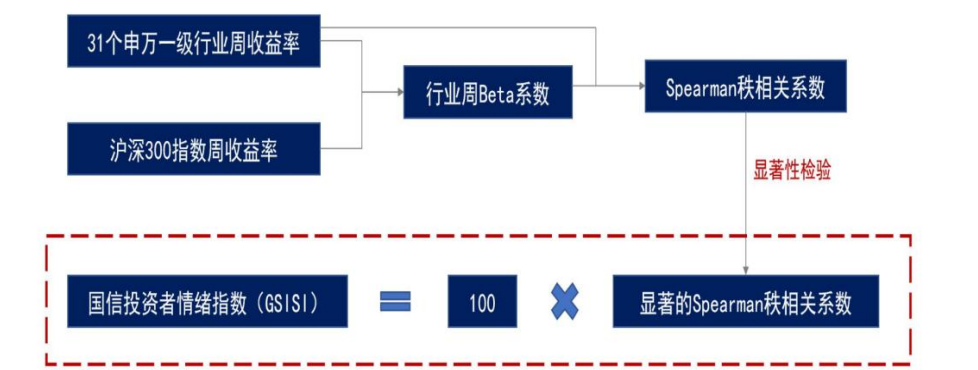


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.4 A 股情绪指数 II

根据中国 A 股市场特点，我们使用一级行业的相对于股票宽基指数（此处以沪深 300 为例，同步跟踪万得全 A 和上证指数）的周 Beta 系数和周收益率等基础数据，可以构建适合国内语境的投资者情绪指数，该指数在历史上基本可以提示了沪深 300 指数的运行趋势、底部空间和风险位置。7 月和 8 月情绪指数 II 均发出积极信号，提示股市具有投资吸引力。

图23: 投资者情绪指数构建原理



资料来源：国信证券经济研究所绘制

图24: A 股情绪指数 II 对于沪深 300 指数的提示信号



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.5 行业轮动指数

我们对各行业过去一年左右时间内的涨跌幅进行排序，根据各个行业涨跌幅排名变化构造行业轮动指数。如果每个行业涨跌幅排名当期没有发生变化，那行业轮动指数将降至 0，该指数越高代表行业轮动的速度越快，越难以通过市场主线的思维捕捉。7 月 A 股行业轮动指数仍维持宽幅震荡，8 月开始收敛。

图25: 行业轮动指数显示，市场在上涨初期往往伴随高速轮动



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2.6 中国债市情绪指数

为准确判断和预测市场对未来债券市场、宏观经济的乐观程度，我们构建中国债市情绪指数，以解释说明价格因素、流动性净投放因素对国债收益率波动无法解释的部分。7-8 月债市情绪指数震荡上行，表明市场情绪震荡中收敛，债市利率波动风险和机遇共存。

图26: 中国债市情绪指数与 10 年期国债到期收益率走势

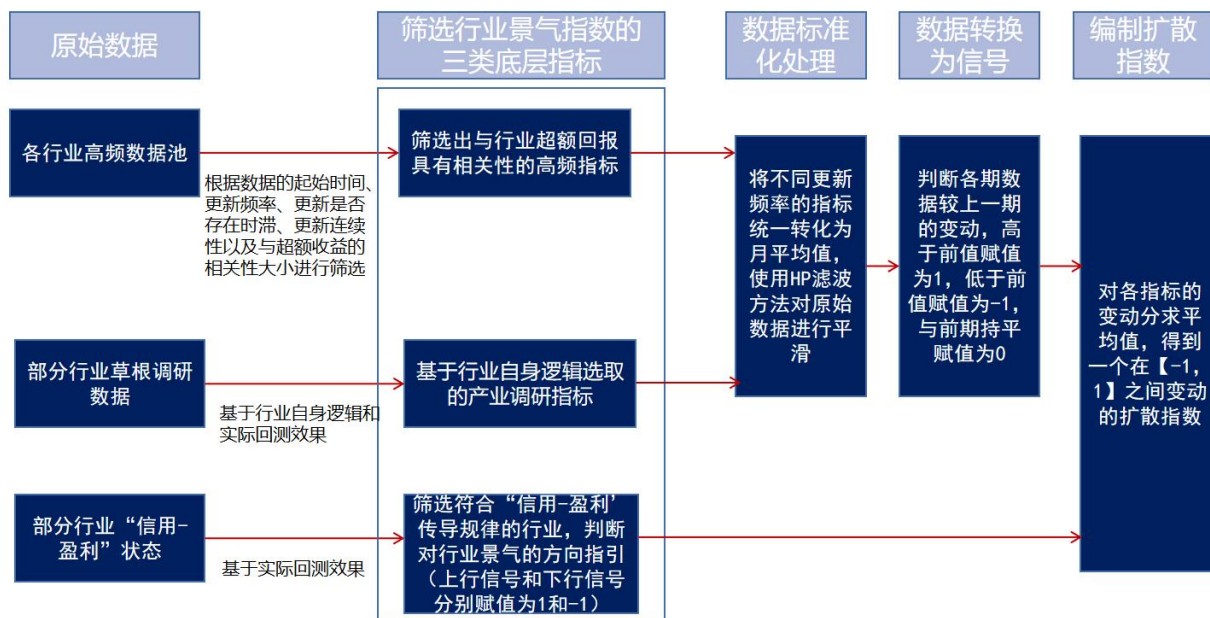


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

4. 国信多资产配置系列中观指数

我们基于三方面数据构建中观行业/板块景气指数：一是与超额回报具有相关性的高频指标，各行业具有 2-6 个不等的高频跟踪指标；二是基于调查获取的与行业自身逻辑高度相关的产业指标，包含总需求、海外需求、产成品存货、行业前景等；三是对于信用环境对其超额收益有指示效果的行业，额外增加行业信用环境数据。对行业/板块的各类数据进行整理后，采用扩散指数的编制方法编制行业/板块景气指数。

图27: 行业景气指数编制流程

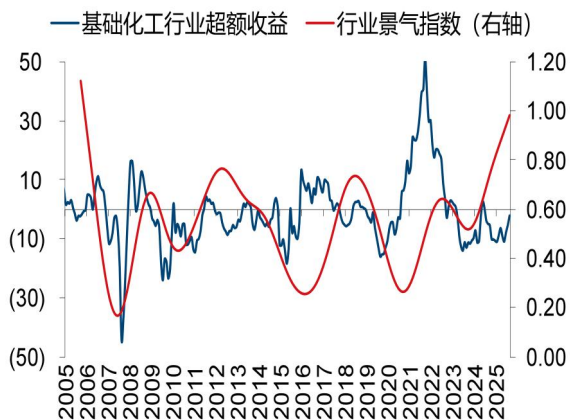


资料来源：国信证券经济研究所绘制

根据 7-8 月份的中观行业景气指数，景气上行的行业有基础化工、医药生物、农林牧渔、食品饮料、有色金属、汽车、机械设备、建筑材料、纺织服饰、商贸零

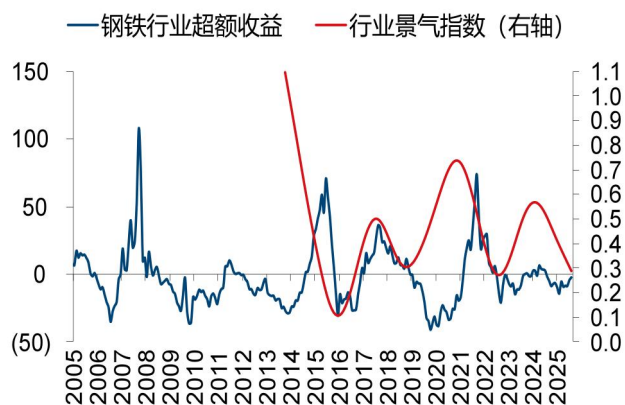
售、家用电器、环保、非银金融、煤炭、社会服务、传媒、房地产、交通运输。

图28: 基础化工行业景气指数



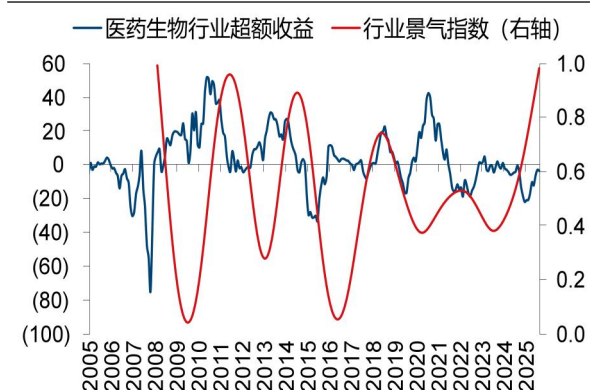
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图29: 钢铁行业景气指数



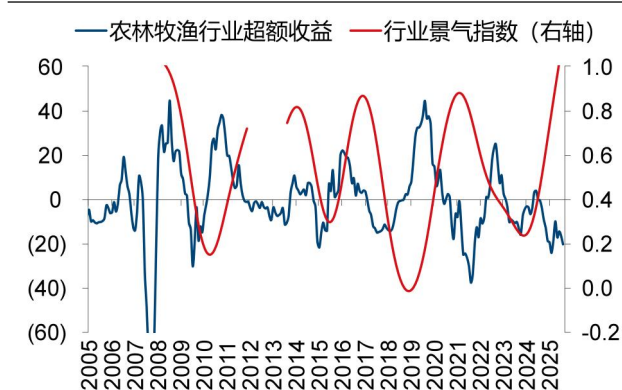
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图30: 医药生物行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图31: 农林牧渔行业景气指数



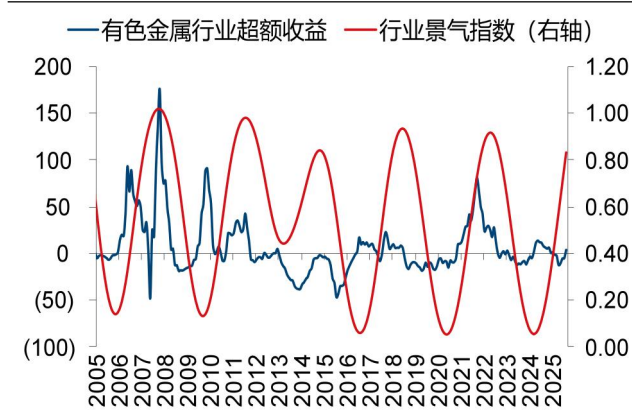
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图32: 食品饮料行业景气指数



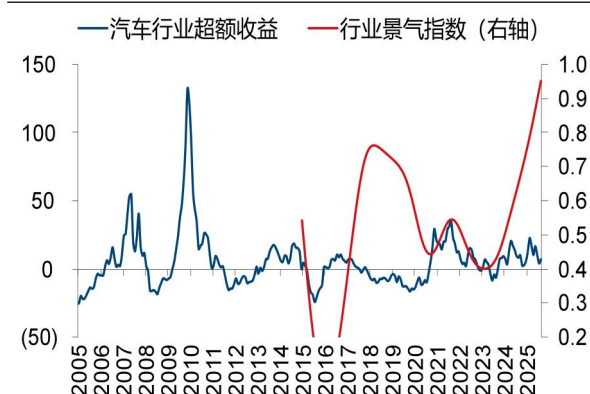
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图33: 有色金属景气指数



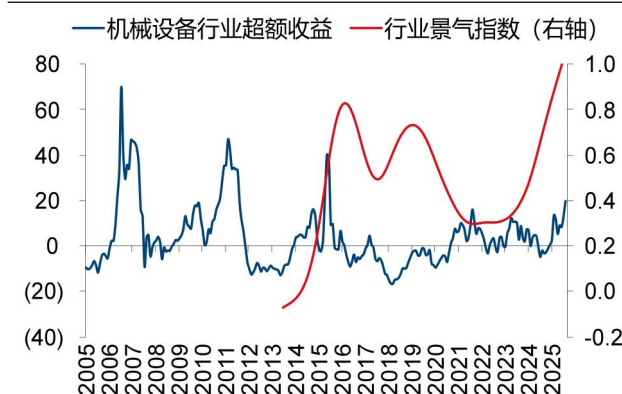
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图34: 汽车行业景气指数



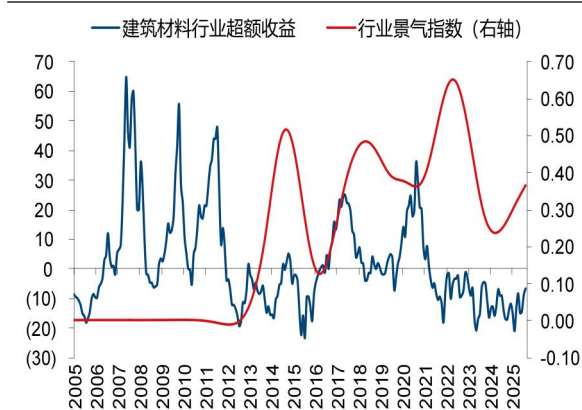
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图35: 机械设备行业景气指数



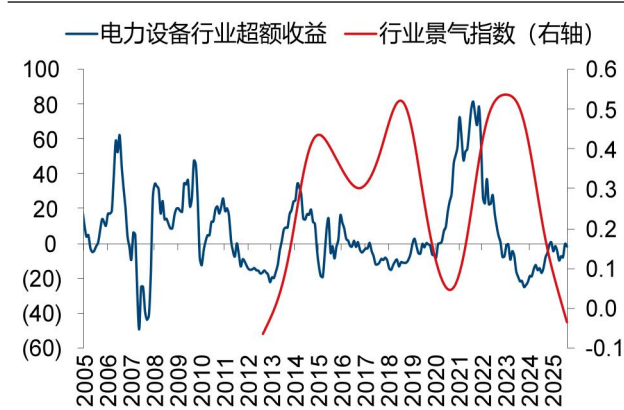
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图36: 建筑材料行业景气指数



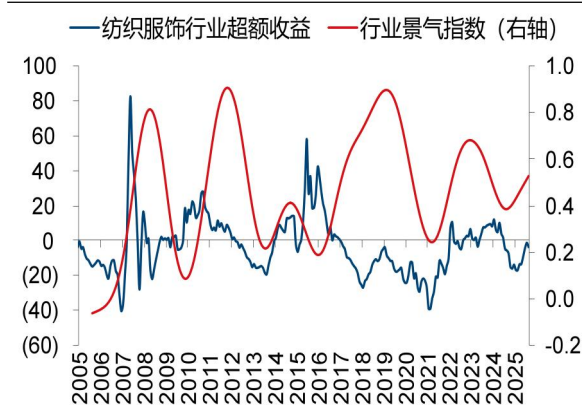
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图37: 电力设备行业景气指数



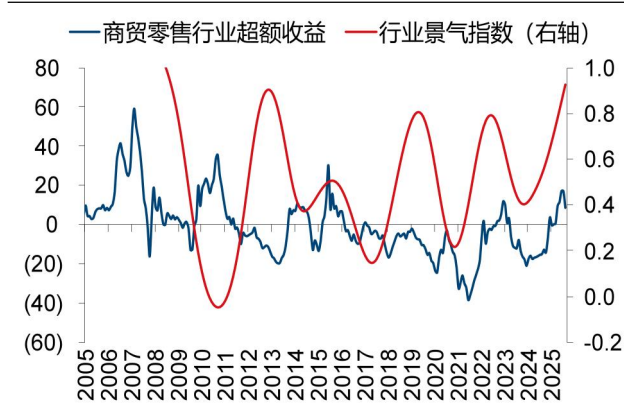
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图38: 纺织服饰行业景气指数



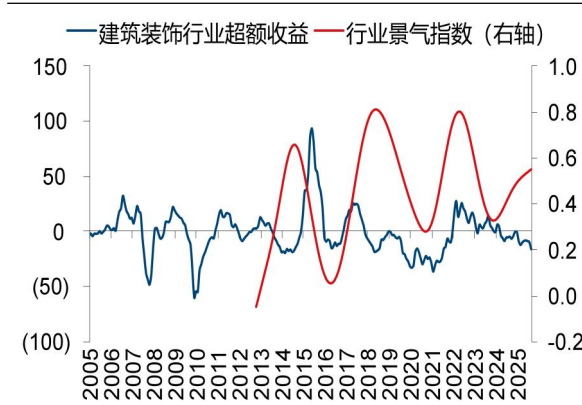
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图39: 商贸零售行业景气指数



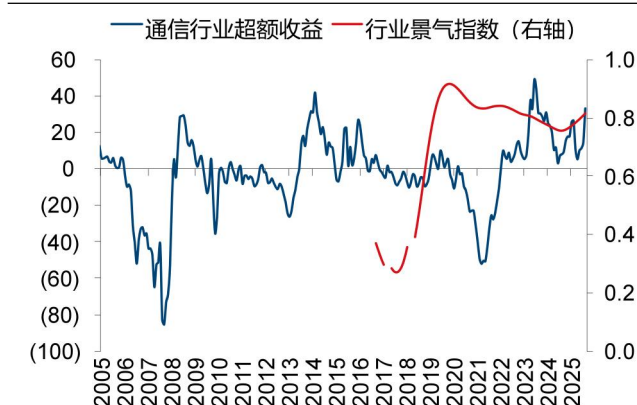
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图40: 建筑装饰行业景气指数



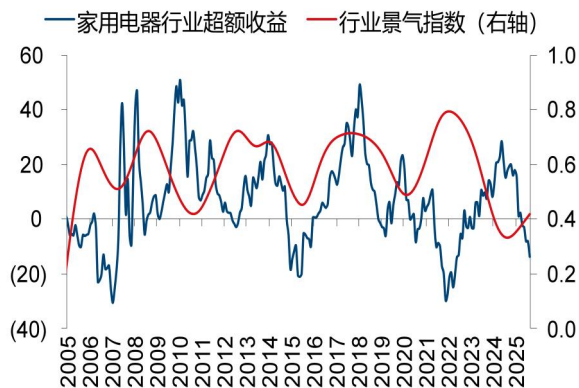
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图41: 通信行业景气指数



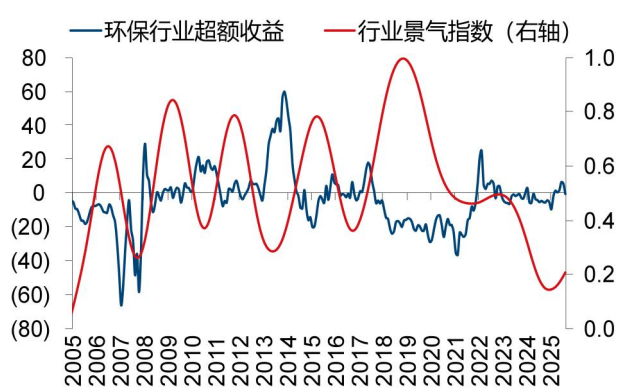
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图42: 家用电器行业景气指数



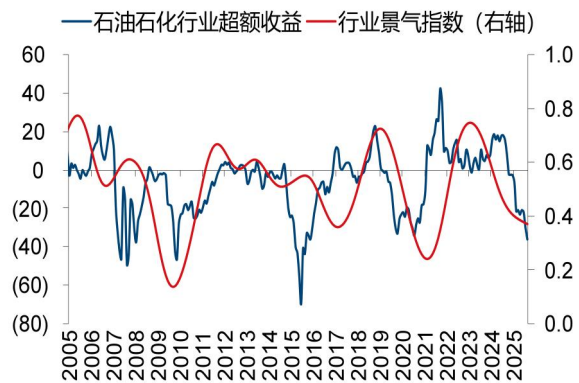
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图43: 环保行业景气指数



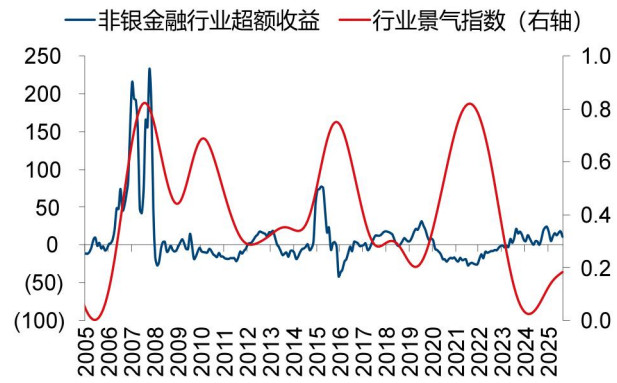
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图44: 石油石化行业景气指数



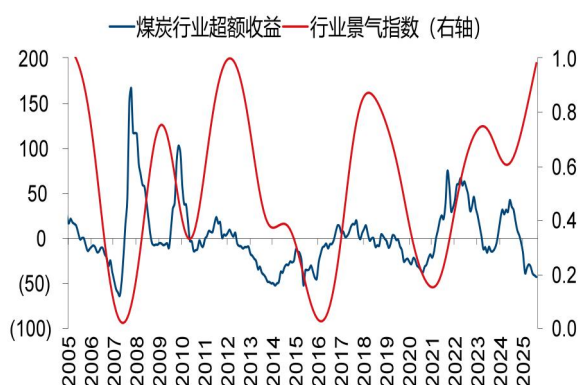
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图45: 非银金融行业景气指数



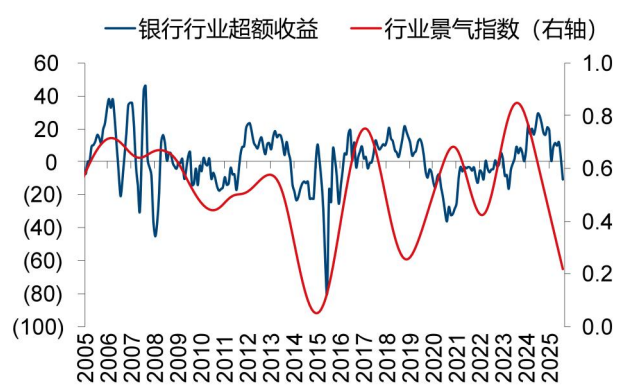
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图46: 煤炭行业景气指数



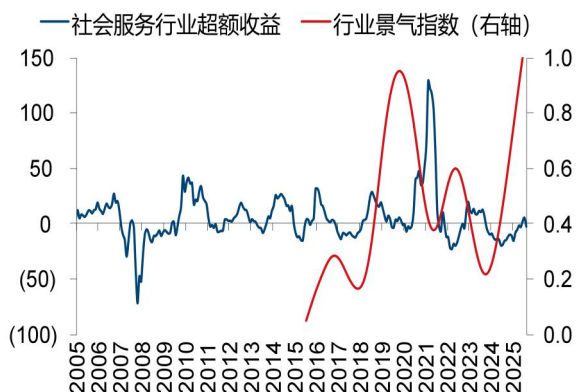
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图47: 银行行业景气指数



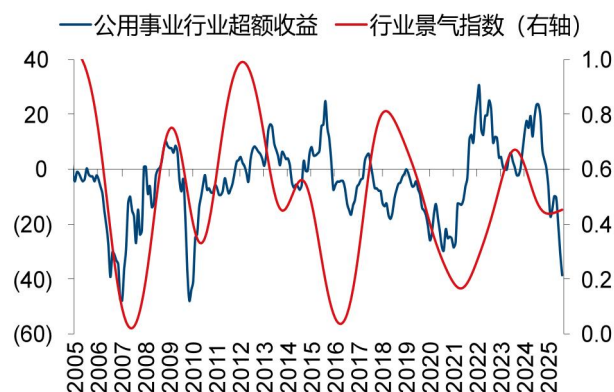
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图48: 社会服务行业景气指数



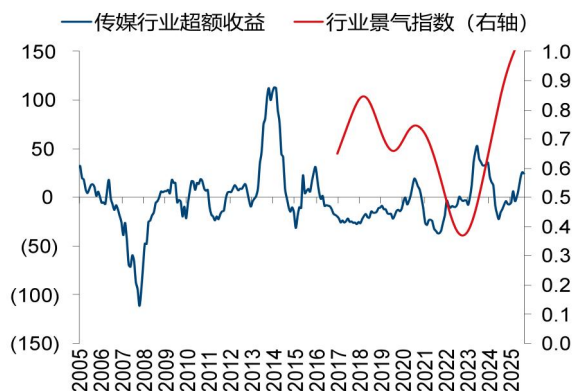
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图49: 公用事业行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图50: 传媒行业景气指数



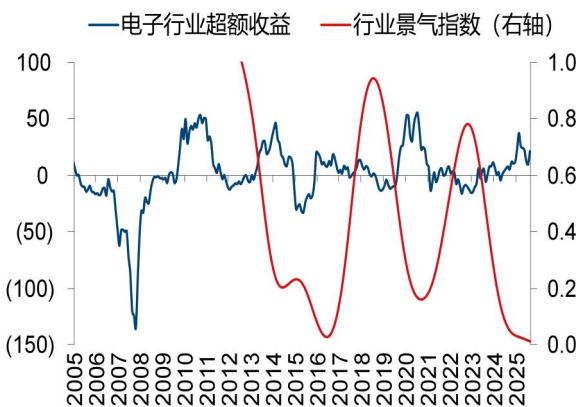
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图51: 计算机服务行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图52: 电子行业景气指数



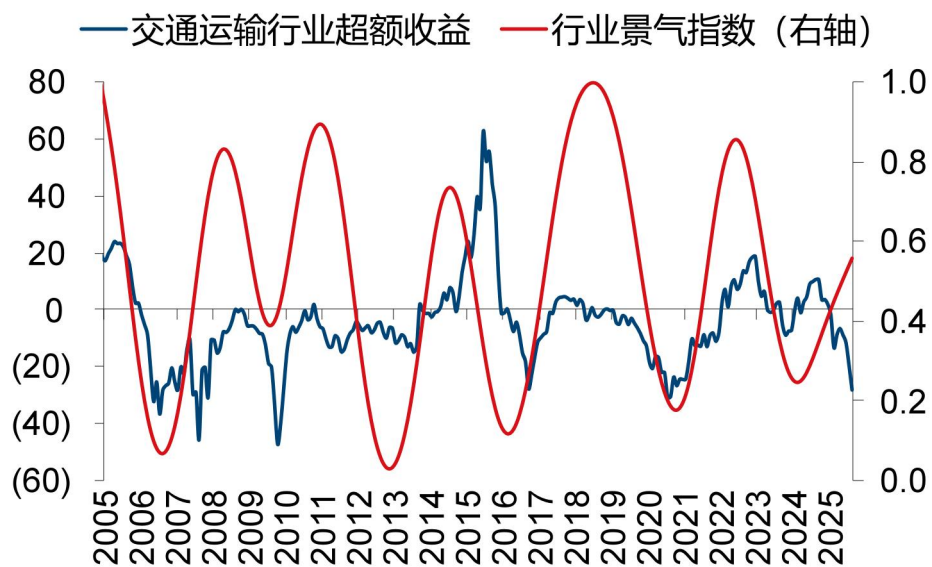
资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图53: 房地产行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图54: 交通运输行业景气指数



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

风险提示

- 1) 情绪因素对市场的扰动;
- 2) 美联储货币政策不确定性;
- 3) 海外地缘政治冲突加

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032