

金融市场分析周报

(2025.08.11-2025.08.15)

报告摘要

- **资金面分析：**税期资金价格有所上行；下周随税期结束，资金面有望回归平稳。本周央行公开市场累计进行了 7118 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 11267 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计净回笼 4149 亿元。收税期影响，本周五资金价格有所上行。下周税期税期持续，下周一、二为缴税截至日，税期对于资金面的影响仍然存在。下周政府债融资额环比回落，叠加税期结束，对于资金面的共同压力有望缓解。下周公开市场操作到期接近万亿元，环比有所回落，但仍处于较高位置。近期债券市场波动加大，央行对于债市呵护较为明显，预计下周随税期结束，资金价格有望相对回落。
- **利率债：**央行二季度货币政策执行报告对货币政策的表述为提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。7 月社融数据结构表现为政府债券的支撑较为显著，处于“加杠杆”阶段，而企业和居民债务周期仍待出清，居民和企业中长期信贷再次出现负增长。预期修复推动风险偏好回升，短期金融数据中非银存款单月新增规模达到历史次高水平，但未来仍需回到债务周期、增长周期的现实运行。随着权益市场由结构性轮动转化为指数级普涨，宽基指数表现强势、波动率却处于低位，赚钱效应快速放大，这一特征对债券资产的边际冲击尤为显著。7 月经济数据和金融数据均证实基本面在边际走弱。虽然“反内卷”政策中长期对于新旧动能转换、以及最终的物价目标是有益的，PPI 数据尚未反应大宗商品涨价对物价提振效果，长端收益率未来将逐渐定价这一点。
- **权益市场：**本周市场整体上涨，成长风格表现较强。上证指数(1.70%)、深证成指(4.55%)、沪深 300(2.37%)、科创 50(5.53%)、创业板

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

指 (8.58%)、中证 500 (3.88%)、中证 1000 (4.09%)，均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 5.04%；稳定风格表现较弱，下跌 0.67%。分行业来看，申万一级行业中通信、电子、非银金融表现较强，分别上涨 7.66%、7.02%、6.48%；银行、钢铁、纺织服饰表现较弱，分别下跌 3.19%、2.04%、1.37%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 21018.92 亿元，较上周增加 4054.82 亿元。展望未来，美国就业市场明显放缓，9 月美联储降息概率较高，或将为全球释放较大流动性。全球资金风险偏好已提前改善，短期内人工智能、券商、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：税期资金价格有所上行；下周随税期结束，资金面有望回归平稳	4
2.2 利率债走势分析：利率中枢上移，曲线走陡	5
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均回落；信用债收益率多数上行	6
三、 主要资产价格分析	8
3.1 权益市场分析：当前流动性与预期好转驱动的牛市仍较为健康	8

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 统计局本周公布 7 月份经济数据。7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.7%，社会消费品零售总额同比增长 3.7%。1-7 月，全国固定资产投资同比增长 1.6%，其中房地产开发投资下降 12%。国家统计局表示，受多重因素影响，7 月份部分经济指标有所波动，投资增长面临的压力是阶段性的。

2) 据央行统计，今年前七个月，社会融资规模增量累计为 23.99 万亿元，比上年同期多 5.12 万亿元；人民币贷款增加 12.87 万亿元。7 月末，M2 同比增长 8.8%，M1 增长 5.6%，社会融资规模存量增长 9%。中国《金融时报》发文指出，受季节因素影响，信贷数据波动明显。但单月贷款读数通常不足以准确反映经济活跃程度，也难以完整体现金融支持实体经济的力度，分析经济金融形势时无需对单月数据过度关注，更不宜过度炒作单月信贷增量读数波动。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期资金价格有所上行；下周随税期结束，资金面有望回归平稳

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 4149 亿元

本周央行公开市场累计进行了 7118 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 11267 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计净回笼 4149 亿元。本周税期来临，本周五为缴税截止日，下周一、二缴税走款。债券市场波动增大，央行相应增大投放对市场进行呵护，全周整体维持净投放态势。资金价格整体维持平稳，仅周五受税期影响，资金价格有所上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.4391%，R007 加权平均升至 1.4858%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.2980%，GC007 加权平均升至 1.4740%

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	5448	1607	1385	1607	1220
7 天	1120	1146	1185	1287	2380
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	0	0	0	0	0
净投放	-4328	-461	-200	-320	1160

资料来源：Wind、中航证券研究所

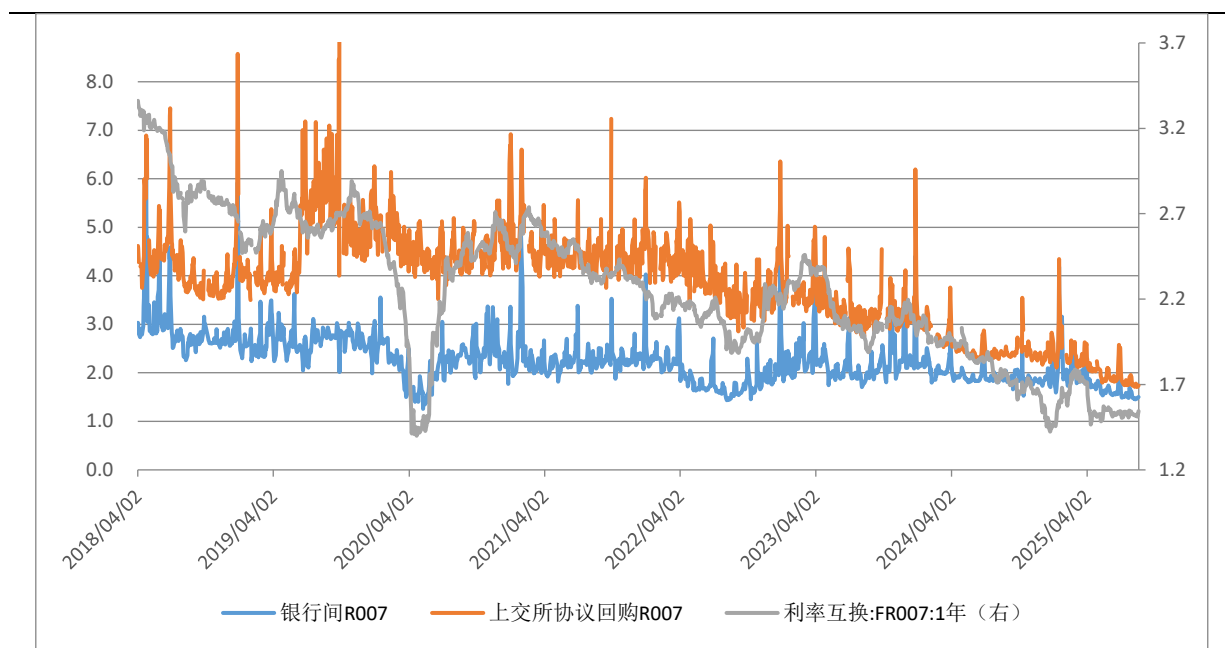
2) 资金面的展望：税期来临，关注央行支持情况

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。

下周税期持续，下周一、二为缴税截至日，税期对于资金面的影响仍然存在。下周政府债融资额环比回落，叠加税期结束，对于资金面的共同压力有望缓解。下周公开市场操作到期接近万亿元，环比有所回落，但仍处于较高位置。近期债券市场波动加大，央行对于债市呵护较为明显，预计下周随税期结束，资金价格有望相对回落。

图 1：各期限资金价格走势（%）



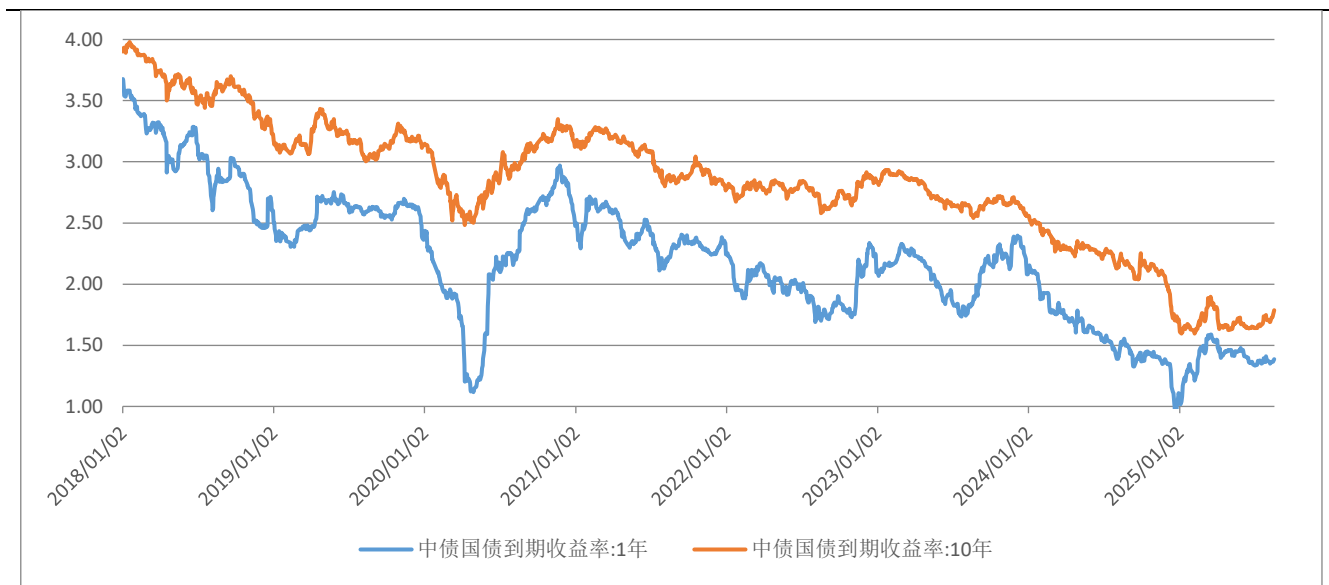
资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：利率中枢上移，曲线走陡

1) 利率债走势复盘：

本周债市震荡偏弱，不同期限收益率整体上行，其中1年期国债收益率上行1.32bp，10年期品种上行5.8bp，30年期品种上行9bp，中长端弱于短端。信用债跟随调整不同期限不同信用级别品种多数收益率上行，也呈现中长端弱于短端的特征。

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：

央行二季度货币政策执行报告对货币政策的表述为提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。7 月社融数据结构表现为政府债券的支撑较为显著，处于“加杠杆”阶段，而企业和居民债务周期仍待出清，居民和企业中长期信贷再次出现负增长。预期修复推动风险偏好回升，短期金融数据中非银存款单月新增规模达到历史次高水平，但未来仍需回到债务周期、增长周期的现实运行。随着权益市场由结构性轮动转化为指数级普涨，宽基指数表现强势、波动率却处于低位，赚钱效应快速放大，这一特征对债券资产的边际冲击尤为显著。7 月经济数据和金融数据均证实基本面在边际走弱。虽然“反内卷”政策中长期对于新旧动能转换、以及最终的物价目标是有益的，PPI 数据尚未反应大宗商品涨价对物价提振效果，长端收益率未来将逐渐定价这一点。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比均回落；信用债收益率多数上行

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-1,324.10 亿元。其中，发行总额达 7,747.30 亿元，平均发行利率为 1.6148%，到期量为 9,071.40 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下行 2.16bp 报 1.4832%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 0.84bp 报 1.5641%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.60bp 报 1.6147%，9M 存单平均发行利率较上周下行 0.77bp 报 1.6476%。

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 2,581.01 亿元，环比减少 1,120.92 亿元，偿还量约 2,764.12 亿元，净融资额约-183.11 亿元，环比减少 2,156.47 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率多数上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率多数上行，1 年期各评级信用债收益率上行 1.92bp~上行 2.92bp，3 年期各评级信用债收益率上行 1.87bp~上行 5.87bp，5 年期各评级信用债收益率下行 0.50bp~上行 6.05bp。

表 2：信用债各期限收益率水平（%）

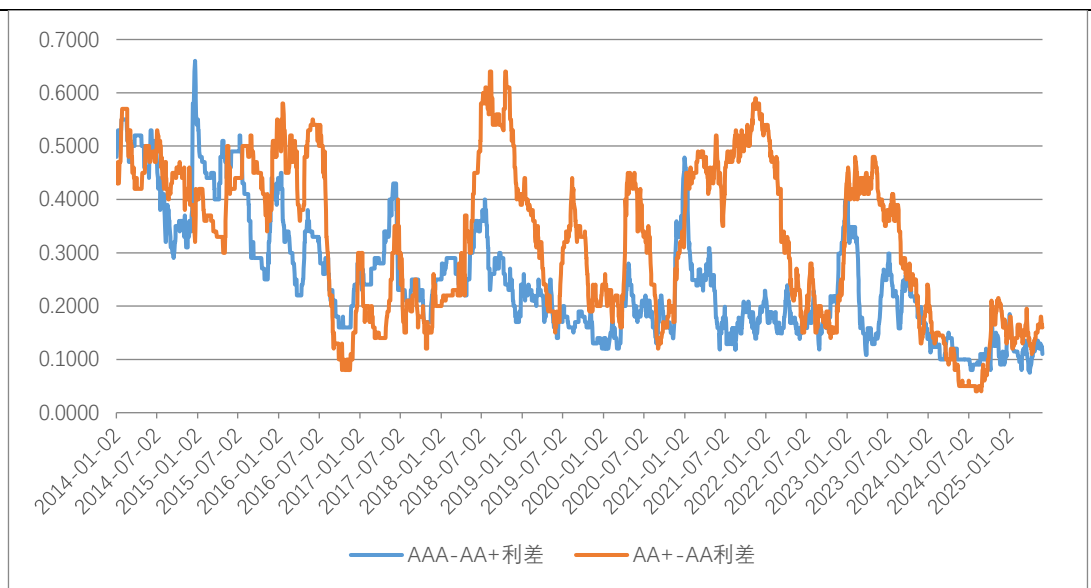
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	1.6894	1.10%	1.92
信用债(AAA):3 年	1.8768	3.40%	5.87
信用债(AAA):5 年	1.9863	3.30%	6.05
信用债(AA+):1 年	1.7494	0.90%	2.92
信用债(AA+):3 年	1.9368	1.80%	3.87
信用债(AA+):5 年	2.0863	2.70%	5.05
信用债(AA):1 年	1.7794	0.60%	2.92
信用债(AA):3 年	2.0568	1.10%	1.87
信用债(AA):5 年	2.2563	1.20%	-0.50

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 3.95bp、扩大 0.95bp、缩小 1.05bp，5Y-3Y 利差分别扩大 0.18bp、扩大 1.18bp、缩小 2.37bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 6p，较上周缩小 3bp，AA 与 AA+之间的利差为 12bp，较上周缩小 2bp。

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：当前流动性与预期好转驱动的牛市仍较为健康

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（1.70%）、深证成指（4.55%）、沪深 300（2.37%）、科创 50（5.53%）、创业板指（8.58%）、中证 500（3.88%）、中证 1000（4.09%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 5.04%；稳定风格表现较弱，下跌 0.67%。分行业来看，申万一级行业中通信、电子、非银金融表现较强，分别上涨 7.66%、7.02%、6.48%；银行、钢铁、纺织服饰表现较弱，分别下跌 3.19%、2.04%、1.37%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 21018.92 亿元，较上周增加 4054.82 亿元。

2) 权益市场展望：

8 月以来，美联储或将于 9 月的议息会议上重新开启降息并为全球注入大量流动性的共识不断被强化，已成为当前全球资本市场最核心焦点之一。近期全球资金风险偏好持续提升，全球主要股市多数上涨。国内资金风险偏好同样明显提升，沪指本周再创新高，并一度站上 3700 点。结构上，TMT 板块领涨，非银金融拉升。

本周公布的经济数据略不及预期，显示当前国内经济基本面持续向好的态势仍需稳固。但从中长期看，“反内卷”政策将推动落后产能有序退出，有望解决当前供给过剩问题，提升工业产能利用率和推动再通胀，是本轮经济转型的必备一环。因此，短期经济增速放缓不改变长期改善趋势，后续 A 股盈利能力也有望迎来拐点。

但另一方面，市场流动性持续提升。月度日均成交额占 A 股流通市值比例明显抬升，上升至 2015 年以来的 74.80% 百分位。近期杠杆资金加速进场，融资余额连续刷新年内高点，本周融资余额已突破两万亿，与 2015 年流动性好转驱动的牛市时期 2.27 万亿元的融资余额峰值较为接近，且周内持续冲高。

从数据来看，两融余额虽然接近历史高点，但当前 A 股流通市值也较 2015 年峰值提升超 50%。从两融余

额占 A 股流通市值来看，本轮杠杆资金体量仍处于 2014 年以来 51% 的均值水平附近，当前流动性与预期好转驱动的牛市较为健康。

A 股近三轮有业绩支撑的牛市，即 2009-2010 年“四万亿”，2016-2017 年供给侧改革+棚改货币化以及 2019-2021 年中美缓和+流动性由紧转松，市场底均领先业绩底。在 A 股业绩转好前，股市均先经历了一波由流动性与预期改善推动的牛市。从复盘经验来看，过去三轮市场领先于业绩出现拐点，背后推动往往源于重大政策刺激下催生 ROE 拐点预期。进一步看，近三轮从流动性与预期好转驱动的牛市转向 ROE 驱动牛期间，行业轮动速度先回落再提升，或由于随着基本面的实际改善和兑现，市场投资逻辑和风格发生转变，市场主线发生切换。

军工方面：（1）填洼地：前期超跌、悲观预期充分体现的领域，如军工电子、军工材料；（2）塑权重：沪深 300 和 A500 等指数中的军工权重股；（3）“双击”：待到“十四五”末订单和业绩的逐步兑现，以及“十五五”计划的逐步明朗，将带来业绩和估值的“双击”；（4）行业特殊性溢价：并购重组、市值管理预期、地缘政治刺激、新质生产力和新质战斗力等带来的行业溢价。

展望未来，美国就业市场明显放缓，9 月美联储降息概率较高，或将为全球释放较大流动性。全球资金风险偏好已提前改善，短期内人工智能、券商、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致。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