

宏观和大类资产配置周报

下一个重要时点或在三季度中下旬

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**7 月新增社融 1.13 万亿元，新增人民币信贷-500 亿元，M2 同比增长 8.8%；7 月工增同比增长 5.7%，社零同比增长 3.7%，1-7 月固投累计同比增长 1.6%。
- **要闻：**三部门联合印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》；财政部等九部门印发《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》；中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》。

资产表现回顾

- **A 股上涨。**本周沪深 300 指数上涨 2.37%，沪深 300 股指期货上涨 2.83%；焦煤期货本周上涨 0.33%，铁矿石主力合约本周下跌 1.65%；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率上涨 5BP 至 1.10%；十年国债收益率上行 6BP 至 1.75%，活跃十年国债期货本周下跌 0.26%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。**2025 年下半年是个重要时间节点，一方面是“十四五”规划的收官时间，另一方面是着手“十五五”规划工作的准备时间。2025 年上半年我国实际 GDP 累计同比增长 5.3%，为全年实现 5.0%的目标打下较好的基础，但进入 7 月之后经济数据开始反映出来自多方面的稳增长压力：一是美国对全球其他国家和地区加征关税开始落地，央行二季度货币政策执行报告中的判断是“世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多”，拉动我国经济增长的外需出现减弱的趋势，二是内需疲弱的客观情况依然存在，居民消费释放相对偏慢，同时较依赖消费补贴落地的力度，三是季节性天气因素造成一定扰动，特别是对固定资产投资落地的进度造成一定负面影响，四是价格同比走势偏弱，对企业盈利能力造成一定影响。我们认为下半年稳增长的重点或在于扩大内需，一方面要加力提效、落实落细“两重两新”政策，释放内需，另一方面在外部形势出现不利变化的情况下，适时适度调整国内政策，助力实现稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。我们认为三季度中下旬或是一个重要时间窗口，海外方面，美联储 9 月降息预期逐渐明朗，减轻我国宏观政策调整的外部压力，国内方面，财政政策年内是否有进一步调整的空间也趋于明朗。届时财政政策和货币政策都有进一步放松的可能。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《居民贷款再减速、长债利率却上行》20250818
《中银量化大类资产跟踪》20250818
《中银量化多策略行业轮动周报 - 20250814》20250818

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.8.17）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变

大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2%上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览	4
人民币风险资产价格回升	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A 股：中小创领涨	9
债券：债市收益率上行	10
大宗商品：市场分化	11
货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方	12
外汇：美元指数走势偏弱	12
港股及海外：海外市场押注美联储 9 月降息	13
下周大类资产配置建议	15
风险提示：	15

图表目录

本期观点（2025.8.17）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现	7
图表 5. 建材社会库存周度表现	7
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	7
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	7
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	7
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	8
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	8
图表 11. 汽车周消费规模表现	8
图表 12. 权益类资产节前涨跌幅	9
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	10
图表 14. 信用利差和期限利差	10
图表 15. 央行公开市场操作净投放	10
图表 16. 7 天资金拆借利率	10
图表 17. 大宗商品本周表现	11
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	11
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	12
图表 20. 理财产品收益率曲线	12
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	12
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	12
图表 23. 恒指走势	13
图表 24. 陆港通资金流动情况	13
图表 25. 港股行业涨跌幅	13
图表 26. 港股估值变化	13
图表 27. 本期观点（2025.8.17）	15

一周概览

人民币风险资产价格回升

A 股上涨。本周沪深 300 指数上涨 2.37%，沪深 300 股指期货上涨 2.83%；焦煤期货本周上涨 0.33%，铁矿石主力合约本周下跌 1.65%；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率上涨 5BP 至 1.10%；十年国债收益率上行 6BP 至 1.75%，活跃十年国债期货本周下跌 0.26%。

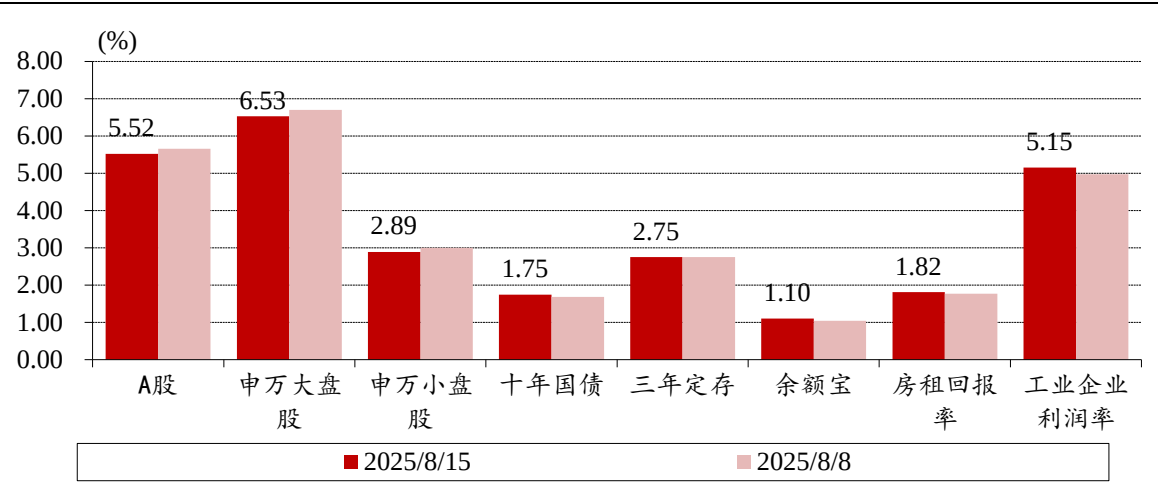
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		债券	
股票	沪深 300 +2.37%	债券	10 年国债到期收益率 1.75%/本周变动 +6BP
	沪深 300 期货 +2.83%		活跃 10 年国债期货-0.26%
	本期评论：关注“增量”政策落实情况		本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市
	配置建议：超配		配置建议：低配
大宗		保守	
大宗	铁矿石期货 -1.65%	保守	余额宝 1.10%/本周变动 +5BP
	焦煤期货 +0.33%		股份制理财 3M 1.85%/本周变动 0BP
	本期评论：关注财政增量政策落实进度		本期评论：收益率将在 2%上下波动
	配置建议：标配		配置建议：低配

资料来源：万得，中银证券

7 月经济数据偏弱。本周 A 股指数普涨，小盘股估值上行的幅度超过大盘股。本周央行在公开市场净回笼 4149 亿元，本周拆借资金利率维持在较低水平，周五 R007 利率收于 1.49%，GC007 利率收于 1.47%。本周十年国债收益率收于 1.75%，较上周五上行 6BP。7 月金融数据和经济数据偏弱，金融数据方面，新增社融主要受政府债券融资支撑，但新增信贷少增，实体经济融资需求偏弱，但 M1 同比增速和 M2 同比增速相对较强，表明适度宽松的货币政策仍较呵护经济中的流动性，7 月工业增加值、社零和固定资产投资增速也低于万得一致预期，一定程度上反映出我国下半年稳增长仍有压力。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

美元指数下跌, 美债收益率上行。股市方面, 本周A股主要指数普涨, 领涨的指数是创业板指(8.58%), 涨幅较小的指数是上证综指(1.70%); 港股方面恒生指数上涨 1.65%, 恒生国企指数上涨 1.62%, AH溢价指数下行 3.09%收于 122.59; 美股方面, 标普 500 指数本周上涨 0.94%, 纳斯达克上涨 0.81%。债市方面, 本周国内债市普跌, 中债总财富指数本周下跌 0.33%, 中债国债指数下跌 0.47%, 金融债指数下跌 0.20%, 信用债指数下跌 0.06%; 十年美债利率上行 6 BP, 周五收于 4.33%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%, 余额宝 7 天年化收益率上行 5 BP, 周五收于 1.10%。期货市场方面, NYMEX 原油期货下跌 1.16%, 收于 63.14 美元/桶; COMEX 黄金下跌 3.14%, 收于 3381.70 美元/盎司; SHFE 螺纹钢下跌 0.84%, LME 铜下跌 0.02%, LME 铝下跌 0.23%; CBOT 大豆上涨 5.59%。美元指数下跌 0.43%收于 97.85。VIX 指数下行至 15.09。本周海外期货市场调整幅度较大, 美元指数下行, 美元风险资产表现相对较好。

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %)

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/8/11 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/8/15 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,696.77	1.70	2.11	3.46	10.29
	399001.SZ	深证成指	11,634.67	4.55	1.25	5.68	11.71
	399005.SZ	中小板指	7,117.65	3.11	1.24	4.16	11.52
	399006.SZ	创业板指	2,534.22	8.58	0.49	8.84	18.33
	881001.WI	万得全 A	5,834.92	2.95	1.94	4.81	16.19
	000300.SH	沪深 300	4,202.35	2.37	1.23	3.11	6.80
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	249.21	(0.33)	0.08	(0.23)	0.74
	CBA00603.C	中债国债	246.73	(0.47)	0.13	(0.32)	0.33
	CBA01203.C	中债金融债	246.69	(0.20)	0.04	(0.15)	0.32
	CBA02703.C	中债信用债	224.05	(0.06)	0.09	0.06	1.38
	885009.WI	货币基金指数	1,725.78	0.02	0.02	0.05	0.85
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	63.14	(1.16)	(5.91)	(8.84)	(11.96)
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,381.70	(3.14)	1.72	0.99	28.05
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,188.00	(0.84)	0.00	(1.70)	(5.67)
	CA.LME	LME 铜	9,760.00	(0.02)	1.43	1.55	11.31
	AH.LME	LME 铝	2,603.00	(0.23)	1.91	1.48	2.02
	S.CBT	CBOT 大豆	1,042.75	5.59	(0.28)	5.41	3.19
货币	-	余额宝	1.10	5 BP	1 BP	6 BP	-16 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USD.XF	美元指数	97.85	(0.43)	(0.43)	(2.20)	(9.80)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.18	0.00	0.39	0.15	1.60
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.39	(0.31)	(0.77)	(2.10)	(10.26)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.88	(0.36)	(1.54)	(1.71)	(4.52)
港股	HSI.HI	恒生指数	25,270.07	1.65	1.43	2.01	25.97
	HSCEI.HI	恒生国企	9,039.09	1.62	1.03	1.76	23.99
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	122.59	(3.09)	(0.82)	(3.16)	(20.41)
美国	SPX.GI	标普 500	6,449.80	0.94	2.43	1.74	9.66
	IXIC.GI	NASDAQ	21,622.98	0.81	3.87	2.37	11.97
	UST10Y.GBM	十年美债	4.33	6 BP	4 BP	-4 BP	-25 BP
	VIX.GI	VIX 指数	15.09	(0.40)	(25.66)	(9.75)	(13.03)
	CRB.RB	CRB 商品指数	295.54	0.50	(0.41)	(1.41)	(0.40)

资料来源: 万得, 中银证券

注: 货币类产品单位: %; 大宗商品现价单位: 原油: 美元/桶; 黄金: 美元/盎司; 螺纹钢: 元/吨; 铜: 美元/吨; 铝单位: 美元/吨; 大豆: 美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

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 9.0%。

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。

全国 70 城最新房价数据公布，7 月份，各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比降幅整体有所收窄。新房价格环比上涨城市数量为 6 个，较上月减少 8 城，上海、乌鲁木齐环比涨 0.3% 领跑。二手房市场仅太原 1 城房价环比上涨。国家统计局数据还显示，截至 7 月末，全国商品房待售面积已连续五个月减少。

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《促进民营经济健康发展、高质量发展》。文章指出，要扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施。坚决破除依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争的各种障碍。给予民营企业公平的发展机会，让“非禁即入”落地生根。民营企业融资难融资贵问题要继续下大气力解决。着力解决拖欠民营企业账款问题。集中整治乱收费、乱罚款、乱检查、乱查封，坚决防止违规异地执法和趋利性执法。

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。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，用好结构性货币政策工具，加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等。

三部门联合印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，明确 2025 年 9 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日期间，符合条件的个人消费贷款可享受财政贴息。贴息范围包括单笔 5 万元以下消费，以及单笔 5 万元及以上的家用汽车、养老生育等重点领域消费。每人在同一家机构最高可享 3000 元贴息。

财政部等九部门印发《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》，明确对符合条件的餐饮住宿、健康、养老、托育、家政、文化娱乐、旅游、体育 8 类消费领域服务业经营主体贷款给予财政贴息。单户享受贴息的贷款规模最高可达 100 万元。

央行等四部门详解两项贴息政策表示，这是财政金融协同支持提振消费的一次创新探索，将与正在实施的消费品以旧换新补贴等政策形成“组合拳”。政策到期后，相关部门还将开展效果评估，研究视情况延长政策期限，或扩大支持范围。

财政部、教育部近日修订《支持学前教育发展资金管理办法》，规范和加强相关资金管理。现阶段，支持学前教育发展资金主要用于：支持学前教育扩优提质，落实学前教育免保育教育费政策。

财政部会同税务总局就增值税法实施条例向社会公开征求意见。条例主要对增值税法有关规定进一步细化明确，对授权国务院规定的事项作出具体规定，进一步增强税制的确定性和可操作性，形成配套衔接的增值税制度体系。

国务院决定修改外国人入境出境管理条例，在普通签证类别中新增 K 字签证，发给入境的外国青年科技人才。持证人入境后可从事教育、科技、文化等领域交流及创业、商务等活动。

据国家发改委，2025 年超长期特别国债支持设备更新的 1880 亿元投资补助资金已下达完毕，支持约 8400 个项目，带动总投资超过 1 万亿元。

市场监管总局、工信部拟加强智能网联新能源汽车管理，强调企业应明确显示组合驾驶辅助系统的安全提示和使用说明，避免驾驶员将组合驾驶辅助功能视为自动驾驶功能使用。未经备案不得开展 OTA 升级活动。宣传中应当避免夸大宣传车辆驾驶性能，误导消费者以不合理的高速驾驶车辆。

中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》。美方承诺继续调整对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征关税的措施，自 8 月 12 日起继续暂停实施 24% 的对等关税 90 天。中方自 8 月 12 日起继续暂停实施 24% 对美加征关税以及有关非关税反制措施 90 天。在不可靠实体清单方面，中方继续暂停 4 月 4 日公告相关措施 90 天，停止 4 月 9 日公告相关措施。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，8月15日当周各品种钢材开工率环比上周分化，螺纹钢和线材开工率环比上周分别变动-1.01个百分点和1.76个百分点；建材社会库存连续五周回升，本周较前一周上升24.99万吨。8月13日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周变动分化，华北、华南和西北地区开工率较前一周上升，华东和东北地区开工率较前一周下降。

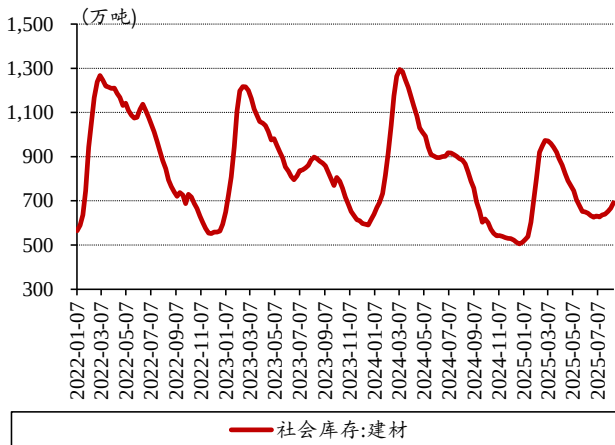
图表4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较2025年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	43.27	(1.01)	3.94
	线材：主要钢厂开工率（%）	48.86	1.76	1.76
石油沥青装置	开工率：华东地区（%）	39.80	(1.50)	7.00
	开工率：华北地区（%）	16.30	2.50	(21.90)
	开工率：华南地区（%）	37.30	0.80	13.10
	开工率：东北地区（%）	18.20	(0.80)	(0.70)
	开工率：西北地区（%）	44.60	2.50	23.70

资料来源：万得，中银证券

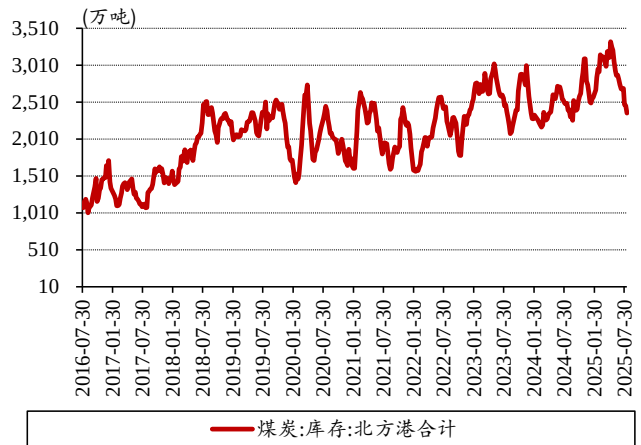
海外机构持仓方面，本周SPDR黄金ETF持仓总价值变动-1.15%。原油库存方面，8月8日当周，美国API原油库存上升，本周环比上升151.90万桶。

图表5.建材社会库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表6.北方港煤炭库存周度表现



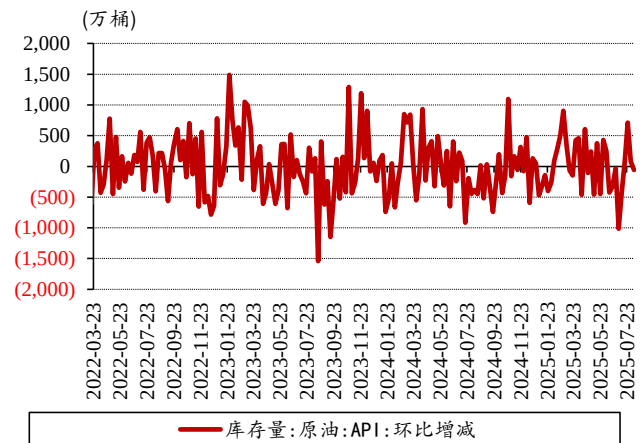
资料来源：同花顺，中银证券

图表7.美国API原油库存周度表现



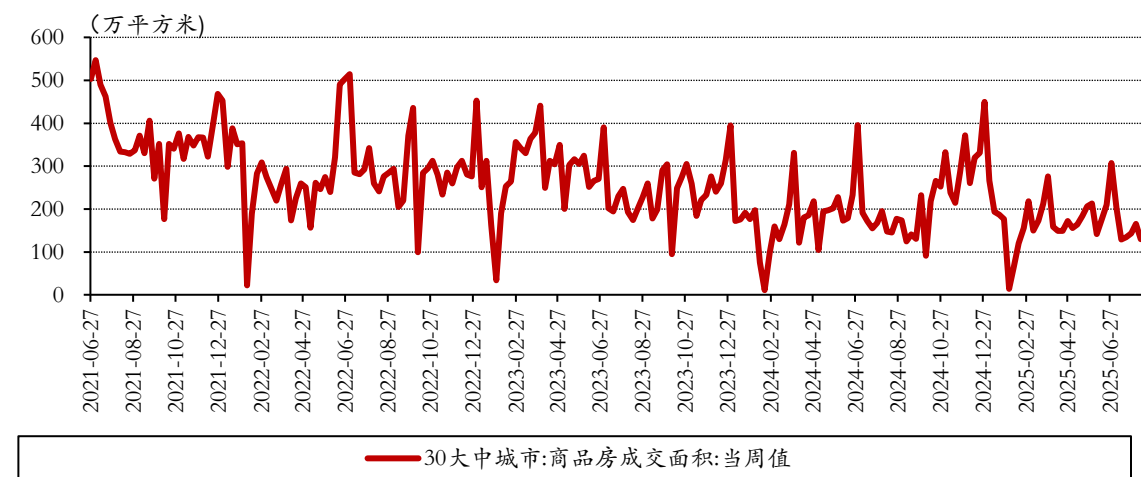
资料来源：万得，中银证券

图表8.美国API原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

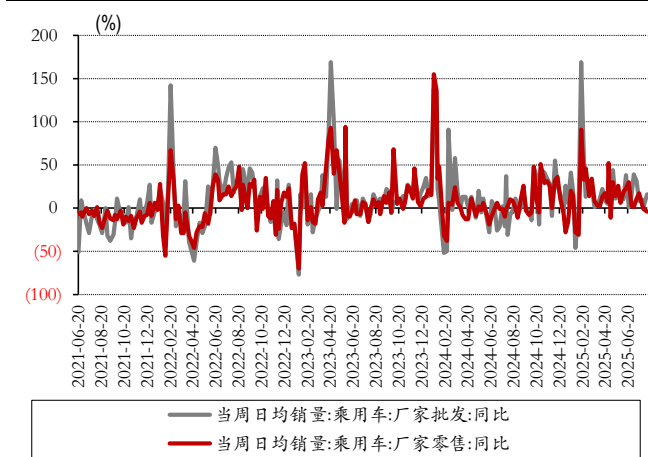


资料来源：万得，中银证券

商品房成交环比有走弱的趋势。8月10日当周，30大中城市商品房成交面积环比下降，单周成交面积环比变动-35.64万平方米。央行二季度货币政策执行报告中关于房地产的表述是“着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式”，我们认为稳地产未来的关键举措或在于新发展模式。

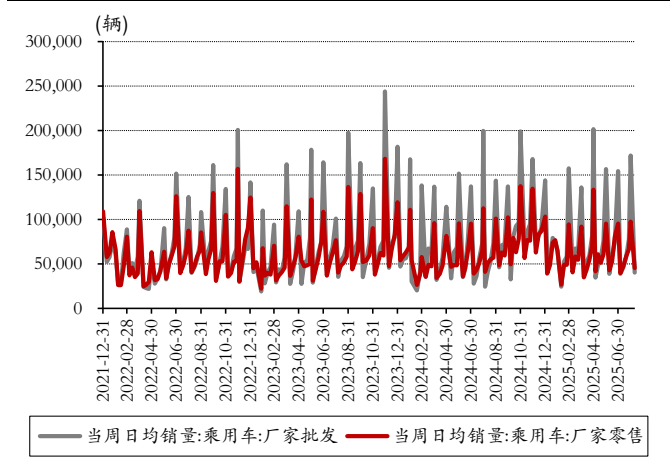
汽车方面，8月10日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为16.00%和-4.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：中小创领涨

TMT 行业涨幅较大。本周市场指数上涨为主，领涨的指数包括创业板指(8.58%)、深证成指(4.55%)、中证 1000 (4.09%)，下跌的指数仅有上证红利 (-1.68%)。行业方面涨多跌少，领涨的行业有通信 (7.11%)、非银行金融 (6.57%)、电子元器件 (6.43%)，领跌的行业有银行 (-3.22%)、钢铁 (-2.00%)、纺织服装 (-1.36%)。本周中小创指数涨幅较大，后续建议关注半年报和三季度业绩走势。

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
创业板指	8.58	通信	7.11	互联网金融指数	7.53
深证成指	4.55	非银行金融	6.57	充电桩指数	6.70
中证 1000	4.09	电子元器件	6.43	大数据指数	6.44
上证 180	1.62	纺织服装	(1.36)	上海本地重组指数	(0.60)
上证 50	1.57	钢铁	(2.00)	最小市值指数	(1.51)
上证红利	(1.68)	银行	(3.22)	航母指数	(2.00)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

商业航天 | 据媒体报道，我国在文昌航天发射场使用长征五号乙运载火箭/远征二号上面级，成功将卫星互联网低轨 8 组卫星发射升空，卫星顺利进入预定轨道，发射任务获得圆满成功。此次任务是长征系列运载火箭的第 588 次飞行。

量子技术 | 全国首台国产商业电子束光刻机“羲之”已在杭州进入应用测试，其精度比肩国际主流设备，标志着量子芯片研发从此有了“中国刻刀”。

脑机接口 | 8 月 9 日，湖北省医疗科技创新成果发布会召开，宣布湖北脑机接口产业创新发展联盟在光谷成立。同时湖北率先发布全国首个脑机接口医疗服务价格标准，加速技术向临床转化。

具身智能 | 北京亦庄近日发布“具身智能机器人十条”政策，聚焦软硬技术协同攻关、数据要素先行先试、应用场景牵引推广等关键领域，全国首创数据采集实训场奖励、二次开发社区支持、“打样券”等措施。

动力电池 | 市场监管总局发布《动力锂电池运输安全及多式联运技术要求》国家标准，将于 2026 年 2 月 1 日起实施。该标创新建立了动力锂电池运输分级标准，完善了在用电池、废旧电池包装性能要求。

环卫装备 | 据报道，极景智能研发的 L4 级无人驾驶环卫车已实现全国范围销售，当前生产订单排期已延续至今年第四季度。

量子计算 | 近日，中国科学技术大学潘建伟、陆朝阳教授等与上海量子科学研究中心/上海人工智能实验室钟翰森研究员等同事合作，利用人工智能技术，实现了高度的并行性以及阵列规模无关的常数时间消耗，在 60 毫秒内成功构建了多达 2024 个原子的无缺陷二维和三维原子阵列，刷新了中性原子体系无缺陷原子阵列规模的世界纪录。该方法为大规模中性原子量子计算奠定了关键技术基础。相关研究成果日前在国际学术期刊《物理评论快报》上发表。

液冷 | 随着算力密度的不断提升，数据中心及算力设备的散热问题日益突出。液冷技术作为解决高密散热的核心方案，市场需求呈现爆发式增长，引起市场关注。

脑机接口 | 作为 OpenAI CEO 奥特曼与马斯克个人恩怨的延续，最新消息显示 OpenAI 正准备参与脑机接口初创公司 Merge Labs 的 2.5 亿美元融资，估值达到 8.5 亿美元，其中大部分资金将来自 OpenAI 的风险投资团队。这也将使得他们与马斯克的 Neuralink 展开直接竞争。

微短剧 | 据证券时报，横店影视城方面提供的数据显示，今年前 7 个月，横店影视城已接待超过 2300 个竖屏微短剧剧组，超过了 2024 年全年。大量剧组涌入，再加上微短剧制作要求不断提升，横店微短剧导演、演员、群演都出现了“供不应求”的局面。

债券：债市收益率上行

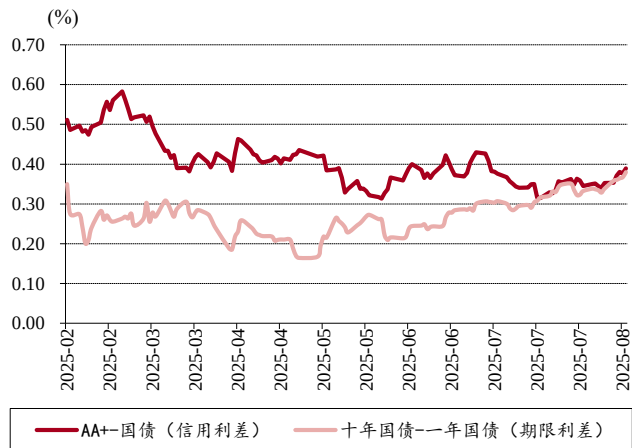
长久期利率债和低评级信用债收益率上行幅度更大。十年期国债收益率周五收于 1.75%，本周上行 6BP，十年国开债收益率周五收于 1.86%，较上周五上行 8BP。本周期限利差上行 4BP 至 0.38%，信用利差上行 4BP 至 0.39%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

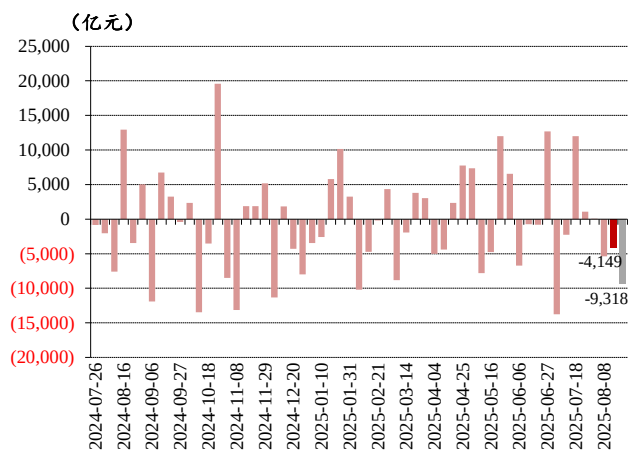
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

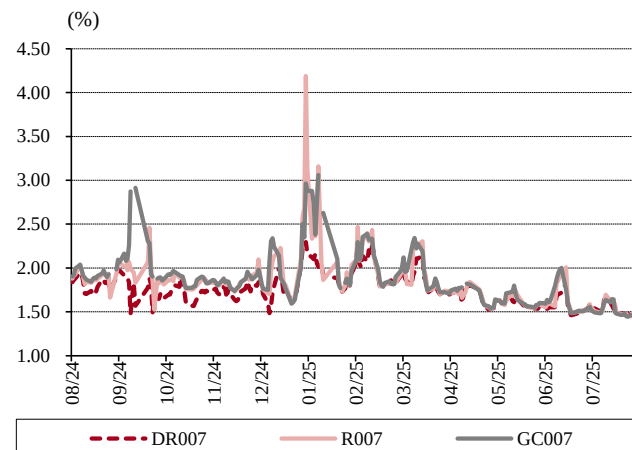
拆借资金利率保持在较低水平。本周央行在公开市场净回笼 4149 亿元。本周资金拆借利率维持在较低水平波动，周五 R007 收于 1.49%，周五 GC007 收于 1.47%。建议关注中央层面首次实施个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息政策，从央行二季度货币政策执行报告中提及的“用好结构性货币政策工具”来看，我们认为下半年适度宽松的货币政策，可能在结构性货币政策工具方面加力提效，传统货币政策工具能否进一步打开空间，可能更多取决于“宏观政策取向一致性”。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻（新闻来源：万得）

央行发布公告称，将于 8 月 15 日开展 5000 亿元买断式逆回购操作，期限为 6 个月（182 天）。叠加 8 月 8 日开展的 7000 亿 3 个月期买断式逆回购，本月央行买断式逆回购已累计超额续作 3000 亿元，有效注入中期流动性。同时，市场预计本月 3000 亿元 MLF 到期后，央行也可能加量续作。

科创债新政落地已有三月。在这三个月内，新发科创债发行规模高达 8806.59 亿元。其中，银行、券商等金融机构新发债券规模占比 36%。从票面利率来看，近三个月新发科创债发行票面利率均值为 1.8994%，最低甚至能到 0.01%。

大宗商品：市场分化

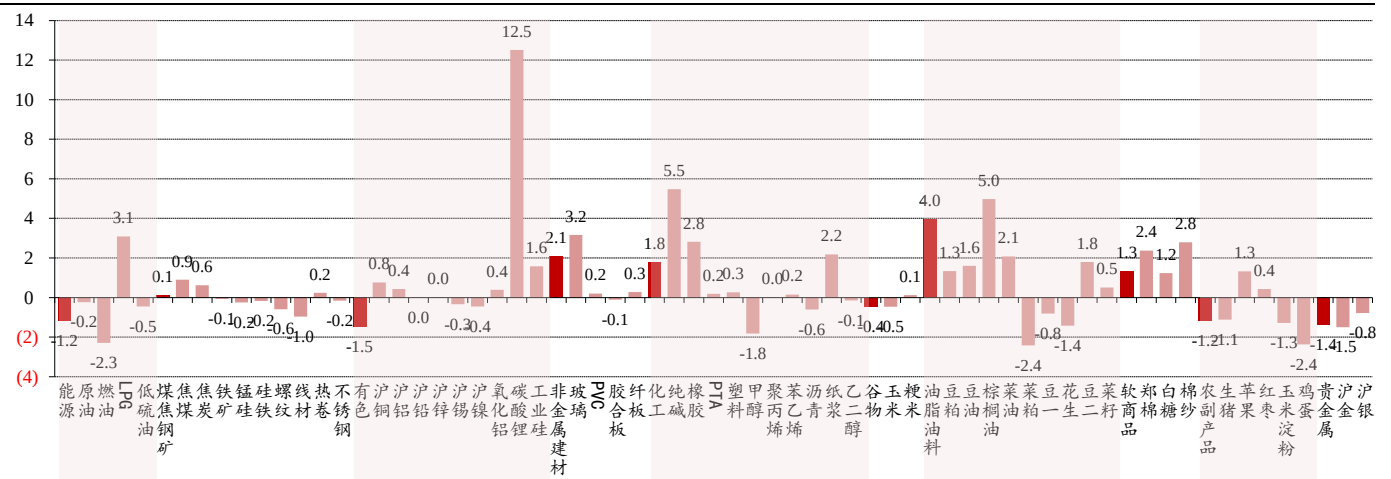
7 月固定资产投资增速偏弱，影响部分周期品期货价格表现。本周商品期货指数下跌 1.68%。从各类商品期货指数来看，上涨的有油脂油料（3.96%）、非金属建材（2.11%）、化工（1.79%）、煤焦钢矿（0.11%），下跌的有谷物（-0.45%）、能源（-1.17%）、贵金属（-1.40%）、有色金属（-1.48%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有碳酸锂（12.51%）、纯碱（5.48%）、棕榈油（4.98%），跌幅靠前的则有菜粕（-2.42%）、鸡蛋（-2.37%）、燃油（-2.30%）。后续建议继续关注“反内卷”对相关产品期货价格的影响。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 -1.68%	能源 -1.17%	煤焦钢矿 +0.11%
有色金属 -1.48%	非金属建材 +2.11%	化工 +1.79%
谷物 -0.45%	油脂油料 +3.96%	贵金属 -1.40%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

OPEC 发布最新月度报告，维持 2025 年全球原油需求增速预期在 129 万桶/日不变，但将 2026 年全球石油需求增速预期上调 10 万桶/日，至 138 万桶/日。同时下调了对美国及其他非 OPEC+ 产油国供应增长预期。

EIA 短期能源展望报告显示，预计 2025 年布伦特原油均价为每桶 67.22 美元，此前预测为每桶 68.89 美元；预计 2025 年 WTI 价格平均为 63.58 美元/桶，而此前预测为 65.22 美元/桶。

IEA 月报：将 2025 年全球石油供应增长预测从 210 万桶/日上调至 250 万桶/日，将 2026 年全球石油供应增长预测从 130 万桶/日上调至 190 万桶/日。

国家统计局数据显示，截至 8 月上旬，焦煤(主焦煤)流通领域价格环比上涨 3.64%，报 1425 元/吨，创 2024 年 12 月中旬以来新高。

抵制“内卷式”恶性竞争，中国有色金属工业协会锂业分会发布倡议书提出，坚决抵制无序竞争、垄断市场、虚假宣传等行为。积极研判市场发展趋势，合理布局新建产能。通过签订长期合作协议等方式稳定市场供应。

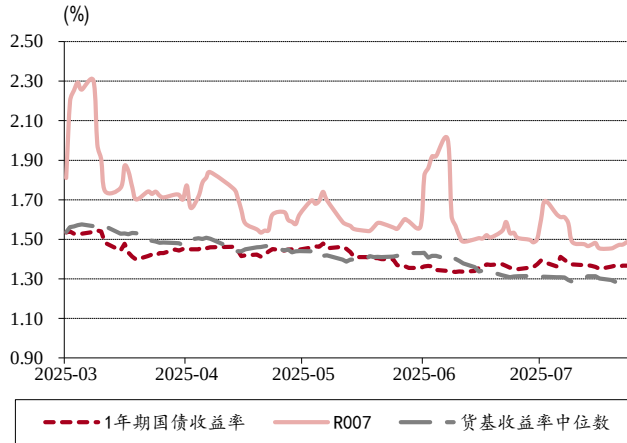
我国猪肉产量和消费量占肉类的六成左右，农业农村部最新调度显示，当前，我国生猪产能阶段性偏高，为防范生产大起大落、价格大涨大跌风险，将实施生猪产能综合调控，引导调减约 100 万头能繁母猪。

世界黄金协会发布报告称，7 月，全球实物黄金 ETF 流入 32 亿美元，资产管理总规模增至 3860 亿美元，再创月末纪录新高。同时，7 月总持仓增长 23 吨至 3639 吨，继续保持自 2022 年 8 月以来的最高月末水平。

货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方

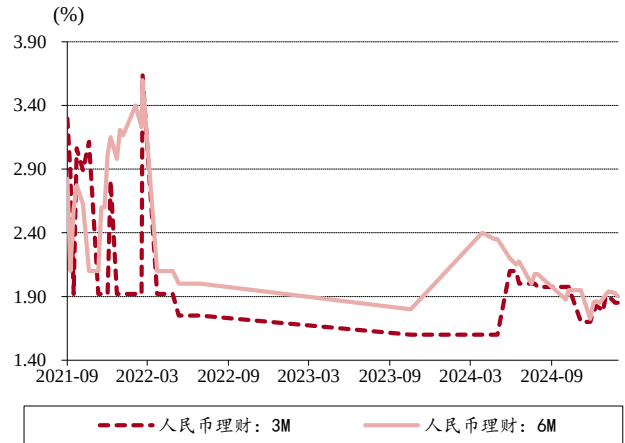
拆借资金利率保持在较低水平。本周余额宝 7 天年化收益率上行 5BP，周五收于 1.10%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.30%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

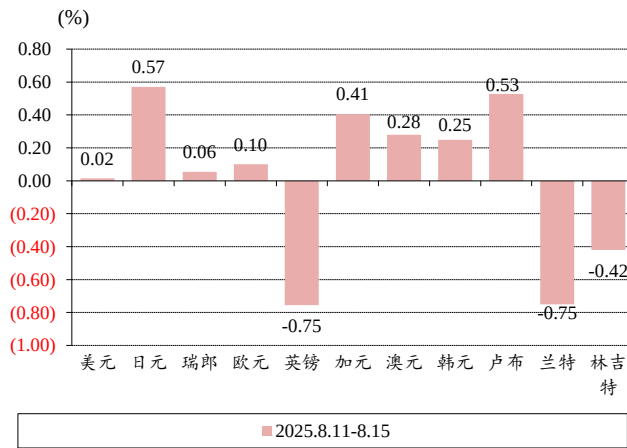


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数走势偏弱

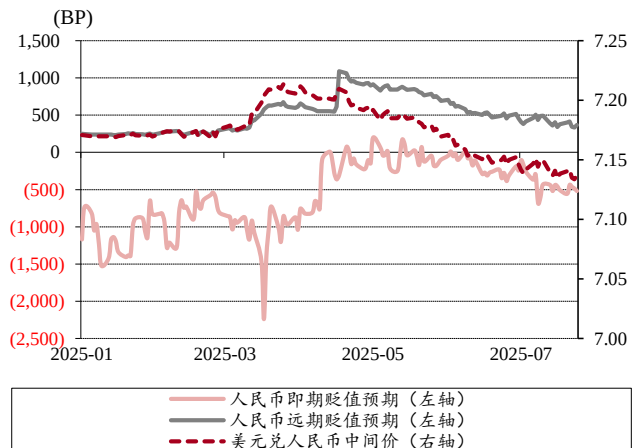
人民币兑美元中间价本周下行 11BP，至 7.1371。本周人民币对日元(0.57%)、卢布(0.53%)、加元(0.41%)、澳元(0.28%)、韩元(0.25%)、欧元(0.10%)、瑞郎(0.06%)、美元(0.02%)升值，对林吉特(-0.42%)、兰特(-0.75%)、英镑(-0.75%)贬值。美元指数本周小幅回落。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

国家外汇局介绍，7 月份，我国外汇市场保持平稳运行，银行结汇和售汇规模环比分别增长 12% 和 16%，结售汇延续顺差态势，规模为 228 亿美元。企业、个人等非银行部门跨境收入和支出规模处于历史高位，收支基本平衡。

为进一步优化债券市场投资环境，中央结算公司公告宣布，进一步简化境外央行类机构入市投资流程，即日起不再要求提供协议签署承诺书。上海清算所、全国银行间同业拆借中心同步简化相关要求。

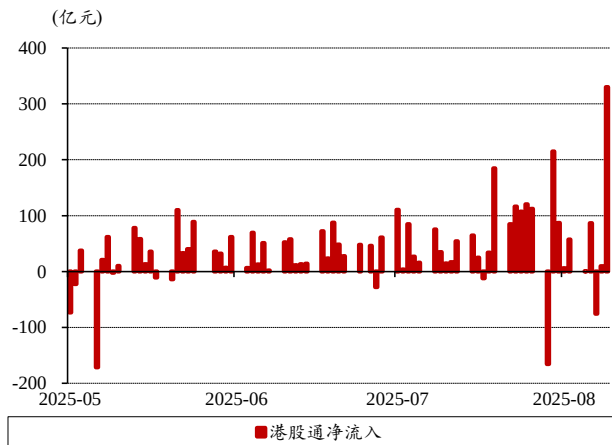
港股及海外：海外市场押注美联储 9 月降息

虽然美国 7 月 PPI 同比增速超出市场预期，但 CPI 同比增速低于市场预期，美元资产依然押注美联储 9 月降息，但降息幅度可能仍是 25BP，美联储降息叠加美国关税落地，可能对海外风险资产价格波动表现造成一定影响。行业方面本周领涨的有医疗保健业（7.27%）、原材料业（5.50%）、资讯科技业（4.44%），跌幅靠前的有公用事业（-0.59%）、综合企业（-0.11%）。本周南下资金总量 350.72 亿元。

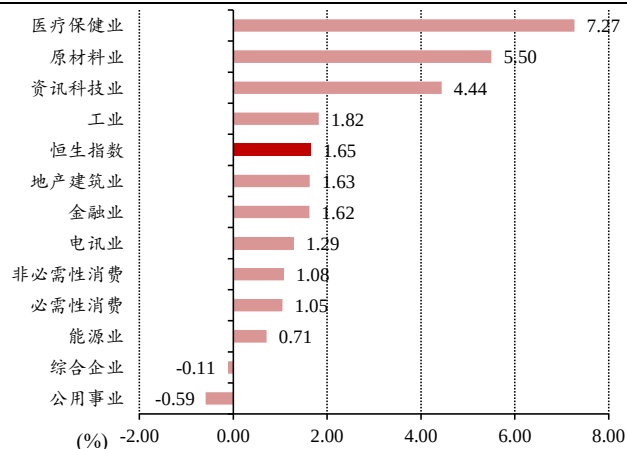
图表 23. 恒指走势



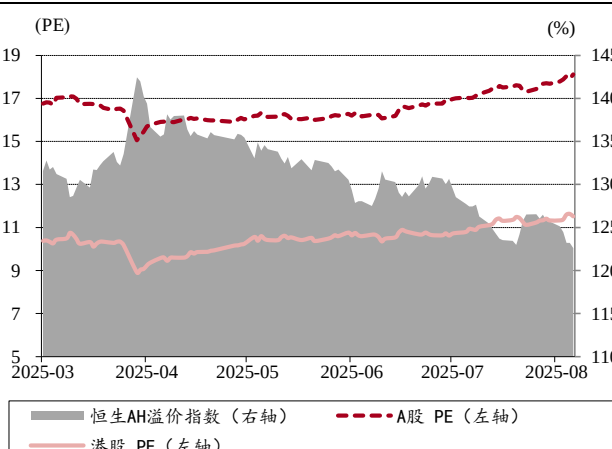
图表 24. 陆港通资金流动情况



图表 25. 港股行业涨跌幅



图表 26. 港股估值变化



港股及海外一周要闻（新闻来源：万得）

澳洲联储将关键利率下调 25 个基点至 3.60%，为 2023 年 4 月以来最低水平，符合市场预期。这是澳洲联储今年第三次降息，该行表示未来决策将取决于经济数据表现。

加拿大央行会议纪要显示，关税迄今对消费者价格的影响似乎是温和的；在面临贸易不确定性、经济具有韧性期间，央行同意按兵不动。一些官员认为迄今为止的降息幅度已经足够。

日本央行内部出现分歧，部分理事主张放弃缺乏明确统计口径的“潜在通胀”指标，转向更关注总体通胀和通胀预期。

美国 7 月 CPI 同比持平于 2.7%，低于预期的 2.8%，环比则上涨 0.2% 符合市场预期。7 月核心 CPI 同比上涨 3.1%，高于预期的 3%，创 2 月份以来新高。数据公布后，市场预计美联储在 9 月会议上降息的概率超过 90%。

美联储9月降息预期再度受挫。美国7月PPI同比升至3.3%，为今年2月以来最高水平，远超预期的2.5%；环比则上涨0.9%，为2022年6月以来最大涨幅。同时，旧金山联储主席戴利明确表示，反对在9月会议上实施50个基点的大幅降息，认为此举可能释放不必要的紧急信号。芝加哥联储主席古尔斯比也敦促美联储在通胀完全受控前不要“仓促”降息。

美国上周初请失业金人数下降3000人至22.4万人，低于预期，维持在2021年11月以来低位。前一周续请失业金人数降至195.3万人，略低于预期，但仍徘徊于2021年以来高位。

美国7月零售销售环比增长0.5%，连续第二个月较大幅度增长，前值上修至0.9%。7月零售销售同比涨幅达到3.9%，经通胀调整后实际零售销售同比增长1.2%，连续第十个月实现正增长。

美国8月密歇根大学消费者信心指数初值意外回落至58.6，自4月以来首次下滑，预期62。一年期通胀率预期初值为4.9%，五年期通胀预期初值3.9%，均较前值有所回升。

美国抵押贷款银行家协会（MBA）数据显示，截至8月8日当周，30年期固定抵押贷款的合约利率下降10个基点，至6.67%，录得2月份以来的最大降幅。

英国第二季度GDP环比增长0.3%，超过经济学家和英国央行预测的0.1%。继前两个月小幅下滑后，6月英国GDP实现0.4%的环比增长，是经济学家预测值的两倍。

日本7月批发物价指数同比上涨2.6%，连续第四个月放缓。进口价格指数在7月份同比下降10.4%。

美国总统特朗普和俄罗斯总统普京15日在美国阿拉斯加州安克雷奇市埃尔门多夫-理查森联合军事基地举行会晤。特朗普和普京在会晤开场未发表致辞。俄总统新闻秘书佩斯科夫此前说，会晤总体上可能持续6至7个小时。

美国总统特朗普表示，计划在未来两周内宣布对钢铁、芯片和半导体加征关税。其中，半导体关税可能远超此前提到的100%。他表示，“我的税率会定在200%还是300%？”

美国总统特朗普签署行政命令放宽商业航天监管，为长期呼吁减少行政壁垒的航天产业带来重大突破。该命令要求交通部长取消或加速发射与重返大气层许可的环境审查流程，并废除针对航天器的“过时、冗余或过度限制性”规定。

美国总统特朗普再次督促美联储降息，并威胁称正考虑允许对美联储主席鲍威尔提起重大诉讼，理由是美联储总部翻修工程成本严重超支。另外，特朗普称将提名保守派经济学家E.J.安东尼担任劳工统计局局长。安东尼曾多次称赞特朗普的政策、批评前总统拜登的政策。

美国财长贝森特发出了美国政府迄今为止最明确的降息呼吁，要求美联储立即启动新一轮降息周期，并表示美国利率应当比当前水平低150到175个基点。他认为，美联储可能会更早开始降息，9月降息50个基点的可能性很大。对于美联储主席人选，贝森特表示目前有10或11位候选人供特朗普考虑。

美国关税收入在7月创出新高，但新的进帐没能阻止当月预算赤字进一步扩大，表明联邦政府仍面临着财政挑战。美国财政部发布的数据显示，7月收取的关税升至280亿美元，同比大增273%。与此同时，经日历调整后，当月预算赤字达到2910亿美元，较去年同期扩大了10%。

据《金融时报》披露，为了获得芯片出口许可证，美国芯片制造商英伟达公司和AMD，与特朗普政府达成了一项特殊协议，两家企业同意将特供中国的芯片收入的15%上缴给美国政府，以换取相关产品的出口许可证。

美国政府从今年9月30日起将不再为电动汽车提供税收抵免。为了在最后期限前享受每辆7500美元的税收抵免，美国消费者正在竞相购买电动汽车。数据显示，7月电动汽车销量占当月全部乘用车总销量的比例达到9.1%，创下历史新高。另外，美国7月二手电动汽车销量也接近36700辆，同样创下单月新高。美国考克斯汽车咨询公司预计，第三季度可能会创下电动汽车销量纪录；而今年第四季度，美国电动汽车销量可能会“暴跌”。

由于美国联邦政府继续以创纪录的速度积累债务，美国国债总额首次超过37万亿美元。

下周大类资产配置建议

7月经济数据反映下半年稳增长压力仍较大。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 9.0%。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。全国 70 城最新房价数据公布，7 月份，各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比降幅整体有所收窄。新房价格环比上涨城市数量为 6 个，较上月减少 8 城，上海、乌鲁木齐环比涨 0.3% 领跑。二手房市场仅太原 1 城房价环比上涨。国家统计局数据还显示，截至 7 月末，全国商品房待售面积已连续五个月减少。

美联储 9 月降息预期仍在高位。美国 7 月通胀数据有所分化：一方面美国 7 月 CPI 同比持平于 2.7%，低于预期的 2.8%，环比则上涨 0.2% 符合市场预期，核心 CPI 同比上涨 3.1%，高于预期的 3%，创 2 月份以来新高，另一方面，美国 7 月 PPI 同比升至 3.3% 为今年 2 月以来最高水平，远超预期的 2.5%，环比则上涨 0.9%，为 2022 年 6 月以来最大涨幅。CPI 同比增速略低于市场预期，将美国资本市场对美联储 9 月降息的预期推升至 90% 以上，但 PPI 同比增速超预期，小幅压低了美国资本市场对于美联储 9 月降息的预期，同时对于本周美国财长贝森特呼吁 9 月降息 50 个基点的观点，以旧金山联储和芝加哥联储为代表的相关人员，认为不能“仓促”降息。

下一个重要时点或在三季度中下旬。2025 年下半年是个重要时间节点，一方面是“十四五”规划的收官时间，另一方面是着手“十五五”规划工作的准备时间。2025 年上半年我国实际 GDP 累计同比增长 5.3%，为全年实现 5.0% 的目标打下较好的基础，但进入 7 月之后经济数据开始反映来自多方面的稳增长压力：一是美国对全球其他国家和地区加征关税开始落地，央行二季度货币政策执行报告中的判断是“世界经济增长动能减弱，贸易壁垒增多”，拉动我国经济增长的外需出现减弱的趋势，二是内需疲弱的客观情况依然存在，居民消费释放相对偏慢，同时较依赖消费补贴落地的力度，三是季节性天气因素造成一定扰动，特别是对固定资产投资落地的进度造成一定负面影响，四是价格同比走势偏弱，对企业盈利能力造成一定影响。我们认为下半年稳增长的重点或在于扩大内需，一方面要加力提效、落实落细“两重两新”政策，释放内需，另一方面在外部形势出现不利变化的情况下，适时适度调整国内政策，助力实现稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。我们认为三季度中下旬或是一个重要时间窗口，海外方面，美联储 9 月降息预期逐渐明朗，减轻我国宏观政策调整的外部压力，国内方面，财政政策年内是否有进一步调整的空间也趋于明朗。届时财政政策和货币政策都有进一步放松的可能。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点（2025.8.17）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371