

2025 年 08 月 17 日

证券研究报告 | 策略周报

股债跷跷板还能持续多久？

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、《全球市场震荡，是忧还是机？—策略周报》2025-08-03

2、《全球市场震荡，是忧还是机？—策略周报》2025-08-03

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

4、《高股息稳盘，多主题轮动延续—策略周报》2025-07-06

5、《中东冲突叠加关税到期，市场如何应对？—策略周报》2025-06-22

投资要点

④【债市方面】债市深跌概率低，把握利率高位配置机会。历史上看，2016 年以来长期的股牛债熊仅发生三次（2016.10-2018.1、2020.4-2020.12、2022.11-2023.1），均需经济内生动能修复+资金面收紧驱动。当前来看，三季度抢出口效应消退、地产下行压力上升，基本面总需求修复仍存压力，本周公布的经济数据亦有所印证，基本面难以支撑债市收益率大幅上行。

④资金面上，政治局会议明确“保持流动性充裕”，央行维稳短端流动性意图明确，短端利率低位运行，或制约利率上行空间。最后历史经验显示，债市收益率拐点通常领先股市顶点，当前股市情绪高涨阶段或非债市持续深跌信号。综合基本面与政策呵护，债市持续深跌概率较低，长期逻辑终将回归基本面及资金面定价。预计 10 年期国债收益率短期将在 1.65%-1.75% 区间。建议在 1.72% 以上逐步增配，配置顺序：信用债>利率债>可转债。

④【股市方面】短期胜率较高，追高性价比回落。当前股市情绪偏强，增量资金持续入市，“存款搬家”逻辑持续强化，市场赚钱效应进一步扩散，短期胜率仍较高。配置上建议均衡布局，侧重中大盘及行业龙头，重点关注科技、新能源、周期（含军工、稀土）、医药、高股息等年内热点主题的“轮动补涨”机会。展望后市，周期与成长风格有望交替上行。不过低位板块补涨动能已阶段性释放，局部估值升至偏高区间，因此建议维持现有持仓结构，优化持仓为宜，追高性价比降低。

④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（8.11-8.17）	3
3. 市场展望.....	5
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.....	7
6. 下周重点关注.....	8
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： 2014 年以来长期“股债跷跷板”发生的背景.....	5
图 3： 大类资产配置观点展望.....	6
图 4： A 股及债市重要指标变化（%）	6
图 5： 国内宏观多资产配置组合表现.....	7
图 6： 全球宏观多资产配置组合表现.....	8

1. 重要事件回顾

1、8月12日财政部等九部门推出《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8类消费领域服务业经营主体贷款给予财政贴息，定向刺激消费企业。

2、美国7月份CPI同比增长2.7%，预期为2.8%，6月份为2.7%。美国7月份CPI环比增长0.2%，预期0.2%，6月份为0.3%。这显示关税对消费者价格的影响低于预期，美联储9月开启降息周期的概率大幅增加。

3、12日，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》。根据声明，自当日起，美国继续暂停实施24%的对等关税90天，保留加征剩余10%的关税；中方继续暂停实施24%对美加征关税以及有关非关税反制措施90天，保留加征剩余10%的关税。

4、7月末，我国人民币贷款余额268.51万亿元，同比增长6.9%；社会融资规模存量为431.26万亿元，同比增长9%；广义货币（M2）余额329.94万亿元，同比增长8.8%。人民币贷款减少500亿元，为2005年8月首次出现单月负增长，显示出私人有效信贷需求不足。

5、美国7月生产者物价指数（PPI）环比上涨0.9%，创三年来最大环比涨幅，涨幅远大于经济学家的预期。衡量零售和批发利润率的贸易服务通胀达到2%，为几年来最高，批发价格跳涨可能表明受到关税影响。

6、7月份中国经济平稳运行，部分经济指标出现回落。7月规模以上工业增加值同比增长5.7%，增速较6月放缓1.1个百分点，社会消费品零售总额同比增长3.7%，增速较6月回落1.1个百分点。1-7月，全国固定资产投资同比增长1.6%，涨幅较1-6月回落1.2个百分点。

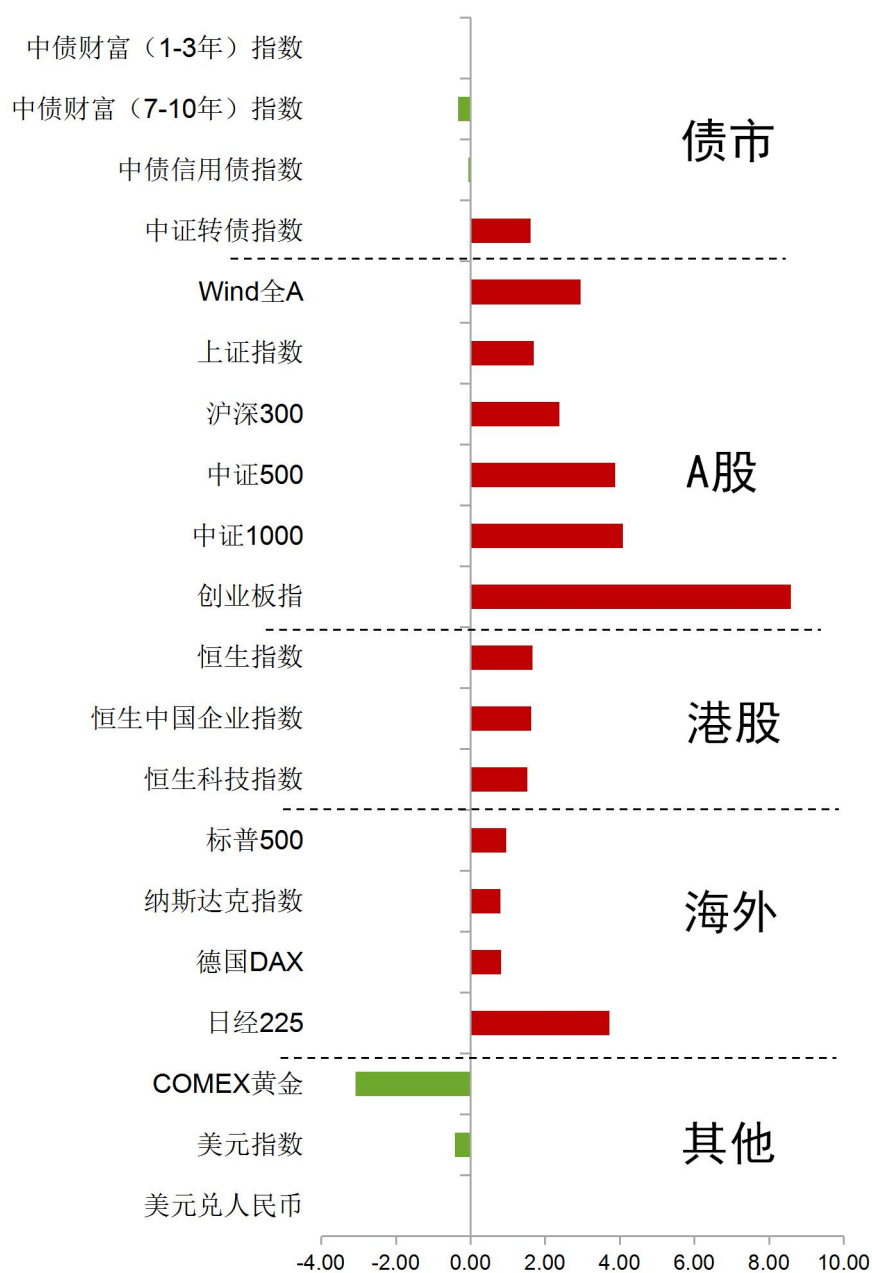
2. 周度行情回顾（8.11-8.17）

【债市情绪转冷】本周债市下跌主要受股市持续上涨压制，股债跷跷板效应显著。8月12日财政部等九部门推出《服务业贷款贴息方案》定向刺激消费企业，叠加美国7月CPI低于预期（同比2.7%）推升美联储9月降息概率提升，共同提振股市风险偏好。同时本周央行累计净回笼超过4000亿元，叠加月中缴税与国债发行扰动，也加剧市场对流动性波动的担忧。

【A股持续上涨】在全球科技浪潮与政策红利共振下，本周科技主线持续领涨。国常会于7月31日审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，要求2025年底前建成30万个智能算力节点，AI算力需求爆发带动硬件产业链全面走强。叠加8月12日中美关税延期落地，利空暂缓显著提振市场风险偏好。资金面与技术面形成合力：沪指放量突破3674点关键压力位，成交量连续56个交易日破万亿，为指数上行提供坚实支撑。

【美股维持涨势】美国7月CPI同比上涨2.7%，低于市场预期，表明关税对美国通胀的推升作用有限。受此影响，市场对美联储9月降息25个基点的预期概率显著上升。美国财长贝森特（Scott Bessent）甚至呼吁“一次性降息50个基点”，进一步强化了货币宽松预期。同时，截至7月26日当周，持续领取失业金人数增加3.8万至197万人，印证了美国劳动力市场的疲软态势，也为降息预期提供了更多支撑。受此流动性预期推动，美股本周持续走强。

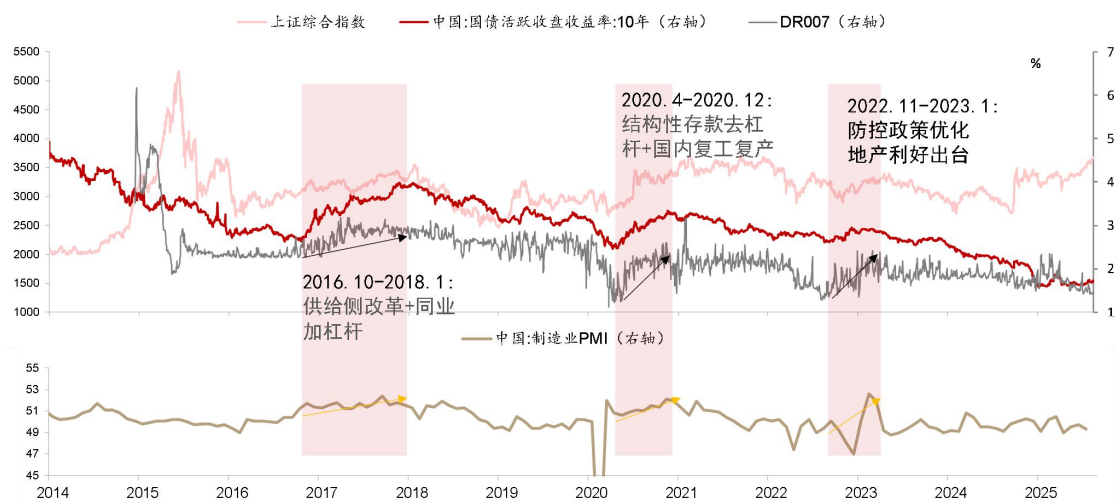
图 1：大类资产周度涨跌幅回顾（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 市场展望

图 2：2014 年以来长期“股债跷跷板”发生的背景



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

【债市方面】债市深跌概率低，把握利率高位配置机会。历史上看，2016 年以来长期的股牛债熊仅发生三次（2016.10-2018.1、2020.4-2020.12、2022.11-2023.1），均需经济内生动能修复+资金面收紧驱动。当前来看，三季度抢出口效应消退、地产下行压力上升，基本面总需求修复仍存压力，本周公布的经济数据亦有所印证，基本面难以支撑债市收益率大幅上行。

资金面上，政治局会议明确“保持流动性充裕”，央行维稳短端流动性意图明确，短端利率低位运行，或制约利率上行空间。最后历史经验显示，债市收益率拐点通常领先股市顶点，当前股市情绪高涨阶段或非债市持续深跌信号。综合基本面与政策呵护，债市持续深跌概率较低，长期逻辑终将回归基本面及资金面定价。预计 10 年期国债收益率短期将在 1.65%-1.75% 区间，建议在 1.72% 以上逐步增配，配置顺序：信用债>利率债>可转债。

【股市方面】短期胜率较高，追高性价比回落。当前股市情绪偏强，增量资金持续入市，“存款搬家”逻辑持续强化，市场赚钱效应进一步扩散，短期胜率仍较高。配置上建议均衡布局，侧重中大盘及行业龙头，重点关注科技、新能源、周期（含军工、稀土）、医药、高股息等年内热点主题的“轮动补涨”机会。展望后市，周期与成长风格有望交替上行。不过低位板块补涨动能已阶段性释放，局部估值升至偏高区间，因此建议维持现有持仓结构，优化持仓为宜，追高性价比降低。

【海外市场】美股短期波动仍存，长期可继续看好。当前市场已对美联储 9 月开启降息周期充分定价，这意味着若政策立场出现鹰派意外（如推迟降息或点阵图偏紧），市场缓冲空间有限。另一方面，美国劳动力市场走弱已成既定事实，若后续就业数据（如非农、时薪、初请失业金人数）再次超预期走弱，反而可能加剧市场对美国经济“硬着陆”的担忧，同样构成扰动美股升势的风险。综合来看，在政策预期高度一致且经济数据敏感期，美股短期双向波动风险上升。

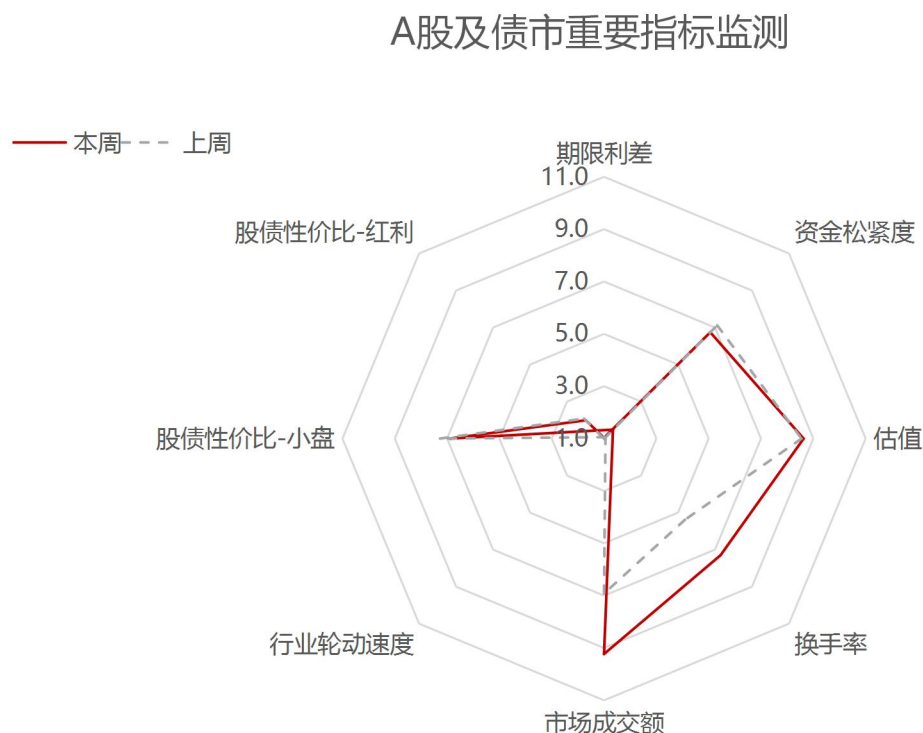
图 3：大类资产配置观点展望

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 4：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：资金面本周进一步趋松，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，由于国债收益率快速上升，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 股估值小幅上升。

A 股换手率：市场情绪维持高涨，换手率大幅上升。

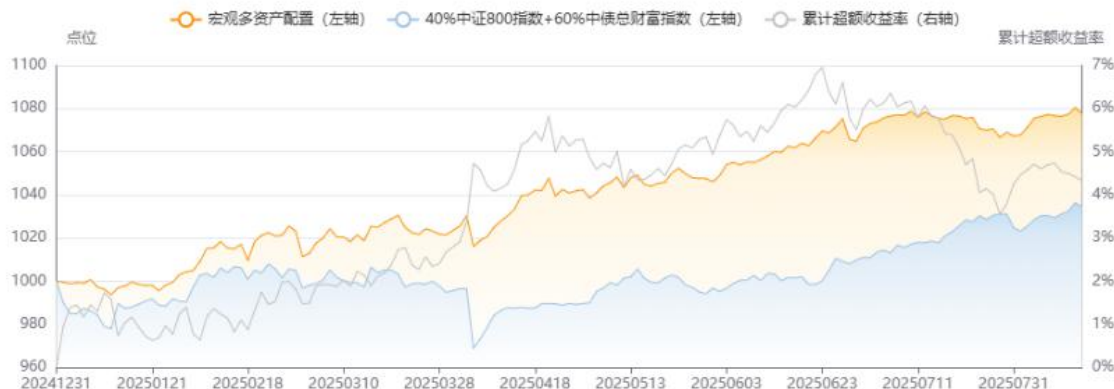
市场成交额：两市日均成交额大幅上升至 21018.92 亿元，较上周上升了 4054.82 亿元，显示市场情绪持续提升。

行业轮动速度：行业轮动速度大幅下降，显示热点板块趋于集中。

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 15 日，今年以来的收益率为 7.77%，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 4.33%。今年以来的夏普比率为 2.2550，显著超过基准的夏普比率 0.6954。

图 5：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 15 日，今年以来的收益率为 7.70%，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 4.26%。今年以来的夏普比率为 1.8928，显著超过基准的夏普比率 0.6954。

图 6：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21日，8月16日美国初请失业金人数

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。
- ★
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。