

2025年08月17日

美国PPI反弹与杰克逊霍尔会议预期，美元贬值及风险偏好提升

——资产配置周报（2025/08/11-2025/08/15）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwyl@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**8月15日当周，全球股市继续普涨；主要商品期货原油、黄金、铜、铝均下跌；美元指数下跌，非美货币升值。1) 权益方面：创业板指>科创50>深证成指>日经225>沪深300指数>法国CAC40>道指>上证指数>恒生指数>恒生科技指数>标普500>德国DAX30>纳指>英国富时100。2) 市场关注美俄两国元首会晤，油价偏震荡运行；特朗普表示不会对黄金征收关税，黄金价格周内明显回落。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，炼焦煤、螺纹钢上涨，混凝土、水泥下跌；高炉开工率环比下跌；乘用车日均零售4.52万辆，环比下跌23.61%，同比下跌4.0%；BDI环比下跌0.3%。4) 国内债券收益率上行，全周中债1Y国债收益率上行1.59BP至1.3665%，10Y国债收益率上行5.74BP收至1.7465%。5) 长短端美债收益率分化。2Y美债收益率当周下行1BP至3.75%，10Y美债收益率上行6BP至4.33%。6) 美元指数收于97.8538，周下跌0.42%；离岸人民币对美元持平；日元对美元升值0.47%。
- **国内权益市场。**至8月15日当周，风格方面，成长>周期>金融>消费，日均成交额为20780亿元（前值16748亿元）。申万一级行业中，共有22个行业上涨，9个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为通信（+7.66%）、电子（+7.02%）、非银金融（+6.48%）；跌幅靠前的行业为银行（-3.19%）、钢铁（-2.04%）、纺织服饰（-1.37%）。
- **美国PPI反弹与杰克逊霍尔会议预期，美元贬值及风险偏好提升。**美国生产者价格在6月份持平后，7月份环比升0.9%，是自2022年6月以来最高增幅，最终需求服务和最终需求商品价格均上涨。美国仍有补库存需求，6月份综合企业库存上升，但库存与销售之比从5月份的1.39降至1.38，而一年前为1.41。从通胀角度，预计中美的贸易关系缓和。一年一度的杰克逊霍尔会议将召开，在欧元区的降息空间与日元的加息空间都不大的情况下，美联储在货币政策独立性与失业、通胀之间平衡备受关注，虽市场对9月预期降息幅度收窄，但是仍然朝着利率向下的方向。美元指数走弱，商品市场通胀尚没有明显迹象，但推动非美资产的表现，风险偏好提升背景下利好权益市场。
- **利率与人民币汇率。**资金方面：7月以来财政资金对货币供应支撑较为明显。同期，部分表外资金回表内亦对银行体系流动性形成支撑。当前宏观基本面仍需要低利率环境支撑，央行支持性态度明确，流动性预计仍将保持宽裕。债市方面，周内市场风险偏好提升，中长期国债收益率普遍上行，短期国债收益率则得益于宽松资金较为平稳。短期内债市收益率“上有顶”（受宏观基本面约束）、“下有底”（受货币政策节奏、“反内卷”政策导向与股债跷跷板效应约束）的格局或难打破，震荡行情有望延续。美债方面，受较好的PPI及消费支出数据影响，9月预期降息幅度收窄，收益率小幅上升。预计中长期视角美债收益率有望逐步回落，就业逐步明朗的情况下，下行空间取决于通胀黏性和财政赤字压力。人民币方面，周内美元指数震荡中小幅下行，人民币窄幅震荡。后市而言，国内经济政策的稳定性、基本面的修复、中美经贸关系改善以及中美利差收窄预期等多重因素为人民币提供有力支撑。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：美国 PPI 反弹与杰克逊霍尔会议预期，美元贬值及风险偏好提升	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	6
2. 利率及汇率跟踪	7
2.1. 资金面：流动性维持宽松	7
2.2. 利率债：市场风险偏好回升，收益率上行	7
2.3. 美债：PPI 与消费者支出韧性较好，收益率小幅回升	8
2.4. 人民币所受支撑较强	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪	8
3.1. 能源跟踪	8
3.2. 黄金跟踪	10
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题	14
4.1. 行业高频跟踪	14
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪	17
5.1. 7 月国内经济：政策加码预期或升温	17
5.2. 7 月美国 CPI：通胀整体平稳，杰克逊霍尔会议或成关键	19
5.3. 资金及流动性跟踪	20
5.4. 美国流动性及利率跟踪	21
6. 市场资讯	22
6.1. 海外市场资讯	22
6.2. 国内市场资讯	22
6.3. 政策面	23
7. 财经日历	23
8. 风险提示	24

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	9
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	9
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	10
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	10
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	11
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	11
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/千吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	13
图 23 中国矿产粗铜产量, 万吨	13
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	14
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	14
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	14
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	14
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	15
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	15
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	15
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	15
图 36 主要行业高频数据	16
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	16
图 39 规模以上工业增加值当月同比, %	18
图 40 社会消费品零售总额当月同比, %	18
图 41 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %	19
图 42 制造业、基建投资累计同比, %	19
图 43 美国 CPI 拆分	20
图 44 两融余额, 亿元, 亿元	20
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	20
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率, %	21

图 47 SHIBOR 3M, %	21
图 48 美国存款准备金占比银行总资产, %	21
图 49 美国金融流动性指标, 十亿美元	21
图 50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps	22
图 51 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元	22
图 52 财经日历	23

1.核心观点:美国 PPI 反弹与杰克逊霍尔会议预期,美元贬值及风险偏好提升

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 美国 PPI 反弹与杰克逊霍尔会议预期,美元贬值及风险偏好提升。美国生产者价格在 6 月份持平后,7 月份环比升 0.9%,是自 2022 年 6 月以来最高增幅,最终需求服务和最终需求商品价格均上涨。美国仍有补库存需求,6 月份综合企业库存上升,但库存与销售之比从 5 月份的 1.39 降至 1.38,而一年前为 1.41。从通胀角度,预计中美的贸易关系缓和。一年一度的杰克逊霍尔会议将召开,在欧元区的降息空间与日元的加息空间都不大的情况下,美联储在货币政策独立性与失业、通胀之间平衡备受关注,虽市场对 9 月预期降息幅度收窄,但是仍然朝着利率向下的方向。美元指数走弱,商品市场通胀尚没有明显迹象,但推动非美资产的表现,风险偏好提升背景下利好权益市场。

2) 利率与人民币汇率。资金方面:7 月以来财政资金对货币供应支撑较为明显。同期,部分表外资金回表内亦对银行体系流动性形成支撑。当前宏观基本面仍需要低利率环境支撑,央行支持性态度明确,流动性预计仍将保持宽裕。债市方面,周内市场风险偏好提升,中长期国债收益率普遍上行,短期国债收益率则得益于宽松资金较为平稳。短期内债市收益率“上有顶”(受宏观基本面约束)、“下有底”(受货币政策节奏、“反内卷”政策导向与股债跷跷板效应约束)的格局或难打破,震荡行情有望延续。美债方面,受较好的 PPI 及消费支出数据影响,9 月预期降息幅度收窄,收益率小幅上升。预计中长期视角美债收益率有望逐步回落,就业逐步明朗的情况下,下行空间取决于通胀黏性和财政赤字压力。人民币方面,周内美元指数震荡中小幅下行,人民币窄幅震荡。后市而言,国内经济政策的稳定性、基本面的修复、中美经贸关系改善以及中美利差收窄预期等多重因素为人民币提供有力支撑。

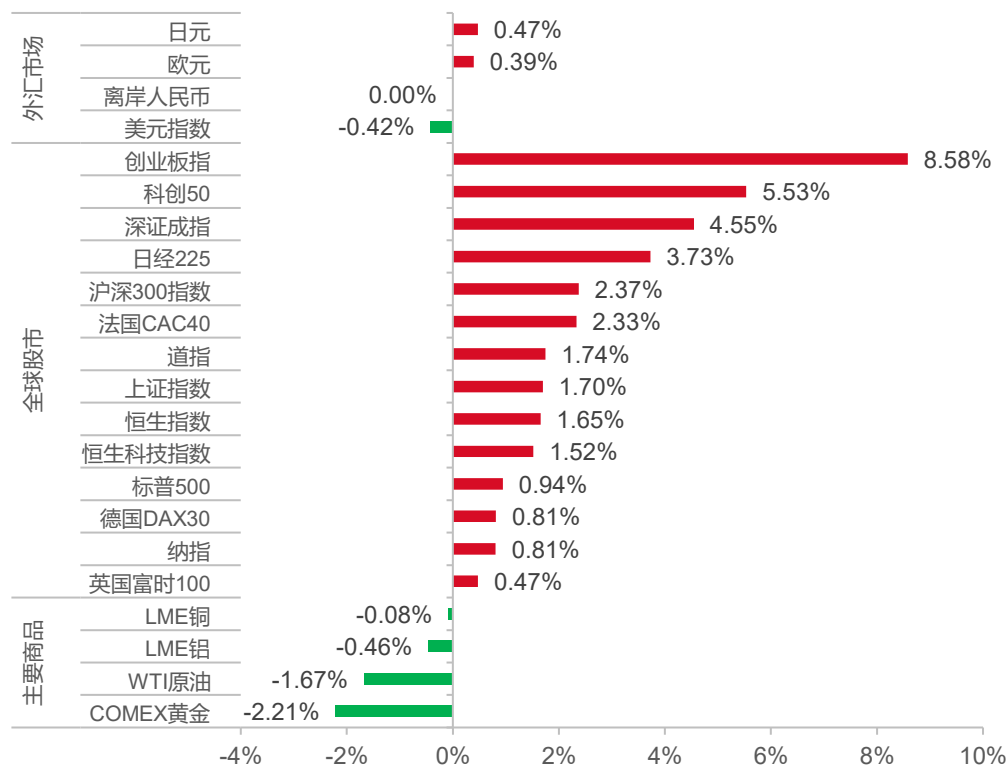
3) 新的一周主要经济数据与市场预期。新的一周将公布 8 月 PMI 预览值,对全球主要发达经济体的经济状况提供初步洞察,英国、欧元区、日本和加拿大将公布通胀数据。美联储 7 月会议纪要将受到密切关注,此前会议利率保持不变,但有两委员持不同意见。杰克逊霍尔研讨会将召开,市场将关注央行制定者们的讲话,包括美联储主席对当前美国经济发表的评论及未来降息的态度。美国住房数据将公布,包括 NAHB 住房市场指数,及随后将公布建筑许可、新屋开工和成屋销售数据。在欧元区,服务业增长预计将放缓,而制造业收缩将加深。在日本,7 月份的 CPI 可能显示通胀有所降温,而贸易数据将显示,尽管受到美国关税的早期影响,日本商品收支仍将转为顺差;其他日本数据包括机械订单(预计将连续第三个月收缩)和采购经理人指数预览值等。

1.2.全球大类资产回顾

8 月 15 日当周,全球股市继续普涨;主要商品期货原油、黄金、铜、铝均下跌;美元指数下跌,非美货币升值。1) 权益方面:创业板指>科创 50>深证成指>日经 225>沪深 300 指数>法国 CAC40>道指>上证指数>恒生指数>恒生科技指数>标普 500>德国 DAX30>纳指>英国富时 100。国内来看,7 月经济数据多数回落,央行月内再次进行买断式逆回购操作,呵护流动性稳定,政策上个人消费贷款贴息落地。海外来看,美国 7 月通胀整体稳定,但结构上继续反映关税传导,此外核心 PPI 超预期,导致美联储降息预期有波动。2) 市场关注美俄两国元首会晤,油价偏震荡运行;特朗普表示不会对黄金征收关税,黄金价格周内明显回落。3) 工业品期货:南华工业品价格指数上涨,炼焦煤、螺纹钢上涨,混凝土、水泥下跌;高炉开工率环比下跌;乘用车日均零售 4.52 万辆,环比下跌 23.61%,同比下跌 4.0%;BDI 环比下跌 0.3%。4) 国内债券收益率上行,全周中债 1Y 国债收益率上行 1.59BP 至

1.3665%，10Y 国债收益率上行 5.74BP 收至 1.7465%。5) 长短端美债收益率分化。2Y 美债收益率当周下行 1BP 至 3.75%，10Y 美债收益率上行 6BP 至 4.33%；10Y 日债收益率上行 6.1BP 至 1.56%。6) 美元指数收于 97.8538，周下跌 0.42%；离岸人民币对美元持平；日元对美元升值 0.47%。

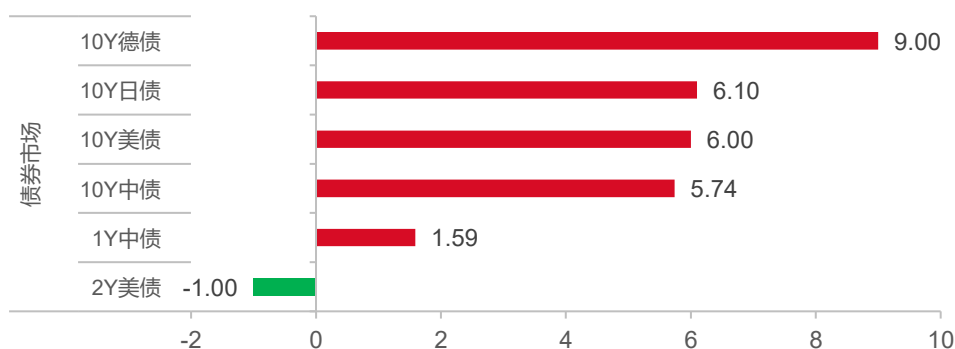
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值。

图2 中债美债周度表现，BP



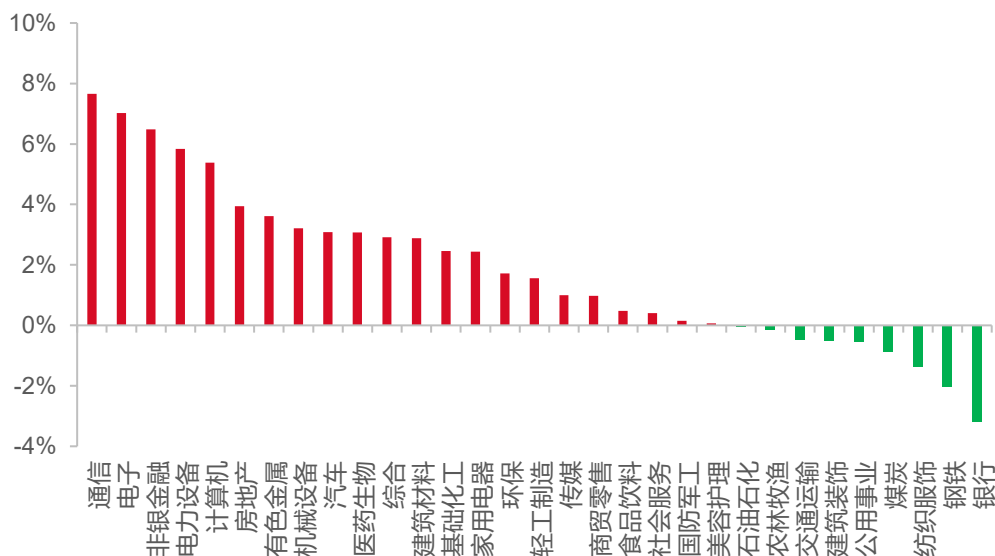
资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 8 月 15 日当周，风格方面，成长>周期>金融>消费，日均成交额为 20780 亿元（前值 16748 亿元）。申万一级行业中，共有 22 个行业上涨，9 个行业下跌。其

中，涨幅靠前的行业为通信（+7.66%）、电子（+7.02%）、非银金融（+6.48%）；跌幅靠前的行业为银行（-3.19%）、钢铁（-2.04%）、纺织服饰（-1.37%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，8/11-8/15

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：流动性维持宽松

周内流动性保持宽裕。政府融资力度继续上升（周内净融资额 4344 亿元，前一周为 3706 亿元）、同业存单净补充力度下降（周内净偿还额 1200 亿元，前一周为净融资 2159 亿元）等紧缩因素对流动性扰动不明显。央行公开市场操作“削峰填谷”：7 天逆回购净回笼 4149 亿元，6 个月期买断式逆回购等量续作（15 日投放 5000 亿元，本月有 5000 亿元到期）。

周一至周四短端资金利率保持低位，周五受税期影响略有转紧。全周 DR001 加权均价区间为 1.31%-1.40%（前一周 1.31%-1.32%），DR007 加权均价区间为 1.44%-1.48%（前一周 1.43%-1.46%）。同业存单收益率维持低位，1M、3M、6M、1Y 期限 AAA 级收益率分别收于 1.46%、1.53%、1.6%、1.64%，分别较前一周+1.5bp、-0.39bp、-0.02bp、+1bp。

7 月以来财政资金对货币供应支撑较为明显。同期，部分表外资金回表内（如债市回调过程中理财赎回增加）亦对银行体系流动性形成支撑。当前宏观基本面仍需要低利率环境支撑，央行支持性态度明确，流动性预计仍将保持宽裕。

2.2.利率债：市场风险偏好回升，收益率上行

周内市场风险偏好提升，资本市场向好而债市调整。中长期国债收益率普遍上行，短期国债收益率则得益于宽松资金较为平稳。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期国债收益率分别收于 1.3%、1.28%、1.38%、1.37%、1.59%、1.75%、2.05%，分别较前一周+2.04bp、-1.46bp、+4.17bp、+1.59bp、+4.94bp、+5.74bp、+8.75bp。

2025 年 7 月 PMI 数据表明，制造与非制造业扩张趋缓，经济压力惯性仍较强。主要原材料购进价格指数回升反映了“反内卷”政策的积极影响，但需求端疲软仍是制约经济复苏的关键因素。价格指数方面，CPI 同比持平，食品价格拖累与服务消费回暖形成对冲；PPI

同比降幅维持低位但环比改善，政策优化推动部分行业价格修复。经济驱动因素而言，出口保持韧性，贸易顺差同比扩大，东盟与欧盟市场成为主要支撑；但工业、服务业、消费、投资、地产销售均放缓。金融数据方面，贷款环比罕见减少，反映企业与居民加杠杆意愿降低，信贷需求依然较弱。这种背景下，基本面对债市依然较为有利。

鉴于上半年 GDP 表现较好，多项结构性货币政策工具扩容额度仍在执行中，短期货币政策进一步宽松的必要性不强。央行货币政策委员会二季度例会中“我国经济呈现向好态势”、“灵活把握政策实施的力度和节奏”、“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”等表述也隐含了央行短期谨慎立场。在周内公布的二季度货币政策执行报告中，央行指出要“落实落细”适度宽松的货币政策，与现阶段结构性工具为主的政策组合相符。此外，7 月以来其他部门“反内卷”举措不断推出，央行在二季度货币政策执行报告中也重申“把推动物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”。这些行为表明各部门促进价格指数回升的共识不断凝聚，有利于积极预期形成，亦削弱债市做多情绪。

综合而言，短期内债市收益率“上有顶”（受宏观基本面约束）、“下有底”（受货币政策节奏与股债跷跷板效应约束）的格局或难打破，震荡行情有望延续。中长期视角来看，货币政策面临的外部约束有所缓解（美联储降息预期上升，中美利差收窄）的情况下，若银行息差约束及国内基本面进一步承压，宽松空间将进一步打开，债市或迎来较好机会。

2.3.美债：PPI 与消费者支出韧性较好，收益率小幅回升

7 月美国 CPI 显示关税对通胀的传导开始显现但尚不显著。不过，PPI 则明显超预期显示生产环节的通胀压力正在上升，尤其是服务价格的上涨对冲了商品价格的回落。此外，当地时间周五公布的 7 月零售销售连续第十个月实现正增长，显示消费者支出保持韧性，也减少了美联储短期内大幅降息的理由。受较好的 PPI 及消费支出数据影响，市场对 9 月预期降息幅度收窄，美国国债收益率小幅上升。另外，长期国债供给担忧上升对长端国债形成额外压制，长端收益率上升更多。截至当地时间 8 月 15 日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期美国国债收益率分别收于 4.48%、4.3%、4.12%、3.93%、3.85%、4.33%、4.92%，分别较前一周+0bp、-2bp、-3bp、+0bp、+1bp、+6bp、+7bp。美国就业放缓较为明显，降息交易明显升温，中长期视角美债收益率有望逐步回落。就业逐步明朗的情况下，下行空间取决于通胀黏性和财政赤字压力，后续应持续关注。

2.4.人民币所受支撑较强

周内美元指数震荡中小幅下行，人民币窄幅震荡。离岸人民币收于 7.1891，较前一周基本持平。7 月企业、个人等主体结汇率环比小幅上升，售汇率基本持平，跨境资金流动总体稳定，说明市场预期较为稳定。后市而言，国内经济政策的稳定性、基本面的修复、中美经贸关系改善以及中美利差收窄预期等多重因素为人民币提供有力支撑。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 8 月 15 日当周，受 OPEC 增产决议影响，WTI 原油周内弱势震荡，周五收于 62.80 美元/桶，较上周同期下跌 1.7%。截至 2025 年 8 月 8 日当周，美国原油产量为 1332.7 万桶/天，同比增长 2.7 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1718 万桶/天，开工率 96.4%。8 月 15 日当周，美国钻机数 539 台，较去年同期减少 47 台；其中采油钻机数 412，较去年同期减少 71 台。

美国天然气产量 8 月持续飙升，在气源导向钻井平台数量回升推动下再创新高。本月迄今美国天然气日均产量超 1067 亿立方英尺。标普全球大宗商品洞察数据显示，自 7 月以来产量增长 2.5 亿立方英尺/日，较去年末大幅跃升——2024 年四季度美国天然气日均产量约 1033 亿立方英尺，去年 8 月仅 1025 亿立方英尺。今年初产量增长主要源于库存井消耗。阿巴拉契亚地区 1-7 月钻完井库存井减少近 60 口；同期海恩斯维尔生产商消耗库存井近 25 口；二叠纪盆地库存井数量年内波动但持续下降，美国能源信息署数据显示 7 月该地区库存井较春季峰值减少 14 口。

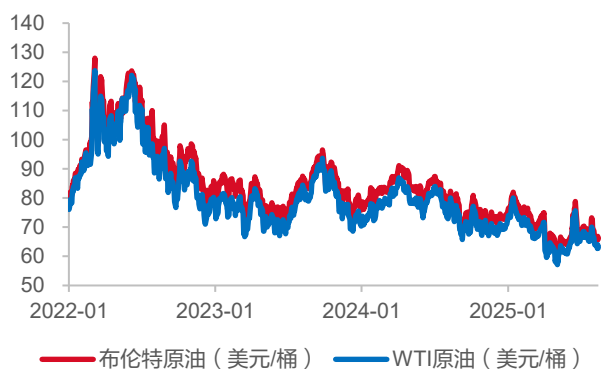
标普 8 月 11 日产量调查显示，7 月 OPEC+原油产量下降至 4165 万桶/日。其中 OPEC 成员国 7 月原油产量环比减少 19 万桶/日——主因沙特产量下降 30 万桶/日（该国 6 月增产以防供应中断）。非 OPEC 国家 7 月增产 5 万桶/日，俄罗斯产量环比提升 7 万桶/日，但仍低于 924 万桶/日的配额目标。

加拿大自然资源公司（CNR）8 月 8 日宣布关闭北海尼尼安枢纽附近两处油田，主因二季度生产成本飙升至 179 美元/桶油当量。尼尼安枢纽是设得兰群岛布伦特混合原油的少数剩余来源之一，7 月 30 日获取的装船计划显示，该油种近月装载量多在 2-3 万桶/日区间，9 月将降至 22,580 桶/日。尼尼安南部平台 6 月 30 日停产，莱尔海底设施 4 月中停产。该枢纽作为其他油田（如 EnQuest 马格努斯油田）原油输送通道亦具重要意义——原油经管道输往设得兰群岛萨洛姆湾。公司尼尼安中部枢纽及南部较小型的蒂芙尼设施目前维持生产。

油价判断：伊以冲突趋缓，短期内地缘政治因素影响边际减弱，原油价格已基本度过季节性低点，预计年内布伦特原油仍将在 60~90 美元/桶区间震荡运行，短期内需关注降息预期引起的油价波动风险。

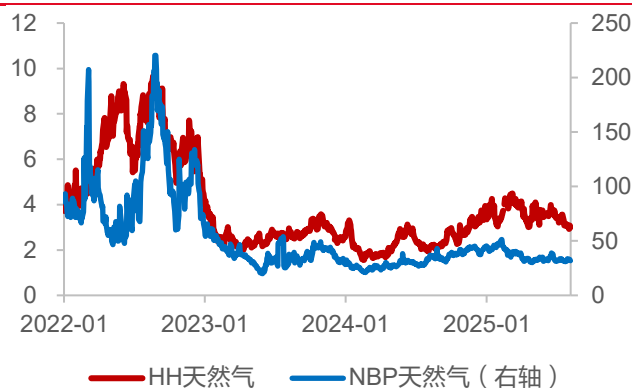
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



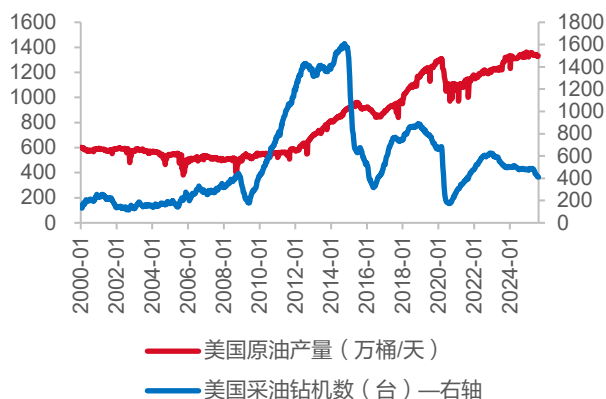
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



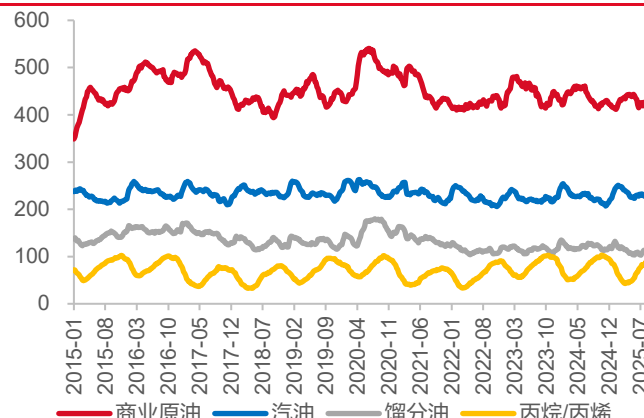
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台



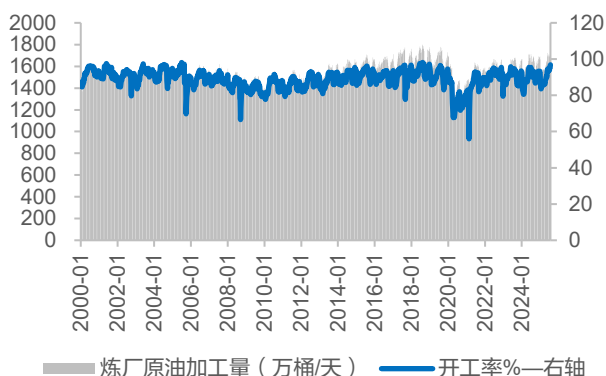
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图7 美国燃料库存, 百万桶



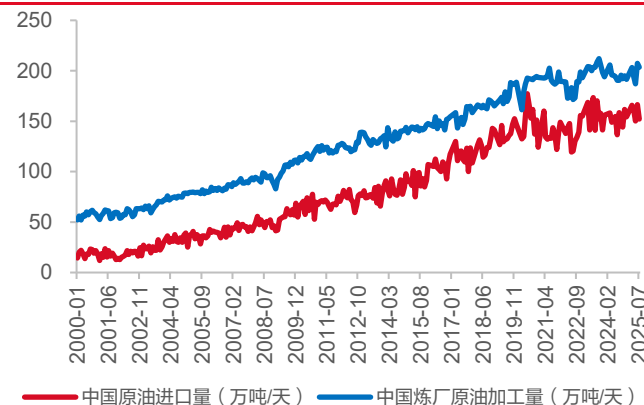
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %



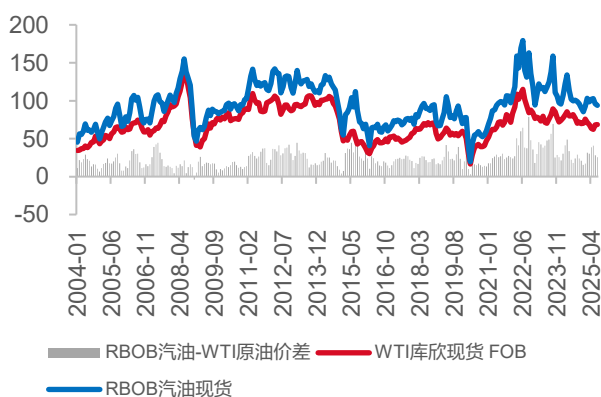
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天



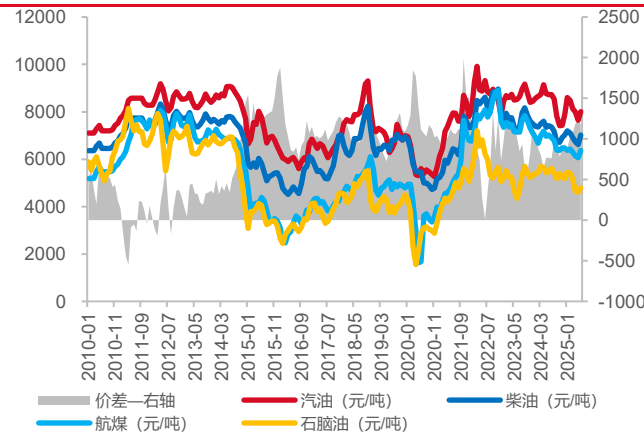
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶



资料来源: EIA, 东海证券研究所

图11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨



资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

注: 价差 = 0.2*石脑油+0.3*柴油+0.2*汽油+0.1*航空煤油-原油
*VAT*汇率 (未考虑副产品和除增值税外各项税)

3.2.黄金跟踪

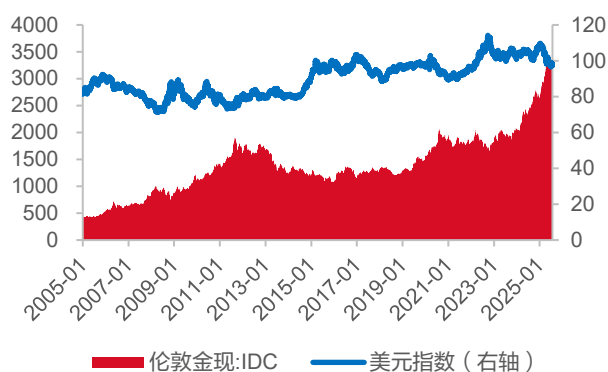
受“特普会”预期影响, 周内金价震荡偏弱。截至2025年8月15日, 伦敦金现收于3335.28美元/盎司, 较上周同期下跌1.86%。美股三大指数周内震荡上行, 美元指数震荡下行。若美国化债持续遇阻, 预计美元或大幅贬值。7月我国央行增持黄金储备6万盎司。美

联储年内降息次数市场预期进一步降低到两次，市场押注 9 月将降息 25 个基点。SPDR 持有量再次上行，达到 2022 年 9 月下旬以来新高，政策面上美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。整体来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元贬值预期走强，黄金长期上涨逻辑增强。

美债利率震荡微涨，中债利率震荡微跌。截至 8 月 15 日，10Y 美债利率周内偏强震荡，较上周同期上涨 6bp 收于 4.33%，10Y 中美利差倒挂值为 258bp，较上周有所持平。中国 10Y 国债利率本周震荡上行，最终报收 1.7465%，较上周同期上涨 5.74bp。2025 年 7 月美国 CPI 同比上涨 2.7%，前值 2.7%，低于市场预期，PPI 同比增长 3.3%，远超市场预期，关税造成通胀初显。7 月，我国制造业 PMI 为 49.3%，较前值下降 0.4 个百分点；美国制造业 PMI 为 48%，因为美国政府关税政策持续带来不确定性，美国制造业连续第五个月收缩。

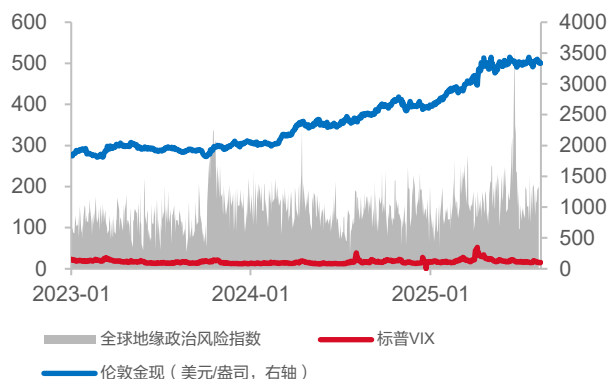
金价判断：中美贸易冲突短期内不会得到彻底解决，美国化债持续受阻，美国宏观数据正在为降息铺垫，美联储 9 月降息预期走强，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



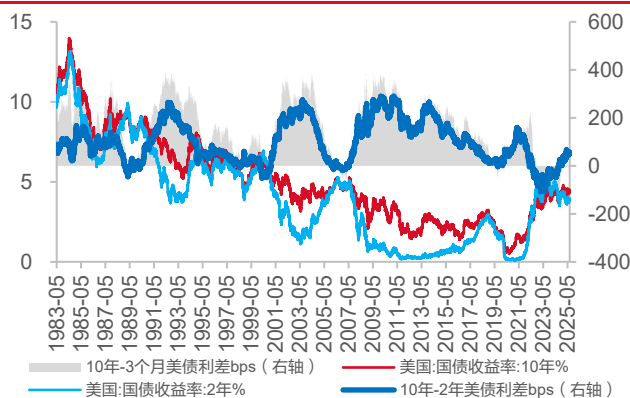
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX 与金价，美元/盎司



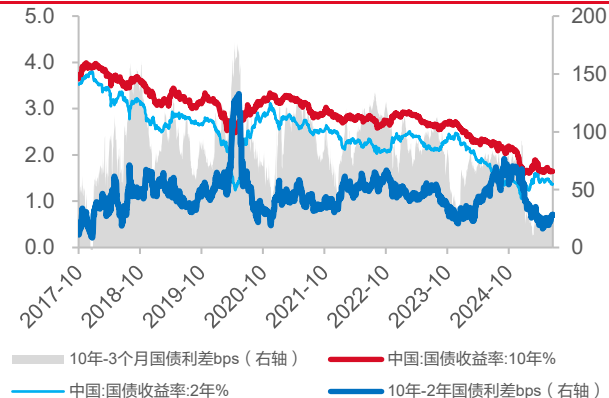
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



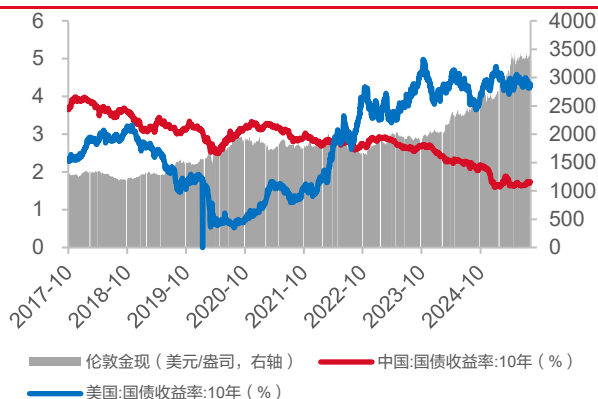
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%



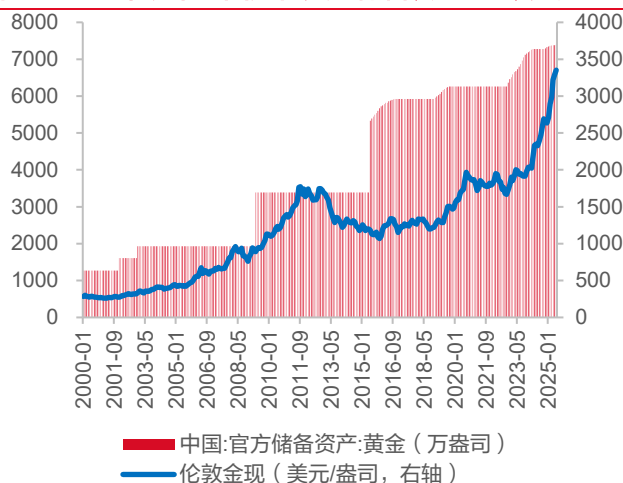
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	92.1%	7.9%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	55.2%	41.7%	3.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	41.8%	45.0%	12.5%	0.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.5%	43.2%	30.6%	7.3%	0.4%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.8%	31.6%	36.5%	18.2%	3.7%	0.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	15.7%	32.9%	31.6%	14.3%	2.7%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.5%	10.2%	25.7%	32.1%	21.6%	7.6%	1.2%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.5%	4.1%	14.8%	27.6%	29.0%	17.4%	5.7%	0.9%	0.0%
2026/9/16	0.2%	1.8%	8.2%	19.6%	28.1%	24.6%	13.0%	3.9%	0.6%	0.0%
2026/10/28	0.2%	2.1%	8.7%	20.0%	28.0%	24.1%	12.6%	3.7%	0.5%	0.0%
2026/12/9	0.9%	4.3%	12.5%	22.7%	26.7%	20.2%	9.6%	2.7%	0.4%	0.0%

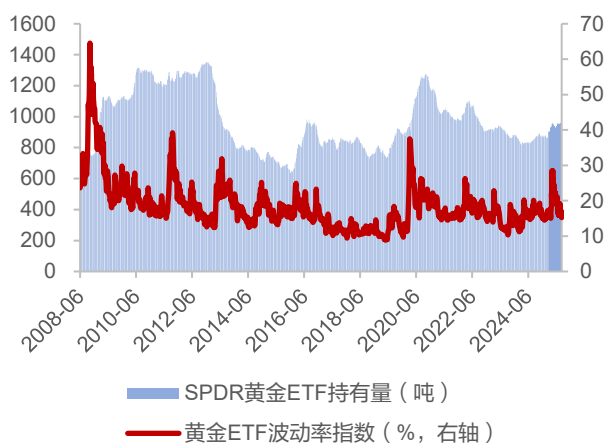
资料来源：CME，东海证券研究所

图18 2000年以来我国央行黄金储备，万盎司，美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 全球黄金ETF总持仓量，吨，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年，金属精炼铜价格震荡上行，8 月 15 日，SHFE 电解铜连续合约结算价格为 79066 元/吨，较上一周价格环比上升 0.9%，价格与去年同比增长 7.2%；LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9767.5 美元/吨。美国延长对中国商品暂缓征税至 11 月，缓解了关税忧虑，为包括铜在内的大宗品价格提供支撑。8 月 15 日，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 2584.2 美元/干吨，价格环比上升 0.5%，同比上升 9.7%。铜精矿价格较上周价格波动上涨。

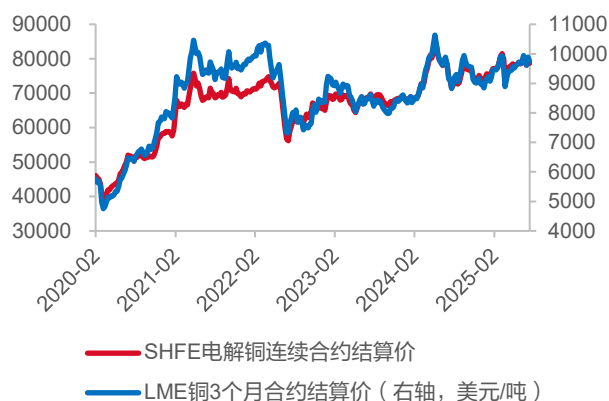
2025 年 8 月 15 日，电解铜现货库存为 13.23 万吨，和上周环下降 1.1%，同比下滑 57%，港口库存约为 42.2 万吨，环比减少 2%，上期所及社会仓库库存持续去化，中下游冶炼和仓储调度积极，消化效果突出。

2025 年 7 月，我国电解铜产量约为 119.44 万吨，环比增长 4.1%，同比增幅 19.6%，生产能力复苏水平较上期明显恢复，下游需求维持旺盛状态。2025 年 7 月，我国电解铜年化平均产能为 1648 万吨，产能利用率为 86.04%。2025 年 6 月我国电解铜产量和需求缺口约为 24.11 万吨，缺口较上期环比扩大。我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 8 月 15 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 156140.6 手，环比下降 2%，本周持仓量下降；成交量为 121244 手，环比上升 20.1%，出现了高换手率、低持仓量的现象，

大量短线交易者进场，交易者利用市场短期波动开启频繁交易，多为日内或短持看多或看空者。SHFE 电解铜成交量暴增而持仓量下降，主要在于短线交易与换月操作活跃，投机资金频繁进入退出，增强市场交易热度但未形成新持仓。2025 年 7 月，沪铜单边交易交割量为 39275 吨，低于去年同期交割水平。主要原因是现货需求偏弱，交割意愿下降叠加价格波动收窄，套保空间缩窄。

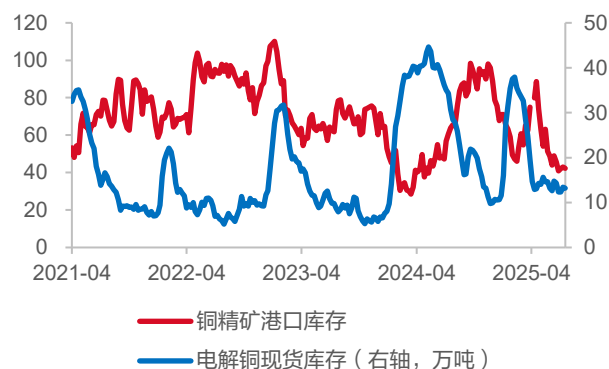
全球部分地区政策和铜矿生产情况存在不确定性，铜金属供应相对紧缺。当前铜价走势呈震荡回升，受益于美方关税豁免与降息预期支撑，短期内仍具反弹机会，但面对疲弱需求与宏观风险，市场担忧仍在。铜价短期处于基本面偏弱和宏观不确定的夹缝期，预计震荡偏弱运行。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨


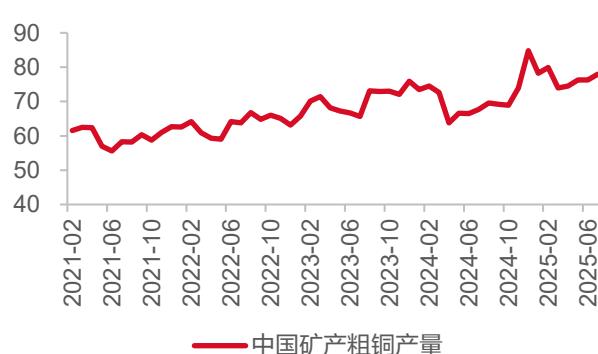
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/千吨


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

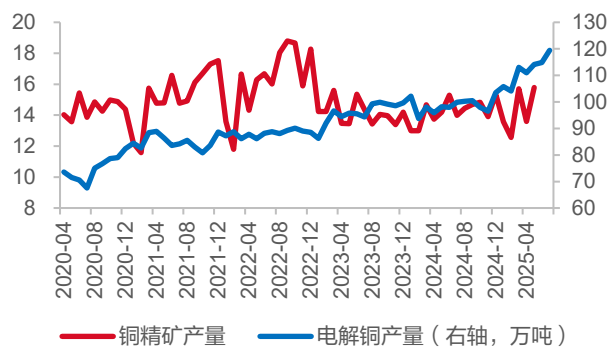
图22 铜精矿和电解铜库存，万吨


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量，万吨


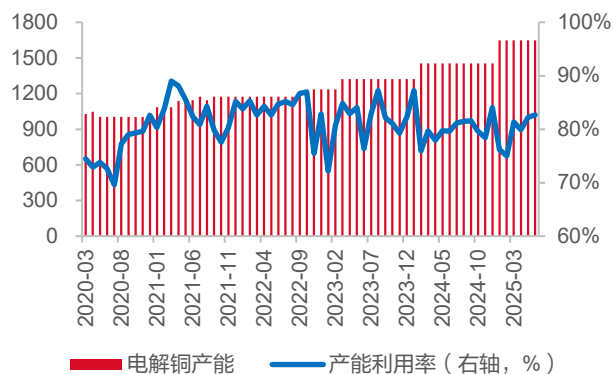
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



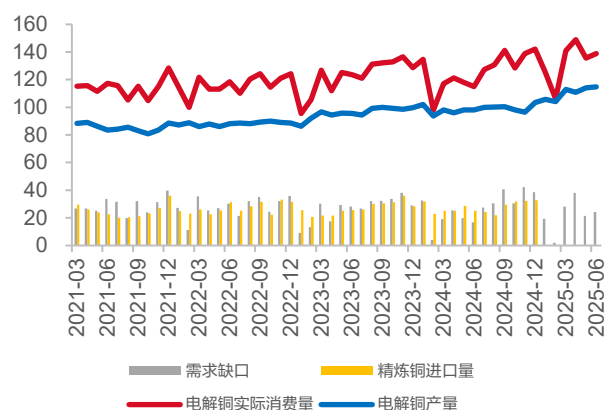
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



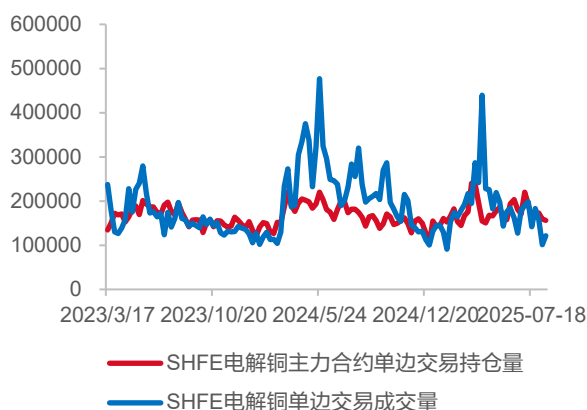
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



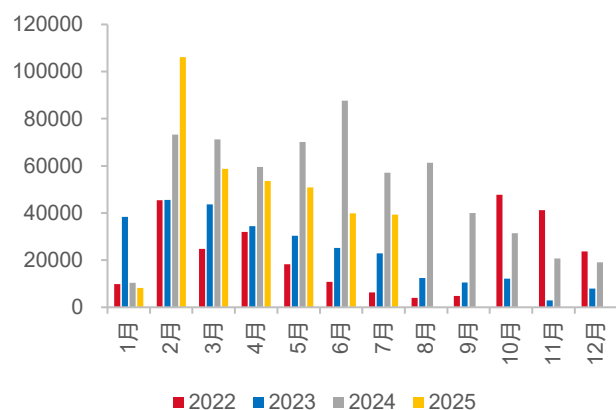
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



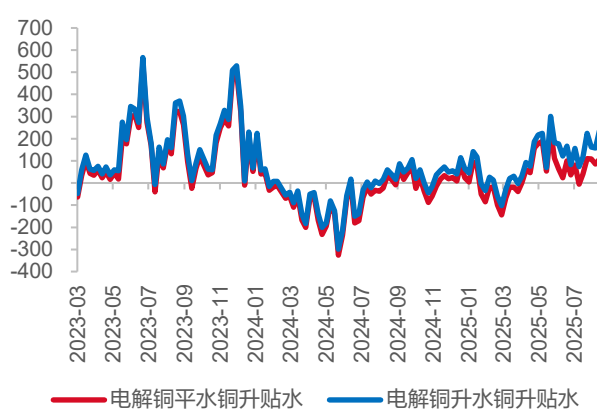
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

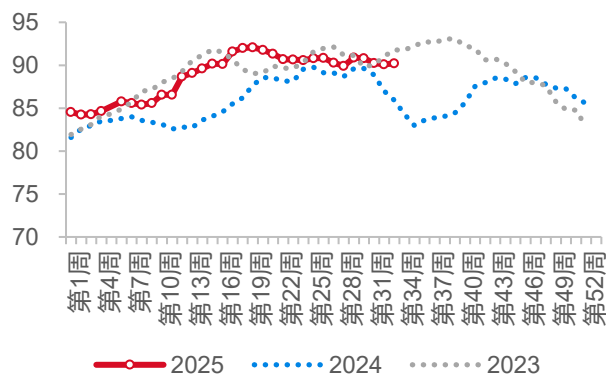


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

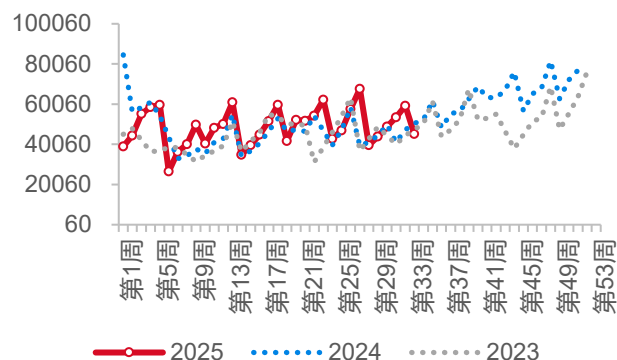
4.1.行业高频跟踪

图30 247家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



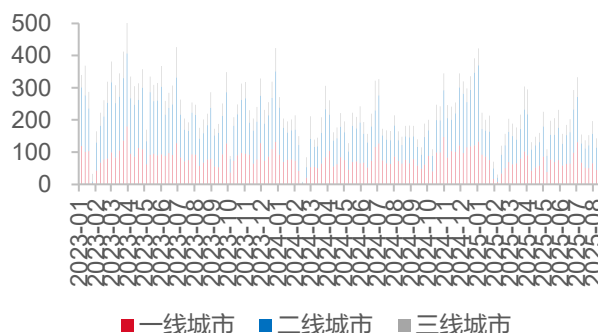
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI指数



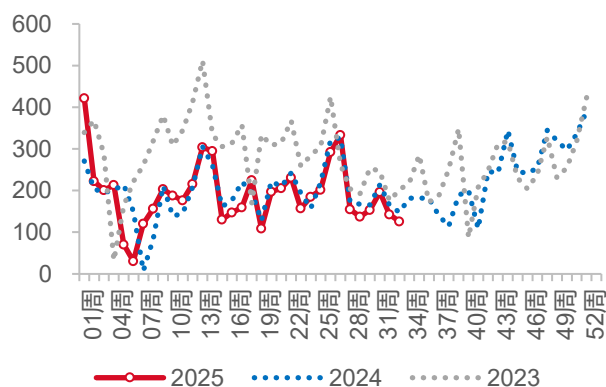
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



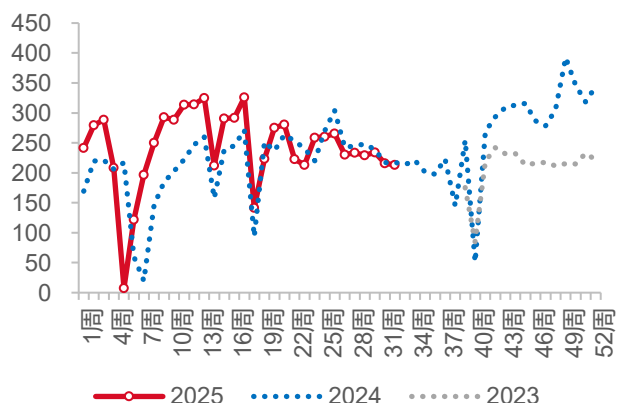
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

指标名称	环比(%) / 环比变化(pct)	同比(%) / 同比变化(pct)	单位	8/15	8/8	8/1	7/25	7/18	走势图
30大中城市商品房销售面积	-11.8	-14.7	万平方米	126	143	197	153	137	
一线城市	-1.9	-31.8	万平方米	44	44	65	50	51	
二线城市	-20.3	-4.6	万平方米	55	69	92	71	59	
三线城市	-6.8	5.3	万平方米	27	29	40	32	27	
国内航班执飞	/	/	架次	/	101905	101921	100624	102637	
国际航班执飞	/	/	架次	/	13238	13155	13053	13133	
电影票房	-10.3	53.4	万元	151835	169271	154189	95738	65020	
观影人次	-10.4	77.0	万人次	4200	4691	4254	2556	1664	
BDI指数	-0.3	20.9	/	2044	2051	2018	2257	2052	
CCFI指数	-0.6	-42.4	/	1193	1201	1232	1261	1304	
南华工业品价格指数	0.2	-1.8	/	3676	3669	3717	3772	3620	
螺纹钢	0.2	2.1	元/吨	3222	3216	3277	3270	3128	
水泥价格指数	-0.3	-10.4	/	103.55	103.84	104.65	106.22	108.28	
南华农产品指数	1.7	8.8	/	1112	1094	1094	1105	1091	
猪价	-1.2	-25.7	元/公斤	20.20	20.44	20.55	20.72	20.65	
7种重点水果	-1.0	-6.3	元/公斤	6.95	7.02	7.10	7.11	7.28	
鸡蛋	-0.1	-27.5	元/公斤	7.54	7.55	7.68	7.40	7.01	
28种重点蔬菜	3.2	-20.9	元/公斤	4.71	4.56	4.42	4.39	4.38	
PTA	-0.9	-6.7	%	75.01	75.92	79.67	80.76	80.76	
纯碱	1.9	5.7	%	87.32	85.41	80.27	83.02	84.10	
浮法玻璃	2.3	-6.8	%	75.34	73.00	75.00	/	75.34	
江浙织机	2.3	-2.8	%	58.04	55.75	55.51	55.59	55.83	
半钢胎	-2.3	-6.9	%	72.07	74.35	74.45	75.87	75.99	
全钢胎	2.1	7.4	%	63.09	61.00	61.08	65.02	65.10	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<沪深 300<上证 180<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平, %

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板指	22.95	36.46	44.22	4.58
创业板 50	27.96	36.00	44.86	5.18
中证 1000	57.59	43.95	41.60	2.39
中证 500	67.12	31.85	43.88	2.09
沪深 300	73.48	13.46	36.94	1.41
上证 180	74.07	11.78	33.78	1.23
上证 50	79.99	11.49	53.61	1.27
科创 50	100.00	147.07	64.12	5.00

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值(PE)分位数水平: 周期: 交通运输<有色金属<公用事业。消费: 农林牧渔<食品饮料<美容护理。高端制造: 家用电器<机械设备<汽车。科技: 通信<传媒<电子。金融(PB): 房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	钢铁	0.00	-196.13	49.55	1.06
	交通运输	14.53	16.50	21.33	1.37
	有色金属	22.76	23.60	43.96	2.67
	公用事业	24.33	18.67	38.16	1.77

	石油石化	25.79	11.58	30.95	1.15
	建筑装饰	55.20	11.47	8.55	0.82
	煤炭	61.98	12.96	53.30	1.40
	环保	62.22	36.17	19.65	1.66
	基础化工	82.16	34.90	61.88	2.13
	建筑材料	91.88	41.70	11.02	1.23
	农林牧渔	5.12	21.46	9.95	2.53
	食品饮料	14.71	21.07	19.00	4.23
	美容护理	50.71	47.72	20.36	3.42
消费	纺织服饰	58.09	35.69	23.88	1.84
	社会服务	76.52	65.98	14.70	2.96
	商贸零售	82.14	59.07	34.05	1.84
	轻工制造	84.27	50.94	30.70	2.23
	医药生物	91.27	53.71	19.80	3.27
	家用电器	37.20	16.03	27.96	2.49
	机械设备	71.01	44.43	63.94	2.79
高端制造	汽车	73.77	31.41	64.70	2.52
	国防军工	87.38	170.39	89.20	4.09
	电力设备	90.62	69.93	32.62	2.69
	通信	24.78	24.80	38.95	2.16
科技	传媒	79.02	83.18	35.03	2.67
	电子	86.93	72.88	81.67	4.49
	计算机	94.11	244.75	63.55	4.57
	房地产	0.00	-6.96	12.49	0.89
金融地产	非银金融	14.67	14.71	26.68	1.58
	银行	91.59	7.24	31.31	0.73

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.7 月国内经济：政策加码预期或升温

7 月社零总额当月同比 3.7%，前值 4.8%；固投累计同比 1.6%，前值 2.8%；规上工业增加值同比 5.7%，前值 6.8%。

商品零售拖累社零，汽车零售波动较大。7 月社零季调环比-0.14%，明显低于近 5 年同期均值 0.53%，同比也连续两个月回落。1.从结构上来看，社零增速回落主要受商品零售拖累，当月同比由 5.3%回落至 4.0%，而餐饮增速由 0.9%升至 1.1%。2.以旧换新产品零售增速虽然仍处相对高位，但除了通讯器材以外，多数较前值均有所回落，除汽车以外以旧换新品类对社零的贡献率回落至 27.3%，下半年“国补”资金的使用可能更为平滑。3.汽车零售增速波动的影响较大，5-7 月分别为 1.1%、4.6%、-1.5%，当月增速转负，对社零形成拖累。4.服务业零售表现较好，1-7 月服务零售额同比 5.2%，与前值基本持平。

工业生产小幅降温，“反内卷”或有所反映。7 月规模以上工业增加值当月同比回落至 5.7%，环比 0.38%，略微低于近 5 年同期均值 0.42%。结构上，中游仍然占优，下游普遍回落，上游涨跌互现。从主要产品上来看，集成电路、汽车同比维持高位，原煤、水泥同比

回落；不过从环比来看，除集成电路、发电量正增长以外，其余多数主要工业品均为负增长，这或许体现了“反内卷”政策对工业生产的影响。

固定资产投资延续偏弱的表现。固投累计同比连续 4 个月回落，据我们测算的当月同比 7 月降幅有所扩大。边际上，三大分项制造业投资、基建投资以及房地产投资增速均延续下滑，值得注意的是前两者当月同比转负。

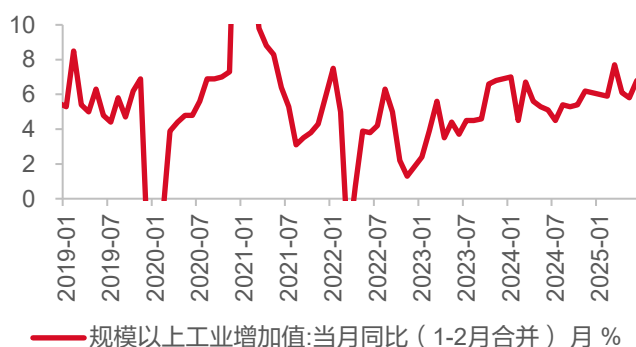
基建增速回落可能受到短期约束。7 月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至 -2.0% 和 -5.1%。原因上，除了受部分地区高温暴雨、项目工程建设减缓等因素影响之外，我们在此前点评中提到的“两重”项目清单下发阶段性放缓有关，第三批清单下发到实物工作量形成存在时滞。后续来看，以上两点短期影响可能都会逐步减弱，叠加新型政策性金融工具的落地，基建增速可能会有所回升。

地产下行压力有所加大。新建商品房销售当月同比降至 -7.8%，房地产投资当月同比降至 -17.0%，两者的累计同比降幅也进一步扩大。后续来看，销售端的基数在 9 月以后会进一步抬升，投资端的压力也不小。8 月 8 日，北京进一步放开限购政策，关注后续其他一线城市是否会有所跟进。虽然在经济新旧动能转换的过程中，房地产以及相关上下游产业链对整体经济的影响已边际下降，但对于稳预期来说，仍至关重要。

设备更新对制造业的支撑边际回落，“反内卷”亦有影响。制造业投资增速明显回落，一是虽然设备更新有支撑，但力度也在边际减弱，1-7 月累计同比回落至 15.2%，前值 17.3%，年内超长期特别国债支持设备更新投资补助资金多于上半年下达。二是“反内卷”除了对工业生产产生影响外，同样可能影响部分制造业增加资本开支的动力。主要行业中，仅运输设备 7 月累计同比进一步上升，其余行业均有所回落。回落幅度较大的包括有色金属冶炼、化学原料、医药等。

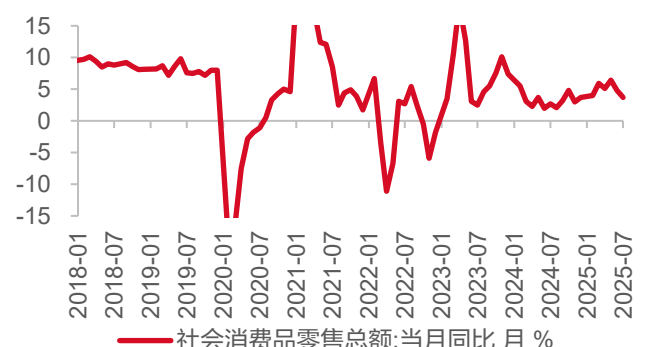
7 月社零回落反映出实物和服务消费的分化，工业生产稳中回落，固投表现较弱，除了天气等短期影响外，也是当前内需仍然不足的体现。今年整体政策靠前发力，推动上半年实现 5.3% 的 GDP 增速，但近两个月从经济数据上反映出增长有放缓的趋势。近期接连出台关于民生以及消费等相关政策，稳预期的信号较强。后续来看，稳投资方向上关注新型政策性金融工具的落地节奏是否会提速，地产增量政策也值得关注。

图39 规模以上工业增加值当月同比，%



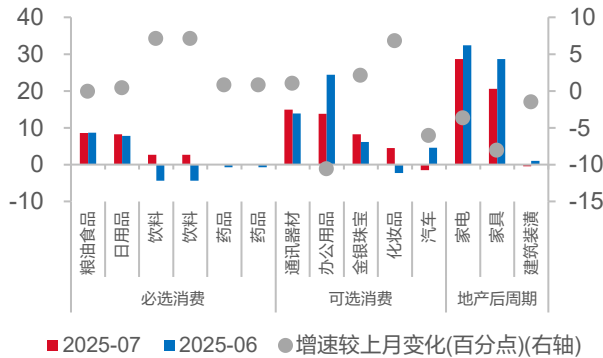
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 社会消费品零售总额当月同比，%



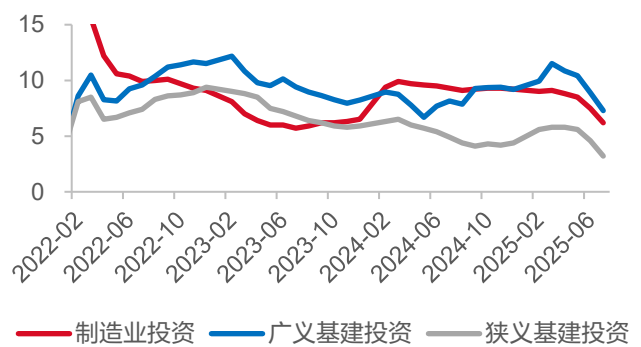
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 社零主要分项当月同比及较上月变化，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 制造业、基建投资累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.7 月美国 CPI：通胀整体平稳，杰克逊霍尔会议或成关键

美国 7 月 CPI 同比 2.7%，预期 2.8%，前值 2.7%；环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.3%。核心 CPI 同比 3.1%，预期 3.0%，前值 2.9%；环比 0.3%，预期 0.3%，前值 0.2%。

食品和能源价格的回落使得整体通胀降温。食品价格同比由前值 3.0% 下降至 2.9%。其中家庭食品降温较明显，同比由前值 2.4% 下降至 2.2%，环比由前值 0.3% 下降至 -0.1%。能源商品价格同比由前值 -7.9% 下降至 -9.0%，环比由正转负至 -1.9%。能源后续或由于 OPEC+ 自愿减产计划退出，继续维持在低位震荡，下半年或依然难以撬动整体通胀上行。

关税继续抬升核心商品价格。核心商品是推高 7 月核心通胀的主要贡献项，同比由前值 0.7% 升高至 1.2%，二手车分项较为亮眼，同比增速由前值 2.8% 上升至 4.8%，环比则由前值 -0.7% 转正为 0.5%，接近曼海姆二手车价格指数的前瞻性预测（领先两个月）。服饰和新车则受关税影响较多，表现出温和反弹的态势。

住房市场依然是核心服务价格的主要拖累。核心服务同比连续 4 个月保持在 3.6%。其中，房屋价格同比由前值 3.8% 下降至 3.7%，NAHB 住房指数在 7 月虽略微回升至 33，但依然处于 2023 年以来的低位。租房市场上，实际房租和业主等效租金均有不同程度的回落。业主等效租金主要受房屋业主对房市降温的体感影响；实际房租则受房市降温和服务价格回落的共同作用。因此，当月实际房租下降幅度相对较大，同比由前值 3.8% 降至 3.5%。

其他核心服务类价格延续上升态势。医疗服务为 7 月核心服务的主要贡献项。医疗服务同比由前值 3.4% 上升至 4.3%，环比超季节提升至 0.8%。我们维持在 6 月通胀报告的观点：受到《美丽大法案》财政改革影响，医疗补助资金的削减以及医疗部门的裁员使得医疗服务价格不断走高。运输价格同比由前值 3.4% 略微上升至 3.5%，娱乐服务价格由前值 3.8% 略微上升至 3.9%，两者或均受贸易协定陆续敲定以及暑假影响而温和上行。

市场降息预期升温。美国 7 月 CPI 出炉后，美股上涨，美债收益率下跌，美元指数下跌，黄金收平。我们认为 7 月通胀美国 7 月整体 CPI 虽受能源食品影响略低于预期，但美联储更加关注的核心通胀却超预期上行，无论是联储内部的“鹰派”或是“鸽派”均能从 7 月通胀数据中找到各自需要的理由。由此，我们认为 7 月通胀数据能否打开美联储降息窗口取决于美联储观察的角度，后续须重点关注鲍威尔在 8 月底举行的杰克逊霍尔会议中的表态。

图43 美国 CPI 拆分

	权重	同比, %				趋势	环比, %				趋势
		2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月		2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月	
CPI	100%	2.3	2.4	2.7	2.7		0.2	0.1	0.3	0.2	
食品	14%	2.8	2.9	3.0	2.9		-0.1	0.3	0.3	0.0	
家庭食品	8%	2.0	2.2	2.4	2.2		-0.4	0.3	0.3	-0.1	
家庭外就餐	6%	3.9	3.8	3.8	3.9		0.4	0.3	0.4	0.3	
能源	6%	-3.7	-3.5	-0.8	-1.6		0.7	-1.0	0.9	-1.1	
能源商品	3%	-11.5	-11.6	-7.9	-9.0		-0.2	-2.4	1.0	-1.9	
能源服务	3%	6.2	6.8	7.5	7.2		1.5	0.4	0.9	-0.3	
电力	2%	3.6	4.5	5.8	5.5		0.8	0.9	1.0	-0.1	
燃气	1%	15.7	15.3	14.2	13.8		3.7	-1.0	0.5	-0.9	
核心CPI	80%	2.8	2.8	2.9	3.1		0.2	0.1	0.2	0.3	
核心商品	19%	0.1	0.3	0.7	1.2		0.1	0.0	0.2	0.2	
服饰	2%	-0.7	-0.9	-0.5	-0.2		-0.1	-0.4	0.4	-0.3	
新车	4%	0.3	0.4	0.2	0.4		0.0	-0.3	-0.3	0.0	
二手车和卡车	2%	1.5	1.8	2.8	4.8		-0.5	-0.5	-0.7	0.5	
医疗用品	2%	1.0	0.3	0.2	0.1		0.4	0.6	0.1	0.1	
核心服务	61%	3.6	3.6	3.6	3.6		0.3	0.2	0.3	0.4	
房屋	35%	4.0	3.9	3.8	3.7		0.3	0.3	0.2	0.2	
房租	7%	4.0	3.8	3.8	3.5		0.3	0.2	0.2	0.3	
业主等效租金	26%	4.3	4.2	4.2	4.1		0.4	0.3	0.3	0.3	
医疗服务	7%	3.1	3.0	3.4	4.3		0.5	0.2	0.6	0.8	
娱乐	3%	3.6	3.7	3.8	3.9		-0.3	-0.1	0.2	0.4	
教育和通讯	5%	1.2	1.0	1.1	1.1		-0.2	0.1	0.1	0.2	
运输	6%	2.5	2.8	3.4	3.5		0.1	-0.2	0.2	0.8	

资料来源: BLS, 东海证券研究所

5.3.资金及流动性跟踪

融资余额增长。8月14日, 融资余额 20410.39 亿元, 较上周末增长 456.92 亿元。

普通股票型基金仓位环比上升。8月15日当周, 据同花顺数据, 普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为 83.22%、75.23%, 分别较上周上升 0.29%和下降 4.67%。

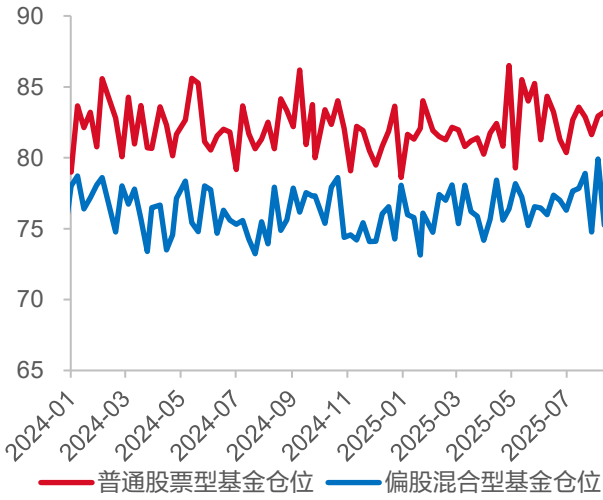
资金利率上升。8月15日当周, DR007 周均为 1.4518%, 较上周环比上升 0.61 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.5482%, 较上周环比下降 0.99 个 BP。

图44 两融余额, 亿元, 亿元



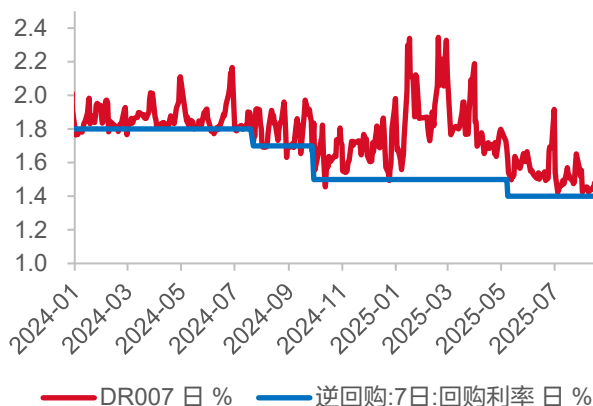
资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %



资料来源: 同花顺, 东海证券研究所

图46 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.4.美国流动性及利率跟踪

从量的角度，截至 8 月 13 日，美国财政部 TGA 账户继续回补 511.5 亿美元。同时，隔夜逆回购账户余额当周减少 436.7 亿美元，为连续第六周净提取，录得 2021 年 5 月以来最低余额。存款准备金方面则较为平稳，仅减少 20.3 亿美元。从 7 月以来，TGA 余额回补资金大部分来源于逆回购账户，存款准备金余额变动反而较小，这也就意味着当前美国国债买家大部分是非银金融机构，而非美债传统买家——银行。我们认为这是由于美国银行机构资产端久期过长，13 周及其以上期限债券银行并不愿意投标吸收，反而一些非银机构，包括稳定币发行机构或成为下半年美债的购买主力。

从价的角度，截至 8 月 13 日，SOFR 保持稳定，较上周同期仅下降 1bp 至 4.33%，带动 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差分别回落至-7bp 和 0bp 位置。这也印证了上述观点：美国银行业在当前金融市场活动中表现的并不积极。住房市场方面，截至 8 月 15 日当周，关键长期利率受降息预期影响继续回落。30 年和 15 年期住房抵押贷款利率分别下降 5bp 和 4bp 至 6.58%和 5.71%位置。

图48 美国存款准备金占比银行总资产，%



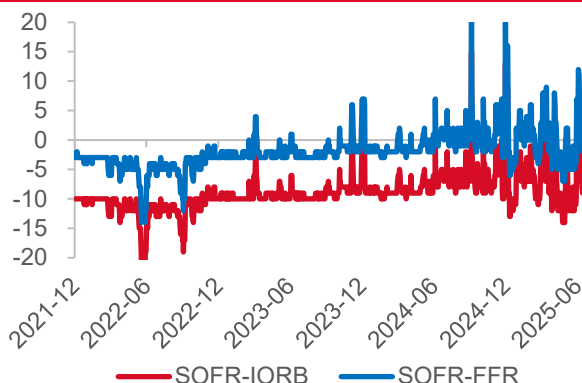
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 美国金融流动性指标，十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图51 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6. 市场资讯

6.1. 海外市场资讯

1) 美国总统特朗普在与俄罗斯总统普京举行的联合新闻发布会上表示，双方取得了巨大进展，在很多问题上达成一致，遗留待解的问题很少，但其中一个问题很重要，双方并未达成任何协议。

2) 8月15日，美国特朗普政府宣布扩大对钢铁和铝进口征收50%关税的范围，将数百种衍生产品纳入加征关税清单。

3) 8月9日，美联储副主席鲍曼在美联储官网上发文称，她支持年内三次降息，并指出这一立场因美国近期疲弱的劳动力市场数据而得到强化。鲍曼还呼吁美联储在9月会议上开始降息。

4) 美国财长贝森特表示，对美联储9月会议感到乐观；有50个基点降息的可能；可能会连续进行一系列降息操作；目前美联储的利率应该再下调150至175个基点。

5) 美国7月PPI环比上涨0.9%，预估为0.2%，前值为0%。美国7月PPI同比上涨3.3%，预估为2.5%，前值为2.3%。美国7月核心PPI环比上涨0.9%，预期为0.2%，前值为0%。美国7月核心PPI同比上涨3.7%，预期为3%，前值为2.6%。

(信息来源：同花顺、Wind、央视新闻)

6.2. 国内市场资讯

1) 8月8日，习近平主席与普京总统通话。双方就乌克兰危机交换意见，重申推动政治解决，深化战略协作。两国领导人表示将加强沟通，推进双边关系，协力办好上合组织天津峰会。

2) 《求是》发表国家主席习近平的重要文章《促进民营经济健康发展、高质量发展》。文章强调，民营经济是改革开放的重要成果，党和国家始终坚持支持民营经济发展的基本方针，非公有制经济地位不变、政策不变。当前发展环境有利，民营经济前景广阔。要落实支持政策，破除市场壁垒，解决融资难、清欠账、保护合法权益，优化政商关系。

3) 8月12日，中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明发布，自2025年8月12日起中美将再次暂停实施24%的关税90天，同时保留对这些商品加征的剩余10%的关税。

4) 8月11日, 财政部与税务总局发布《增值税法实施条例(征求意见稿)》, 公开征求意见。条例细化增值税法相关规定, 提升税制确定性和可操作性, 保障法律顺利实施。

5) 8月13日, 财政部副部长廖岷表示, 近年来财政与金融协同发力, 扩大政策效应。此次个人和服务业贷款贴息, 旨在降低信贷成本, 提振消费, 改善民生, 促进经济循环。

6) 2025年超长期特别国债支持设备更新的1880亿元补助资金已全部下达, 覆盖约8400个项目, 涉及工业、能源、交通、教育等领域, 带动超1万亿元总投资。

7) 1-7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%。

8) 2025年8月15日, 中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展5000亿元买断式逆回购操作, 期限为6个月。结合8月8日的操作来看, 当月超额续作3000亿元。

9) 央行发布2025年第二季度货币政策执行报告。要落实落细适度宽松的货币政策。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况, 把握好政策实施力度和节奏。保持融资和货币总量合理增长, 抓好各项货币政策措施执行。畅通货币政策传导机制, 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。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《关于贯彻落实〈中华人民共和国民营经济促进法〉的指导意见》印发。其中提出, 保障新兴产业健康有序发展。研究起草数据产权司法保护指导意见, 妥善处理数据权益纠纷, 推动数据要素高效流通和交易。

2) 《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》印发。符合以下条件的贷款可享贴息政策: 一是投向8类服务业(如餐饮、文旅等); 二是贷款合同在2025年3月16日至12月31日签订并发放资金; 三是资金用于改善消费设施和提升服务能力。

3) 《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》印发。2025年9月至2026年8月, 居民消费贷款(不含信用卡)享1%年贴息, 最高不超合同利率50%。每人每机构最多贴息3000元, 5万元以下贷款不超1000元, 中央与地方财政按9:1分担, 政策期满视情况延续。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图52 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
8/19	20:30	美国	7月新屋开工:私人住宅(千套)	123.2	
8/20	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):1年	3	
8/20	09:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):5年	3.5	
8/20	17:00	欧盟	7月欧元区:CPI:环比(%)	0.3	0
8/20	17:00	欧盟	7月欧元区:CPI:同比(%)	2	2

8/21	17:00	欧盟	6月欧元区:营建产出:同比(%)	2.9
8/21	22:00	欧盟	8月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)	-14.7
8/22	07:30	日本	7月CPI:环比(%)	-0.1
8/22	07:30	日本	7月CPI(剔除食品):环比(%)	0

资料来源: Wind, 东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估,可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性,若关税政策超预期,或导致中国出口规模的下降,影响顺差规模回落,或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性,或导致美国通胀预期走高,影响美联储长期维持高利率,对人民币汇率形成压力,进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响,消费价格同比下降或影响消费预期,工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089