

赚钱效应扩散，多主题轮动延续

——2025年8月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2025年8月6日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主线梳理

海外宏观

美国劳动力市场疲态显现，经济边际走弱

➤ 美国劳动力市场疲态显现，经济边际走弱

- ◆ 美国非农就业连续两月增长接近停滞，这在历史上通常是经济衰退或放缓的先兆。目前，初次及连续申请失业金人数、职位空缺率、平均每周工时等指标尚未明显回落，表明劳动力市场未现全面恶化。但边际走弱趋势已是客观事实。
- ◆ 美国二季度GDP显示实际需求放缓。在美国居民超额储蓄耗尽、高利率环境以及关税政策不确定性高企下，美国消费和投资均趋缓。不过当前来看，美国衰退概率（纽约联储7月最新预测未来12个月约28.71%）仍可控。
- ◆ 尽管美联储7月会议维持利率不变且主席鲍威尔表态偏鹰派，但鉴于5-6月非农数据疲弱，9月降息仍是大概率事件。

➤ 关税不确定性有所下降

- 美国8月关税税率将再度上升。2025年7月31日，特朗普明确对 66 个国家及多个地区设定国别税率。
- 当前与中国的关税协议将于8月12日到期。考虑到美国税率短期上调空间有限且经济显现疲弱迹象，该协议大概率将获延期。

国内宏观

上半年经济总量韧性较强，政策侧重于优化市场竞争秩序

➤ 经济总量韧性较强，物价、地产压力有待改善

- ◆ 在政策发力、抢出口等因素支撑下，上半年GDP增速5.3%，高于全年经济增长目标。
- ◆ 近期物价、地产下行压力有所上升，反内卷政策推进，优化市场竞争秩序，价格下行压力有望逐渐缓解。
- ◆ 中美贸易谈判仍有波折，但协议到期后大概率暂缓期再度延长90天，短期内风险有限。

➤ 政策处于观察期，侧重反内卷、建立长效机制

- ◆ 上半年经济增速较高，三季度政策进一步加码紧迫性回落，侧重于观察消费、出口、地产等运行状况而后手应对。
- ◆ 政策方向逐渐从短期刺激消费、投资，逐渐向科技创新、服务消费、新经济、反内卷等领域倾斜。
- ◆ 当前处于“十五五”规划关键期，预计将更加重视经济高质量发展转型、以及建立经济可持续发展长效机制等长期战略目标。
- ◆ 若三季度增长动能弱于预期，GDP增速滑落至4.7%以下，可能考虑推出增量政策，下一个政策加码时间窗口或在9-10月。

A股策略与观点



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 震荡向上未改，斜率放缓，均衡慢涨： ◆ 国内经济基本面：上半年经济总量偏强，价格指标仍然偏弱，地产回落压力上升； ◆ 资金面：A股成交额处于高位，市场活跃度偏高； ◆ 政策面：短期内以落实已部署政策为主，三季度关注反内卷等结构性调整政策； ◆ 外部环境：外部关税风险降低，但短期缺乏进一步利好催化，不确定风险仍存。 ➤ 赚钱效应扩散，估值修复后，斜率或放缓：在6-7月指数强势带动下，赚钱效应回升推动情绪转热，且结构性机会扩散、形成指数β机会，通过主动、被动基金配置的赚钱效应回升。不过估值修复后，市场普遍已不便宜，预计后续向上斜率将放缓，波动较6-7月放大，因此不宜过度激进，建议持仓待涨，仓位不高的投资者可耐心等等波动调整时加仓。	相对乐观
行业/风格	➤ 增量、扩散、更加均衡轮动： ◆ 银行、红利、宽基等方向中长期配置。当前资本市场情绪明显修复，不过考虑到估值回升较快，后续上涨斜率或将放缓，巩固慢涨走势。银行、红利近期相对弱势，长期配置性价比回升，宽基指数波动较小、稳健慢涨，银行、红利建议可继续耐心持有，宽基指数可逢调整加仓。 ◆ 主题轮动或更偏均衡，关注热点主题“轮动补涨”机会：当前市场风格明显扩散，多主题均有基本面或政策面催化，建议关注科技（AI、算力、芯片）、军工、医药、稳定币、稀土、周期（钢铁、建材）等今年热门主题的轮动机会，考虑到多数主题已明显上涨，追高风险上升，建议待主题轮动回落时布局待涨。	宽基为基石 热点主题“轮动补涨”
配置策略	◆ 短期轮动上涨，中期更偏均衡：短期机会在于主题轮动，把握热点主题轮动补涨机会，追高需谨慎。中长期配置机会关注慢涨下的宽基指数，以及银行、红利等高股息板块。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	指数慢涨，结构轮动 多资产配置

大类资产配置观点		
资产类别	本期	上期
A股	相对乐观	中性
港股	中性	中性
利率债	相对乐观	相对乐观
信用债	相对乐观	相对乐观
可转债	相对乐观	中性
美股	中性	相对乐观
美债	相对谨慎	相对谨慎
美元	中性	相对谨慎
日股	中性	中性
黄金	中性	中性
原油	相对谨慎	相对谨慎
货币/存款	中性	中性

注：市场观点反映对本期资产价格的趋势预判，本期相比于上期的变化对应仓位调整建议：观点上调对应建议加仓操作；观点下调对应建议减仓操作；观点维持不变则建议保持当前仓位配置。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：资产全面上涨

2025年7月大类资产表现特征回顾：

- 7月份，中国资产延续全线上涨；美股小幅上升；利率债有所回落；黄金价格下降，美元指数走强。
- A股整体上涨。**7月初中央财经委会议定调“依法治理低价无序竞争，推动落后产能退出”，工信部跟进推动钢铁、有色等十大重点行业供给侧优化。市场情绪升温推动A股持续上涨。
- 港股延续涨势。**7月南下资金维持净流入，带来港股流动性的进一步改善。同时A股市场情绪向好，带动港股同步上涨。
- 海外市场小幅上涨。**Q2财报披露持续超预期，美股7月延续涨势。不过临近月末有所回调。主要因8月1日关税豁免期临近引发避险情绪升温，同时美联储维持鹰派立场压制降息预期，美股涨幅收窄。
- 黄金收跌。**7月美欧、美日达成关键贸易协议，同时中美就8月12日关税展期达成一致，关税不确定性有所下降。同时美元指数持续上涨，压制黄金表现。
- 原油大幅上涨。**美国总统威胁对俄罗斯实施新制裁，引发市场对原油供应中断的忧虑，同时墨西哥财政部下调了其2025年原油产量预估，油价强劲上涨。
- 利率债回落。**7月A股市场情绪高涨，资金从债市流入股市，股债跷跷板效应显著。同时“反内卷”政策加深了市场对通胀抬头的担忧，利率债整体回落。
- 美元指数走强。**美元指数经过前期回调后已回到阶段性低位，大而美法案通过后支撑美国经济预期。同时美联储7月议息维持鹰派立场，令9月降息预期降温，共同推动美元走强。

资产类别		区间涨跌幅		
		2025年7月	2025年6月	2025年以来
A股	Wind全A	4.75	4.74	10.86
	上证指数	3.74	2.90	6.61
	沪深300	3.54	2.50	3.58
	中证500	5.26	4.31	8.74
	中证1000	4.80	5.47	11.81
	创业板指	8.14	8.02	8.72
港股	恒生指数	2.91	3.36	23.50
	恒生中国企业指数	2.36	2.92	21.85
	恒生科技指数	2.83	2.56	22.05
海外股市	标普500	2.17	4.96	7.78
	纳斯达克指数	3.70	6.57	9.38
	德国DAX	0.65	-0.37	20.88
	日经225	1.44	6.64	2.95
	英国富时100	4.24	-0.13	11.74
	法国CAC40	1.38	-1.11	5.30
债券	中债总财富指数	-0.08	0.50	0.97
	中债信用债指数	0.10	0.31	1.32
	中证转债指数	2.87	3.34	10.09
商品	南华商品指数	3.80	4.03	1.63
	ICE布油	7.31	5.84	-2.80
	COMEX黄金	-0.19	0.55	25.06
汇率	美元指数	3.39	-2.68	-7.77
	美元兑人民币	0.38	-0.41	-1.45

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：数据截至2025年7月31日，单位：%

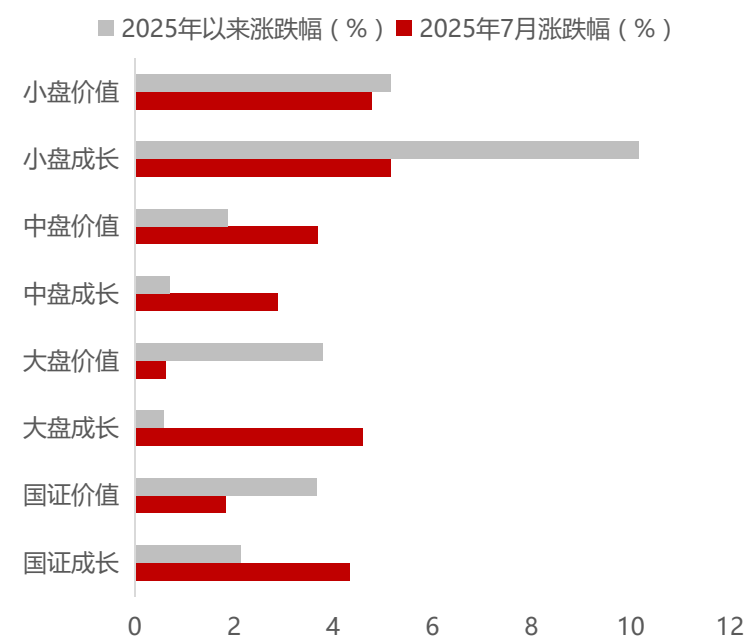
A股行业风格回顾：7月市场全线上涨

- 2025年7月市场持全线上涨。

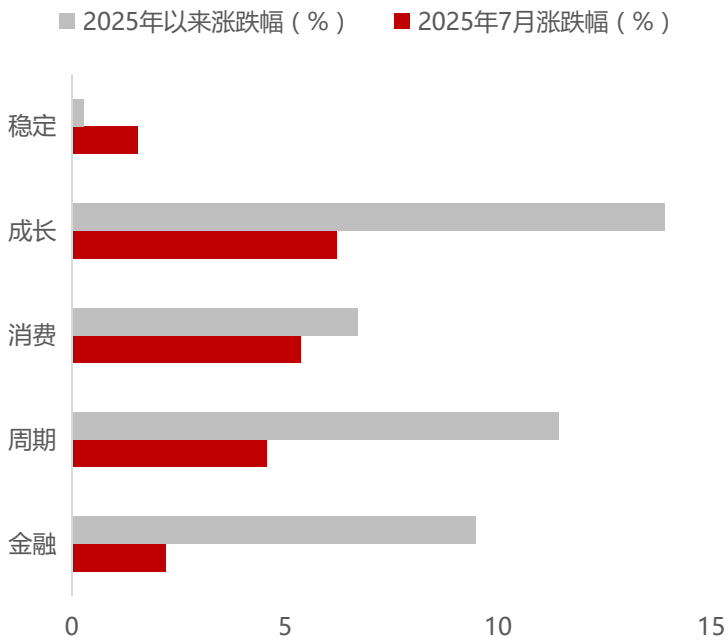
7月市场情绪维持高涨，各主题维持轮动和切换。A股各类风格全线上涨，大盘价值涨幅居后。具体来看成长、消费、周期均表现不俗，稳定风格表现居后。
- 行业方面，2025年7月基本全线上涨，7月有色、新能源、轻工、国防军工领涨。

7月行业基本全线上涨。7月初中央财经委会议定调“依法治理低价无序竞争，推动落后产能退出”，工信部跟进推动钢铁、有色等十大重点行业供给侧优化。受益于政策催化，有色、新能源、轻工涨幅居前，国防军工受益于阅兵预期以及市场情绪的提振亦表现不俗。

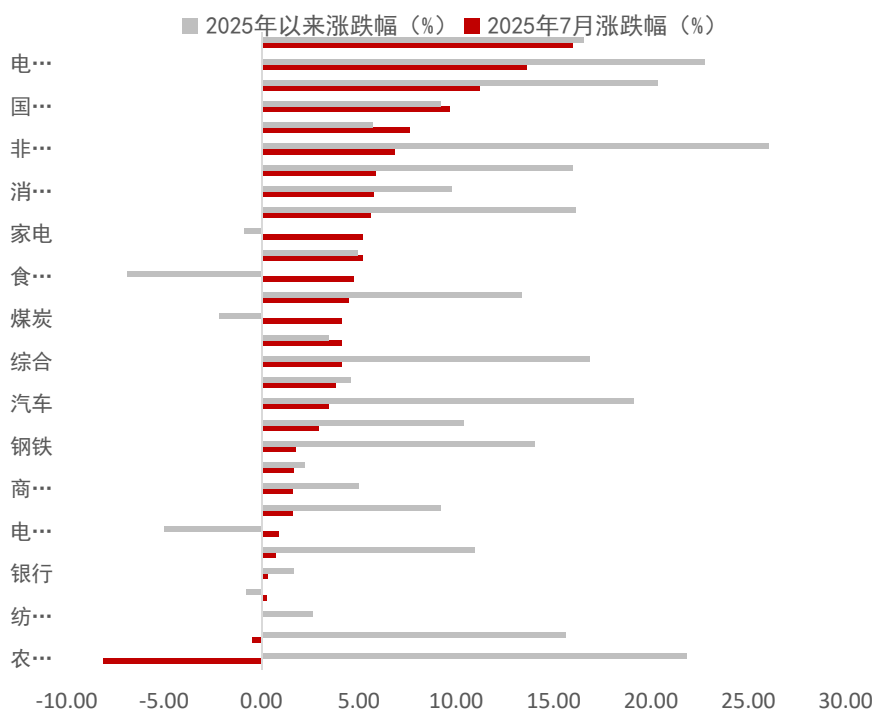
7月全面上涨，大盘价值表现居后（%）



7月成长和消费风格领涨（%）



7月有色、新能源、轻工、国防军工领涨（%）



内容目录

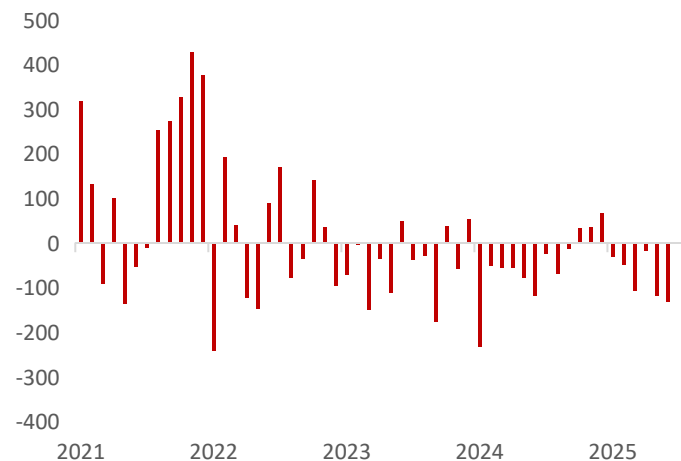
- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



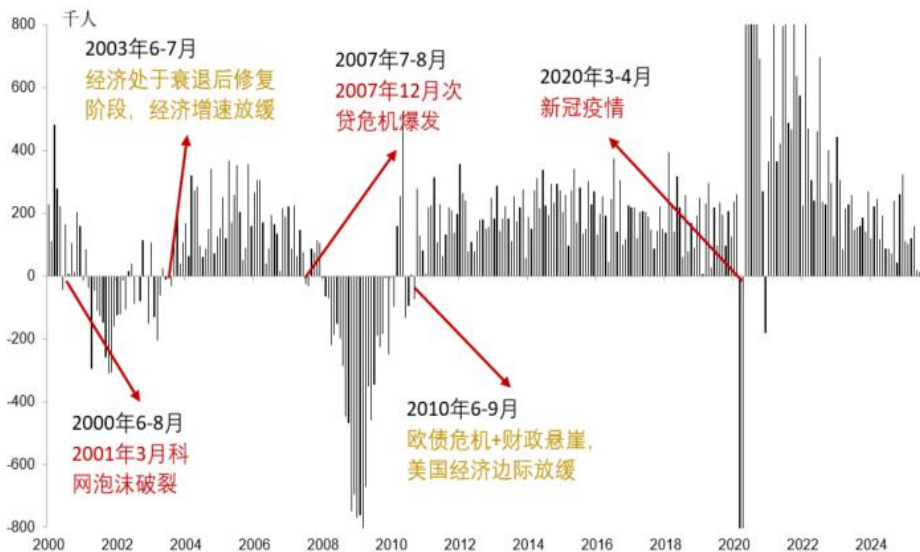
美国：劳动力市场疲态显现

- 2025年8月1日数据显示，美国7月季调后非农就业人口仅增长7.3万人，远低于预期的11万人。同时，6月和5月数据被大幅下修，分别从14.7万下调至1.4万、从14.4万下调至1.9万。7月失业率升至4.2%，高于前值4.1%，表明劳动力市场显著降温。非农数据通常存在较大下修，原因包括初始样本覆盖率有限（仅约70%现存公司）、未纳入新开/倒闭公司（依赖net birth-death模型估算）以及季节性调整因子。本次两月下修幅度在历史上尚属正常范围。
- 美国劳动力市场疲态显现。**市场反应强烈，主因在于连续两月就业增长接近停滞，这在历史上通常是经济衰退或放缓的先兆。目前，初次及连续申请失业金人数、职位空缺率、平均每周工时等指标尚未明显回落，表明劳动力市场未现全面恶化。但边际走弱趋势已是客观事实。

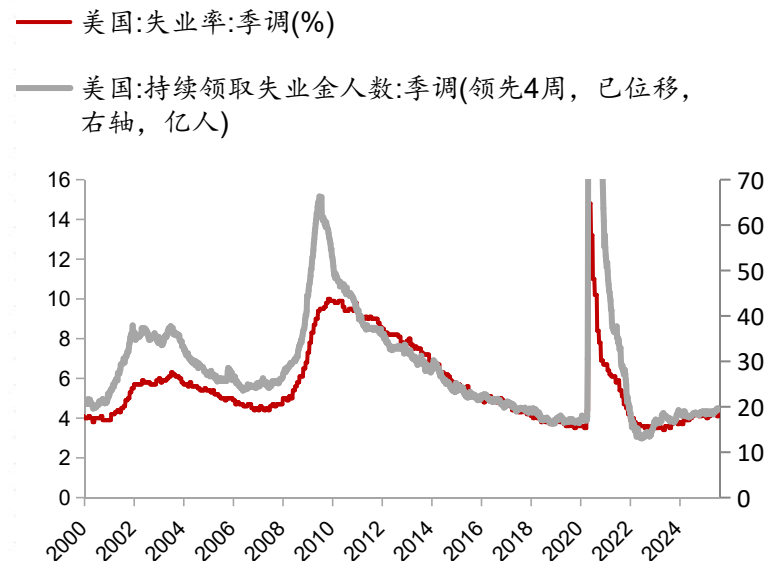
非农数据多次出现较大修正幅度（千人）



历史上非农两个月低于2W人往往预示着经济衰退



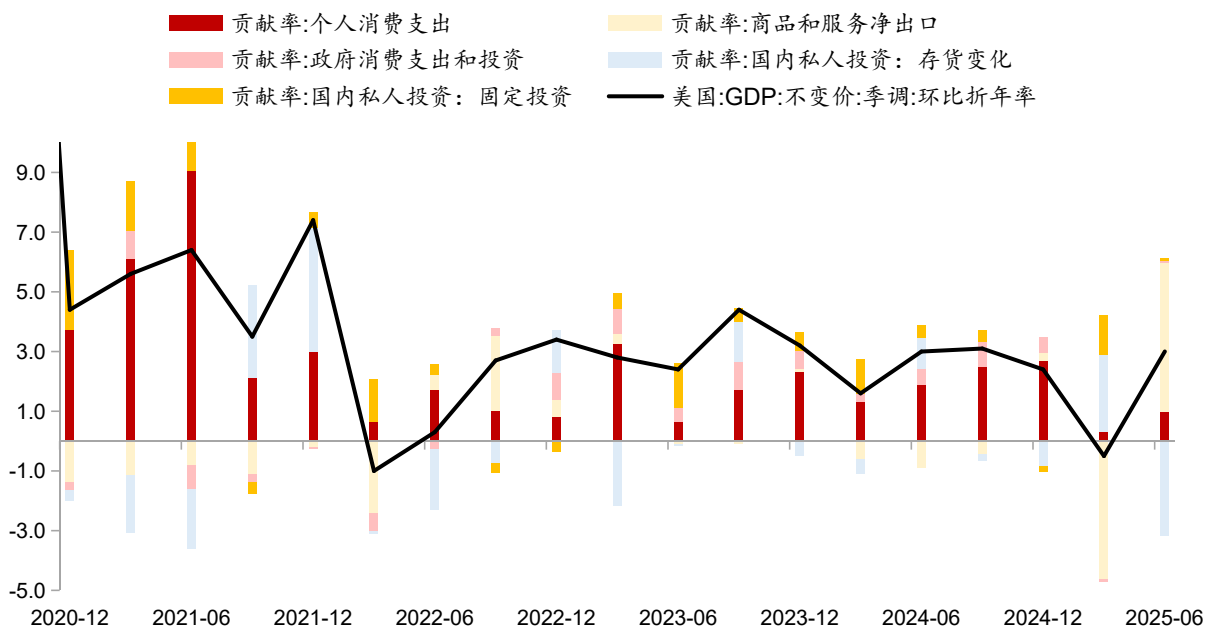
美国劳动力市场其他指标维持稳定 (%)



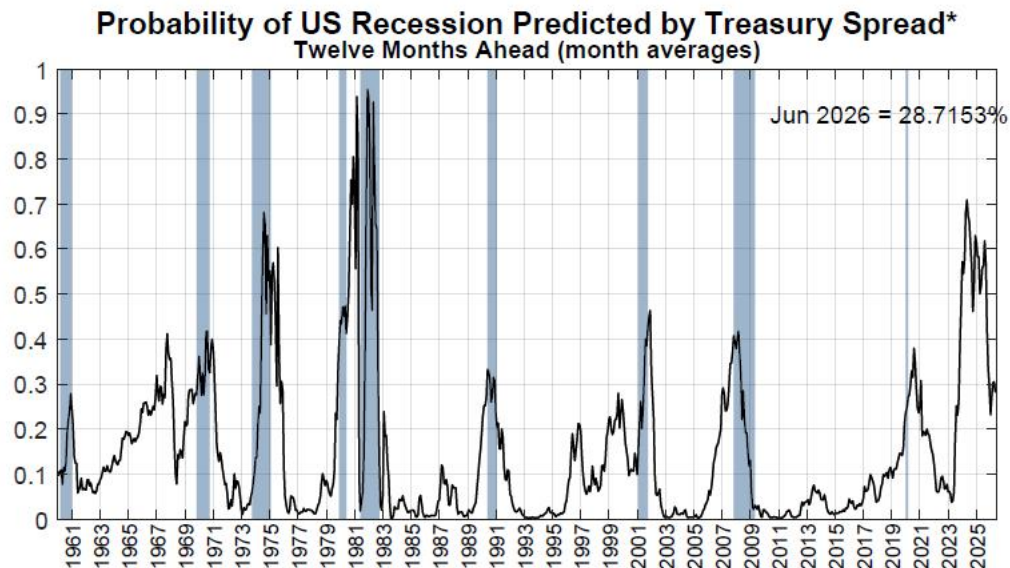
美国：经济结构性压力显现

- **美国二季度GDP显示实际需求放缓。**7月30日，美国经济分析局公布2025年二季度GDP数据初值：二季度实际GDP年化季率初值+3.0%，预期+2.4%，前值-0.5%。但GDP数据很大程度受到“抢进口”效应减弱的影响。第二季度实际个人消费支出季率初值录得1.4%，不及预期的1.5%。
- **当前来看，美国衰退仍非大概率事件。**若剔除进口和库存的波动，消费+私人固定投资+政府支出的环比增速为1.14%，连续四个季度放缓，显示出在美国居民超额储蓄耗尽、高利率环境以及关税政策不确定性高企下，美国消费和投资均趋缓。虽然劳动力市场显著降温，关税后续负面冲击仍存，不过当前来看，受益于《大而美法案》的支持以及美国居民和企业健康资产负债表，美国衰退概率（纽约联储7月预测未来12个月约28.71%）仍可控。

受抢进口，美国2025年二季度GDP环比折年率回升



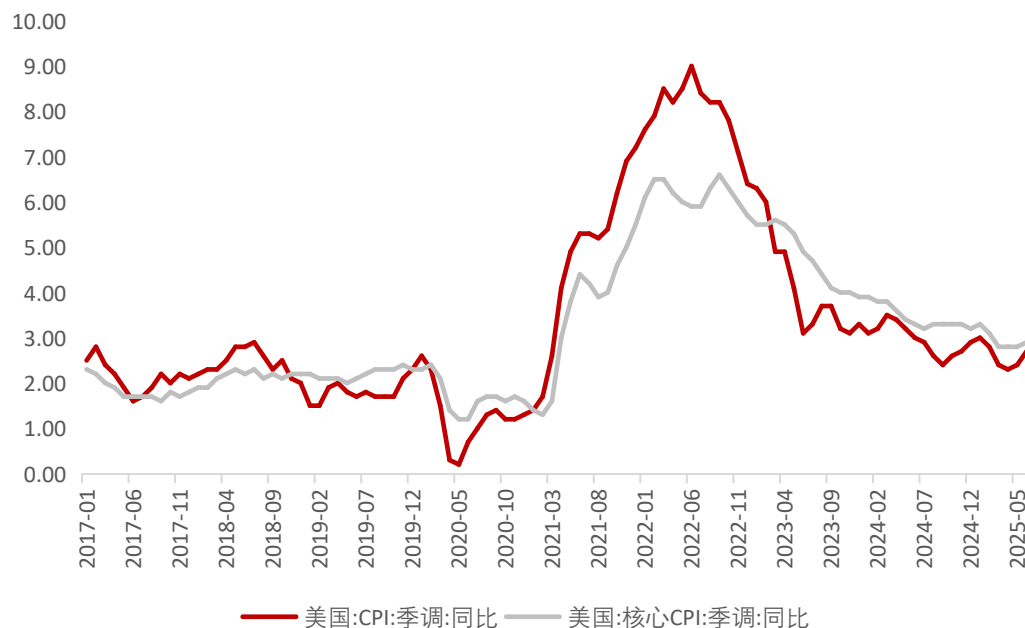
纽约联储预测的美国陷入衰退的概率为28.71%



美国：美联储大概率9月开启降息

- 6月，美国通胀数据反弹，显示关税及移民政策的效果逐步显现。6月CPI同比涨2.7%（前值2.4%），环比涨0.3%（前值0.1%），略超预期；核心CPI同比小幅回升。反弹主因：一是部分进口依赖高的商品（如服装、家具家电、体育用品）价格显著上涨，关税影响显现（汽车仍疲软）；二是核心服务中医疗、运输通胀走强（房租放缓），或与移民收紧致劳动力短缺、服务业薪资高位有关。
- 我们预计美联储9月降息是大概率事件。尽管美联储7月会议维持利率不变且主席鲍威尔表态偏鹰派，但鉴于5-6月非农数据疲弱，9月降息仍是大概率事件。不过，7月末以来美国政府持续与多国达成贸易协议，并对部分国家和行业加征关税。考虑到关税对通胀影响的滞后性，这可能扰动美联储的降息节奏。

纽约联储预测的美国陷入衰退的概率近期开始下降



截至8月3日，市场预期9月大概率开始降息，年内将降息3次

MEETING DATE	OOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
	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%	77.5%	22.5%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	59.7%	35.2%	5.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	47.6%	40.1%	11.3%	1.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	21.1%	44.3%	27.3%	6.7%	0.6%
2026/3/18	0.0%	11.0%	33.1%	35.5%	16.6%	3.5%	0.3%
2026/4/29	3.3%	17.6%	33.8%	29.8%	12.7%	2.6%	0.2%
2026/6/17	11.6%	27.0%	31.5%	19.9%	6.8%	1.2%	0.1%
2026/7/29	16.7%	28.5%	27.7%	15.6%	5.0%	0.8%	0.1%
2026/9/16	20.9%	28.2%	23.3%	11.7%	3.5%	0.5%	0.0%
2026/10/28	22.4%	27.2%	21.0%	10.1%	2.9%	0.4%	0.0%
2026/12/9	23.2%	26.2%	19.2%	8.9%	2.5%	0.4%	0.0%

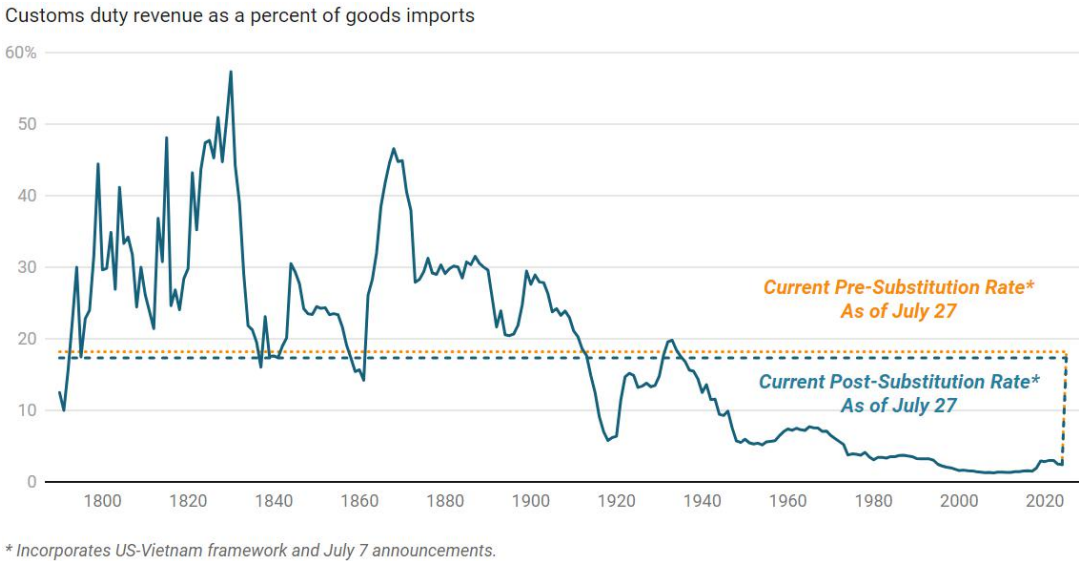
美国：关税政策不确定性降低

- 美国8月关税税率将再度上升。2025年7月31日，特朗普签署行政令“进一步修改互惠关税”（Further Modifying the Reciprocal Tariff Rates），明确对 66 个国家及多个地区设定国别税率。8月7日正式生效，此前货物在此之前装船且于10月5日前入境的可免收新税。欧盟、日本、韩国目前均已达成协议，关税税率协定为15%。
- 美国关税政策不确定性降低。根据耶鲁预算实验室（Yale Budget Lab）的报告，截至2025年7月27日，关税政策已将美国平均关税水平推升至17.3%。鉴于20%被视为理论阈值，美国后续进一步上调关税的空间已有限。当前与中国的关税协议将于8月12日到期。考虑到美国税率短期上调空间有限且经济显现疲弱迹象，该协议大概率将获延期。

美国7月31日修改对66个国家的最新关税税率水平

国家及地区	协议税率	国家及地区	协议税率
巴西	50%	哈萨克斯坦	25%
叙利亚	41%	摩尔多瓦	25%
老挝	40%	突尼斯	25%
缅甸	40%	越南	20%
瑞士	39%	中国台湾	20%
塞尔维亚	35%	孟加拉国	20%
伊拉克	35%	印尼	19%
中国	34%	菲律宾	19%
南非	30%	泰国	19%
阿尔及利亚	30%	马来西亚	19%
波斯尼亚和黑塞哥维那	30%	柬埔寨	19%
利比亚	30%	巴基斯坦	19%
印度	25%	欧盟	15%
文莱	25%	日本	15%
其他国家	15%	韩国	15%

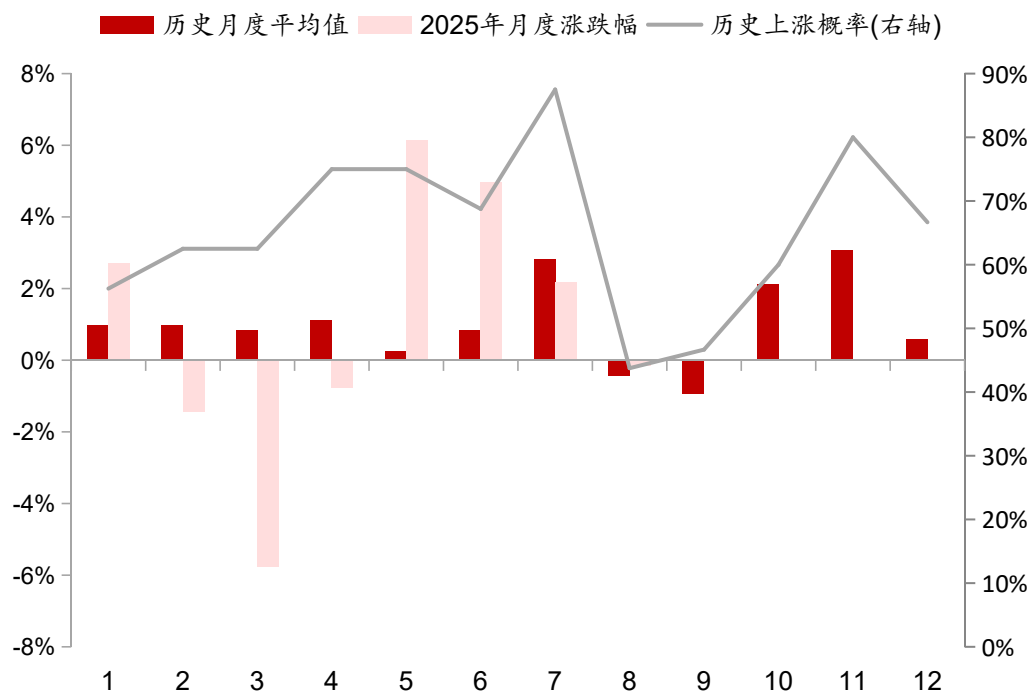
美国有效关税已上升至接近20%的水平



美国：美股短期将维持震荡

- 2010年以来，美股在8-9月往往表现不佳，上涨概率降低。这主要是因为1) 机构投资者在8月休假较多，因此成交流有所下降。2) 8月Q2财报季结束，Q3财报要等10月才会开启。2) 一些对冲基金、养老金、主权基金通常在9月做资产再平衡或盈利了结，往往会抛售股票。
- 同时美股当前估值偏高，降息节奏可能受到通胀数据的干扰仍具有不确定性，短时间美股可能将维持震荡。

2010年以来，8月-9月美股通常走弱



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



国内经济：二季度GDP增长5.2%，经济韧性凸显



- 二季度GDP同比增长5.2%，上半年GDP同比增长5.3%。上半年经济韧性较强，同比增长高于5%的目标。不过价格指数仍偏低迷，名义GDP增速降至3.9%（前值4.6%），6月生产偏强，投资较快回落，结构性分化有所加大。
- 需求：6月消费增速回落至4.8%（前值6.4%），部分地区国补暂停，叠加购物节提前导致部分消费提前至5月，6月消费增速回落。
- 投资：6月固定资产投资增速大幅回落，当月投资增速转负，广义基建增速、制造业增速均明显回落，经济总量偏强，投资刺激紧迫性回落。
- 生产：6月工业增加值反弹，关税缓和影响逐渐显现，出口有所回升，带动生产偏强，但产能过剩的问题有所加剧。

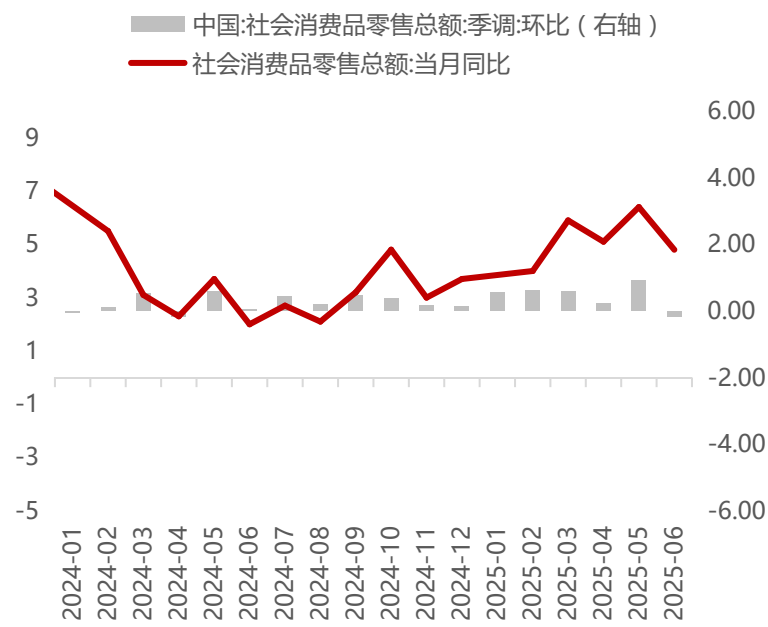
国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口（人民币）
2025年6月	6.8	6	-11.20	7.50	8.9	4.80	7.20
2025年5月	5.8	6.2	-10.70	8.50	10.4	6.40	6.30
2025年4月	6.1	6	-10.30	8.80	10.9	5.10	9.30
2025年3月	7.7	6.3	-9.90	9.10	11.5	5.90	13.50
2025年1-2月	5.9	5.6	-9.80	9.00	10.0	4.00	3.40
2024年12月	6.2	6.5	-10.60	9.20	9.2	3.70	10.90
2024年11月	5.4	6.1	-10.40	9.30	9.39	3.00	5.80
2024年10月	5.3	6.3	-10.30	9.30	9.35	4.80	11.20
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.50	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3

需求端：消费回落，出口反弹

- 6月消费增速回落至4.8%（前值6.4%），主因购物节提前及部分地区国补暂停影响。6月消费较5月有所回落，主因购物节提前，5月增速有所透支，叠加部分地区国补暂停，多数受过不影响较大的可选消费增速较前值明显回落。但7月第三批国补资金下达，后续增速有望温和回升，总体来看，在国补等促消费政策支持下今年消费增速高于去年。
- 出口增速反弹。6月出口（人民币计价）同比增速7.2%（前值6.3%），中美关税缓和的影响逐渐显现，对美出口有所回升，同时对东盟出口也有所反弹。

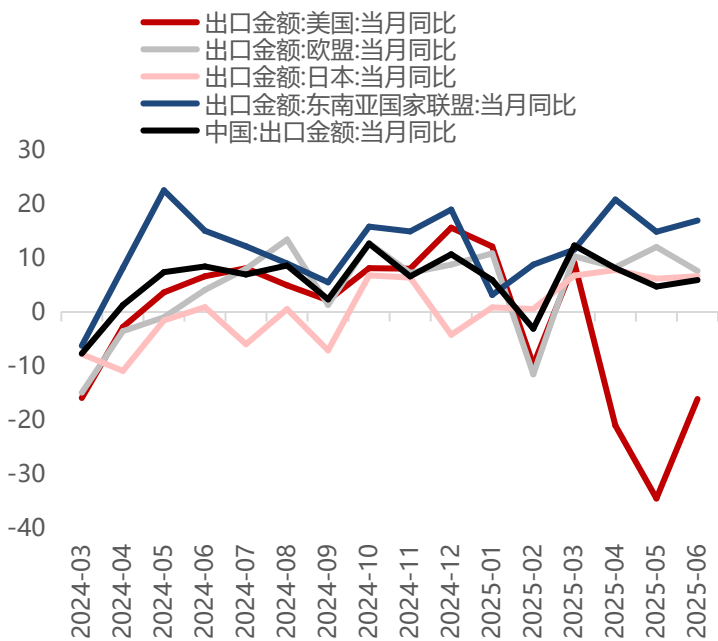
6月社零增速回落（%）



6月可选消费增速多数回落（%）

	2025年6月份同比	2025年6月份同比增速较前值变化
必选消费		
粮油、食品类	8.70	-5.9
饮料类	-4.40	-4.5
烟酒类	-0.70	11.9
服装鞋帽针纺织品类	1.90	-2.1
日用品类	7.80	-0.2
中西医药品类	-0.70	-1.0
可选消费（地产相关）		
家用电器和音像器材类	32.40	20.6
家具类	28.70	3.1
建筑及装潢材料类	1.00	
可选消费（非地产相关）		
化妆品类	-2.30	-6.7
金银珠宝类	6.10	15.7
文化办公用品类	24.40	-6.1
通讯器材类	13.90	19.1
石油及制品类	-7.30	-0.3
汽车类	4.60	3.5

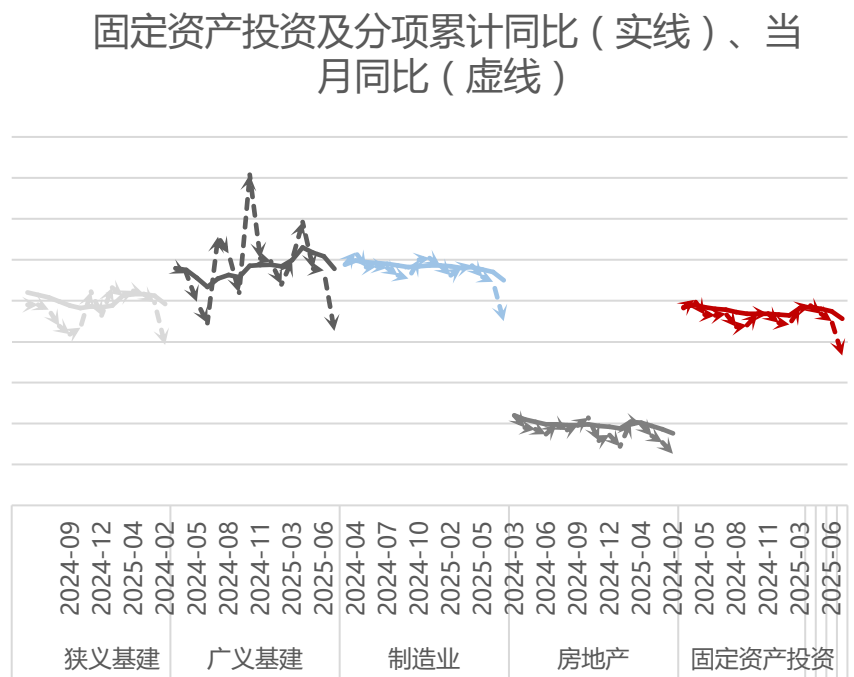
6月出口有所修复（%）



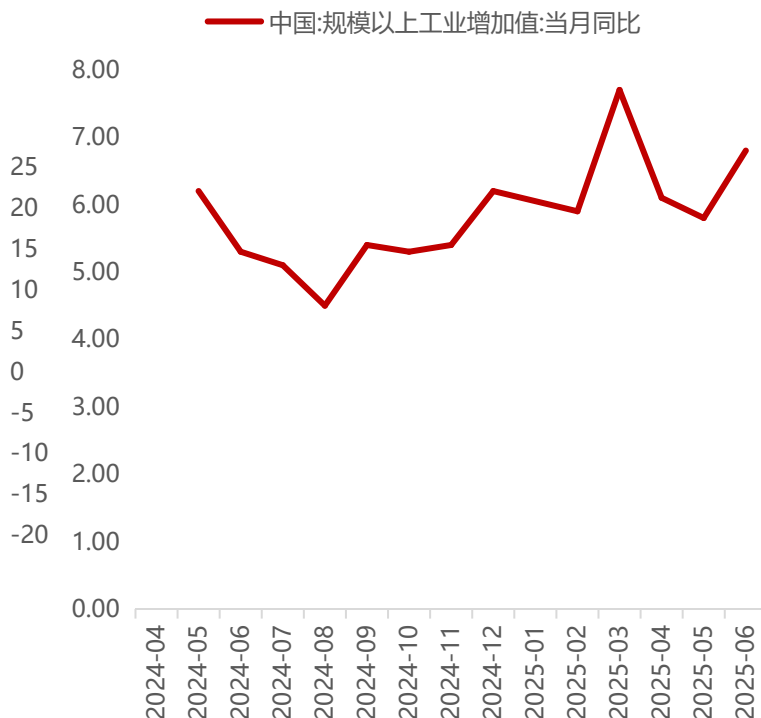
投资&生产端：投资大幅回落，生产维持偏强

- **6月固定资产投资增速回落。**固定资产投资明显回落，关税谈判最终结果尚未落地，且受产能过剩困扰，制造业投资意愿不强；且上半年经济总量偏强，基建大幅发力必要性减弱；此外，近期地产销售、价格压力再度上升，地产投资进一步走弱。
- **6月工业增加值明显回升，出口仍是支撑，但产能过剩问题加剧。**中美关税缓和的影响逐渐显现，6月出口回升带动工业生产回升。但产能过剩的问题有所加剧，二季度产能利用率反季节性回落，但生产依然走强，叠加产销率回落至同期低位，显示出前期投资高增导致当前产能过剩问题有所加剧。不过随着部分行业启动反内卷、去产能，后续产能过剩问题有望逐步缓解。

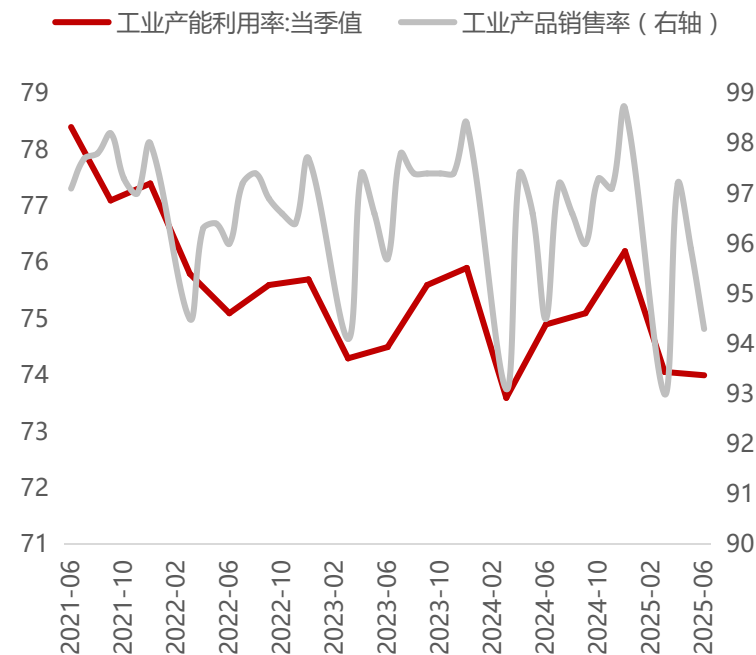
6月投资增速大幅回落 (%)



6月工增反弹 (%)



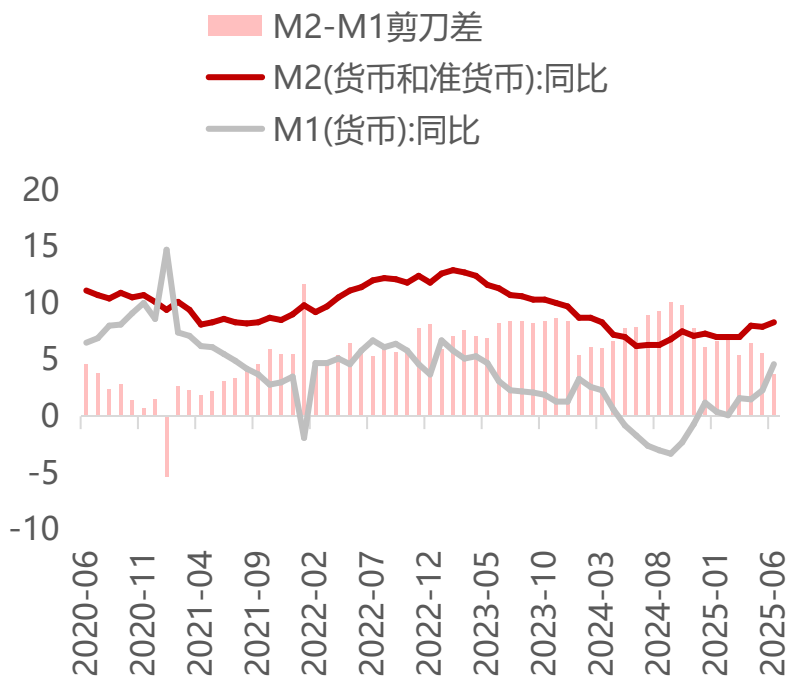
工业产能利用率及产销率回落 (%)



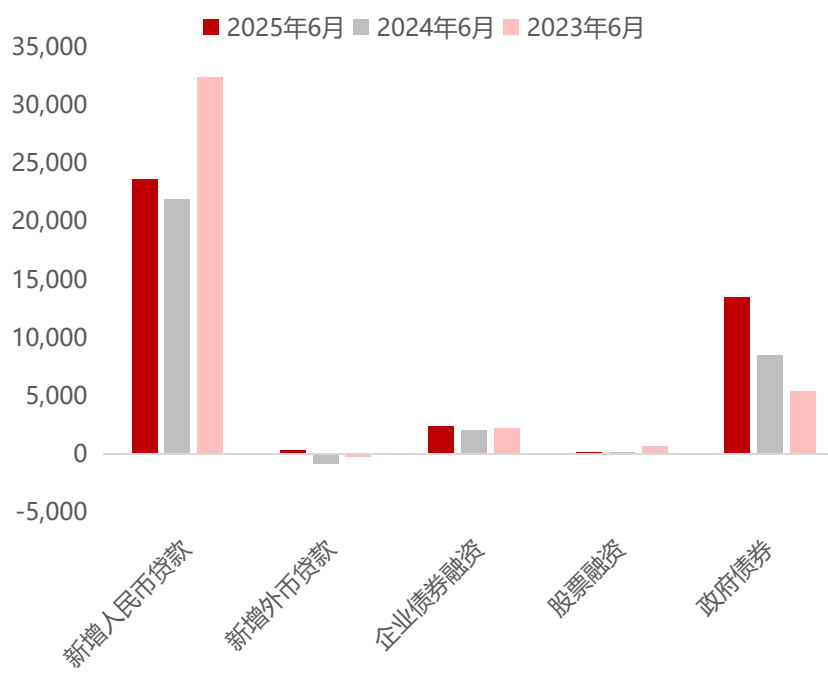
金融数据：政府融资继续发力，信贷需求企稳

- 中美关税缓和的效果显现，企业生产经营活力回升带动M1超预期回升，M2-M1剪刀差明显收窄。6月中美关税缓和的效应显现，出口较5月回升，企业生产、经营活力回升，推动M1明显回升，M2-M1剪刀差明显收窄。
- 6月政府债延续多增，信贷企稳修复。6月社融同比8.9%，较前值回升0.2%，政府债融资延续高增，信贷偏弱的局面有所改善。新增人民币贷款分项中，居民信贷小幅修复，企业信贷同比多增，短期贷款增加较多。总体来看，中美关税缓和后企业生产订单修复，带动短期贷款回升，今年前5月信贷持续走弱的局面得到一定改善。

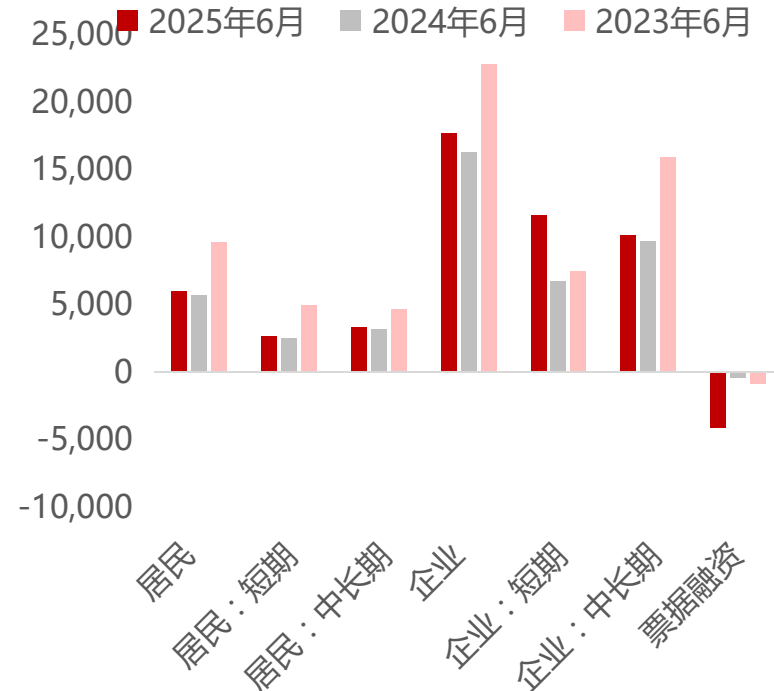
M1、M2回升(%)



社融分项：政府债融资延续多增(亿元)



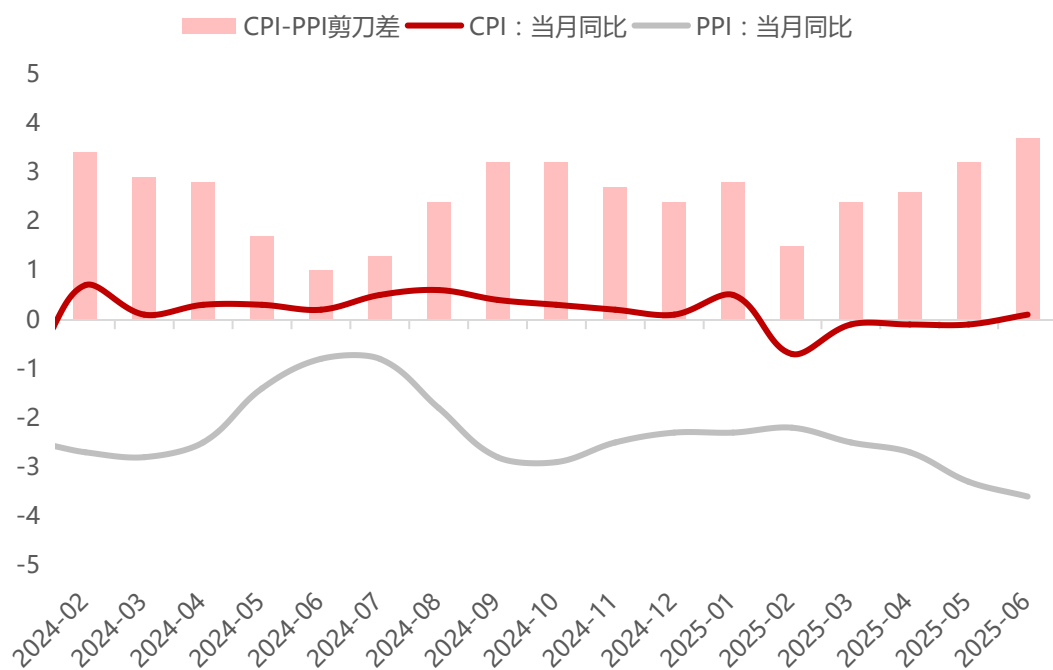
企业、居民信贷企稳(亿元)



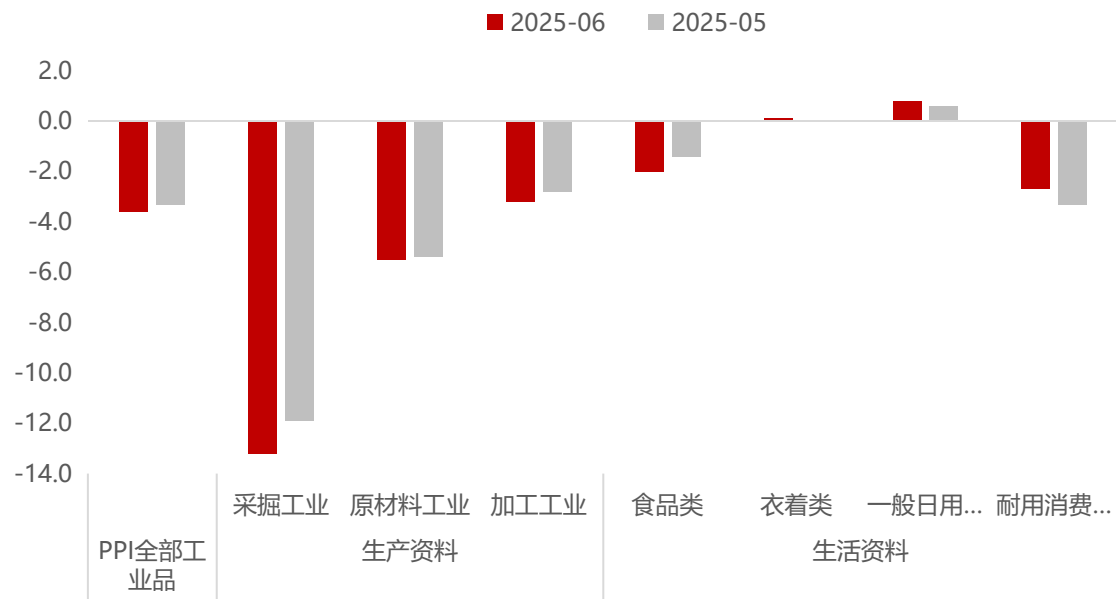
通胀前景：价格指数偏弱，反内卷有望缓解PPI压力

- **6月CPI小幅回升。**6月CPI同比为0.1%，较前值（-0.1%）回升，其中受金价上涨影响，黄金首饰价格贡献相对较多，油价阶段性上涨也形成正向贡献。
- **6月PPI下行压力加大，反内卷有望缓解后续下行压力。**PPI方面，同比、环比继续偏弱运行，环比-0.4%持平前值，同比-3.6%（前值-3.3%），低位进一步走弱。从分项来看，中上游原材料领域价格下行压力较大。不过7月起，部分行业反内卷、优化产能，对商品价格形成提振，后续有望逐步缓解产能过剩、价格下行的压力。

CPI小幅回升，PPI低位回落（%）



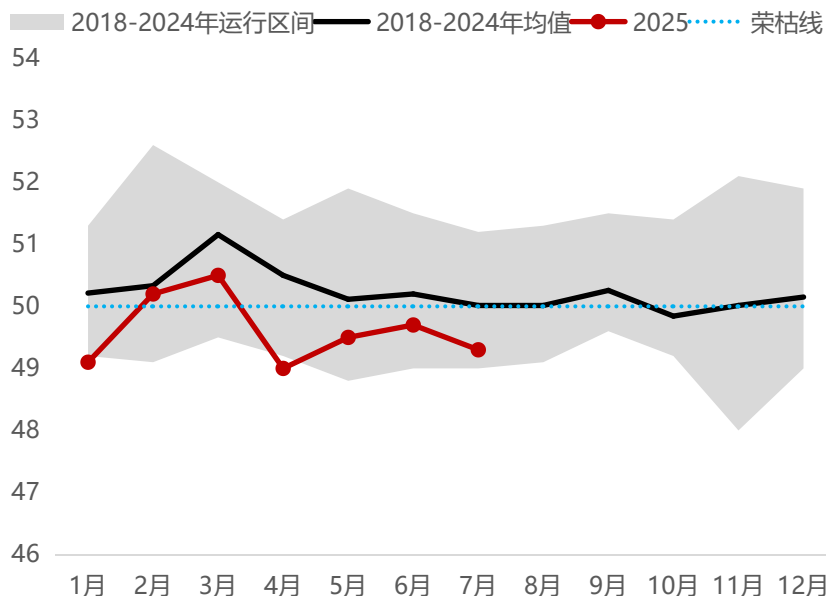
PPI分项：中上游价格下行压力较大（%）



PMI：7月制造业修复放缓

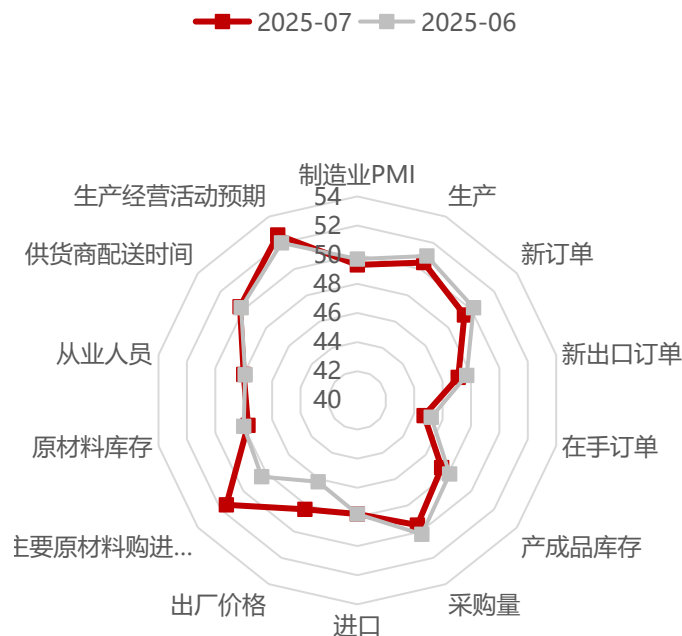
- 7月制造业修复放缓，受暴雨等因素影响，略弱于季节性。7月为制造业淡季，叠加暴雨等因素影响，制造业PMI回落至49.3（前值49.7）。
- 反内卷推动下价格回升，但需求放缓。7月制造业PMI分项分化，受“反内卷”影响价格指标明显回升，但生产、订单等需求项均回落。
- 不同规模企业景气度分化。中型企业景气度复苏（+0.9），大、小型企业景气度下滑（-0.9、-0.9），小型企业景气度落至较低水平。
- 服务业PMI小幅回落，总体平稳。7月服务业PMI回落至50（前值50.1），年初以来服务业景气度总体呈慢修复态势，弱于往年同期水平，消费服务需求有待政策发力提振。

制造业PMI回落

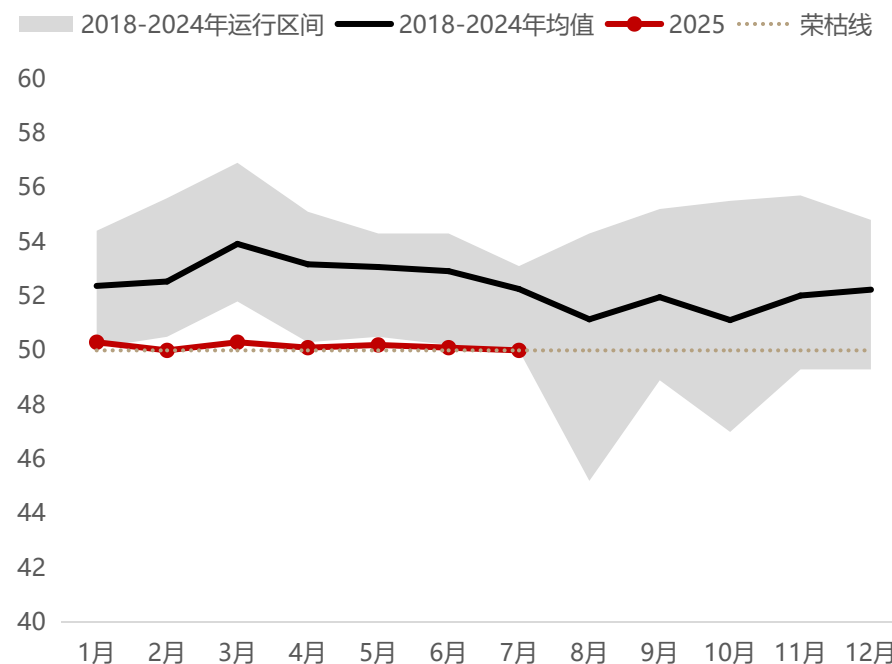


注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

需求收缩、价格回升



服务业PMI仍然弱于季节性



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

政策前瞻： 兼顾长短， 落实存量、 结构调整



- **稳经济成效显著，短期落实存量，“十五五”规划稳中求变。**2025年7月政治局会议确定于10月召开二十届四中全会，研究关于制定“十五五”规划的建议，预计将更加重视中长期战略规划，包括从体制机制改革着手，稳中求变实现长期高质量发展战略。上半年经济韧性较强，为达成全年经济增长目标打下坚实基础，短期内政策以巩固良好发展势头为主，政策进一步加码的可能性淡化，转变成应对式、适时加码。
- **重视“物价回升”的结构性目标，优化市场竞争秩序。**产业政策方面，7月以来“反内卷”相关内容此次得到确认，定调更加温和，以优化竞争秩序为主，并重视规范地方招商引资等政绩导向的长效机制优化，多角度、针对性改善产能过剩的矛盾。
- **巩固资本市场回稳向好势头，地产暂无增量。**资本市场已回稳向好，后续或侧重降低市场波动，巩固慢牛为主。地产暂无进一步增量政策。

	2025. 7政治局会议	2025. 4政治局会议
形势判断	要保持战略定力，增强必胜信心，积极识变应变求变，集中力量办好自己的事，在激烈国际竞争中赢得战略主动，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。 各地区各部门积极作为、攻坚克难，加紧实施更加积极有为的宏观政策，我国经济运行稳中有进，高质量发展取得新成效。主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展，改革开放不断深化，重点领域风险有力有效防范化解，民生兜底保障进一步加强，我国经济展现强大活力和韧性。	各地区各部门聚力攻坚，各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。同时，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大。要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作。
工作基调	坚持稳中求进工作总基调，统筹推进“五位一体”总体布局，协调推进“四个全面”战略布局，加快构建新发展格局，统筹国内国际两个大局，统筹发展和安全，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，推动人的全面发展、全体人民共同富裕迈出坚实步伐，确保基本实现社会主义现代化取得决定性进展。 保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有力促进国内国际双循环，努力完成全年经济社会发展目标任务，实现“十四五”圆满收官。	要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。 要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。
财政货币政策基调	要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应。加快政府债券发行使用，提高资金使用效率。兜牢基层“三保”底线。货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。用好各项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。支持经济大省发挥挑大梁作用。强化宏观政策取向一致性。	要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。
扩大内需	要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资。	要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。
产业政策	坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合。纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。	要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。加快推动内外贸一体化。培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动。大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。
房地产	落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新。	加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。
资本市场	增强国内资本市场的吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。	持续稳定和活跃资本市场。
防风险	要持续防范化解重点领域风险。积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。	要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。
保民生	要扎实做好民生保障工作。突出就业优先政策导向，促进高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业。落实好惠民政策，健全分层分类社会救助体系。夯实“三农”基础，推动粮食和重要农产品价格保持在合理水平。巩固拓展脱贫攻坚成果，确保不发生规模性返贫致贫。始终把人民群众生命安全放在第一位，加强安全生产和食品安全监管，全力做好防汛应急响应抢险救灾，保障迎峰度夏期间能源电力供应。做好“十五五”规划编制工作。	要着力保民生。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。健全分层分类的社会救助体系。加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格。巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。持续抓好安全生产和防灾减灾等各项工作。
其他	要充分调动各方面积极性。领导干部要树立和践行正确政绩观，按照新发展理念做好经济工作。企业家要勇立潮头，以优质产品和服务赢得市场竞争主动。各地区各部门要全面落实党中央决策部署，用好深入贯彻中央八项规定精神学习教育成果，为高质量发展提供强大动能。	

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



A股交易结构：轮动速度波动，行业收益差上升



2025年7月，A股行业轮动速度波动，行业间收益差上升

- ✓ 行业轮动：7月行业轮动速度波动。由于市场情绪向好，主题轮动高低切换行情反复，题材轮动速度大幅波动。
- ✓ 行业收益分布差：7月行业收益差上升，随着市场情绪回暖，行业间收益差持续提升。
- ✓ 行业拥挤度：7月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：建筑材料、房地产、煤炭、建筑装饰和社会服务。

行业轮动速度先升后降



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异先降后升



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
非银金融	0.15	-47.5%
交通运输	0.10	-47.0%
汽车	0.32	-35.9%
美容护理	0.54	-30.8%
综合	0.03	-29.0%
商贸零售	0.54	-10.8%
纺织服饰	0.81	-5.8%
钢铁	0.04	0.0%
农林牧渔	0.31	1.4%
国防军工	0.99	2.1%
食品饮料	0.12	3.9%
石油石化	0.71	6.9%
轻工制造	0.99	8.1%
公用事业	0.32	9.8%
通信	0.99	15.1%
银行	0.98	19.4%
机械设备	0.99	19.4%
家用电器	0.47	20.1%
环保	0.98	21.5%
电子	0.79	23.4%
计算机	1.00	27.7%
传媒	0.86	29.8%
医药生物	1.00	38.3%
有色金属	0.84	39.5%
基础化工	0.99	47.6%
电力设备	0.97	57.6%
社会服务	0.99	61.3%
建筑装饰	0.89	72.4%
煤炭	0.82	77.2%
房地产	0.91	90.8%
建筑材料	0.99	94.6%

市场风险偏好：上升

- **上证红利股债性价比有所下降：**7月上证红利指数持续上升，股息率有所下降，同时国债收益率同步提升，上证红利股息率 - 十年期国债收益率大幅回落，为2.70（前值4.09），处于3年滚动均值减1倍标准差水平以下（3.32），上证红利的股债性价比有所下降。
- **A股风险溢价率回落，市场风险偏好上升：**截至7月31日，万得全A风险溢价率为3.18（前值3.73），目前接近5年滚动均值的水平（2.84），市场整体风险偏好上升。

上证红利股债性价比快速回落



风险溢价率回落

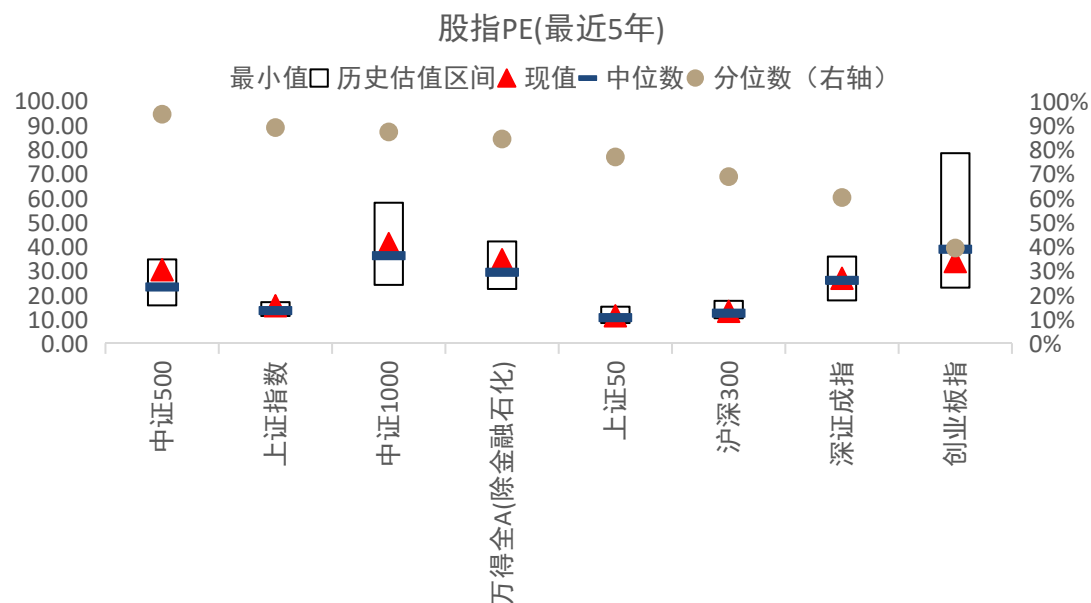


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

股指估值水平：全线上升

- 2025年7月，跟踪的8个股指中，估值全线上升，其中，创业板指处于中位数以下区间，沪深300、深证成指处于中位数区间以上，上证50、中证1000、上证指数、中证500、万得全A（除金融、石油石化）处于至3/4以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，7个位于中位数以上区间，1个位于中位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



	上月涨跌幅（%）	2025年涨跌幅（%）	PE	百分位
创业板指	8.14	8.72	33.72	39.69
深证成指	5.20	5.71	26.76	60.89
万得全A(除金融、石油石化)	5.18	10.96	34.43	84.57
沪深300	3.54	3.58	13.19	70.46
中证500	5.26	8.74	30.31	94.55
中证1000	4.80	11.81	40.97	86.80
上证指数	3.74	6.61	15.48	89.69
上证50	2.36	3.40	11.36	78.71

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间为过去5年，按最大值归一化处理。

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2025/7/31

港股：AH股溢价率持续收敛，估值持续提升

- 7月AH股溢价率持续收敛：
- 7月，南向资金大幅流入，港股通成交占比提升，带动港股整体流动性继续改善，AH溢价持续回落，相比于前值129.94下降至125.75。
- 港股估值持续修复，已接近均值+一倍标准差水平附近：
- 7月一方面受益于南向资金大举入市带来的交投活跃度提升，另一方面受益于国内市场风险偏好改善，港股估值持续修复，PB估值整体从前值1.1228上升至1.1777，已接近均值+一倍标准差水平附近。

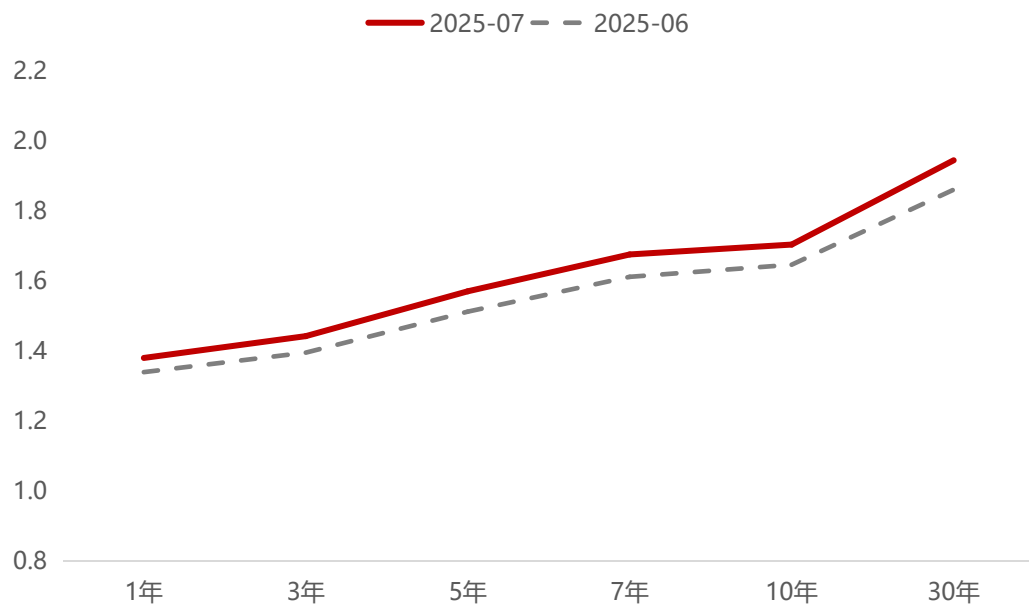
AH股溢价率持续回落



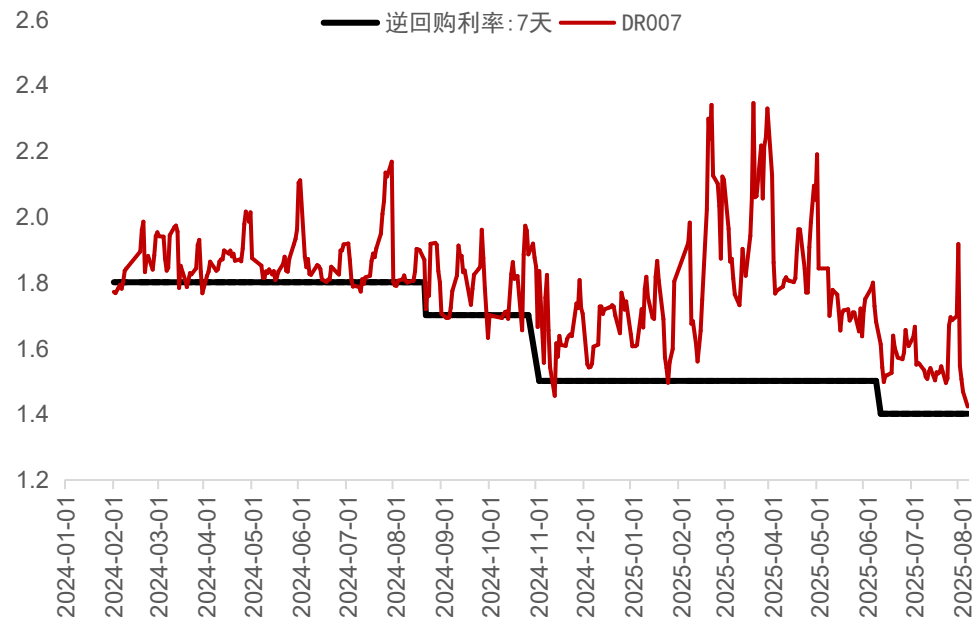
债市回顾：降息预期延后，恢复增值税带来分化

- **经济总量偏强，反内卷有望提振物价，三季度降息紧迫性不高：**经济韧性偏强，短期内加码宽松的必要性不强。且随着近期多行业反内卷的推进，提振大宗商品价格，通胀压力有望缓解。尽管政治局会议提及“促进社会综合融资成本下行”，年内仍有降息空间，但三季度降息紧迫性不高。
- **国债等利息收入恢复征收增值税影响：**1) 2025年8月8日之后投资新发行的国债、地方债、金融债所获利息收入需要缴纳增值税，金融机构自营适用6%税率，公募基金、理财、券商资管等广义基金产品适用3%税率，综合考虑城建税、教育附加税后，实际税率分别为6.34%、3.26%，2) 以10年期国债1.7%为例，新、老券的利差或在6-11BP；3) 由于税收政策拉平，信用债吸引力上升，未来利差或将收窄；4) “新券”指的是8月8日及之后、采用新代码发行的债券，而现阶段国债仍主要以老券续发的形式发行，在采用新代码前尚不会形成影响。
- **债市突破仍然需要等待契机：**8月资金利率回落，债市风险有限，且由于抢出口效应回落，地产下行压力上升，三季度总需求回落、经济下行压力仍不可忽视，债市突破尚需要基本面或政策契机，需耐心等待。

国债收益率曲线7月陡峭化上移（%）



资金利率冲高回落（%）



内容目录

- 01 政治局会议解读
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望



资产类别	核心逻辑观点	月度观点
港股	震荡为主，主要关注结构机会 ➤ 港股占比较高的互联网、新能源等企业近期表现相对平淡，主要关注结构性机会。 ➤ 港股市场新消费、创新药等概念持续受热捧，仍有机会但需警惕波动风险逐渐上升。 ➤ 南下资金仍然持续流入，港股红利、恒生国企等仍受南下资金青睐。 ➤ 短期震荡，观点中性，关注港股消费、创新药、红利、国企的结构性机会。	中性
美股	美股可能维持震荡走势，若出现超过5%的回调，则可视为加仓机会 ➤ 美国经济边际趋弱，叠加新一轮关税施加，后续公布的经济数据可能逐步体现并带来扰动。 ➤ 2010年以来，美股在8-9月往往表现不佳，上涨概率降低。 ➤ 同时美股当前估值偏高，降息节奏可能受到通胀数据的干扰仍具有不确定性。 ➤ AI与云计算领域投资势头不减，美元疲弱利好于全球营收，当前美股科技巨头盈利整体稳健，为后续增长提供支撑。	中性
美债	➤ 美国三季度发债压力较大叠加美国财政赤字加剧，有望支撑债券收益率。 ➤ 当前对美联储9月降息预期已经计价充分，后续流动性预期宽松对影响有限。 ➤ 美债收益率在当前点位继续回落的空间不大，向上的风险提升。	相对谨慎
美元	➤ 欧洲整体通胀率稳定在2%左右的水平，同时已与美国达成贸易关税协议，后续欧洲央行大概率维持利率水平不变。而美联储年内持续降息概率提升，美欧利差优势减小。 ➤ 美国经济边际走弱态势明显，不过美元已回落至阶段性低位，后续大概率维持弱势震荡。 ➤ 美元大概率维持震荡。	中性
日股	➤ 尽管通胀走高，但受美关税政策不确定性影响，日央行维持宽松。“通胀温和上行 + 谨慎加息”环境提振日企盈利，而加息的审慎态度令日元维持弱势，亦支撑日出口企业表现。	中性



资产类别		核心逻辑观点	月度观点
债券	利率债	降息概率回落，持有等待契机 ➢ 上半年经济韧性偏强，短期内加码宽松的必要性不强，三季度降息概率偏低。 ➢ 8月资金利率回落，债市风险有限，且由于抢出口效应回落，地产下行压力上升，三季度总需求回落、经济下行压力仍不可忽视。 ➢ 短期来看，债市风险有限，但后续突破行情仍然需要等待契机 ➢ 债市观点维持相对乐观，持有等待契机。	相对乐观
	信用债	➢ 受国债等债券恢复征收增值税影响，后续信用债吸引力有望上升，推动信用利差收窄。 ➢ 债市整体风险相对有限，随着利率降至偏低水平，票息收益仍较为重要。 ➢ 观点相对乐观，仍可继续耐心持有。	相对乐观
	可转债	➢ 由于权益市场震荡偏强，可转债股性占优，不过后续斜率或将放缓。 ➢ 可转债观点相对乐观。	相对乐观
商品	黄金	➢ 特朗普政府关税政策仍具有不可预测性，增加黄金有助于降低组合的风险。 ➢ 参议院通过的《大而美法案》与先前版本相比，在未来十年可能再增加1万亿美元的财政赤字。在美国债务赤字不可持续的叙事下，黄金仍有受到支撑。 ➢ 黄金短期或偏震荡。	中性
	原油	➢ OPEC+增产决议（9月日增54.7万桶）强化供应宽松预期，叠加美国经济数据疲软抑制需求，抑制原油上涨动力。 ➢ 同时特朗普政府具有降通胀的诉求，或将持续施压来提升原油供应从而压低原油价格。 ➢ 原油价格或将延续弱势。	相对谨慎

A股策略与观点



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 震荡向上未改，斜率放缓，均衡慢涨： ◆ 国内经济基本面：上半年经济总量偏强，价格指标仍然偏弱，地产回落压力上升； ◆ 资金面：A股成交额处于高位，市场活跃度偏高； ◆ 政策面：短期内以落实已部署政策为主，三季度关注反内卷等结构性调整政策； ◆ 外部环境：外部关税风险降低，但短期缺乏进一步利好催化，不确定风险仍存。 ➤ 赚钱效应扩散，估值修复后，斜率或放缓：在6-7月指数强势带动下，赚钱效应回升推动情绪转热，且结构性机会扩散、形成指数β机会，通过主动、被动基金配置的赚钱效应回升。不过估值修复后，市场普遍已不便宜，预计后续向上斜率将放缓，波动较6-7月放大，因此不宜过度激进，建议持仓待涨，仓位不高的投资者可耐心等待波动调整时加仓。	相对乐观
行业/风格	➤ 增量、扩散、更加均衡轮动： ◆ 银行、红利、宽基等方向中长期配置。当前资本市场情绪明显修复，不过考虑到估值回升较快，后续上涨斜率或将放缓，巩固慢涨走势。银行、红利近期相对弱势，长期配置性价比回升，宽基指数波动较小、稳健慢涨，银行、红利建议可继续耐心持有，宽基指数可逢调整加仓。 ◆ 主题轮动或更偏均衡，关注热点主题“轮动补涨”机会：当前市场风格明显扩散，多主题均有基本面或政策面催化，建议关注科技（AI、算力、芯片）、军工、医药、稳定币、稀土、周期（钢铁、建材）等今年热门主题的轮动机会，考虑到多数主题已明显上涨，追高风险上升，建议待主题轮动回落时布局待涨。	宽基为基石 热点主题“轮动补涨”
配置策略	◆ 短期轮动上涨，中期更偏均衡：短期机会在于主题轮动，把握热点主题轮动补涨机会，追高需谨慎。中长期配置机会关注慢涨下的宽基指数，以及银行、红利等高股息板块。 ◆ 持续关注全球化、多资产机会：关注日股、欧股、黄金等多资产分散化布局的机会。	指数慢涨，结构轮动 多资产配置

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 美国政策不确定性风险；
- 扩内需政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

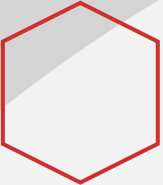
★ 本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 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。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、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。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES