

金融市场分析周报

(2025.07.28-2025.08.01)

报告摘要

- 资金面分析:** 央行公开市场操作维持呵护, 跨季期间资金面整体平稳; 下周月初, 资金面有望维持平衡宽松。本周央行公开市场开展了 16632 亿元逆回购操作, 当周有 16563 亿元逆回购到期, 当周净投放 69 亿元。跨月期间央行整体维持投放, 资金价格整体平稳。下周仍为月初, 资金面面临的季节性压力有限, 同时月末月初往往为财政走款时间, 预计财政资金回流有助于资金面缓和。下周政府债融资额环比小幅上行, 整体位于今年中等水平, 月初偏宽松环境下, 预计对于资金面影响相对有限。本周跨季期间央行维持逆回购大额投放, 下周公开市场到期额超 16000 亿元, 尤其在前半周较为集中, 央行投放情况仍需关注。
- 利率债:** 7 月份中国制造业 PMI49.3, 比上月回落 0.4 个百分点, 购进价格回升 3.1 至 51.5, 就业回升 0.1 至 48, 产成品库存回落 0.7 至 47.4, 订单类指数不同程度下降, 且均处荣枯线以下, 表明需求收缩问题仍在发展; 受市场供求关系影响, 生产指数、采购量指数均有回落, 企业生产经营活动更趋谨慎。三季度经济增长压力有所加大, 可能出现边际走弱的情形, 值得注意的是新兴产业对冲了地产下滑的拖累影响, 短期来看随着数据的逐步验证, 股市转入震荡, 股债跷跷板效应减弱, 所以目前债市大幅调整的风险可控, 做多债市是当前阻力比较小的方向, 但前期债市交易拥挤度较高, 受到政策预期扰动、政府债供给节奏、以及赎回因素都会加剧债市的波动性。
- 权益市场:** 本周市场整体下跌, 周期风格表现较弱。上证指数 (-0.94%)、深证成指 (-1.58%)、沪深 300 (-1.75%)、科创 50 (-1.65%)、创业板指 (-0.74%)、中证 500 (-1.37%)、中证 1000 (-0.54%), 均表现较弱。行业风格上, 周期风格表现较弱, 下跌 2.28%。分行业来

主要数据

上证指数	3617.5976
沪深 300	4103.45
深证成指	11106.9569

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

看, 申万一级行业中医药生物、通信、传媒表现较强, 分别上涨 2.95%、2.54%、1.13%; 煤炭、有色金属、房地产表现较弱, 分别下跌 4.67%、4.62%、3.43%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交金额为 18096.34 亿元, 较上周减少 390.63 亿元。展望未来, 7 月政治局会议对宏观政策要求“持续发力、适时加力”, 为后续形势变化预留政策空间。A 股在去年 10 月 8 日高点前开启调整, 更多或因短期资金行为, 不改变中期牛市趋势。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。结构上关注人工智能、军工、资源品、创新药等主线调整后的投机机会。

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：央行公开市场操作维持呵护，跨季期间资金面整体平 稳；下周月初，资金面有望维持平衡宽松	4
2.2 利率债走势分析：收益率普遍下行，债市整体波动加大	6
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回升、信用债融资额环比减少； 信用债收益率多数下行	6
三、 主要资产价格分析	8
3.1 权益市场分析：震荡调整是为了更稳步的突破	8

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 中共中央政治局召开会议，决定今年 10 月召开二十届四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议强调，做好下半年经济工作，要保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。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。在保障改善民生中扩大消费需求。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。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。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。

2) 美联储 7 月份 FOMC 会议决议公布。利率方面美联储连续第五次按兵不动，将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%至 4.5%之间不变，符合预期。美联储主席鲍威尔表示现在就断言美联储是否会像金融市场预期的那样在 9 月下调联邦基金利率还为时过早。他说，在关税和通胀仍充满不确定性的情况下，当前的利率水平是合适的。鲍威尔表示，关税传导至价格的过程可能比之前预料的更慢，判断关税对通胀的影响仍然太早。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行公开市场操作维持呵护，跨季期间资金面整体平稳；下周月初，资金面有望维持平衡宽松

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放 69 亿元

本周央行公开市场开展了 16632 亿元逆回购操作，当周有 16563 亿元逆回购到期，当周净投放 69 亿元。本周跨月，资金面存在季节性趋紧因素。受跨月以及近期债券市场调整等因素影响，央行整体对资金面较为呵护，仅周五一天有所回笼。受此影响，跨月期间资金价格季节性走高，但整体维持均衡态势。随本周五跨月结束，资金价格相应回落。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.3545%，R007 加权平均降至 1.4864%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.3420%，GC007 加权平均升至 1.4790%

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	1707	2148	1505	3310	7893
7 天	4958	4492	3090	2832	1260
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	3251	2344	1585	-478	-6633

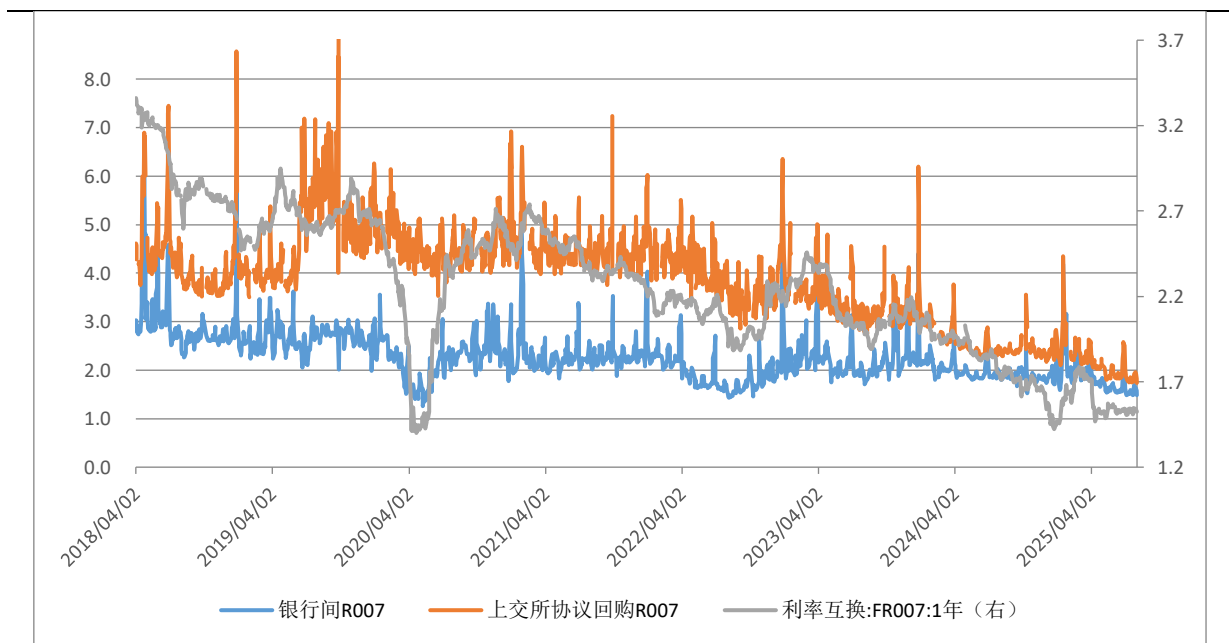
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：月初资金面有望维持平衡宽松

近期中共中央政治局召开会议，会议强调，做好下半年经济工作，要保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。。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。

下周仍为月初，资金面面临的季节性压力有限，同时月末月初往往为财政走款时间，预计财政资金回流有助于资金面缓和。下周政府债融资额环比小幅上行，整体位于今年中等水平，月初偏宽松环境下，预计对于资金面影响相对有限。本周跨季期间央行维持逆回购大额投放，下周公开市场到期额超 16000 亿元，尤其在前半周较为集中，央行投放情况仍需关注。

图 1：各期限资金价格走势（%）



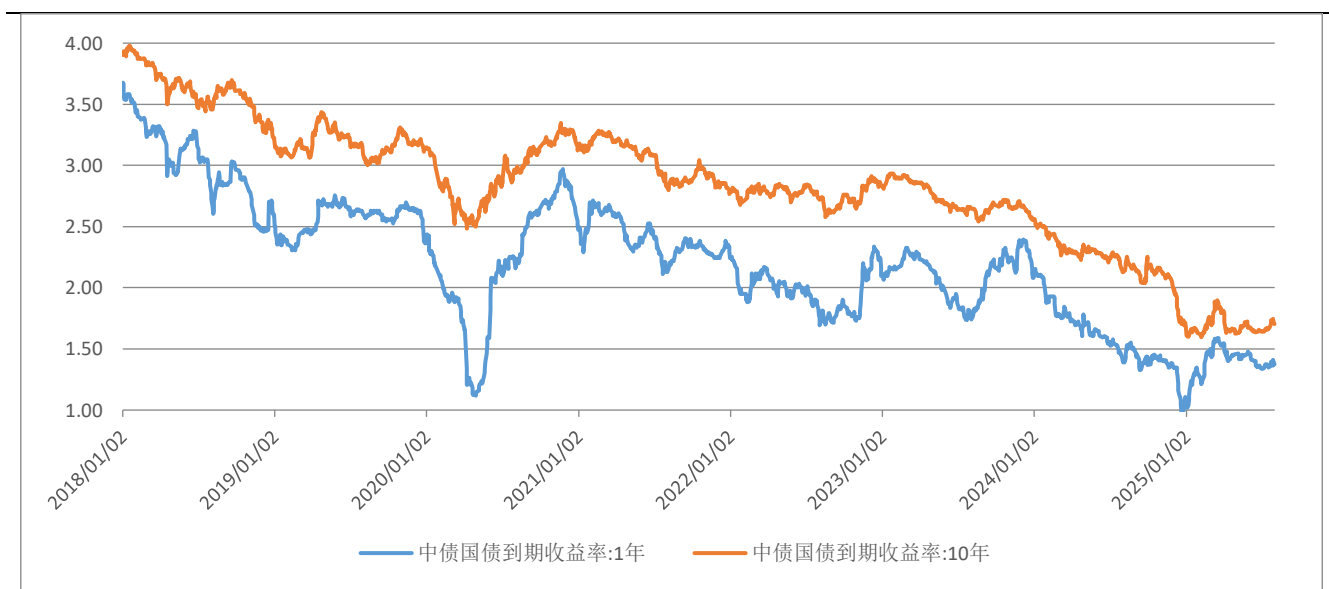
资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：收益率普遍下行，债市整体波动加大

1) 利率债走势复盘：

国债收益率方面，收益率普遍下行。1Y 收益率下行 1.5bp, 3Y 收益率下行 2.4bp, 5Y 收益率下行约 2.2bp, 7Y 收益率下行 2.2bp, 10Y 收益率下行约 2.8bp, 30Y 收益率下行 3bp。期限利差方面，3Y-1Y 利差收窄 1bp, 5Y-3Y 利差走阔 0.24bp, 10Y-1Y 利差收窄约 1.3bp, 30Y-10Y 利差走阔 0.05bp。

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：

7 月份中国制造业 PMI49.3，比上月回落 0.4 个百分点，购进价格回升 3.1 至 51.5，就业回升 0.1 至 48，产成品库存回落 0.7 至 47.4，订单类指数不同程度下降，且均处荣枯线以下，表明需求收缩问题仍在发展；受市场供求关系影响，生产指数、采购量指数均有回落，企业生产经营活动更趋谨慎。三季度经济增长压力有所加大，可能出现边际走弱的情形，值得注意的是新兴产业对冲了地产下滑的拖累影响，短期来看随着数据的逐步验证，股市转入震荡，股债跷跷板效应减弱，所以目前债市大幅调整的风险可控，做多债市是当前阻力比较小的方向，但前期债市交易拥挤度较高，受到政策预期扰动、政府债供给节奏、以及赎回因素都会加剧债市的波动性。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回升、信用债融资额环比减少；信用债收益率多数下行

1) 一级市场发行：存单融资额环比回升、信用债融资额环比减少

本周同业存单净融资规模为 99.90 亿元。其中，发行总额达 3,867.30 亿元，平均发行利率为 1.6322%，到期量为 3,767.40 亿元。同业存单融资额环比回升。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 2.70bp 报 1.5646%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 3.02bp 报 1.5687%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 4.91bp 报 1.6678%，9M 存单平均发行利率较上周上行 4.21bp

报 1.6954%。

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 1,783.11 亿元，环比减少 1,728.28 亿元，偿还量约 1,658.38 亿元，净融资额约 124.73 亿元，环比减少 427.37 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率多数下行

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下行 5.14bp~下行 4.03bp，3 年期各评级信用债收益率下行 2.98bp~下行 1.98bp，5 年期各评级信用债收益率下行 3.44bp~上行 3.50bp。

表 2：信用债各期限收益率水平（%）

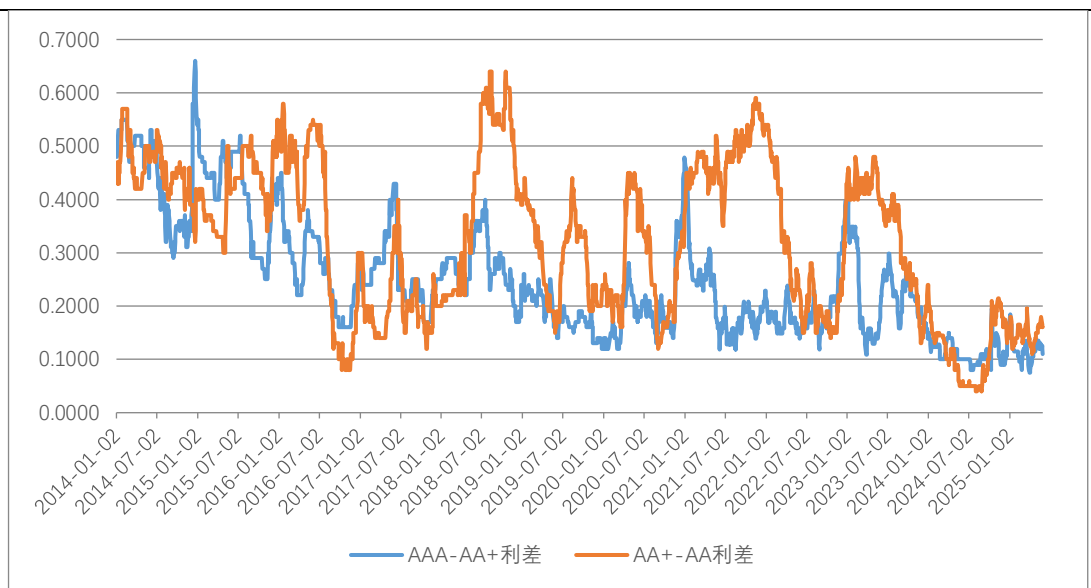
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	1.6999	1.00%	-4.14
信用债(AAA):3 年	1.8554	2.70%	-2.98
信用债(AAA):5 年	1.9563	2.50%	-3.44
信用债(AA+):1 年	1.7510	0.60%	-4.03
信用债(AA+):3 年	1.9154	1.00%	-2.98
信用债(AA+):5 年	2.0563	1.60%	-2.44
信用债(AA):1 年	1.7899	0.40%	-5.14
信用债(AA):3 年	2.0854	1.50%	-1.98
信用债(AA):5 年	2.2863	1.80%	3.50

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 1.16bp、扩大 1.05bp、扩大 3.16bp，5Y-3Y 利差分别缩小 0.46bp、扩大 0.54bp、扩大 5.48bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 6p，较上周持平，AA 与 AA+之间的利差为 17bp，较上周扩大 1bp。

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：震荡调整是为了更稳步的突破

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体下跌，周期风格表现较弱

本周市场整体上涨，上证指数（-0.94%）、深证成指（-1.58%）、沪深 300（-1.75%）、科创 50（-1.65%）、创业板指（-0.74%）、中证 500（-1.37%）、中证 1000（-0.54%），均表现较弱。行业风格上，周期风格表现较弱，下跌 2.28%。分行业来看，申万一级行业中医药生物、通信、传媒表现较强，分别上涨 2.95%、2.54%、1.13%；煤炭、有色金属、房地产表现较弱，分别下跌 4.67%、4.62%、3.43%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 18096.34 亿元，较上周减少 390.63 亿元。

2) 权益市场展望：

本周沪指最高达到 3636.17 点，距去年 10 月 8 日最高点 3674.40 点仅不到 40 点。但后半周沪指连续两日调整后，本周沪指未能站稳 3600 点，并终结此前周 K 线五连阳。前高位置下方调整或是因为一方面去年 10 月 8 日 A 股成交额创下 3.48 亿历史天量，存在一定压力。另一方面，6 月底 A 股三连阳后，杠杆资金快速涌入，融资余额连续创近十年新高，带动市场整体风险偏好持续提升，而近日 7 月政治局会议、中美第三次经贸会谈并无超预期增量内容，在 7 月 PMI 有所回落的情况下，部分资金在前高前选择落袋为安。

但短期资金行为不改变中期牛市趋势，7 月政治局会议虽在政策力度上无超预期内容，但政策方向仍按照既定方向推进，前高前调整或是为了未来更稳的突破。

政治局 7 月 30 日召开会议，会议有望巩固资本市场回稳向好势头，下半年增量政策或将择机出台。会议高度肯定了上半年经济运行情况，认为今年以来“主要经济指标表现良好”、“我国经济展现强大活力和韧性，删除“外部冲击影响加大”。与之对应，会议对宏观政策要求调整为“持续发力、适时加力”，预计下半年宏观政策既

要保持既有政策的连续性和持续发力，同时为后续形势变化仍预留了政策空间，增量政策或将择机出台。

美国关税政策方面，当地时间 7 月 28 日至 29 日，中美在瑞典展开第三次经贸会谈，会谈决定双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24% 部分以及中方反制措施如期展期 90 天。另一方面，美国确定多个贸易伙伴关税税率为 10% 至 41% 不等，但大部分新关税 8 月 7 日才会生效而非此前的 8 月 1 日，对各国或仍留有谈判空间。全球焦点回归至美国关税政策，资金风险偏好有所回落，8 月 1 日全球主要股票指数多数下跌。

6 月底沪指三连阳确认经济转型牛主升浪，杠杆资金持续快速流入 A 股，市场风险偏好快速提升，融资余额创近十年来历史新高。6 月底以来市场风险偏好快速提升推动市场风格发生显著变化，从此前市场共识的银行+微盘股的哑铃策略转向顺周期、核心资产和科技成长。

中期看，去年 924 以来剩余流动性已从底部明显抬升，为资本市场注入流动性，是本轮经济转型牛的基础。同时，货币政策以逐渐推动宽货币向宽信用传导，6 月份 M1-M2 大幅提升助推 A 股市场情绪进一步改善。结构上，去年 924 以来发生了较明显的居民“存款搬家”行为，居民对于 A 股配置比例上升明显，扭转了此持续前多年的减配趋势。但当前居民对 A 股配置刚脱离底部区间，较历史水平仍具备较大配置潜力。

军工方面，在市场对军工的“强预期”作用下，军工板块的估值水平已经较 2024 年底提升至一个新阶段。军工板块当前正处于一个向上空间广阔、向下有底的状态，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，但结构性深度调整的可能性相对较低。

展望未来，7 月政治局会议对宏观政策要求“持续发力、适时加力”，为后续形势变化预留政策空间。A 股在去年 10 月 8 日高点前开启调整，更多或因短期资金行为，不改变中期牛市趋势。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。结构上关注人工智能、军工、资源品、创新药等主线调整后的投机机会。

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, liyuq@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