

8 月金股组合

股票代码	股票名称
002352.SZ	顺丰控股
002648.SZ	卫星化学
688019.SH	安集科技
600276.SH	恒瑞医药
688198.SH	佰仁医疗
600861.SH	北京人力
300395.SZ	菲利华
601138.SH	工业富联
002938.SZ	鹏鼎控股
688615.SH	合合信息

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3583.31	0.66
深证成指	11041.56	0.46
沪深 300	4070.70	0.39
中小 100	6827.64	0.14
创业板指	2334.32	0.50

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
国防军工	3.06	商贸零售	(0.46)
机械设备	1.93	石油石化	(0.36)
有色金属	1.87	社会服务	(0.21)
纺织服饰	1.37	综合	(0.13)
传媒	1.28	建筑材料	(0.06)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250805

■ 重点关注

【宏观经济】宏观深度*陈琦 朱启兵生产资料价格是当前国内物价的主要短板。“低通胀”主要受国内需求、海外输入性因素及“内卷式竞争”三方面因素影响。“低通胀”干扰了实际利率的下行路径。“低通胀”是内外需弱勢的表观特征，对工业企业盈利能力有所影响；而工业企业盈利不足一定程度上将影响居民的收入预期。

【固定收益】就业数据下修、降息可能提前*张鹏 肖成哲。美国非农就业数据显著下修，2 季度消费名义增长也整体放缓，限制性政策效果明显，后续美联储降息态度或更开放。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【宏观经济】宏观深度—我们如何理解国内“低通胀”？

陈琦 朱启兵

生产资料价格是当前国内物价的主要短板。“低通胀”主要受国内需求、海外输入性因素及“内卷式竞争”三方面因素影响。“低通胀”干扰了实际利率的下行路径。“低通胀”是内外需弱势的表现特征，对工业企业盈利能力有所影响；而工业企业盈利不足一定程度上将影响居民的收入预期。

2025年上半年，中国社会消费品零售总额累计同比增速为5.0%，与1-5月持平。2024-2025年6月，社零累计同比增速均值为4.1%，整体维持上行趋势；而同期CPI同比增速均值仅为0.1%，居民消费的“量”与“价”表现趋异。

据我们测算，2021年1月至2025年6月，在生产资料同比增速曲线向后平移10个月份后，生产资料与生活资料同比增速的相关系数为0.7，具备较强的相关性。因此，我们认为，前期生产资料价格不振是当前居民消费价格不振的重要原因之一。

生产资料价格不振的原因如下：

其一，我国矿产品进口规模较大，国际大宗商品价格震荡或对我国原材料购进成本产生直接影响。

其二，地产投资弱势拖累建筑业投资增速，进而影响建材产业需求。

其三，“内卷式”竞争也是生产资料价格承压的重要原因之一。

“低通胀”的影响几何？

“低通胀”对实际利率下行有所干扰。截至6月，我国十年期国债收益率当月均值为1.66%，较2024年9月下行44BP，国内名义利率中枢明显下降。但需注意的是，据我们测算，6月我国实际利率均值为2.84%，较2024年9月上行12BP，微幅上升。持续较弱的通胀水平一定程度上干扰了实际利率的下行路径，导致短期实体经济实际融资成本下行受限。

“低通胀”对工业企业盈利能力有所影响。从不同产业的利润表现看，多数采矿业和原材料加工业盈利表现弱势，其中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业和黑色金属矿采选业利润总额同比下滑53.0%、11.5%和36.2%。2025年上半年，采矿业及原材料加工业累计拖累当期工业企业盈利5.5个百分点。

工业企业盈利不足一定程度上将影响居民的收入预期。2020年-2024年，城镇储户未来收入信心指数与工业企业利润总额同比增速的相关系数为0.5，具备一定的正相关性。

风险提示：海外发达经济体通胀维持韧性；地缘政治局势复杂化；房地产行业主体预期修复偏慢。

【固定收益】就业数据下修、降息可能提前—美国6月PCE和7月非农数据点评

张鹏 肖成哲

美国非农就业数据显著下修，2季度消费名义增长也整体放缓，限制性政策效果明显，后续美联储降息态度或更开放。

美国非农数据不及预期，可能使降息提前。美国7月非农就业数据低于市场预期，且5、6月非农就业数据显著下修。但非农私营企业平均时薪同比增长3.91%，为今年第3高的同比增速。此前，美联储主席鲍威尔在美联储7月会议后关于劳动力市场的表态已经显得更加开放。鲍威尔称，多数长期通胀预期指标目前与2%通胀目标保持一致；私人部门就业创造有所下降，目前的低失业率与劳动力市场供求双方降温有关；就业市场稳健，但存在下行风险。非农数据的最新变动符合鲍威尔所说的劳动力供给和需求双降温的情况。

另外，美联储理事库格勒预计将于本月辞职，使特朗普可以通过新提名一位理事增加对美联储的影响力。

从通胀角度看，美国6月PCE物价涨幅如预期扩张，符合关税影响物价的假设。6月美国个人消费实际同比增速（季调后）较5月小幅下降约0.1个百分点，但名义增速（季调后）较5月回升约0.1个百分点，共同造成PCE物价同比涨幅扩张约0.2个百分点。整体而言，美国居民消费需求实际增长不够强劲，名义增长6月虽然有所回升，但2季度整体上较1季度放缓，消费者信心仍较为一般，关税影响通胀的持续性仍有待观察。

从整个2季度美国的经济数据看，限制性政策效果较为明显，个人消费、私人固定资产投资、政府支出等主要内需项目的增速稳定或有所下降。由于限制性货币政策的影响，美国经济的流动性过剩现象已明显缓和，流通中货币分别与GDP以及个人消费的比例均已回落至2017年的水平，流动性推动通胀的效应已不明显，对于关税向通胀传导或也有一定抑制。

综合最新的数据及鲍威尔的表态，美联储有可能将降息时点提前至9月，但是否会在9月、10月和12月会议上连续降息三次仍然存疑。如果非农数据下修反映了劳动力市场供求双降温，那么对失业率的影响可能较为有限。美联储年内进行2次以上降息的情景仍需要未来几个月通胀数据回落作为支撑。

风险提示：国内外实体经济超预期变化；国内政策超预期收紧；国际地缘政治紧张局势升级；美国关税冲击超预期等。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com
 张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com
 刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com
 陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com
 郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com
 李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com
 张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com
 徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com
 郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com
 徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com
 高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com
 李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com
 宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘思阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com
 李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com
 顾真 S1300525040003 zhen.gu@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com
 曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫒嫒 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com
 徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com
 范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com
 赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com
 宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com
 纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com
 郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com
 李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com
 茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com
 吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com
 刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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）68604866

传真：（8621）58883554

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）39886333

致电香港免费电话：

中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065

中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065

新加坡客户请拨打：8008523392

传真：（852）21479513

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）39886333

传真：（852）21479513

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）83262000

传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury

London EC2R7DB

United Kingdom

电话：（4420）36518888

传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号

7BryantPark 15 楼

NY10018

电话：（1）2122590888

传真：（1）2122590889

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）66926829/65345587

传真：（65）65343996/65323371