



从股、债、商品的跷跷板效应，看好权益资产的配置价值

——资产配置周报（2025/07/28-2025/08/01）

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@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

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwy@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**8月1日当周，全球股市多数下跌；主要商品期货中原油、黄金上涨，铜、铝下跌；美元指数上涨，非美货币贬值。1）权益方面：英国富时100>创业板指>上证指数>深证成指>日经225>科创50>沪深300指数>纳指>标普500>道指>德国DAX30>恒生指数>法国CAC40>恒生科技指数。2）美欧达成贸易协议及地缘政治局势推升油价，但美国原油库存意外增加以及OPEC+增长预期压制油价；非农走弱以及前值超预期下修推升美联储降息预期，黄金上涨。3）工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤、螺纹钢上涨，水泥、混凝土下跌；高炉开工率持平上周；乘用车日均零售5.35万辆，环比上涨9.38%，同比上升9.00%；BDI环比下跌10.6%。4）偏弱的PMI以及国债利息征税影响国内利率债收益率下行，全周中债1Y国债收益率下跌1.01BP至1.3734%，10Y国债收益率下跌2.65BP收至1.7059%。5）非农明显走弱，长短端美债收益率下行。2Y美债收益率当周下行22BP至3.69%，10Y美债收益率下行17BP至4.23%。6）美元指数收于98.6906，周上涨1.05%；离岸人民币对美元贬值0.35%；日元对美元贬值0.18%。
- **国内权益市场。**至8月1日当周，风格方面，成长>消费>金融>周期，日均成交额为17870亿元（前值18201亿元）。申万一级行业中，共有6个行业上涨，25个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为医药生物（+2.95%）、通信（+2.54%）、传媒（+1.13%）；跌幅靠前的行业为煤炭（-4.67%）、有色金属（-4.62%）、房地产（-3.43%）。
- **从股、债、商品的跷跷板效应，看好权益资产的配置价值。**近期商品价格出现剧烈波动，而对应的股票与商品并未完全同向；同时从风险偏好以及资金层面，债市与股市多呈反向的关系。8月1日，美国新增就业数据低于预期，现货黄金价格上涨但是油价下跌，美国国债收益率下跌，市场风险偏好下降。从目前经济周期角度，我们认为基础原材料的价格持续大幅上涨缺少支撑，美债收益率或与商品原料价格呈同步关系。7月30日的政治局会议提出“依法依规治理企业无序竞争”，我们认为将从市场规范的角度推动“反内卷”，有利于中下游的工业品价格回升，推动企业长期盈利。相较于商品市场，权益市场更看重行情的持续性，本轮周期对应的时间跨度比高度更加重要；商品价格回归理性，更加有利于行业龙头的稳定性提升。美国就业数据走弱，增加降息预期，中美息差压力减弱，权益配置价值凸显。
- **利率与人民币汇率。**在股票与商品市场有所降温、同业存单到期压力下降、央行加大投放力度等因素支撑下，流动性转向宽松。债市方面，前半周股债跷跷板效应下，市场经历剧烈波动；后半周受月末公布的7月PMI走弱影响，行情向好。我们认为，短期内债市“上有顶、下有底”的格局或难打破。结构上来看，恢复对国债等债券利息收入的增值税或被动提升老券和信用债吸引力。中长期来看，债市机会仍需要等待进一步宽松信号。美债方面，7月非农数据大幅低于预期或撼动美联储鹰派立场，9月降息概率大幅上升，美国国债收益率普遍大幅下行。就业放缓的现象越来越明显，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，后续应重点关注。周内美元指数先升后降，人民币相应先贬后升。中美经贸关系改善以及后续中美利差收窄对人民币的支撑较强。
- **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：从股、债、商品的跷跷板效应，看好权益资产的配置价值	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	7
2. 利率及汇率跟踪	7
2.1. 资金面：跨月期间较为宽松	7
2.2. 利率债：基本面与市场情绪交错驱动，震荡加剧	7
2.3. 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 月政治局会议学习：提质增效压舱，适时加力护航	17
5.2. 7 月 PMI：价格回升，结构分化	18
5.3. 美国 7 月非农：就业加速降温，降息转折是否显现？	20
5.4. 资金及流动性跟踪	21
5.5. 美国流动性及利率跟踪	22
6. 市场资讯	23
6.1. 海外市场资讯	23
6.2. 国内市场资讯	24
6.3. 政策面	25
7. 财经日历	25
8. 风险提示	25

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	13
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	13
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, %	14
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	14
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	15
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 制造业 PMI 各分项, %	19
图 40 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %, %	19
图 41 基础原材料行业 PMI, %	20
图 42 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI, %	20
图 43 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分	21
图 44 两融余额, 亿元, 亿元	22
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	22
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率, %	22
图 47 SHIBOR 3M, %	22

图 48 美国存款准备金占比银行总资产， %.....	23
图 49 美国金融流动性指标， 十亿美元.....	23
图 50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差， bps.....	23
图 51 美联储隔夜逆回购协议， 十亿美元.....	23
图 52 财经日历	25

1.核心观点：从股、债、商品的跷跷板效应，看好权益资产的配置价值

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 从股、债、商品的跷跷板效应，看好权益资产的配置价值。近期商品价格出现剧烈波动，而对应的股票与商品并未完全同向；同时从风险偏好以及资金层面，债市与股市多呈反向的关系。8月1日，美国新增就业数据低于预期，现货黄金价格上涨但是油价下跌，美国国债收益率下跌，市场风险偏好下降。从目前经济周期角度，我们认为基础原材料的价格持续大幅上涨缺少支撑，美债收益率或与商品原料价格呈同步关系。7月30日的政治局会议提出“依法依规治理企业无序竞争”，我们认为将从市场规范的角度推动“反内卷”，有利于中下游的工业品价格回升，推动企业长期盈利。相较于商品市场，权益市场更看重行情的持续性，本轮周期对应的时间跨度比高度更加重要；商品价格回归理性，更加有利于行业龙头的稳定性提升。美国就业数据走弱，增加降息预期，中美息差压力减弱，权益配置价值凸显。

2) 利率与人民币汇率。在股票与商品市场有所降温、同业存单到期压力下降、央行加大投放力度等因素支撑下，流动性转向宽松。债市方面，前半周股债跷跷板效应下，市场经历剧烈波动；后半周受月末公布的7月PMI走弱影响，行情向好。我们认为，短期内债市“上有顶、下有底”的格局或难打破。结构上来看，恢复对国债等债券利息收入的增值税或被动提升老券和信用债吸引力。中长期来看，债市机会仍需要等待进一步宽松信号。美债方面，7月非农数据大幅低于预期或撼动美联储鹰派立场，9月降息概率大幅上升，美国国债收益率普遍大幅下行。就业放缓的现象越来越明显，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，后续应重点关注。周内美元指数先升后降，人民币相应先贬后升。中美经贸关系改善以及后续中美利差收窄对人民币的支撑较强。

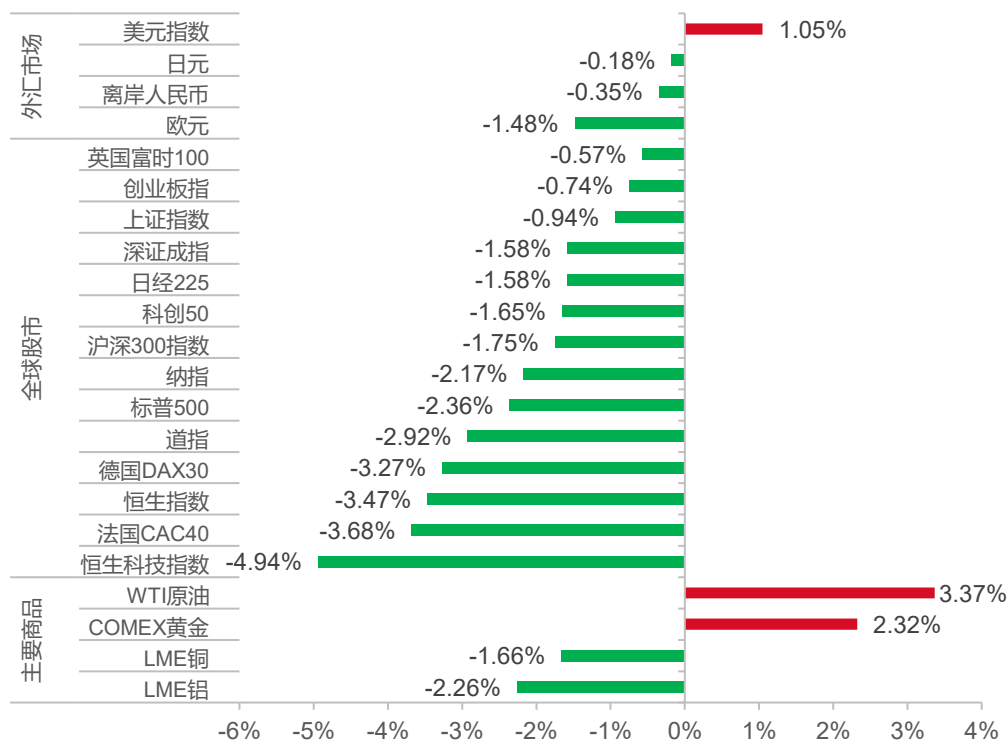
3) 新的一周主要经济数据与市场预期。新的一周市场或仍将关注美国在8月1日宣布全面征收关税之后的贸易战。由于对关税的担忧，7月份美国制造业运营状况自去年12月以来首次恶化，市场的焦点将是ISM服务业PMI数据，预计将显示服务业扩张。美国受进口急剧下降推动，贸易逆差预计也将大幅收窄；其他重要数据还包括对第二季度生产率和劳动力成本以及消费者信贷变化的初步估计。欧洲方面，市场预计英格兰银行将降息25个基点至4%，政策重点从通胀转移到增长前景担忧。其他公布的数据包括欧元区零售销售和生产者价格、西班牙失业数据、意大利工业产出、法国贸易平衡和失业率、瑞士失业率和消费者信心以及土耳其贸易数据等。在日本，市场关注日本央行最新政策会议纪要，以及家庭支出、领先经济指数、生态观察调查结果和标普全球服务业PMI终值等关键数据。

1.2.全球大类资产回顾

8月1日当周，全球股市多数下跌；主要商品期货中原油、黄金上涨，铜、铝下跌；美元指数上涨，非美货币贬值。1) 权益方面：英国富时100>创业板指>上证指数>深证成指>日经225>科创50>沪深300指数>纳指>标普500>道指>德国DAX30>恒生指数>法国CAC40>恒生科技指数。国内来看，政治局会议召开，重在存量政策落实落细，提质增效；“反内卷”定调小幅调整，删除“低价”，强调“重点行业产能治理”，上游涨价情绪有所回落。海外来看，美欧、美韩达成贸易协定，对半成品铜增加关税，贸易扰动有所下降，但7月美国非农明显回落，前值遭大幅下修，劳动力市场可能存在明显高估。2) 美欧达成贸易协议及地缘政治局势推升油价，但美国原油库存意外增加以及OPEC+增长预期压制油价；

非农走弱以及前值超预期下修推升美联储降息预期，黄金上涨。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤、螺纹钢上涨，水泥、混凝土下跌；高炉开工率持平上周；乘用车日均零售 5.35 万辆，环比上涨 9.38%，同比上升 9.00%；BDI 环比下跌 10.6%。4) 偏弱的 PMI 以及国债利息征税影响国内利率债收益率下行，全周中债 1Y 国债收益率下跌 1.01BP 至 1.3734%，10Y 国债收益率下跌 2.65BP 收至 1.7059%。5) 非农明显走弱，长短端美债收益率下行。2Y 美债收益率当周下行 22BP 至 3.69%，10Y 美债收益率下行 17BP 至 4.23%；10Y 日债收益率下行 4.6BP 至 1.5590%。6) 美元指数收于 98.6906，周上涨 1.05%；离岸人民币对美元贬值 0.35%；日元对美元贬值 0.18%。

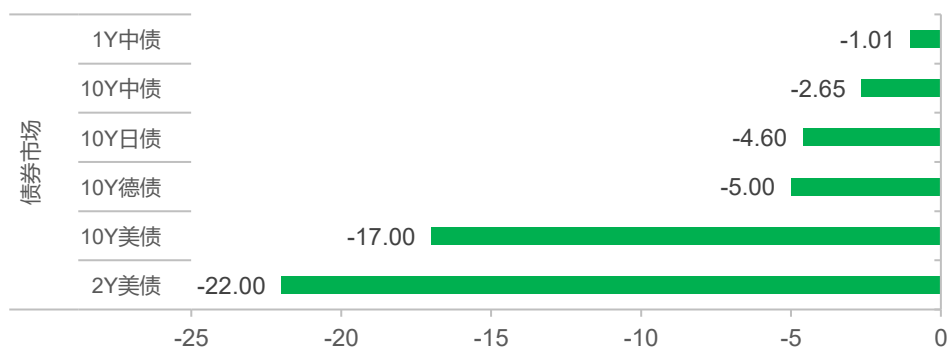
图1 全球主要大类资产周度表现，%



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

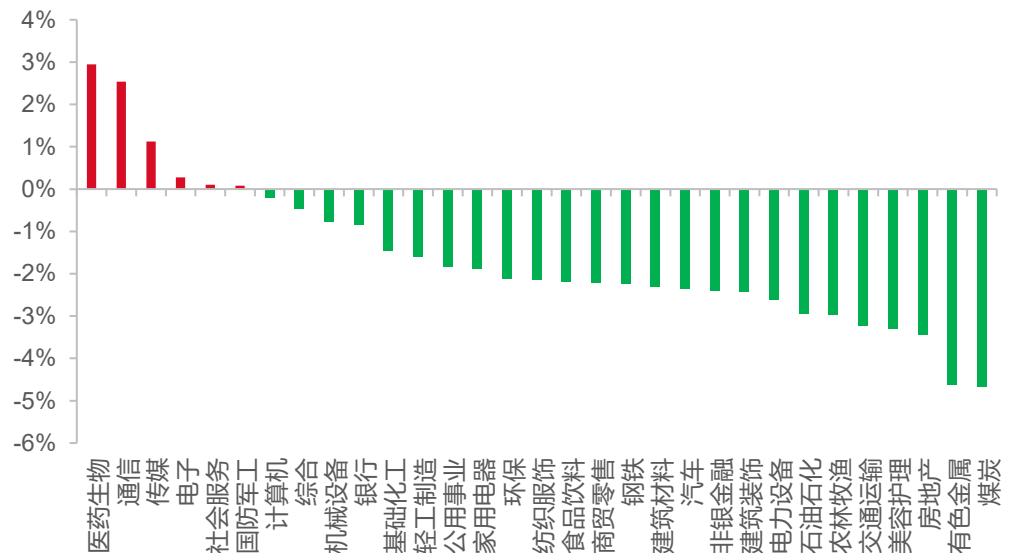


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 8 月 1 日当周，风格方面，成长>消费>金融>周期，日均成交额为 17870 亿元（前值 18201 亿元）。申万一级行业中，共有 6 个行业上涨，25 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为医药生物（+2.95%）、通信（+2.54%）、传媒（+1.13%）；跌幅靠前的行业为煤炭（-4.67%）、有色金属（-4.62%）、房地产（-3.43%）。

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，7/28-8/1

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：跨月期间较为宽松

周内流动性多重因素支撑，边际转宽松。第一，商品、权益市场逐步降温，对资金的分流压力下降；第二，同业存单到期压力较上周明显下降（周内到期 1212 亿元，而前一周为 9442 亿元）；第三，央行加大投放力度（周一至周三 OMO 连续净投放，共计 7180 亿元）。在以上因素支撑作用下，政府融资小幅上升（周内净融资 2878 亿元，前一周为 2710 亿元）与跨月等因素对流动性扰动不明显。

全周 DR001 加权均价区间为 1.31%-1.46%（前一周 1.31%-1.65%），DR007 加权均价区间为 1.42%-1.58%（前一周 1.47%-1.65%）。同业存单收益率普遍下行，1M、3M、6M、1Y 期限 AAA 级收益率分别收于 1.49%、1.54%、1.59%、1.64%，分别较前一周-5.91bp、-3.37bp、-4.35bp、-1.75bp。当前宏观基本面仍需要低利率缓解支撑，央行支持性态度明确，我们认为流动性仍将保持相对宽松。

2.2.利率债：基本面与市场情绪交错驱动，震荡加剧

股票与商品市场先扬后抑，债市经历剧烈波动。受月末公布的 7 月 PMI 走弱影响，中长期国债收益率最终较上周回落。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期国债收益率分别收于 1.29%、1.33%、1.37%、1.37%、1.57%、1.71%、1.95%，分别较前一周+0.29bp、+2.35bp、-0.28bp、-1.01bp、-3.62bp、-2.65bp、-2.35bp。

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。7 月政治局会议释放了多项积极信号，包括财政政策的落实、货币政策的灵活调节、消费和投资的双轮驱动、反内卷政策的深化、房地产政策的优化以及资本市场改革的推进。政策的连续性和稳定性有助于稳定市场预期，而“适时加力”则为应对经济下行压力预留了政策空间。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。此外，“反内卷”政策对价格指数的正面影响初步显现，亦削弱债市做多情绪。

综合而言，短期内债市“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。结构上来看，恢复对国债等债券利息收入的增值税或被动提升老券和信用债吸引力。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。

美债：7 月非农就业明显降温，收益率快速下行。美联储 7 月利率决议将联邦基金利率维持在 4.25%-4.50% 区间。不过，两名委员对利率决议投下反对票，经济放缓、就业稳健、通胀粘性较强的两难局面下，美联储内部分歧加大。在此基础上，周五公布的 7 月非农数据或将撼动美联储鹰派立场。数据显示，7 月新增非农就业大幅低于预期，创 2024 年 10 月以来的最低水平；同时，5 月和 6 月的非农数据也被大幅下修，进一步凸显了劳动力市场疲软的现实。数据公布后，9 月降息概率大幅上升，美国国债收益率普遍大幅下行。截至当地时间 8 月 1 日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期美国国债收益率分别收于 4.49%、4.35%、4.16%、3.87%、3.77%、4.23%、4.81%，分别较前一周+12bp、-7bp、-15bp、-22bp、-18bp、-17bp、-11bp。我们认为，就业放缓的现象越来越明显，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，后续应重点关注。

2.3.人民币所受支撑较强

周内美元指数先升后降。当地时间周一至周四，美国与欧盟、日本、韩国等达成关税协议，同时，美联储主席鲍威尔在 7 月 FOMC 会议后的讲话中未释放明确的降息信号。受以上积极因素支撑，美元指数逐步走强。8 月 1 日，7 月非农就业数据公布后降息预期快速升温，美元指数应声下行。人民币对美元相应先贬后升。截至 8 月 1 日，离岸人民币收于 7.1929，较前一周贬值 248.40 基点。我们认为，中美经贸关系改善以及后续中美利差收窄对人民币的支撑较强。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 8 月 1 日当周，WTI 原油先涨后跌，主要系美国非农数据大幅下修所致，周五收于 67.33 美元/桶，较上周同期上涨 3.3%。截至 2025 年 7 月 25 日当周，美国原油产量为 1331.4 万桶/天，同比增加 1.4 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1691.1 万桶/天，开工率 95.4%。8 月 1 日当周，美国钻机数 540 台，较去年同期减少 46 台；其中采油钻机数 410，较去年同期减少 72 台。

印度信实工业公司 7 月 29 日宣布与 ONGC 及 BP 勘探签署联合运营协议，共同开发索拉什特拉盆地西部海域 GS-OSHP-2022/2 区块油气资源。BP 以财团形式(ONGC 持股 40%、信实 30%、BP30%) 在印度第九轮开放区块许可政策 (OALP IX) 招标中标索拉什特拉盆地 GS-OSHP-2022/2 区块勘探许可。BP 此前曾联合信实在 OALP II 和 OALP VIII 轮各中标一个 KG 盆地区块，OALP IX 轮系其首次与 ONGC 合作竞标。过去十年印度上游产量年均下滑 1.1%，主要因为老油田自然递减、现有发现商业化滞后及新发现减少。

LNG Canada 项目首条生产线在进入 8 月之际以约 50% 产能运行，运营商正解决涡轮机及制冷剂生产装置故障。该项目由壳牌主导、年产能 1400 万吨，于 6 月 30 日出口首船 LNG，标志加拿大成为 LNG 供应国。船舶追踪数据显示，截至 7 月 30 日，位于不列颠哥伦比亚省基蒂马特偏远厂区的 LNG Canada 项目已出口四船液化天然气。最新一艘中石油租用的“武当”号 7 月 24 日离港，7 月 30 日正驶往亚洲途中。变更航线的壳牌租用船舶“Ferrol Knutsen”号原定驶往基蒂马特，7 月 26 日改赴秘鲁。

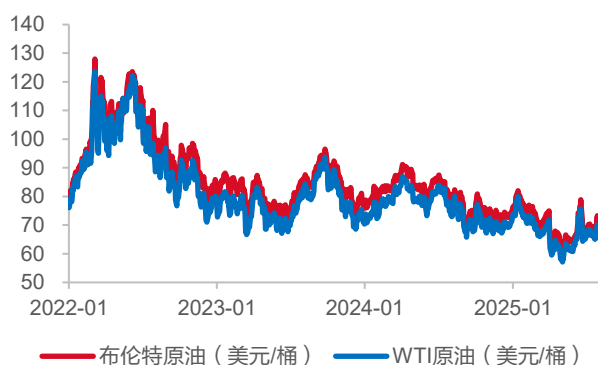
美国总统特朗普于 7 月 30 日签署行政令，将巴西输美商品关税从 10% 提升至 50%，但豁免原油、石油产品及钢铁原料用铁等关键大宗商品。该关税新政将于 8 月生效。此次豁免覆盖巴西对美主要出口品类。巴西发展工业和贸易部数据显示，2024 年原油以 448 亿美元出口额居巴西对美出口商品首位。标普数据显示，7 月巴西对美原油出口量达 23 万桶/日（主要流向美国西海岸）。

美国国务院 7 月 30 日宣布对 20 家涉嫌参与伊朗石油及石化产品贸易的实体实施制裁，其中包括我国第四座石油码头。标普数据显示，伊朗石油出口总量未受制裁显著影响，年内维持在 150-160 万桶/日。我国独立炼厂 2025 年上半年日均进口 147 万桶伊朗原油。但船舶数据同时揭示，全球伊朗原油浮仓库存从 1 月初的 4200 万桶升至 7 月 8 日内高点 7370 万桶，7 月 27 日回落至 6310 万桶——主因马来西亚当局承诺打击船对船转运后东南亚库存变动所致。

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。

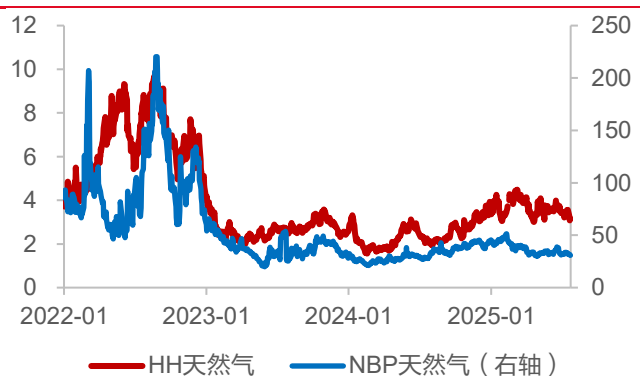
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



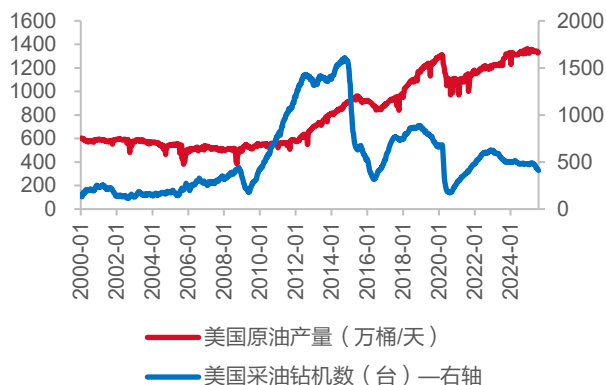
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



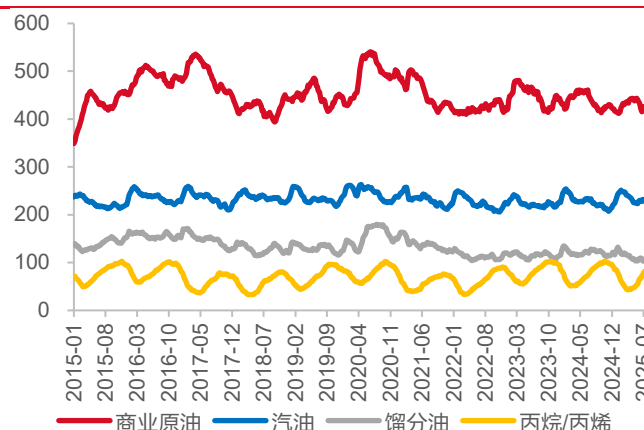
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台



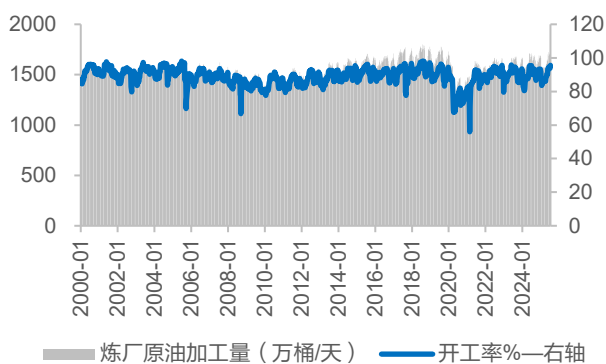
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图7 美国燃料库存, 百万桶



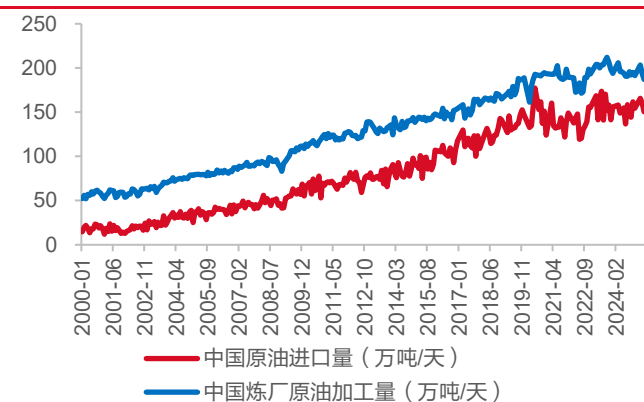
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %



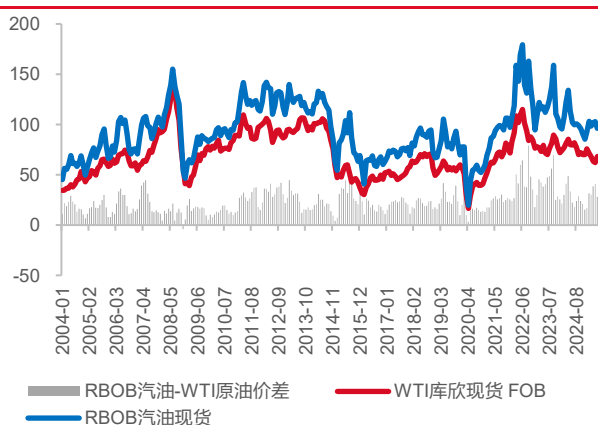
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天



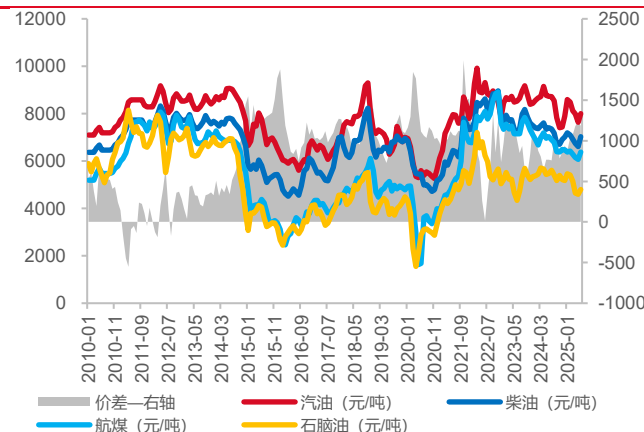
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

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 = $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油}$
 $\times \text{VAT} \times \text{汇率}$ (未考虑副产品和除增值税外各项税)

3.2. 黄金跟踪

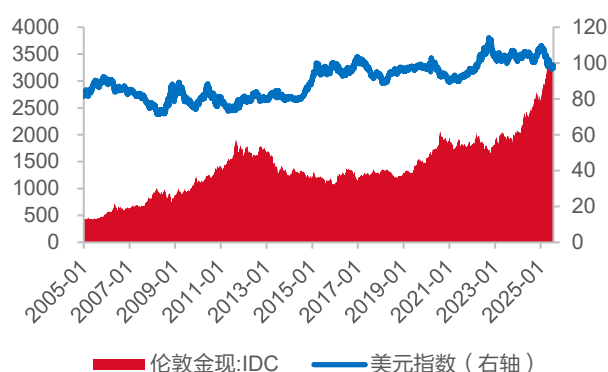
美国非农数据大幅下修, 周内金价波段触底跳涨。截至2025年8月1日, 伦敦金现收于3362.64美元/盎司, 较上周同期上涨0.79%。美股三大指数周五跳水, 美元指数周内上涨但周五同样快速下跌。若美国化债持续遇阻, 预计美元或大幅贬值。6月我国央行增持黄金储备7万盎司。美联储年内降息次数市场预期进一步降低到两次, 市场押注9月将降息

25个基点。SPDR 持有量较上周微跌，但仍接近 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。

美债利率震荡微跌，中债利率反向上涨。截至 8 月 1 日，10Y 美债利率周内震荡下行，较上周同期下跌 17bp 收于 4.23%，10Y 中美利差倒挂值为 252bp，较上周有所收窄。中国 10Y 国债利率本周震荡微跌，最终报收 1.7059%。2025 年 6 月美国 CPI 同比上涨 2.7%，前值 2.4%，符合市场预期，PPI 同比增长 2.3%，低于预期。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，美国制造业连续第四个月收缩。

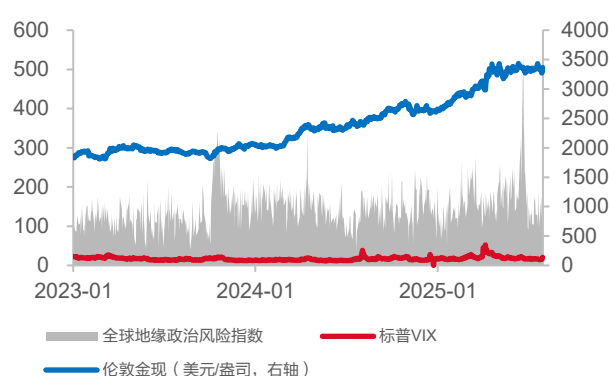
金价判断：中美贸易冲突短期内不会得到彻底解决，美国化债持续受阻，美国宏观数据正在为降息铺垫，美联储 9 月降息预期走强，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



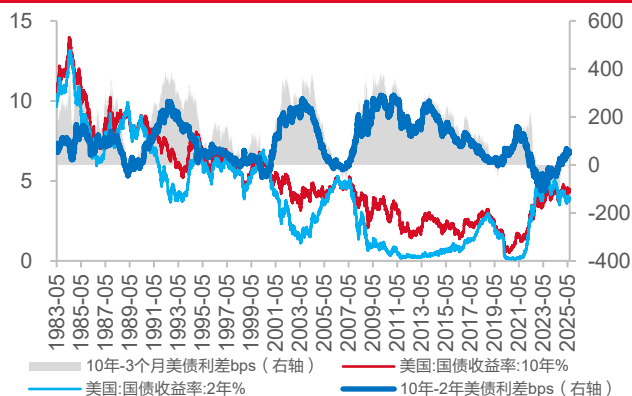
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX 与金价，美元/盎司



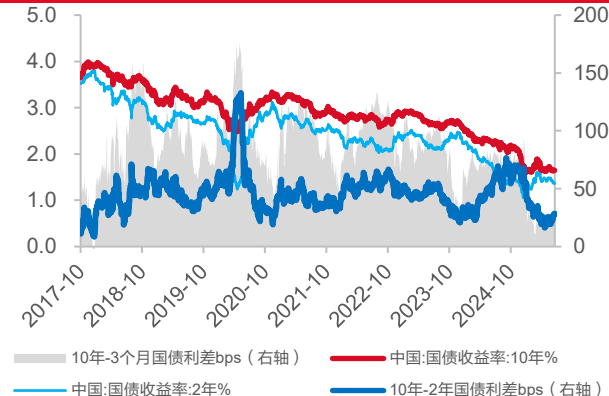
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



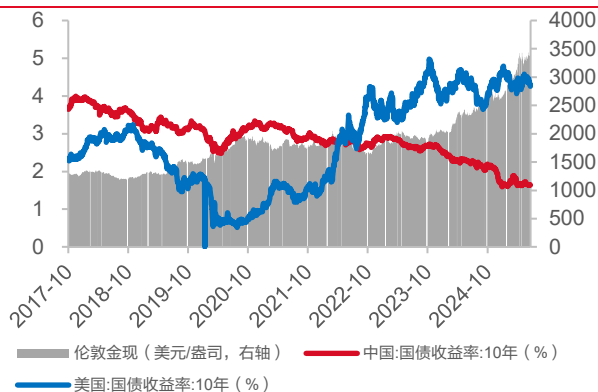
资料来源：Wind，东海证券研究所

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，%



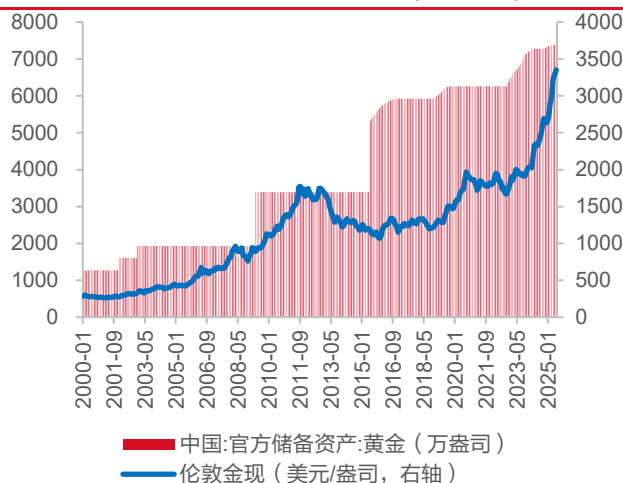
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	175-200	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%	80.3%	19.7%	
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	58.4%	36.2%	5.4%	
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.4%	40.8%	11.7%	1.1%	
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.6%	43.8%	27.3%	6.8%	0.6%	
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.4%	33.3%	35.0%	16.4%	3.5%	0.3%	
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	18.7%	33.9%	28.9%	12.1%	2.4%	0.2%	
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	12.4%	27.5%	31.0%	19.2%	6.5%	1.1%	0.1%	
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	17.5%	28.7%	27.0%	14.9%	4.7%	0.8%	0.1%	
2026/9/16	0.0%	0.3%	2.6%	10.2%	21.8%	28.0%	22.4%	11.0%	3.2%	0.5%	0.0%	
2026/10/28	0.1%	0.8%	4.3%	12.7%	23.1%	26.8%	19.9%	9.3%	2.6%	0.4%	0.0%	
2026/12/9	0.2%	1.5%	6.0%	14.8%	23.9%	25.4%	17.8%	8.0%	2.2%	0.3%	0.0%	

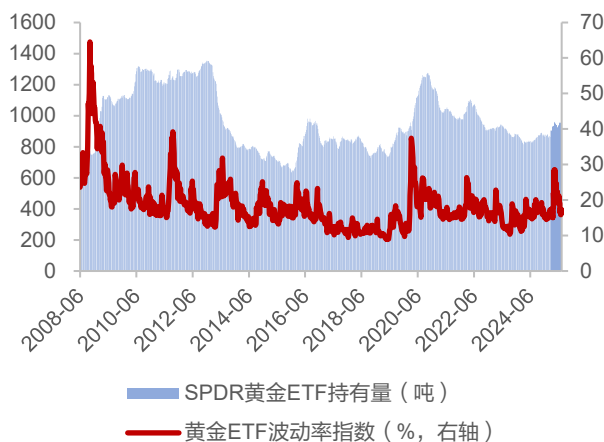
资料来源：CME，东海证券研究所

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 1 日，SHFE 电解铜连续合约结算价格为 78724 元/吨，较上一周价格环比下降 1%，价格与去年同比增长 10.1%；LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9753 美元/吨。中国、欧洲公布的 7 月制造业 PMI 继续位于荣枯线下方，显示工业需求尚未明显回暖，市场对铜的实际消费仍存悲观预期。8 月 1 日，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 2572.4 美元/干吨，价格环比下降 1.8%，同比上升 12.6%。铜精矿价格较上周价格走低，铜精矿价格下跌主要由于美方未将其纳入关税，以及全球经济数据疲软导致需求预期减弱等多重因素叠加所致。

2025 年 8 月 1 日，现货库存为 12.32 万吨，和上周环比下降 0.4%，同比下滑 65%，港口库存约为 42.1 万吨，环比增加 3%，港口库存因港口吸纳了部分溢出货物，库存有所累积导致。2024 年以来，精矿港口库存和金属铜现货库存几乎呈现反向变化。

2025 年 6 月，我国电解铜产量约为 114.79 万吨，环比增长 0.5%，同比增幅 17.1%，生产能力复苏水平较上期波动不大，下游需求维持旺盛状态。2025 年 6 月，我国电解铜年化平均产能为 1648 万吨，产能利用率为 82.69%。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1日当周，我国SHFE电解铜持仓量为173077.8手，环比增长3.1%，本周持仓量走高；成交量为157391手，环比下跌14%，电解铜的市场持仓情绪回暖。宏观面不确定性加剧，叠加美国关税政策，市场交易水平下降。2025年6月，沪铜单边交易交割量为39875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生产情况存在不确定性，铜金属供应相对紧缺，铜矿现货加工费走高。美联储仍未确定9月是否降息，中国PMI重回50下方，制造业订单减少，经济动能偏弱，美国对铜进口加征关税虽暂未执行，但市场担忧仍在。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



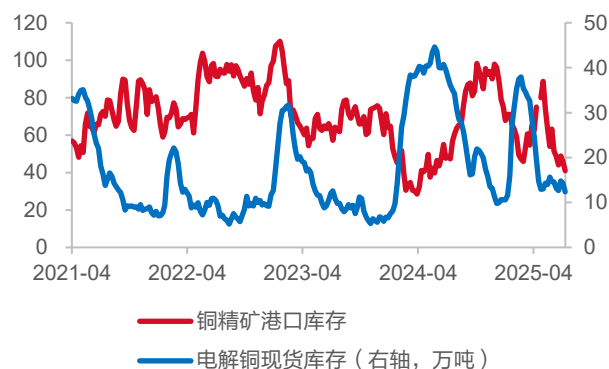
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

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

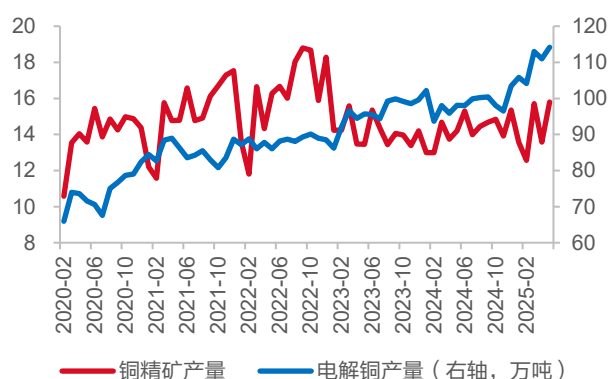
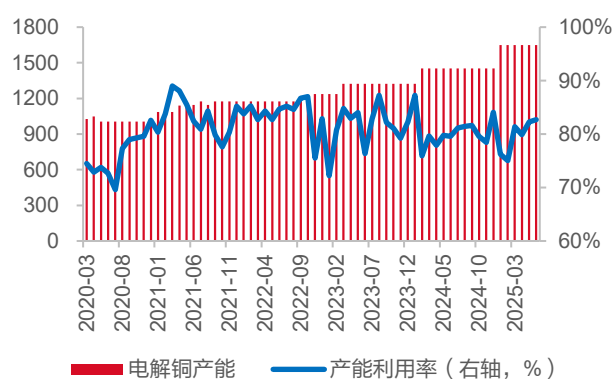
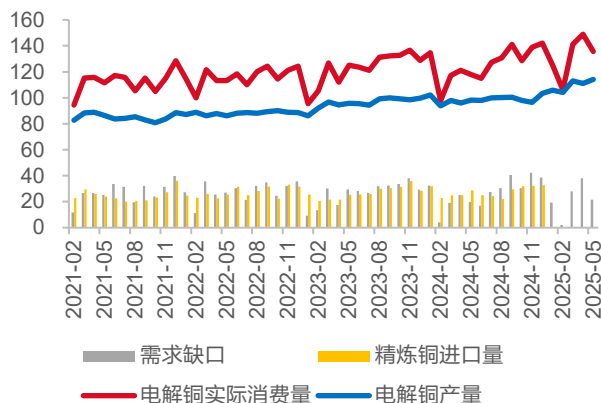


图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

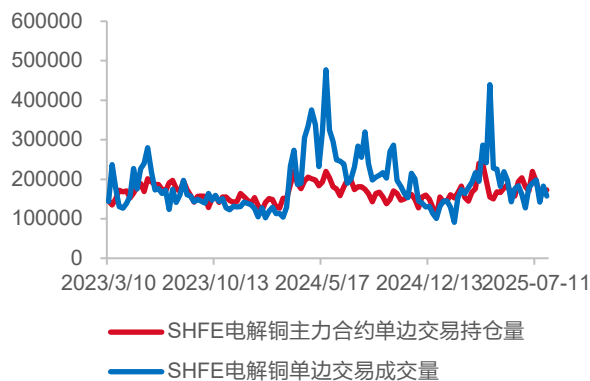
图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

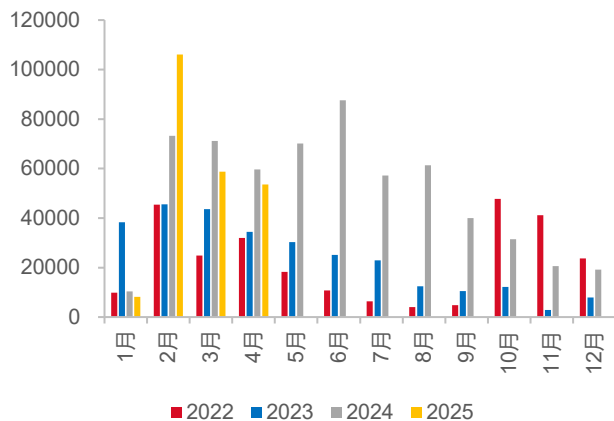
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



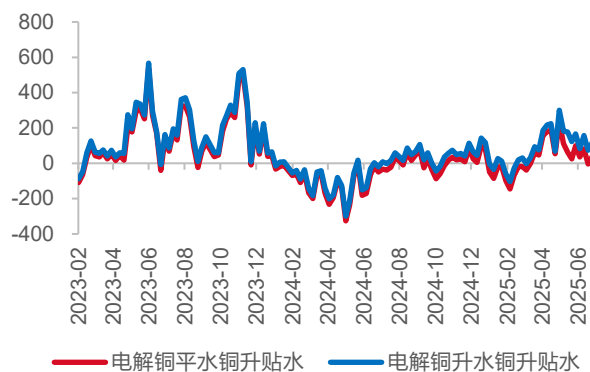
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

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

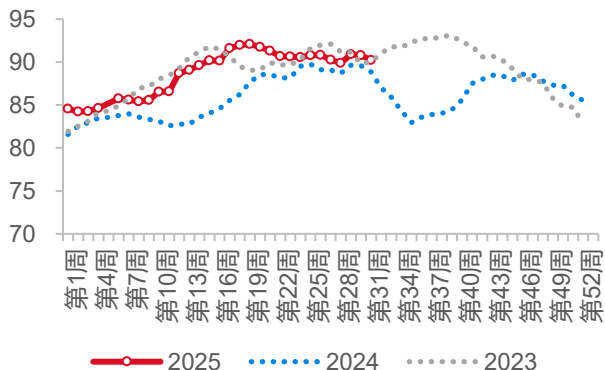


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

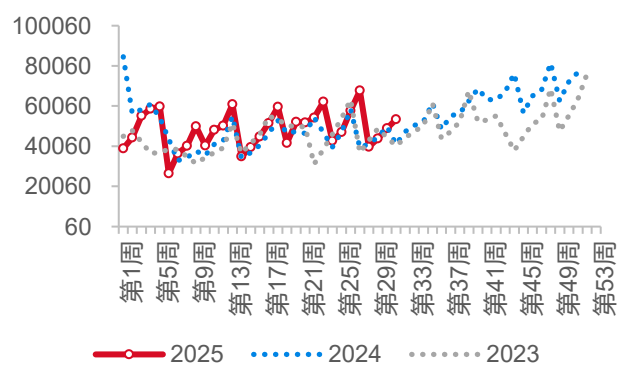
4.1.行业高频跟踪

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



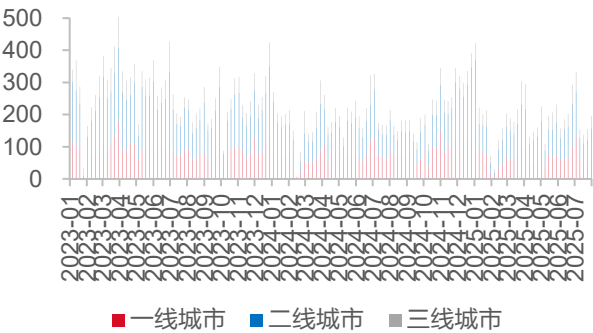
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



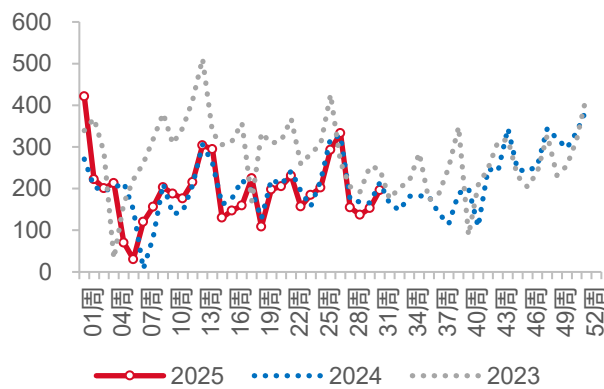
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



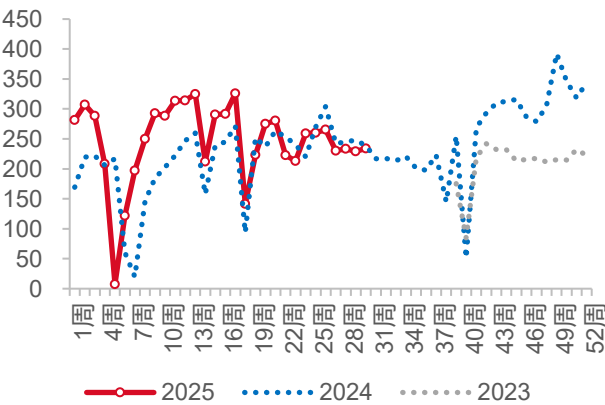
资料来源：同花顺，东海证券研究所

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

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化(pct)	单位	8/1	7/25	7/18	7/11	7/4	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	28.4	-8.3	万平方米	197	153	137	155	333	
	一线城市	30.2	-24.3	万平方米	65	50	51	67	131	
	二线城市	30.0	-5.1	万平方米	92	71	59	60	140	
	三线城市	21.9	25.1	万平方米	40	32	27	28	62	
消费出行	国内航班执飞	/	/	架次	/	100624	102637	100814	96816	
	国际航班执飞	/	/	架次	/	13053	13133	13035	12841	
	电影票房	61.0	22.1	万元	154185	95738	65020	66510	69574	
	观影人次	66.4	39.3	万人次	4254	2556	1664	1670	1768	
外需	BDI指数	-10.6	20.5	/	2018	2257	2052	1663	1436	
	CCFI指数	-2.3	-42.2	/	1232	1261	1304	1314	1343	
	南华工业品价格指数	-1.4	-3.8	/	3717	3772	3620	3584	3546	
物价	螺纹钢	0.2	-2.1	元/吨	3277	3270	3128	3085	3035	
	水泥价格指数	-1.5	-10.8	/	104.65	106.22	108.28	110.35	111.63	
	南华农产品价格指数	-1.0	4.1	/	1094	1105	1091	1083	1082	
	猪价	-0.8	-18.6	元/公斤	20.55	20.72	20.65	20.61	20.38	
	7种重点水果	-0.1	-2.3	元/公斤	7.10	7.11	7.28	7.35	7.36	
	鸡蛋	3.8	-21.8	元/公斤	7.68	7.40	7.01	7.02	7.13	
	28种重点蔬菜	0.6	-12.9	元/公斤	4.42	4.39	4.38	4.38	4.35	
生产开工率	PTA	-1.1	0.8	%	79.67	80.76	80.76	80.35	79.13	
	纯碱	-2.8	-10.4	%	80.27	83.02	84.10	81.32	81.32	
	浮法玻璃	0.0	-8.3	%	75.00	75.00	75.34	/	75.68	
	江浙织机	-0.1	-7.8	%	55.51	55.59	55.83	56.20	58.09	
	半钢胎	-1.4	-4.7	%	74.45	75.87	75.99	72.92	70.41	
	全钢胎	-3.9	4.6	%	61.08	65.02	65.10	64.56	63.75	

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	16.37	33.87	32.33	4.25
创业板 50	24.02	32.92	35.22	4.75
中证 1000	55.49	41.17	30.79	2.24
中证 500	59.50	30.33	37.32	1.99
沪深 300	67.24	13.11	29.67	1.37
上证 180	70.67	11.54	29.32	1.20
上证 50	76.68	11.25	45.89	1.24
科创 50	98.79	141.44	57.88	4.75

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<电子<传媒。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	-201.18	49.55	1.06
	交通运输	12.06	16.25	18.97	1.36
	有色金属	18.99	21.45	34.70	2.43
	公用事业	21.26	18.55	36.53	1.76
	石油石化	24.84	11.52	29.98	1.15
	环保	56.52	34.86	13.98	1.60
	煤炭	59.52	12.65	49.49	1.37
	建筑装饰	63.08	11.37	7.97	0.81
	基础化工	83.22	33.18	51.95	2.04
	建筑材料	88.12	39.99	9.65	1.16
消费	农林牧渔	4.06	21.14	7.77	2.47
	食品饮料	14.41	20.95	16.96	4.10
	美容护理	46.19	46.20	13.25	3.20
	纺织服饰	59.84	35.41	16.94	1.79
	社会服务	78.18	67.45	16.56	3.01
	商贸零售	78.42	57.86	32.96	1.82
	轻工制造	80.55	49.53	21.63	2.11
	医药生物	90.80	53.09	17.05	3.20
高端制造	家用电器	29.84	15.41	20.77	2.38
	机械设备	57.24	41.02	53.98	2.57
	汽车	59.30	29.94	56.49	2.40
	国防军工	88.02	160.03	83.18	3.89
	电力设备	91.32	66.50	22.98	2.50

科技	通信	34.05	24.42	35.64	2.09
	电子	78.98	67.57	67.53	4.05
	传媒	80.31	81.85	33.42	2.60
	计算机	93.32	237.12	55.89	4.35
金融地产	房地产	0.00	-6.79	9.52	0.84
	非银金融	10.68	13.83	21.71	1.49
	银行	91.87	7.23	31.36	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 月政治局会议学习：提质增效压舱，适时加力护航

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，决定今年 10 月召开党的二十届四中全会，会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

“十五五”规划提上日程。除了部署下半年经济工作以外，本次会议的另一主题是决定今年 10 月召开党的二十届四中全会，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。会议指出，“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。在“十四五”规划建议中指出的“深刻认识错综复杂的国际环境带来的新矛盾新挑战基础上”，进一步上升至“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”。

下半年外部不确定性可能有所减弱。会议指出“主要经济指标表现良好”，肯定了上半年 5.3% 的实际 GDP 增长，同时相对于 4 月会议删去了“外部冲击影响加大”，重提“国内国际双循环”，隐含外部不确定性的影响有所下降。近期美日、美欧相继达成贸易协定，而在瑞典举行的中美经贸会谈上，双方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展期 90 天。

坚持“底线思维”，政策基调仍然积极。会议指出“坚持底线思维”，“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”。上半年在“两新”政策的带动，以及“抢出口”效应的推动下，经济整体仍显韧性。但从下半年来看，出口面临基数抬升的压力，叠加美国前期“抢进口”透支需求，外需或存下行压力，此外国内房地产销售以及投资增速仍处低位。海外方面，关税对美国通胀的影响逐步显现，美联储降息节奏仍存不确定性。对应政策端来看，相对于 4 月会议删除了“加强超常规逆周期调节”，结合当前有韧性的经济基本面来看，短期总量上强刺激政策出台的可能性不大，但仍强调政策的“连续性稳定性”，同时“增强灵活性预见性”，“持续发力”反映存量落实落细，“适时加力”反映增量储备按节奏推进。

财政政策更加积极的同时，注重提效。财政政策除了延续“更加积极”的基调外，强调“提高资金使用效率”。今年财政节奏前置明显，上半年广义财政支出增速 8.9%，明显高于去年同期以及全年水平。除了民生方向支出保持较高增速以外，后续新型政策性金融工具落地后，有望解决项目资本金不足的问题，推动实物工作量的加速形成，稳定基建及制造业投资，提升财政资金使用效率。

货币政策延续适度宽松。会议指出“货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行”，删除了“适时降准降息”。我们认为这并非宽松转向，而是在汇率以及净息差压力的约束下，更强调政策传导的畅通以及落地的效果。流动性充裕，保持金融稳定；社会综合融资成本下降，支持实体经济。后续来看，短期总量工具出台的可能性有所下降，结构性工具有望“加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等”，发挥直达实体经济的作用；

但从四季度来看，两大约束有望减轻，结合实际 GDP 增速逐季回落的判断，仍有降准降息的空间。

有效释放内需潜力。消费上，增量重点或在服务消费上。以旧换新政策上半年合计带动 5 大品类商品销售额超过 1.6 万亿元，乘数近 10 倍，下半年推进节奏可能更加平稳有序。服务消费具有更高的收入弹性，高质量的服务消费供给有望创造新增的需求。投资上，上半年民间固投完成额累计同比仅-0.6%，会议指出“激发民间投资活力”，后续或有相关增量政策；此外“两重”项目清单已下达完毕，下半年有望加速落实。

推进“反内卷”治理。会议指出，“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。”反内卷不只是简单的降产能，而是要从规范竞争秩序来解决核心问题，这点有别于此前的供给侧改革。相对于财经委会议提出的推动落后产能有序退出，政治局会议强调“重点行业产能治理”，表明反内卷并非仅针对传统行业。

房地产落实中央城市工作会议精神。会议关于地产的着墨不多，提出“落实好中央城市工作会议精神”。时隔十年高规格的会议召开，定调提质增效，新型城镇化建设以及城市更新需求，有望带动改善型需求的增加。

增强国内资本市场的吸引力和包容性。会议指出，“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。”增强吸引力的核心是继续优化基础制度以提升投资者信心；增强包容性，在融资方面，可能突出对科技企业等多元主体的融资支持，完善全生命周期服务体系，在投资方面，有望满足境内外投资者多元化投资需求，进一步扩大开放。

巩固化债成果。会议指出，“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”。据企业预警通数据，截至 7 月 28 日，年内两类化债合计规模已达 2.64 万亿元，完成进度 94%。会议强调了在化债积极推进的同时，也要巩固化债成果。

在短期关税政策不确定性趋于减弱的情况下，上半年 5.3% 的 GDP 增速奠定了全年实现 5% 增长目标的难度有所降低，衔接“十五五”规划期间的政策基调重在落实以及提质增效。但坚持“底线思维”，强调政策的“连续性稳定性”以及“适时加力”，一方面反映积极的定调不变，另一方面也反映储备政策以应对不确定性的空间。内需层面，服务消费或是重点，投资上注重民间投资活力的提升。“反内卷”方向，以竞争秩序优化替代简单产能出清，有利于长期价格水平的回升。资本市场增加吸引力和包容性，优化基础制度提升投资信心，总体表态积极。

5.2.7 月 PMI：价格回升，结构分化

7 月，制造业 PMI 为 49.3%，前值 49.7%；非制造业 PMI 为 50.1%，前值 50.5%。

制造业 PMI 略弱于季节性。7 月制造业 PMI 小幅回落，一方面有关税缓和后脉冲的影响，另一方面季节性回落主要受生产淡季影响。7 月环比-0.4%，略低于近 5 年同期均值的-0.3%。

供需同步回落。需求方面，7 月新订单指数回落至 49.4% (-0.8pct)，回落至荣枯线以下；新出口订单指数 47.1% (-0.6pct)，反映出口也有走弱的迹象；供给方面，生产指数回落至 50.5% (-0.5pct)。

价格指数继续上升，原材料涨幅更大。主要原材料购进价格指数 (51.5%，+3.1pct) 以及出厂价格指数 (48.3%，+2.1pct) 连续两个月回升，同时主要原材料购进价格指数回升至荣枯线以上。主因在“反内卷”整治推动下，上游原材料 6 月出现了一轮普涨，6 月 PPI 表现或偏积极。高频数据上南华工业品指数单月上涨 6.7% (截至 7 月 30 日)。

下游有压力，上游景气度逆势回升。在价格回升预期的推动下，7月高耗能行业 PMI 回升（48.0%，+0.2pct）。消费品行业 PMI 重新回落至荣枯线以下（49.5%，-0.9pct），使用存在统计数据的历史年份来测算，低于季节性（+0.23pct）。装备制造业 PMI 回落（50.3%，-1.1pct），仍高于荣枯线，但边际上回落的幅度要大于整体制造业。高技术制造业表现相对较好（50.6%，-0.3pct）。

非制造业 PMI 季节性回落，服务业强于建筑业。7月非制造业 PMI 环比-0.4%，表现好于近5年同期均值的-0.7%。分项上服务业强于季节性、建筑业弱于季节性。

暑期假期带动出行消费，但地产有所拖累。7月服务业 PMI 50.0%，环比-0.1%。暑期假期对于居民出行以及消费相关的行业有带动。据统计局表示，7月铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间。但房地产、居民服务等行业商务活动指数均低于临界点。

天气影响建筑施工放缓。7月建筑业 PMI 50.6%，环比-2.2%。7月部分地区持续高温，暴雨洪涝灾害短期影响建筑施工，但位于荣枯线以上。下半年来看，随着财政资金的下沉以及新型政策性金融工具的落地，实物工作量的形成有望保持相对高位。

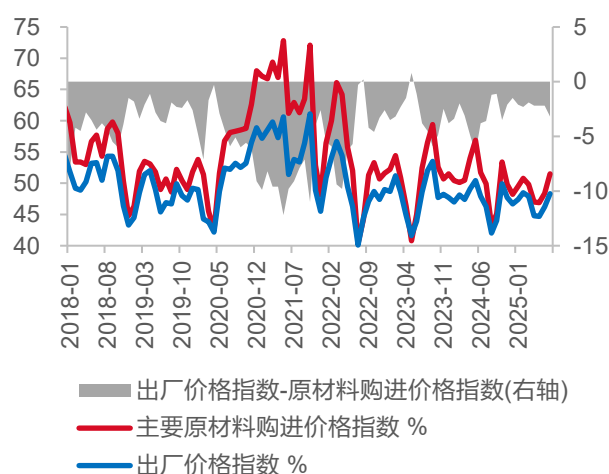
贸易缓和影响月度数据的波动，反映为6月释放积压需求而上升，7月积压需求释放完毕而回落，不过7月本身受天气影响存在季节性回落的特征。7月 PMI 中一大特征是上游价格的回升，以及代表上游景气度的高耗能行业 PMI 逆势回升，这或是“反内卷”推进的效果。不过“反内卷”并非简单的压降产能，在优化竞争秩序的同时，长期价格的形成仍由供需决定。关注7月政治局会议定调后政策的部署。

图39 制造业 PMI 各分项，%



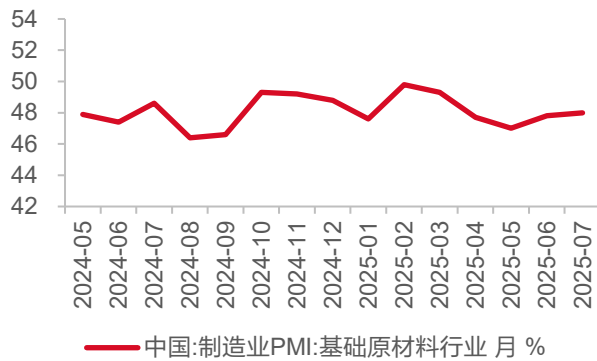
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%，%



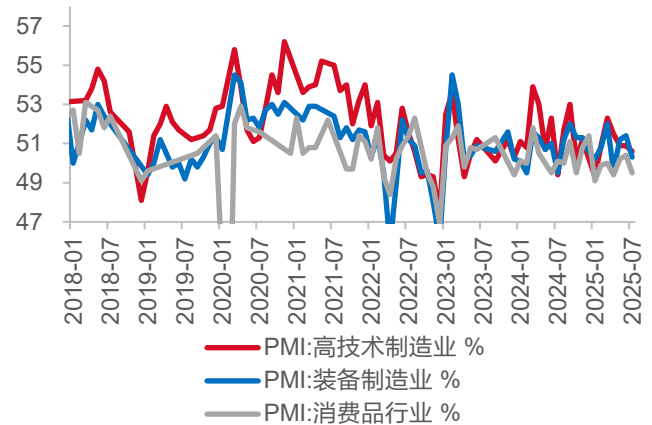
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 基础原材料行业 PMI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图42 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.3.美国 7 月非农：就业加速降温，降息转折是否显现？

美国 7 月季调后非农就业人口新增 7.3 万人，预期 10.4 万人，前值由 14.7 万人下修至 1.4 万人。7 月失业率从前值 4.1% 回升至 4.2%。

5、6 月就业新增的大幅下修，或消耗市场对于美国数据的信任。5、6 月非农新增数据分别从 13.9 万人和 14.7 万人（初值）下修至 1.9 万人和 1.4 万人，累计减少 25.3 万人。私人部门 6 月就业数据在修订后仅新增 0.3 万人，近乎处于就业新招停滞状态。我们认为原因其一是如鲍威尔所诉“移民政策减少了劳动力供给”，其二则是企业雇佣意愿下降：美国中小企业增加就业计划指数在 6 月来到 13.0 位置，处于疫情以来的低位。美国就业数据在 6 月之后如同“过山车”般，从“超预期的就业韧性”到“一地鸡毛的近似零增长”，这无疑是在消耗市场对于美国数据的信任。当然，也需要考虑当前美国经济数据干扰因素较多，比如同时受到移民政策和关税政策的不确定性影响，企业反馈的调查结果可能会在前后月份有较大出入。同时，政府机构裁员也会增加数据调查捕捉的难度。

美国 7 月非农就业新增主要受服务业驱动，生产部门相对疲软。服务部门 7 月就业新增从前值 1.6 万人（初值 6.8 万人）大幅提高至 9.6 万人。零售部门表现亮眼，就业新增从前值-1.4 万人提高至 1.6 万人；批发部门则成为主要拖累项，7 月就业岗位继续减少 0.8 万人，这印证了我们之前对于美国库存周期切换的观点。教育保健部门保持较高就业新增，从前值 5.2 万人提高至 7.9 万人。住宿餐饮就业或受暑假影响，从前值-0.4 万人回升至 0.5 万人。截面比较下，生产部门就业情况则相对疲软，对应美国 7 月制造业 PMI 走弱。生产部门就业新增较上月保持不变，为-1.3 万人。采矿伐木和建筑业主要分项均有所走弱；制造业就业新增小幅回暖，但依然位于负值区间。

政府部门就业走弱。政府部门 7 月就业新增从前值 1.1 万人（初值 7.3 万人）下降至-1.0 万人。其中，联邦政府保持裁员节奏，就业新增从前值-0.9 万人下降至-1.2 万人；州政府就业新增从前值 1.0 万人（初值 4.7 万人）下降至 0.5 万人；地方政府就业新增则由正转负，从前值 1.0 万人下降至-0.3 万人。

失业率反弹，劳动参与率连续四个月回落。U3 失业率由前值 4.1% 反弹至 4.2%，其主要是受到新生劳动力增加影响，符合暑假期间的季节性变化；U6 失业率则回升 0.2 个百分点至 7.9%，表明参加兼职活动的失业人员增多。劳动参与率则连续四个月回落，7 月数据降低至 62.2%，一定程度上也在分母端缓冲了失业率数据的走高。

时薪保持较高增速，服务业部门尤其显著。7 月私人部门整体时薪增速从前值 0.2% 上升至 0.3%，主要受服务业部门时薪上涨所驱动。服务业部门时薪增速从前值 0.2% 上升至

0.4%。其中，零售部门时薪增速尤其亮眼，从前值 0.2% 陡增至 1.2%，我们认为这是由于商品市场进入“补库存周期”影响，增加了下游零售端的用人需求和成本，同时暑假也对零售消费端起到了季节性提振的作用。教育保健时薪增速和就业新增同步上行，从前值 0.1% 上升至 0.3%。信息咨询时薪增速则出现放缓迹象，从前值 0.5% 下降至 0.3%，或是由于 7 月美国与诸多国家的贸易协定逐渐敲定，而使得政策和贸易咨询的热度降温。

就业新增和薪资增速的反向变动折射出“稳就业”和“稳通胀”的老难题。我们多次强调美国库存周期变动需要注意，并且观测到库存变动通常会提前于就业市场大约一个月的时间，尤其下游零售端的库存变动是对市场供需关系最直接的反映，7 月零售部门就业的超预期抬升是对美国进入“补库存”的一点佐证，因此我们维持原先判断：后续补库存操作以及关税的抬升会继续推高服务部门企业的用人成本和商品价格，进而推升美国通胀水平，美联储或面临“低就业”“高通胀”的两难抉择。

市场降息预期交易再度升温。美国 7 月非农数据出炉后，市场反应剧烈，美股下跌；美元指数短时间内下跌超 1.0%，后回升调整；美债收益率下跌；黄金上涨。CME Fedwatch 显示，9 月降息 25bp 概率由 7 月 31 日的 43.2% 陡升至 80.3%。如我们在 7 月 FOMC 报告中提及到的——美联储内部分歧加剧的主因是对就业市场观点的分歧，7 月非农不及预期以及 5、6 月数据的大幅下修的确可能成为美联储降息的关键转折，但我们认为 9 月降息与否仍然需要 7、8 月后续经济数据的支持，如果通胀大幅超预期上行，美联储 9 月按兵不动的概率仍然较高。

图43 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分

	新增就业（环比，千人）						趋势	时薪增速（环比，%）					
	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月		2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	2025年7月
新增非农就业人数	102.0	120.0	158.0	19.0	14.0	73.0							
私人部门	107.0	114.0	133.0	69.0	3.0	83.0		0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.3
生产	24.0	5.0	2.0	-13.0	-13.0	-13.0		0.3	0.6	0.0	0.4	0.3	0.1
采矿伐木	4.0	-1.0	2.0	-4.0	-1.0	-4.0		-0.1	0.0	-0.2	0.4	0.1	0.3
建筑	12.0	5.0	0.0	2.0	3.0	2.0		0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2
制造	8.0	3.0	0.0	-11.0	-15.0	-11.0		0.4	0.8	-0.2	0.5	0.2	-0.1
制造：耐用品	6.0	-2.0	3.0	-8.0	-13.0	0.0		0.4	1.1	-0.4	0.5	0.1	0.0
计算机/电子设备	-2.1	1.1	-3.0	-0.4	-3.0	0.0							
运输设备	3.3	-1.1	-2.1	1.6	-0.2	-1.0							
服务	83.0	109.0	131.0	82.0	16.0	96.0		0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.4
贸易运输和公用事业	22.0	-8.0	-2.0	-11.0	-22.0	11.0		0.2	0.6	0.2	0.3	0.2	0.7
批发	7.1	-4.8	1.3	1.6	-8.1	-7.8		0.4	0.6	0.4	0.4	0.1	0.4
零售	-3.8	16.4	4.7	-14.8	-14.3	15.7		0.3	0.8	0.2	0.3	0.2	1.2
运输和仓储	18.3	-20.7	-7.6	-0.5	0.6	3.6		0.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.4
公用事业	0.8	1.5	-1.2	2.6	0.3	-0.1		-0.2	0.1	-0.6	0.0	0.3	-0.3
信息咨询	0.0	-2.0	1.0	5.0	0.0	-2.0		0.1	-0.1	0.7	0.7	0.5	0.3
金融活动	15.0	3.0	5.0	10.0	-2.0	15.0		0.3	0.6	0.3	0.5	0.1	0.5
房地产和租赁	5.5	-1.3	1.3	-0.9	-0.4	0.7							
专业和商业	15.0	-11.0	27.0	-23.0	-11.0	-14.0		0.3	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4
专业技术	-7.2	3.5	4.7	-2.8	-11.7	3.1							
教育和保健	65.0	65.0	85.0	70.0	52.0	79.0		0.1	-0.1	0.3	0.5	0.1	0.3
休闲和住宿	-34.0	45.0	18.0	27.0	4.0	5.0		0.2	0.6	0.0	0.1	0.3	0.2
住宿和餐饮	-36.8	36.6	16.0	16.2	-4.0	4.8							
艺术和娱乐	3.1	8.3	1.8	10.8	7.7	0.7							
其他	0.0	17.0	-3.0	10.0	-5.0	2.0		0.0	-0.6	0.2	0.3	0.4	0.2
政府部门	-5.0	6.0	25.0	-50.0	11.0	-10.0							
联邦	-13.0	-11.0	-13.0	-26.0	-9.0	-12.0							
州政府	-10.0	1.0	11.0	-11.0	10.0	5.0							
地方政府	18.0	16.0	27.0	-13.0	10.0	-3.0							

资料来源：BLS，东海证券研究所

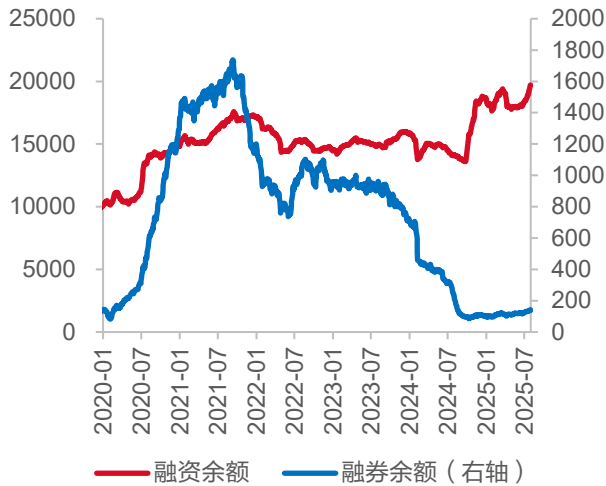
5.4. 资金及流动性跟踪

融资余额增长。7 月 31 日，融资余额 19709.97 亿元，较上周末增长 371.81 亿元。

偏股混合基金仓位环比下降。8 月 1 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 81.63%、74.76%，分别较上周下降 1.24% 和上升 4.03%

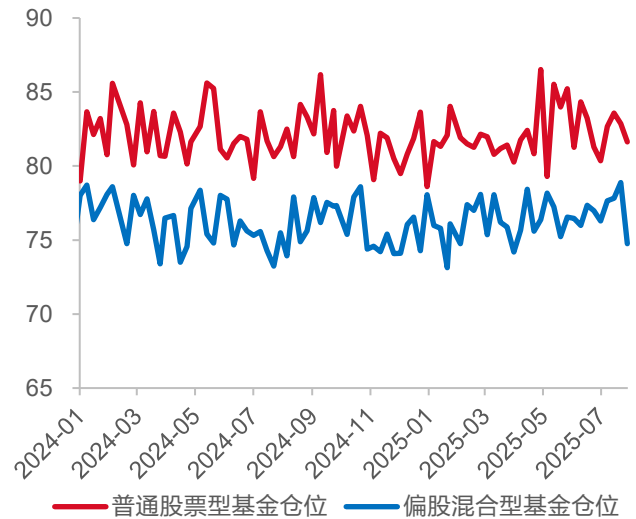
资金利率回落。8月1日当周，DR007周均为1.5282%，较上周环比下降0.68个BP。SHIBOR3M周均为1.5626%，较上周环比上升0.96个BP。

图44 两融余额，亿元，亿元



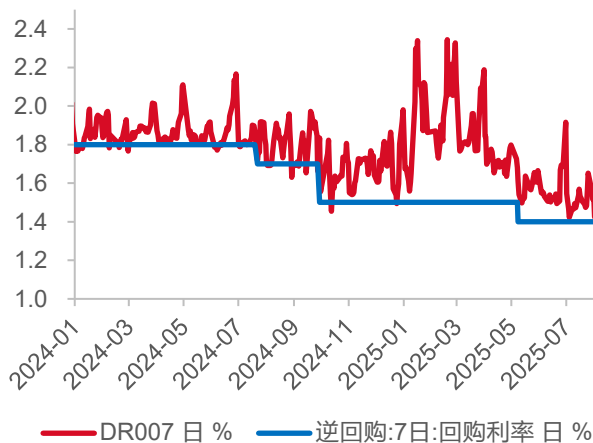
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



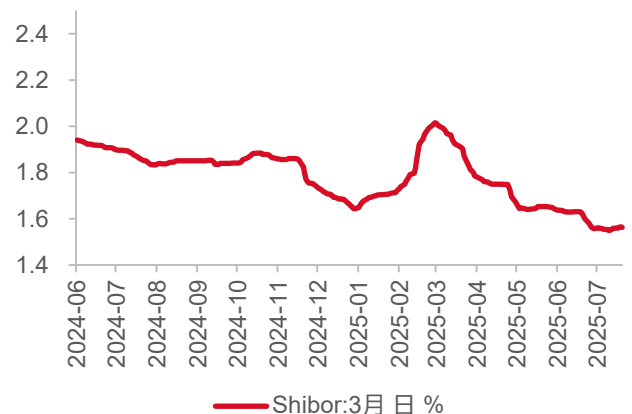
资料来源：同花顺，东海证券研究所

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

5.5.美国流动性及利率跟踪

从量的角度，截至7月30日当周，美国金融市场面临较大流动性吸收压力。7月28日，美国财政部公布2025年下半年最新财政借贷计划，预计三季度借贷额为1.007万亿美元，较4月预测水平（5540亿美元）多增4530亿美元。考虑到银行准备金资产比（准备金/银行总资产）当前依然位于充裕水平，截至7月16日为13.76%，美联储方面并没对此做出过多回应以配合宽松的财政政策。我们预计短期美债超发带来的流动性冲击会被“缓冲垫”隔夜逆回购账户以及准备金部分吸收，但当银行准备金资产比下降到12%以下，美联储或会采取流动性补救行动。相应的，当周TGA余额新增859亿美元；隔夜逆回购余额以及存款准备金分别减少413亿美元和587亿美元，补充了流动性需求。美联储资产方面，当周有141亿美元MBS到期，吸收部分流动性。我们跟踪的美国金融流动性指标当周减少606亿美元，主要受TGA盈余影响。

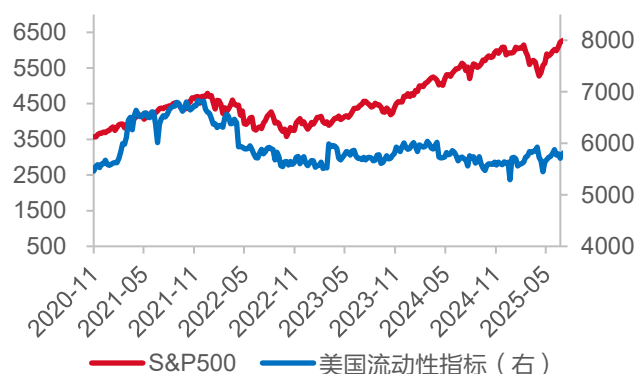
从价的角度，截至 7 月 30 日，货币市场较为宽松，SOFR 较上周下降 4bp 至 4.32%，SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 价差则分别回落到年内相对低位-8bp 和-1bp，对应准备金水平依然较为充裕。住房市场上，房贷利率小幅回落。30 年期和 15 年期住房抵押贷款利率均下降 2bp 分别至 6.72%和 5.85%，依然处在过去 12 个月内的较高水平，或继续拖累美国住房市场走弱。

图48 美国存款准备金占比银行总资产，%



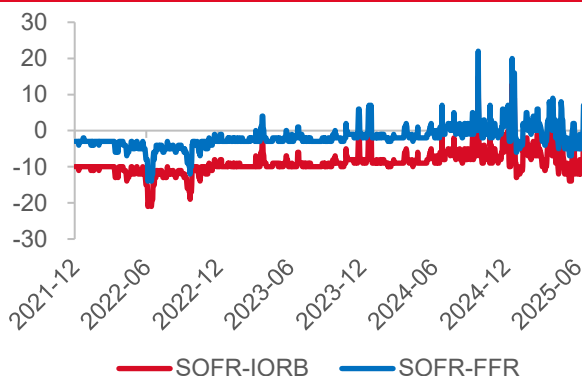
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 美国金融流动性指标，十亿美元



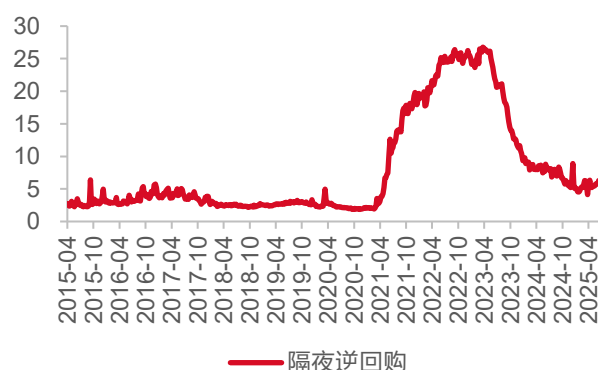
资料来源：同花顺，东海证券研究所

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) 7 月 27 日,美国总统特朗普宣布与欧盟达成贸易协议,对欧盟输美商品统一征收 15% 关税。协议包括欧盟将增加对美投资 6000 亿美元, 购买 7500 亿美元的美国产能源和军事装备。钢铝关税维持不变, 能源为协议核心, 汽车和农业将受益, 美国还将加大芯片投入。

2) 美国总统特朗普在社交媒体平台上宣布, 美国已与韩国达成一项全面和完整的贸易协定。根据协议, 韩国将向美国支付 3500 亿美元用于由美国拥有和控制的投资项目, 这些项目将由特朗普作为总统亲自选定。此外, 韩国将购买 1000 亿美元的液化天然气 (LNG) 或其他能源产品, 并同意投入一大笔资金用于其投资目的。韩国将全面开放与美国的贸易, 接受包括汽车、卡车和农业等在内的美国产品。美国将对韩国征收 15% 的关税, 而美国不会被征收关税。

3) 7月30日,美国白宫表示,美国总统特朗普签署了一项公告,宣布对几类进口铜产品征收关税。自8月1日起对进口半成品铜产品(例如铜管、铜线、铜棒、铜板和铜管)及铜密集型衍生产品(例如管件、电缆、连接器和电气元件)普遍征收50%的关税。

4) 7月31日,白宫表示,美国总统特朗普已签署行政令,将对加拿大的关税税率从25%上调至35%,新关税将于8月1日生效。

5) 7月31日,美国总统特朗普签署行政令,确定了对多个国家和地区征收的“对等关税”税率,具体税率从10%至41%不等。

6) 美国6月核心PCE同比升2.8%,高于预期;环比升0.3%。二季度劳工成本环比升0.9%,高于预期。6月个人支出环比升0.3%,略低于预期。

7) 美国7月ISM制造业PMI为48,预期49.5,前值49,低于预期。

8) IMF于7月29日发布《世界经济展望》更新报告,小幅上调今明两年全球经济增长预期,预计2025年和2026年分别增长3%和3.1%。

9) 日本央行维持基准利率在0.5%不变,符合市场预期。日本央行称,2025-2027财年核心CPI预期中值分别为2.7%、1.8%和2.0%,5月份预期为2.2%、1.7%和1.9%。

(信息来源:同花顺、Wind、央视新闻)

6.2.国内市场资讯

1) 习近平在生态环境保护大会上指出,中国正加快绿色低碳发展,生态建设处于关键期。需统筹发展与保护、攻坚与协同、“双碳”目标与自主行动等关系。强调打好污染防治攻坚战、推进绿色转型、提升生态系统韧性、守住生态安全底线,建设美丽中国。

2) 7月31日,国务院总理李强主持召开常务会议,强调要落实党中央经济决策,巩固回升势头,深化改革,防范风险,保障安全。会议审议通过“人工智能+”行动意见,推动AI规模化应用与经济深度融合。会议还部署个人消费与服务贷贴息政策,降低融资成本,提振消费和市场活力。

3) 7月28日至29日,国务院副总理何立峰与美国财政部长贝森特、贸易代表格里尔在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。双方就经贸关系和宏观政策等议题深入交流,确认延续此前共识,并将暂停的关税和反制措施延长90天。

4) 7月31日,国家发展改革委召开通报会,强调要落实党中央决策,扎实推进下半年改革发展,稳就业、促消费、扩内需,确保全年目标完成,为“十五五”开局打好基础。会议提出,要加强形势研判,谋划“十五五”规划,激发投资与民间活力,推进“人工智能+”、低空经济等新质生产力,建设统一大市场,扩大开放,推动绿色转型,促进区域协调发展,保障能源与产业链安全。

5) 8月1日,国家发改委表示将推进全国统一大市场建设,深化要素市场化改革,完善电力和数据市场,推动交通一体化。将治理无序竞争,规范招投标和招商行为,清理市场准入壁垒。

6) 全国工信主管部门召开会议,部署下半年八项重点工作:稳增长、促消费、强产业链、推动科技创新、培育新兴产业、治理内卷、提升标准、化解风险。

7) 中国人民银行部署下半年重点工作,实施适度宽松货币政策,强化金融支持实体经济。推进改革开放、防控金融风险、稳步推进人民币国际化与市场制度建设。全面加强党的建设,深化巡视整改,提升金融治理和服务效能。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

6.3.政策面

1)《促进农产品消费实施方案》印发，提出推进全链条协同监管，试行产地准出分类监管制度，推进产地准出与市场准入衔接，部省统筹开展风险监测。

2)《育儿补贴制度实施方案》印发，自 2025 年 1 月 1 日起，对合法生育的 3 周岁以下婴幼儿每年发放 3600 元补贴，发至满 3 周岁。2025 年 1 月 1 日前出生、未满 3 岁的，按月折算补发。

3)两部门发文恢复征收国债等债券利息收入的增值税。财政部、税务总局公告，自 2025 年 8 月 8 日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对在该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在 2025 年 8 月 8 日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。

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
08-04	22:00	美国	6 月全部制造业:新增订单(百万美元)	647665	
08-04	22:00	美国	6 月耐用品:新增订单(百万美元)	343678	
08-04	22:00	美国	6 月耐用品新增订单:季调:环比(%)	16.51	
08-05	17:00	欧盟	6 月欧元区:PPI:同比(%)	0.3	
08-05	22:00	美国	7 月 ISM 非制造业 PMI	50.8	
08-07	待定	中国	7 月外汇储备(亿美元)	33174.22	
08-07	待定	中国	7 月出口金额:当月同比(%)	5.9	4.5
08-07	待定	中国	7 月进口金额:当月同比(%)	1.1	0.3
08-07	待定	中国	7 月贸易差额(亿美元)	1147.51	
08-09	09:30	中国	7 月 PPI:同比(%)	-3.6	-3.37
08-09	09:30	中国	7 月 CPI:同比(%)	0.1	-0.25

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