



政治局会议定调经济政策，非农数据爆冷海外市场动荡

——鑫元周观点（2025.07.28-2025.08.03）

一、核心观点

宏观方面，7月制造业PMI为49.3，较上月下行0.4pct，制造业淡季特征显现，主要的支撑在于反内卷相关行业，但需求端尤其内需整体上形成拖累。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；依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理。海外方面，7月美国新增非农就业数据超预期回落至7.3万（预期10.4万），且前值大幅下修，5月新增就业从14.4万下修为1.9万，6月从14.7万下修为1.4万，前两个月数据累计下修25.8万，是2020年5月后最大的下修幅度，市场对美国经济衰退担忧增加。联储公布7月FOMC决议，美联储维持利率在4.25-4.5%水平不变，符合预期。Waller与Bowman两位理事在本次会议上投下反对票，认为应降息25bps。这种联储内部对议息结果的分歧自1993年以来首次出现。

权益市场方面，美联储对美国经济下行数据的承受度较高，不会因为短期就业数据影响而改变，维持9月和11月年内两次降息的预测。国内继续维持货币宽松的判断，10Y中债收益率下行的位置大致在1.65附近。美国总量经济内部库存下行和需求下降，就业数据反复下修，表明美国经济整体处于高位但景气下行的软着陆预期，造成非美总量分子也同步出现均值回归。国内财政托底政策的作用进一步显现，化债和经济去地产化明确进入尾声，对于产能过剩行业更多采用限制新增产能的供给侧政策，有利于稳定商品价格，支撑PPI价格。

本周权益策略建议维持中性仓位。在上周策略中强调了市场风偏快速提升受阻，在上周下半周出现了下跌：一方面是包括前期推荐的金融、CPO+PCB、医药和稀土和部分反内卷受益行业，累积了一定的涨幅；另一方面是受到海外非美总量分子均值回归的影响。目前的下跌是短期调整，并不是一个趋势性下跌的开始。配置策略：哑铃策略。行业选择：1）稳定类红利资产（含H股）配置不变，包括保险、券商、银行、石油石化、煤炭、电信运营商。2）短期建议：减持高波动的持仓品种；可适当买入短期波动下降且基本面有一定支撑的行业，例

如医药生物、稀土等。3) 在市场调整期内，坚决避免追涨杀跌，降低交易磨损。关注中报业绩超预期的行业。4) 反内卷政策以供给侧逻辑为主，因此要找自身需求刚性的行业。

固收市场方面，上周债市围绕中美贸易谈判、7月份PMI数据以及政治局会议交易，随着政治局会议以及中美贸易谈判并未给出超预期内容，在PMI数据预期回落以及跨月资金平稳的支撑下，债市开启修复行情。全周来看，债市收益率整体下行，10y国债一度重回1.7%下方，其中30y、10y、1y国债收益率分别变化-2bp、-2bp、-1bp收于1.95%、1.71%、1.37%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y期限利差分别变化0bp、-2bp收于24bp、33bp。上周是超级宏观周，经历了中美贸易谈判、政治局会议、美联储议息会议等重要事件，随着宏观不确定的落地，债市情绪回暖，基本修复此前半数跌幅。回顾本轮风险偏好的上行驱动因素，主要来自反内卷下盈利周期见底预期、股债性价比到达极值分位以及海外宏观的边际向上力量，而随着政治局会议落地后反内卷的情绪修正以及美国7月份非农数据的大幅降温，预期风险偏好将见顶回落。对于债市而言宏观情绪暂缓，那么此前调整所形成的低点，在动量效应的作用下，短期预计仍有修复空间。至于上周五政府债增值税调整，我们认为这反而有助于机构短期抢筹从而推动债市下破关键点位。整体来看，目前基本面未变、债市利多环境仍在，随着新老券的融合、利差的逐步收窄，征税更多的是放大短期波动，中长期债牛格局未变。

二、宏观动态

(一) 国内宏观

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。

当地时间7月28日至29日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及贸易代表格里尔在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。根据会谈共识，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。何立峰表示，下一步，双方应继续按照两国元首通话重要共识，充分发挥好中美经贸磋商机制作用，不断增进共识、减少误解、加强合作，进一步深化对话磋商，不断争取更多双赢结果。

财政部、税务总局公告，自 8 月 8 日起，对新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对 8 月 8 日之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券及 8 月 8 日之后续发行部分的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。

央行部署下半年重点工作提到，继续实施好适度宽松的货币政策，抓好各项货币政策的执行，畅通货币政策传导，提升货币政策实施效果。强化利率政策执行和监督。加大“两重”“两新”等重点领域的融资支持力度。支持化解重点产业结构性矛盾。加快拓展贸易项下人民币使用。

我国宏观政策将持续发力、适时加力。国家发改委将报批加快设立投放新型政策性金融工具，推动民营企业更多参与国家重大项目建设。研究制定纵深推进全国统一大市场建设行动方案。依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理。加快制定一批放宽市场准入特别措施，培育发展新动能。

国家网信办约谈英伟达，要求其就对华销售的 H20 算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料。近日，英伟达算力芯片被曝出存在严重安全问题。此前，美议员呼吁要求美出口的先进芯片必须配备“追踪定位”功能。美人工智能领域专家透露，英伟达算力芯片“追踪定位”“远程关闭”技术已成熟。

国务院常务会议审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，大力推进人工智能规模化商业化应用，推动人工智能在经济社会发展各领域加快普及、深度融合。会议部署实施个人消费贷款贴息政策与服务业经营主体贷款贴息政策，更好激发消费潜力、提升市场活力。

国新办召开新闻发布会介绍，今年初步安排育儿补贴资金预算 900 亿元左右，8 月 31 日前各地全面开放育儿补贴的申领，支付宝、微信等第三平台将开通申领入口。地方此前补贴标准高于国家基础标准的，按规定做好评估和备案工作后，可以继续执行。

国家统计局数据显示，6 月规模以上工业企业利润同比下降 4.3%，同比降幅较 5 月有所收窄，以装备工业为代表的新动能行业利润增长较快，“两新”政策带动效果持续显现。1-6 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 34365 亿元，同比下降 1.8%。

国家育儿补贴制度实施方案正式公布，从 2025 年 1 月 1 日起，每孩每年发放育儿补贴 3600 元，至其年满 3 周岁。对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿，无论一孩、二孩、三孩，均可申领育儿补贴。对 2025 年 1 月 1 日之前出生、不满 3 周岁的婴幼儿，按应补贴月数折算计发补贴。各地可以在 8 月下旬陆续开放申领育儿补贴。

（二）海外宏观

美国 7 月非农就业人数仅仅增加 7.3 万人，创 9 个月最低，远不及预期的 11 万人。此外，前两个月的数据合计大幅下修 25.8 万。7 月失业率小幅升至 4.2%。最新非农就业数据表明，美国劳动力市场已不仅仅是“温和放缓”，而是“急速刹车”，或引发新一轮衰退担忧。数据公布后，交易员完全消化美联储 10 月降息的情景。

美联储上周五表示，理事库格勒将在其任期结束前离职，于 8 月 8 日正式生效。库格勒的提前退出可能会动摇目前围绕美联储主席鲍威尔的继任进程的时间表。在美国总统特朗普推动降低利率之际，这给他创造了美联储一个重要的职位空缺，也给未来美联储主席任命带来了些许不确定性。

美东时间 7 月 31 日，特朗普宣布，美国与墨西哥的关税协议将延长 90 天，即墨西哥将继续支付 25% 的芬太尼关税、25% 的汽车关税以及 50% 的钢铁、铝和铜关税。此外，美国将对加拿大的关税从 25% 提高至 35%，更高的关税将于 8 月 1 日生效，为逃避加拿大 35% 的关税而转运的货物将被征收 40% 的转运关税。

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。

美国总统特朗普宣布 8 月 1 日起对进口半成品铜等产品征收 50% 关税。公告显示，将自 8 月 1 日起对进口半成品铜产品及铜密集型衍生产品普遍征收 50% 的关税。白宫表示，铜输入材料（例如铜矿石、精矿、铈铜、阴极铜和阳极铜）和铜废料不受“232 条款”或对等关税约束。

美国总统特朗普再度“逼宫”美联储主席鲍威尔，称现在必须“大幅”降低利率。若不降息，美联储理事会应“接手掌管”，采取每个人都知道必须采取的行动。特朗普表示，美联储理事会内部存在“强烈的异议声”，“只会愈演愈烈”。

美国与欧盟达成 15% 税率关税协议。美国总统特朗普表示，该协议将对大多数输美欧洲商品征收 15% 的关税，其中包括汽车。特朗普表示，欧盟将比此前增加对美国投资 6000 亿美元，欧盟将购买美国军事装备，并将购买 7500 亿美元的美国能源产品。

美国白宫发表声明称，美国总统特朗普签署了一项行政命令，暂停对低价值货物的最低

限度免税待遇。声明称，自 8 月 29 日起，通过国际邮政网络以外的方式寄送的价值等于或低于 800 美元且原本符合最低限度免税条件的进口货物将被征收所有适用关税。

美国总统特朗普向全球 17 家最大的制药公司发送了信函，其中包括礼来、诺和诺德和辉瑞，敦促其将美国新药价格削减至其他特定国家支付的最低水平。特朗普要求各公司立即降低向医疗补助计划(Medicaid)收取的现有药品价格，并保证未来推出的药品价格与海外价格相当。

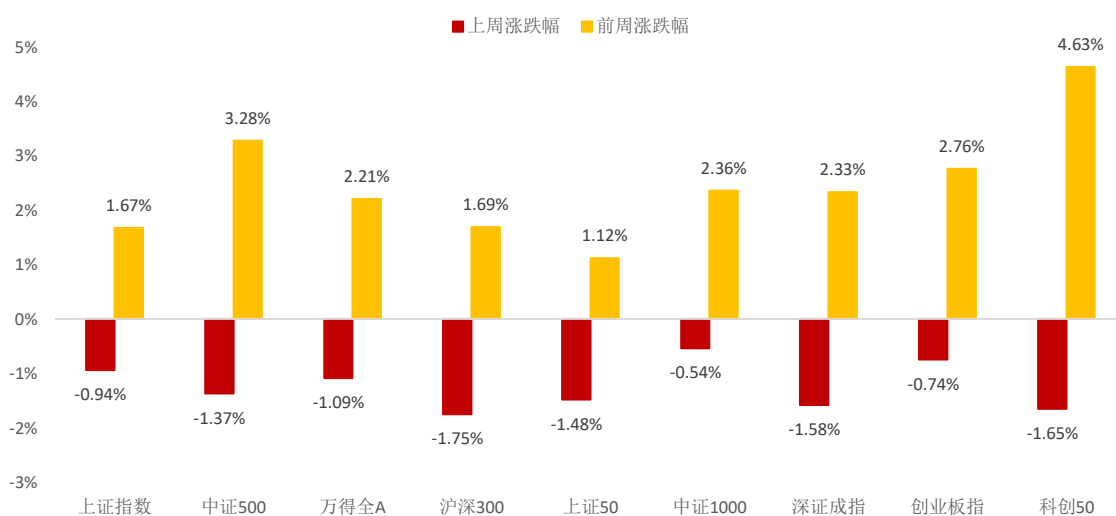
美国国务卿鲁比奥称，总统特朗普对于等待俄罗斯采取行动结束俄乌冲突的耐心正逐渐消退。鲁比奥表示，尽管与普京保持着良好的互动和通话，但始终未能取得实质进展，这让特朗普越来越感到挫败。鲁比奥认为总统已明确表达了“现在到了必须采取行动的时刻”这一立场。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数悉数下跌。截至 8 月 1 日，沪深 300 下跌 1.75%，跌幅居前。从行业板块看，上周医药生物、通信、传媒领涨，煤炭、有色、房地产领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

2025/8/1	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
----------	--------	------	--------	---------	--------	--------

上证指数	15.4	↓	0.16	46.9	↓	2.56	79.1%	92.2%	89.6%
深证成指	26.7	↓	1.60	58.6	↓	10.52	59.3%	68.9%	58.2%
上证 50	11.3	↓	0.13	54.9	↓	1.97	81.6%	83.6%	77.9%
沪深 300	13.1	↓	0.39	50.9	↓	7.38	69.6%	75.3%	69.3%
中证 500	30.2	↓	0.49	54.3	↓	1.48	67.3%	93.5%	91.1%
中证 1000	41.0	↓	0.26	59.8	↓	0.65	59.8%	83.3%	82.8%
创业板指	33.6	↓	1.19	17.2	↓	1.96	18.9%	31.7%	36.5%
科创 50	143.4	↓	2.79	99.3	↓	0.44	99.3%	99.3%	99.2%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/8/1	同比前周变化		历史以来	同比前周变化		10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	17.5	↓	0.54	5.60%	↓	1.51	5.6%	9.4%	12.9%
基础化工(申万)	26.5	↓	0.37	54.31%	↓	1.89	54.3%	86.0%	80.8%
钢铁(申万)	38.8	↓	0.93	80.22%	↓	0.25	80.2%	99.6%	99.4%
有色金属(申万)	20.5	↓	0.99	21.24%	↓	2.02	21.2%	35.7%	49.0%
电子(申万)	56.1	↑	0.12	76.75%	↑	0.27	76.7%	94.2%	92.2%
家用电器(申万)	14.1	↓	0.28	27.83%	↓	5.06	27.8%	30.6%	30.4%
食品饮料(申万)	20.7	↓	0.43	16.59%	↓	2.39	16.6%	7.6%	10.4%
纺织服饰(申万)	25.9	↓	0.58	55.59%	↓	3.39	55.6%	73.1%	68.4%
轻工制造(申万)	28.9	↓	0.43	51.70%	↓	1.40	51.7%	82.4%	75.9%
医药生物(申万)	39.1	↑	1.12	67.49%	↑	7.73	67.5%	80.8%	75.8%
公用事业(申万)	18.4	↓	0.35	26.61%	↓	4.94	26.6%	25.9%	33.0%
交通运输(申万)	16.2	↓	0.54	41.76%	↓	6.51	41.8%	50.7%	63.0%
房地产(申万)	41.4	↓	1.49	98.77%	↓	0.90	98.8%	97.9%	97.2%
商贸零售(申万)	39.0	↓	0.95	83.98%	↓	1.72	84.0%	97.0%	95.9%
社会服务(申万)	44.7	↑	0.08	43.92%	↑	0.29	43.9%	48.0%	28.7%
综合(申万)	44.5	↓	0.34	44.75%	↓	0.66	44.7%	57.8%	42.1%

建筑材料(申万)	29.2	↓	0.70	79.97%	↓	0.58	80.0%	99.5%	99.3%
建筑装饰(申万)	11.5	↓	0.30	63.80%	↓	2.62	63.8%	91.8%	99.3%
电力设备(申万)	31.5	↓	0.90	29.80%	↓	5.09	29.8%	50.1%	46.2%
国防军工(申万)	85.0	↑	0.05	73.60%	↓	0.09	73.6%	99.8%	99.7%
计算机(申万)	87.8	↓	0.16	94.35%	↓	0.12	94.3%	99.6%	99.5%
传媒(申万)	44.4	↑	0.37	62.43%	↑	0.71	62.4%	89.5%	87.6%
通信(申万)	36.6	↑	0.93	41.32%	↑	3.29	41.3%	62.2%	75.6%
银行(申万)	6.7	↓	0.05	68.40%	↓	1.96	68.4%	74.2%	82.9%
非银金融(申万)	15.3	↓	0.37	36.62%	↓	6.92	36.6%	48.1%	56.1%
汽车(申万)	26.5	↓	0.66	69.50%	↓	2.51	69.5%	54.3%	37.4%
机械设备(申万)	33.8	↓	0.29	67.47%	↓	0.79	67.5%	93.9%	96.1%
煤炭(申万)	12.9	↓	0.63	68.22%	↓	4.28	68.2%	98.7%	98.8%
石油石化(申万)	16.8	↓	0.56	47.39%	↓	2.18	47.4%	76.1%	82.4%
环保(申万)	25.3	↓	0.54	56.43%	↓	1.28	56.4%	94.8%	98.8%
美容护理(申万)	38.7	↓	1.33	54.82%	↓	2.94	54.8%	51.2%	35.2%

数据来源：Wind、鑫元基金

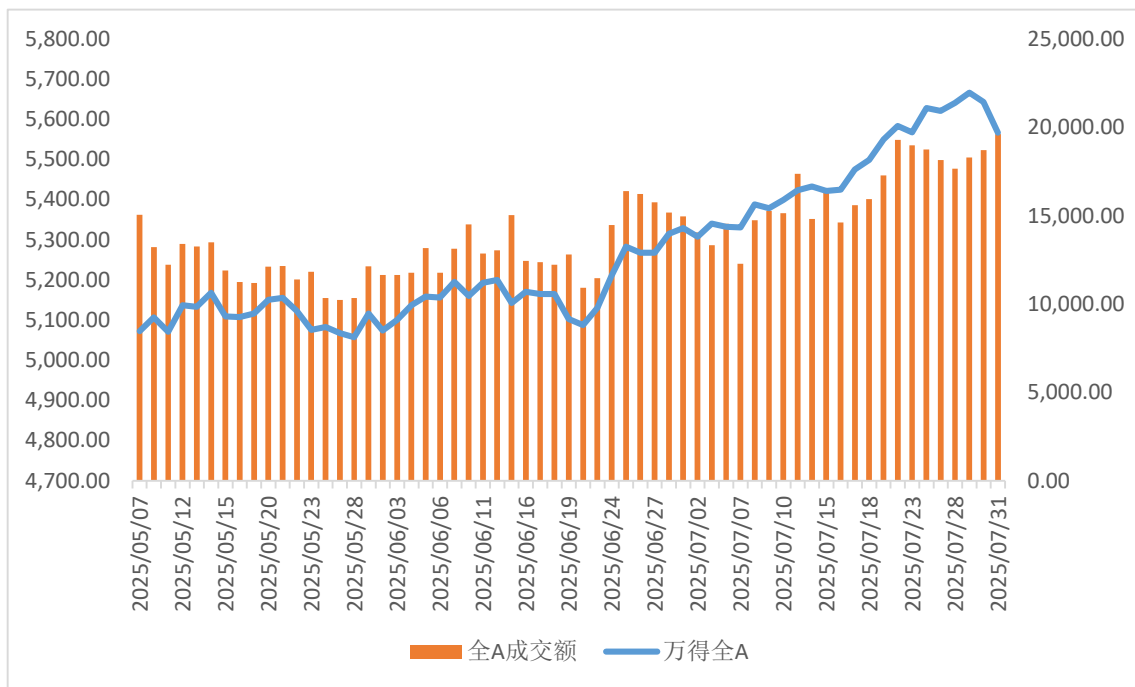
上周各宽基指数估值和行业指数估值上下不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50% 分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周医药生物、通信、传媒估值上行最多，房地产、美容护理、有色下行最多。当前房地产、计算机、商贸零售、钢铁、建筑材料板块估值处于历史较高水平；农林牧渔、食品饮料、有色金属、公用事业、家用电器板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全A换手率的角度看，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，国防军工，机械，计算机的拥挤度较高。

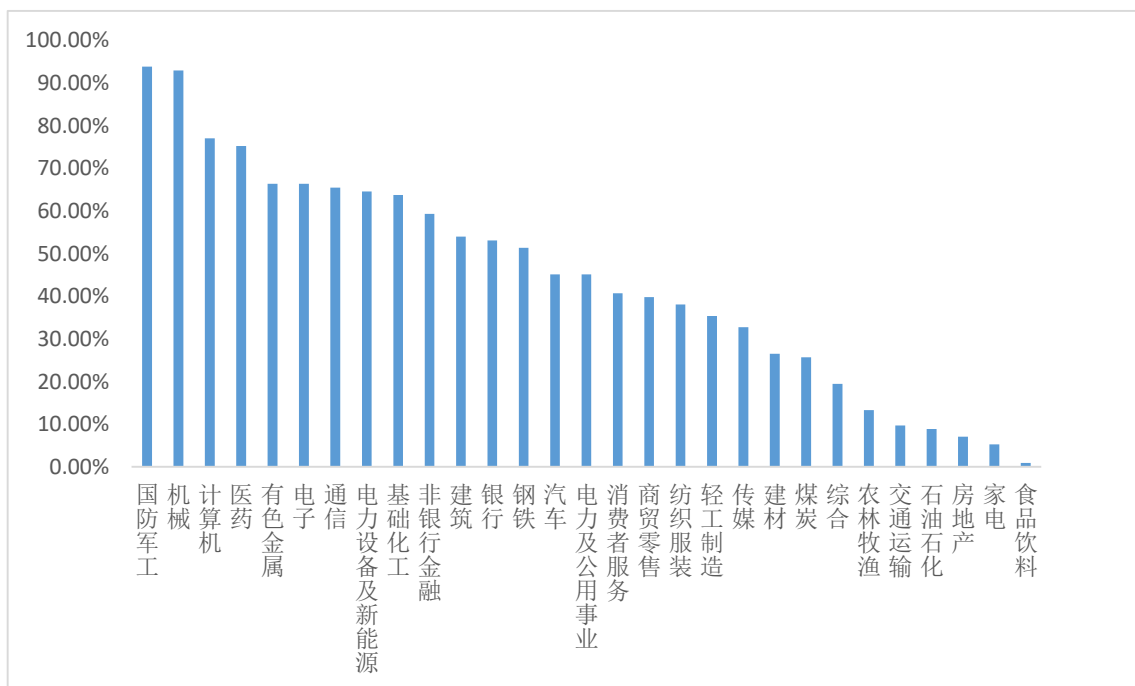
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.88%，处于历史 73.29% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



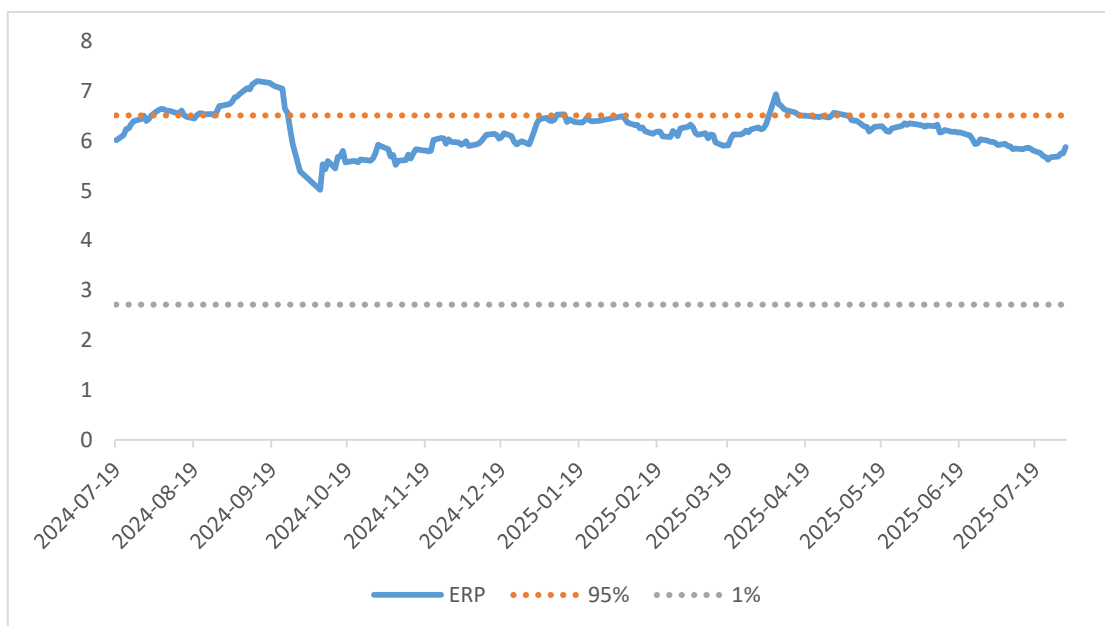
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

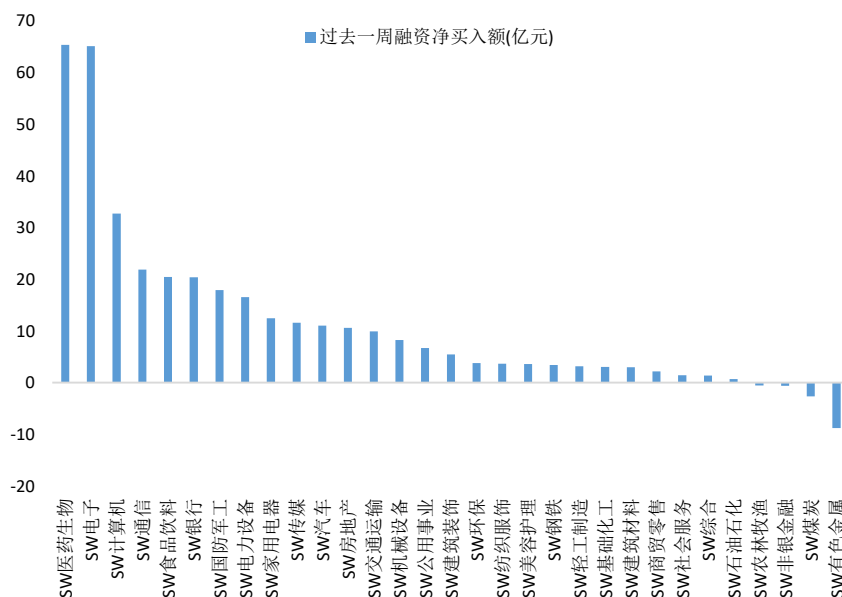


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

7月30日，两融资金占比为10.39%，7月24日为10.45%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至8月1日，上周融资净买入的前三行业为医药生物、电子、计算机。

图：上周两融资金行业流向（亿元）



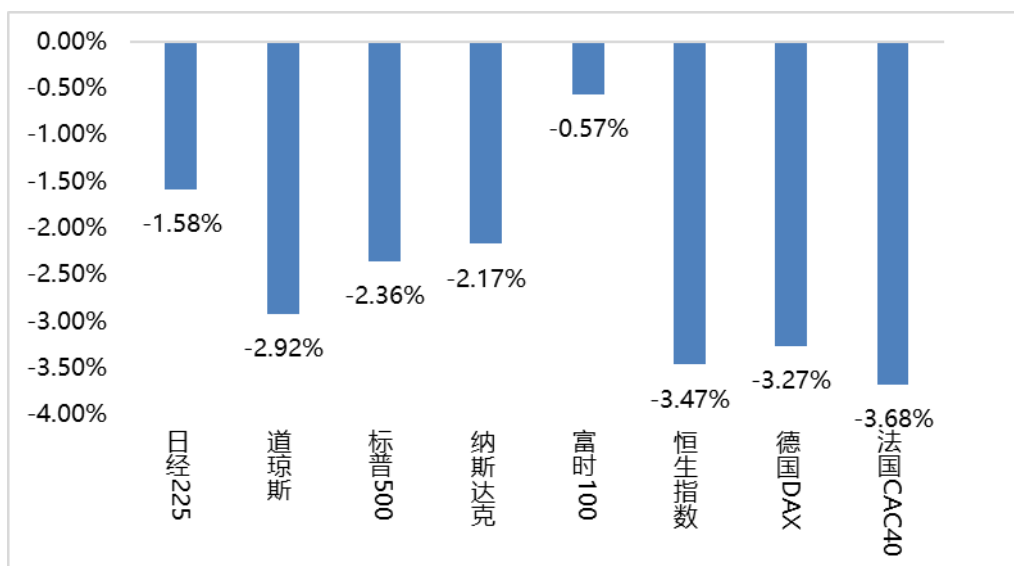
数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体下行。美国股市方面，道指下跌2.92%，标普500下跌2.36%，纳指下

跌 2.17%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 3.27%，英国富时 100 下跌 0.57%，法国 CAC40 下跌 3.68%；亚太股市方面，日经指数下跌 1.58%，恒生指数下跌 3.47%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

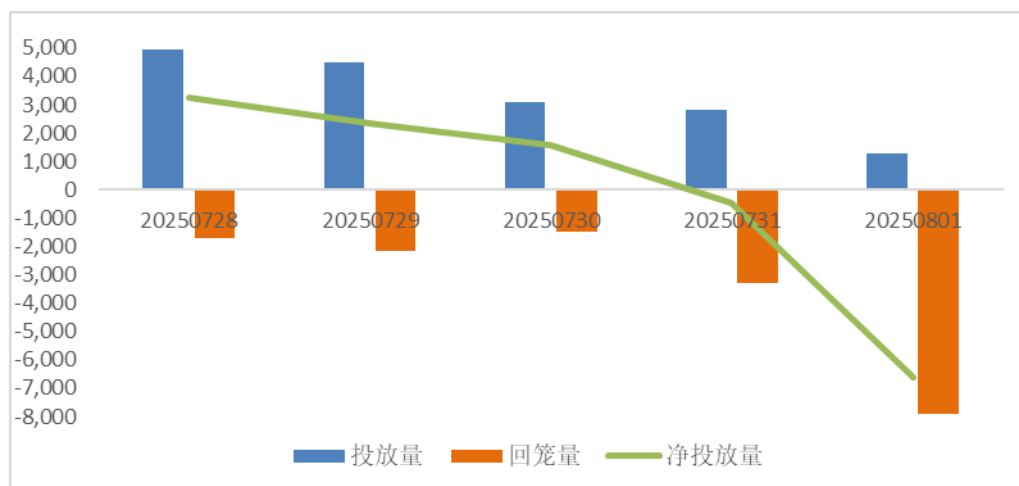


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行共开展 16632 亿元 7 天期逆回购操作，因有 16563 亿元 7 天期逆回购到期，整体实现净投放 69 亿元

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 4130 亿元，地方政府债计划发行 1655 亿元，整体净缴款 3390 亿元。

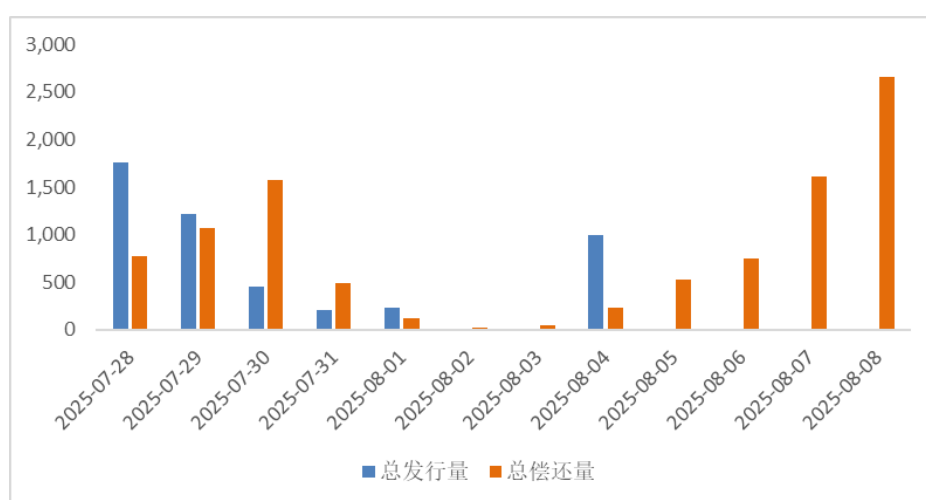
图：8 月 4 日-8 月 8 日政府债发行缴款

单位：亿元

	8月4日		8月5日		8月6日		8月7日		8月8日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	47	0	385	2050	316	0	547	2080	359
到期	0	212.56	0	109	0	190.64	800	285.91	0	159.64
缴款	1803	0	0	47	0	385	2050	316	0	547
净缴款	1590		-62		194		1280		388	

同业存单发行：本周（8月4日-8月8日）存单到期 5838 亿元，较前一周的 4035 亿元有所提升，后续一周（8月11-15日）存单到期量将大幅提升至 9000+亿元。整体来看，8月存单全月到期规模为 3.1 万亿元，到期压力大于 7 月的 2.8 万亿元。

图：同业存单到期与发行



回购市场：跨月前夕，央行逆回购连续大额净投放，资金面逆势转松。上周一至上周三（28-30日）单日逆回购净投放均在千亿以上（分别为 3251、2344、1585 亿元），资金价格连续下台阶，隔夜利率回落至 OMO 利率以下，R001 较上周初大幅下行 19bp 至 1.36%；7 天

资金价格同样走低，R007 下行 8bp 至 1.61%。

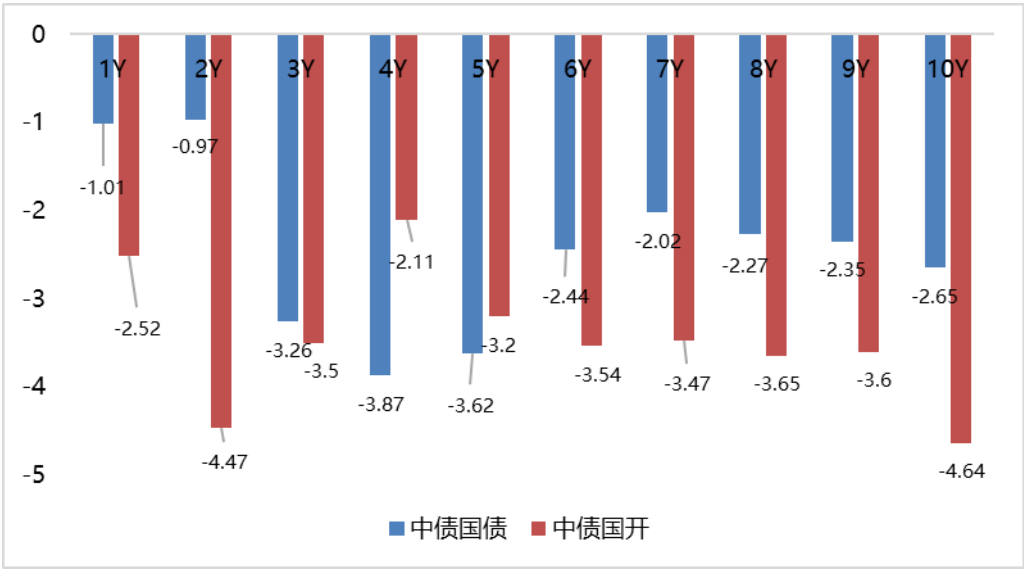
跨月当日，央行“超预期”缩量续作（净回笼 478 亿元），资金面依然维持均衡，隔夜资金价格虽有抬升，但幅度弱于季节性，R001 单日上行 20bp 至 1.56%，增幅为历史同期低位（2022-24 年同期隔夜利率上行幅度分布在 23-48bp 区间）；7 天资金利率 R007 则继续下行 3bp 至 1.58%。进入 8 月，资金面转松，隔夜利率迅速回落，R001、DR001 分别收至 1.35%、1.31%，7 天资金利率也下行至 1.40% 水平，R007、DR007 分别报 1.49%、1.42%。

整体来看，央行呵护之下，跨月周资金价格维持平稳，R001、DR001 周均值较前周明显回落，分别下行 5、7bp，DR007 也小幅下行 1bp，R007 则在跨月的影响下小幅抬升，上周均值环比上行 3bp。

票据利率：临近月末，规模因素主导市场，一方面，大行配置情绪带动中小行跟随，买盘报价逐步下调，卖盘谨慎压价出票，票价整体呈现下降走势。另一方面，随着供需力量的变换，日内票价跌宕起伏，出现急跌急涨的行情，票据利率波动性明显增大。跨月后，市场交投活跃度减弱，托收票及跨年票收口较多，报价有所上调，卖盘出票谨慎，供需博弈下，票价高开。

（三）债券市场

图 12：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	7.17	12.35	13.73	21.95
环比	-2.25	-0.36	0.97	18.08
年初以来	-13.81	1.28	-1.79	-8.45
2016年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016年以来平均值	25.49	15.32	18.43	47.14
2016年以来分位数	9.34%	29.36%	25.81%	22.06%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差

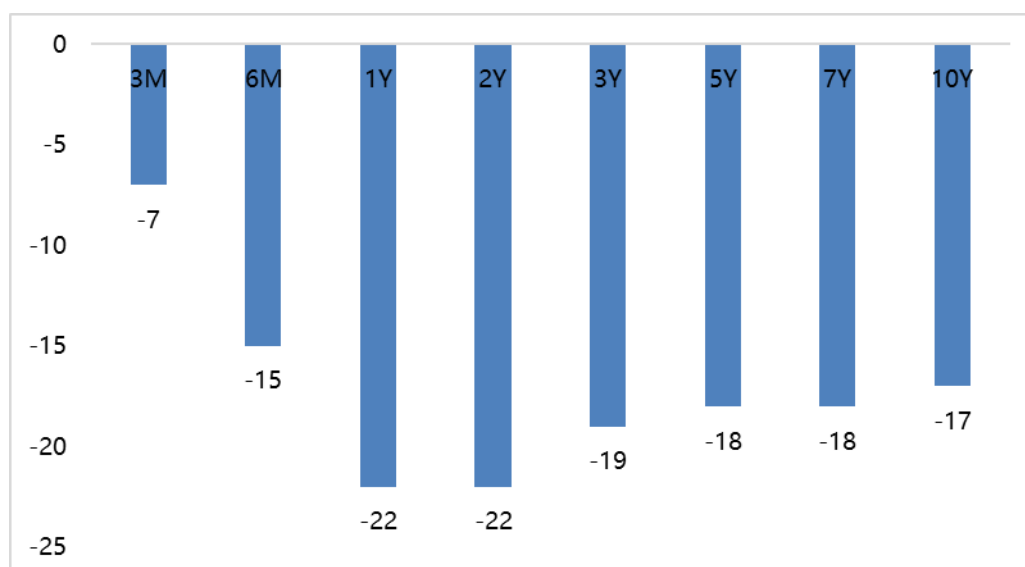
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	20.32	20.47	21.54	21.67	28.86
环比	-1.62	-0.49	0.52	-3.58	-0.24
年初以来	-12.02	-14.76	-15.72	-11.97	-16.26
2016年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016年以来平均值	44.47	35.71	38.13	42.29	43.71
2016年以来分位数	2.09%	7.01%	7.63%	3.84%	10.88%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 1.01BP 至 1.3734，3 年期下行 3.26BP 至 1.4451，5 年期下行 3.62BP 至 1.5686，10 年期下行 2.65BP 至 1.7059。

长期限高等级票据信用利差整体收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.62BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.49BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.52BP。

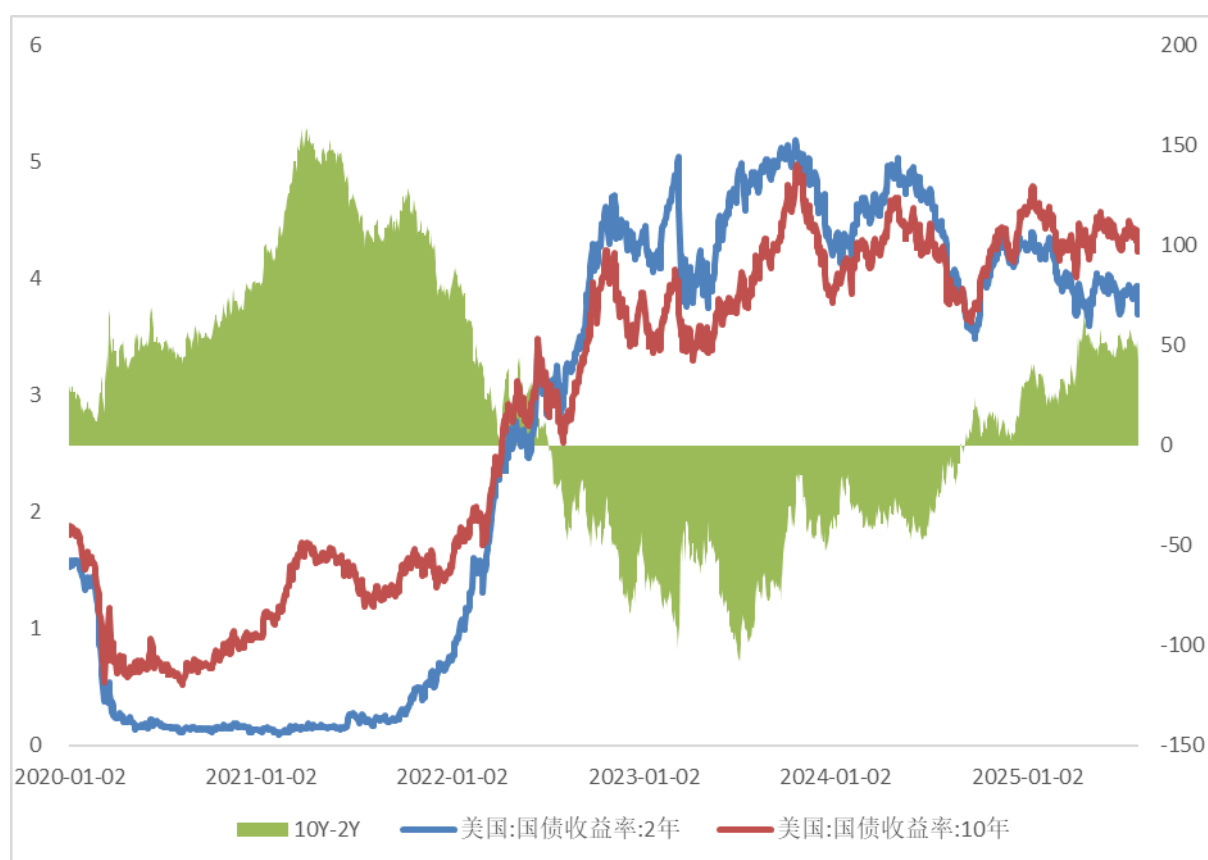
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体下行。上周 10 年期美债收益率下行 17BP，10 年期国债收益率下行 2.65BP，中美利差倒挂程度收窄。全周来看，1 年期美债收益率下行 7BP，3 年期美债收益率下行 19BP，10 年期美债收益率下行 17BP。

图 14：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率整体贬值。上周美元指数上行 1.04%，在岸人民币汇率整体贬值，中间价贬值 0.11%，即期汇率贬值 0.60%，离岸人民币汇率贬值 0.35%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	98.69	7.1496	7.2106	7.1929
对照日期	97.6701	7.1419	7.1679	7.1681
涨跌	1.04%	-0.11%	-0.60%	-0.35%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，7 月制造业 PMI 为 49.3，较上月下行 0.4pct，制造业淡季特征显现，主要的支撑在于反内卷相关行业，但需求端尤其内需整体上形成拖累。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；依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。海外方面，7 月美国新增非农就业数据超预期回落至 7.3 万（预期 10.4 万），且前值大幅下修，5 月新增就业从 14.4 万下修为 1.9 万，6 月从 14.7 万下修为 1.4 万，前两个月数据累计下修 25.8 万，是 2020 年 5 月后最大的下修幅度，市场对美国经济衰退担忧增加。联储公布 7 月 FOMC 决议，美联储维持利率在 4.25-4.5%水平不变，符合预期。Waller 与 Bowman 两位理事在本次会议上投下反对票，认为应降息 25bps。这种联储内部对议息结果的分歧自 1993 年以来首次出现。7 月制造业生产指数 50.5%，较上月下降 0.5 个百分点；新订单指数 49.4%，较上月下降 0.8 个百分点。制造业供需皆有所下行，生产端韧性强于需求端。原材料库存指数 47.7%，较上月下行 0.3pct；产成品库存指数 47.4%，较上月下行 0.7pct，单月制造业呈现出一定的主动去库状态。7 月政治局会议与前几次会议相比，本次会议对当前国内经济形势判断更为乐观。会议指出，我国“主要经济指标表现良好，新质生产力积极发展”，“经济展现强大活力和韧性”，要“用好发展机遇、潜力和优势，巩固拓展经济回升向好势头。”与前次会议相比，本次会议在经

济形势研判部分删去了“外部冲击影响加大”的表述。短期政策或更重细化落实，增量政策空间有限。本次会议对于宏观政策总基调的表述由去年 7 月的“持续发力，更加给力”调整为“持续发力，适时加力”。7 月以来“反内卷”政策升温，但会议措辞较为温和。美国劳工部上周五（8 月 1 日）发布数据显示，7 月新增非农就业 7.3 万，低于预期 10.4 万。失业率 4.2%，与预期（4.2%）持平，高于前值（4.1%）。时薪环比 0.3%，预期 0.3%，前值 0.2%。7 月 FOMC 声明对经济活动修改很少，主要是提及净出口对 25H1 增长的扰动，并判断 25H1 经济活动温和放缓（moderated）。鲍威尔在会后的新闻发布会上发言继续维持谨慎，但认为关税对通胀传导较慢，劳动力市场逐步走弱。

（二）权益市场展望和策略

美联储对美国经济下行数据的承受度较高，不会因为短期就业数据影响而改变，维持 9 月和 11 月年内两次降息的预测。国内继续维持货币宽松的判断，10Y 中债收益率下行的位置大致在 1.65 附近。美国总量经济内部库存下行和需求下降，就业数据反复下修，表明美国经济整体处于高位但景气下行的软着陆预期，造成非美总量分子也同步出现均值回归。国内财政托底政策的作用进一步显现，化债和经济去地产化明确进入尾声，对于产能过剩行业更多采用限制新增产能的供给侧政策，有利于稳定商品价格，支撑 PPI 价格。

本周权益策略建议：

1、仓位：维持中性仓位。在上周策略中强调了市场风偏快速提升受阻，在上周下半周出现了下跌：一方面是包括前期推荐的金融、CPO+PCB、医药和稀土和部分反内卷受益行业，累积了一定的涨幅；另一方面是受到海外非美总量分子均值回归的影响。目前的下跌是短期调整，并不是一个趋势性下跌的开始。

2、配置策略：哑铃策略。

3、行业选择：1）稳定类红利资产（含 H 股）配置不变，包括保险、券商、银行、石油石化、煤炭、电信运营商。2）短期建议：减持高波动的持仓品种；可适当买入短期波动下降且基本面有一定支撑的行业，例如医药生物、稀土等。3）在市场调整期内，坚决避免追涨杀跌，降低交易磨损。关注中报业绩超预期的行业。4）反内卷政策以供给侧逻辑为主，因此要找自身需求刚性的行业。

（三）债券市场展望和策略

相较于股市易受情绪影响，债市交易基本面为主。当前市场对于债市的方向相对明确，即中长期在基本面弱修复、资产荒延续、货币宽松预期下，债牛趋势未改，主要的分歧在于

短期节奏。国内基本面变化方面，在历经 6 月份超预期的出口以及金融数据后，债市将开始逐步交易三季度经济数据，预计主线将逐步从“强预期”切换至“弱现实”。重点关注信贷冲量是否会重新见顶回落，我们认为 6 月份超预期的金融数据的驱动因素主要来自财政以及海外。往后看，一方面政府发债节奏将逐步放缓，另一方面美国非农数据超预期回落重新修正需求向上现实，而美国降息以及大美丽法案也要等到四季度落地，那么在关税以及美国补库透支效应影响下，出口预计会重新回落，那么三季度债市就存在较强的做多驱动。政策方面，7 月政治局会议体现的是对部分行业恶性竞争下普遍亏损的纠偏，执行层面短期减产限产的概率要高于去产能，很难支持价格持续性回升，因此前期反内卷情绪驱动下过热的商品价格重新被拉回现实，国内再通胀的进程依然有待中长期规划的落地。回过头去看债市，按照“政策底-市场底-经济底”的方向去看，我们整体处在从市场底到经济底阶段，那么债市就不存在反转基础，并且经济回升有赖宽货币的进程，债市中期做多逻辑依然稳固。但不可否认的是随着政策带来基本面的转变正逐步积累并慢慢改变市场预期，利率特别是长端下行空间可能已经有限。后续等到美国货币及财政双驱动落地，预计国内出口仍能维持较高韧性。那么只要国内地产处在弱平的状态，基本面对利率下行的驱动效应是在下降的。

策略层面，随着近期政策层开始关注并尝试解决当前国内企业有量没利润的状态，如果去年“924”是政策态度的拐点，而今年“反内卷”则是政策方向的拐点，既然商品市场的政策底已经出现，那么 PPI 距离底部的空间也不会太远，因此弱现实更多的对债市起到支撑而并非驱动下行。当前国内经济最后也是最为关键的堵点在于如何实现温和的再通胀，当然运动式减产、限产等措施有助于价格短期回升，但更长期的持续回升需要看到中期的行业整合、长期的地方激励机制的优化等措施。上周落地的生育补贴的信号意义要高于实际意义，表明政策层已开始采用直接补贴至居民部门的方式解决需求端疲软的现实，后续关注是否会提高最低工资标准的方式打通企业端利润至居民端收入的传导路径，这是私人部门信用周期起来的关键。至于股债跷跷板效应，国内股市有非常明显的政策周期带动情绪周期的特征，小周期 2-3 个月跟随政治局会议、两会，中周期跟随五年规划，本轮股市上行周期自 5 月开始也延续了 2 个多月，后续下行周期见底也要等到 9 月底政治局会议，也是临近十五五规划的披露窗口，那么在此期间股债跷跷板应该是有利于债市的。因此我们认为近期的情绪或供给冲击是提供波段操作的买点，当市场节奏重新切回弱现实，建议在市场波动中逢调整买入，窄幅波动下逢调整加仓及靠近前低后的止盈操作胜率较高，进一步突破需要看到央行态度的变化。中长期看，中美之间长期经济结构的不平衡注定了两国贸易谈判短期只能缓和但无法和

解，而特朗普带来的中美脱钩加剧国内长期缺乏需求的现实，那么即便超长端利率已临近前低，其配置价值属性会高于其交易价值属性，更何况特朗普反复的政策可以作为风险对冲的底部仓位，而剩余仓位可根据风险偏好配置短端以控制久期。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。