



国内经济修复稳中有进，财政托底作用进一步显现

——鑫元周观点（2025.08.4-2025.08.10）

一、核心观点

宏观方面，国内经济延续稳中有进的修复节奏，物价表现企稳回升，外贸展现一定韧性，政策保持稳增长的导向。7月CPI同比持平，环比回升，核心CPI连续三个月上行，消费端逐步复苏；PPI环比降幅有所收窄，生产端压力略有缓解。海外方面，美国对印度加征50%关税的举措加剧美印贸易摩擦，美印关系若持续恶化或对世界地缘政治格局产生深远影响；美联储官员表示未来几个月可能进行政策调整，通胀与就业压力将继续考验货币政策路径。

权益市场方面，上周海外和国内的流动性以及经济基本面，暂无新增边际变化。上周美元指数回落到【96-100】区间的中枢位置，10Y美债收益率也有所上修，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。美国经济软着陆预期，海外分子处于中性状态，即AI结构性景气负责“软”，美国其他经济部门负责“着陆”。国内化债和经济去地产化进入尾声，反内卷的供给侧政策有利于稳定商品价格，支持PPI价格回升。国内财政托底政策的作用正在进一步显现。

策略上，本周建议维持中性仓位。之前结构性分子景气+国内总量分母宽松的品种（例如CPO+PCB、创新药、CXO等）出现高波动，需要一定的时间进行缩量降波。上周市场资金向哑铃的两端做进一步集中，一端是向红利类资产集中，另一端是向小市值品种做下沉。本周市场会继续演绎这样的集中化。配置策略建议哑铃策略。行业选择方面：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）观察上周提及的高波动品种是否接近完成降波；继续建议逢低加仓稀土、以及钴锂等为主的能源金属。3）目前向哑铃两端做集中化，并不是主观机构资金较为适应的交易区间，建议尽可能避免追涨杀跌，努力降低交易磨损。4）关注中报业绩超预期的行业；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，上周债市围绕增值税调整、股债跷跷板以及进出口数据交易，尽管周内股债跷跷板效应仍存，但影响逐步钝化，资金宽松下行债市积蓄韧性，市场情绪谨慎等待上周五地方债及国债发行落地，在央行买断式逆回购呵护下，债市逐步消化增值税调整影响。

全周来看，在资金面维持宽松的态势下，债市呈现牛陡走势，10y 国债低点徘徊 1.685%附近，其中 30y、10y、1y 国债收益率分别变化 1bp、-2bp、-2bp 收于 1.96%、1.69%、1.35%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 3bp、1bp 收于 27bp、34bp。上周债市重回政策面的平静期，随着权益市场趋势上行至年内高点并转为震荡，对债市情绪压制有所缓解。市场主要扰动来自增值税调整，预计边际影响机构配置逻辑，新券脉冲可能使得债市在税制变化的纠结中存在结构性压力，短期或放大波动。上周公布的进出口数据整体超预期，但随着抢进口后美国阶段性补库的放缓，以及转口关税的落地，预计外需对国内经济的支撑将见顶回落。本周重点关注金融数据以及美国 CPI 数据。一个是直接反映信贷需求，另一个则影响全球市场风险偏好，在市场环境偏友好的情况下债市或可进行左侧博弈。

二、宏观动态

（一）国内宏观

新华社发文解码如何理解“增强国内资本市场的吸引力和包容性”。文中指出，针对包容性增强会否造成 IPO 大规模扩容的担忧，监管部门将继续严把发行上市入口关，做好逆周期调节，不会出现大规模扩容的情况。证监会未来将进一步全面深化资本市场改革开放，统筹推进投融资综合改革和投资者权益保护，着力巩固资本市场回稳向好势头。

国家统计局发布通胀数据。7 月份，扩内需政策效应持续显现，居民消费价格指数（CPI）环比由上月下降 0.1%转为上涨 0.4%，同比持平，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅连续 3 个月扩大。受季节性因素叠加国际贸易环境不确定性影响，工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降 0.2%，国内市场竞争秩序持续优化，环比降幅比上月收窄 0.2 个百分点，7 月 PPI 同比下降 3.6%。

北京进一步优化住房限购政策，符合条件的家庭在五环外不再限制购房套数。同时，从四方面加大住房公积金支持力度，包括：调整公积金贷款首套房认定范围，上调二套房公积金贷款额度并统一最低首付款比例，提高每缴存公积金一年可贷额度，支持公积金“可提可贷”。

标普决定维持中国主权信用评级“A+”和展望“稳定”不变。财政部回应表示，标普报告对中国经济增长韧性和债务管控成效高度认可，体现了对中国经济向好前景的信心。下半年，中国宏观政策将持续发力、适时加力，同时保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性。

海关统计发布 7 月进出口数据。7 月份，我国货物贸易进出口总值 3.91 万亿元，同比增长 6.7%，增速比 6 月加快 1.5 个百分点，创年内新高。其中，出口 2.31 万亿元，增长 8%；

进口 1.6 万亿元，增长 4.8%，连续两个月增长。前 7 个月，我国货物贸易进出口总值 25.7 万亿元，同比增长 3.5%。

央行等七部门联合印发金融支持新型工业化指导意见，坚持分类施策、有扶有控，推动产业加快迈向中高端，防止“内卷式”竞争。《意见》明确，到 2027 年建成适配制造业高端化、智能化、绿色化发展的成熟金融体系，推动贷款、债券、股权等工具联动发力。

（二）海外宏观

美国总统特朗普发文称，将与俄罗斯总统普京于 8 月 15 日在阿拉斯加州举行会晤，美俄在乌克兰问题上已“非常接近”达成协议。俄罗斯总统助理乌沙科夫表示，普京和特朗普会谈的重点是实现乌克兰长期和平的方案，在阿拉斯加会晤之后，普京与特朗普的下一次会晤将在俄罗斯境内举行。

美国总统特朗普称，印度不仅在大量购买俄罗斯石油，而且将其中很大一部分在公开市场上转售，赚取巨额利润。特朗普签署行政命令，对来自印度的商品加征 25% 的额外关税，从而使印度面临的总关税税率达到 50%，以回应印度继续“直接或间接进口俄罗斯石油”。此外，特朗普称，将对芯片和半导体加征约 100% 的关税，但如果在美国建厂，将无需缴纳关税。

在美国总统特朗普决定对印度商品征收 50% 的关税后，印度已暂停购买美国新武器和飞机的计划。印度国防部长原本计划在未来几周访问华盛顿，宣布部分采购计划，但这一行程已被取消。

美国总统特朗普签署行政令，允许私募股权、房地产、加密货币等另类资产进入 401K 退休储蓄计划，为这些行业打开约 12.5 万亿美元退休账户资金的大门。

OpenAI 正式发布 GPT-5。GPT-5 是 OpenAI 的首个“统一”人工智能模型，它融合了 o 系列模型的推理能力与 GPT 系列的快速响应优势。OpenAI 称，GPT-5 已在 OpenAI 的免费和付费层级中推出，它将使 ChatGPT 在写作、编码和回答健康相关问题等任务上表现更出色。该公司还表示，它将有助于防止这个广受欢迎的聊天机器人频繁产生幻觉，以及在无法回答问题时欺骗用户。

美国总统特朗普再次批评鲍威尔降息太迟，称可能很快宣布美联储新任主席。他已将潜在的未来美联储主席范围缩小到四名候选人，包括前美联储理事凯文·沃什、白宫国家经济委员会主任凯文·哈西特，但不包括美国财长贝森特。美国财长贝森特正在领导寻找下一任美联储主席人选，团队将扩大美联储主席人选的筛选范围，新的候选人包括前圣路易斯联储

主席詹姆斯·布拉德和前乔治·W·布什顾问马克·苏默林。

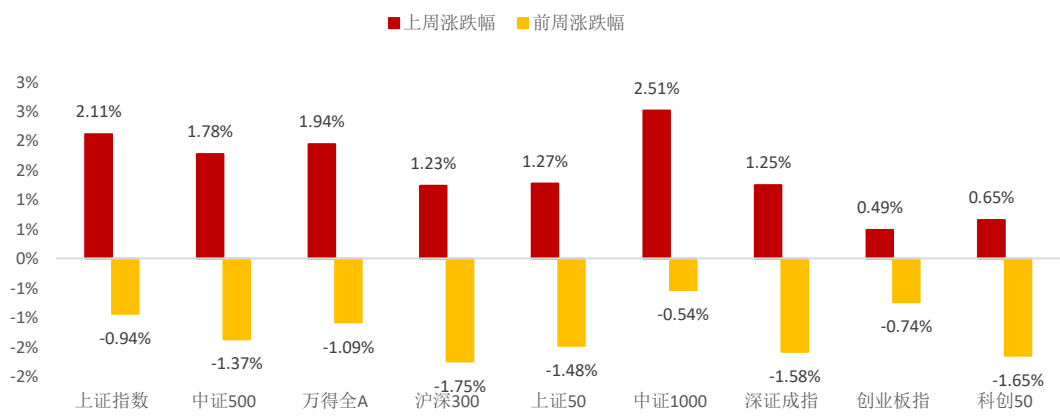
美联储戴利称，未来几个月可能需要调整政策。劳动力市场已经走软，进一步放缓将不受欢迎。关税不太可能以一种需要货币政策予以对冲的方式持续推高通胀。需要重新校准货币政策，以应对影响美联储目标的各种风险。不能等到完全明朗才采取行动。美联储还有很多工作要做才能将通胀率降至 2%。

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 股宽基指数悉数上涨。截至 8 月 8 日，中证 1000 涨 2.51%，涨幅居前。从行业板块看，上周**有色金属、机械、国防军工**领涨，**医药、消费者服务**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	8/8/2025	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	15.7	↑ 0.27	49.2	↑ 4.32	83.4%	95.3%	93.5%
深证成指	27.0	↑ 0.31	59.9	↑ 2.13	61.5%	71.9%	62.0%
上证 50	11.5	↑ 0.19	56.7	↑ 2.75	84.4%	86.7%	82.1%
沪深 300	13.3	↑ 0.19	53.9	↑ 3.98	73.5%	78.9%	73.0%

中证 500	30.5	↑	0.27	55.4	↑	0.92	68.2%	93.8%	91.5%
中证 1000	42.1	↑	1.05	62.9	↑	3.00	62.9%	87.0%	86.0%
创业板指	33.8	↑	0.18	17.6	↑	0.33	19.2%	32.3%	37.2%
科创 50	139.0	↓	4.42	97.3	↓	1.91	97.3%	97.3%	97.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	8/8/2025	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)	17.9	↑ 0.44	7.09%	↑ 1.48	7.1%	11.9%	16.3%
基础化工(申万)	27.1	↑ 0.58	57.30%	↑ 3.00	57.3%	87.0%	82.2%
钢铁(申万)	39.8	↑ 0.96	80.48%	↑ 0.27	80.5%	99.8%	99.8%
有色金属(申万)	21.7	↑ 1.18	23.90%	↑ 2.65	23.9%	40.1%	54.8%
电子(申万)	57.0	↑ 0.91	78.23%	↑ 1.48	78.2%	95.4%	93.8%
家用电器(申万)	14.4	↑ 0.34	33.82%	↑ 5.99	33.8%	37.9%	39.7%
食品饮料(申万)	20.8	↑ 0.13	17.36%	↑ 0.77	17.4%	8.7%	12.0%
纺织服饰(申万)	27.0	↑ 1.12	60.94%	↑ 5.35	60.9%	77.5%	72.2%
轻工制造(申万)	29.8	↑ 0.88	55.16%	↑ 3.47	55.2%	88.0%	83.5%
医药生物(申万)	38.8	↓ 0.33	65.68%	↓ 1.80	65.7%	79.6%	74.9%
公用事业(申万)	18.7	↑ 0.31	31.21%	↑ 4.60	31.2%	32.3%	39.2%
交通运输(申万)	16.5	↑ 0.32	46.40%	↑ 4.64	46.4%	58.3%	70.1%
房地产(申万)	42.4	↑ 0.92	99.37%	↑ 0.60	99.4%	98.9%	98.5%
商贸零售(申万)	38.4	↓ 0.63	82.36%	↓ 1.62	82.4%	94.8%	92.9%
社会服务(申万)	44.6	↓ 0.03	43.88%	↓ 0.04	43.9%	48.0%	28.8%
综合(申万)	46.5	↑ 1.93	48.95%	↑ 4.21	49.0%	63.7%	50.3%
建筑材料(申万)	29.5	↑ 0.33	80.34%	↑ 0.37	80.3%	99.6%	99.5%
建筑装饰(申万)	11.7	↑ 0.20	65.75%	↑ 1.95	65.7%	93.3%	99.6%
电力设备(申万)	32.2	↑ 0.61	33.06%	↑ 3.25	33.1%	55.1%	49.2%
国防军工(申万)	90.0	↑ 5.02	74.36%	↑ 0.76	74.4%	99.9%	99.8%
计算机(申万)	87.3	↓ 0.49	94.06%	↓ 0.29	94.1%	99.3%	99.0%
传媒(申万)	45.5	↑ 1.16	65.15%	↑ 2.72	65.2%	92.4%	90.3%
通信(申万)	37.1	↑ 0.47	43.25%	↑ 1.92	43.2%	64.7%	77.5%

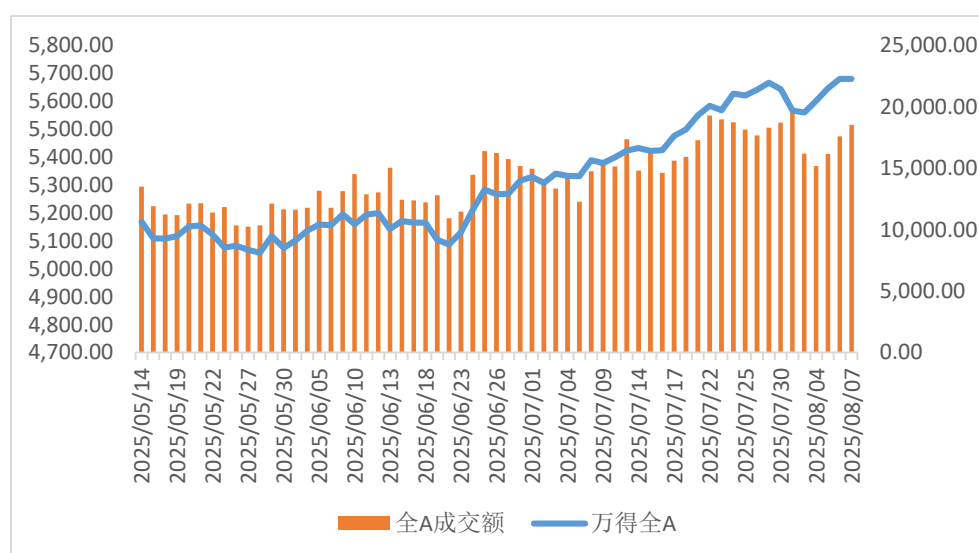
银行(申万)	6.9	↑	0.15	74.24%	↑	5.84	74.2%	79.4%	84.8%
非银金融(申万)	15.4	↑	0.09	37.94%	↑	1.32	37.9%	49.9%	57.7%
汽车(申万)	27.2	↑	0.67	72.04%	↑	2.54	72.0%	57.3%	41.5%
机械设备(申万)	35.6	↑	1.79	69.45%	↑	1.98	69.4%	96.7%	99.1%
煤炭(申万)	13.4	↑	0.47	71.88%	↑	3.66	71.9%	99.7%	99.5%
石油石化(申万)	16.9	↑	0.15	48.16%	↑	0.77	48.2%	76.8%	83.3%
环保(申万)	25.9	↑	0.66	57.87%	↑	1.43	57.9%	96.5%	99.9%
美容护理(申万)	39.3	↑	0.60	56.42%	↑	1.60	56.4%	53.0%	37.4%

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，上周国防军工、综合、机械设备估值上行最多，商贸零售、计算机、医药生物下行最多。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、电力设备板块估值处于历史较低水平。

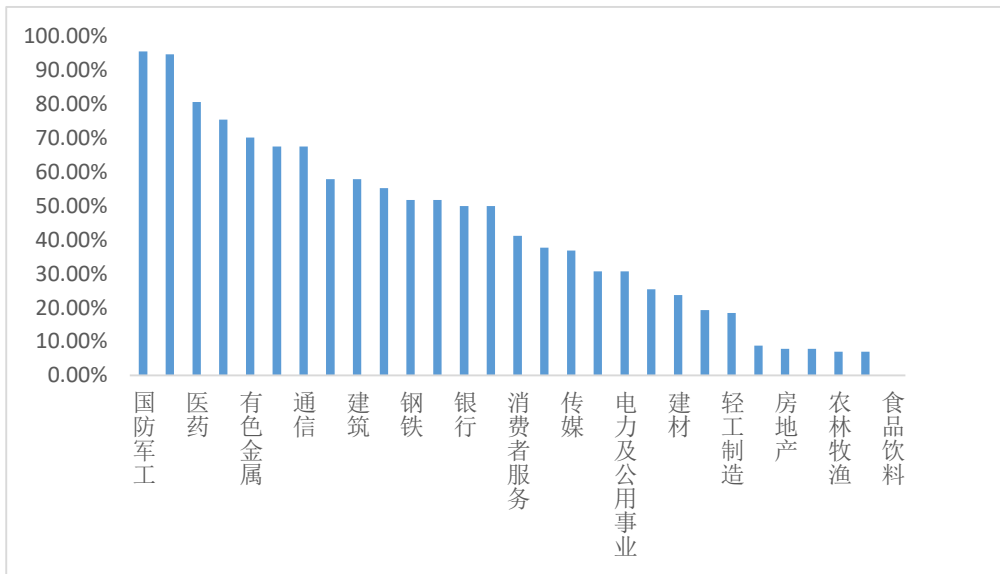
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



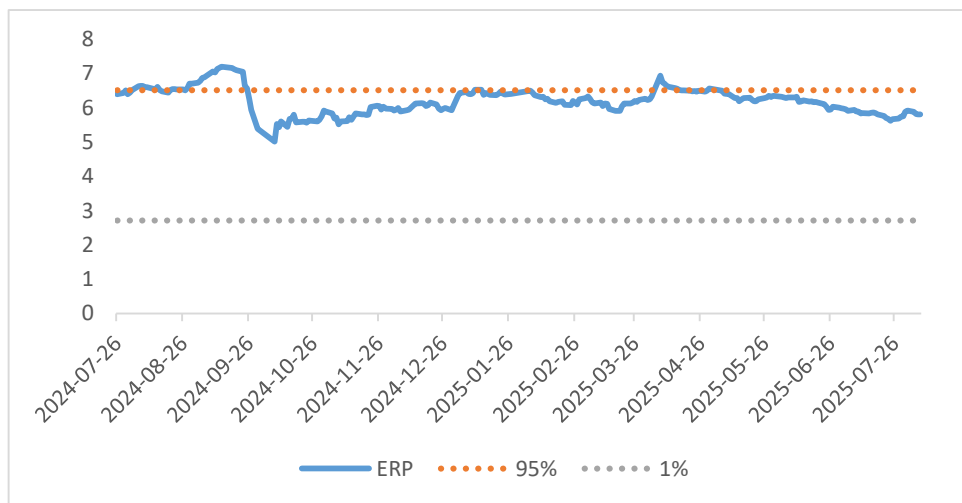
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

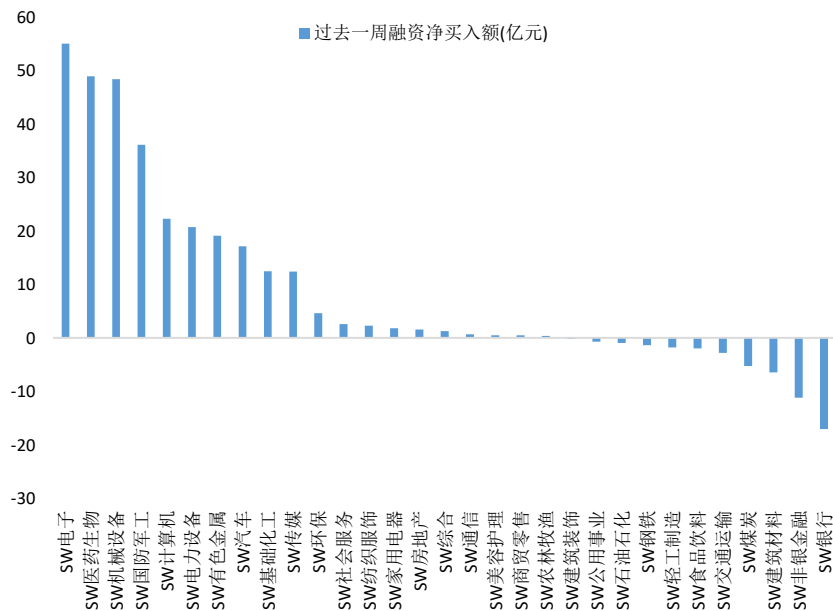
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，国防军工，机械，医药的拥挤度较高。

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 5.81%，处于历史 71.03% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

8月8日，两融资金占比为10.1%，8月1日为9.72%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至8月1日，上周融资净买入的前三行业为电子、医药生物、机械设备。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

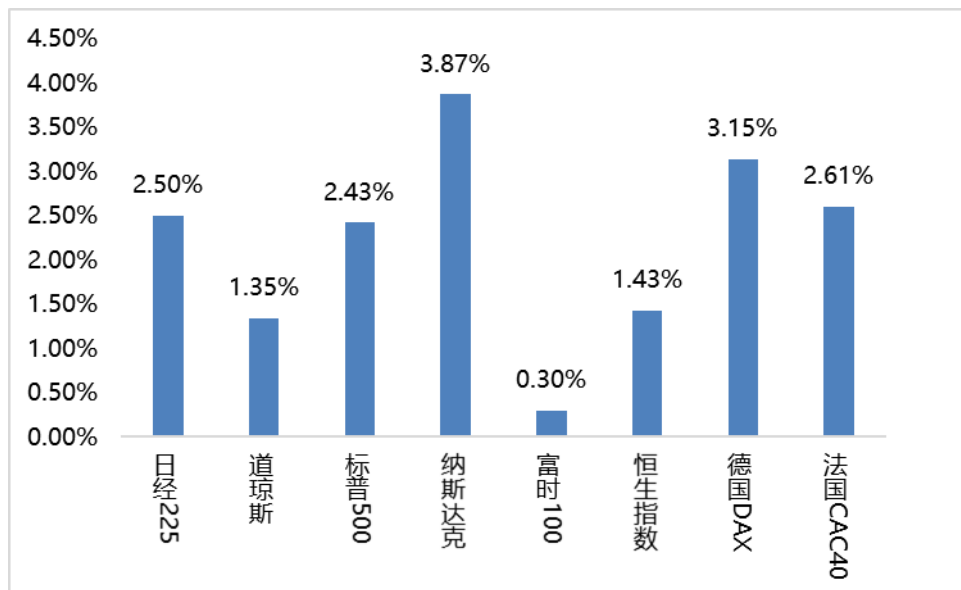


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨1.35%，标普500上涨2.43%，纳指上涨3.87%；欧洲股市方面，英国富时100上涨0.30%，德国上涨3.15%，法国上涨2.61%；亚太股市方面，日经指数上涨2.50%，恒生指数上涨1.43%。

图：上周海外主要指数涨跌

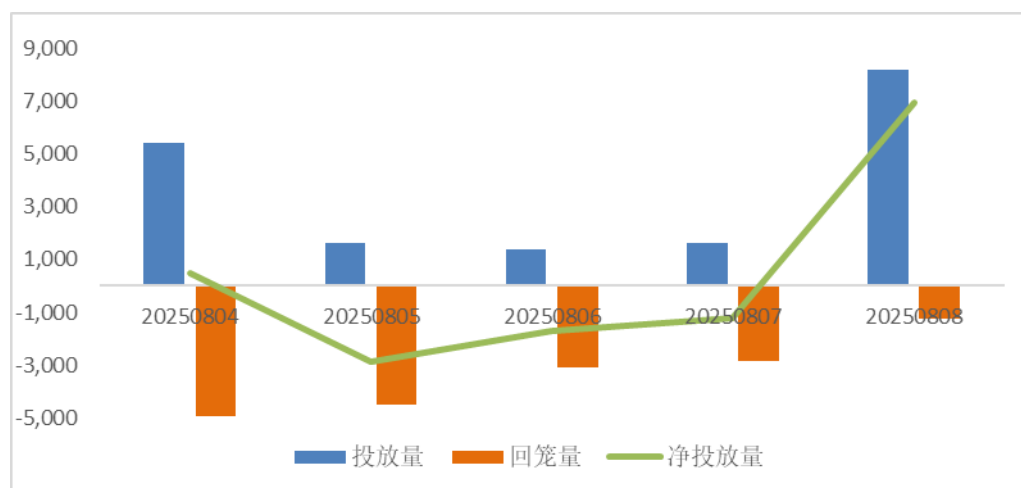


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行共开展 11267 亿元 7 天期逆回购操作和 7000 亿元买断式逆回购操作，因有 16632 亿元 7 天期逆回购到期，整体实现净投放 1635 亿元。

图：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind

政府债发行：本周国债计划发行 2600 亿元，地方政府债计划发行 914 亿元，整体净缴款 3601 亿元。

图：8 月 11 日-8 月 15 日政府债发行缴款

单位：亿元

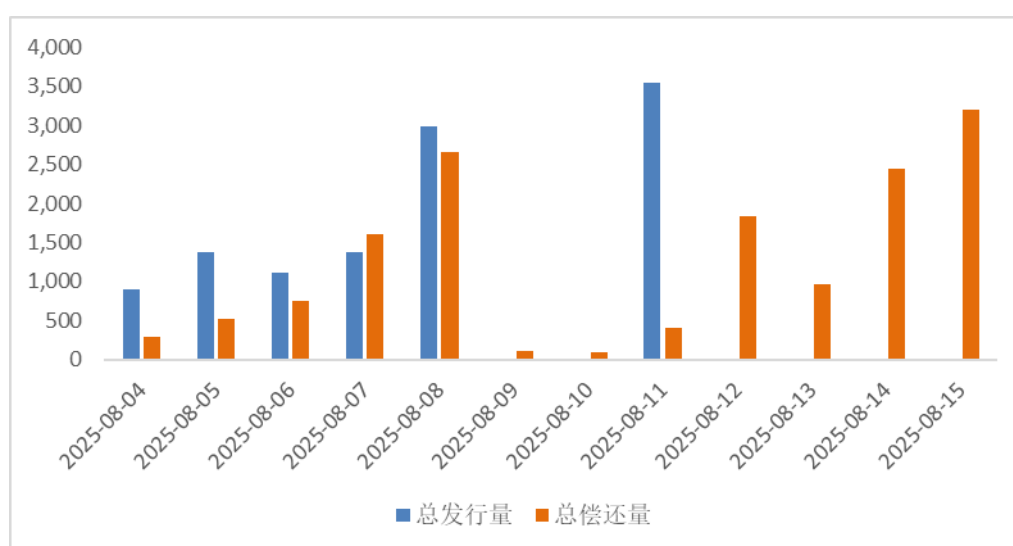
	8 月 11 日	8 月 12 日	8 月 13 日	8 月 14 日	8 月 15 日
--	----------	----------	----------	----------	----------

	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	800	175	0	367	0	0	1800	208	0	164
到期	500	95.52	0	67.64	0	99.28	956.4	308.14	0	161.41
缴款	2080	359	800	175	0	367	0	0	1800	208
净缴款	1844		907		268		-1265		1847	

数据来源：Wind

同业存单发行：本周（8月11日-8月15日）存单到期9065亿元，较前一周的5838亿元明显提升，到期压力升至年内相对高位（今年以来存单单周到期规模中枢为6070亿元）。

图：同业存单到期与发行



数据来源：Wind

回购市场：跨月第二个交易日（4日），为缓冲回笼压力，央行维持净投放490亿元。其后，随着月初流动性回归平稳，央行开始陆续回笼跨月资金，8月5-7日逆回购依次净回笼2885、1705、1225亿元。不过，资金价格依旧维持低位，隔夜利率方面，R001、DR001基本横盘于1.35%、1.31%水平，单日波幅均未超过1bp；7天资金利率R007、DR007也基本围绕1.47%、1.45%中枢震荡。

上周四下午5点，央行公告将开展7000亿元3个月（91天）买断式逆回购操作，到期量4000亿，净投放3000亿元，再度释放显性呵护信号。此外，本月还有5000亿元6个月买断式回购即将到期，参考过往两月央行操作习惯，在25日之前央行大概率还会进行一轮续作。

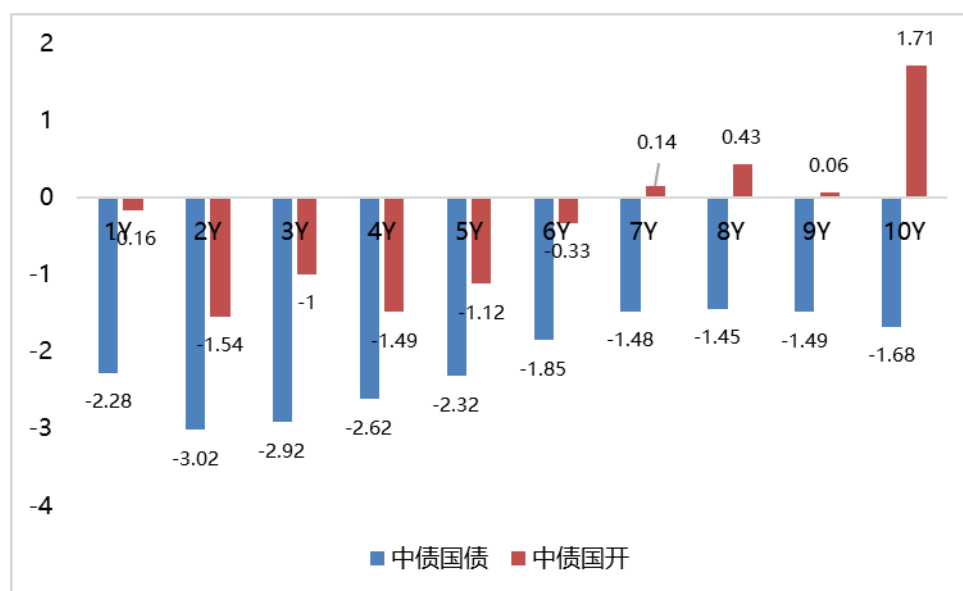
尽管上周五央行逆回购延续净回笼40亿，但随着买断式逆回购落地，资金利率破位下行，R001下行1bp至1.34%，DR001进一步贴近1.31%点位，7天资金利率下行3bp，R007、DR007分别收至1.45%、1.43%。

整体来看，跨月后资金价格自发性修复，R001、DR001 上周均值较前一周（跨月周）大幅回落，分别下行 9、6bp，R007、DR007 周均值也分别环比下行 11、8bp。

票据利率：上周票据市场先跌后涨，供需格局主导波动。上周初票源供给不足，大行连续降价收票引发买盘跟进，足月国股票价从 0.79%一路下行至 0.65%，最低触及 0.6%。上周三午盘起市场转折：卖盘出票增多，买盘需求减弱，供需情绪整体高位。上周五，票源支撑叠加买盘情绪谨慎，市场呈现供过于求，票价延续上涨行情，足月票价重回 0.7%。全周波动较大，交易情绪转换频繁。

（三）债券市场

图：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：中债国债期限利差（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	6.53	12.95	14.37	23.53
环比	-0.64	0.60	0.64	1.58
年初以来	-14.45	1.88	-1.15	-6.87
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	25.45	15.31	18.42	47.09
2016 年以来分位数	8.86%	33.13%	28.46%	23.39%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2025 年 8 月 10 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	17.51	18.63	18.81	22.41	26.93

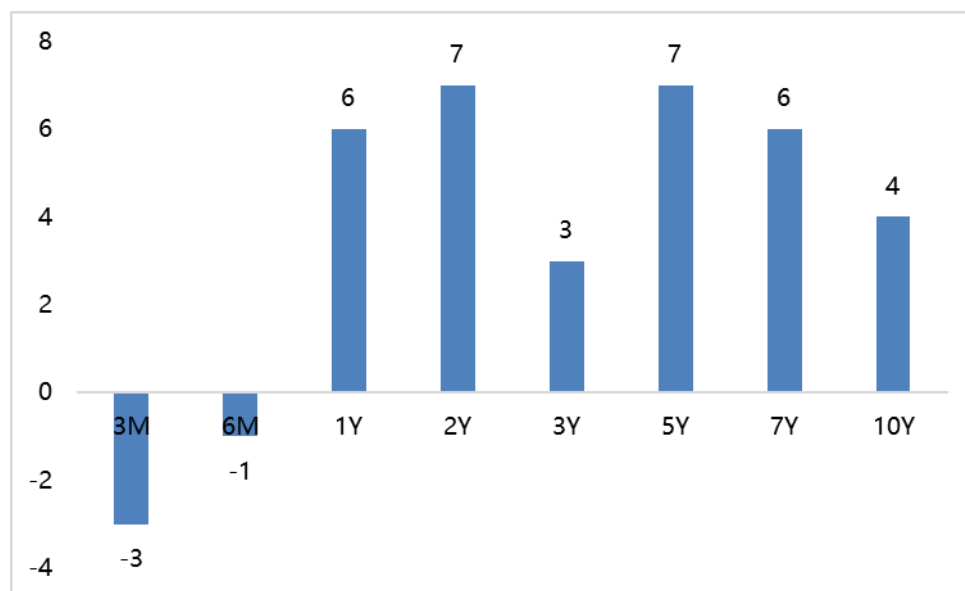
环比	-2.81	-1.84	-2.73	0.74	-1.93
年初以来	-14.83	-16.6	-18.45	-11.23	-18.19
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	44.42	35.67	38.09	42.24	43.67
2016 年以来分位数	0.79%	3.70%	4.20%	4.24%	8.70%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 2.28BP 至 1.3734，3 年期下行 3.02BP 至 1.4258，5 年期下行 2.32BP 至 1.5686，10 年期下行 1.68BP 至 1.7059。

长期限高等级票据信用利差收窄居多。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.81BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.84BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.73BP。

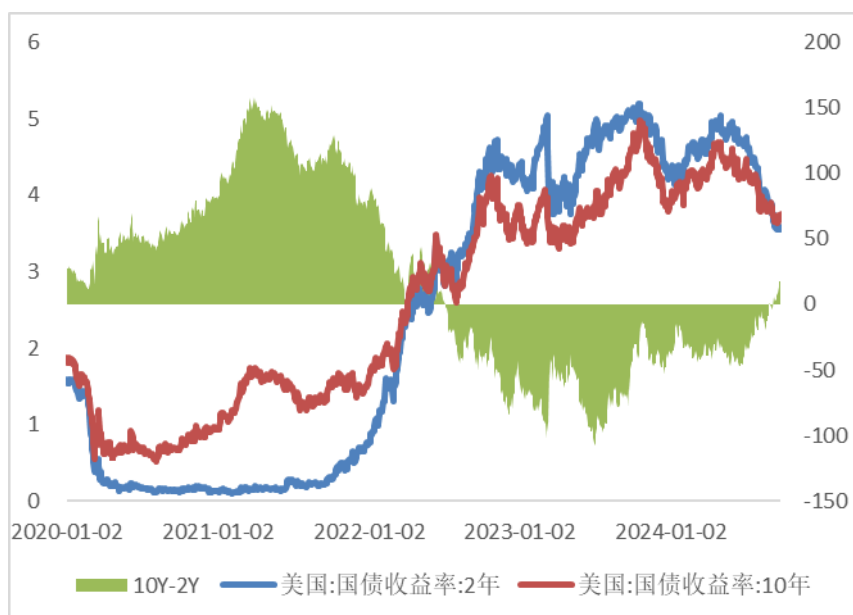
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率短期下行，长期上行。上周 10 年期美债收益率上行 4BP，10 年期国债收益率下行 1.68BP，中美利差倒挂程度扩大。全周来看，1 年期美债收益率上行 6BP，3 年期美债收益率上行 3BP，10 年期美债收益率上行 4BP。

图：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

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 0.43%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.16%，即期汇率贬值 0.39%，离岸人民币汇率贬值 0.05%。

表：上周美元及人民币汇率升贬值

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	98.267	7.1382	7.1826	7.1890
对照日期	98.69	7.1496	7.2106	7.1929
涨跌	-0.43%	0.16%	0.39%	0.05%

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，国内经济延续稳中有进的修复节奏，物价表现企稳回升，外贸展现一定韧性，政策保持稳增长的导向。7月CPI同比持平，环比回升，核心CPI连续三个月上行，消费端逐步复苏；PPI同比降幅有所收窄，生产端压力略有缓解。海外方面，美国对印度加征50%关税的举措加剧美印贸易摩擦，美印关系若持续恶化或对世界地缘政治格局产生深远影响；美联储官员表示未来几个月可能进行政策调整，通胀与就业压力将继续考验货币政策路径。

国内方面，7月CPI环比上涨0.4%，同比持平，核心CPI涨幅扩大至0.8%，显示出消费回升的迹象，尤其在食品和燃料类商品价格回升的推动下。尽管消费端逐步改善，但累计数据仍表明物价整体水平偏弱，需求复苏仍显缓慢。PPI方面，环比降幅收窄至0.2%，但同比降幅维持3.6%，工业品价格依旧面临较大压力。政策方面，央行与财政部门的稳增长政策持续落地，金融体系改革和产业政策优化相继出台，为经济稳定和恢复提供了强有力的支持。近期出台的金融支持新型工业化意见，特别强调金融工具与政策的联动，推动高端制造业和智能化产业发展，将为产业转型和经济增长提供持续动力。

国际方面，美国总统特朗普宣布对印度商品加征50%关税，主要针对印度继续从俄罗斯进口石油和天然气，认为这为俄罗斯对乌克兰的战争提供资金支持，美印关系持续处于紧张状态。美联储方面，官员表示劳动力市场的放缓可能促使美联储调整货币政策路径，未来几个月的政策走向将对全球金融市场产生重要影响。结合最新的经济数据与政策动向，未来几个月市场将面临通胀、政策和地缘政治等多重因素的考验，资产定价仍将受到外部扰动的边际影响。

（二）权益市场展望和策略

上周海外和国内的流动性，海外和国内的经济基本面，暂无新增边际变化。上周美元指数回落到【96-100】区间的中枢位置，10Y美债收益率也有所上修，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。美国经济软着陆预期，海外分子处于中性状态，即AI结构性景气负责“软”，美国其他经济部门负责“着陆”。国内化债和经济去地产化进入尾声，反内卷的供给侧政策有利于稳定商品价格，支持PPI价格回升。国内财政托底政策的作用正在进一步显现。

本周建议维持中性仓位。之前结构性分子景气+国内总量分母宽松的品种（例如CPO+PCB、创新药、CXO等）出现高波动，需要一定的时间进行缩量降波。上周市场资金向哑铃的两端做进一步集中，一端是向红利类资产集中，另一端是向小市值品种做下沉。本周市场会继续演绎这样的集中化。配置策略建议哑铃策略。行业选择方面：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）观察上周提及的高波动品种是否接近完成降波；继续建议逢低加仓稀土、以及钴锂等为主的能源金属。3）目前向哑铃两端做集中化，并不是主观机构资金较为适应的交易区间，建议尽可能避免追涨杀跌，努力降低交易磨损。4）关注中报业绩超预期的行业；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，债市整体反映基本面变化。当前债市方向明确，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，由于政治局会议增量政策有限，预计 8 月份债市重回对基本面的验证，节奏将逐步从“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，6 月以来内需整体偏弱，包括地产、基建仍然维持低位运行，耐用品消费季节性下滑，特别是二手房价格又开始拐头加速向下。二季度经济数据向上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逐步放缓，另一方面美国降息以及大美丽法案并未实际落地，抢出口更多的是改变贸易数据的节奏，并且 40%转口关税对全球经济的影响也并未开始显现，我们认为 8-9 月份的出口预计会开始回落，那么三季度债市就存在较强的做多驱动。政策方面，中美贸易谈判在达成最终协议前政策都需要留有后手安排，政策对于经济向上驱动就相对有限。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，执行层面短期采用减产限产的概率较高，但减产对价格的意义在于一次性的上修，很难支持价格持续性回升，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非驱动下行。当前国内经济的堵点在于如何实现温和的再通胀，我们期待会有行业产能整合、地方激励机制的优化等措施，这有助于价格更长期的持续回升。政策到最后都会被归结为问谁要利润的问题，无论是快递涨价、社保新规、减产限产等措施，最后都需要看到居民部门的需求回暖。此前落地的生育补贴的信号意义高于实际意义，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。上周可以看到股市情绪已开始阶段性见顶，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。考虑到债市仍将围绕“弱基本面+资金面宽松”的主线运行，我们建议寻找中段的补涨机会。

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。