

制造业景气度微升，国内流动性继续宽松

——鑫元周观点（2025.08.25-2025.08.31）

一、核心观点

宏观方面，国内方面，8月31日，国家统计局公布8月中国采购经理指数运行情况。制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月上升0.1个百分点，制造业景气水平有所改善，如期止跌，但仍处于荣枯线之下，反映当前经济仍面临企业补库偏弱、就业承压等结构性挑战。相较之下，服务业PMI不仅站稳景气区间，反弹幅度也更为可观。

权益市场方面，美联储9月降息已成一致性预期，流动性宽松，短端收益率下行；未来预期美国通胀缓慢上行，带动长债价格走软，收益率曲线进一步陡峭化。继续维持9月和11月年内两次降息的预测。国内流动性继续宽松，内部股债存在切换：股债跷跷板效应下，部分居民赎回理财、增加权益资产，权益市场流动性充裕。国内稳增长政策储备充足。本周权益策略建议：仓位维持在中高仓位。海外分母的确定性改善，叠加国内股债再平衡加速下的分母结构性宽松，权益市场仍处于流动性改善的加速段，维持看多做多。配置策略仍维持哑铃策略。行业选择上，1）稳定类红利资产（含H股）配置向券商、保险等方向集中。2）海外算力的CPO+PCB、液冷电源、国内算力芯片和云、稀土四大方向将继续呈现结构性牛市的特征；此外在美联储降息的大背景下，继续逢低加仓钴锂等为主的能源金属，以及铜铝锡等大宗工业金属。3）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，本周债市继续围绕股债相对变化交易，但机构行为趋于理性以及央行呵护流动性使得股债跷跷板效应阶段性弱化，10y国债收益率先下后上。全周来看，30y、10y、1y国债收益率分别变化6bp、0bp、0bp收于2.14%、1.78%、1.37%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y期限利差分别变化0.5bp、6bp收于30bp、47bp。本周新增信息并不多，市场依旧在演绎看股做债的逻辑，上证指数放量回踩为债市迎来喘息机会。尽管监管似乎有意对股市降温，但在赚钱效应的驱动下居民财富仍在持续涌入股市，市场调整反而成了资金的入市良机，股市仍处于趋势上行过程。周初收益率大幅下行我们认为是兑现了上周提到的保险公司下调预定利率的逻辑，长端到1.99%附近受到阻力可以基本验证这一点。考虑到当前股市强势下

机构行为难以预测，以及近期政策强度以及频率也都基本利好股市情绪，债市短期震荡偏弱，至于要不要以及何时博反弹，仍然建议关注后续央行的表态及动作，若无动作，考虑在股市上升斜率最高的时点去博反弹。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国务院发布深入实施“人工智能+”行动意见。意见明确，到 2027 年，率先实现人工智能与 6 大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 70%，智能经济核心产业规模快速增长；到 2030 年，我国人工智能全面赋能高质量发展，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 90%，智能经济成为我国经济发展的重要增长极。

商务部在国新办新闻发布会上透露，下个月，将出台扩大服务消费的若干政策措施，统筹利用财政、金融等手段，优化提升服务供给能力，激发服务消费新增量。另外，商务部与有关部门共同研究制定了《关于促进服务出口的若干政策措施》，相关文件将于近期公开印发。

《中共中央国务院关于推动城市高质量发展的意见》对外公布。意见提出，到 2030 年，现代化人民城市建设取得重要进展，适应城市高质量发展的政策制度不断完善，新旧动能加快转换，人居品质明显提升，绿色转型深入推进，安全基础有力夯实，文化魅力充分彰显，治理水平大幅提高；到 2035 年，现代化人民城市基本建成。

上海发布加快推进城中村改造工作实施意见，将群众需求迫切、城市安全和社会治理隐患多的城中村优先纳入改造范围；启动城中村改造应当征求村民意愿，镇集体经济组织在合作改造中的首次持股比例原则上不低于 10%。

中办、国办印发《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》明确，碳市场是利用市场机制积极应对气候变化、加快经济社会发展全面绿色转型的重要政策工具。到 2030 年，基本建成以配额总量控制为基础、免费和有偿分配相结合的全国碳排放权交易市场，建成全国温室气体自愿减排交易市场。

上海出台楼市新政“组合拳”：符合条件的家庭外环外购房不限套数，成年单身按照居民家庭执行住房限购政策；绿色建筑公积金贷款额度上浮 15%，公积金落实“又提又贷”政策；房贷利率层面则不再区分首套和二套房；房产税征收层面也迎来微调，本地和外地户籍政策口径更为一致。

国家发改委召开新闻发布会表示，完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制，对铁路、核电、油气管道等领域重大项目设定民间投资参股比例的最低要求；平稳有序实施消费

品以旧换新政策，做好政策接续，加快首发经济、数字消费、“人工智能+消费”等领域政策出台和实施。

国家统计局数据显示，7 月份，规模以上工业企业利润同比下降 1.5%，降幅较 6 月份收窄 2.8 个百分点，连续两个月收窄。其中，高技术制造业利润由 6 月份下降 0.9% 转为增长 18.9%，拉动全部规模以上工业企业利润增速较 6 月份加快 2.9 个百分点，引领作用明显。

商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢率团于 8 月 24 日至 27 日访问加拿大，与加方共同主持召开第 28 届中国-加拿大经贸联委会。双方同意，继续发挥中加经贸联委会机制平台作用，通过后续沟通交流，在经贸领域不断积累积极成果，推动中加经贸关系健康、稳定、可持续发展。之后李成钢一行将赴美国华盛顿会见美方相关官员。

（二）海外宏观

美联储理事库克诉美国总统特朗普的首场听证会召开前夕，前者再陷房产申报争议。美国联邦住房金融署署长普尔特在社交媒体上发文称，库克在担任美联储理事期间，在第三处房产贷款和政府申报中存在虚假陈述。

美国 7 月核心 PCE 物价指数同比升 2.9%，为 2025 年 2 月以来新高，预期升 2.9%，前值升 2.8%；环比升 0.3%，与预期及前值一致。

据知情人士称，印度总理莫迪料将在为期两天的日本之行中获得超过 10 万亿日元（约合 680 亿美元）的投资承诺，以期在美国对印关税飙升的情况下提振国内经济。双方预计还将签署一项经济安全协议，涵盖半导体、关键矿产和人工智能领域的合作。

韩国政府提出了 728 万亿韩元的 2026 年预算案，旨在大幅增加研发和人工智能方面的支出，以推动未来经济增长。由此，韩国计划在 2026 年发行创纪录的 232 万亿韩元债券，为预算融资。其中 115.7 万亿韩元将是净新发行债。除了国债，韩国还将在 2026 年寻求国会批准，发行 14 亿美元的离岸债券和 13.7 万亿韩元的本币计价外汇稳定债券。

特朗普政府在周一发布的一份公告草案中概述了对印度产品征收 50% 关税的计划，这是白宫计划推进提高关税的最新信号。美国国土安全部发布的通知称，提高的关税将针对“2025 年 8 月 27 日美国东部夏令时间凌晨 12:01 或之后进入消费市场或从仓库提取消费产品的”印度产品。

美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”上公开了一封致美联储理事莉萨·库克的信件，宣布即刻将其免职。特朗普指责库克在金融事务中存在“欺诈性和潜在犯罪性行为”，并称此类行为已动摇其作为监管者的可信度。美联储理事库克表示，特朗普无权将她从美联储

解雇，她也不会辞职。美联储发言人称，根据《联邦储备法》，国会规定美联储理事需任职较长的固定任期，且总统只有在“有正当理由”的情况下才能将其免职。

美国财政部长贝森特表示，美联储主席目前有 11 位“非常强劲”的候选人，而他将从下个月开始对他们进行面试。贝森特还表示，美联储主席人选“肯定”会在今年秋季揭晓。另有报道称，美国特朗普政府正在研究对美联储 12 家地区银行施加更多影响的方案，尤其是审查美联储地区银行行长的遴选过程。

美国二季度实际 GDP 年化修正值环比增 3.3%，增幅高于预期值 3.1%和初值 3%；二季度核心个人消费支出（PCE）物价指数年化修正值环比增 2.5%，与初值一致，但低于预期值 2.6%。

欧盟委员会提出两项立法提案，为落实欧盟与美国关于关税的联合声明迈出关键一步。这些措施旨在确保美国自 8 月 1 日起对欧盟汽车行业实施的关税减让。根据提案，欧盟将取消部分美国工业品关税，给予部分海产品和非敏感农产品优惠市场准入，并延长龙虾免关税待遇。与此同时，美国承诺将欧盟汽车及零部件关税从 27.5%降至 15%，并自 9 月 1 日起对软木、飞机及零部件、仿制药及化学前体等若干产品实施零关税或近零关税。

韩国央行维持基准利率在 2.5%不变，并表示暂不重启宽松周期，直至看到房地产、信贷和外汇市场金融失衡状况出现明显改善的迹象为止。韩国央行还发布了最新的经济预测报告，将今年的经济增长预期从 5 月份的 0.8%上调至 0.9%，并将通胀预期从 1.9%上调至 2%。

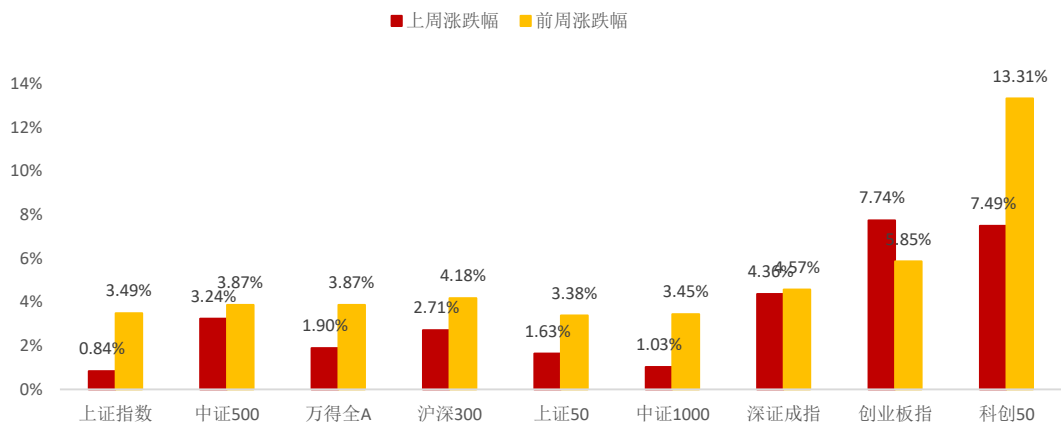
英伟达 2026 财年第二季度营收录得 467 亿美元，预期 460 亿美元。除此之外，该公司还批准额外 600 亿美元股票回购。英伟达对第三财季营收给出了 540 亿美元、上下浮动 2%的平淡展望，而市场预期为 534.6 亿美元，这引发了市场对人工智能领域巨额支出增速放缓的担忧。此外，其在 H20 方面的逆风也为其增添了不确定性。数据中心业务是英伟达的核心增长引擎，第二季度数据中心业务营收同比增长 56%，达到 411 亿美元。目前云服务提供商正采购该公司最新一代的 Blackwell 芯片，英伟达称，二季度 Blackwell 芯片销售额较一季度增长 17%。

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 29 日，创业板指涨 7.74%，涨幅居前。从行业板块看，上周**通信、有色金属、电子**领涨，**煤炭、纺织服装、综合金融**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	8/29/2025	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	16.6	↑ 0.15	55.5	↑ 1.37	94.3%	99.1%	98.8%
深证成指	30.2	↑ 0.92	73.1	↑ 3.77	81.3%	90.4%	86.9%
上证 50	11.9	0.00	61.3	↓ 0.05	90.6%	90.3%	86.8%
沪深 300	14.2	↑ 0.18	64.6	↑ 3.07	85.3%	86.9%	82.3%
中证 500	33.3	↑ 0.75	62.8	↑ 1.66	75.7%	99.4%	99.2%
中证 1000	46.9	↑ 1.37	67.6	↑ 2.14	67.6%	90.1%	88.6%
创业板指	41.0	↑ 2.15	35.6	↑ 5.90	33.5%	46.9%	50.7%
科创 50	185.7	↑ 19.29	99.9	↓ 0.07	99.9%	99.9%	99.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	8/29/2025	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)	18.9	↑ 0.38	10.20%	↑ 1.27	10.2%	17.1%	23.3%
基础化工(申万)	28.8	↑ 0.38	65.36%	↑ 1.55	65.4%	89.2%	85.2%
钢铁(申万)	39.6	↓ 0.10	80.32%	↓ 0.07	80.3%	99.4%	99.2%
有色金属(申万)	24.5	↑ 1.73	29.85%	↑ 3.34	29.9%	49.9%	62.0%
电子(申万)	70.9	↑ 4.25	92.75%	↑ 2.74	92.8%	99.9%	99.9%
家用电器(申万)	14.7	↓ 0.14	39.35%	↓ 2.25	39.3%	44.6%	48.6%
食品饮料(申万)	22.0	↑ 0.46	23.04%	↑ 1.24	23.0%	15.7%	21.1%

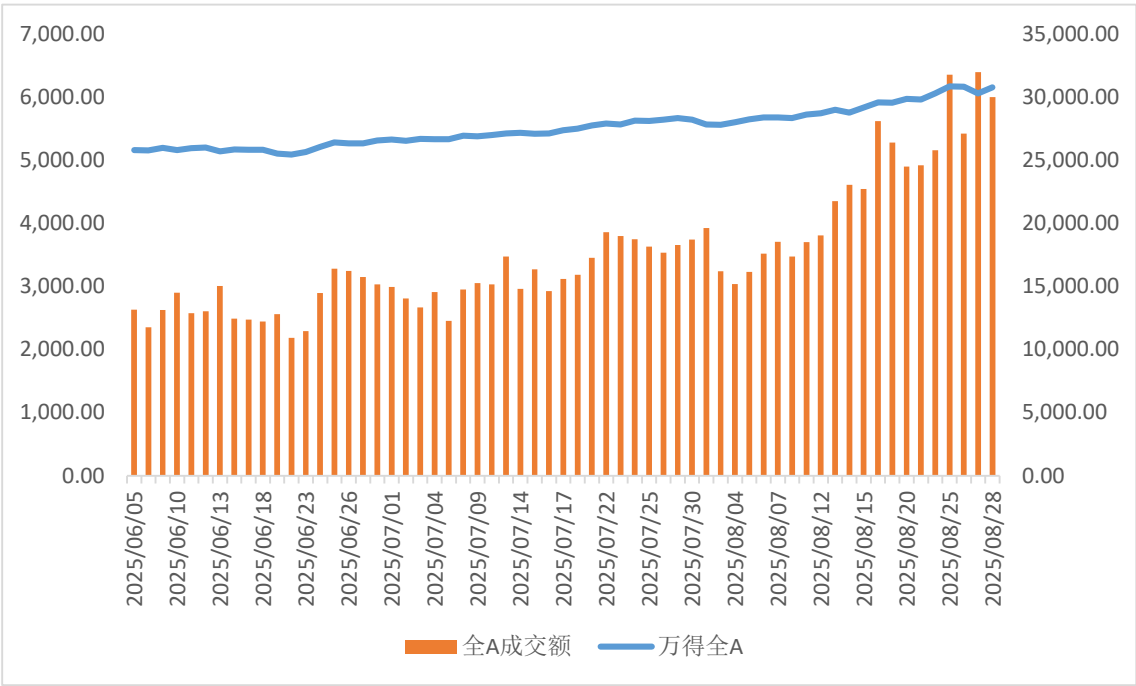
纺织服饰(申万)	26.5	↓	0.76	58.90%	↓	2.40	58.9%	75.6%	70.4%
轻工制造(申万)	30.7	↓	0.21	59.26%	↓	0.49	59.3%	94.0%	91.7%
医药生物(申万)	40.2	↓	0.25	73.17%	↓	1.11	73.2%	82.5%	77.1%
公用事业(申万)	18.8	↓	0.13	32.66%	↓	1.79	32.7%	34.3%	41.6%
交通运输(申万)	16.6	↓	0.26	47.14%	↓	2.08	47.1%	59.4%	70.5%
房地产(申万)	45.7	↓	0.03	99.83%	↓	0.13	99.8%	99.7%	99.6%
商贸零售(申万)	42.3	↑	1.09	88.04%	↑	0.91	88.0%	99.9%	99.8%
社会服务(申万)	46.0	↓	0.08	46.60%	↓	0.13	46.6%	49.4%	30.9%
综合(申万)	60.3	↑	3.36	78.17%	↑	3.66	78.2%	92.8%	90.2%
建筑材料(申万)	31.1	↓	0.09	81.61%	↓	0.17	81.6%	99.8%	99.8%
建筑装饰(申万)	11.7	↓	0.10	65.67%	↓	1.03	65.7%	92.9%	99.0%
电力设备(申万)	36.3	↑	1.46	47.36%	↑	3.46	47.4%	71.2%	62.1%
国防军工(申万)	94.7	↑	1.98	75.63%	↑	0.83	75.6%	100.0%	100.0%
计算机(申万)	100.6	↑	1.30	96.50%	↑	0.07	96.5%	99.8%	99.8%
传媒(申万)	49.0	↑	0.63	72.42%	↑	0.96	72.4%	95.9%	94.4%
通信(申万)	50.0	↑	5.64	82.40%	↑	12.10	82.4%	99.6%	99.5%
银行(申万)	6.6	↓	0.14	62.40%	↓	6.92	62.4%	69.1%	79.5%
非银金融(申万)	16.7	↓	0.13	56.69%	↓	1.10	56.7%	74.9%	81.7%
汽车(申万)	29.5	↑	0.11	82.05%	↑	0.18	82.1%	71.4%	60.9%
机械设备(申万)	38.2	↑	0.41	71.04%	↑	0.01	71.0%	98.3%	99.8%
煤炭(申万)	13.1	↓	0.37	68.86%	↓	3.13	68.9%	98.3%	97.9%
石油石化(申万)	17.3	↓	0.10	49.70%	↓	0.45	49.7%	78.4%	84.2%
环保(申万)	26.8	↓	0.26	58.26%	↓	0.31	58.3%	96.5%	99.3%
美容护理(申万)	41.2	↓	0.19	60.25%	↓	0.30	60.3%	58.4%	43.5%

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走势较为一致。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，上周通信、电子、综合估值上行最多，纺织服饰、煤炭、环保下行最多。当前房地产、计算机、电子、商贸零售、通信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。

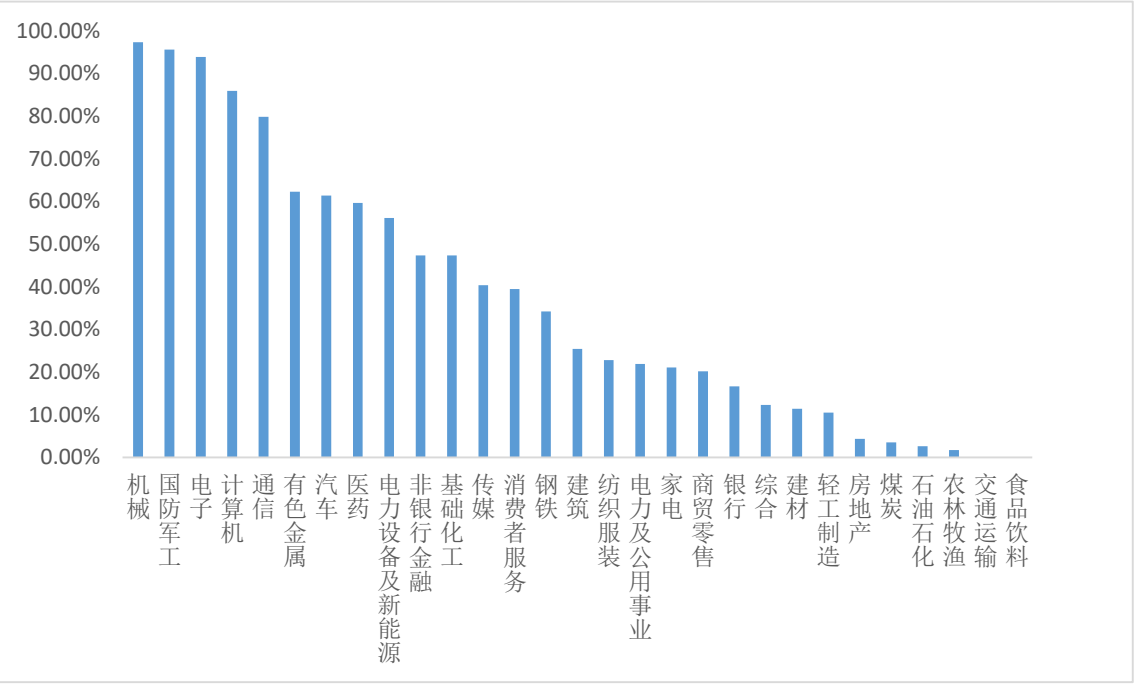
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



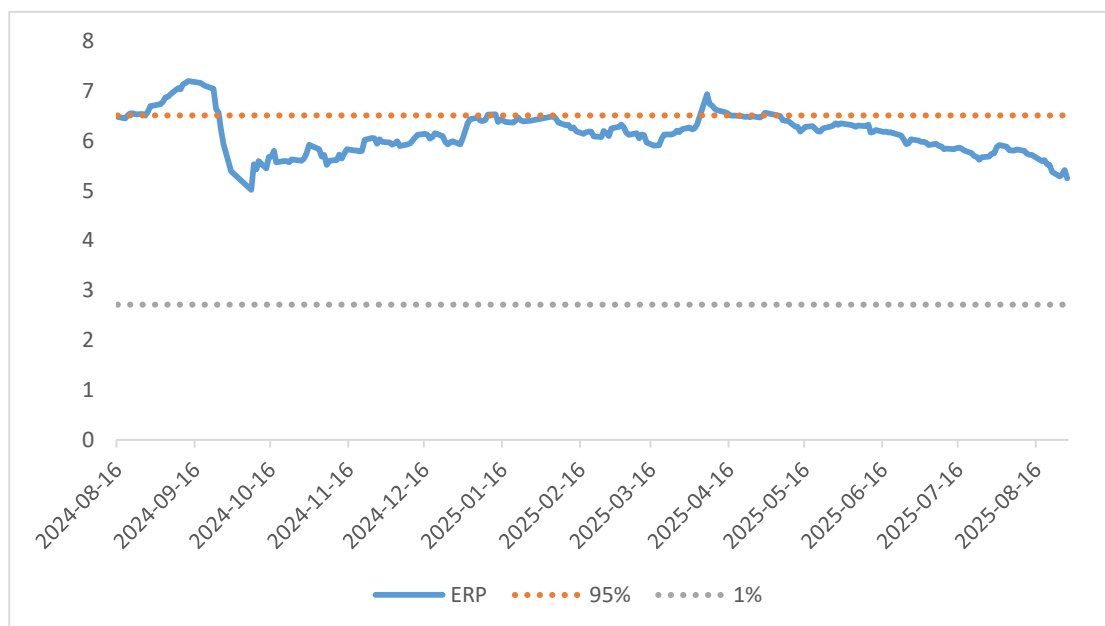
数据来源：Wind

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

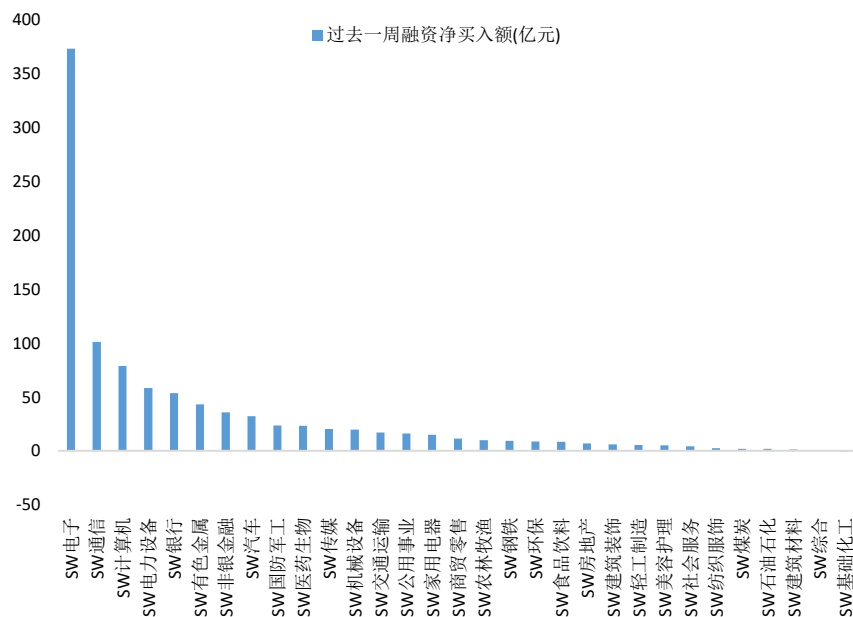
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，本周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，机械，国防军工，电子的拥挤度较高。

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 5.25%，处于历史 48.91% 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 29 日，两融资金占比为 11.21%，8 月 22 日为 11.50%，反映出杠杆资金加仓持续高位。截至 8 月 29 日，本周融资净买入的前三行业为电子、通信、计算机。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

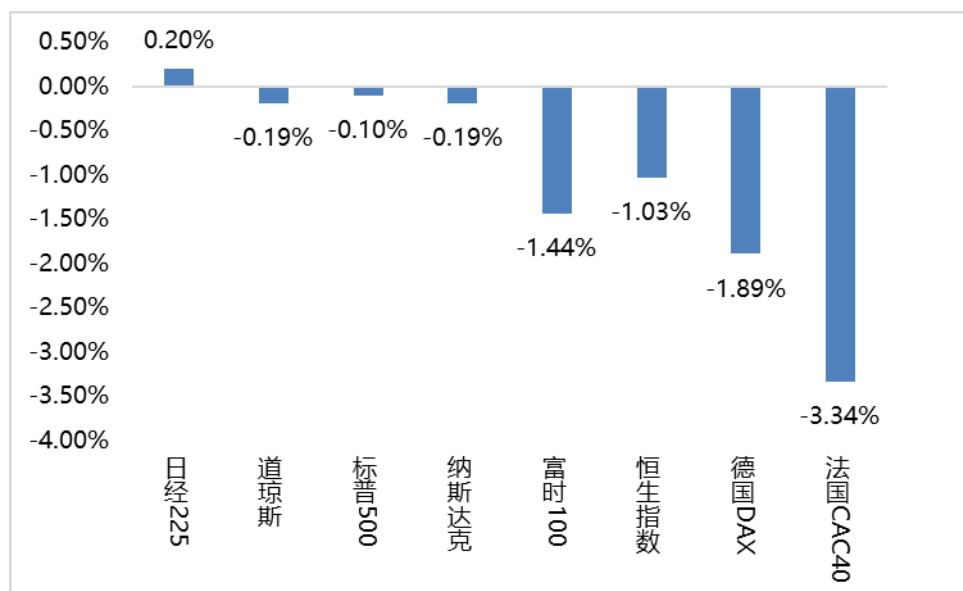


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌 0.19%，标普 500 下跌 0.10%，纳指下跌 0.19%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 1.44%，德国下跌 1.89%，法国下跌 3.34%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.20%，恒生指数下跌 1.03%。

图 11：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 22731 亿元 7 天期逆回购操作和 6000 亿元 MLF 操作，因

有 20770 亿元 7 天期逆回购、3000 亿元 MLF 及 9000 亿元买断式逆回购到期，整体实现净回笼 4039 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 2990 亿元，地方政府债计划发行 934 亿元，整体净缴款 716 亿元。

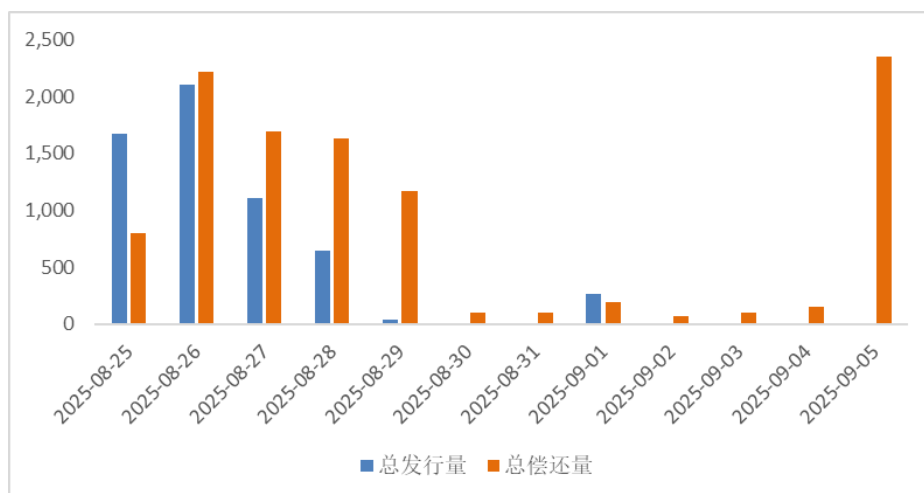
图：9 月 1 日-9 月 5 日政府债发行缴款

单位：亿元

	9 月 1 日		9 月 2 日		9 月 3 日		9 月 4 日		9 月 5 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	0	0	237	600	0	0	617	2390	79
到期	0	522.66	0	2	0	287.04	600.7	84.27	0	68.22
缴款	0	826	0	0	0	237	600	0	0	617
净缴款	303		-2		-50		-85		549	

同业存单发行：本周（9 月 1-5 日）存单到期 3048 亿元，较前一周 7506 亿元显著下降，到期压力降至年内相对低位。

图：同业存单到期与发行

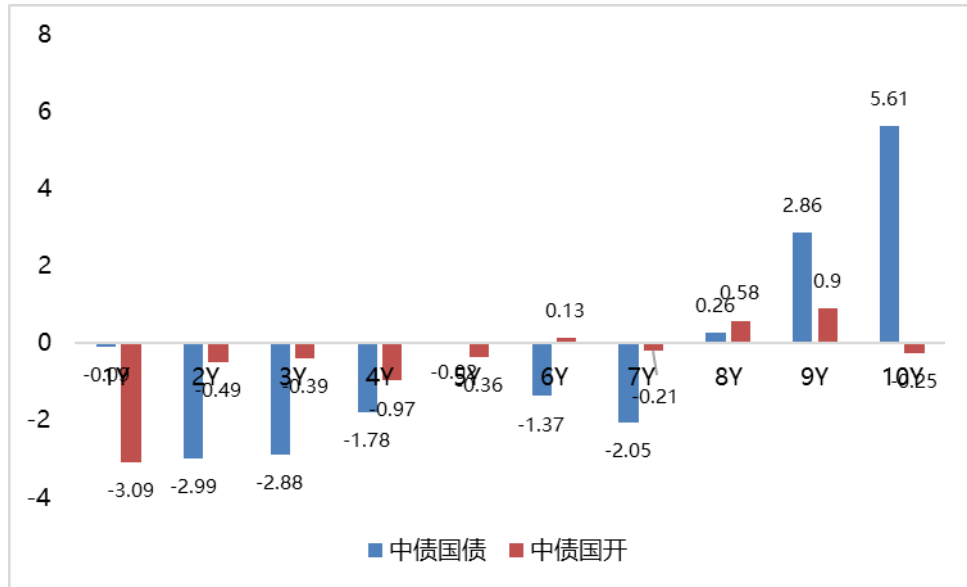


回购市场：上周跨月，资金利率相对平稳。上周一周二跨月压力相对较小，加上央行公开市场投放呵护资金面，资金价格冲高回落，上周二 R001 收于 1.36%，较前一周五下行 9BP，R007 收于 1.53%，较前一周五上行 5BP；后续 3 日央行维持 3000-4000 亿元投放呵护跨月资金面，市场整体均衡偏松，截至上周五，R001 收于 1.42%，R007 收于 1.52%，较前一周五上行 4BP，显著弱于季节性，2022-2024 年 8 月跨月周 R007 平均上行幅度为 17bp。

票据利率：上周月末票据利率走势与往年 8 月相比，具有一定相似性，均表现出翘尾行情。不过随着月末规模因素显现，供需情绪变换反复，日内票价涨跌互现，波幅较大。上周一至周二，主要大行活跃度不高，买盘高价收票，票源供给攀升，卖盘力量占优，票价快速走高。上周三周四，规模因素显现，大行及中小行紧急进行规模调整，日内供需情绪明显波动，票价涨跌互现。上周五，月末最后交易日，银行业务渐临尾声，买盘收口得到满足后，票价震荡上涨。

（三）债券市场

图 14：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

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	10.78	15.46	20.57	32.08
环比	-2.79	2.86	5.63	2.29
年初以来	-10.2	4.39	5.05	1.68
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	25.35	15.31	18.40	46.95
2016 年以来分位数	14.97%	52.07%	68.07%	31.14%

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

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	15.95	18.19	23.25	25.32	27.57
环比	-1.30	-3.63	-0.71	-0.41	1.58
年初以来	-16.39	-17.04	-14.01	-8.32	-17.55
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	44.25	35.57	37.99	42.13	43.56
2016 年以来分位数	0.25%	3.18%	10.88%	7.20%	10.01%

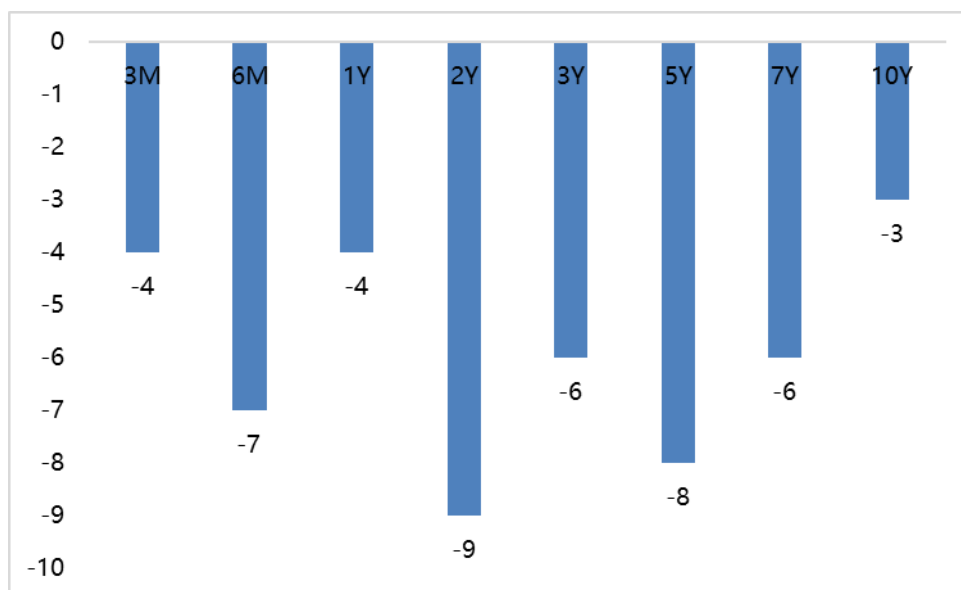
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率下行 0.09BP 至 1.698，3 年期下行 2.88BP 至 1.4776，5 年期下行 0.02BP 至 1.6322，10 年期上行 5.61BP 至 1.8379。

长期限高等级票据信用利差短期收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.30BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.63BP；中债 3 年期 AAA 级中短

期票据信用利差收窄 0.71BP。

图 15：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集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 3BP，10 年期国债收益率上行 5.61BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 4BP，3 年期美债收益率下行 6BP，10 年期美债收益率下行 3BP。

图 16：10 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升值。上周美元指数上涨 0.13%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.41%，即期汇率升值 0.66%，离岸人民币汇率升值 0.68%。

表 4：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	97.8477	7.103	7.133	7.1221
对照日期	97.7244	7.1321	7.1805	7.1712
涨跌	0.13%	0.41%	0.66%	0.68%

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，“反内卷”对价格的提振卓有成效。8 月 PMI 两大价格指数均有了比较明显的提升，两大价格指标的联动上升再度证明了“反内卷”对缓解供需矛盾、支撑价格上升的效果显著。不过无论是从 PMI 数值、还是环比增幅来看，代表上游价格的 PMI 原材料购进价格指数表现均要好于代表下游的 PMI 出厂价格指数，这说明“反内卷”对于上游价格的改善更胜一筹，而上游价格的复苏并未完全传导至下游。展望来看看，“反内卷”政策或对价格企稳回升形成支撑。但考虑到 PMI 指标仍在收缩区间，整体总需求偏弱，逆周期政策亟需进一步加力，以夯实总需求企稳回升的基础。

（二）权益市场展望和策略

美联储 9 月降息已成一致性预期，流动性宽松，短端收益率下行；未来预期美国通胀缓慢上行，带动长债价格走软，收益率曲线进一步陡峭化。继续维持 9 月和 11 月年内两次降息的预测。国内流动性继续宽松，内部股债存在切换：股债跷跷板效应下，部分居民赎回理财、增加权益资产，权益市场流动性充裕。国内稳增长政策储备充足。

本周权益策略建议：仓位维持在中高仓位。海外分母的确性改善，叠加国内股债再平衡加速下的分母结构性宽松，权益市场仍处于流动性改善的加速段，维持看多做多。

配置策略仍维持哑铃策略。

行业选择上：1) 稳定类红利资产（含 H 股）配置向券商、保险等方向集中。2) 海外算力的 CPO+PCB、液冷电源、国内算力芯片和云、稀土四大方向将继续呈现结构性牛市的特征；

此外在美联储降息的大背景下，继续逢低加仓钴锂等为主的能源金属，以及铜铝锡等大宗工业金属。3）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

看股做债是当前国内债市的主线，背后反映的是居民资产配置再平衡的过程，那么风险偏好何时回落可能是后续债市反转的关键变量。权益市场自 8 月以来走出了趋势性的上涨过程，背后反映的是估值层面持续的拉升，相较于下跌更害怕错过的心态使得市场持股意愿普遍增强，其中政策层的推动至关重要。从当前政策层释放的信息看，8 月以来政策层在不断落实反内卷、提振消费的举措，在国务院常务会议中也反复提及要改善居民收入预期，从居民部门存款余额与 A 股流通市值占比及两融余额占比的角度看，当下权益市场似乎也并没有达到“过热”的状态，周末证监会主席继续表态支持股市回稳，我们认为政策层是乐于并希望看到这个局面。而在实际动作层面，近期不少中小银行开始下调存款利率，并且国债的免税优势也在降低，这些都会进一步驱动居民存款流向股市。居民部门预期向好推动股市回暖进而作用于基本面，基本面再反馈到居民部门预期好转的螺旋式自我强化过程易拉长趋势行情，那么如同过去几年长债的表现一样，权益市场现阶段可能难言见顶。当股债同时处在政策市的环境中时，重点关注央行的表态及动作、政策层对于股市的定调等，具体领先指标可参考两融、居民新增存款变动情况，这往往是政策层开始关注并干预市场的先行指标。

重回国内基本面方面，7 月社融和经济数据都指向弱内需的现状并没有改变，经济的内生性动能依然低迷。金融数据表明私人部门信贷萎缩明显，M2 的核心驱动力量还是在于政府发债。经济数据整体也是弱于预期，首先地产总体延续疲软表现，其次消费数据下滑超预期，今年居民收入大方向依然承压，内生性消费动能始终没有被激活，一旦国补阶段性退坡，社零整体会跟随回落。我们预计近期会看到出口及信贷冲量的见顶回落，但目前市场并不关心现实，重要的是预期的故事能否延续。究竟是现实向预期靠拢，还是预期向现实回归，最关键的决定性因素在于股市的高度以及持续时间，至少从目前高层的表态看，通过抬升股市实现居民部门财产性收入是弥补工资性收入不足的重要途径，因此我们认为在真正实现之前政策层下场干预的概率偏低。

策略方面，如果市场在讲 15-16 年的故事，债市也并不见得会那么快就反转。假设权益市场是水牛的逻辑，那么从股市到房价再到信贷的传导本身需要一段时间，债市事实上走熊也至少要一两年后，在此之前债市在风险偏好下行阶段依然有不错的资本利得收益，并且资

金再平衡本身也是一个动态的过程，缺乏业绩支撑的股市在牛市后期会不断驱动股市资金重新流回债市。从机构行为角度来看，规模增长最快的固收+产品也离不开资产配置的大部分需要投向债市。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。上周提到的保险长端 2%利率上方可能是当前机构投资者心中配置盘的锚点，在市场巨幅波动时存在抄底机会。当然去抄底博反弹的风险远高于顺势而为，考虑到短期市场扰动因素过多且难以预测，建议以防守心态寻找风险偏好转弱的时点。

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。