

7月政治局会议召开，美国就业数据走弱

一、重要信息点评

1、国家统计局公布，7月中国制造业 PMI 为 49.3%，环比季节性下降 0.4 个百分点。非制造业和综合 PMI 产出指数分别为 50.1%和 50.2%，比上月下降 0.4 和 0.5 个百分点。

2、美国核心 PCE 物价指数在 6 月份同比上涨 2.8%，高于预期的 2.7%，为 2 月以来最高水平。实际消费支出环比仅增长 0.1%，可支配收入继 5 月下滑后在 6 月持平。

3、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。

4、美国 7 月 ISM 制造业 PMI 意外降至 48，创九个月新低，主要受订单持续减少以及就业下滑加剧拖累。另外，美国 7 月标普全球制造业 PMI 终值 49.8，初值 49.5。

5、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。

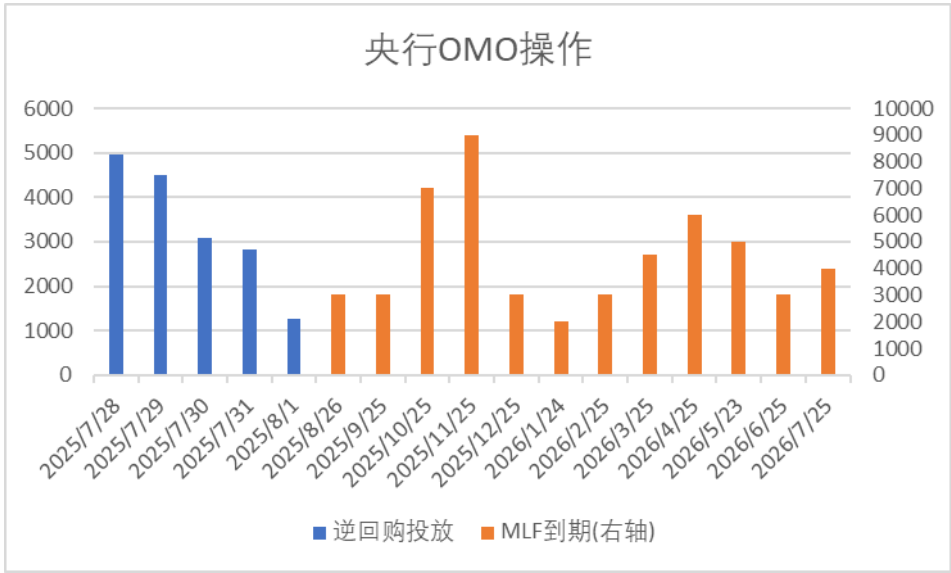
6、美国总统特朗普签署行政命令，修改对数十个国家的“对等关税”，税率从 10%到 41%不等，未列明国家则统一适用 10%的关税税率。此外，所有被认为是为了规避关税而转运的货物将被额外征收 40%的关税。同时，“对等关税”的生效日期也被推迟至 8 月 7 日，而非此前确定的 8 月 1 日。

7、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”。就业数据是由拜登任命的人选发布的，美国需要更准确的就业数据。为此，他已指示团队解雇劳工统计局局长。

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。预计各地可以在 8 月下旬陆续开放申领育儿补贴。

9、当地时间 7 月 28 日，中美两国经贸团队在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。这是继瑞士日内瓦经贸会谈达成一系列重要共识、英国伦敦经贸会谈确立伦敦框架后，中美双方再次就经贸问题举行面对面磋商，旨在将两国元首重要共识转化为具体政策和行动、落实日内瓦经贸会谈共识和伦敦框架，推动中美经贸关系沿着正确轨道向前发展。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

上周央行 OMO 投放 16632 亿，同时到期 16563 亿，共计净投放 69 亿。此外，8 月 MLF 到期量为 3000 亿。

	2025/8/1	2025/7/25	2025/6/30	2025/6/30	2024/8/1	环比变化
高炉开工率	83.48	83.48	83.84	83.84	82.31	----
	2025/7/30	2025/7/23	2025/6/30	2025/6/30	2024/7/30	环比变化
水泥沥青开工率	33.1	28.8	31.5	31.5	26.5	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

生产数据方面, 上周高炉开工率持平, 同时水泥沥青开工率回升。

	2025/7/27	2025/7/20	2025/6/30	2025/6/30	2024/7/27	环比变化
土地成交面积	1165.0292	1036.105	1805.7561	1805.7561	1234.2459	↗
土地成交溢价率	9.01	7.18	7.95	7.95	8.68	↗
商品房成交面积	20.46736729	19.13049257	51.02854029	51.02854029	23.00747943	↗
一线商品房成交面积	5.590109714	5.928519286	15.26779971	15.26779971	7.278332571	↘
二线商品房成交面积	10.57850014	8.040779	27.92684029	27.92684029	11.00518814	↗
三线商品房成交面积	4.298757429	5.161194286	7.833900286	7.833900286	4.723958714	↘
二手房价格	153.47	153.51	153.8	153.8	164.89	↘
一线二手房价格	193.23	193.78	194.64	194.64	205.08	↘
二线二手房价格	142.69	142.87	142.73	142.73	155.77	↘
三线二手房价格	133.19	133.11	133.42	133.42	143.59	↗
四线二手房价格	114.76	114.72	114.93	114.93	119.14	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

地产数据方面, 土拍面积增加背景下溢价率回升, 同时商品房成交面积回暖, 二手房价格下降, 地产数据表现一般。

	2025/6/30	2024/6/30	2023/6/30	2022/6/30	2021/6/30	同比
厂家批发: 当月累计值	2473270	2129557	2229708	2108618	1044389	16.14%
厂家零售: 当月累计值	2038205	1754587	1895822	1924319	1098876	16.16%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

汽车销量方面, 25 年 6 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 16.14%及 16.16%, 汽车销量维持较高水平。

	2025/7/27	2025/7/20	2025/6/30	2025/6/30	2024/7/27	环比变化
集装箱吞吐量	620.9	664.2	667.3	667.3	631.3	↘
	2025/8/1	2025/7/25	2025/6/30	2025/6/30	2024/8/1	
CCFI指数	1232.29	1261.35	1369.34	1369.34	2180.69	↘
CICFI指数	679.93	672.5	689.78	689.78	805.62	↗
	2025/7/31	2025/6/30	2025/5/31	2025/4/30	2025/3/31	
韩国前十日出口	9.5	4.9	-23.8	13.4	2.6	↗
韩国前二十日出口	-2.2	8.3	-2.5	-5.3	4.4	↘
韩国出口	5.9	4.3	-1.3	3.5	2.8	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

进出口数据方面, 上周出口运价走弱, 同时韩国 7 月出口数据有所上行。

	2025/8/1	2025/7/25	2025/6/30	2025/6/30	2024/8/1	环比变化
农产品价格	113.09	112.73	112.49	112.49	120.21	↗
猪肉价格	20.6	20.87	20.28	20.28	25.23	↘
粮油价格	112.76	112.42	112.57	112.57	114.25	↗
蔬菜价格	4.43	4.41	4.35	4.35	5.11	↗
水果价格	7.09	7.17	7.41	7.41	7.33	↘
PTA价格	4895	4895	5024	5024	5795	----
涤纶长丝价格	6680	6680	7150	7150	7740	----
聚酯切片价格	5925	5925	5905	5905	7040	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所回升。其中, 蔬菜价格上行, 水果价格下行, 同时猪肉价格降至 20.6 元。纤维方面价格与上上周持平。反内卷政策推升通胀预期带动食品价格有所回升。

	2025/8/1	2025/7/25	2025/6/30	2025/6/30	2024/8/1	环比变化
煤炭价格	663	653	621	621	849	↗
石油价格	69.67	68.44	67.61	67.61	79.52	↗
铜杆价格	78980	80160	80660	80660	75700	↘
铝价	20490	20800	20720	20720	19200	↘
钢材价格	95.17	91.55	90.09	90.09	98.54	↗
沥青价格	3785	3780	3815	3815	3585	↗
水泥价格	104.07	105.29	111.78	111.78	116.45	↘
MDI价格	15600	15500	15300	15300	17100	↗
浮法玻璃价格	1212.4	1212.4	1200	1200	1479.7	----
工业品指数	3680.14	3823.66	3523.57	3523.57	3890.24	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中煤价、油价、钢材价格、沥青价格及 MDI 价格回升, 铜价、铝价及水泥价格则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	2.75	-4.07	-6.86
COMEX黄金	2.41	1.88	29.34
LME铝	-2.43	-1.13	0.78
LME铜	-1.40	-0.68	9.87
CBOT玉米	-1.91	-0.30	-10.36
CBOT大豆	-3.23	-0.78	-2.23
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	101.99	-135.89	-979.92
美元兑离岸人民币	248.00	-167.00	-1422.00
美元兑日元	-28.00	-336.45	-987.95

	2025/8/1	2025/7/26	2025/7/31	2025/1/1
ICE布油	69.52	67.6	71.78	74.83
COMEX黄金	3416	3338.5	3342.3	2639.3
	2025/8/1	2025/7/26	2025/7/31	2025/1/1
美元指数	98.69	97.6701	100.0489	108.4892
美元兑离岸人民币	7.1929	7.1681	7.2096	7.3351
美元兑日元	147.395	147.675	150.7595	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格有所分化，其中石油涨幅最大，大豆跌幅最大。ICE 布油收于 69.52 美元，涨 2.75%，COMEX 黄金收于 3416 美元，涨 2.41%。

上周美元指数上行 101.99BP，美联储 7 月 FOMC 并未降息并发表鹰派言论带动美元指数走强。在此背景下人民币上周贬值 248 个基点，日元升值 28 个基点。

三、 市场表现回顾

a) 股票市场

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
中小板指	-1.95	-0.23	6.83
沪深300	-1.75	-0.51	3.05
科创50	-1.65	-1.06	4.84
上证50	-1.48	-0.79	2.58
中证500	-1.37	-0.21	8.51
万得全A	-1.09	-0.13	10.71
创业板指	-0.74	-0.24	8.45
偏股混合型基金指数	-0.39	-0.51	14.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日。

A 股表现来看，上周主要板块有所下行，其中上证创业板跌 0.74%，跌幅最小；中小板跌 1.95%，跌幅最大。国内 PMI 数据走弱显示经济压力较大，在此背景下 A 股有所下行。偏股基金指数跌 0.39%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	-1.95	-0.01	8.07
大盘指数	-1.89	-0.54	2.92
茅指数	-1.74	-0.31	5.56
低市盈率指数	-1.60	0.12	7.79
高市盈率指数	-1.43	-0.31	7.69
绩优股指数	-1.10	-0.12	3.45
小盘指数	-0.74	0.17	12.42
高市净率指数	0.06	-0.74	9.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日。

A 股各风格指数中，高 PB 指数跌 0.06%，表现最好；低 PB 指数跌 1.95%，表现最差。市场风格小盘成长占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
煤炭	-4.67	石油石化	-1.79	煤炭	-10.35
有色金属	-4.62	国防军工	-1.47	食品饮料	-7.14
房地产	-3.43	钢铁	-1.26	房地产	-3.11
美容护理	-3.30	通信	-1.06	石油石化	-2.28
交通运输	-3.22	综合	-0.96	公用事业	-1.73
社会服务	0.10	电力设备	0.54	钢铁	16.43
电子	0.28	计算机	0.60	传媒	17.30
传媒	1.13	轻工制造	0.65	通信	19.88
通信	2.64	传媒	0.82	医药生物	22.31
医药生物	2.95	环保	0.88	有色金属	24.78

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 6 个上涨, 25 个下跌。其中, 反内卷板块出现了一定程度的回落, 其中煤炭、有色金属及房地产分别跌 4.67%、4.62% 及 3.43%, 跌幅最大。另一方面, 成长板块则出现了一定的上行, 其中医药生物、通信、传媒及电子分别涨 2.95%至 0.28%不等, 涨幅最高。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	-3.47	-1.07	22.17
恒生科技指数	-4.94	-1.02	20.80

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

港股方面, 恒生指数跌 3.47%, 恒生科技指数跌 4.94%。国内经济数据走弱叠加美元回升背景下港股有所下行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-3.95	-1.64	-6.04
标普中盘400	-3.53	-1.48	-0.52
道琼斯工业指数	-2.92	-1.23	2.45
标普500	-2.36	-1.60	6.96
纳斯达克指数	-2.17	-2.24	6.94

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

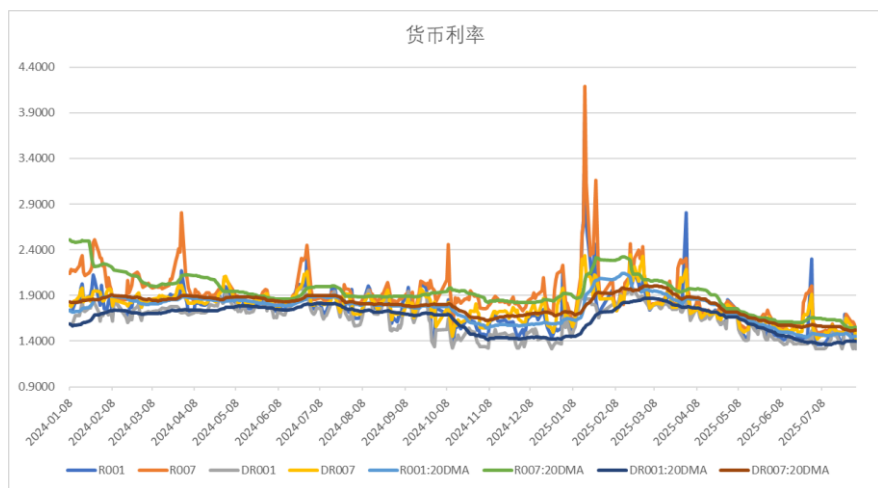
美股方面上周有所下行, 其中, 小盘 600 指数跌 3.95%, 表现最差; 纳斯达克指数跌 2.17%, 表现最好。美国通胀回升但经济及就业数据走弱, 显示美国面临一定的滞胀局面, 在此背景下美股表现有所下行。需要注意的是, 随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战, 全球经济均会面临一定影响, 关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
法国CAC40	-3.68	-2.91	2.24
德国DAX	-3.27	-2.66	17.66
韩国综合指数	-2.40	-3.88	30.00
胡志明指数	-2.35	-0.49	18.03
日经225	-1.58	-0.66	2.27
印度SENSEX30	-1.06	-0.72	3.35
英国富时100	-0.57	-0.70	10.96
台湾加权指数	0.30	-0.46	1.73

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

其他海外市场方面, 法国市场跌 3.68%, 表现最差; 台湾市场涨 0.30%, 表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

a) 债券市场



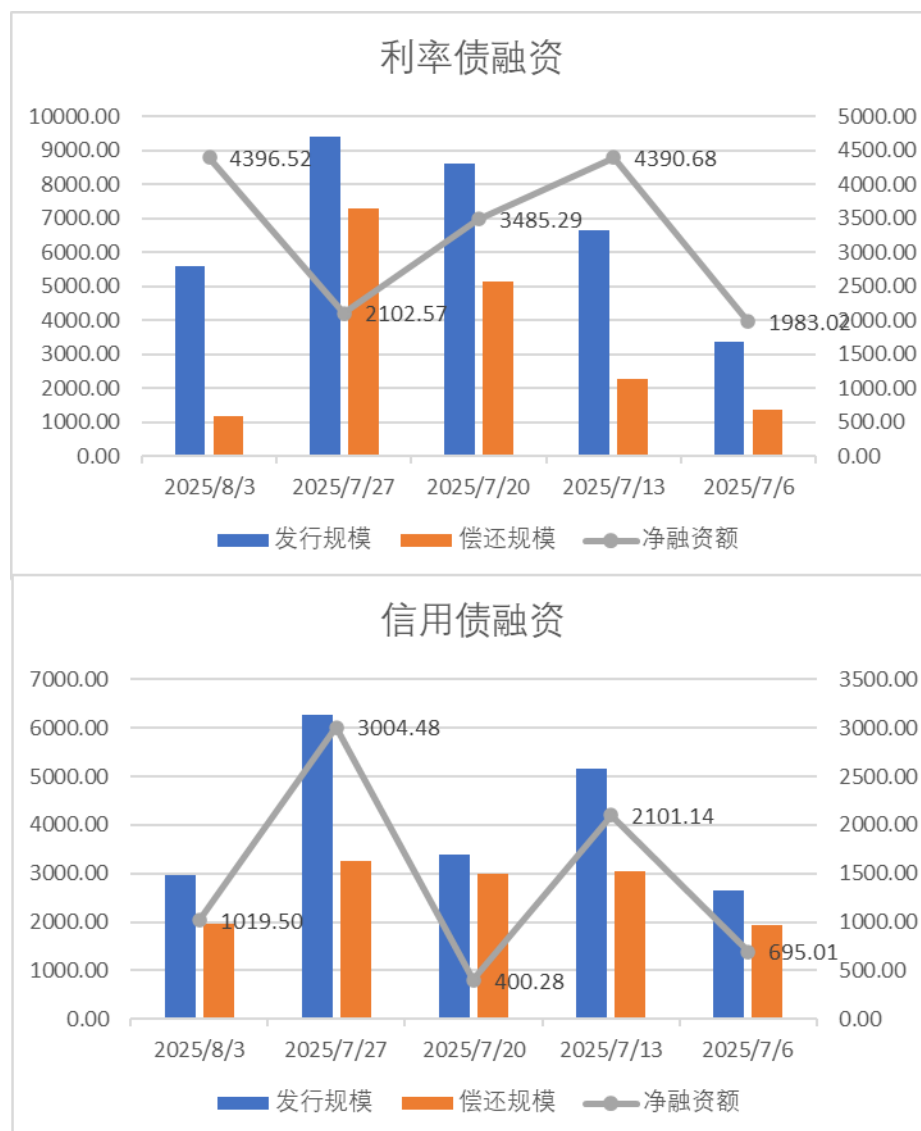
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

上周货币市场利率有所下行, DR007 二十日均值降至 1.52%, 资金面较上上周更为宽松。

	2025/6/30	2025/7/24	2025/7/31
6M	1.19	0.74	0.4
3M	1.17	1.12	0.43
	2024/6/30	2024/7/24	2024/7/30
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2023/6/30	2023/7/25	2023/7/31
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2022/6/30	2022/7/25	2022/7/31
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

国股银票方面，7 月末 3M、6M 转贴现利率分别为 0.43%及 0.4%，较此前明显下行，预计 7 月社融中贷款分项表现不佳。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额 4396.52 亿，维持大额净发行；信用债净融资额 1019.5 亿，较此前有所下降。上周债券净发行量有所上升。

收益率					期限利差				信用利差			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	1.37	1.45	1.57	1.71	国债	7.17	12.35	13.73	国债	-	-	-
国开债	1.50	1.64	1.67	1.76	国开债	14.33	2.77	9.35	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.69	1.79	1.93	-	AAA信用债	10.47	13.65	-	AAA信用债	18.89	15.03	25.91
AA+信用债	1.73	1.84	2.00	-	AA+信用债	10.41	16.25	-	AA+信用债	23.65	19.73	33.21
AA信用债	1.80	2.01	2.31	-	AA信用债	21.47	29.95	-	AA信用债	29.89	37.03	64.21
AA-信用债	2.23	2.77	3.22	-	AA-信用债	53.52	45.25	-	AA-信用债	73.54	112.73	155.21

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-1	-3	-4	-3	国债	-1	-3	-4	-3	国债	29	26	15	3
国开债	-3	-4	-3	-5	国开债	-3	-4	-3	-5	国开债	29	21	20	3
AAA信用债	0	-4	-2	-	AAA信用债	0	-4	-2	-	AAA信用债	0	4	5	-
AA+信用债	-2	-5	-1	-	AA+信用债	-2	-5	-1	-	AA+信用债	-5	-6	-4	-
AA信用债	2	-1	-1	-	AA信用债	2	-1	-1	-	AA信用债	-8	-5	2	-
AA-信用债	-2	-8	-4	-	AA-信用债	-2	-8	-4	-	AA-信用债	-47	-33	-19	-

收益率分位数					期限利差分位数				信用利差分位数			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	0.07	0.07	0.10	0.09	国债	0.11	0.26	0.21	国债	-	-	-
国开债	0.06	0.08	0.10	0.09	国开债	0.20	0.12	0.04	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.02	0.02	0.05	-	AAA信用债	0.13	0.24	-	AAA信用债	0.03	0.01	0.06
AA+信用债	0.01	0.01	0.03	-	AA+信用债	0.09	0.26	-	AA+信用债	0.01	0.00	0.05
AA信用债	0.02	0.02	0.06	-	AA信用债	0.17	0.38	-	AA信用债	0.02	0.07	0.12
AA-信用债	0.01	0.01	0.02	-	AA-信用债	0.35	0.68	-	AA-信用债	0.01	0.02	0.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年8月1日. 分位数为过去5年分位数。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债有所下行，其中3YAA-下行8BP，下行幅度最大。同时利率债长端下行大于短端，10Y国开债下行5BP，下行幅度最大。7月PMI数据走弱叠加央行月末大额净投放呵护流动性使得债券利率有所下行。往后看，虽然美国关税政策对国内出口形成一定压制，但国内反内卷政策近期明显推升通胀预期，后续关注政策落地对通缩的实际改善效果。

上周以来期限利差变动				本月以来期限利差变动				今年以来期限利差变动			
	3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y
国债	-2	0	1	国债	-2	0	1	国债	-3	-10	-12
国开债	-1	0	-1	国开债	-1	0	-1	国开债	-8	-1	-17
AAA信用债	-4	2	-	AAA信用债	-4	2	-	AAA信用债	4	1	-
AA+信用债	-4	4	-	AA+信用债	-4	4	-	AA+信用债	-1	2	-
AA信用债	-3	0	-	AA信用债	-3	0	-	AA信用债	3	7	-
AA-信用债	-7	4	-	AA-信用债	-7	4	-	AA-信用债	14	14	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年8月1日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差大体收窄，30年国债利率降至1.95，大部分券种期限利差维持较低分位数区间。

上周以来信用利差变动				本月以来信用利差变动				今年以来信用利差变动			
	1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y
AAA信用债	2	-1	2	AAA信用债	2	-1	2	AAA信用债	-29	-17	-15
AA+信用债	1	-2	2	AA+信用债	1	-2	2	AA+信用债	-35	-28	-24
AA信用债	4	2	2	AA信用债	4	2	2	AA信用债	-37	-26	-18
AA-信用债	1	-5	-1	AA-信用债	1	-5	-1	AA-信用债	-77	-55	-40

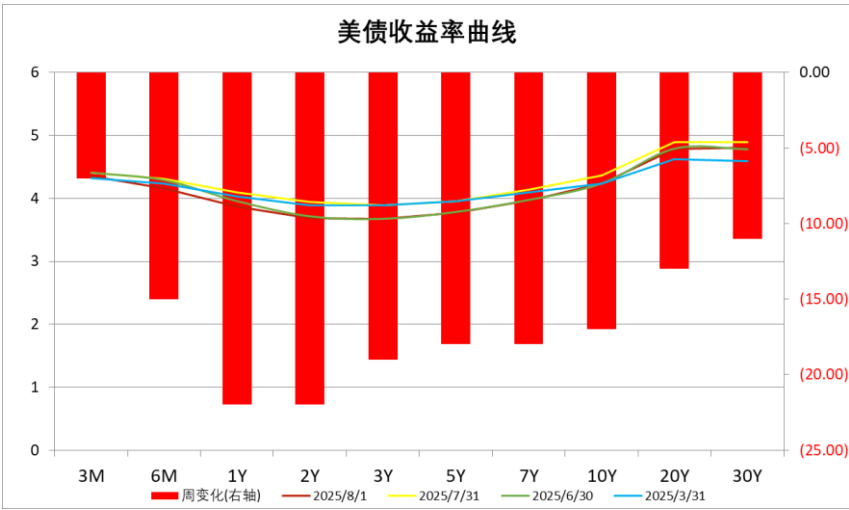
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年8月1日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去5年分位数。

信用利差方面，上周利率债下行幅度更大使得利差走阔。历史来看，信用债利差分位数维持历史极低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.54	1.58	1.70	--	--
国有银行	1.53	1.55	1.64	1.64	1.63
股份银行	1.53	1.55	1.60	1.60	1.63
城商行	1.54	1.62	1.76	1.71	1.70
农商行	1.55	1.65	1.70	1.73	1.75
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-3	-2	2	--	--
国有银行	-2	1	0	-1	0
股份银行	-2	-2	-5	-7	-4
城商行	-3	2	9	-1	1
农商行	-7	4	2	3	7
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	1009.1	618.4	1035.1	132.3	1024.7
国有银行	313	170	243	7	254
股份银行	301	147	145	9	448
城商行	371	301	556	50	317
农商行	24	1	91	66	6

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

同业存单方面，上周发行利率有所震荡，其中发行规模最多的 6M 城商行上行 9BP，为 1.76%；1Y 股份银行下行 4BP，为 1.63%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

美债方面，上周利率有所下行，其中 1Y 及 2Y 下行 22BP，下行幅度最大。虽然美国 6 月 PCE 超预期且美联储 FOMC 会后释放鹰派信号，但 PMI 及就业数据的大幅走弱仍使得美债利率出现了较大幅度的下行。同时，随着关税政策大面积落地，后续关注国际政治环境扰动下美国经济能否平稳落地。

四、 资产配置观点

4.1.1 国内 PMI 数据回落，美国就业市场转弱

上周，国内发布 7 月 PMI 数据，其中制造业 PMI 由 6 月的 49.7 回落至 49.3，同时服务业 PMI 由 6 月的 50.5 回落至 50.1。PMI 数据的回落显示国内经济基本面仍面临较大的下行压力，往后看随着关税暂停到期，虽然贸易冲突出现了一定的反复，但逆全球化仍将继续。内需方面，上周国内出台生育补贴，后续可能仍会有刺激政策继续出台，但实际效果需要观察，海外不确定性加大背景下经济基本面仍将持续波动。海外方面，美国发布 6 月 PCE、7 月 PMI 及 7 月就业数据，其中核心 PCE 数据由 5 月的 2.76% 上升至 2.79%，而 PMI 数据由 6 月的 49 降至 48，同时就业方面失业率由 4.1% 上升至 4.2%，整体来看关税不确定性使得美国经济出现了一定的滞胀迹象。贸易冲突方面，中美经贸团队上周在斯德哥尔摩进行会谈，同时未来一周美国对中国对等关税暂停到期，关注最终谈判结果。降息预期方面，美联储召开 7 月 FOMC 会议并维持基准利率不变，同时美联储主席鲍威尔会后表示 9 月未必会进行降息操作，使得市场降息预期一度有所回落，但随着之后公布的 PMI 及就业数据走弱，9 月降息的预期有所回升，由此前的 65% 上升至 90%。

指标(2025/07/31)	预测值	实际值		2025/6/30
PMI	49.45	49.3	↘	49.70
工业增加值:当月同比	5.75	-----	-----	6.80
GDP:当季同比	-----	-----	-----	5.20
固定资产投资:累计同比	2.8	-----	-----	2.80
制造业投资:累计同比	-----	-----	-----	7.50
基建投资:累计同比	-----	-----	-----	8.90
地产投资:累计同比	-11.3	-----	-----	-11.20
社会消费品零售总额:当月同比	4.86	-----	-----	4.80
出口金额:当月同比	5	-----	-----	5.90
进口金额:当月同比	-0.1	-----	-----	1.10
社会融资规模:当月值	14500	-----	-----	41,993.00
社融规模:同比	9.05	-----	-----	8.90
人民币贷款:当月值	3500	-----	-----	22,400.00
人民币贷款:同比	7.2	-----	-----	7.00
M1:同比	-----	-----	-----	4.60
M2:同比	8.27	-----	-----	8.30
CPI:当月同比	-0.21	-----	-----	0.10
PPI:当月同比	-3.3	-----	-----	-3.60
1年存款利率(央行)	-----	1.5	-----	1.50
1年贷款利率(央行)	-----	4.35	-----	4.35
美元兑人民币汇率	-----	7.1726609	-----	7.18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

美国经济指标	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	趋势
实际GDP(同比)	----	3.00	----	----	-0.50	----	----	2.40	----	----	3.10	↘
PMI	48.00	49.00	48.50	48.70	49.00	50.30	50.90	49.30	48.40	46.50	47.20	震荡下行
消费者信心	61.70	60.70	52.20	52.20	57.00	64.70	71.70	74.00	71.80	70.50	70.10	震荡
零售	----	3.71	3.16	5.19	4.76	-0.14	5.07	4.66	4.03	4.84	0.25	震荡下行
房地产	33.00	32.00	34.00	40.00	39.00	42.00	47.00	46.00	46.00	43.00	41.00	震荡下行
耐用品订单	----	-9.34	16.51	-6.64	7.56	0.96	0.22	0.77	-1.68	0.27	0.88	震荡下行
CPI	----	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40	拐头向上
核心CPI	----	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30	震荡下行
PCE	----	2.58	2.42	2.24	2.34	2.68	2.56	2.60	2.46	2.34	2.10	震荡下行
核心PCE	----	2.79	2.76	2.62	2.70	2.95	2.71	2.86	2.83	2.82	2.66	震荡下行
非农就业	73.00	14.00	19.00	158.00	120.00	102.00	111.00	323.00	261.00	44.00	240.00	震荡下行
失业率	4.20	4.10	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10	----
职位空缺率	----	4.40	4.60	4.40	4.30	4.50	4.70	4.50	4.80	4.60	4.30	震荡
时薪增速	0.33	0.25	0.42	0.17	0.33	0.20	0.42	0.20	0.37	0.42	0.28	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

4.2 股票市场观点

4.2.1 五年分位数角度，目前 A 股估值处于偏低水平。

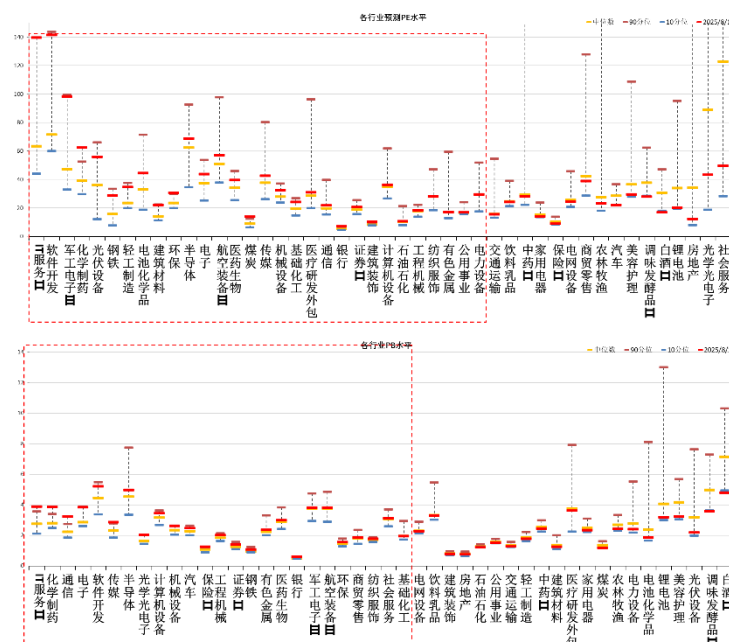
近期万得全 A 预测 PE17.73 倍，处于 93%分位水平，股权溢价率 3.16%，处于 64%分位水平。市场估值分位数位于中性偏高区间。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	11.28	11.08	1.25	7.11	0.77	0.86	0.49	0.46
沪深300	13.12	12.26	1.38	5.86	0.69	0.80	0.49	0.63
中小板指	24.82	19.55	2.66	2.27	0.42	0.55	0.31	0.77
创业板指	33.62	26.69	4.26	1.21	0.39	0.57	0.37	0.80
中证500	30.25	23.55	2.03	1.54	0.94	0.97	0.80	0.41
万得全A	20.33	17.73	1.68	3.16	0.80	0.93	0.55	0.64

指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	11.13	1.16	4.76	0.77	0.81	0.03
标普500	27.63	5.11	-0.61	0.67	0.92	0.16
纳斯达克指	40.49	6.66	-1.76	0.43	0.95	0.29
德国DAX	18.49	1.96	----	0.73	0.91	----
法国CAC40	18.73	1.94	----	0.69	0.82	----
英国富时100	19.66	1.95	----	0.78	1.00	----
韩国综合指数	14.27	1.05	----	0.44	0.68	----
台湾加权指数	18.15	1.84	----	0.58	0.05	----
日经225	19.30	1.98	----	0.54	0.74	----
胡志明指数	13.67	1.69	----	0.53	0.49	----
印度SENSEX	23.05	3.71	----	0.26	0.74	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日.

分行业看, 预测 PE 约 65%行业高于过去 5 年估值中位数, PB 方面约 52%行业高于过去 5 年估值中位数, 电子、计算机、军工估值相对较高



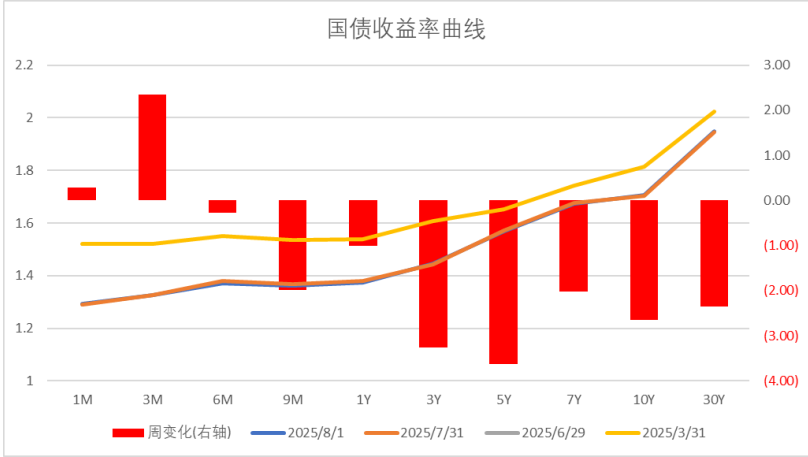
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日. 分位数为过去 5 年.

4.2.3 往后看, 配置方向上关注:

1、经济总量弹性不大使得债券利率维持历史低位, 关注现金流较为稳定的银行、家电等行业。

2、贸易战升级利好的自主可控及供应链安全方向。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 1 日

中短期看，由于地产政策仍以托底为主，内需大幅企稳回升仍然面临一定的难度；同时全球贸易冲突使得出口也面临一定的压力，在此背景下反内卷政策对通胀的实际影响有待观察，但低利率环境下机构行为对债市波动起到了一定的放大左右，使得债券收益率短期出现了较大幅度的上行。往后看，随着债券市场逐步调整到位，可以逐步加仓调整幅度更大的信用债及长久期利率债。转债方面，近期股票市场的持续上涨进一步推升转债估值，预计转债市场将面临一定的估值泡沫风险。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。