

DeepSeek 发布 V3.1 模型，鲍威尔暗示政策转向

一、重要信息点评

1、中国新一期 LPR 出炉，1 年期为 3.0%，5 年期以上为 3.5%，连续三月保持不变。业内专家普遍认为，LPR 继续“按兵不动”，符合预期。从 LPR 报价机制看，近期央行多次开展公开市场操作，作为 LPR 定价基础的 7 天期逆回购操作利率为 1.4%，并未发生变化，因此本月 LPR 继续维持不变。

2、美国 8 月标普全球制造业 PMI 初值录得 53.3，为 2022 年 5 月以来最高水平，远超预期的 49.5。服务业 PMI 小幅回落至 55.4，但制造业大幅回升推动综合 PMI 升至 9 个月新高的 55.4。

3、央行发布公告称，将于 8 月 25 日开展 6000 亿元 MLF 操作。8 月有 3000 亿元 MLF 到期。此次 MLF 落地后，央行本月将通过 MLF 净投放 3000 亿元，为连续第 6 个月加量续作。央行在本月还开展了 3000 亿买断式逆回购净投放，这意味着 8 月中期流动性净投放总额达 6000 亿。

4、DeepSeek-V3.1 正式发布，采用 UE8M0FP8Scale 参数精度。DeepSeek 称，UE8M0FP8 是针对即将发布的下一代国产芯片设计。本次升级主要有三大亮点，包括更强的 Agent 能力、混合思考模式和更高的思考效率。同时，DeepSeek 还上调了 API 接口调用价格。

5、美国总统特朗普与乌克兰总统泽连斯基在白宫举行会晤。特朗普表示，如果一切顺利，美俄乌将举行三边会谈。特朗普表示不排除未来派遣美军参与乌克兰维和任务的可能性。泽连斯基在发言中明确表示，乌克兰需要“所有与安全相关的保障”，包括军队、武器、训练和情报。另据英国金融时报消息，乌克兰将承诺向美国购买价值 1000 亿美元的武器装备（由欧洲出资），以换取其与俄罗斯达成和平协议后美国向其提供安全保障；美乌还将另签 500 亿美元无人机合作生产协议。

6、美国总统特朗普表示，美方将帮助乌克兰进行防卫，但不会向乌克兰派出地面部队，“这一点我可以保证”。特朗普同时重申，乌克兰不会获准加入北约。特朗普说，在实现美俄乌三方会晤之前，他希望俄乌领导人首先进行双边会晤。消息人士透露，美国白宫正计划在匈牙利首都布达佩斯举行美国、俄罗斯和乌克兰总统之间的三边会晤。

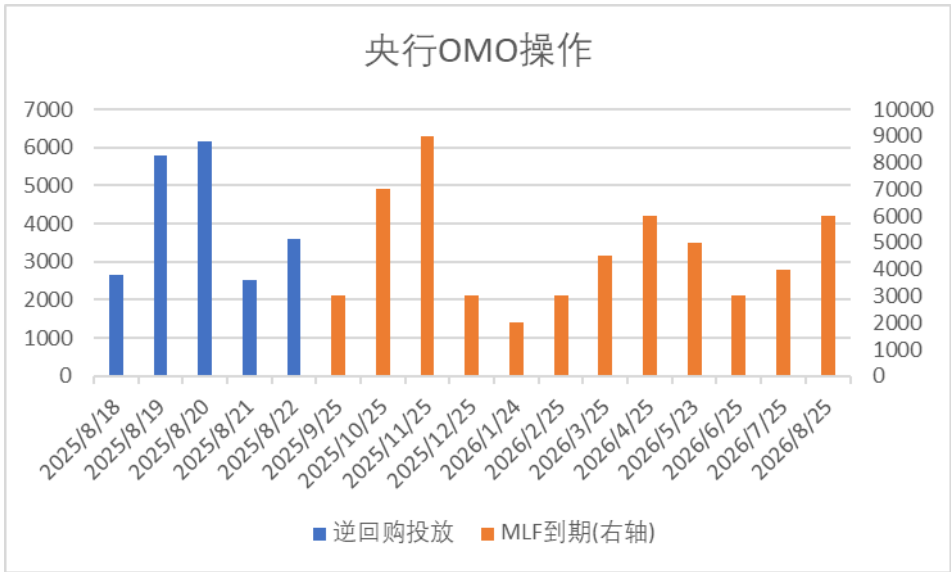
7、今日凌晨，美联储公布的7月会议纪要显示，7月会上，几乎全体决策者支持暂不降息，只有两人反对。纪要体现了，对通胀和就业的风险以及关税对通胀的影响，联储官员均存在分歧，不过多数还是认为，通胀上升的风险比就业下行的风险高。多人认为，关税的影响需要一些时间才会全面显现。与会者指出，在《GENIUS 法案》通过之后，稳定币的使用可能会增加，并可能有助于提升支付系统的效率。他们还表示，稳定币可能会推高对其支撑资产的需求，其中包括美国国债。

8、欧盟与美国发表联合声明，公布了双方在7月达成新贸易协议的具体细节。根据联合声明，美国将对汽车、药品、半导体和木材等大多数欧盟输美商品征收15%的关税。欧盟承诺取消对美国产工业品的关税，并为美国海产品和农产品提供优惠市场准入。欧盟还计划到2028年前采购7500亿美元的美国液化天然气、石油和核能产品，另采购400亿美元的美国人工智能芯片。

9、美国总统特朗普表示，我们正在对进入美国的家具产品展开一项重大关税调查。未来50天内，这项调查将完成，届时从其他国家进入美国的家具产品将被征收关税，具体税率尚未确定。

10、美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上发表重磅讲话，称风险平衡似乎正在发生变化，当前的形势意味着，就业面临的下行风险上升。随着政策处于紧缩区域，这种风险平衡的转变可能意味着需要调整政策立场。鲍威尔讲话后，交易员加大对美联储9月降息的押注，完全消化年底前降息两次预期。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

上周央行 OMO 投放 20770 亿, 同时到期 7118 亿, 共计净投放 13652 亿。此外, 8 月 MLF 到期 3000 亿后续作 6000 亿, 净投放 3000 亿。

	2025/8/22	2025/8/15	2025/7/31	2025/6/30	2024/8/22	环比变化
高炉开工率	83.34	83.57	83.48	83.84	78.82	↘
	2025/8/20	2025/8/13	2025/7/31	2025/6/30	2024/8/20	环比变化
水泥沥青开工率	30.7	32.9	33.1	31.5	26.5	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

生产数据方面, 上周高炉开工率回落, 同时水泥沥青开工率下行。

	2025/8/17	2025/8/10	2025/7/31	2025/6/30	2024/8/17	环比变化
土地成交面积	921.8389	1266.5827	1229.2464	1805.7561	951.6025	↘
土地成交溢价率	10.32	1.68	9.41	7.95	9.12	↗
商品房成交面积	18.24733386	18.49221729	25.40765486	51.02854029	20.24330871	↘
一线商品房成交面积	5.228306143	4.841239571	7.581600143	15.26779971	7.035947	↗
二线商品房成交面积	7.804046286	9.148674857	13.47445557	27.92684029	8.416609143	↘
三线商品房成交面积	5.214981429	4.502302857	4.351599143	7.833900286	4.790752571	↗
二手房价格	152.94	153.05	153.38	153.8	163.51	↘
一线二手房价格	192.5	192.93	193.26	194.64	202.8	↘
二线二手房价格	142.04	141.99	142.23	142.73	154.48	↗
三线二手房价格	132.33	132.45	132.85	133.42	142.2	↘
四线二手房价格	114.87	114.84	114.89	114.93	118.54	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

地产数据方面, 土拍面积减少背景下溢价率回暖, 同时商品房成交面积下降, 二手房价格走弱, 地产数据表现不佳。

	2025/7/31	2024/7/31	2023/7/31	2022/7/31	2021/7/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2192012	1955730	2016649	2119359	1063259	12.08%
厂家零售: 当月累计值	1834486	1729058	1734191	1768331	1128386	6.10%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

汽车销量方面, 25 年 7 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 12.08%及 6.10%, 汽车销量维持较高水平。

	2025/8/17	2025/8/10	2025/7/31	2025/6/30	2024/8/17	环比变化
集装箱吞吐量	675.3	679.2	620.9	667.3	633.2	↘
	2025/8/22	2025/8/15	2025/7/31	2025/6/30	2024/8/22	
CCFI指数	1174.87	1193.34	1261.35	1369.34	2073.41	↘
CICFI指数	658.65	665.62	679.93	689.78	798.4	↘
	2025/8/31	2025/7/31	2025/6/30	2025/5/31	2025/4/30	
韩国前十日出口	-4.3	9.3	4.9	-23.8	13.4	↘
韩国前二十日出口	7.6	-2.3	8.3	-2.5	-5.3	↗
韩国出口	#N/A	5.9	4.3	-1.3	3.5	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

进出口数据方面, 上周出口运价走弱, 同时韩国 8 月前二十日出口数据有所回升。

	2025/8/22	2025/8/15	2025/7/31	2025/6/30	2024/8/22	环比变化
农产品价格	115.53	114.88	112.92	112.49	131.47	↗
猪肉价格	20.1	20.05	20.45	20.28	27.77	↗
粮油价格	113.13	113.01	112.77	112.57	114.31	↗
蔬菜价格	4.84	4.75	4.41	4.35	6.11	↗
水果价格	6.82	6.91	7.04	7.41	7.3	↘
PTA价格	4810	4650	4895	5024	5400	↗
涤纶长丝价格	6800	6750	6680	7150	7475	↗
聚酯切片价格	5880	5770	5925	5905	6760	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 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, 同时猪肉价格升至 20.1 元。纤维方面价格有所上行。反内卷政策推升通胀预期带动食品价格有所回升。

	2025/8/22	2025/8/15	2025/7/31	2025/6/30	2024/8/22	环比变化
煤炭价格	704	698	660	621	833	↗
石油价格	67.73	65.85	72.53	67.61	77.22	↗
铜杆价格	79570	79820	79230	80660	74740	↘
铝价	20750	20680	20560	20720	19730	↗
钢材价格	94.41	95.46	95.17	89.51	91.38	↘
沥青价格	3530	3620	3785	3815	3520	↘
水泥价格	105.21	103.45	104.22	111.78	114.94	↗
MDI价格	15450	15700	15500	15300	17300	↘
浮法玻璃价格	1271.5	1271.5	1268.9	1200	1443.5	----
工业品指数	3630.95	3658.04	3694.96	3523.57	3720.7	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 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、铝价及水泥价格回升, 铜价、钢材价格、沥青价格及 MDI 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	2.14	-7.19	-9.89
COMEX黄金	1.02	1.92	29.39
LME铝	0.58	0.81	2.76
LME铜	0.24	1.01	11.73
CBOT玉米	1.60	-0.12	-10.20
CBOT大豆	1.51	6.28	4.73
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-12.23	-232.45	-1076.48
美元兑离岸人民币	-179.00	-384.00	-1639.00
美元兑日元	-22.30	-381.95	-1033.45

	2025/8/22	2025/8/16	2025/7/31	2025/1/1
ICE布油	67.26	66.13	71.78	74.83
COMEX黄金	3417.2	3381.7	3342.3	2639.3
	2025/8/22	2025/8/16	2025/7/31	2025/1/1
美元指数	97.7244	97.8467	100.0489	108.4892
美元兑离岸人民币	7.1712	7.1891	7.2096	7.3351
美元兑日元	146.94	147.163	150.7595	157.2745

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 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上行，其中石油涨幅最大，伦铜涨幅最小。ICE 布油收于 67.26 美元，涨 2.14%，COMEX 黄金收于 3417.2 美元，涨 1.02%。

上周美元指数下行 12.23BP，美联储主席暗示政策需要转向使得美元指数走弱。在此背景下人民币上周升值 179 个基点，日元升值 22.3 个基点。

三、 市场表现回顾

a) 基金市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型基金	股票型基金	主动股票	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	FOF 基金	总计
上周	数量	6	5	0	26	1	6	0	0	0	38
	发行规模(亿元)	36.79	34.79	0.00	179.52	13.99	15.66	0.00	0.00	0.00	231.98
上上周	数量	4	4	0	14	2	10	0	0	0	28
	发行规模(亿元)	11.63	11.63	0.00	38.71	0.99	49.12	0.00	0.00	0.00	99.46
本月以来	数量	21	17	0	56	3	23	0	0	3	103
	发行规模(亿元)	299.50	141.10	0.00	313.58	14.98	95.20	0.00	0.00	28.72	737.01
基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	11	0	5	32	5	0	0	0	4	4	61
上上周	11	1	6	8	4	0	0	1	5	7	43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 61 支，其中普通混合型基金 11 支，债券类基金（4 支）少于股票类基金（42 支），FOF 基金申报 4 支。发行一边，上周基金共计发行 231.98 亿，其中股票型基金发行规模有所回升。

b) 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
上证50	3.38	5.50	9.08
偏股混合型基金指数	3.52	8.79	24.72
中证500	3.87	9.58	19.16
万得全A	3.87	8.87	20.69
沪深300	4.18	7.42	11.26
中小板指	4.64	8.99	16.70
创业板指	5.85	15.21	25.26
科创50	13.31	19.09	26.18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

A 股表现来看，上周主要板块有所上行，其中上证 50 涨 3.38%，涨幅最小；科创 50 涨 13.31%，涨幅最大。国内 AI 新一代大模型发布背景下市场风险偏好继续回升 A 股有所上行。偏股基金指数涨 3.52%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市盈率指数	1.38	3.92	11.46
低市净率指数	1.89	3.07	11.01
小盘指数	3.58	9.82	21.35
大盘指数	4.47	7.93	9.23
茅指数	4.51	8.50	12.46
绩优股指数	4.52	9.95	11.96
高市盈率指数	7.73	14.55	18.44
高市净率指数	8.02	14.71	21.87

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

A 股各风格指数中, 高 PB 指数涨 8.02%, 表现最好; 低 PE 指数涨 1.38%, 表现最差。市场风格大盘成长占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
房地产	0.10	银行	0.12	煤炭	-7.03
煤炭	0.12	钢铁	1.17	食品饮料	-3.02
医药生物	1.15	石油石化	1.15	公用事业	1.19
银行	1.15	建筑装饰	2.25	石油石化	1.14
环保	1.33	公用事业	3.22	交通运输	1.63
美容护理	5.55	机械设备	11.79	机械设备	29.11
计算机	7.93	计算机	13.96	电子	30.17
综合	8.25	综合	15.10	综合	30.49
电子	8.95	电子	17.41	有色金属	38.60
通信	10.84	通信	19.60	通信	44.91

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 15 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 31 个上涨, 0 个下跌。其中, 国内 AI 发布新一代大模型背景下科技板块继续上行, 其中通信、电子及计算机行业分别涨 10.84%、8.95%及 7.93%, 涨幅居前。另一方面, 红利价值板块则表现较差, 其中煤炭、银行及环保则分别涨 0.92%、1.25%及 1.33%, 涨幅较小。

	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	0.27	2.28	26.32
恒生科技指数	1.89	3.57	26.40

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

港股方面, 恒生指数涨 0.27%, 恒生科技指数涨 1.89%。国内风险偏好回升叠加美元回落背景下港股有所上行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-0.58	1.77	11.32
标普500	0.17	2.01	9.95
道琼斯工业指数	1.53	3.40	7.26
标普中盘400	2.63	3.32	4.33
标普小盘600	3.46	7.26	2.46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

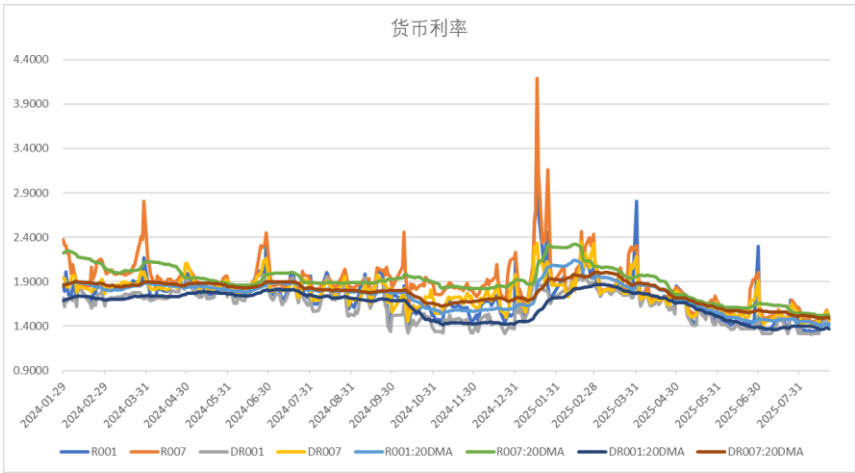
美股方面上周有所上行，其中，纳斯达克指数跌 0.58%，表现最差；小盘 600 指数涨 3.46%，表现最好。美联储主席暗示开启新一轮降息周期背景下美股有所上行。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
台湾加权指数	-2.34	0.94	3.17
韩国综合指数	-1.76	-2.36	32.06
日经225	-1.72	3.81	6.86
德国DAX	0.02	1.24	22.37
法国CAC40	0.58	2.54	7.98
印度SENSEX30	0.88	0.15	4.05
胡志明指数	0.95	9.51	29.89
英国富时100	2.00	2.06	14.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

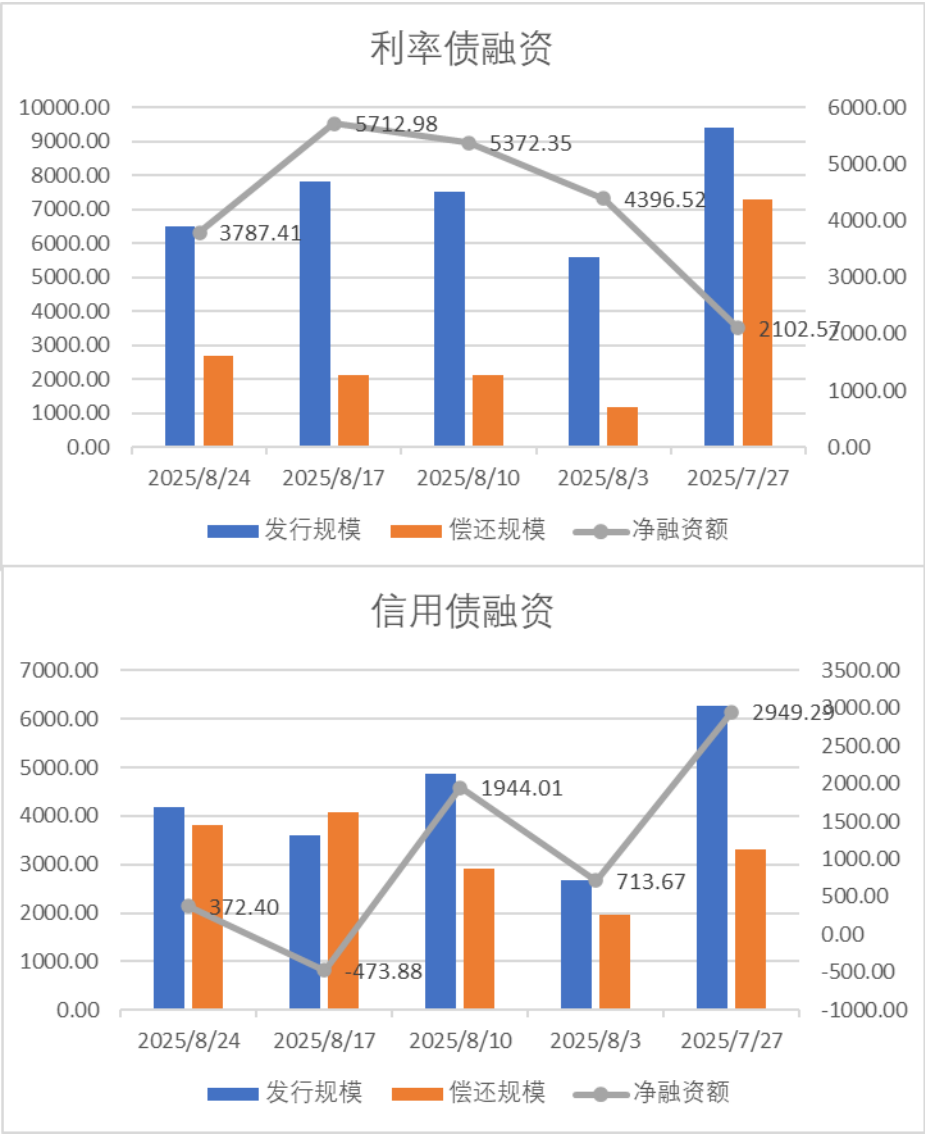
其他海外市场方面，台湾市场跌 2.34%，表现最差；英国市场涨 2.00%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

a) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

上周货币市场利率有所震荡，DR007 二十日均值维持 1.49%，资金面较上上周变化不大。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

债券融资方面，上周利率债净融资额 3787.41 亿，维持大额净发行；信用债净融资额 372.40 亿，较此前有所增加。上周债券净发行量有所下降。

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	1.51	1.63	1.78	国债	13.57	12.6	14.94	国债	-	-	-
国开债	1.57	1.70	1.77	1.88	国开债	13	7.66	10.6	国开债	-	-	-
AAA信用债	1.73	1.89	2.00	-	AAA信用债	15.85	11.15	-	AAA信用债	16.49	19.34	22.83
AA+信用债	1.78	1.97	2.10	-	AA+信用债	18.59	13.15	-	AA+信用债	21.75	27.34	32.83
AA信用债	1.82	2.08	2.37	-	AA信用债	25.59	29.15	-	AA信用债	25.75	38.34	59.83
AA-信用债	2.26	2.84	3.27	-	AA-信用债	57.59	43.15	-	AA-信用债	69.75	114.34	149.83

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	0	10	4	4	国债	-1	3	3	5	国债	29	32	22	11
国开债	4	3	4	2	国开债	4	2	7	7	国开债	36	27	31	15
AAA信用债	5	9	8	-	AAA信用债	4	6	6	-	AAA信用债	5	14	13	-
AA+信用债	6	11	8	-	AA+信用债	3	8	9	-	AA+信用债	0	7	6	-
AA信用债	6	9	7	-	AA信用债	4	6	5	-	AA信用债	-5	2	8	-
AA-信用债	6	9	7	-	AA-信用债	1	-1	1	-	AA-信用债	-44	-26	-14	-

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	0.08	0.14	0.13	0.12	国债	0.19	0.27	0.30	国债	-	-	-
国开债	0.10	0.12	0.14	0.13	国开债	0.18	0.24	0.08	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.07	0.10	0.10	-	AAA信用债	0.28	0.13	-	AAA信用债	0.03	0.08	0.05
AA+信用债	0.05	0.09	0.09	-	AA+信用债	0.29	0.17	-	AA+信用债	0.02	0.06	0.06
AA信用债	0.05	0.05	0.12	-	AA信用债	0.26	0.36	-	AA信用债	0.02	0.08	0.10
AA-信用债	0.03	0.03	0.04	-	AA-信用债	0.45	0.60	-	AA-信用债	0.01	0.04	0.04

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年8月15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, 信用债利率有所上行, 其中3YAA+上行11BP, 上行幅度最大。同时利率债短端上行大于长端, 3Y 国债上行10BP, 上行幅度最大。市场风险偏好继续上行使得债市承压。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	9	-6	0	国债	4	0	2	国债	3	-10	-11
国开债	-1	1	-1	国开债	-2	5	0	国开债	-10	4	-16
AAA信用债	4	-1	-	AAA信用债	2	0	-	AAA信用债	9	-1	-
AA+信用债	6	-3	-	AA+信用债	4	1	-	AA+信用债	7	-1	-
AA信用债	4	-2	-	AA信用债	1	-1	-	AA信用债	7	7	-
AA-信用债	4	-2	-	AA-信用债	-3	2	-	AA-信用债	18	12	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年8月15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 年国债利率升至 2.08, 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	1	7	4	AAA信用债	0	4	-1	AAA信用债	-32	-13	-18
AA+信用债	2	9	4	AA+信用债	-1	6	2	AA+信用债	-37	-20	-25
AA信用债	2	7	3	AA信用债	0	4	-2	AA信用债	-41	-25	-22
AA-信用债	2	7	3	AA-信用债	-3	-3	-6	AA-信用债	-81	-53	-45

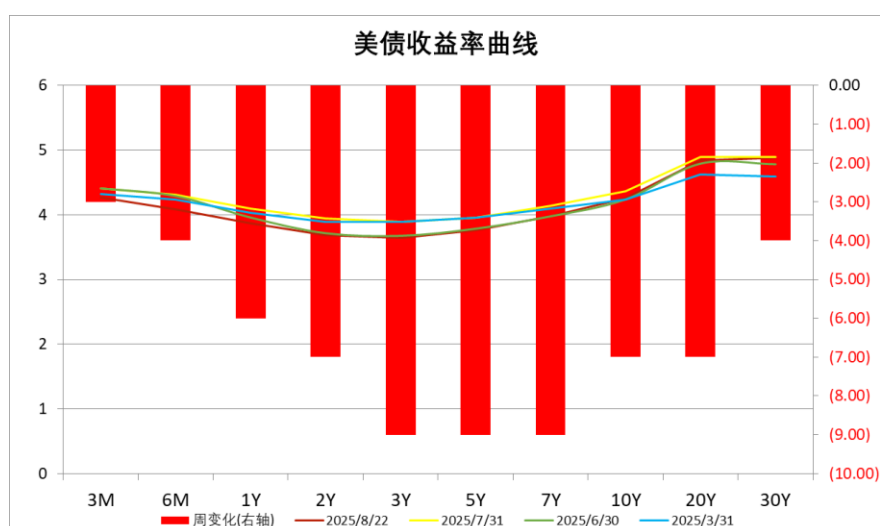
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年8月15日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去5年分位数。

信用利差方面, 上周信用债上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	1.55	1.61	1.67	--	--
国有银行	1.52	1.56	1.62	1.66	1.67
股份银行	1.52	1.57	1.63	1.67	1.68
城商行	1.54	1.59	1.67	1.72	1.75
农商行	1.57	1.69	1.69	1.76	1.72
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2	2	4	--	--
国有银行	5	3	2	4	3
股份银行	6	3	2	2	4
城商行	2	1	2	2	2
农商行	4	8	3	5	-1
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	805.2	1279.1	781.8	1021.6	1369.5
国有银行	310	379	2	96	667
股份银行	259	70	216	540	271
城商行	193	740	443	239	299
农商行	44	91	121	147	133

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

同业存单方面, 上周发行利率有所上行, 其中发行规模最多的 3M 城商行上行 1BP, 为 1.59%; 1Y 国有银行上行 3BP, 为 1.67%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

美债方面, 上周利率有所下行, 其中 3Y、5Y 及 7Y 下行 9BP, 下行幅度最大。美联储主席鲍威尔暗示就业压力增大政策需要转向降息, 在此背景下美债利率出

现了一定下行。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. 1LPR 维持不变，鲍威尔暗示政策转向

上周，国内发布 8 月 LPR，其中五年期 LPR 保持 3.5%，连续三个月维持不变，后续国内降息可能要等到 9 月美联储降息以后。往后看，虽然中美关系短期有所缓和，但长期来看逆全球化仍将继续。内需方面，地方生育补贴有所加码，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 8 月标普 PMI 数据，制造业 PMI 为 53.3，服务业 PMI 为 55.4，均位于扩张区间，显示美国经济维持一定韧性。贸易冲突方面，特朗普表示将对家具进口情况进行调查并指定关税，后续关注政策最终落地情况。降息预期方面，周五的杰克逊霍尔年会上鲍威尔表示就业的下行风险在增加，高利率政策可能需要进行一定的调整，暗示未来开启新一轮降息周期。在此背景下 9 月降息预期变化不大，由此前的 85%小幅下降至 83%。

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	5.82	5.7	↘	6.80
GDP:当季同比	----	----	----	5.20
固定资产投资:累计同比	2.68	1.6	↘	2.80
制造业投资:累计同比	7.17	6.2	↘	7.50
基建投资:累计同比	6.58	7.29	↗	8.90
地产投资:累计同比	-11.53	-12	↘	-11.20
社会消费品零售总额:当月同比	4.87	3.7	↘	4.80
出口金额:当月同比	5.88	7.2	↗	5.80
进口金额:当月同比	0.08	4.1	↗	1.10
社会融资规模:当月值	14100	11320	↘	41,993.00
社融规模:同比	9.08	9	↘	8.90
人民币贷款:当月值	-150	-500	↘	22,400.00
人民币贷款:同比	7.1	6.8	↘	7.00
M1:同比	5.27	5.6	↗	4.60
M2:同比	8.28	8.8	↗	8.30
CPI:当月同比	-0.14	0	↗	0.10
PPI:当月同比	-3.39	-3.6	↘	-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 15 日.

美国经济指标	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	趋势
实际GDP(同比)	----	----	3.00	----	----	-0.50	----	----	2.40	----	----	拐头向上
PMI	----	48.00	49.00	48.50	48.70	49.00	50.30	50.90	49.30	48.40	46.50	震荡下行
消费者信心	58.60	61.70	60.70	52.20	52.20	57.00	64.70	71.70	74.00	71.80	70.50	震荡下行
零售	----	4.32	4.12	3.15	5.19	4.76	-0.14	5.07	4.66	4.03	4.84	震荡下行
房地产	32.00	33.00	32.00	34.00	40.00	39.00	42.00	47.00	46.00	46.00	43.00	震荡下行
耐用品订单	----	----	-9.37	16.54	-6.64	7.56	0.96	0.22	0.77	-1.68	0.27	震荡下行
CPI	----	2.70	2.70	2.40	2.30	2.40	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60	拐头向上
核心CPI	----	3.10	2.90	2.80	2.80	2.80	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30	拐头向上
PCE	----	----	2.58	2.42	2.24	2.34	2.68	2.56	2.60	2.46	2.34	拐头向上
核心PCE	----	----	2.79	2.76	2.62	2.70	2.95	2.71	2.86	2.83	2.82	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	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	震荡
职位空缺率	----	----	4.40	4.60	4.40	4.30	4.50	4.70	4.50	4.80	4.60	震荡下行
时薪增速	----	0.33	0.25	0.42	0.17	0.33	0.20	0.42	0.20	0.37	0.42	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 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。

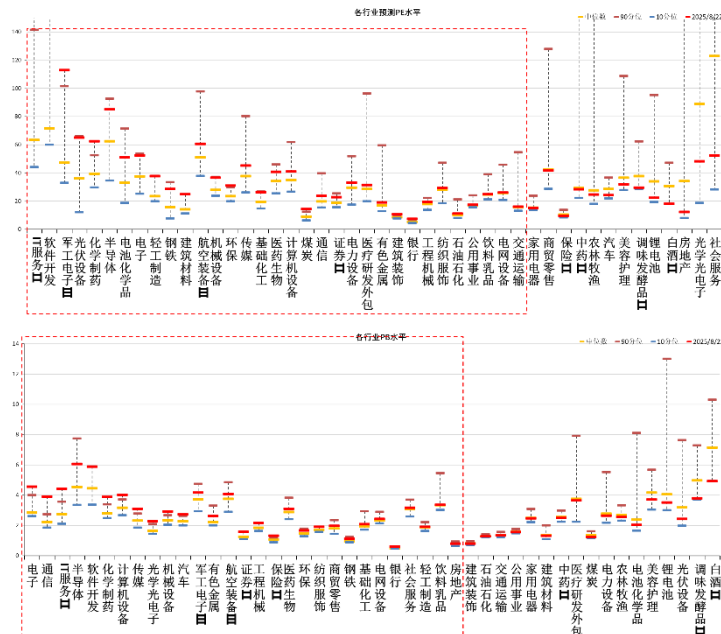
近期万得全 A 预测 PE19.13 倍，处于 99%分位水平，股权溢价率 2.70%，处于 41%分位水平。市场估值分位数位于中性偏高区间。

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	11.94	11.73	1.31	6.50	0.86	0.94	0.72	0.32
沪深300	13.97	13.07	1.47	5.28	0.81	0.95	0.65	0.40
中小板指	26.64	21.35	2.87	1.88	0.54	0.61	0.39	0.59
创业板指	38.86	30.57	4.86	0.69	0.52	0.61	0.48	0.64
中证500	32.59	25.62	2.20	1.19	0.98	1.00	0.98	0.25
万得全A	21.87	19.13	1.81	2.70	0.88	0.99	0.69	0.41

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	11.54	1.20	4.40	0.80	0.83	0.01
标普500	28.59	5.28	-0.76	0.76	1.00	0.09
纳斯达克指	41.18	6.94	-1.83	0.50	1.00	0.26
德国DAX	20.07	2.08	----	0.81	1.00	----
法国CAC4	17.39	2.05	----	0.67	0.98	----
英国富时1	20.35	2.02	----	0.81	1.00	----
韩国综合指	14.49	1.07	----	0.46	0.69	----
台湾加权指	18.51	1.84	----	0.62	0.05	----
日经225	19.56	2.08	----	0.57	0.88	----
胡志明指数	15.25	1.91	----	0.69	0.58	----
印度SENSE	22.81	3.76	----	0.21	0.82	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日.

分行业看，预测 PE 约 72%行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约 60%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

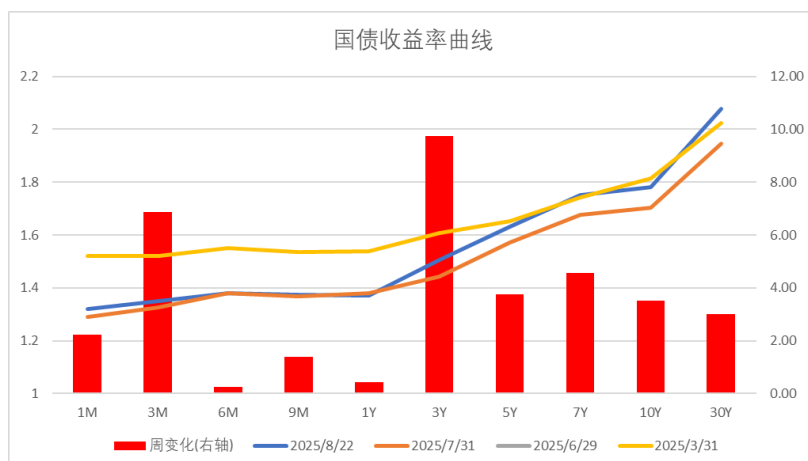


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 8 月 15 日. 分位数为过去 5 年。

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 15 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作用，使得债券收益率短期出现了较大幅度的波动。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。