

【鑫期汇】政策解读：从“钟才文”四连评看下半年资产定价的三个关键切换

——基于《人民日报》四篇署名文章与7月30日中央政治局会议信号的解读

8月22日至25日，《人民日报》连续刊发四篇署名“钟才文”的重磅文章——《中国经济的韧性与活力》《中国是世界经济增长的积极贡献者和强大稳定锚》《上半年经济增长4.7%说明了什么？》《推动高质量发展行稳致远》。这是继2025年9月“八连评”之后，该署名系列的又一次集中亮相，且时点恰在7月30日中央政治局会议部署下半年经济工作之后、党的二十届四中全会之前。市场若只读出“稳增长”三个字，便错过了本轮政策叙事的真正纵深。细读四篇文章与会议公报的措辞变化，可以提炼出下半年资产定价的三个关键切换：政策重心从“稳预期”切向“抓落实”，调控框架从“需求刺激”切向“供给治理”，市场逻辑从“政策博弈”切向“落地验证”。

一、措辞之变：从“精准有效”到“实施好”的节奏密码

政策信号的强弱，往往藏在动词的替换里。今年4月中央政治局会议提出“精准有效实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，基调是观察与滴灌；7月30日会议则改为“实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，并新增“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度”的表述。动词从“精准有效实施”变为“实施好”，实质是政策重心从“保持定力”转向“保证效果”。这一切换的背景很直接：二季度GDP同比增长4.3%，较一季度5.0%回落0.7个百分点，上半年累计4.7%贴近全年目标区间下沿，“经济稳中向好基础仍需巩固”成为会议定调的前提。

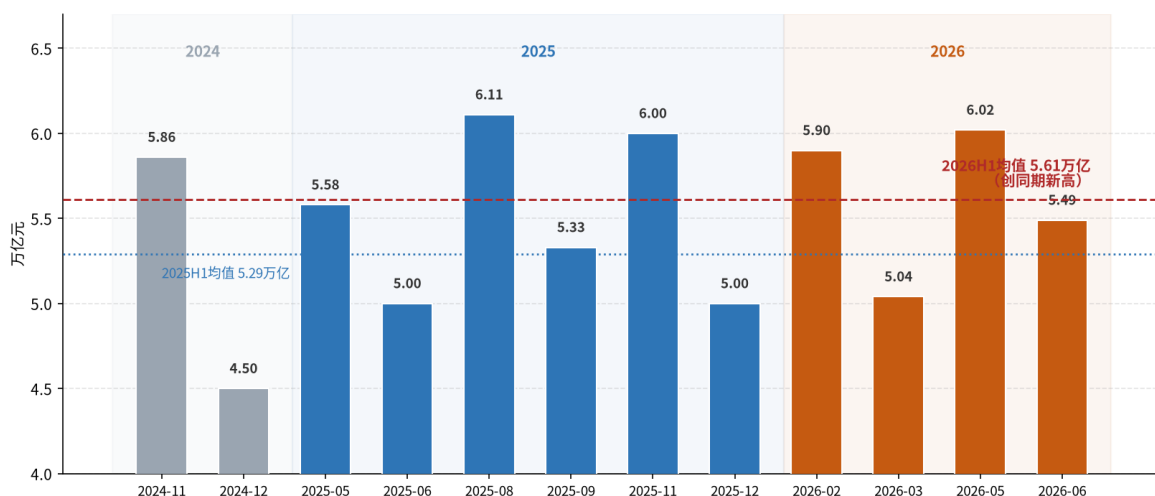
钟才文四连评的价值，在于把会议原则细化成操作清单：围绕“促进投资止跌回稳”，提出“扎实推进‘六张网’规划建设”“加快‘十五五’规划已确定的重大项目审批和开工建设”；围绕企业经营痛点，提出“常态化解决企业账款拖欠问题”；围绕市场生态，明确“继续综合整治‘内卷式’竞争”。这意味着政策已从“边走边看”切换至“发令枪响”，三季度末至四季度是落地验证的关键窗口。

二、三个被低估的信号：库款、择时与供给治理

其一，财政“库款新高”意味着弹药充足。文章特别指出上半年全国国库日均库款规模创同期新高、财政可用资金较多。这组数据的政策含义是：上半年财政“蓄水”，下半年有充足的支出空间。图1与图2呈现了库款“水位”与“蓄水”的全貌——央行资产负债表“政府存款”科目月末余额全年维持在4.5万亿—6.1万亿元的高位区间，2026年上半年可得月份均值约5.6万亿元，创同期新高；上半年财政性存款净增量连续第二年超过9000亿元，显著高于2024年同期的净消耗状态。叠加8000亿元新型政策性金融工具在三季度加速落地、“六张网”（水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网）和“十五五”重大项目陆续开工，基建与产业投资的实物工作量

有望在三季度末至四季度集中显现。这是下半年宏观经济最大的边际变化，也是资本市场此前定价最不充分的变量。

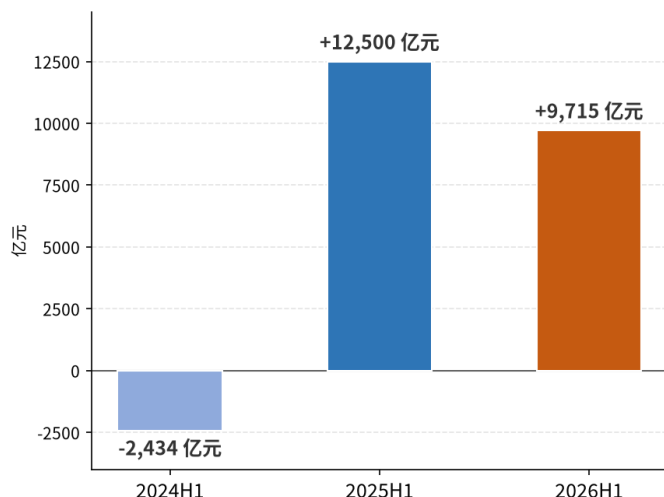
国库库款水位：央行资产负债表「政府存款」月末余额（2024-11~2026-06）



数据来源：中国人民银行《货币当局资产负债表》（理杏仁整理）。注：2026H1均值为2/3/5/6月可得数据；官方口径为上半年全国国库日均库款规模创同期新高。

图1 国库库款水位：央行资产负债表"政府存款"月末余额（2024年11月~2026年6月）

上半年财政性存款净增量：库款「蓄水」的三年对比



数据来源：中国人民银行历年《上半年金融统计数据报告》。2024H1财政性存款减少2434亿元，2025H1增加1.25万亿元，2026H1增加9715亿元——连续两年大幅累积，库款蓄水充裕。

图2 上半年财政性存款净增量三年对比（2024年H1 / 2025年H1 / 2026年H1）

其二，货币政策"该出的时候一定会出"。文章明确表态"我国没有走过度依赖政策强刺激的路子，总量政策保持积极有为，结构政策'点穴'发力"，并强调"宏观政策工具箱充足，逆周期调节空间依然较大"。这传递的是"不是不宽松，而是择时"的信号。结合市场环境判断，降准空间大于降息（超储率偏高、银行负债成本约束），科技创新再贷款、保障性住房再贷款等结构性工具将继续扩围，四季度降准概率较高，为财政发力提供流动性护航。

其三，"内卷式"竞争治理上升为供给端主线。政治局会议明确提出继续综合整治"内卷式"竞争，与年初以来光伏、钢铁、煤炭等行业自律限产、产能治理一脉相承。这一信号对商品定价的意义不亚于需求政策：供给侧收缩将推动PPI同比由负转正、工业企业利润再分配、行业龙头集

中度提升。与2015年供给侧改革相比，本轮手段更市场化——标准提升、兼并重组、价格执法并举，但方向一致：把定价权从“拼价格”交还给“拼价值”。

三、资产定价的三个切换

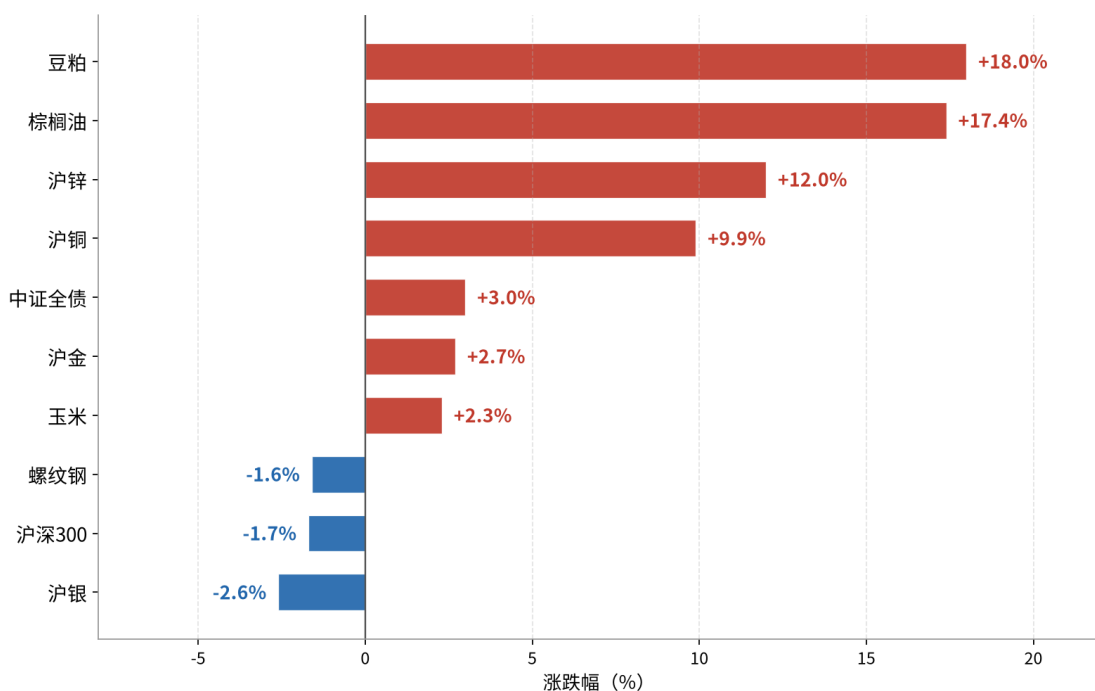
权益市场：从“政策底”到“制度底”。四连评提出“深化资本市场投融资综合改革，进一步健全中长期资金入市机制”，与监管层“长钱长投”导向一脉相承。2025年末以来沪深300累计下跌约1.7%（图3），估值处于历史中低位，赔率占优；政策组合拳为风险偏好与估值提供了制度性安全垫。但需清醒认识：本轮行情的性质是“结构牛”而非“指数牛”——受益于新动能政策的科技成长（人工智能、半导体、高端制造）、受益于中长期资金偏好与盈利修复的高股息红利资产是双主线，顺周期弹性则取决于财政实物工作量的落地节奏。指数级行情仍需等待盈利与信心的共振。

债券市场：从“单边牛”到“震荡牛”。中证全债2025年末以来上涨约3.0%，适度宽松基调未变、“资产荒”格局延续，债牛基础仍在；但财政发力带来的政府债券供给放量，以及增量政策落地可能阶段性抬升风险偏好，将加大长端利率波动，收益率曲线或呈陡峭化。操作上，票息打底、逢调整配置优于追涨长端，收益率阶段性上行反而提供更好的配置窗口。

大宗商品：从“需求定价”到“供给定价”。2025年末以来的资产表现已经给出答案：豆粕上涨18.0%、棕榈油上涨17.4%、沪锌上涨12.0%、沪铜上涨9.9%、沪金上涨2.7%、玉米上涨2.3%，而沪银下跌2.6%、螺纹钢下跌1.6%、沪深300下跌1.7%（图3）。涨得好的商品，背后要么是供给约束（有色矿端紧缺、反内卷减产），要么是天气溢价（厄尔尼诺冲击棕榈油、大豆等农产品供给）；跌得多的资产，共同特征是需求依赖内需旧引擎。贵金属内部同样呈现分化：沪金受全球央行购金、避险配置与去美元化逻辑支撑，高位震荡偏强、韧性凸显；沪银则因工业需求占比更高，在全球制造业补库节奏反复、前期涨幅透支后震荡回调，表现弱于黄金，金银比走阔。展望下半年，央行购金与避险主线尚未改变，金价中枢有望继续上移，但需警惕美联储政策路径反复带来的高位波动；白银在光伏、电子等工业需求支撑下中期仍具弹性，短期或延续震荡，金银比存在均值回归动能。综合来看，下半年商品内部这一分化大概率延续：农产品在厄尔尼诺预期下趋势最强，有色受全球补库支撑偏强，黄金作为避险资产配置价值突出，黑色系弹性取决于减产兑现度——“多供给约束品种、多避险资产、空需求拖累品种”是占优框架。



2025年末以来主要大类资产表现 (2025-12-31 → 2026-08-25, 主力连续口径)



数据来源: iFinD、新浪财经、东方财富; 沪金/沪银/沪锌/沪铜/螺纹钢为SHFE主力连续, 豆粕/棕榈/玉米为DCE主力连续, 沪深300、中证全债为指数收盘

图3 2025年末以来主要大类资产表现 (2025-12-31 → 2026-08-25, 主力连续口径, 含贵金属金银)

四、观点与风险提示

观点一：下半年是政策"落地兑现期", 资产定价锚从预期切换至实物量。财政发力是最确定的边际变化, 三季度末至四季度经济数据与行业开工率将验证政策成色, 任何低于预期的落地节奏都是波动来源, 但方向无需怀疑。

观点二：权益内部科技成长与红利资产并重, 商品内部供给约束品种与避险资产优先, 债券以票息和波段收益为主。

观点三："股债双牛但节奏分化、商品内弱外强"格局下, 配置宜以政策受益方向为矛、以高股息与票息为盾, 在控制仓位的前提下把握结构性机会, 避免对单边趋势的过度押注。

风险层面需警惕四点：一是增量政策落地节奏与力度不及预期；二是房地产风险释放超预期拖累信用与内需；三是海外衰退或地缘扰动冲击外需与风险偏好；四是厄尔尼诺强度超预期引发输入性通胀, 制约货币政策空间。

结语

钟才文四连评的价值, 不在于给出答案, 而在于指明路径。政策的方向已经明确——加大逆周期调节、推动供给治理、深化改革释放中长期资金活力; 剩下的交给时间与执行。对投资者而言, 读懂"措辞切换—信号落地—定价重估"的传导链条, 才能在下半年震荡市中抓住结构性Alpha: 与政策同向, 与结构同行。



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822



华鑫期货



华鑫研究（鑫期汇）

