

宏观

股债跷跷板现象减弱

2025 年 09 月 01 日

宏观周报（8 月第 5 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场放量上涨。**①市场方面，鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会超预期放鸽，美联储框架转向就业弱化、通胀偏向一次性冲击观点，白宫对美联储施压加码，叠加央行调升人民币中间价，人民币显著升值，外资流入强化，对市场情绪有所支撑。②基本面方面，7 月工业企业利润反映利润压力仍在，反内卷政策效果仍需持续观察，且下游消费已经呈现利润压力，上游如果快速涨价，对下游行业压力或加大。8 月 PMI 为 49.4%，比上月上升 0.1 个百分点，虽然价格继续回升，但产需缺口扩大，建筑业景气度下降。③政策方面，上海需求端房地产政策调整，后续房地产需求政策放松预期有所抬升。
- 2) **固收：上周收益率小幅下行。**①上周催化方面，股市火热引发的资金虹吸效应影响渐淡，央行持续呵护下流动性重回宽松稳定；前期收益率已累积一定升幅增加吸引力，现券对 A 股承压减轻，股债跷跷板减弱。②后期来看，10 年期国债若上行至 1.8%-1.9% 具备吸引力，但进攻仍然难度较大，一是资金面不稳定，扰动较多，OMO 余额规模较大，流动性依赖央行投放，两融余额上升可能会使得央行加大对资金空转的关注，二是基本面偏弱在预期内，进一步交易信息有限，三是股市是否会受到阅兵结束的影响，仍然具有较大不确定性。
- 3) **海外：美股震荡、美债利率下行、美元指数震荡、人民币升值、黄金上涨。**①白宫对美联储施压持续，特朗普解雇库克人事风波，使得降息预期持续、美联储独立性担忧加大，美债利率下行，贵金属避险需求也得到提振。②但周四初请失业金人数 22.9 万人，预期 23 万人，就业数据好于预期，周五美国 7 月核心 PCE 物价指数同比升 2.9% 符合预期，仍然保持韧性，小幅抑制美债利率下行，降息路径不确定性担忧也影响美股情绪，抑制上涨势头。
- 4) **风险提示：**基本面超预期弱化、资本市场预期波动带来恐慌。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾 ..... 3

二、 上周宏观事件分析 ..... 4

    2.1 7 月工业企业利润增速压力仍存，反内卷成效仍待观察 ..... 4

三、 当周关注 ..... 6

## 图表目录

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| Figure 1 市场宏观变量周度回顾.....       | 3 |
| Figure 2 工业企业利润增速环比-季节性.....   | 4 |
| Figure 3 工业企业利润增速产业链拉动分解图..... | 5 |
| Figure 4 工业企业利润行业累计增速拉动图.....  | 5 |

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

| 大类市场  | 市场复盘                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 宏观变量点评                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 权益    | 上周市场缩量上涨，周均成交额 29831 亿元，环比放量 3957 亿元。上证指数 0.84%，深证成指 4.36%，创业板指 7.74%，万得全 A 1.90%；沪深 300 2.71%，小市值指数 -1.59%；恒生指数 -1.03%，恒生科技指数 0.47%。板块上，通信、有色金属、电子表现靠前，纺织服饰、煤炭、银行表现靠后。风格上，成长好于价值、大盘好于小盘。                                                                                                 | 1) 市场方面，鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会超预期放鸽，美联储框架转向就业弱化、通胀偏向一次性冲击观点，白宫对美联储施压加码，叠加央行调升人民币中间价，人民币显著升值，外资流入强化，对市场情绪有所支撑。<br>2) 基本面方面，7 月工业企业利润反映利润压力仍在，反内卷政策效果仍需持续观察，且下游消费已经呈现利润压力，上游如果快速涨价，对下游行业压力或加大。8 月 PMI 为 49.4%，比上月上升 0.1 个百分点，虽然价格继续回升，但产需缺口扩大，建筑业景气度下降。<br>3) 政策方面，上海需求端房地产政策调整，后续房地产需求政策放松预期有所抬升。 |
| 固收    | 上周债市收益率小幅下行。全周 TL2512 上涨 0.56%，T2512 上涨 0.14%，TF2412 上涨 0.14%。现券来看，10 年国债活跃券下行 0.5BP，30 年国债活跃券下行 1.75BP，10 年国开活跃券下行 1BP，5 年国开下行 0.75BP，3 年国开下行 1.5BP，1 年国开下行 0.5BP。<br>上周央行累计进行了 22731 亿元逆回购操作和 6000 亿元 MLF 操作，全口径净投放 4961 亿元。本周央行公开市场将有 22731 亿元逆回购到期，其中 9 月 29 日将有 1 万亿元 91 天期买断式逆回购到期。 | 1) 上周催化方面，股市火热引发的资金虹吸效应影响渐淡，央行持续呵护下流动性重回宽松稳定；前期收益率已累积一定升幅增加吸引力，现券对 A 股承压减轻，股债跷跷板减弱。<br>2) 后期来看，10 年期国债若上行至 1.8%-1.9% 具备吸引力，但进攻仍然难度较大，一是资金面不稳定，扰动较多，OMO 余额规模较大，流动性依赖央行投放，两融余额上升可能会使得央行加大对资金空转的关注，二是基本面偏弱在预期内，进一步交易信息有限，三是股市是否会受到阅兵结束的影响，仍然具有较大不确定性。                                      |
| 海外及其他 | 上周道指跌 0.19%，标普 500 指数跌 0.1%，纳指跌 0.19%。美债方面，10 年美债收益率下行 4bp 至 4.23%，2 年期美债收益率下行 9bp 至 3.62%。汇率方面，美元指数周涨 0.13%报 97.8477，离岸人民币兑美元升值 492 个基点报 7.1221。大宗方面，美油期货涨 0.55%，COMEX 黄金期货涨 2.86%。                                                                                                      | 1) 白宫对美联储施压持续，特朗普解雇库克人事风波，使得降息预期持续、美联储独立性担忧加大，美债利率下行，贵金属避险需求也得到提振。<br>2) 但周四初请失业金人数 22.9 万人，预期 23 万人，就业数据好于预期，周五美国 7 月核心 PCE 物价指数同比升 2.9%符合预期，仍然保持韧性，小幅抑制美债利率下行，降息路径不确定性担忧也影响美股情绪，抑制上涨势头。                                                                                               |

资料来源：wind、世纪证券研究所

## 二、上周宏观事件分析

### 2.1 7 月工业企业利润增速压力仍存，反内卷成效仍待观察

#### 事件：

国家统计局公布数据显示，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。工业企业营收累计同比 2.3%、前值 2.5%；利润累计同比-1.7%、前值-1.8%。7 月末，产成品存货同比 2.4%、前值 3.1%。

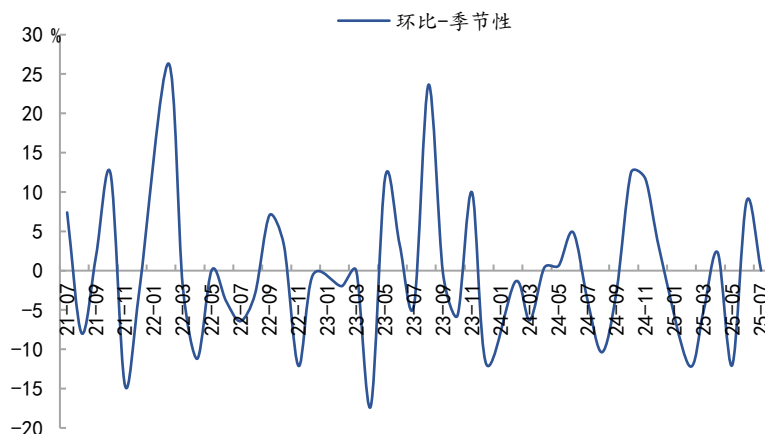
#### 点评：

从总量上来看，7 月工业企业利润降幅收窄主要因利润率当月同比回升所致，而利润率回升主要是由去年基数偏低所致，实际成本率等仍然偏高。而从量价角度来看，工业增加值当月同比较上月回落 1.1pct 至 5.7%，PPI 与上月持平于-3.6%，工业营收较前值回落 0.2 个百分点。

从结构上来看，主要的拖累在于下游消费制造营收和利润率回落较为明显，汽车行业前期利润大幅冲高，但本月利润增速有较大回落，当月同比-113.7pct 至-17.1%，累计同比从 3.6% 回落至 0.9%。主要的支撑则在中游行业，尤其是高科技主导的计算机、电子和通信行业。

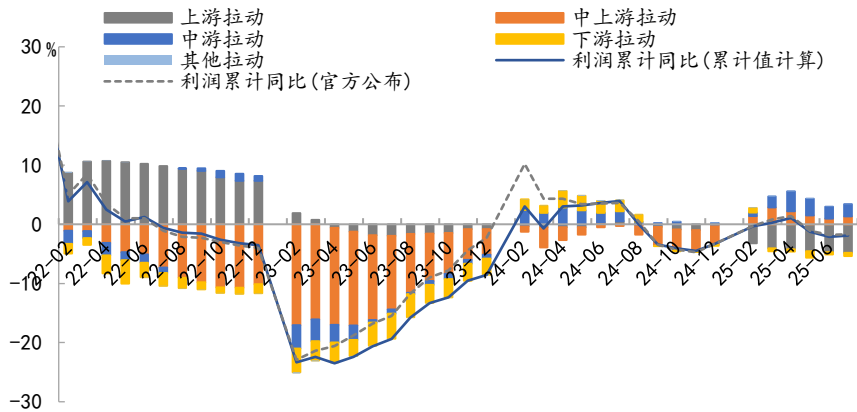
整体而言，7 月工业企业利润反映利润压力仍在，反内卷政策效果仍需持续观察，且下游消费已经呈现利润压力，上游如果快速涨价，对下游行业压力或加大。

Figure 2 工业企业利润增速环比-季节性



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 工业企业利润增速产业链拉动分解图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 工业企业利润行业累计增速拉动图

| 累计同比拉动 (%)         |                  | 2025-07 | 2025-06 | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 2024-08 |
|--------------------|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 上游                 | 采矿业              | -5.48   | -5.30   | -5.24   | -5.01   | -5.03   | -5.15   | -1.46   | -2.12   | -2.12   | -1.78   | -1.66   |
|                    | 电力、热力、燃气及水的生产和供应 | 0.66    | 0.67    | 0.69    | 0.78    | 0.74    | 1.96    | 1.40    | 1.14    | 1.22    | 1.32    | 1.63    |
| 中上游                | 石油、煤炭及其他燃料加工业    | -0.16   | -0.01   | 0.22    | 0.26    | -0.07   | -0.09   | -1.19   | -1.33   | -1.38   | -1.31   | -1.00   |
|                    | 化学原料及化学制品制造业     | -0.58   | -0.65   | -0.38   | -0.40   | -0.04   | -0.04   | -0.58   | -0.59   | -0.48   | -0.23   | 0.06    |
|                    | 化学纤维制造业          | -0.01   | 0.01    | -0.06   | -0.05   | 0.02    | 0.03    | 0.11    | 0.09    | 0.09    | 0.09    | 0.13    |
|                    | 橡胶和塑料制品业         | -0.08   | -0.05   | 0.05    | 0.08    | 0.08    | 0.00    | 0.02    | 0.01    | 0.06    | 0.06    | 0.17    |
|                    | 非金属矿物制品业         | -0.09   | -0.10   | 0.04    | -0.03   | -0.26   | -0.75   | -1.83   | -1.90   | -2.02   | -2.09   | -2.12   |
|                    | 黑色金属冶炼及压延加工业     | -1.64   | -1.33   | -1.61   | -1.87   | -1.92   | -1.43   | -0.36   | -0.46   | -0.82   | -1.05   | -0.68   |
|                    | 有色金属冶炼及压延加工业     | 0.34    | 0.37    | 0.44    | 0.77    | 0.99    | 0.60    | 0.51    | 0.67    | 1.18    | 1.38    | 1.56    |
|                    | 金属制品业            | -0.02   | 0.03    | 0.05    | 0.23    | 0.11    | 0.01    | -0.06   | -0.07   | -0.03   | 0.00    | 0.16    |
| 中游                 | 造纸及纸制品业          | -0.15   | -0.15   | -0.16   | -0.19   | -0.13   | -0.14   | 0.01    | 0.05    | 0.12    | 0.19    | 0.29    |
|                    | 通用设备制造业          | 0.22    | 0.22    | 0.38    | 0.41    | 0.29    | 0.17    | 0.03    | -0.03   | 0.00    | 0.03    | 0.13    |
|                    | 专用设备制造业          | 0.09    | 0.13    | 0.22    | 0.38    | 0.35    | 0.15    | 0.03    | -0.04   | -0.17   | -0.18   | -0.19   |
|                    | 铁路船舶航空航天和其他运输设备制 | 0.53    | 0.54    | 0.71    | 0.72    | 0.62    | 0.80    | 0.26    | 0.34    | 0.37    | 0.34    | 0.37    |
|                    | 电气机械及器材制造业       | 0.80    | 0.89    | 0.81    | 1.08    | 0.45    | -0.17   | -0.17   | -0.26   | -0.43   | -0.60   | -1.01   |
|                    | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 0.45    | 0.23    | 0.78    | 0.74    | 0.12    | -0.34   | 0.00    | -0.12   | 0.53    | 0.42    | 0.82    |
|                    | 仪器仪表制造业          | 0.10    | 0.13    | 0.08    | 0.21    | 0.12    | 0.16    | 0.07    | 0.03    | 0.01    | 0.00    | 0.01    |
| 下游                 | 农副食品加工业          | 0.17    | 0.28    | 0.49    | 0.59    | 0.54    | 0.62    | -0.04   | -0.01   | 0.01    | 0.06    | 0.22    |
|                    | 食品制造业            | 0.05    | 0.05    | -0.01   | 0.01    | -0.02   | 0.13    | 0.15    | 0.12    | 0.13    | 0.13    | 0.18    |
|                    | 酒、饮料和精制茶制造业      | -0.38   | -0.41   | -0.09   | -0.16   | -0.29   | -0.04   | 0.23    | 0.31    | -0.27   | -0.30   | 0.40    |
|                    | 烟草制品业            | 0.06    | 0.06    | 0.04    | 0.06    | 0.08    | 0.24    | 0.11    | 0.05    | 0.06    | 0.05    | 0.05    |
|                    | 纺织业              | -0.05   | -0.06   | 0.00    | 0.04    | 0.06    | 0.06    | 0.04    | 0.05    | 0.06    | 0.10    | 0.14    |
|                    | 纺织服装、服饰业         | -0.10   | -0.09   | -0.09   | -0.08   | -0.07   | -0.06   | 0.01    | 0.03    | 0.04    | -0.01   | 0.00    |
|                    | 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 | -0.04   | -0.04   | 0.00    | -0.01   | -0.03   | -0.06   | 0.02    | 0.04    | 0.04    | 0.04    | 0.05    |
|                    | 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品 | -0.02   | -0.03   | -0.02   | -0.02   | -0.04   | -0.06   | -0.04   | -0.03   | -0.01   | -0.01   | 0.00    |
|                    | 家具制造业            | -0.06   | -0.09   | -0.10   | -0.13   | -0.15   | -0.14   | 0.01    | 0.02    | 0.03    | 0.05    | 0.04    |
|                    | 印刷业和记录媒介的复制      | -0.02   | 0.00    | 0.00    | 0.03    | -0.02   | -0.04   | -0.06   | -0.03   | -0.02   | -0.02   | 0.06    |
|                    | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 | -0.09   | -0.11   | -0.12   | -0.09   | -0.08   | -0.12   | 0.04    | 0.05    | 0.04    | 0.04    | 0.08    |
|                    | 医药制造业            | -0.09   | -0.11   | -0.21   | -0.12   | 0.15    | -0.15   | -0.07   | -0.11   | -0.05   | -0.03   | -0.03   |
|                    | 汽车制造             | 0.02    | 0.19    | -0.96   | -0.49   | -0.62   | 0.86    | -0.60   | -0.51   | -0.31   | -0.18   | 0.00    |
|                    | 上游拉动             | -4.83   | -4.73   | -4.56   | -4.23   | -4.09   | -3.19   | -0.06   | -0.98   | -0.90   | -0.47   | -0.03   |
|                    | 中上游拉动            | 1.36    | 0.95    | 1.51    | 2.21    | 2.87    | 1.87    | -3.37   | -3.59   | -3.41   | -3.15   | -1.72   |
|                    | 中游拉动             | 2.04    | 1.99    | 2.83    | 3.35    | 1.83    | 0.64    | 0.22    | -0.02   | 0.43    | 0.20    | 0.42    |
|                    | 下游拉动             | -0.54   | -0.37   | -1.08   | -0.37   | -0.49   | 0.74    | -0.20   | -0.01   | -0.27   | -0.06   | 1.19    |
| 工业企业利润累计同比(累计值计算值) |                  | -1.92   | -2.12   | -1.23   | 1.07    | 0.25    | -0.34   | -3.31   | -4.51   | -4.05   | -3.40   | -0.07   |

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

| 日期          | 事件    |                                       |
|-------------|-------|---------------------------------------|
| 9 月 2 日（周二） | 22:00 | 美国 8 月 ISM 制造业 PMI：前值 48.00           |
| 9 月 4 日（周四） | 20:15 | 美国 8 月新增 ADP 就业人数:季调(人)：前值 104,000.00 |
|             | 22:00 | 美国 8 月 ISM 服务业 PMI：前值 50.10           |
| 9 月 5 日（周五） | 20:30 | 美国 8 月失业率:季调(%)：前值 4.20               |
|             | 20:30 | 美国 8 月非农就业人口变动:季调(千人)：前值 73.00        |

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

| 股票投资评级说明：                                               | 行业投资评级说明：                                                |
|---------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | 报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；                                | 强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；                               |
| 增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；                          | 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；                           |
| 中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；                          | 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。                               |
| 卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。                                |                                                          |

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。