

调整基石，新高可期

相关研究报告

<<破云>>--2025-07-29

<<窄门 2>>--2025-07-25

<<窄门 1>>--2025-07-11

<<周而复始>>--2025-07-10

证券分析师：张冬冬

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522040001

证券分析师：徐梓铭

E-MAIL: xuzm@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525050001

证券分析师：吴步升

E-MAIL: wubs@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524110002

经济弱现实下，风偏面临政策空窗期，微观交易结构恶化，短期内 A 股市场将进入波动反复的整固期。

价格和出口来看，7 月 PPI 以及 CPI 数据延续年内低位运行，反应出当前通缩依旧是经济的主要矛盾。亮点在于 PPI 环比降幅自 3 月份以来首次收窄，其中原料、生产资料、加工降幅亦同比收窄，体现出反内卷的政策效力。7 月出口超预期，转口贸易的支撑是重要因素，但随着当前美国与全球各国达成关税协定下，对我国贸易出口的冲击将在更远的将来显现，我国对东盟的出口增速已开始呈现高位下滑趋势，同时高频数据显示港口完成集装箱吞吐量已连续三周下滑。

重要会议节奏来看，政策空窗期下 A 股风险偏好的提升缺乏驱动力。7 月政治局会议落地，政策重点在落实与巩固经济基础，增量预期落空与财政部国债收税叠加，短期利好债券、长期影响中性。10 月四中全会是下一个重要时间节点，四季度之前降息是下一个股市走强的信号。同时中美关税豁免期将在 8 月 12 日到期，新一轮贸易谈判下关税政策或有变数，短期市场风险偏好或受压制。

微观流动性来看，近一周市场呈现出指数强、个股分化的特征，A 股可能面临调整。一是 A 股呈现出量价背离的特征，全 A 指数本周上涨 1.95%，收盘价创年内新高，但周度日均成交额较上周下滑 1125 亿元，周度日均换手率较上周下滑 0.36%。二是市场赚钱效应大幅下降，显示出热点缩圈的特征，6 月底以来市场个股周度上涨比例维持在高位，但本周个股上涨比例仅为 32%，较 6 月底指数启动上涨以来大幅下降。三是杠杆资金流入创新高，两融成交额占比开始回落但依旧维持在 10%左右的高位，反映出短期投机情绪过热。

A 股短期调整不改中长期的上涨趋势，一是监管稳资本市场的决心不变，指数下行风险可控。二是反内卷打破行业低效无序竞争，塑造公平有利的发展格局进而改善行业盈利能力的长逻辑不变，同时近期政策开始向居民端发力（生育补贴），经济恢复增长潜力的前景向好。三是当前股指期货期权市场波动率并未放大，这意味着期权市场交易者定价未来走势将以震荡的方式展开，且从技术面看，各大股指并未出现明显的头部形态。

配置上，继续参考《窄门 2》。

美国经济正经历贸易战“退烧”后的虚弱期，这给予了美联储降息的理由，也给了市场对未来身体恢复后重新振作的预期，预计“金发姑娘”在预期的引导下将重新回归舞台中央。从最近公布的美国经济数据中不难得出这样一副蓝图：增长放缓，但未衰退，就业疲软，但未断崖。

增长方面，同比来看，美国 GDP 同比增速连续两个季度低于 2%，处于 2023 年以来的最低增速，但数据远称不上衰退。环比来看，折年率后二季度美国 GDP 增速回升至 3%，显示出不确定性降低后经济的韧性依旧强劲。消费作为美国经济增长占比最重的部分，2025 年整体呈现出量稳价升的景象，这与美国经济增长放缓但未衰退的表现相对应。6 月个人消费支出环比增长出现回升，这与零售数据相一致，但剔除 CPI 的影响后，实际服务消费增长结束了疫情后的增长趋势，在 2025 年开始趋平。这或代表了消费者正处于对物价上涨的担忧以及被裁员的忧虑当中，使得消费增长在量方面出现了停滞，但整体并未出现明显收缩。

就业方面，7 月非农数据对 5、6 月数据的大幅下修超出了市场预期，但工时和薪资数据却并不指向衰退。从行业来看，近 3 个月的非农就业数据集中在教育和医疗保健行业，受关税影响较大的专业商业服务和制造业岗位流失较多，大多行业处于岗位流失状态，这表明了就业市场的状况并不健康。从薪资和工时来看，平均薪资和工时的超预期增长表明在不确定性极高的状况下，当前公司更倾向于增加工人的工时和薪水，并减少招聘新人。这更像是企业面对不确定下的短期应对，而非出于经营困难下的选择。正常情况下，如果经济出现衰退，企业首先做的是减少工人的工作时长并降薪，最后再裁员。非农数据整体来看就业市场虽然疲软，但并未指向衰退。

蓝图给了美联储 9 月降息的理由，同时贸易谈判的推进也意味着不确定性的降低，这也使得远期的增长并不悲观。自美联储放缓加息后，虽然名义上美联储仍然聚焦于通胀和就业的双重目标值，并对 2% 的通胀目标信誓旦旦，但实际上一旦就业市场表现出疲软，联储的行动往往是积极和快速的，而通胀超预期更多是口头上的收紧。市场也因此对就业数据表现极为敏感，而对通胀数据有所钝化。因此就业市场的疲软给予了正面临极大政治压力的美联储以降息的借口，9 月降息已被市场所定价。降息和贸易不确定性的降低大幅提振了市场风险偏好。从债券市场来看，高收益债利差已回归至历史低位水平，并在近几周持续下行，这表明了市场对未来经济走势的乐观，同时也刺激了企业的发债行为。目前企业发债增速加快，创下近 5 年同期最高水平。从就业市场来看，挑战者企业计划裁员的声明数量已大幅降低至正常水平，中小企业在增加薪酬、职位空缺、薪资增长方面都有了环比回升的表现。我们维持美国经济将继续表现稳健，美股将续创历史新高的判断。

风险提示：1. 贸易冲突加剧；2. 国内政策不及预期；3. 地缘风险超预期。

目录

一、国内：有调整，待新高	5
二、国际：放缓未衰退，疲软未断崖	8
三、风险提示	13

图表目录

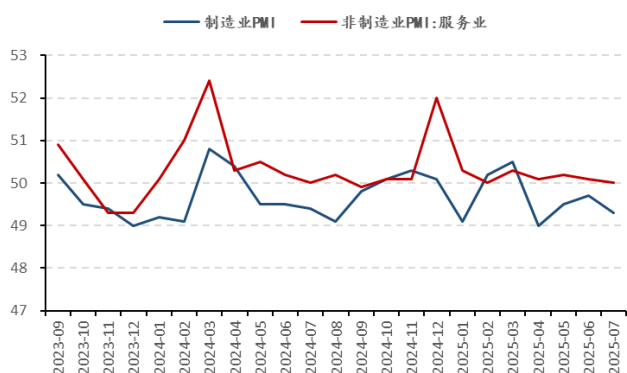
图表 1: 7 月制造业与服务业 PMI 较 6 月下降.....	5
图表 2: 7 月 PPI、CPI 延续低位运行	5
图表 3: 港口完成集装箱吞吐量开始大幅下降	5
图表 4: 全 A 成交额较上周出现下滑	5
图表 5: 原料、生产资料、加工降幅收窄	6
图表 6: 对东盟出口开始呈现高位下滑趋势	6
图表 7: 市场赚钱效应开始大幅下降	7
图表 8: 两融成交额维持在高位	7
图表 9: 50 与 1000 股指 VIX 并未大幅抬升	7
图表 10: 美国个人消费支出环比回升	8
图表 11: 美国个人实际消费增长停滞	8
图表 12: 美国 GDP 同比增长放缓，环比二季度出现回升	9
图表 13: 近 3 个月非农就业集中在教育和医疗保健行业	10
图表 14: 工时和薪资增长指向经济并未衰退	10
图表 15: 非农报告后市场已基本定价 9 月降息	11
图表 16: 市场定价年内降息 2 次	12
图表 17: 高收益债利差降至历史低位区间	12
图表 18: 企业发债创下近 5 年最高	12
图表 19: 挑战者裁员计划基本回落至正常值	13
图表 20: 中小企业就业市场企稳回升	13

一、国内：有调整，待新高

经济弱现实下，风偏面临政策空窗期，微观交易结构恶化，短期内 A 股市场将进入波动反复的整固期。

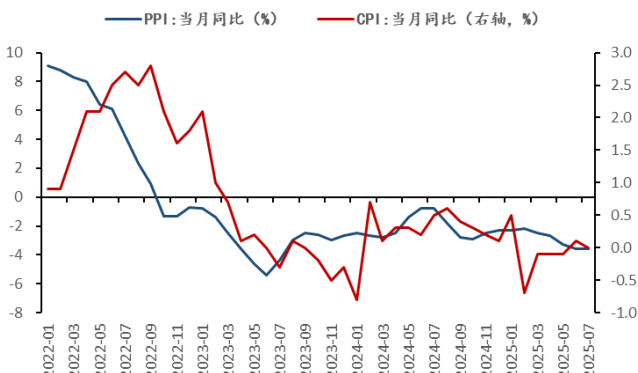
价格和出口来看，7 月 PPI 以及 CPI 数据延续年内低位运行，反应出当前通缩依旧是经济的主要矛盾。亮点在于 PPI 环比降幅自 3 月份以来首次收窄，其中原料、生产资料、加工降幅亦同比收窄，体现出反内卷的政策效力。7 月出口超预期，转口贸易的支撑是重要因素，但随着当前美国与全球各国达成关税协定下，对我国贸易出口的冲击将在更远的将来显现，我国对东盟的出口增速已开始呈现高位下滑趋势，同时高频数据显示港口完成集装箱吞吐量已连续三周下滑。

图表1：7 月制造业与服务业 PMI 较 6 月下降



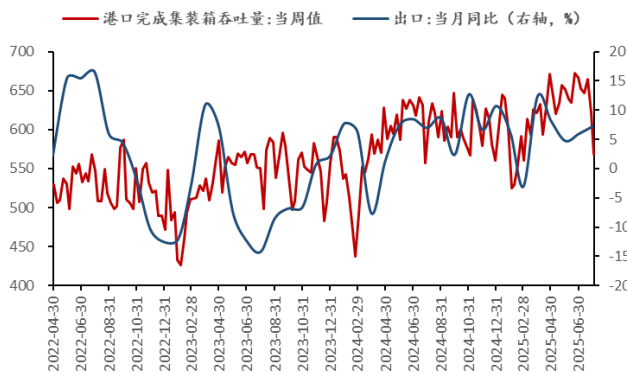
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：7 月 PPI、CPI 延续低位运行



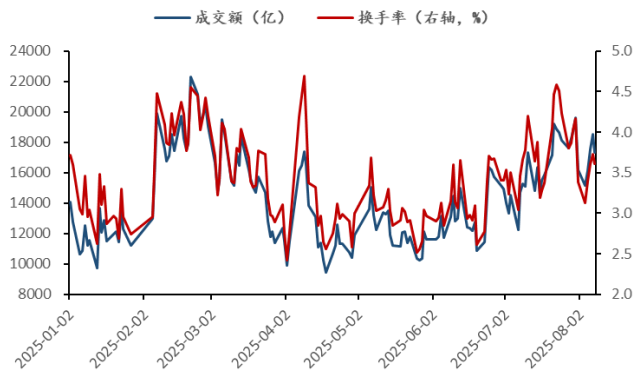
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：港口完成集装箱吞吐量开始大幅下降



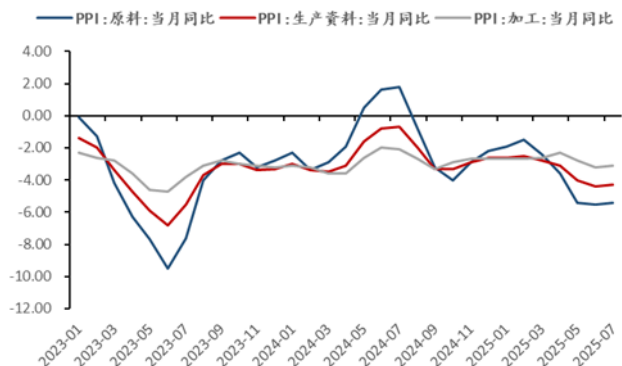
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：全 A 成交额较上周出现下滑



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：原料、生产资料、加工降幅收窄



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：对东盟出口开始呈现高位下滑趋势

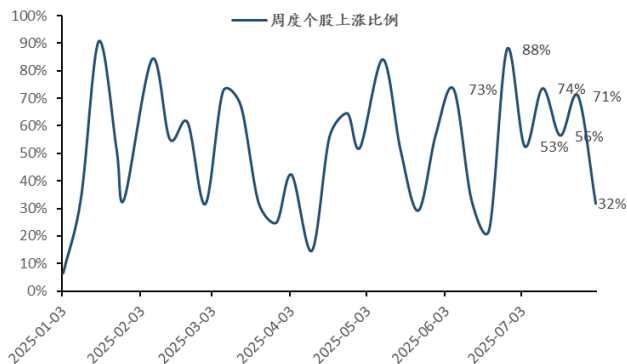


资料来源：iFind，太平洋证券整理

重要会议节奏来看，政策空窗期下 A 股风险偏好的提升缺乏驱动力。7 月政治局会议落地，政策重点在落实与巩固经济基础，增量预期落空与财政部国债收税叠加，短期利好债券、长期影响中性。10 月四中全会是下一个重要时间节点，四季度之前降息是下一个股市走强的信号。同时中美关税豁免期将在 8 月 12 日到期，新一轮贸易谈判下关税政策或有变数，短期市场风险偏好或受压制。

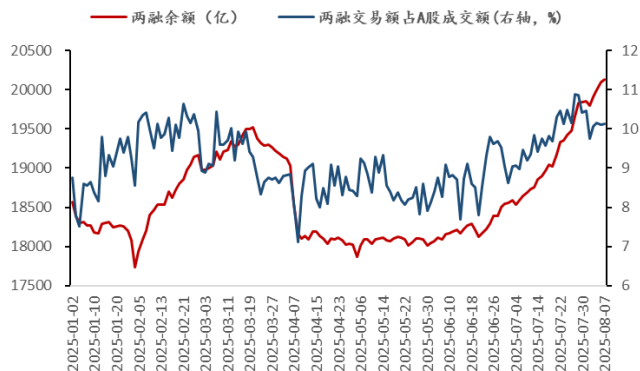
微观流动性来看，近一周市场呈现出指数强、个股分化的特征，A 股可能面临调整。一是 A 股呈现出量价背离的特征，全 A 指数本周上涨 1.95%，收盘价创年内新高，但周度日均成交额较上周下滑 1125 亿元，周度日均换手率较上周下滑 0.36%。二是市场赚钱效应大幅下降，显示出热点缩圈的特征，6 月底以来市场个股周度上涨比例维持在高位，但本周个股上涨比例仅为 32%，较 6 月底指数启动上涨以来大幅下降。三是杠杆资金流入创新高，两融成交额占比开始回落但依旧维持在 10% 左右的高位，反映出短期投机情绪过热。

图表7：市场赚钱效应开始大幅下降



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：两融成交额维持在高位



资料来源：iFind，太平洋证券整理

A股短期调整不改中长期的上涨趋势，一是监管稳资本市场的决心不变，指数下行风险可控。二是反内卷打破行业低效无序竞争，塑造公平有利的发展格局进而改善行业盈利能力的长逻辑不变，同时近期政策开始向居民端发力（生育补贴），经济恢复增长潜力的前景向好。三是当前股指期货市场波动率并未放大，这意味着期权市场交易者定价未来走势将以震荡的方式展开，且从技术面看，各大股指并未出现明显的头部形态。

配置上，继续参考《窄门2》。

图表9：50与1000股指VIX并未大幅抬升



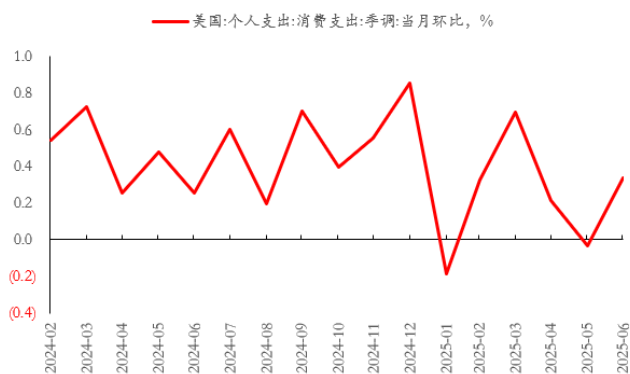
资料来源：文华财经，太平洋证券整理

二、国际：放缓未衰退，疲软未断崖

美国经济正经历贸易战“退烧”后的虚弱期，这给予了美联储降息的理由，也给了市场对未来身体恢复后重新振作的预期，预计“金发姑娘”在预期的引导下将重新回归舞台中央。从最近公布的美国经济数据中不难得出这样一副蓝图：增长放缓，但未衰退，就业疲软，但未断崖。

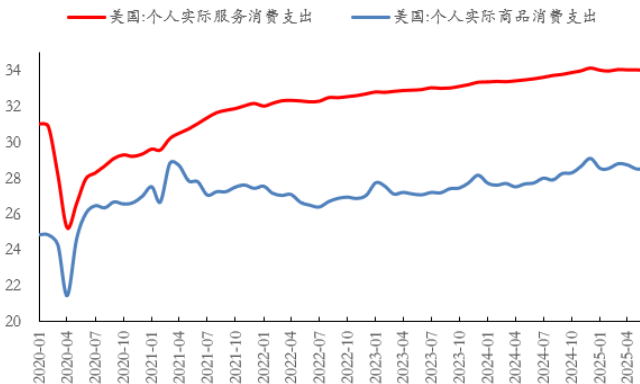
增长方面，同比来看，美国 GDP 同比增速连续两个季度低于 2%，处于 2023 年以来的最低增速，但数据远称不上衰退。环比来看，折年率后二季度美国 GDP 增速回升至 3%，显示出不确定性降低后经济的韧性依旧强劲。消费作为美国经济增长占比最重的部分，2025 年整体呈现出量稳价升的景象，这与美国经济增速放缓但未衰退的表现相对应。6 月个人消费支出环比增长出现回升，这与零售数据相一致，但剔除 CPI 的影响后，实际服务消费增长结束了疫情后的增长趋势，在 2025 年开始趋平。这或代表了消费者正处于对物价上涨的担忧以及被裁员的忧虑当中，使得消费增长在量方面出现了停滞，但整体并未出现明显收缩。

图表10：美国个人消费支出环比回升



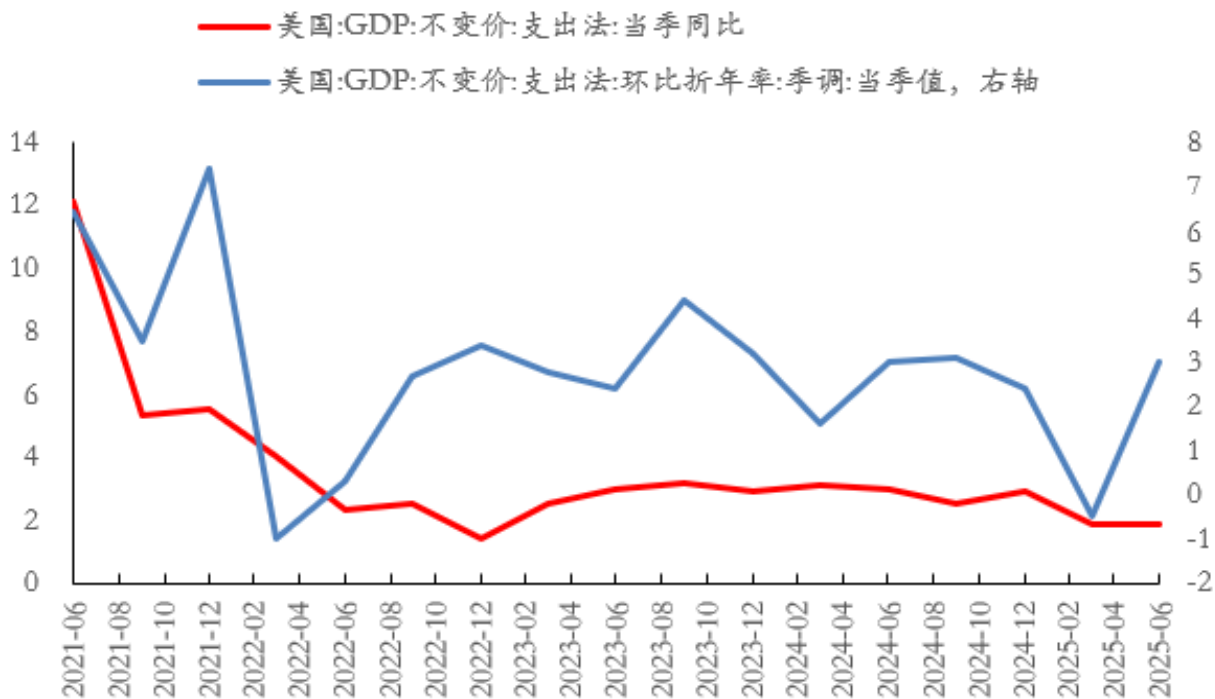
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表11：美国个人实际消费增长停滞



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表12：美国 GDP 同比增长放缓，环比二季度出现回升



资料来源：iFind，太平洋证券整理

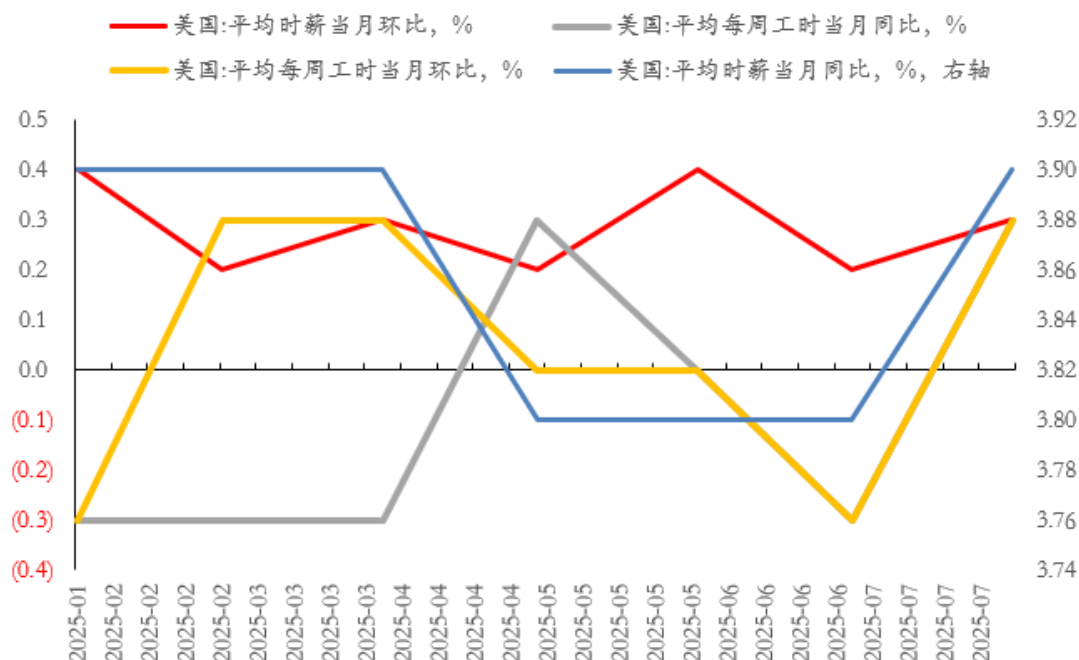
就业方面，7月非农数据对5、6月数据的大幅下修超出了市场预期，但工时和薪资数据却并不指向衰退。从行业来看，近3个月的非农就业数据集中在教育和医疗保健行业，受关税影响较大的专业商业服务和制造业岗位流失较多，大多行业处于岗位流失状态，这表明了就业市场的状况并不健康。从薪资和工时来看，平均薪资和工时的超预期增长表明在不确定性极高的状况下，当前公司更倾向于增加工人的工时和薪水，并减少招聘新人。这更像是企业面对不确定下的短期应对，而非出于经营困难下的选择。正常情况下，如果经济出现衰退，企业首先做的是减少工人的工作时长并降薪，最后再裁员。非农数据整体来看就业市场虽然疲软，但并未指向衰退。

图表13：近3个月非农就业集中在教育和医疗保健行业

Category	July 2024	May 2025	June 2025(u)	July 2025(u)
EMPLOYMENT BY SELECTED INDUSTRY (Over-the-month change, in thousands)				
Total nonfarm	88	19	14	73
Total private	40	69	3	83
Goods-producing	12	-13	-13	-13
Mining and logging	0	-4	-1	-4
Construction	11	2	3	2
Manufacturing	1	-11	-15	-11
Durable goods(1)	0	-8	-13	0
Motor vehicles and parts	6.2	2.9	-2.9	-2.4
Nondurable goods	1	-3	-2	-11
Private service-providing	28	82	16	96
Wholesale trade	7.8	1.6	-8.1	-7.8
Retail trade	-14.6	-14.8	-14.3	15.7
Transportation and warehousing	0.1	-0.5	0.6	3.6
Utilities	-0.3	2.6	0.3	-0.1
Information	-17	2	0	-2
Financial activities	-3	7	-2	15
Professional and business services(1)	-16	-23	-11	-14
Temporary help services	-25.4	-15.2	-3.0	-4.4
Private education and health services(1)	61	70	52	79
Health care and social assistance	61.5	72.0	59.0	73.3
Leisure and hospitality	9	27	4	5
Other services	1	10	-5	2
Government	48	-50	11	-10

资料来源：BLS，太平洋证券整理

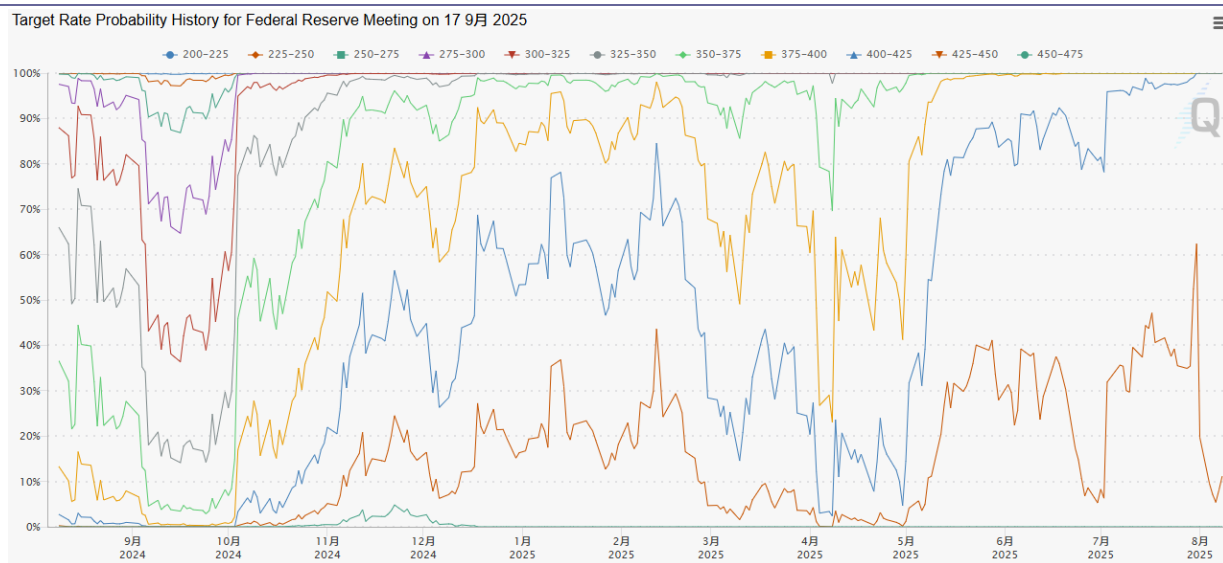
图表14：工时和薪资增长指向经济并未衰退



资料来源：iFind，太平洋证券整理

蓝图给了美联储9月降息的理由，同时贸易谈判的推进也意味着不确定性的大幅降低，这也使得远期的增长并不悲观。自美联储放缓加息后，虽然名义上美联储仍然聚焦于通胀和就业的双重目标值，并对2%的通胀目标信誓旦旦，但实际上一旦就业市场表现出疲软，联储的行动往往是积极和快速的，而通胀超预期更多是口头上的收紧。市场也因此对就业数据表现极为敏感，而对通胀数据有所钝化。因此就业市场的疲软给予了正面临极大政治压力的美联储以降息的借口，9月降息已被市场所定价。降息和贸易不确定性的降低大幅提振了市场风险偏好。从债券市场来看，高收益债利差已回归至历史低位水平，并在近几周持续下行，这表明了市场对未来经济走势的乐观，同时也刺激了企业的发债行为。目前企业发债增速加快，创下近5年同期最高水平。从就业市场来看，挑战者企业计划裁员的声明数量已大幅降低至正常水平，中小企业在增加薪酬、职位空缺、薪资增长方面都有了环比回升的表现。我们维持美国经济将继续表现稳健，美股将续创历史新高的判断。

图表15：非农报告后市场已基本定价9月降息



资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表16：市场定价年内降息2次

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	88.86%	11.14%
2025/10/29	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	53.00%	47.00%	0.00%
2025/12/10	0.00%	0.00%	0.00%	34.93%	65.07%	0.00%	0.00%
2026/1/28	0.00%	0.00%	0.00%	77.00%	23.00%	0.00%	0.00%
2026/3/18	0.00%	0.00%	24.10%	75.90%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/4/29	0.00%	0.00%	51.00%	49.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/6/17	0.00%	2.93%	97.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/7/29	0.00%	35.00%	65.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/9/16	0.00%	71.29%	28.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/10/28	0.00%	89.00%	11.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026/12/9	8.73%	91.27%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

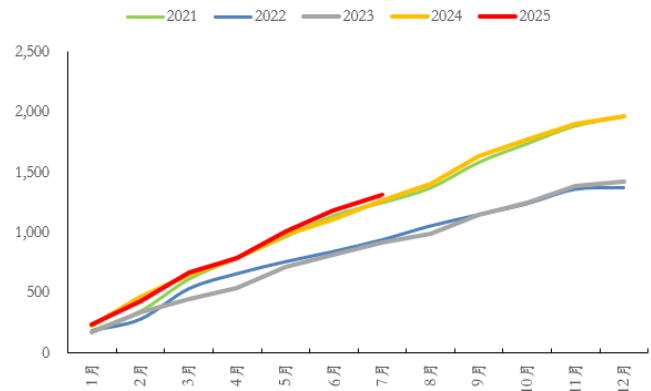
资料来源：文华财经，太平洋证券整理

图表17：高收益债利差降至历史低位区间



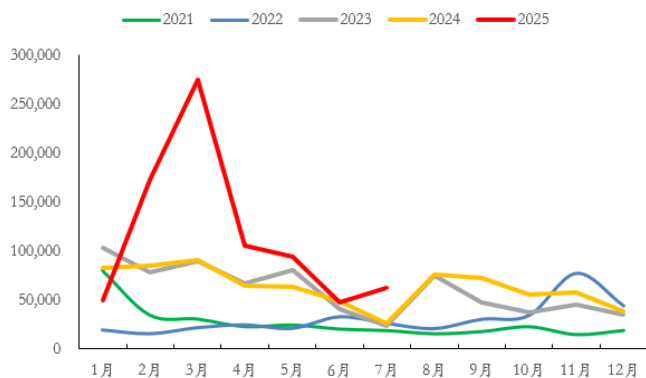
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表18：企业发债创下近5年最高



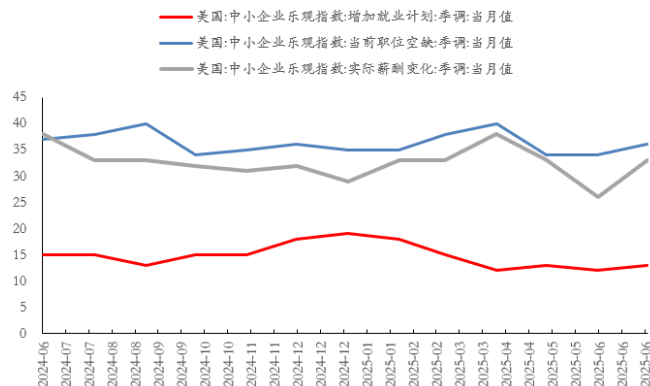
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表19：挑战者裁员计划基本回落至正常值



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表20：中小企业就业市场企稳回升



资料来源：iFind，太平洋证券整理

三、风险提示

1. 贸易冲突加剧；
2. 国内政策不及预期；
3. 地缘风险超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。