

宏观

7 月 PMI 显示供需矛盾加大

2025 年 08 月 04 日

宏观周报（8 月第 1 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：上周市场缩量下跌。**①基本面方面，7 月 PMI 指数较前值回落 0.5 个百分点，低于预期，除了高频数据同步反映的天气扰动对产需产生压制（生产、新订单、建筑分项指标回落）、出口方面边际转弱的压力之外（新出口订单分项回落），结构上也反映出当前反内卷的矛盾性，价格回升，但供需矛盾加大。反内卷热度回落，商品期货价格回调，市场情绪回落。②政策方面，7 月政治局会议召开，整体未超预期，基本上延续此前稳增长的基调，落实接续好前期政策安排，保留一定的灵活和预期空间，在投资、消费、房地产、反内卷上增量政策信息相对有限。③关税方面，中美新一轮经贸谈判，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24%部分以及中方反制措施如期展期 90 天，此前偏乐观的谈判预期回落，但短期不确定性也下降。
- 2) **固收：上周债市债市宽幅波动，全周上涨。**①上周催化方面，上周政治局会议落地，没有超预期的地产、反内卷政策出现，此前对债市的预期压制减弱，中美谈判维持现状未超预期，叠加商品、股票回调，7 月 PMI 数据低于预期，债市在大幅波动后选择下行。②短期来看，利多因素已经落地，后续利多利空因素都不充分，当前 10 年国债面临 1.7 附近的关键点位，市场突破关键点位仍会犹豫，预计市场表现仍会震荡。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率下跌、美元指数上行、人民币贬值、黄金上涨。**①上半周美国和欧盟达成协议，中美开启经贸谈判，风险偏好回升，且美联储 7 月议息会议偏鹰，9 月降息概率下降到 40%以下，美债利率显著上行。②周五美国 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%。劳动力市场明显放缓，美联储内部对经济前景的分歧日益明显，叠加特朗普政府对加拿大加征关税至 35%的贸易保护措施，导致市场避险情绪高涨，美债收益率快速下行，风险资产明显回落。
- 4) **上周事件：**7 月政治局会议未超预期；7 月 PMI 显示反内卷短期矛盾。
- 5) **风险提示：**基本面超预期弱化、贸易摩擦超预期上升导致风险偏好回落。

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 月政治局会议未超预期 ..... 4

    2.2 7 月 PMI 显示反内卷短期矛盾 ..... 5

三、 当周关注 ..... 7

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 PMI 分项雷达图 ..... 6

Figure 3 PMI 大中小企业分化图 ..... 6

Figure 4 PMI 指数热力图 ..... 6

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    | <p>上周市场放量下跌，周均成交额 18096 亿元，环比缩量 391 亿元。上证指数 -0.94%，深证成指 -1.58%，创业板指 -0.74%，万得全 A -1.09%；沪深 300 -1.75%，小市值指数 -0.01%；恒生指数 -3.47%，恒生科技指数 -4.94%。</p> <p>板块上，医药生物、通信、传媒表现靠前，煤炭、有色金属、房地产表现靠后。风格上，成长好于价值、小盘好于大盘。</p>                | <p>1) 基本面方面，7 月 PMI 指数较前值回落 0.5 个百分点，低于预期，除了高频数据同步反映的天气扰动对产需产生压制（生产、新订单、建筑分项指标回落）、出口方面边际转弱的压力之外（新出口订单分项回落），结构上也反映出当前反内卷的矛盾性，价格回升，但供需矛盾加大。反内卷热度回落，商品期货价格回调，市场情绪回落。</p> <p>2) 政策方面，7 月政治局会议召开，整体未超预期，基本上延续此前稳增长的基调，落实接续好前期政策安排，保留一定的灵活和预期空间，在投资、消费、房地产、反内卷上增量政策信息相对有限。</p> <p>3) 关税方面，中美新一轮经贸谈判，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24% 部分以及中方反制措施如期展期 90 天，此前偏乐观的谈判预期回落，但短期不确定性也下降。</p> |
| 固收    | <p>上周债市宽幅波动，全周上涨。全周 T2509 上涨 0.22%，TL2509 上涨 0.78%，TF2509 上涨 0.13%。现券来看，10 年国债活跃券下行 2.6bp，30 年国债活跃券下行 2.8bp，10 年国开下行 3.5bp，5 年国开下行 3.25bp，3 年国开下行 2.25bp，1 年国开下行 2bp。</p> <p>上周央行通过公开市场操作净投放 69 亿元。本周央行合计到期规模为 16,632 亿元。</p> | <p>1) 上周催化方面，上周政治局会议落地，没有超预期的地产、反内卷政策出现，此前对债市的预期压制减弱，中美谈判维持现状未超预期，叠加商品、股票回调，7 月 PMI 数据低于预期，债市在大幅波动后选择下行。</p> <p>2) 短期来看，利多因素已经落地，后续利多利空因素都不充分，当前 10 年国债面临 1.7 附近的关键点位，市场突破关键点位仍会犹豫，预计市场表现仍会震荡。</p>                                                                                                                                                                   |
| 海外及其他 | <p>上周道琼斯工业指数下跌 2.92%，标普 500 指数累计下跌 2.36%，纳斯达克指数累计下跌 2.17%。美债方面，10 年美债收益率下行 17bp 至 4.22%，2 年期美债收益率下行 23bp 至 3.70%。汇率方面，美元指数周涨 1.04% 报 98.6900，离岸人民币兑美元跌 248 个基点报 7.1929。大宗方面，美油期货涨 3.22%，COMEX 黄金期货涨 2.41%。</p>                | <p>1) 上半周美国和欧盟达成协议，中美开启经贸谈判，风险偏好回升，且美联储 7 月议息会议偏鹰，9 月降息概率下降到 40% 以下，美债利率显著上行。</p> <p>2) 周五美国 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%。劳动力市场明显放缓，美联储内部对经济前景的分歧日益明显，叠加特朗普政府对加拿大加征关税至 35% 的贸易保护措施，导致市场避险情绪高涨，美债收益率快速下行，风险资产明显回落。</p>                                                                                          |

资料来源：wind、世纪证券研究所

## 二、上周宏观事件分析

### 2.1 7 月政治局会议未超预期

#### 事件：

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。

#### 点评：

整体而言，在上半年经济实现 5.3% 增长，外部冲击压力有所减弱，7 月中央政治局会议政策定调基本上延续此前稳增长的基调，以落实好前期政策安排，在部分领域做出补充和接续，同时保留灵活性和应对外部变化的余地，确保年度增长目标实现，并且重心适度转向名义增长，改善供求关系。从市场预期而言，通稿表述整体弱于市场预期：一是宏观政策层面，表示宏观政策要持续发力、适时加力，货币政策要保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行。但未提新型政策性金融工具设立情况，仅提用好各项结构性货币政策工具。二是预期较高的反内卷方面，表示推动市场竞争秩序持续优化，依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理等，但整体篇幅有限，增量信息不多。三是投资和消费方面，增量信息相对较为有限，消费方面主要是强调扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点，房地产方面主要提及城市更新，但没有新的部署。

7 月政治局会议精神和政策安排具体板块解读如下：

- 1) 十五五规划安排：本次政治局会议与 4 月政治局会议一个新增的主题是研究关于制定十五五规划的建议。一方面，在所处时期方面，十四五是“开局起步”关键期，而此次会议指出“十五五”是基本实现社会主义现代化“夯实基础、全面发力”的关键时期。另一方面，在基本目标方面，“质的有效提升和量的合理增长”、共同富裕等提法和十四五一脉相承，进展方面从十四五的“开好局、起好步”进一步过渡至“决定性进展”
- 2) 经济形势判断：会议判断整体积极，“主要经济指标表现良好，新质生产

力积极发展，改革开放不断深化，重点领域风险有力有效防范化解，民生兜底保障进一步加强，我国经济展现强大活力和韧性”，面对一些风险挑战，后续要“巩固拓展经济回升向好势头”。

3) 财政与货币政策：会议主要强调“连续性稳定性”和“灵活性预见性”，前者主要体现在财政和货币维持和巩固前期稳增长的方向，财政方面“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率”，货币方面“保持流动性充裕，促进社会综合融资成本下行，用好各项结构性货币政策工具”。后者保留了增量政策的空间，如“新型政策性金融工具”等，但由于短期实际增长压力并不显著，所以政治局会议中并未强化增量政策。

4) 消费和投资政策：消费方面，主要以服务消费为新的增长点，但仍然保持商品消费政策的接续，但商品消费弹性下降的必然性较大，所以消费方面后续或通过财政货币进一步支持服务消费，供需两端共同培育增长点，同时进一步改善民生政策。基建方面，上半年地方政府投资显著偏弱，政策强调高质量推动“两重”建设，随着“两重”项目逐步落地，对出口、商品消费弹性下滑等实际增长压力都是一个重要的对冲和支撑。房地产方面，主要提及城市更新，“落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”，是之前 7 月中旬的中央城市工作会议的延续，但其他的房地产增量政策线索仍然不明朗，并未表现出明显的政策诉求。

5) 资本市场政策：一方面，政策肯定资本市场的修复，以及其对经济微观预期修复的重要性，表示“巩固资本市场回稳向好势头”，另一方面，对于下一步的思路，指出“增强国内资本市场的吸引力和包容性”。

## 2.2.7 月 PMI 显示反内卷短期矛盾

### 事件：

7 月 31 日，国家统计局公布 7 月 PMI 指数，制造业 PMI 为 49.3%、前值 49.7%、预期 49.6%；非制造业 PMI 为 50.5%、前值 50.1%。

### 点评：

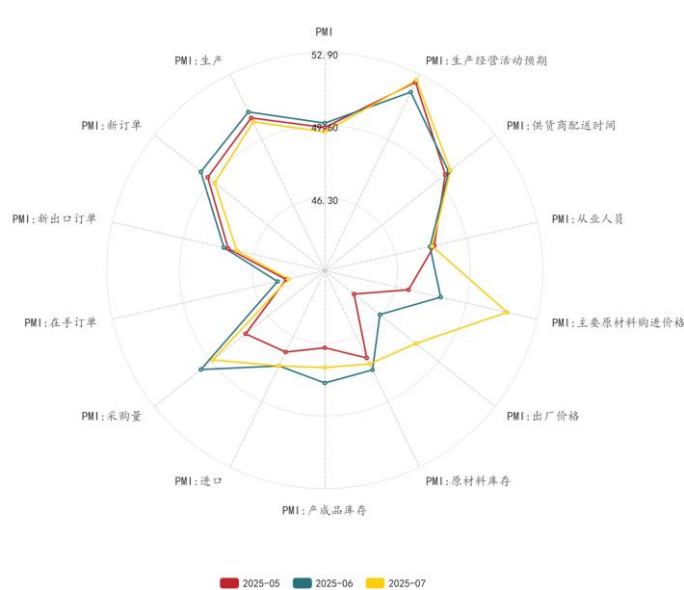
7 月 PMI 指数较前值回落 0.5 个百分点，低于预期。一方面，高频数据同步反映的天气扰动对产需产生压制（生产、新订单、建筑分项指标回落）、出口方面边际转弱（新出口订单分项回落）对数据表现均有拖累。另一方面，结构上也反映出当前反内卷的矛盾性。反内卷预期下，价格分项大幅上行，尤其上游为主的原材料购进价格，主要由预期带动，但是同时，生产端并未有明显回落，仍然保持在扩张区间，而且从结构上，上游涨价品种如钢铁反而



生产提升，而中下游生产反而弱化，同时需求端的回落更加明显，且建筑业 PMI 的回落也同时显现出投资端需求的下滑，供需端的差异反而在上游涨价预期下拉大。上游的涨价预期反而会加大中下游成本压力，加大中下游利润压力。

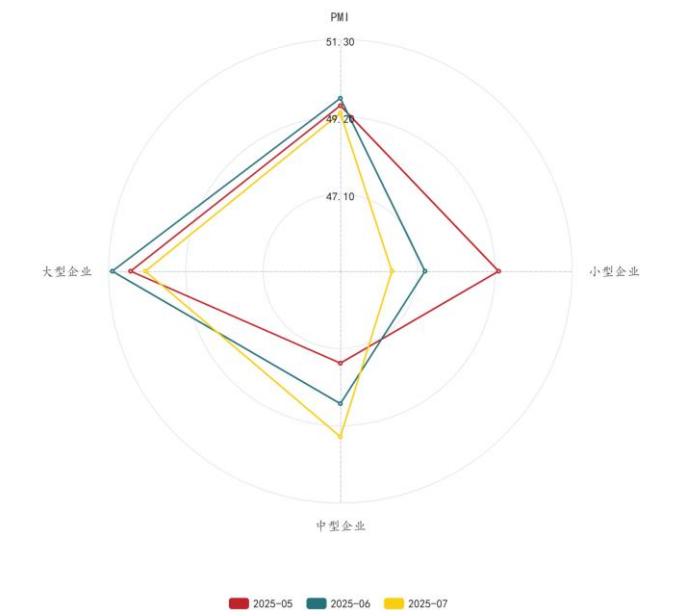
从这一角度看，反内卷带动的上游快速涨价预期不符合本轮中下游参与的广谱反内卷政策主旨，容易向滞胀演变，但中下游缩量提价又需要需求的配合，实行难度较大，需要政策端的进一步指引。

Figure 2 PMI 分项雷达图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PMI 大中小企业分化图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 PMI 指数热力图

| 指标名称          | 2025-07 | 2025-06 | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 2024-07 | 2024-06 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 制造业PMI        | 49.30   | 49.70   | 49.50   | 49.00   | 50.50   | 50.20   | 49.10   | 50.10   | 50.30   | 50.10   | 49.80   | 49.40   | 49.50   |
| PMI:生产        | 50.50   | 51.00   | 50.70   | 49.80   | 52.60   | 52.50   | 49.80   | 52.10   | 52.40   | 52.00   | 51.20   | 50.10   | 50.60   |
| PMI:新订单       | 49.40   | 50.20   | 49.80   | 49.20   | 51.80   | 51.10   | 49.20   | 51.00   | 50.80   | 50.00   | 49.90   | 49.30   | 49.50   |
| PMI:新出口订单     | 47.10   | 47.70   | 47.50   | 44.70   | 49.00   | 48.60   | 46.40   | 48.30   | 48.10   | 47.30   | 47.50   | 48.50   | 48.30   |
| PMI:采购量       | 49.50   | 50.20   | 47.60   | 46.30   | 51.80   | 52.10   | 49.20   | 51.50   | 51.00   | 49.30   | 47.60   | 48.80   | 48.10   |
| PMI:产成品库存     | 47.40   | 48.10   | 46.50   | 47.30   | 48.00   | 48.30   | 46.50   | 47.90   | 47.40   | 46.90   | 48.40   | 47.80   | 48.30   |
| PMI:原材料库存     | 47.70   | 48.00   | 47.40   | 47.00   | 47.20   | 47.00   | 47.70   | 48.30   | 48.20   | 48.20   | 47.70   | 47.80   | 47.60   |
| PMI:主要原材料购进价格 | 51.50   | 48.40   | 46.90   | 47.00   | 49.80   | 50.80   | 49.50   | 48.20   | 49.80   | 53.40   | 45.10   | 49.90   | 51.70   |
| PMI:出厂价格      | 48.30   | 46.20   | 44.70   | 44.80   | 47.90   | 48.50   | 47.40   | 46.70   | 47.70   | 49.90   | 44.00   | 46.30   | 47.90   |
| PMI:从业人员      | 48.00   | 47.90   | 48.10   | 47.90   | 48.20   | 48.60   | 48.10   | 48.10   | 48.20   | 48.40   | 48.20   | 48.30   | 48.10   |
| PMI:生产经营活动预期  | 52.60   | 52.00   | 52.50   | 52.10   | 53.80   | 54.50   | 55.30   | 53.30   | 54.70   | 54.00   | 52.00   | 53.10   | 54.40   |

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

## 三、当周关注

| 日期           | 事件                                                                                        |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 8 月 5 日 (周二) | 22:00 美国 7 月 ISM 非制造业 PMI: 前值 50.80                                                       |
| 8 月 7 日 (周四) | 待定 中国 7 月出口金额: 当月同比(%): 前值 5.90, 预期 4.50<br>待定 中国 7 月进口金额: 当月同比(%): 前值 1.10, 预期 0.30      |
| 8 月 9 日 (周六) | 09:30 中国 7 月 PPI: 同比(%): 前值 -3.60, 预期 -3.37<br>09:30 中国 7 月 CPI: 同比(%): 前值 0.10, 预期 -0.25 |



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。