

政治局会议召开，中美关税谈判结果仍需确认

——宏观与大类资产周报（2025.07.28—2025.08.02）

宏观周报

● 大类资产表现

A 股大势研判：上周 A 股整体震荡上涨，日均成交金额为 1.78 万亿元，较前周小幅缩量。从资金面来看，两融余额为 1.98 万亿元，较前周小幅上升，融资买入占比小幅上升。市场阶段性交易政策兑现为主。政治局会议利好落地，叠加存在海外二次制裁可能，市场交易情绪有所回落，上证综指看向前期上涨平台、30 日线左右寻找支撑。下周出台 7 月进出口与通胀数据，从市场预期来看，出口数据预计继续回落；通胀数据受去年基数影响，7 月跌幅有望收窄，预计基本面数据对市场影响有限。美国就业数据前值大幅下修，最新数据亦低于预期。市场预期美联储年内 9 月、10 月、12 月将降息 3 次，每次 25bp，海外流动性预期向好。此外，政治局会议明确 10 月召开四中全会，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。若期间二次制裁无重要事件发酵，且特朗普 10 月访华预期升温，则市场阶段性回落空间有限，市场可交易时间或延长至 11 月对等关税政策落地前。

A 股配置策略：风格方面建议关注科技成长与中小盘。成长品种证券、国防军工、元器件仍在趋势交易中，估值方面银行板块相对其他红利板块更有性价比，市场震荡阶段依然有望获得资金流入。反内卷品种预计阶段性分化，建议中期继续关注 PB 历史低位、供给偏紧、有涨价空间的磷化工、TDI 等品种。估值偏高医药品种建议阶段性回避。进入 8 月，中报披露影响逐步减弱，关注科技板块。美联储降息预期升温叠加十五五规划预计科技行业仍为主旋律，泛科技板块仍为中期布局品种。

● 宏观经济及政策动态

7 月制造业 PMI 从 49.7% 下降至 49.3%。整体来看，7 月 PMI 走弱既有季节性、财政资金下发节奏等短期因素的影响，也反映了经济内生动能有所减弱。财政支持下，短期内经济韧性仍在，往后几个月 PMI 或继续波动，而不是单边走势。

美国经济滞胀风险增加。二季度美国 GDP 环比折年率 3%，同比增速 2%。一、二季度 GDP 平均环比折年率为 1.25%，较 2024 年的 2.5% 下滑。7 月，新增非农就业 7.3 万人，低于预期的 10.4 万人。5 月、6 月新增非农就业分别从 14.4 万、14.7 万人下修至 1.9 万、1.4 万人。二季度美国 GDP 数据及 6 月 PCE 通胀数据出来后，9 月美联储降息概率下降，但非农数据使 9 月降息再次成为大概率事件。

● 行业中观监测

上周，钢铁、化工产业链开工率下降；新房销售上升、二手房销售下降；水泥发运率下降；集装箱吞吐量下降。7 月 1-27 日，全国乘用车市场零售 144.5 万辆，同比去年 7 月同期增长 9%，较上月同期下降 19%。上周，猪肉平均批发价降至 20.55 元/公斤，同比增速降至 -18.65%；蔬菜平均批发价升至 4.42 元/公斤，同比增速降至 -12.85%；铁矿石期货、螺纹钢期货、焦煤期货分别下跌 2.1%、3.4%、18.6%；原油价格上涨 2.7%。

● 资金面跟踪

上周，公开市场操作上周净投放 69 亿元；A 股合计减持 53.3 亿元，前值为减持 36.3 亿元；全 A 换手率 1.24%（前值 1.37%）。7 月 IPO 募集 241.6 亿元（6 月 91.5 亿元），定增募集 292.1 亿元（6 月 5350.4 亿元）；股票与混合型基金共发行 346.7 亿份（6 月共发行 292.1 亿份）。

风险提示：增量政策或低于预期；房地产市场有待进一步提振；中美关税谈判存在较大不确定性

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060002

段雅超（分析师）

duanyachao@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060001

窦 凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280124090001

相关报告

《临近筹码密集区，关注中央政治局会议》2025-07-27

《政治局会议即将召开，关注市场政策预期博弈》2025-07-19

《顶住压力、迎难而上，上半年 GDP 增长 5.3%》2025-07-17

《核心 CPI 持续回升，“反内卷”提振再通胀预期》2025-07-10

《上证指数临近筹码密集区，美国关税谈判结果临近公布》2025-07-05

《“两重”“两新”持续发力，经济呈现较强韧性》2025-06-17

《以伊冲突加剧，全球资本市场震荡》2025-06-14

《核心通胀保持平稳，贸易出口继续扩张》2025-06-10

《顶住外部压力，经济实现平稳增长》2025-05-20

《降准降息落地，支持稳市场稳预期》2025-05-07



目 录

1、 大类资产及行业表现.....	4
1.1、 大类资产：股市震荡下跌，债市小幅走强	4
1.2、 行业表现：中信一级行业多数收跌	5
1.3、 财经日历	8
2、 宏观经济及政策动态.....	9
2.1、 多种因素导致 PMI 下滑，财政对经济仍有支撑	10
2.2、 美国经济滞胀风险增加	10
2.3、 政策动态	11
3、 行业中观监测	13
3.1、 生产：钢铁、化工产业链开工率下降	13
3.2、 需求：新房销售上升、二手房销售下降	14
3.3、 物价：黑色系价格上涨，原油、贵金属、猪肉价格下跌.....	15
4、 资金面跟踪	16
4.1、 央行流动性：上周货币净投放 69 亿元，DR007 下行	16
4.2、 股票资金：7 月 IPO 募资增加，新基金发行募资增加	17

图表目录

图 1： 股市震荡下跌，债市小幅走强.....	4
图 2： A 股行业指数表现.....	6
图 3： 恒生指数行业表现.....	6
图 4： 中国经济数据热力图	9
图 5： 7 月 PMI 下滑.....	10
图 6： 财政对经济仍有支撑.....	10
图 7： 美国就业市场走弱.....	11
图 8： 关税对美国通胀的影响逐渐显现.....	11
图 9： 高炉开工率持平前周	13
图 10： 电炉开工率小幅上升.....	13
图 11： 日均铁水产量下降.....	13
图 12： 电厂日耗煤量下降.....	13
图 13： 化工产业链平均开工率下降	13
图 14： 汽车轮胎开工率下降.....	13
图 15： 30 大中城市商品房成交面积上升	14
图 16： 7 城二手房成交面积下降	14
图 17： 沥青开工率回升.....	14
图 18： 水泥发运率下降.....	14
图 19： 集装箱吞吐量下降	14
图 20： 7 月 1-27 日，全国乘用车市场零售 144.5 万辆，同比去年 7 月同期增长 9%，较上月同期下降 19%.....	14
图 21： 猪肉平均批发价降至 20.55 元/公斤，同比增速降至-18.65%	15
图 22： 蔬菜平均批发价升至 4.42 元/公斤，同比增速降至-12.85%	15
图 23： 原油价格上涨，黑色系、有色金属价格下跌	15
图 24： 公开市场操作上周净投放 69 亿元	16
图 25： DR007 下行	16
图 26： LPR 维持不变	16
图 27： 10 年期国债收益率于 8 月 1 日录得 1.71%.....	16

图 28: 7 月 IPO 募集 241.6 亿元 (6 月 91.5 亿元), 定增募集 292.1 亿元 (6 月 5350.4 亿元)	17
图 29: 上周 A 股合计减持 53.3 亿元, 前值为减持 36.3 亿元	17
图 30: 7 月股票与混合型基金共发行 346.7 亿份 (6 月共发行 292.1 亿份)	17
图 31: 上周全 A 换手率 1.24% (前值 1.37%)	17
表 1: 未来一个月宏观及行业重要事件	8
表 2: 上周重要经济事件	9

1、 大类资产及行业表现

上周，上证综指、沪深 300、创业板指分别上涨 0.7%、1.1%、3.2%。债市走强，债券市场整体上涨 0.2%，国债收益率下降，1 年、5 年、10 年期国债收益率分别下降 1.7bp、4.0bp 与 3.7bp。海外港股恒生指数下跌 3.5%，美股三大股指普遍下跌，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别下跌 2.9%、2.2%、2.4%。

1.1、 大类资产：股市震荡下跌，债市小幅走强

图1： 股市震荡下跌，债市小幅走强

市场			最新指数	周涨跌幅	年涨跌幅
股票	指数	上证综指	3560.0	-0.9%	6.2%
		沪深300	4054.9	-1.8%	3.1%
		创业板指	2322.6	-0.7%	8.5%
		上证50	2754.1	-1.5%	2.6%
		中证500	6213.2	-1.4%	8.5%
	中信风格	科创50	1036.8	-1.7%	4.8%
		金融	9011.1	-1.6%	9.5%
		周期	4977.9	-2.3%	11.4%
		消费	10660.3	-0.4%	6.7%
		成长	6918.4	-0.3%	13.9%
到期收益率	银行间回购	7日	1.4	-22.8bp	-55.7bp
		14日	1.5	-13.5bp	-56.3bp
	交易所	GC007	1.5	-15.8bp	-40.5bp
		GC014	1.5	-9.4bp	-29.3bp
	国债	1年	1.36	-1.7bp	28bp
		5年	1.55	-4bp	16.5bp
		10年	1.70	-3.7bp	3.1bp
	国开债	1年	1.48	-2.3bp	55.9bp
		5年	1.67	-2bp	21.3bp
		10年	1.79	-4.3bp	5.7bp
债券（中债财富指数）	债券整体	债券整体	137.7	0.2%	-1.0%
	国债	国债整体	135.7	0.2%	-0.6%
		1-3年	117.4	0.0%	-0.6%
	金融债	金融债整体	130.7	0.2%	-1.5%
		1-3年	118.2	0.1%	-1.8%
		7-10年	142.3	0.3%	-1.4%
		10年以上	155.1	0.3%	-0.7%
	企业债	企业债整体	89.3	0.0%	-1.1%
		1-3年	67.3	0.0%	-1.3%
		7-10年	115.9	-0.4%	-1.1%
		10年以上	104.1	-0.4%	1.6%
港股与海外	股票指数	恒生指数	24507.8	-3.5%	22.2%
		道琼斯	43588.6	-2.9%	2.5%
		纳斯达克	20650.1	-2.2%	6.9%
		标普500	6238.0	-2.4%	6.1%
	美债	1年	3.9	-23.8bp	-31.8bp
		5年	3.8	-18.3bp	-59.8bp
		10年	4.2	-16.8bp	-31.8bp

资料来源：Wind，诚通证券研究所

大类资产表现：上周，上证综指、沪深 300、创业板指分别下跌 0.9%、1.8%、0.7%。上周市场整体震荡下跌，主要宽基指数普遍下跌。从资金面来看，截至 7 月 31 日，两融余额为 1.98 万亿元，较前周小幅上升，融资买入占比小幅上升。交易量方面，上周两市日均成交金额为 1.78 万亿元，较前周小幅缩量。上周主要交易政治局会议利好兑现，反内卷政策表态在中央财经委表态基础上有所收敛，地产政策也未提及需求端政策配合。反内卷周期品普遍调整。中美对等关税虽然延期 90 天，

但美欧对俄二次制裁有波及中国的可能，叠加 7 月制造业 PMI 数据略低于预期，权重板块带动指数普遍调整。国家网信办就 H20 安全风险约谈英伟达，催化国产 AI 算力板块继续上涨。中信一级行业中，通信、医药、传媒、军工、计算机分别收涨 3.14%、2.73%、1.11%、0.66%与 0.3%，反内卷有色、煤炭、建材跌幅领先。

债市走强，债券市场整体上涨 0.2%，国债收益率下降，1 年、5 年、10 年期国债收益率分别下降 1.7bp、4.0bp 与 3.7bp。海外港股恒生指数下跌 3.5%，美股三大股指普遍下跌，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别下跌 2.9%、2.2%、2.4%。

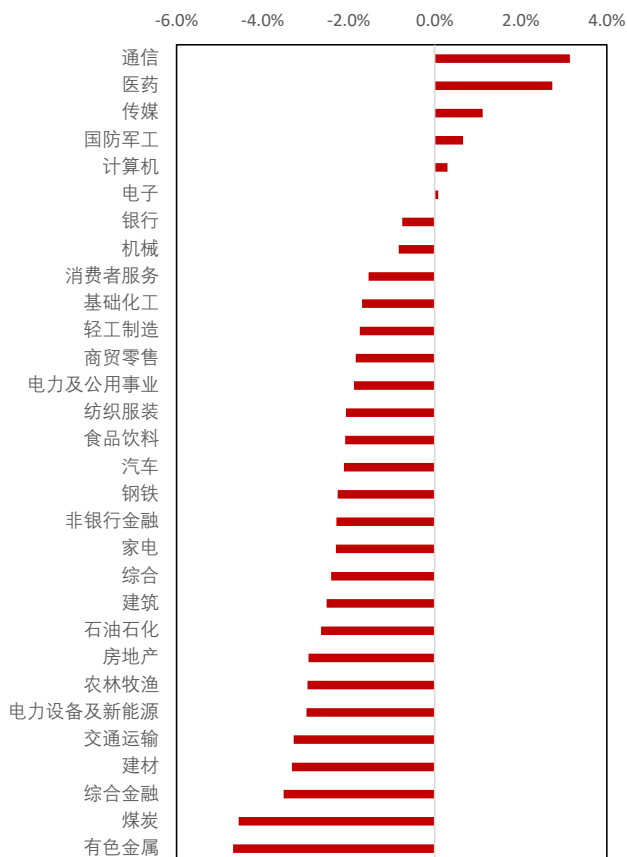
A 股大势研判：市场阶段性交易政策兑现为主。政治局会议利好落地，叠加存在海外二次制裁可能，市场交易情绪有所回落，上证综指看向前期上涨平台、30 日线左右寻找支撑。下周出台 7 月进出口与通胀数据，从市场预期来看，出口数据预计继续回落；通胀数据受去年基数影响，7 月跌幅有望收窄，预计基本面数据对市场影响有限。美国就业数据前值大幅下修，最新数据亦低于预期。据 CME FED WATCH 显示，市场预期美联储年内 9 月、10 月、12 月将降息 3 次，每次 25bp，海外流动性预期向好。此外，政治局会议明确 10 月召开四中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。若期间二次制裁无重要事件发酵，且特朗普 10 月访华预期升温，则市场阶段性回落空间有限，市场可交易时间或延长至 11 月对等关税政策落地前。

A 股配置策略：风格方面建议关注科技成长与中小盘。成长品种证券、国防军工、元器件仍在趋势交易中，估值方面银行板块相对其他红利板块更有性价比，市场震荡阶段依然有望获得资金流入。反内卷品种预计阶段性分化，建议中期继续关注 PB 历史低位、供给偏紧、有涨价空间的磷化工、TDI 等品种。估值偏高医药品种建议阶段性回避。进入 8 月，中报披露影响逐步减弱，关注科技板块。美联储降息预期升温叠加十五五规划预计科技行业仍为主旋律，泛科技板块仍为中期布局品种。

1.2、行业表现：中信一级行业多数收跌

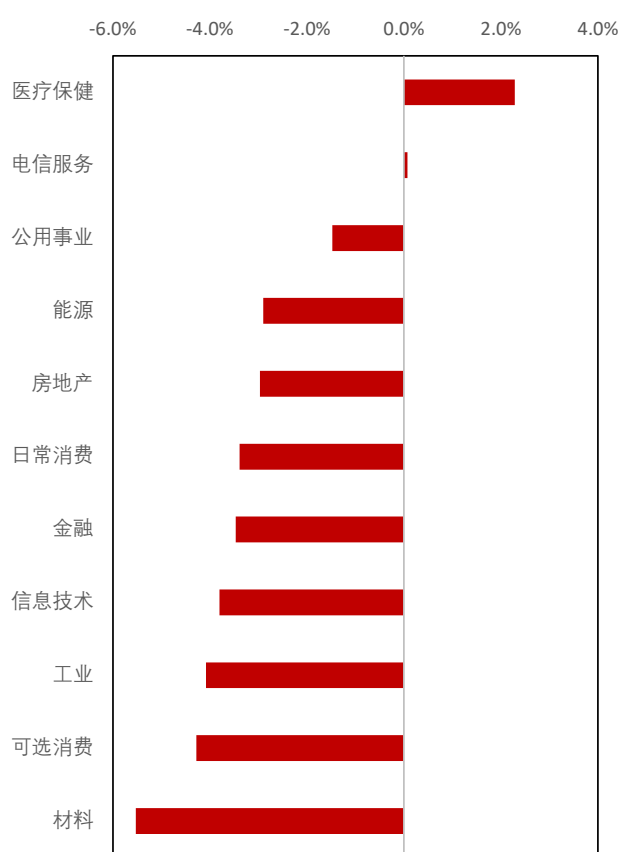
上周中信一级行业多数收跌，30 个行业中，通信、医药、传媒、国防军工与计算机分别上涨 3.1%、2.7%、1.1%、0.7%与 0.3%，领涨市场；有色金属、煤炭、综合金融分别下跌 4.7%、4.6%、3.5%，领跌市场。

图2：A股行业指数表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3：恒生指数行业表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

医药：CXO：订单回暖与BD驱动下的行业整体性复苏

市场表现：上周医药生物SW指数周涨幅2.95%，年初至今累计涨幅22.31%。细分行业轮动，上周化学制剂涨幅最大，周涨幅6.06%；医疗器械是唯一下跌的子行业，微跌0.07%。

上周，海外CRO公司业绩高潮，国外CRO龙头Medpace和国内药明系（药明康德、药明生物和药明合联）相继公布业绩或预告，Medpace上半年营收增长16.1%，利润大增35%；国内药明生物上半年收益增长约16%；归母净利润增长约56%，毛利率将同比提升约3.6%。药明合联预计2025年上半年收入将同比增长超过60%，净利润同比增长超过50%。

CXO行业整体市场表现优秀，我们认为当前仍然具有吸引力。

第一，CXO经历了2021-2023年的估值和业绩双杀，2024年美国生物法案威胁带来的进一步超跌，估值回调比较充分；年初以来，CXO行业头部公司涨幅明显，但估值仍具吸引力，头部公司药明康德依然25倍左右。海外主流CXO企业估值高于国内，徕博科、艾昆纬、Medpace都是30X左右估值。

第二，订单增长，多数公司中报业绩复苏。国内头部CXO公司营收端15%-20%的增幅，部分公司如药明合联收入增长超60%，行业整体呈现业绩复苏现象；订单继续快速增长，药明康德上半年在手订单过567亿元，同比大增37.2%；

上半年国内创新药海外授权BD金额超过去年全年水平，根据医药魔方统计，

2025H1 国内创新药授权出海交易 (License-out) 交易总金额达 484 亿美元, 其中首付款总额为 33 亿美元。

消费: 扩消费政策在电商领域落地见效, 上半年全国网上零售额增长 8.5%。商务部电子商务司负责人介绍 2025 年 1-6 月我国电子商务发展情况。据国家统计局数据, 1-6 月全国网上零售额增长 8.5%。品质商品、以旧换新、网络服务消费增长快, 重点监测平台数字产品、15 类国补家电和数码产品、网络服务消费分别增长 9.9%、12.7%、14.6%。

另据商务部测算, 1-6 月, 实物网零对社零贡献率 29.6%, 在线餐饮占餐饮收入比重增长 1.9 个百分点, 可数字化交付的服务进出口平稳增长。

在外部不确定性明显增加的背景下, 扩大内需, 尤其是提振国内消费需求被摆在重要位置。去年 12 月份召开的中央经济工作会议以及今年的《政府工作报告》均提出, “大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求”。电商消费在赋能消费增长上的作用不容忽视。界面新闻记者发现, 多个地方政府近期公布的促消费举措中专门提到, 加力推动电商消费。

福建省商务厅公布消息称, 福建省将对接各大电商平台, 围绕毕业季、亲子游、数码新购等场景推出多样化促销活动: 淘宝天猫开展“狂暑季”大促, 学生认证可享数码、美妆品类折扣; 京东聚焦露营、摄影、旅行箱包等品类推出优惠; 拼多多百亿补贴持续; 抖音推出“抖音团购券”; 美团开展“本地大牌节”等活动。

仁怀 681 家酒企兼并重组。近日, 据贵州省遵义市委常委、仁怀市委书记常文松介绍, 根据《仁怀市白酒产业综合治理三年行动方案》, 仁怀市大力推动白酒企业关停并转、环境资源降压减负、产业发展腾笼换鸟, 累计清理退出白酒企业 (作坊) 632 家, 完成 995 家企业“四改一建设”, 推动 681 家白酒企业 (作坊) 实现兼并重组、资源整合。全市白酒生产主体数量从 1925 家压减至 868 家, 产业集中度显著提高。

轻工: 木浆端, 7 月政治局会议落地, 短期“反内卷”交易情绪转弱, 市场逐步转为基本面交易。SHFE 纸浆如期在 5500 位置遇阻回落。政治局会议“反内卷”表述略微有所调整。“依法依规治理企业无序竞争”相比中央财经委的表述删除了“低价”二字。强调“推进重点行业产能治理”, 也不存在市场预期的行情扩散。基本面上看, 目前国内外纸浆库存供应高位。成品纸端开工率偏低, 三四季度还有新增产能投产, 短期供应过剩仍有压力。季节性来看, 进入 8 月后, 逐渐来到了下游消费旺季, 对于纸浆的需求有一定的季节性提振。但目前下游采购意愿未见积极。预计价格回落之后低位震荡为主。

电子: 根据 IDC 数据, 2025Q2, 中国智能手机市场出货量 6,896 万部, 同比下降 4.0%, 结束了连续六个季度的同比增长。大部分厂商为了合理控制渠道库存水位, 在第二季度控制出货量, 并且借助“618”促销来清理渠道库存。2025 年上半年, 中国智能手机市场出货 1.4 亿台, 同比下降 0.6%, 与去年同期基本持平。“国补”对于市场需求的拉动相对有限。

2025Q2, 按出货量排名的前五大智能手机厂商为华为、vivo、OPPO、小米、苹果。华为的市场份额 18.1%, 自 2020Q4 后时隔四年重返中国智能手机市场第一。Mate 70 系列供货明显得到改善, 新品 nova 14 系列“加量不加价”巩固中端市场。随着鸿蒙生态的加速适配和推进, 端侧大模型华为盘古将推动手机智能化升级。建议关注消费电子产业链投资机会。

新能源：7月30日，中共中央政治局会议指出“纵深推进全国统一大市场建设，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。规范地方招商引资行为。优化出口退税政策”。8月1日，工信部办公厅印发2025年度多晶硅行业专项节能监察任务清单，要求各地工业和信息化主管部门于2025年9月30日前将监察结果报送至工信部。本次针对多晶硅行业的专项节能监察任务，体现了部委层面对治理光伏反内卷式竞争的协同，光伏行业作为此次反内卷式竞争中的重点行业，供给侧出清进度有望持续加速。

1.3、财经日历

下周国内重点关注中国7月进出口数据及通胀数据。尽管面临外部关税冲击，我国上半年经济基本面仍稳步回升，二季度GDP同比增长5.2%，工业与服务业生产扩张势头较好。从7月高频数据看，工业生产基本稳定，“两重”“两新”领域持续支撑基建、制造业投资及消费。同时，“反内卷”相关政策正逐步落地，其效果仍需持续跟踪观察。此外，高频数据显示7月贸易有所回落，具体变化有待进一步数据验证。

表1：未来一个月宏观及行业重要事件

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
8.4	8.5	8.6	8.7	8.8	8.9	8.10
			中国7月进出口数据		中国7月通胀数据	
8.11	8.12	8.13	8.14	8.15	8.16	8.17
	中国7月金融数据 美国7月通胀数据			中国7月经济运行数据		
8.18	8.19	8.20	8.21	8.22	8.23	8.24
		中国8月LPR	美联储公布货币政策会议纪要			
8.25	8.26	8.27	8.28	8.29	8.30	8.31
		中国7月工业企业利润数据		美国7月PCE物价指数		中国8月制造业PMI数据 上海合作组织天津峰会

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、宏观经济及政策动态

图4： 中国经济数据热力图

一级指标	二级指标	三级指标	预期差/6月预期值	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10
增长动力	GDP	GDP: 当季同比(%)	● 5.17	5.2	--	--	5.4	--	--	5.4	--	--
	消费	社会消费品零售: 当月同比(%)	● 5.6	4.8	6.4	5.1	5.9	4.0	--	3.7	3.0	4.8
	投资	固定资产投资: 累计同比(%)	● 3.7	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	--	3.2	3.3	3.4
		——房地产	● -11.1	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	--	-10.6	-10.4	-10.3
		——采矿业	--	3.4	5.8	6.3	5.6	4.7	0.0	10.5	10.3	13.2
		——制造业	● 8.4	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0	--	9.2	9.3	9.3
		——基建	● 8.8	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0	--	9.2	9.4	9.4
	房地产	商品房销售面积: 累计同比(%)	--	-3.5	-2.9	-2.8	-3.0	-5.1	0.0	-12.9	-14.3	-15.8
		房屋新开工面积: 累计同比 (%)	--	-20.0	-22.8	-23.8	-24.4	-29.6	0.0	-23.0	-23.0	-22.6
		70城二手住宅价格: 当月同比 (%)	--	-6.1	-6.3	-6.8	-7.3	-7.5	-7.8	-8.1	-8.5	-8.9
		土地购置费: 累计同比 (%)	--	-7.0	-7.1	-5.9	-4.5	-0.3	0.0	-8.7	-7.8	-7.4
	对外贸易	进口: 当月同比(%)	● 0.2	1.1	-3.4	-0.3	-4.4	1.5	-16.4	0.9	-3.9	-2.3
		出口: 当月同比(%)	● 3.2	5.8	4.8	8.1	12.3	-3.0	6.0	10.7	6.6	12.7
		贸易差额(亿美元)	● 1,111.8	1147.7	1032.2	962.4	1024.1	316.0	1384.3	1050.6	970.2	955.5
经济运行	生产	工业增加值: 当月同比(%)	● 5.5	6.8	5.8	6.1	7.7	5.9	--	6.2	5.4	5.3
	景气度	PMI(%)	● 49.3	49.7	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1
	就业	失业率(%)	--	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0
	价格	CPI(%)	● -0.03	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30
		PPI(%)	● -3.21	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90
金融信贷	信贷融资	人民币贷款: 新增 (亿元)	● 18,447.3	22400	6200	2800	36400	10100	51300	9900	5800	5000
		人民币贷款余额: 同比 (%)	● 7.0	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8.0
		社融存量: 同比 (%)	● 8.8	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8.0	8.0	7.8	7.8
	货币供应	M2: 同比(%)	● 8.1	8.3	7.9	8.0	7.0	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5

资料来源：Wind，诚通证券研究所

表2： 上周重要经济事件

时间	事件
7月27日	中国6月规模以上工业企业利润同比下降4.3%
7月27日	美国与欧盟达成贸易协议框架，欧盟面临15%税率，对美投资6000亿美元，购买至少7500亿美元美国能源产品
7月28日	国家育儿补贴制度实施方案正式公布，每孩每年发放育儿补贴3600元
7月29日	中美两国经贸团队在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈，根据会谈共识，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
7月29日	中国长安汽车集团有限公司在重庆挂牌成立，成为我国第100家央企
7月30日	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
7月30日	美联储7月议息会议维持利率不变，鲍威尔打压9月降息预期
7月31日	国家网信办约谈英伟达，要求其就对华销售的H20算力芯片漏洞后门安全风险问题进行说明并提交相关证明材料
7月31日	美国与韩国达成贸易协议框架，韩国面临15%税率，对美投资3000亿元
8月1日	美国恢复征收所谓“对等关税”，并公布部分国家与地区的新税率：印度25%、中国台湾20%、泰国19%、马来西亚19%、柬埔寨40%等，其中部分国家或地区贸易谈判接近达成
8月1日	中国香港《稳定币条例》正式生效
8月1日	发改委举行新闻发布会解读当前经济形势和经济工作，“两重”建设项目清单8000亿元已全部下达完毕，将加快推进价格法修订，有力有效规范市场价格秩序

资料来源：Wind，中国政府网，诚通证券研究所

2.1、多种因素导致 PMI 下滑，财政对经济仍有支撑

7 月制造业 PMI 从 49.7% 下降至 49.3%，是受多方因素影响。其一，经过 4-6 月“抢出口”后，新出口订单回落，但从出口高频数据来看，7 月出口可能仍为正增长，结构上对美出口降幅扩大，对欧洲等地区出口增加。其二，受“两重”“两新”项目及资金节奏影响。7 月政府债券净融资 1.25 万亿元，同比多融资 6322 亿元。随着资金下发，短期内财政对经济的支持仍较强。其三，房地产市场继续降温并有恶化趋势。克而瑞数据显示，7 月 TOP100 房企实现单月销售操盘金额 2111.6 亿元，单月业绩规模回落至历史较低水平，同比降幅扩大。其四，季末效应减退加上高温多雨天气，7 月 PMI 往往会季节性走弱。

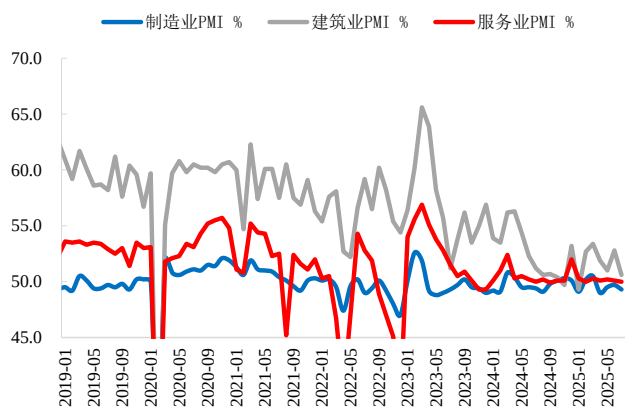
整体来看，7 月 PMI 走弱既有季节性、财政资金下发节奏等短期因素的影响，也反映了经济内生动能有所减弱。财政支持下，短期内经济韧性仍在，往后几个月 PMI 或继续波动，而不是单边走势。

上半年经济超预期主要动力是出口前置和财政前置，未来这两者均存在变数，下半年经济压力或逐渐增加。

一方面，如果美国和其他国家关税谈判顺利，美国零售商补库存完成，下半年美国可能恢复对中国商品暂停的 24% 关税，并加大对中国转出口的限制。即使美国延长 8 月 12 日暂停关税到期时间，如果美国补库存完成，中国出口也有回落风险。

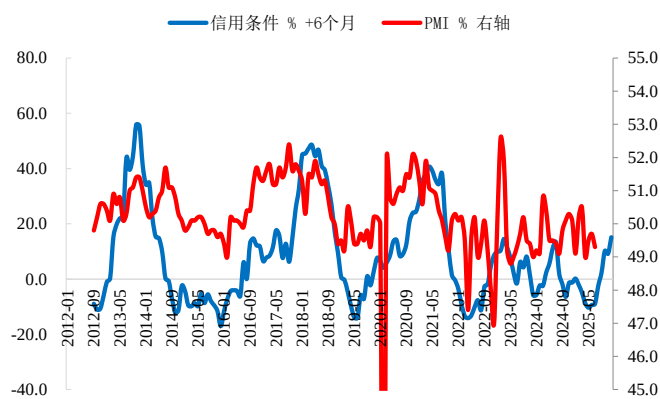
另一方面，政府债券融资同比多增的空间减小。2025 年新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元。前 7 月，政府债券净融资 9 万亿元，同比多融资 5 万亿元，用于地方债置换的特殊再融资债券同比多融资 1.7 万亿元，剔除这部分，政府债券净融资同比多增 3.3 万亿元，年内政府债券融资或同比少增，社融增速存在回落风险。

图5： 7 月 PMI 下滑



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： 财政对经济仍有支撑



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.2、美国经济滞胀风险增加

二季度美国 GDP 环比折年率 3%，同比增速 2%。一季度“抢进口”挤压了国

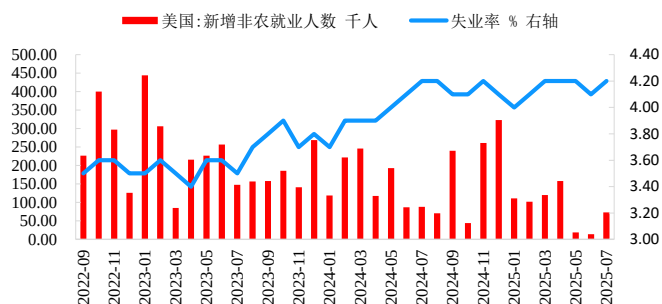
内生产的消费和投资需求，二季度反过来，对进口品的需求减弱，增加了国内生产的需求。一、二季度 GDP 平均环比折年率为 1.25%，较 2024 年的 2.5% 下滑。对等关税及其带来的衰退预期，导致国内需求减弱，国内购买者最终销售额环比折年率从 2024 年季度均值 3%，下降至 2025 年一季度的 1.5%，又下降至二季度的 1.1%。

7 月，新增非农就业 7.3 万人，低于预期的 10.4 万人。市场感到超预期的，5 月、6 月新增非农就业分别从 14.4 万、14.7 万人下修至 1.9 万、1.4 万人。新增就业恶化，但由于劳动参与率从 4 月的 62.6% 下降至 7 月的 62.2%，7 月失业率小幅上升 0.1 个百分点至 4.2%，仍低于自然失业率。劳动力市场供需均减弱，薪资环比、同比增速分别为 0.33%、3.91%，仍保持在较高水平。

关税逐渐影响美国通胀。6 月，美国 CPI、核心 CPI 同比增速分别从 2.4%、2.8% 上升至 2.7%、2.9%，PCE 物价、核心 PCE 物价同比增速从 2.42%、2.76% 上升至 2.58%、2.79%。

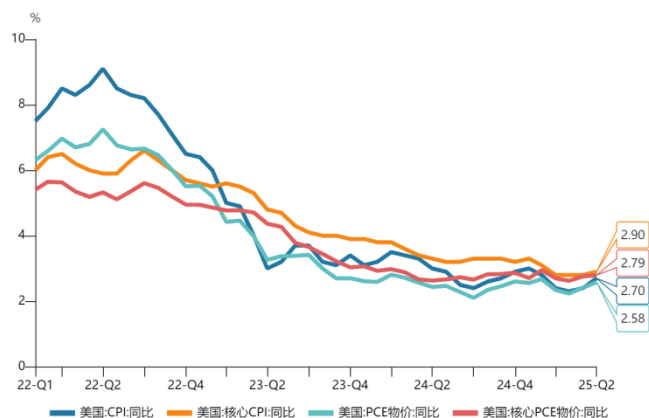
美国通胀风险大，还是就业风险大？正常情况下，通胀和失业率都是慢变量，但是供给冲击使通胀的变化快于就业。短期内即使经济增速有所下滑，但只要不大幅低于潜在增速，产出缺口就不会大幅下降，失业率也只是小幅上升。此时，通胀上升的重要性将大于失业率小幅上升。通胀上来之后，经济还会进一步走弱，那时候就业风险加大。不过，降息不仅仅是个经济问题。二季度美国 GDP 数据及 6 月 PCE 通胀数据出来后，9 月美联储降息概率下降，但非农数据使 9 月降息再次成为大概率事件。

图7： 美国就业市场走弱



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8： 关税对美国通胀的影响逐渐显现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.3、政策动态

7 月 29 日，中美两国经贸团队在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈并达成共识。当地时间 7 月 28 日至 29 日，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特及贸易代表格里尔在瑞典斯德哥尔摩举行中美经贸会谈。双方就中美经贸关系、宏观经济政策等双方共同关心的经贸议题开展了坦诚、深入、富有建设性的交流，回顾并肯定了中美日内瓦经贸会谈共识和伦敦框架落实情况。根据会谈共识，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。

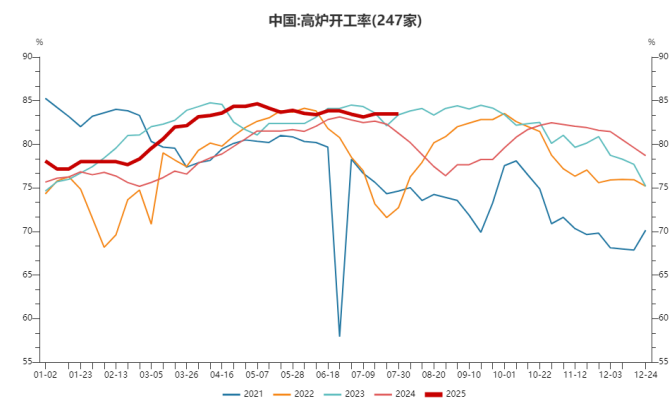
7 月 30 日，中共中央政治局召开会议，会议分析研究了当前经济形势，对下半年经济工作进行部署。会议决定 2025 年 10 月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议充分肯定了上半年我国宏观经济表现，认为“主要经济指标表现良好”“我国经济展现强大活力和韧性”。同时，会议也强调，当前我国经济运行依然面临不少风险挑战，要正确把握形势，增强忧患意识。会议指出，要“保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性”“促进国内国际双循环”。

8 月 1 日，国家发展改革委举行新闻发布会解读当前经济形势和经济工作。发改委表示今年“两重”建设项目清单 8000 亿元已全部下达完毕，中央预算内投资 7350 亿元已基本下达完毕。今年第三批 690 亿元支持消费品以旧换新的超长期特别国债资金已下达完毕，将于 10 月份按计划下达第四批 690 亿元资金，届时将完成全年 3000 亿元的下达计划。同时，发改委表示，将深入实施“人工智能+”行动；将认真贯彻落实中央财经委第六次会议精神，围绕“五统一、一开放”的基本要求，聚焦重点难点集中攻关，以更加有力有效举措，落实好纵深推进全国统一大市场建设各项部署。

3、行业中观监测

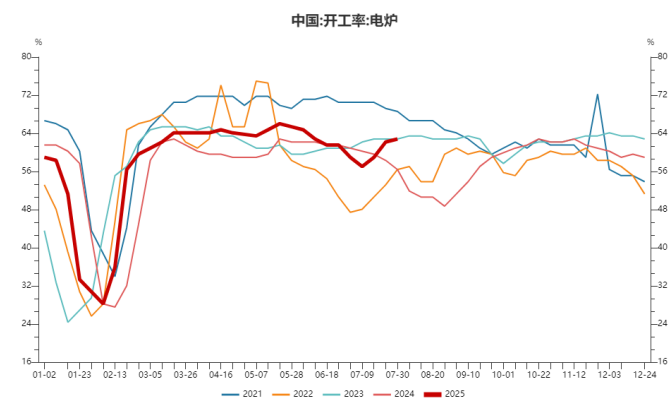
3.1、生产：钢铁、化工产业链开工率下降

图9：高炉开工率持平前周



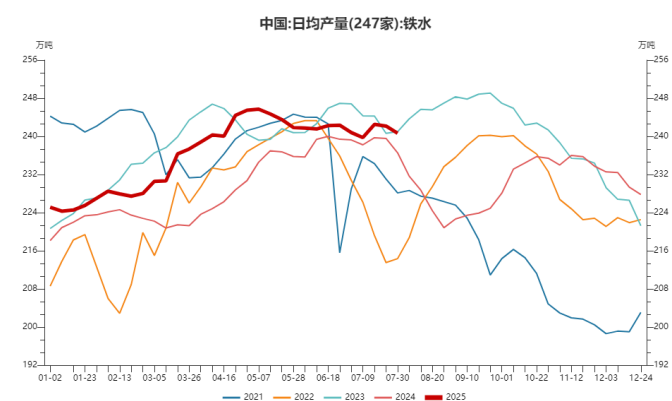
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10：电炉开工率小幅上升



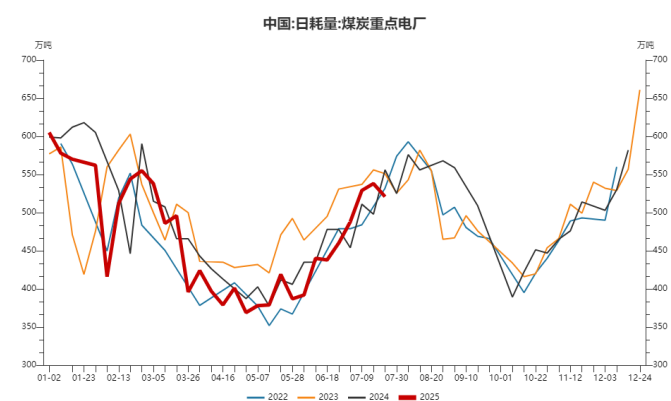
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11：日均铁水产量下降



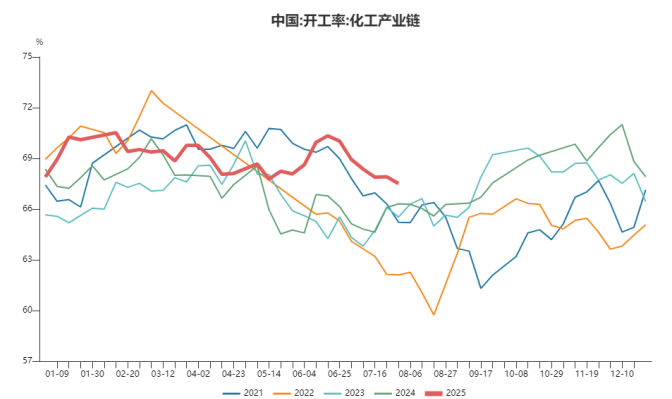
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12：电厂日耗煤量下降



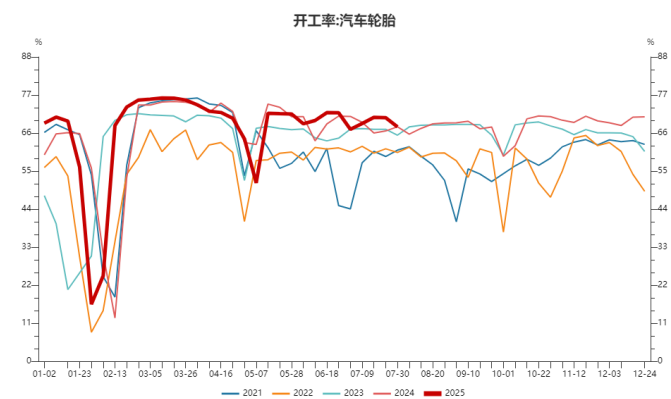
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13：化工产业链平均开工率下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

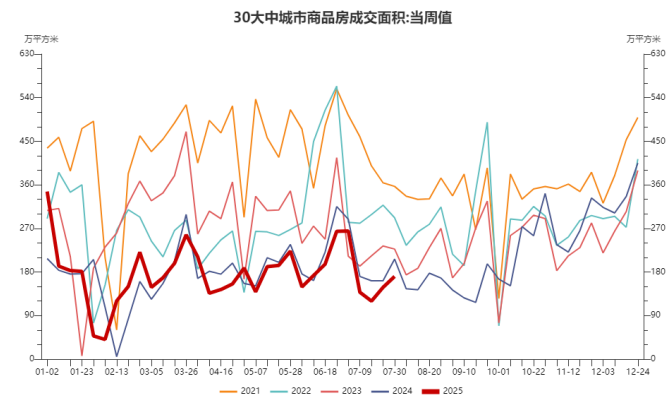
图14：汽车轮胎开工率下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

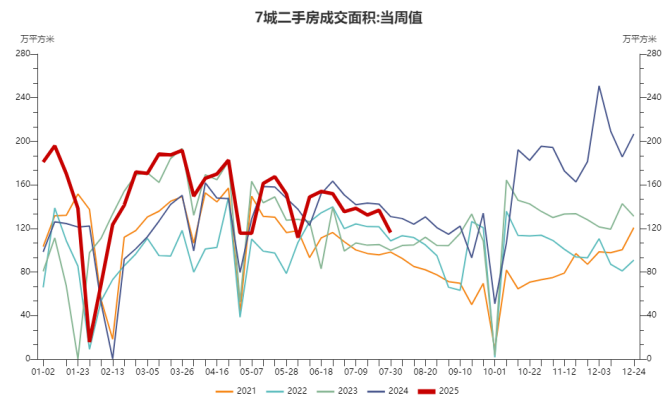
3.2、需求：新房销售上升、二手房销售下降

图15： 30大中城市商品房成交面积:当周值



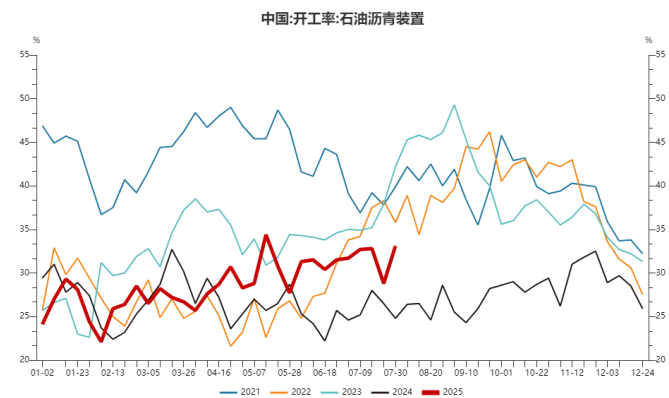
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图16： 7城二手房成交面积:当周值



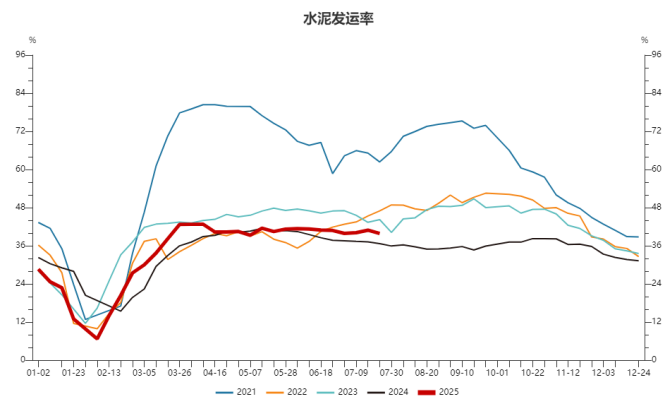
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17： 沥青开工率回升



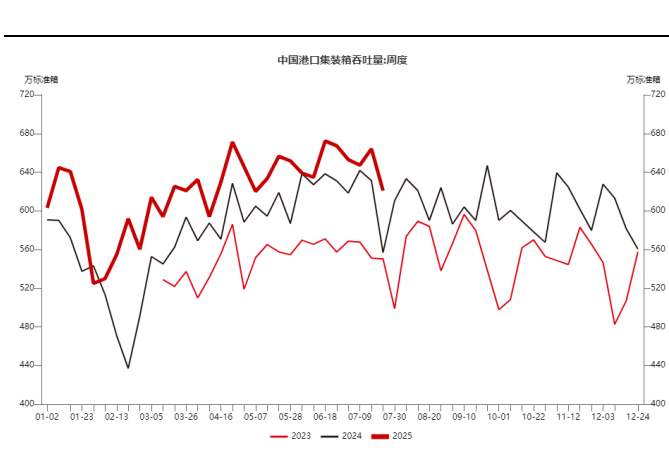
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18： 水泥发运率下降



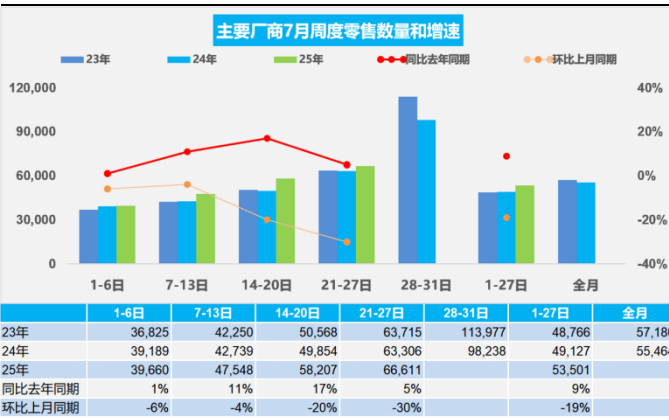
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19： 集装箱吞吐量下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

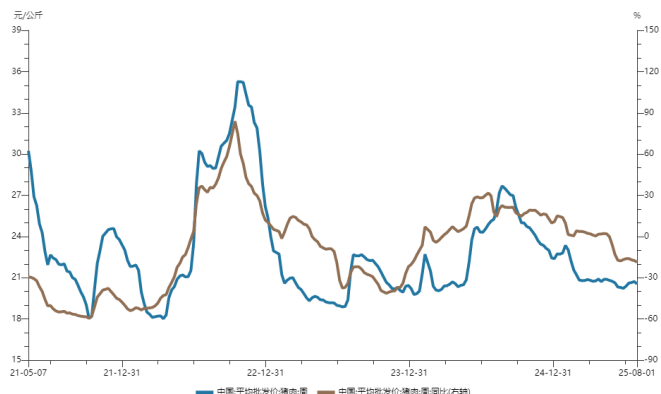
图20： 7月1-27日，全国乘用车市场零售144.5万辆，同比去年7月同期增长9%，较上月同期下降19%



资料来源：乘联会，诚通证券研究所

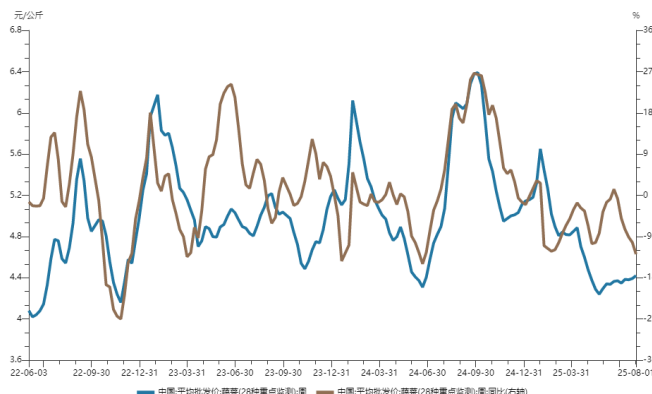
3.3、物价：黑色系价格上涨，原油、贵金属、猪肉价格下跌

图21：猪肉平均批发价降至 20.55 元/公斤，同比增速降至-18.65%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图22：蔬菜平均批发价升至 4.42 元/公斤，同比增速降至-12.85%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图23：原油价格上涨，黑色系、有色金属价格下跌

		最新指数	周涨跌幅	年涨跌幅
基本金属	SHFE 铜	78400	-1.2%	6.4%
	SHFE 铝	20510	-1.2%	4.3%
	SHFE 螺纹钢	3203	-3.4%	-5.2%
	伦敦金现	3363	0.8%	28.1%
	伦敦银现	37	-2.9%	28.1%
	DCE 铁矿石	783	-2.1%	6.7%
能源化工	DCE 焦煤	1093	-18.6%	-19.9%
	ICE 布油	70	2.7%	-6.9%
	碳酸锂	68920	-13.3%	-10.7%
农产品	DCE 玉米	2297	-0.7%	-0.3%
	DCE 豆粕	3010	-0.5%	5.3%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

黑色系：上周，黑色系价格普遍下跌。铁矿石期货、螺纹钢期货、焦煤期货分别下跌 2.1%、3.4%、18.6%。基本面方面，日均铁水产量下降，螺纹钢库存上升，焦煤库存上升。

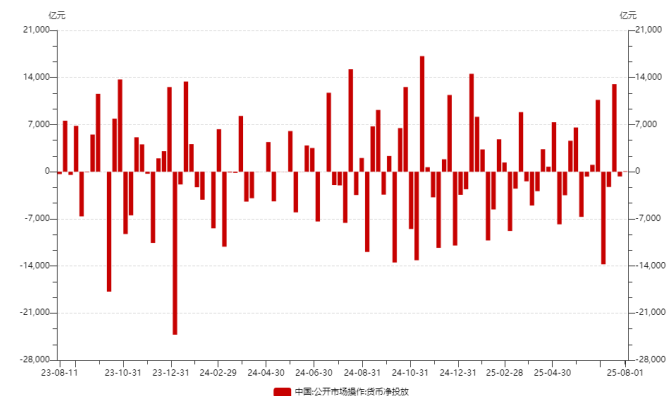
原油：上周，原油价格上涨 2.7%。库存方面，据美国 EIA 数据显示，截至 7 月 25 日当周，美国原油库存增加 769.8 万桶，预期减少 128.8 万桶，前值减少 316.9 万桶，俄克拉荷马州的原油库存增加 69.0 万桶，前值增加 45.5 万桶。当周美国汽油库存减少 272.4 万桶，预期减少 62.0 万桶，前值减少 173.8 万桶。

贵金属：上周，黄金价格上涨 0.8%，白银价格下跌 2.9%。

4、资金面跟踪

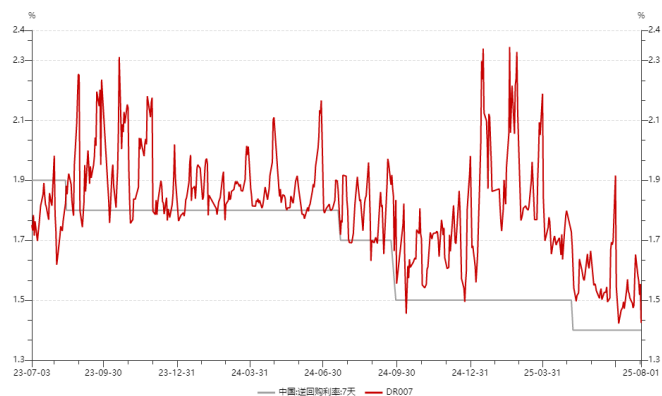
4.1、央行流动性：上周货币净投放 69 亿元，DR007 下行

图24： 公开市场操作上周净投放 69 亿元



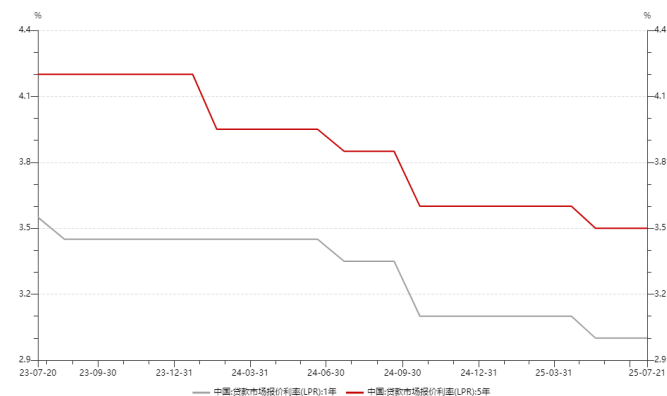
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图25： DR007 下行



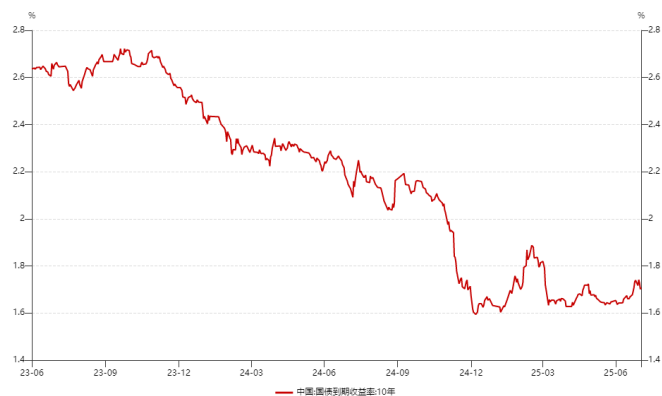
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图26： LPR 维持不变



资料来源：Wind，诚通证券研究所

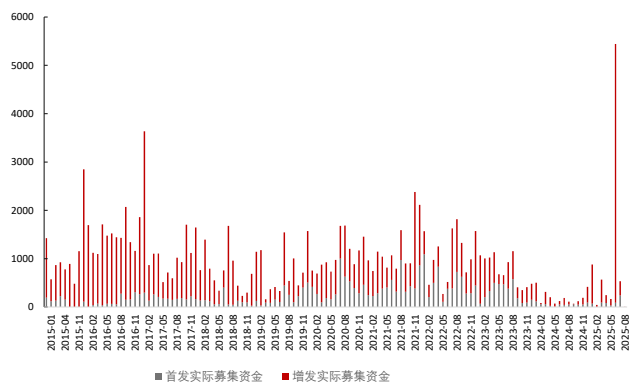
图27： 10 年期国债收益率于 8 月 1 日录得 1.71%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

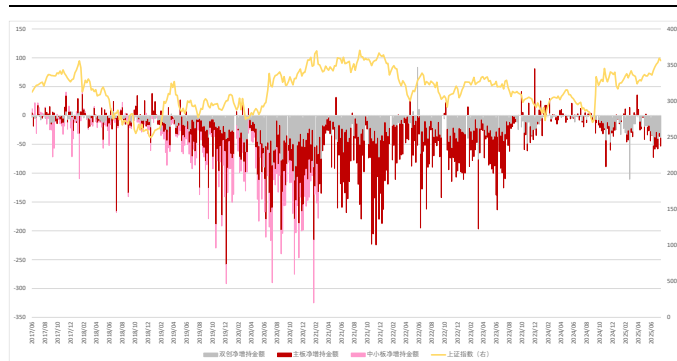
4.2、股票资金：7月 IPO 募资增加，新基金发行募资增加

图28： 7月 IPO 募集 241.6 亿元（6月 91.5 亿元），定增募集 292.1 亿元（6月 5350.4 亿元）



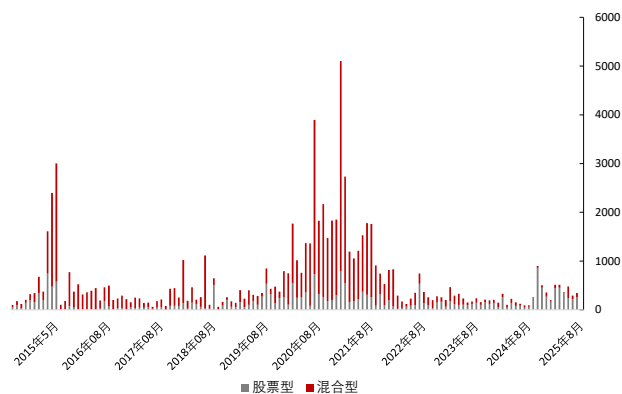
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图29： 上周 A 股合计减持 53.3 亿元，前值为减持 36.3 亿元



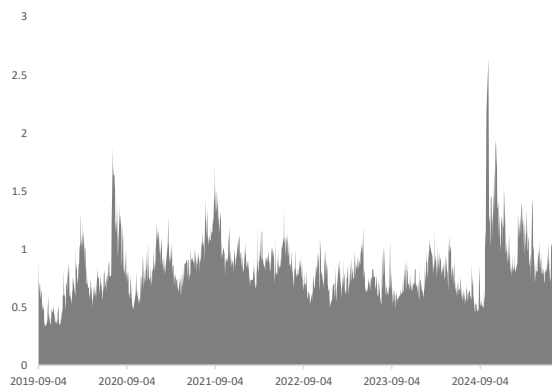
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图30： 7月股票与混合型基金共发行 346.7 亿份（6月共发行 292.1 亿份）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图31： 上周全 A 换手率 1.24%（前值 1.37%）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020