

金融市场分析周报

(2025.07.21-2025.07.25)

报告摘要

- 资金面分析:** 央行大幅净回笼下, 资金面一度偏紧; 下周预计跨季期间央行仍将维持对于资金面整体呵护, 资金面大幅收紧的可能性较为有限。本周央行公开市场开展了 16563 亿元逆回购操作, 以及 4000 亿元 MLF 及 1000 亿元国库现金定存操作, 当周有 17268 亿元逆回购到期, 以及 2000 亿元 MLF 和 1200 亿元国库现金定存到期。因此全周净投放 1095 亿元。本周央行前半周持续净回笼, 资金价格一度走高, 随本周五央行转为净投放, 资金面情绪有所缓解。下周跨月来临, 下周四为 7 月份最后一周, 7 月份虽非跨季, 但资金面仍难免受到季节性因素影响。跨月同时政府债净交款额环比小幅上行, 预计对于资金面冲击仍存。本周五央行增大投放下, 下周逆回购到期额仍位于高位, 预计跨季期间央行仍将维持对于资金面整体呵护, 资金面大幅收紧的可能性较为有限。
- 利率债:** 当前股市偏强的确对债市情绪存在压制, 但是国内经济依然面临下行压力, 6 月社消和投资分项增速均明显下行, 价格方面仍表现为弱通胀 6 月 CPI、PPI 同比数据分别为 0.1%和-3.6%, 基本面暂未看到拐点, 另外“反内卷”实质效果如何仍待检验。我们认为本轮调整其实幅度很有限, 在震荡的大逻辑下, 因为全市场基金久期在 6 月以来持续抬升, 市场情绪表现的比较恐慌, 所以对波动更加敏感。8 月面临利率债供给高峰, 央行呵护态度预计会延续, 震荡市中的下跌往往可以带来更好的交易性机会。
- 权益市场:** 本周市场整体上涨, 周期风格表现较强。上证指数(1.67%)、深证成指 (2.33%)、沪深 300 (1.69%)、科创 50 (4.63%)、创业板指 (2.76%)、中证 500 (3.28%)、中证 1000 (2.36%), 均表现较强。

主要数据

上证指数	3615.7167
沪深 300	4151.2379
深证成指	11203.0295

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

行业风格上，周期风格表现较强，上涨 3.51%。分行业来看，申万一级行业中建筑材料、煤炭、钢铁表现较强，分别上涨 8.20%、7.98%、7.67%；银行、通信、公用事业表现较弱，分别下跌 2.87%、0.77%、0.27%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 18486.97 亿元，较上周增加 3024.59 亿元。展望未来，政策面和基本面共同提振了资本市场预期，“经济转型牛”的主升浪或已启动，后续人工智能、军工、资源品、创新药等主线或将轮动式领涨，关注反内卷政策进展和 7 月政治局会议政策线索。

风险提示: 货币政策超预期收紧,经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

一、 本周重点经济	4
1.1 一周要闻	4
二、 固定收益市场分析	4
2.1 资金面分析：央行大幅净回笼下，资金面一度偏紧；下周预计跨月 期间央行仍将维持对于资金面整体呵护，资金面大幅收紧的可能性较为 有限	4
2.2 利率债走势分析：收益率曲线熊陡，关注交易机会	5
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比上行； 信用债收益率整体上行	6
三、 主要资产价格分析	8
3.1 权益市场分析：“反内卷”行情将怎么演绎、如何配置	8

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 国内6月份工业企业利润数据本周公布。国家统计局数据显示,6月规模以上工业企业利润同比下降4.3%,同比降幅较5月有所收窄,以装备工业为代表的新动能行业利润增长较快,“两新”政策带动效果持续显现。1-6月,全国规模以上工业企业实现利润总额34365亿元,同比下降1.8%;1-6月份,黑色金属冶炼和压延加工业利润同比增长13.7倍,采矿业利润同比下降30.3%。。

2) 国务院总理李强出席2025世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议开幕式并致辞。李强围绕如何把握人工智能公共产品属性、推进人工智能发展和治理,提出三点建议。一是更加注重普及普惠,充分用好人工智能发展的已有成果。要坚持开放共享、智能平权,让更多国家和群体从中受益。二是更加注重创新合作,力求更多突破性的人工智能科技硕果。要深化基础科学和技术研发合作,加强企业和人才交流,为人工智能发展不断注入新动力。三是更加注重共同治理,确保人工智能在造福人类上最终修成正果。。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行大幅净回笼下，资金面一度偏紧；下周预计跨月期间央行仍将维持对于资金面整体呵护，资金面大幅收紧的可能性较为有限

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放1095亿元

本周央行公开市场开展了16563亿元逆回购操作,以及4000亿元MLF及1000亿元国库现金定存操作,当周有17268亿元逆回购到期,以及2000亿元MLF和1200亿元国库现金定存到期。因此全周净投放1095亿元。本周税期结束,央行前半周公开市场操作维持大幅净回笼,资金面存在趋紧趋势。在持续净回笼以及政府债券净融资下,本周四资金价格触及近期高位。本周五央行公开市场操作转为投放,叠加当日MLF增量续作,投放中长期资金,资金面紧张情绪有所缓解。本周五银行间回购利率R001加权平均升至1.5522%,R007加权平均升至1.6937%;本周五交易所回购利率GC001加权平均升至1.4130%,GC007加权平均升至1.6370%

表 1: 本周公开市场操作 (亿元)

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	2262	3425	5201	4505	1875
7 天	1707	2148	1505	3310	7893
14 天	0	0	0	0	0
MLF (投放)	0	0	0	0	4000
MLF (回笼)	0	0	0	0	2000
国库现金定存	0	-1200	1000	0	0
净投放	-555	-2477	-2696	-1195	8018

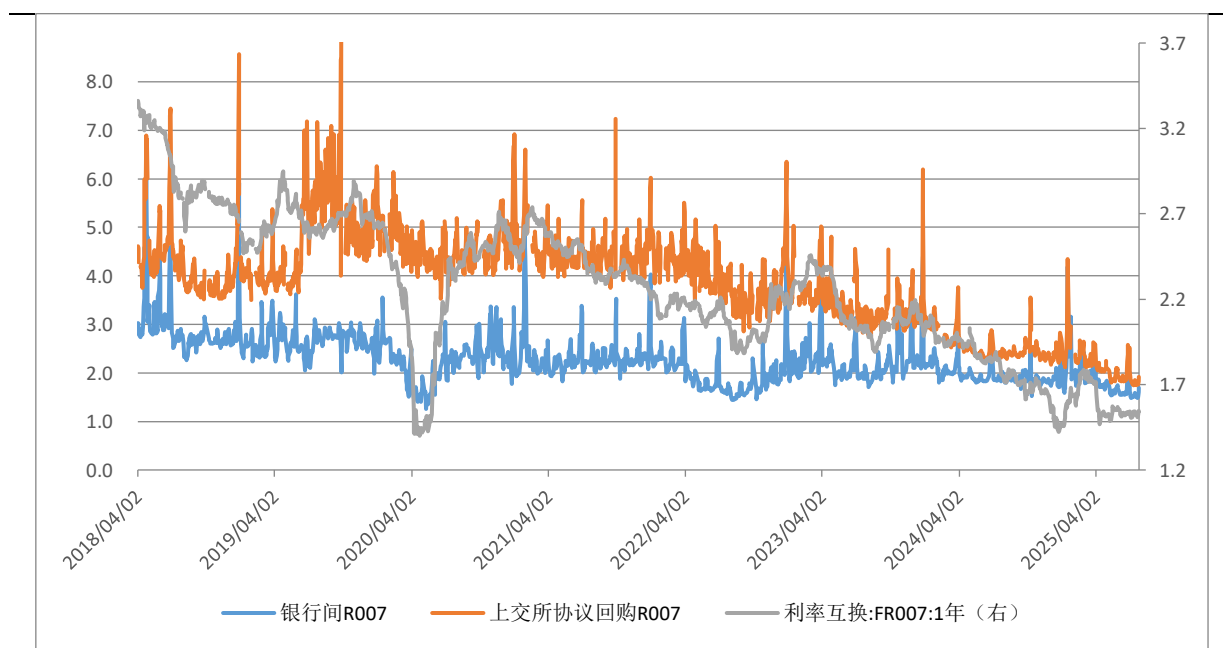
资料来源: Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望: 下周预计跨季期间央行仍将维持对于资金面整体呵护, 资金面大幅收紧的可能性较为有限

近期央行召开 2025 年第二季度例会, 会议提出要实施好适度宽松的货币政策, 加强逆周期调节, 更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。整体来看, 当前经济仍处于复苏阶段, 金融数据恢复持续性仍有待观察, 实体经济融资需求有待增强, 中美贸易摩擦边际缓和, 但外部环境仍复杂严峻, 未来经济不确定性增大, 预计后续货币政策仍将维持宽松态势, 快速转向的可能较为有限。

下周跨月来临, 下周四为 7 月份最后一周, 7 月份虽非跨季, 但资金面仍难免受到季节性因素影响。跨月同时政府债净交款额环比小幅上行, 预计对于资金面冲击仍存。本周五央行增大投放下, 下周逆回购到期额仍位于高位, 预计跨月期间央行仍将维持对于资金面整体呵护, 资金面大幅收紧的可能性较为有限。

图 1: 各期限资金价格走势 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析: 收益率曲线熊陡, 关注交易机会

1) 利率债走势复盘：

本周债市主要受股债跷跷板、通胀预期升温、资金面扰动、基金赎回压力等因素影响，1Y、3Y、5Y、10Y、30Y 国债收益率分别上行 4、6.5、6、6.8 和 8.7bp 和 30Y-10Y、10Y-1Y 期限利差分别上行 1.9bp 和 2.7bp，收益率曲线熊陡。

图 2：本周 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：

当前股市偏强的确对债市情绪存在压制，但是国内经济依然面临下行压力，6 月社消和投资分项增速均明显下行，价格方面仍表现为弱通胀 6 月 CPI、PPI 同比数据分别为 0.1%和-3.6%，基本面暂未看到拐点，另外“反内卷”实质效果如何仍待检验。我们认为本轮调整其实幅度很有限，在震荡的大逻辑下，因为全市场基金久期在 6 月以来持续抬升，市场情绪表现的比较恐慌，所以对波动更加敏感。8 月面临利率债供给高峰，央行呵护态度预计会延续，震荡市中的下跌往往可以带来更好的交易性机会。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比上行；信用债收益率整体上行

1) 一级市场发行：存单融资额环比回落、信用债融资额环比上行

本周同业存单净融资规模为-5,597.90 亿元。其中，发行总额达 5,166.90 亿元，平均发行利率为 1.6086%，到期量为 10,764.80 亿元。同业存单融资额环比下行。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 0.81bp 报 1.5376%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 0.91bp 报 1.5687%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 1.04bp 报 1.6187%，9M 存单平均发行利率较上周上行 1.20bp 报 1.6533%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 3,511.39 亿元，环比增加 701.23 亿元，偿还量约 2,959.29 亿元，净融资额约 552.1 亿元，环比增加 102.40 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体上行，1年期各评级信用债收益率上行9.61bp~上行10.61bp, 3年期各评级信用债收益率上行10.40bp~上行11.40bp, 5年期各评级信用债收益率上行10.57bp~上行8.02bp。

表 2：信用债各期限收益率水平（%）

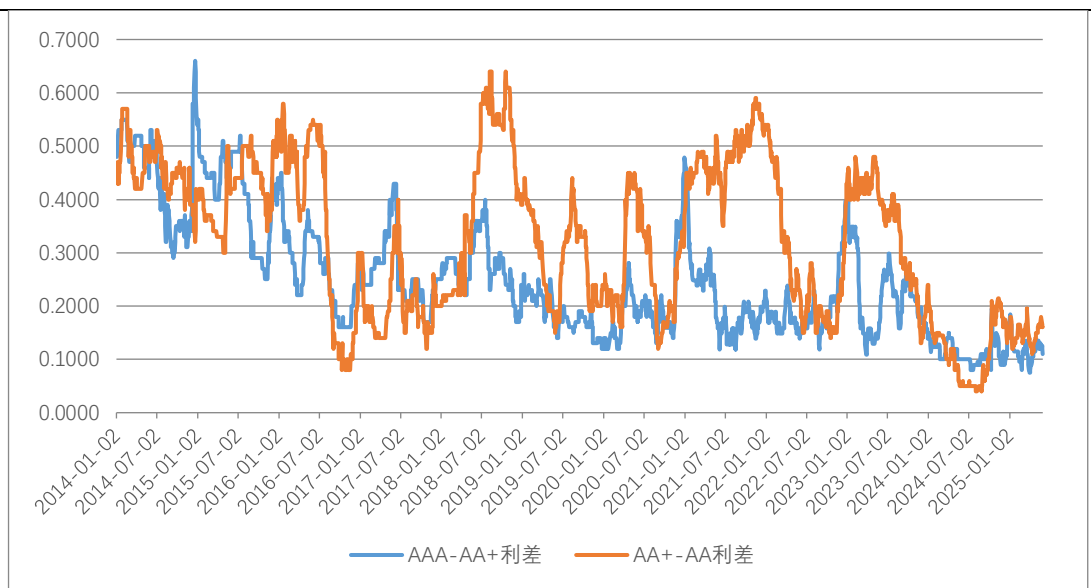
信用债种类	当前利率（%）	2013年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1年	1.7413	2.40%	9.61
信用债(AAA):3年	1.8852	3.10%	10.40
信用债(AAA):5年	1.9907	3.00%	10.57
信用债(AA+):1年	1.7913	1.50%	9.61
信用债(AA+):3年	1.9452	1.80%	11.40
信用债(AA+):5年	2.0807	2.20%	10.57
信用债(AA):1年	1.8413	1.60%	10.61
信用债(AA):3年	2.1052	2.10%	11.40
信用债(AA):5年	2.3107	2.20%	8.02

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA级、AA+级、AA级3Y-1Y利差整体扩大0.79bp、扩大1.79bp、扩大0.79bp，5Y-3Y利差分别扩大0.17bp、缩小0.83bp、缩小3.83bp。

评级利差方面，本周AA+与AAA之间利差为6p，较上周扩大1bp，AA与AA+之间的利差为16bp，较上周持平。

图 3：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：“反内卷”行情将怎么演绎、如何配置

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体上涨，周期风格表现较强

本周市场整体上涨，上证指数（1.67%）、深证成指（2.33%）、沪深 300（1.69%）、科创 50（4.63%）、创业板指（2.76%）、中证 500（3.28%）、中证 1000（2.36%），均表现较强。行业风格上，周期风格表现较强，上涨 3.51%。分行业来看，申万一级行业中建筑材料、煤炭、钢铁表现较强，分别上涨 8.20%、7.98%、7.67%；银行、通信、公用事业表现较弱，分别下跌 2.87%、0.77%、0.27%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 18486.97 亿元，较上周增加 3024.59 亿元。

2) 权益市场展望：

本周沪指继续延续上涨态势，连续第五周周 K 线上涨，并一度站上 3600 点重要整数关口，逼近本轮自 2024 年 9 月 24 日以来的经济转型牛高点。以此趋势来看，突破或指日可待。结构上，“反内卷”政策持续推进，“反内卷”需求端重要配套工程落地，本周顺周期板块领涨。我们通过复盘对比上一轮 2016 年至 2017 年的供给侧改革背景下的市场行业，尝试为本轮“反内卷”行情做推演。整体看，本轮“反内卷”政策与上一轮供给侧改革存在一定类似之处，但从政策背景和目的来看，二者又存在明显不同。上一轮供给侧结构性改革主要为解决传统制造领域存在的产能过剩问题，而本轮“反内卷”更多在打击恶性竞争降价。这导致政策涉及的产业范围和企业性质不同，本轮政策手段效果以及需求端配套政策级别或均弱于供给侧改革，预计“反内卷”行情或将演绎为弱化版的供给侧改革行情。复盘上一轮供给侧改革产能去化资源品的 A 股行情，行情起点的确认经历三个阶段：预期改善、价格验证、ROE 验证。初期，产能去化政策为市场形成减产预期，商品市场率先反应，但股票市场情绪尚未被扭转。第二阶段，商品价格上升，但此时披露数据显示资源品 ROE 尚未筑底，A 股资源品走势跟随商

品市场价格持续反弹而上涨，但随后或因 ROE 未能验证而震荡。第三阶段，ROE 拐点到来，商品价格、产业盈利能力同步改善，A 股对应的板块大行情随之启动。或因市场学习效应，本轮“反内卷”行情直接调入第二阶段即 ROE 尚未验证，但股价和商品价格已同步上涨阶段。后续，若近一个季度 ROE 不能及时验证或对行情有一定干扰，但一旦 ROE 验证后，相关受益板块有望迎来更大的行情。根据“反内卷”政策目的，我们筛选产能利用率低、盈利水平低的同时却还在扩产能的行业，预计这些行业相对更受益于“反内卷”政策。结果显示，钢铁、煤炭、橡胶、玻璃等传统上游行业，设备、造纸等传统制造业，家用电器等传统消费行业，半导体、电子、军工等部分技术密集型产业的产能周期改善或将更为受益。

根据 2025 年基金半年报，在万得全 A 二季度上涨 3.86% 的背景下，主动偏股型基金规模有所回落，基金净值与基金份额均出现下滑，分别较一季度下行 2.39% 和 0.52%。从基金发行情况上来看，二季度主动偏股型基金的发行份额较一季度明显改善。二季度主动偏股型基金股票仓位延续小幅回升，但 A 股仓位继续回落，机构在配置上对港股的青睐或仍在上升。主动偏股型基金二季度加仓最多的申万一级行业为通信、银行、国防军工，减仓最多的行业为食品饮料、汽车、电力设备，通信、汽车、电子、国防军工持仓处于历史较高水平。超配角度看，电子再次为超配第一的行业，且超配比例依旧远多其他行业，非银金融为第一大低配行业。

继续强调“大军工”及新质新域领域为传统军工行业带来的市场增量及估值空间的提升。尤其是“大军工”方面，随着政策、技术、资本等众多方面的支持，低空经济、商业航天等领域在“十五五”期间内，将开始进行从“1”到“100”的快速发展。

展望未来，政策面和基本面共同提振了资本市场预期，“经济转型牛”的主升浪或已启动，后续人工智能、军工、资源品、创新药等主线或将轮动式领涨，关注反内卷政策进展和 7 月政治局会议政策线索。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637