

宏观

反内卷热度持续带动市场情绪

2025 年 07 月 28 日

宏观周报（7 月第 4 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscs.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反内卷政策方面，反内卷行动持续进行，多行业加入反内卷浪潮，政策和监管推进反应高层反内卷的决心，商品期货价格大涨带动市场情绪，比较有代表性的是焦炭和焦煤。国家能源局综合司发布关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知，农业部召开推动生猪产业高质量发展座谈会，中国盐业协会的反内卷倡议书发布，另外，监管发布了《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》，进一步明确不正当价格行为认定标准。②政府投资动态方面，雅鲁藏布江水电工程开工，将有效提高水能在中国能源结构中的占比，减少能源对外依存度。在当前“反内卷”下和地缘政治谈判背景下，短期抬升能源期货价格和市场情绪，并且带动政府投资工程相关题材上扬。③关税方面，美国与菲律宾、印尼、日本协议相继达成，贸易谈判和地缘风险有所下降。
- 2) **固收：上周债市收益率大幅上行。**①上周催化方面，“反内卷”热度持续，商品在内的风险资产走势很强，焦煤等明星品种较为强劲，在工业品涨价预期下，通胀触底交易影响债市情绪。同时，央行持续净回笼并且升值人民币中间价，资金利率抬升，制约债市表现。②短期来看，反内卷风潮之下，风险资产强势未改，名义增长预期上行，目前反内卷缺少需求政策支撑，但若短期有新型政策性金融工具落地，商品市场很可能会再炒作一波，从而对债市形成压制，短期债市仍需谨慎，等待更多利空暴露。不过基本面回暖动力不足，MLF 维持放量续作，资金大幅收紧可能性偏低，大幅调整风险或相对有限。
- 3) **海外：美股上涨、美债利率震荡、美元指数下行、人民币升值、黄金下跌、油价下跌。**①上半周惠誉年中更新中，将美国 2025 年 25%行业的前景展望下调至“恶化”，叠加市场对美欧贸易谈判进展的担忧加剧，市场避险需求增加，黄金上行、美债收益率、美元指数下跌。②而后，美国与菲律宾、印尼、日本协议相继达成，贸易谈判和地缘风险有所下降，初请失业金连续低于预期反映就业韧性，美债收益率、美元指数反弹，风险资产表现较好。
- 4) **风险提示：基本面超预期弱化、贸易谈判不及预期。**

正文目录

一、 市场宏观变量回顾	3
二、 当周关注	4

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾.....	3
--------------------------	---

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	上周市场放量上涨，周均成交额 18487 亿元，环比放量 3024 亿元。上证指数 1.67%，深证成指 2.33%，创业板指 2.76%，万得全 A 2.21%；沪深 300 1.69%，小市值指数 2.31%；恒生指数 2.27%，恒生科技指数 2.51%。板块上，建筑材料、煤炭、钢铁表现靠前，银行、通信、公用事业表现靠后。风格上，成长好于价值、小盘好于大盘。	1) 反内卷政策方面，反内卷行动持续进行，多行业加入反内卷浪潮，政策和监管推进反应高层反内卷的决心，商品期货价格大涨带动市场情绪，比较有代表性的是焦炭和焦煤。国家能源局综合司发布关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知，农业部召开推动生猪产业高质量发展座谈会，中国盐业协会的反内卷倡议书发布，另外，监管发布了《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》，进一步明确不正当价格行为认定标准。2) 政府投资动态方面，雅鲁藏布江水电工程开工，将有效提高水能在中国能源结构中的占比，减少能源对外依存度。在当前“反内卷”下和地缘政治谈判背景下，短期抬升能源期货价格和市场情绪，并且带动政府投资工程相关题材上扬。3) 关税方面，美国与菲律宾、印尼、日本协议相继达成，贸易谈判和地缘风险有所下降。
固收	上周债市收益率大幅上行。全周 T2509 下跌 0.58%，TL2509 下跌 2.14%，TF2509 下跌 0.41%。现券来看，10 年国债活跃券上行 6.85BP，30 年国债活跃券上行 7.65BP，10 年国开上行 8.5BP，5 年国开上行 9.25BP，3 年国开上行 8.25BP，1 年国开上行 2.5BP。上周央行开展 16563 亿元逆回购操作，并进行 4000 亿元 1 年期 MLF 操作和 1000 亿元国库现金定存操作，当周共有 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，按全口径计算，全周净投放 1095 亿元。本周公开市场将有 16563 亿元逆回购到期。	1) 上周催化方面，“反内卷”热度持续，商品在内的风险资产走势很强，焦煤等明星品种较为强劲，在工业品涨价预期下，通胀触底交易影响债市情绪。同时，央行持续净回笼并且升值人民币中间价，资金利率抬升，制约债市表现。2) 短期来看，反内卷风潮之下，风险资产强势未改，名义增长预期上行，目前反内卷缺少需求政策支撑，但若短期有新型政策性金融工具落地，商品市场很可能会再炒作一波，从而对债市形成压制，短期债市仍需谨慎，等待更多利空暴露。不过基本面回暖动力不足，MLF 维持放量续作，资金大幅收紧可能性偏低，大幅调整风险或相对有限。
海外及其他	上周道指涨 1.26%，标普 500 指数涨 1.46%，纳指涨 1.02%。美债方面，10 年美债收益率下行 2bp 至 4.38%，2 年期美债收益率上行 7bp 至 3.93%。汇率方面，美元指数周跌 0.80% 报 97.6701，离岸人民币兑美元涨 129 个基点报 7.1681。大宗方面，美油期货跌 1.48%，COMEX 黄金期货跌 0.59%。	1) 上半周惠誉年中更新中，将美国 2025 年 25% 行业的前景展望下调至“恶化”，叠加市场对美欧贸易谈判进展的担忧加剧，市场避险需求增加，黄金上行、美债收益率、美元指数下跌。2) 而后，美国与菲律宾、印尼、日本协议相继达成，贸易谈判和地缘风险有所下降，初请失业金连续低于预期反映就业韧性，美债收益率、美元指数反弹，风险资产表现较好。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、当周关注

日期	事件	
7 月 30 日（周三）	20:15	美国 7 月新增 ADP 就业人数:季调(人): 前值-33,000.00
	20:30	美国 第二季度实际 GDP:季调:环比折年率(初值)(%): 前值-0.50
7 月 31 日（周四）	09:30	中国 7 月官方非制造业 PMI:商务活动: 前值 50.50, 预期 50.40
	09:30	中国 7 月官方制造业 PMI: 前值 49.70, 预期 49.60
8 月 1 日（周五）	20:30	美国 7 月失业率:季调(%): 前值 4.10
	20:30	美国 7 月非农就业人口变动:季调(千人): 前值 147.00

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。