

临近筹码密集区，关注中央政治局会议

——2025 年 8 月宏观及大类资产月报

宏观深度研究

● 大类资产表现及配置策略

大类资产表现：7 月，上证综指、沪深 300、创业板指分别上涨 4.3%、4.9%、8.7%。债市走弱，债券市场整体下跌 0.6%，国债收益率上升，1 年、5 年、10 期国债收益率分别上升 4.3bp、10.3bp 与 8.3bp。海外港股恒生指数上涨 5.5%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别上涨 1.8%、3.6%与 3.0%。

A 股大势研判：8 月外部风险临近，中美对等关税谈判有望落地、美欧对俄制裁存在波及中国的可能。上证指数临近 2024 年 10 月筹码密集区，突破仍需政策面、资金面配合。2024 年 10 月高点对应两市 3 万亿成交量，目前突破仍有压力。消息层面，7 月 18 日，欧盟委员会主席冯德莱恩宣布，欧盟成员国已就针对俄罗斯的第 18 轮制裁方案达成一致，制裁直指俄罗斯银行业、能源业与军工产业。并且欧盟首次将矛头指向中国的金融机构，将两家位于中俄边境的地方性银行列入制裁名单，理由是它们“与俄罗斯的交易损害了欧盟利益”。7 月 21 日，美国总统特朗普对中印等国发出威胁称，如果这些国家继续与俄罗斯开展贸易，可能会受到美方“二级制裁”的打击。进入 8 月，中美对等谈判即将展开，二次制裁或许为此次谈判筹码。中性预期下，美国对华 24%关税仍会加回。但参照美国与其他国家谈判进展，谈判落地时间或许推迟。预计 8 月外部贸易谈判进展将会影响市场走向。

A 股配置策略：配置层面围绕政策预期与行业景气度，关注科技与反内卷板块。科技板块关注宇树、智元人形机器人板块以及泛 AI 产业链。反内卷等待需求政策落地，建议配置低估值化工白马，关注维生素、磷化工、TDI 及焦煤板块。

债券策略：7 月末的中央政治局会议即将召开。这次政治局会议将分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。目前看，“反内卷”或将在会议上继续提及，作为下半年重点工作推进。这或将推动通胀预期以及国债收益率继续上行，不过从当前情势看，经济基本面或难有大幅改善的空间，紧靠供给侧改革或难以支撑国债收益率大幅上行，预计 1.85%-1.9%区间将面临较大压力。

风险提示：政策落地节奏以及效果存在不确定性；房地产投资有待提振；全球经贸风险较大；美国通胀大幅上升

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

《关注 7 月政治局会议，结构性政策依然可期》2025-06-29

《政策预期支撑，二季度市场情绪或修复》2025-06-01



目 录

1、 大类资产回顾及配置策略.....	3
1.1、 市场回顾：经济基本面回稳，“反内卷”政策开始布局，雅江水电站工程正式开工，多重因素催化下上证指数站上 3600 点.....	3
1.2、 权益大势研判：临近筹码密集区，关注中美贸易谈判.....	5
1.3、 权益策略：围绕政策预期与行业景气度，关注科技与反内卷板块.....	5
1.4、 债券策略：“反内卷”预期提振通胀预期，关注中央政治局会议.....	6
1.5、 财经日历	8
2、 经济基本面.....	10
2.1、 国内经济短期仍有韧性，后续压力或逐渐增加.....	10
2.2、 关税对美国的影响逐渐显现	13
3、 微观流动性.....	15

图表目录

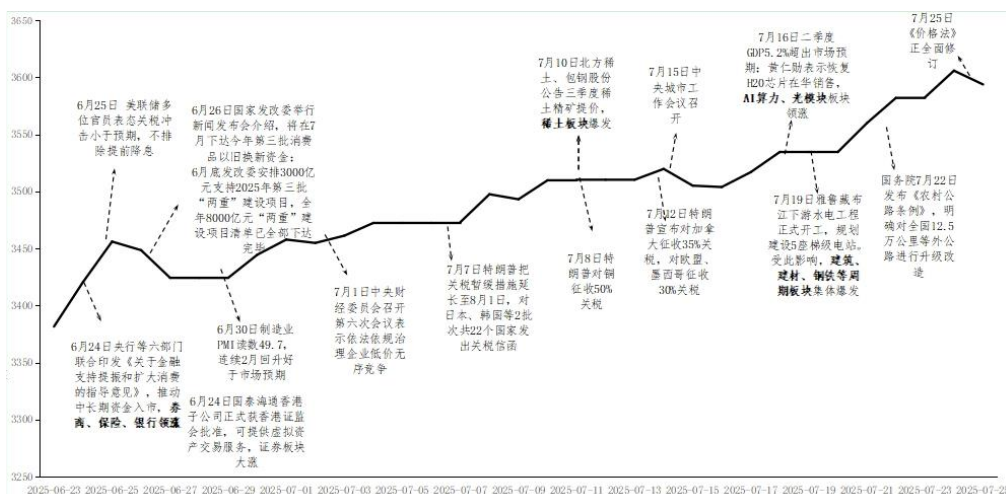
图 1： 6 月下旬以来上证指数震荡上涨，经济基本面回稳，“反内卷”政策开始布局，中央城市工作会议召开，雅江水电站工程正式开工，多重因素催化下上证指数站上 3600 点	3
图 2： 主要宽基指数普遍收涨.....	4
图 3： 中信一级行业指数普遍上涨，钢铁、建材、建筑、通信、有色金属领涨	4
图 4： 7 月两市日均成交金额为 1.56 万亿元	4
图 5： 截至 7 月 24 日，融资融券余额为 19420 亿元	4
图 6： 7 月份，10 年期国债收益率底部回升	8
图 7： 高频数据显示，7 月份宏观经济整体平稳向好	8
图 8： 6 月中国经济平稳增长	10
图 9： 出口仍有韧性.....	11
图 10： 高炉开工率停止回落.....	11
图 11： 铁水生产停止回落	11
图 12： 汽车产业链开工率保持高位	11
图 13： 沥青开工率先升后降	12
图 14： PTA 开工率高于上年同期	12
图 15： 水泥发运率高于上年同期	12
图 16： 螺纹钢需求较弱.....	12
图 17： 新房销售处于历史同期低位	12
图 18： 二手房销售回落.....	12
图 19： 美国就业市场仍很稳健.....	13
图 20： 关税对美国通胀的影响逐渐显现.....	13
图 21： 7 月 25 日，GDPNow 预测二季度经济增速恢复至 2.5%.....	14
图 22： 市场仍预期年内降息两次	14
图 23： 7 月新基金发行额较 6 月小幅下降	15
图 24： 股票型基金、混合型基金发行额占比下降，债券型基金发行额占比上升	15
图 25： 7 月主要股东资金净流出增加	15
表 1： 未来一个月宏观及行业重要事件	9

1、大类资产回顾及配置策略

7月，上证综指、沪深300、创业板指分别上涨4.3%、4.9%、8.7%。债市走弱，债券市场整体下跌0.6%，国债收益率上升，1年、5年、10期国债收益率分别上升4.3bp、10.3bp与8.3bp。海外港股恒生指数上涨5.5%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨1.8%、3.6%与3.0%。

1.1、市场回顾：经济基本面回稳，“反内卷”政策开始布局，雅江水电站工程正式开工，多重因素催化下上证指数站上3600点

图1：6月下旬以来上证指数震荡上涨，经济基本面回稳，“反内卷”政策开始布局，中央城市工作会议召开，雅江水电站工程正式开工，多重因素催化下上证指数站上3600点



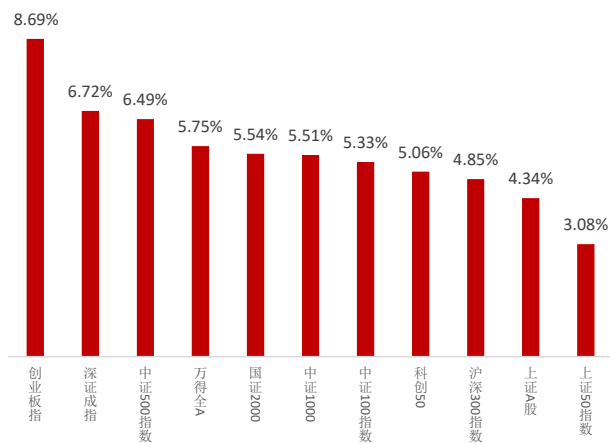
资料来源：Wind，诚通证券研究所

市场回顾：7月以来市场震荡回升。基本面方面，经济景气程度有所修复，“两重”“两新”政策继续落地。6月底发改委安排3000亿元支持2025年第三批“两重”建设项目，全年8000亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕。7月发改委也下达了今年第三批消费品以旧换新资金。6月30日制造业PMI读数49.7%，连续2月回升好于市场预期。7月16日二季度GDP同比增速5.2%，超出市场预期。行业政策利好不断，反内卷成为市场主线。7月1日中央财经委员会召开第六次会议表示依法依规治理企业低价无序竞争。7月19日雅鲁藏布江下游水电工程正式开工，规划建设5座梯级电站。受此影响，建筑、建材、钢铁等周期板块集体爆发。国务院7月22日发布《农村公路条例》，明确对全国12.5万公里等外公路进行升级改造。7月24日，价格法修正草案公开征求意见。供给端、需求端利好持续催化，“反内卷”成为主线。

行业方面，中信一级行业指数普遍上涨，其中钢铁、建材、建筑、通信、有色金属板块表现突出，领涨市场。具体来看，钢铁、建材、建筑及有色金属板块受益于“反内卷”概念以及雅鲁藏布江水电站开工推动，下游产品价格回升，市场情绪同步改善；通信行业则因中美关系缓和、英伟达H20芯片解禁有望刺激算力投资增加而获利好支撑。从主题来看，2025年6月下旬以来，稀土及稀土精炼概念受中美临时贸易协议逐步落地影响，出口量增长带动利润显著改善；雅鲁藏布江水电

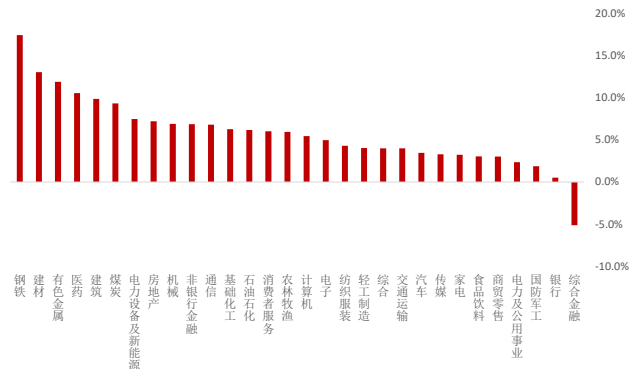
工程的正式开工，直接推动水电相关板块上扬；同时，市场对牛市的预期升温，也使得炒股软件板块领涨。医药受创新药带动同样表现居前。

图2： 主要宽基指数普遍收涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

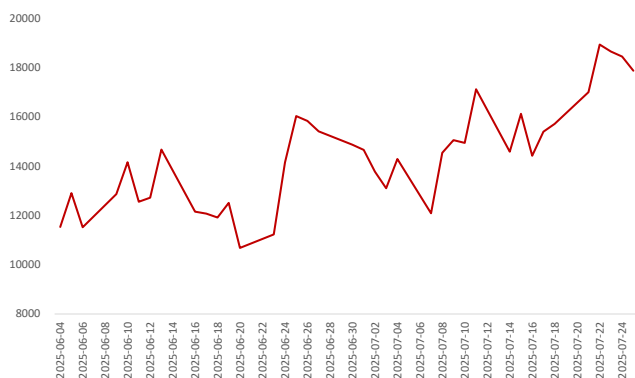
图3： 中信一级行业指数普遍上涨，钢铁、建材、建筑、通信、有色金属领涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

资金面来看，6月两市日均成交金额为1.56万亿元，6月下旬以来交投较为活跃，整体较6月的1.30万亿元上升19.6%。截至7月24日，融资融券余额为19240亿元，整体较6月继续上升。

图4： 7月两市日均成交金额为1.56万亿元



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5： 截至7月24日，融资融券余额为19240亿元



资料来源：Wind，诚通证券研究所

债市走弱，债券市场整体下跌0.6%，国债收益率上升，1年、5年、10期国债收益率分别上升4.3bp、10.3bp与8.3bp。海外港股恒生指数上涨5.5%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨1.8%、3.6%与3.0%。

1.2、权益大势研判：临近筹码密集区，关注中美贸易谈判

8月外部风险临近，中美对等关税谈判有望落地、美欧对俄制裁存在波及中国的可能。上证指数临近2024年10月筹码密集区，突破仍需政策面、资金面配合。2024年10月高点对应两市3万亿成交量，目前突破仍有压力。消息层面，7月18日，欧盟委员会主席冯德莱恩宣布，欧盟成员国已就针对俄罗斯的第18轮制裁方案达成一致，制裁直指俄罗斯银行业、能源业与军工产业。并且欧盟首次将矛头指向中国的金融机构，将两家位于中俄边境的地方性银行列入制裁名单，理由是它们“与俄罗斯的交易损害了欧盟利益”。7月21日，美国总统特朗普对中印等国发出威胁称，如果这些国家继续与俄罗斯开展贸易，可能会受到美方“二级制裁”的打击。进入8月，中美对等谈判即将展开，二次制裁或许为此次谈判筹码。中性预期下，美国对华24%关税仍会加回。但参照美国与其他国家谈判进展，谈判落地时间或许推迟。预计8月外部贸易谈判进展将会影响市场走向。

1.3、权益策略：围绕政策预期与行业景气度，关注科技与反内卷板块

配置层面围绕政策预期与行业景气度，关注科技与反内卷板块。科技板块关注宇树、智元人形机器人板块以及泛AI产业链。反内卷等待需求政策落地，建议配置低估值化工白马，关注维生素、磷化工、TDI及焦煤板块。

科技板块：人形机器人：人形机器人领域独角兽有望上市，或催化板块行情。宇树科技启动IPO辅导，最快或于今年10月提交上市申请文件。智元机器人收购上纬新材股份，上市或邻近。宇树与智元作为全球人形机器人头部企业，即将登陆资本市场，有望带动科技资产估值提升，关注宇树、智元人形机器人产业链。7月，马斯克表示特斯拉将在年底公布Optimus第三代原型机，2026年量产。特斯拉三代机器人发布在即，重申百万台的年销售目标。特斯拉的国内多家机器人供应商恢复订单发货，特斯拉全年交付量有望回升，关注特斯拉链估值修复机会。**AI产业链：**产业链上游资本开支持续上修。谷歌季报中管理层将2025年资本支出指引从750亿美元上调至850亿美元。每月处理超过980万亿个Tokens，自5月以来翻倍，表明AI服务在用户群体中迅速采用。Gemini应用每月活跃用户超过4.5亿，日请求量较2025年第一季度增长超过50%。此外，OpenAI与甲骨文表示在美国新增开发4.5GW数据中心容量，将运行超过200万颗芯片，根据OpenAI的预计，由于Oracle和软银等合作伙伴的强劲势头，“星际之门”有望超额达成原计划目标。Meta大举进军AI超算领域，扎克伯格7月宣布2026年启用1GW“Prometheus”集群，2027年建成占地如曼哈顿的“Hyperion”计划部署超5GW级算力，Meta将自建天然气电厂，力抗OpenAI与马斯克。泛AI产业链维持高景气。此外，7月18日工信部也表示将加快实施“人工智能+”行动，推动大模型在制造业重点行业落地部署，提升智能化水平。泛AI产业链政策面催化有望落地。

反内卷板块：阶段性等待需求政策落地，关注低估值化工白马以及供给偏紧的维生素、磷化工以及正在涨价的TDI板块，关注8月、9月严控超产的焦煤板块：7月月报对供给侧改革板块的爆发已前瞻性预判。月初中央财经委政策提振、雅江项目需求催化下市场已经连续交易三周。阶段性雅江催化释放告一段落，带动建材板块调整。目前市场在等待需求端政策、产能收缩政策的兑现。中央财经委由中共中央总书记、国家主席担任主任，领导配置与中央政治局常委会高度重合，会议级别较高。7月会议表态“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，下半年各产业配套政策有望继续落地。目前总量层面，国内《反不正当竞争法》10

月实施,《价格法》重新修订。行业层面工业硅、光伏玻璃、锂电材料、涤纶长丝、聚酯瓶片等多个行业已开启自律减产、玻璃等行业环保标准提升。7月18日,工信部也表态将对钢铁、有色、石化等十大重点行业稳增长工作方案将出台。后续若行业稳增长政策力度较大,叠加下半年财政政策、货币政策、产业政策对内需的提振,反内卷板块有望成为年内主线之一。配置层面,首先建议关注低估值化工白马估值提升机会。目前PPI同比增速位于负值,化工品种周期底部位置明确。化工白马核心标的估值1-2倍PB左右,安全边际较高。其次建议关注行业结构良好、龙头地位有优势、行业产能已经收缩的维生素板块,海外供给受限开始提价的TDI板块,以及行业供给持续偏紧的磷化工板块。煤炭板块,7月22日,国家能源局《开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》,拟于9月在重点产煤省(区)组织开展煤矿生产情况核查工作,严格控制煤矿超产行为。核查范围为山西、内蒙古、安徽、河南、贵州、陕西、宁夏和新疆,涉及约九成全国煤炭主产区。各地方煤企在8月15日之前完成自查,9月份国家层面督察复核。阶段性供给存在收紧预期,需求端在6月底两重项目落地后,7月水泥发运量、高炉开工率等基建相关数据偏强,焦煤价格有望阶段性维持高弹性。

1.4、债券策略：“反内卷”预期提振通胀预期，关注中央政治局会议

7月以来,10年期国债收益率由1.63%附近持续上行,截至7月25日升至1.73%附近,单月上行10BP左右,突破1.7%整数关口,并有继续上行趋势。那么为什么7月份,国债利率会出现大部上行呢?

一是就外部环境而言,中美关系平稳向好。7月22日,美国财政部长贝森特突然接受福克斯商业新闻专访,官宣中美第三轮经贸会谈敲定在瑞典首都斯德哥尔摩,时间定在7月27日至30日。其强调,当前中美谈判“态势良好”,市场不必恐慌,并认为中美关税或再延期90天。

二是“反内卷”预期提振通胀预期。7月1日召开的中央财经委员会第六次会议明确要求,要依法治理企业低价无序竞争,推动落后产能有序退出。这是国家层面开启反内卷政策的明确信号,可能意味着“反内卷”在未来一段时间内将成为重点工作加速推进。

其后,7月3日工业和信息化部主持召开的第十五次制造业企业座谈会明确,依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争;国家市场监督管理总局曝光了6起内卷典型案例;钢铁、水泥、电池、塑料加工等多个行业协会也陆续发起了反内卷号召。特别是硅料龙头拟联合成立收购主体,以上游控产调节产业链总供给,加速出清过剩产能。

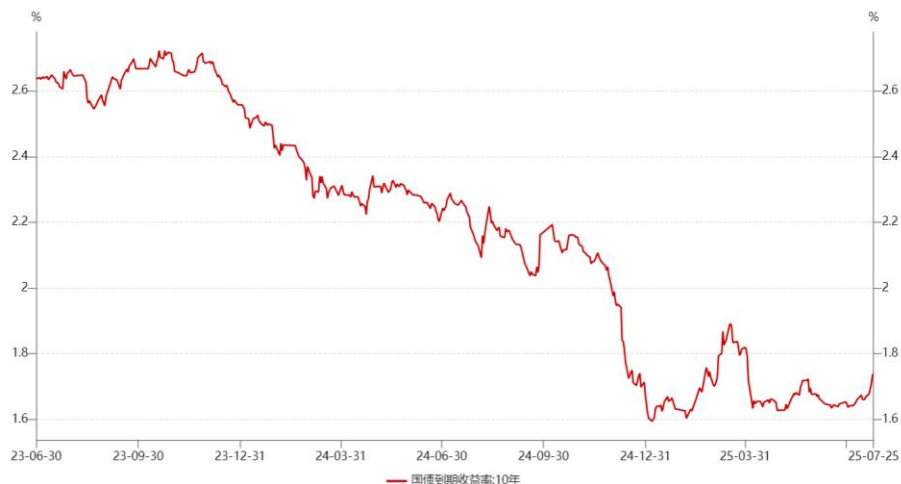
从种种迹象看来,反内卷工作正在迅速落地中。在“反内卷”的预期下,许多商品价格如多晶硅、碳酸锂、螺纹钢、玻璃等均出现不同程度的上涨。

三是宏观基本面稳中有进。第一财经高频经济活动指数显示7月份宏观经济基本面整体平稳,有所提振。而建信高金宏观因子则显示7月份宏观经济持续回升。

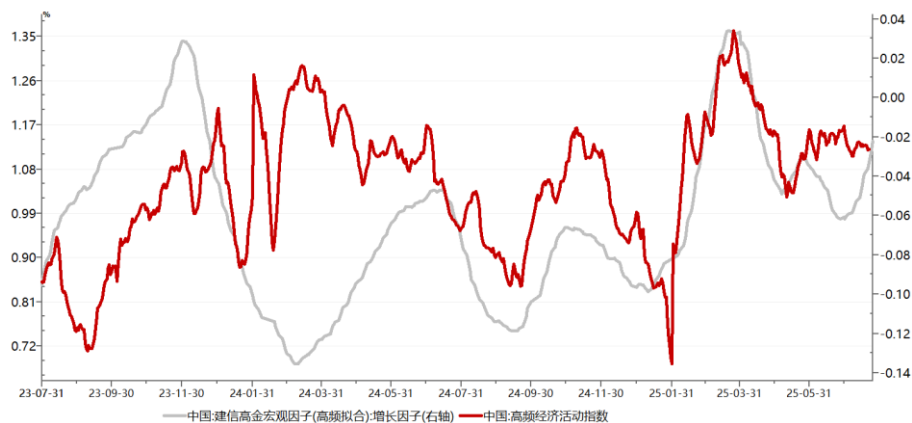
四是股票市场表现较为活跃。7月份,股票指数持续上行,表现较为强势。截至7月25日,创业板指上涨8.7%、科创50指数上涨5%,沪深300指数上涨4.85%,上证指数上涨4.3%。并且万得全A指数已于7月21日突破2024年10月份指数的高点。这将吸引部分资金从债券市场流入股票市场。

未来国债收益率将怎么走?7月末的中央政治局会议即将召开。这次政治局会议将分析研究当前经济形势,部署下半年经济工作。目前看,“反内卷”或将在会

议上继续提及，作为下半年重点工作推进。这或将推动通胀预期以及国债收益率继续上行，不过从当前情势看，经济基本面或难有大幅改善的空间，紧靠供给侧改革或难以支撑国债收益率大幅上行，预计 1.85%-1.9% 区间将面临较大压力。

图6： 7 月份，10 年期国债收益率底部回升

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7： 高频数据显示，7 月份宏观经济整体平稳向好

资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.5、财经日历

8 月，国内重点关注经济基本面动能是否减弱。经济基本面企稳，二季度 GDP 同比增长 5.2%，工业、服务业生产扩张较快，7 月高频数据显示工业生产基本稳定，“两重”“两新”继续支撑基建、制造业投资、消费。此外，7 月下旬政治局会议即将召开，市场再次进入政策博弈阶段，关注是否有消息提前放出。

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
7.28	7.29	7.30	7.31	8.1	8.2	8.3
中美计划于瑞典进行第三轮贸易谈判	中美计划于瑞典进行第三轮贸易谈判	美国 7 月就业数据	中国 7 月官方制造业 PMI 美联储议息会议	美国 7 月 ISM 制造业 PMI 香港《稳定币条例》正式生效		
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、经济基本面

2.1、国内经济短期仍有韧性，后续压力或逐渐增加

二季度 GDP 同比增速分别为 5.4%、5.2%，上半年 GDP 同比增长 5.3%，全年完成经济目标的压力减轻。6 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.8%，增速弱于 5.6% 的市场预期，较上月回落 1.6 个百分点。主要是因为 2025 年“618”提前启动，对 5 月消费拉动明显强于 6 月。加上，6 月一些地区补贴存在空档期，消费增速回落幅度较大。5-6 月消费同比增速均值为 5.6%，仍处于较高水平。此外，6 月受“两重”“两新”项目、资金下发节奏以及房地产市场拖累的影响，投资增速有所下滑，固定资产投资累计同比增速从 3.7% 下降至 2.8%。

图8： 6 月中国经济平稳增长

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

随着“两重”“两新”项目及资金再次下发，消费和投资有望再次改善，短期内经济韧性仍较强。从高频数据来看，7 月，生产端，钢铁产业链生产触底回升，汽车开工率保持在较高水平，化工产业链开工率上升且高于上年同期。

需求端，出口韧性，港口集装箱吞吐量仍高于上年同期。随着“两重”项目 6 月底前全部下达，沥青开工率持续上升，基建投资增速或回升。第三批 690 亿元以旧换新补贴资金已经下发，消费仍有支撑。7 月 1-20 日，全国乘用车市场零售 97.8 万辆，同比去年 7 月同期增长 11%。不过，7 月房地产市场继续走弱，并有加剧恶化趋势。新房和二手房销售开始低于上年同期。处于低位的螺纹钢需求继续下降。

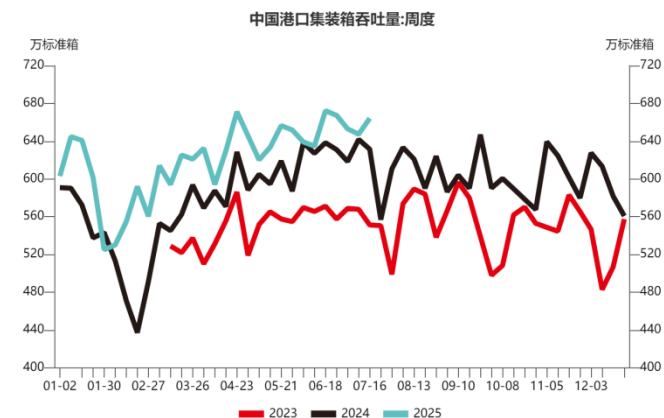
展望未来，经济压力或再次增加。上半年经济超预期主要动力是出口前置和财政前置，未来这两者均存在变数。

出口存在较大不确定性。上半年出口同比增速 5.9%，下半年存在回落风险。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。

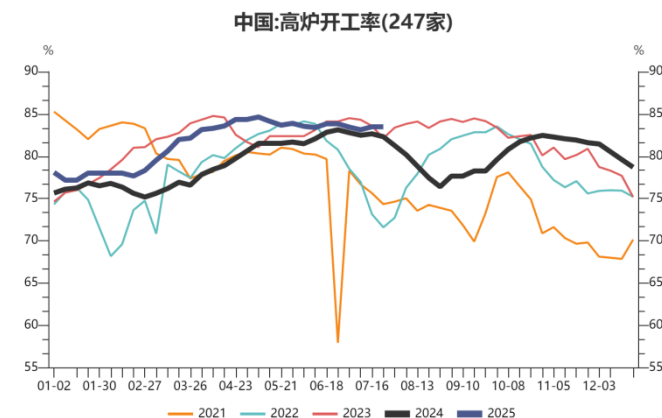
政府债券融资同比多增的空间减小。2025 年新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元。上半年，用于地方债置换的特殊再融资债券净融资 1.7 万亿元，同比多融资 1.6 万亿元，剔除这部分，政府债券净融资同比多增 2.7 万亿元，政府债券同比多增的空间减小，社融增速存在回落风险。

图9：出口仍有韧性



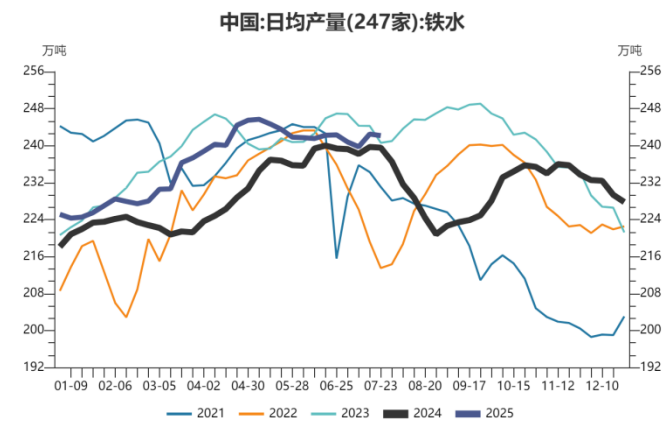
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10：高炉开工率停止回落



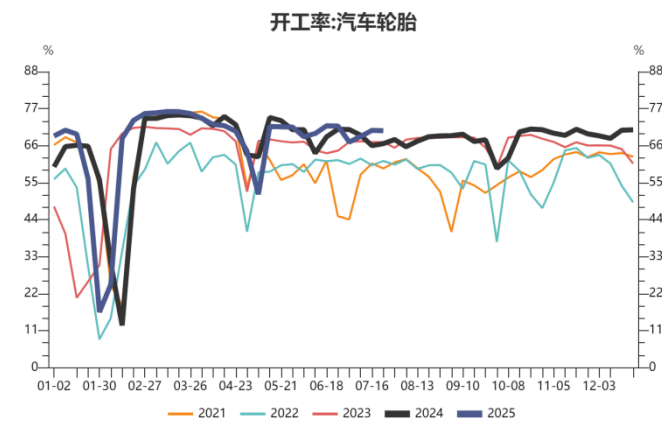
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11：铁水生产停止回落



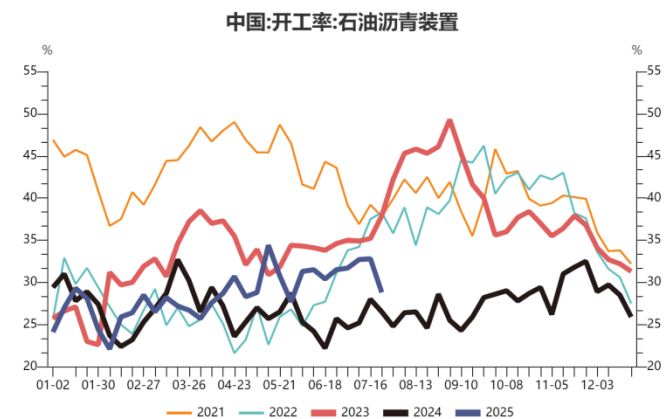
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12：汽车产业链开工率保持高位



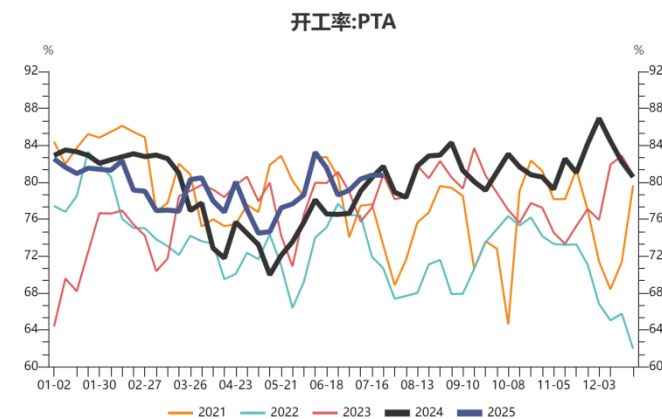
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13: 沥青开工率先升后降



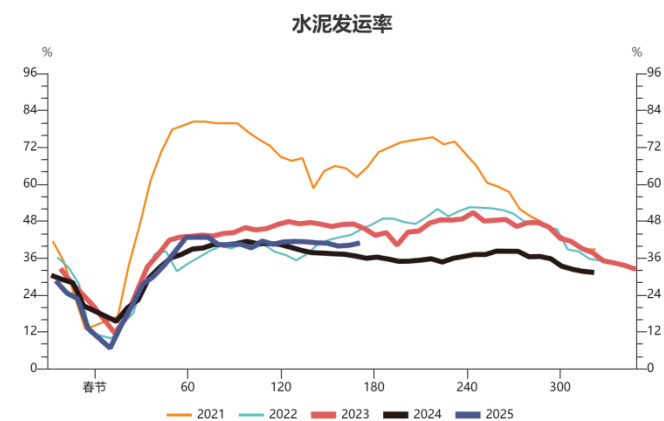
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图14: PTA 开工率高于上年同期



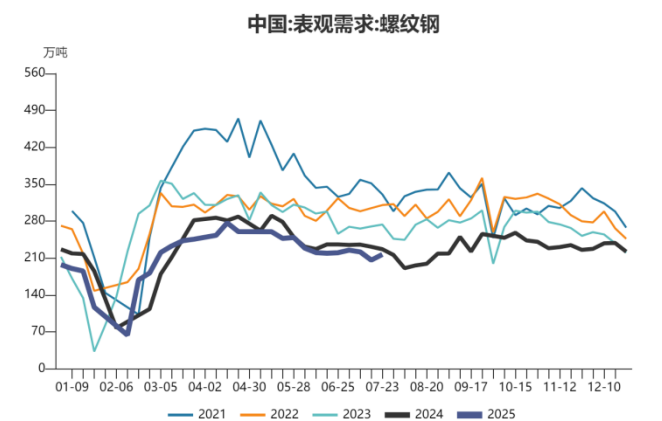
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图15: 水泥发运率高于上年同期



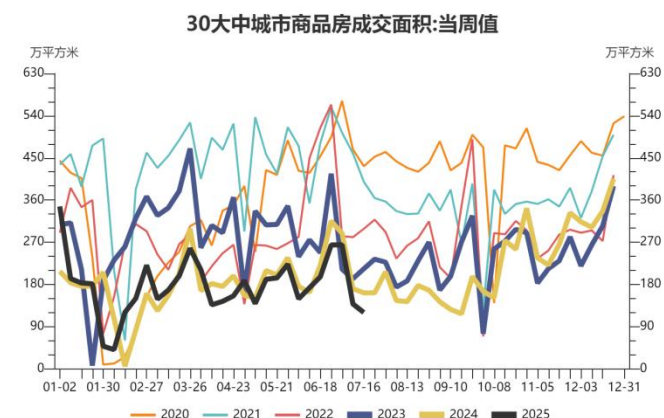
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图16: 螺纹钢需求较弱



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图17: 新房销售处于历史同期低位



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图18: 二手房销售回落



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

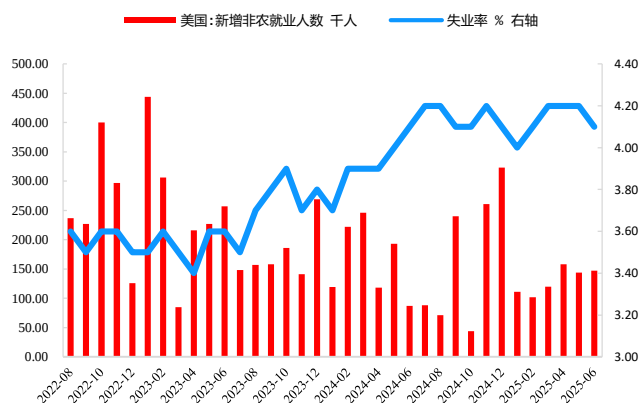
2.2、关税对美国经济的影响逐渐显现

关税对美国经济的影响有通胀预期、通胀实现、经济衰退、经济修复四个阶段。
第一阶段：通胀预期。关税影响下，通胀预期上升，存在“抢进口”，经济主体提前增加耐用品消费、资本开支，与此同时也会减少一些非必需品、服务消费。**第二阶段：通胀实现。**供应链压力增加，终端消费品价格带动物价上涨，中间品投入成本上升后续也会继续传导到终端消费品。**第三阶段：经济衰退。**通胀导致消费与资本开支下降，经济滞胀。**第四阶段：经济修复。**全球产业链重构，通胀下降，经济修复。

8月，关税对美国经济的影响或将逐步进入第二阶段。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%。7月以来美国公布的“对等关税2.0”没有明显高于4月2日公布的，加上股市上涨、金融条件改善，美国居民消费信心恢复，劳动力市场仍比较稳健。6月，美国失业率下降一个百分点至4.1%，继续低于自然失业率；零售和食品服务销售额季调环比增速从-0.87%上升至0.64%。7月25日，GDPNow预测二季度GDP季调环比折年率恢复至2.4%，上半年经济平均增速为1%左右。和GDP同比增速趋势一致的WEI经济指数二季度均值为2.3%，略低于一季度的2.4%。

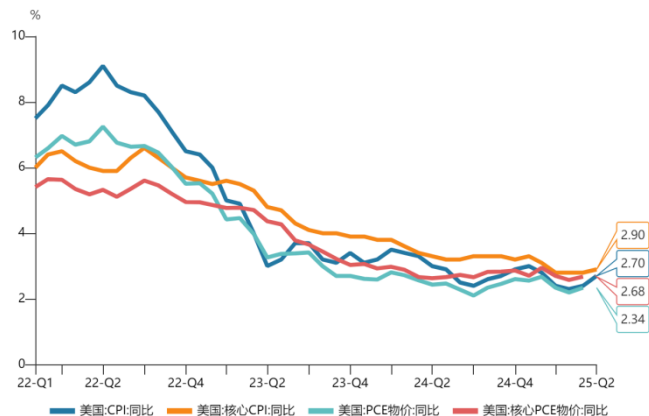
如果关税对美国的通胀开始显现，即使经济增速有所下滑，但只要不大幅低于潜在增速，产出缺口就不会大幅下降，失业率也只是小幅上升。此时，通胀上升的重要性将大于失业率小幅上升，美联储降息预期可能再次缩减。

图19： 美国就业市场仍很稳健



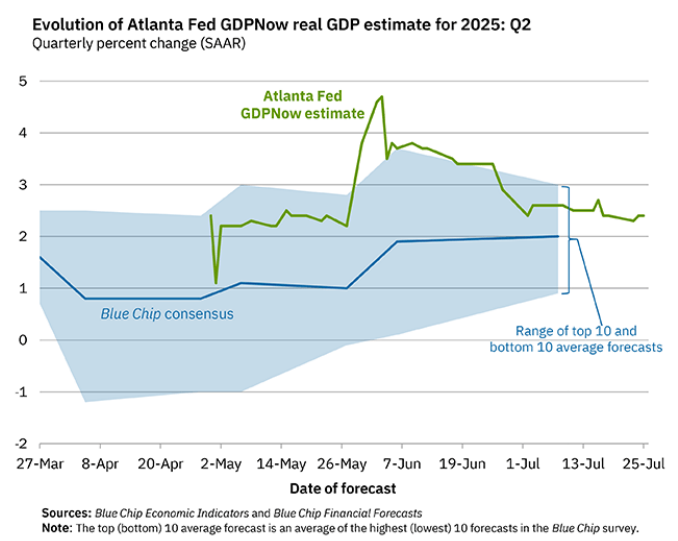
资料来源：Atlanta fed，诚通证券研究所

图20： 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

图21： 7月25日，GDPNow 预测二季度经济增速恢复至 2.5%



资料来源：Atlanta fed，诚通证券研究所

图22： 市场仍预期年内降息两次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	95.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	61.9%	35.5%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	30.5%	49.5%	18.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	20.1%	42.8%	29.7%	6.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	7.6%	28.1%	38.1%	21.5%	4.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.9%	17.7%	33.0%	30.0%	13.1%	2.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	7.9%	22.1%	32.1%	25.1%	9.9%	1.6%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.7%	4.9%	15.8%	27.7%	28.2%	16.6%	5.3%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.2%	8.9%	20.1%	27.9%	24.0%	12.5%	3.6%	0.4%
2026/9/16	0.1%	1.1%	4.9%	13.4%	23.3%	26.3%	19.4%	8.9%	2.3%	0.3%
2026/10/28	0.3%	1.7%	6.3%	15.0%	23.8%	25.2%	17.7%	7.9%	2.0%	0.2%
2026/12/9	0.5%	2.3%	7.5%	16.2%	24.0%	24.2%	16.3%	7.1%	1.8%	0.2%

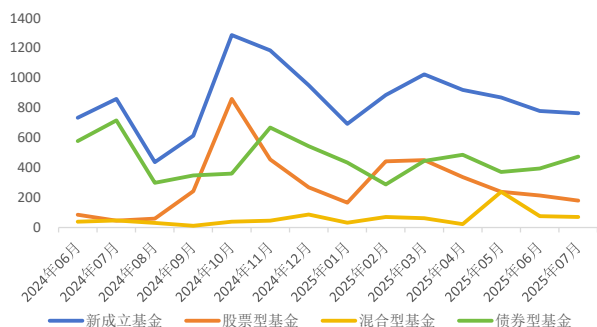
资料来源：CME Fedwatch，诚通证券研究所

3、微观流动性

7月新基金发行减少，主要股东资金净流出增加。微观流动性跟踪依然围绕两类主体、两个层面展开。所谓两类主体，是指一般法人、公募私募基金等国内机构。所谓两个层面，是指自有资金和杠杆资金，目前以场内杠杆也就是券商融资业务为主。

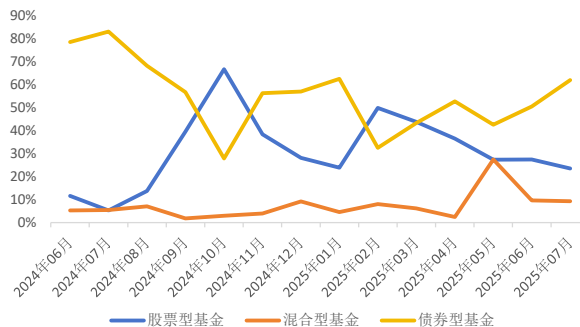
(1) 基金：7月新基金发行减少。截至7月26日，共有149只新基金宣告成立，募集总规模约764.1亿元，较去年同期减少96.5亿元。从新基金类型来看，包括81只股票型基金，募集规模合计为180.4亿元，较去年同期增加135.0亿元；29只混合型基金，募集规模合计为71.1亿元，较去年同期增加23.9亿元；32只债券型基金，募集规模合计为474.7亿元，较去年同期减少242.3亿元。相对去年同期而言，股票型基金、混合型基金发行规模上升，债券型基金发行规模回落。

图23：7月新基金发行额较6月小幅下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

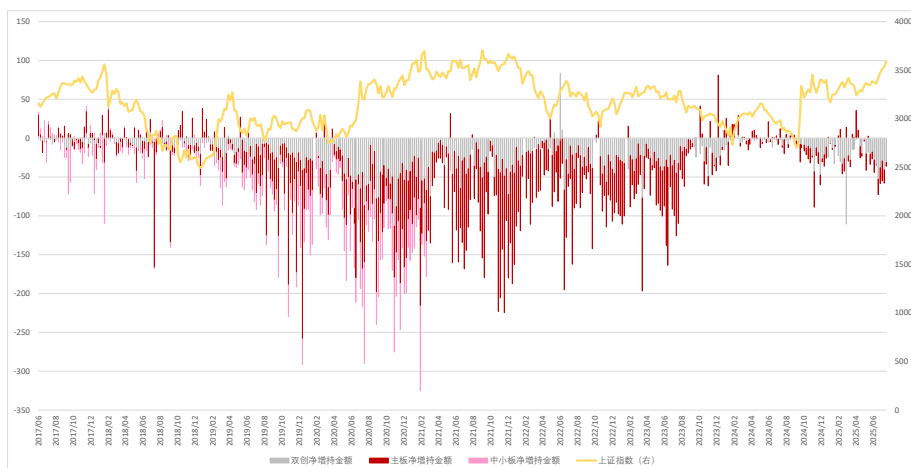
图24：股票型基金、混合型基金发行额占比下降，债券型基金发行额占比上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

(2) 主要股东资金：流出有所扩大。截至7月25日，7月主要股东资金净流出207.7亿元，6月净流出178.5亿元，5月净流出94.9亿元。

图25：7月主要股东资金净流出增加



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

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>