

宏观

6 月经济数据供需分化显著

2025 年 07 月 21 日

宏观周报（7 月第 3 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：上周市场放量上涨。**①基本面方面，6 月出口数据高于预期，5 月 12 日中美日内瓦会谈后，关税摩擦缓和，关税政策调整到订单变动到实际出口变动存在时滞，对美出口降幅大幅收窄，其他国家地区出口保持韧性。财政项目落地加速、信贷端投放约束减弱等带动 6 月金融数据超预期。但从 6 月经济数据来看，生产与其他分项出现断层分化，经季调后的投资、消费分项环比增速双双转负，供强于求的格局显著，与二季度实际-名义增速缺口上升，名义增速低迷表现一致。保持韧性的出口以及有所好转的金融数据对市场情绪有一定支撑，而由于上半年整体 GDP 达到 5.3%，全年目标基本无虞，6 月经济数据分化需求偏弱，形成一定利空出尽的效果。②政策方面，中央城市工作会议落地，整体未有超预期表述，房地产政策预期有所回落。
- 2) **固收：上周债市收益率小幅下行，曲线走陡。**①上周催化方面，税期走款等影响下资金面有一定的扰动，权益市场反弹也有一定压力，但央行买断式逆回购放量缓解流动性担忧，且经济数据结构较差，供需分化显著，名义增长低迷，仍然支撑债市情绪。②短期来看，经济偏弱利空已经落地，资金面月内难见进一步宽松，A 股行情持续走强可能触发理财赎回，利率进一步下行难度较大，久期观点中性；但中期来看，反内卷政策还处于预期阶段，上半年 GDP 增长较高财政政策加码可能性或有所弱化，内需仍然偏弱，基本面和货币政策仍然支撑债市中长期韧性。
- 3) **海外：美股上涨、美债利率震荡、美元指数上行、人民币贬值、黄金下跌、油价下跌。**①关税方面，美方与印尼、印度、日本、欧盟等都在推进谈判，此前由于关税威胁带来的风险偏好下滑有所缓解，美股小幅反弹。②基本面方面，美国 6 月 CPI 同比小幅超预期，通胀整体保持韧性，美国上周初请失业金人数减少 7000 人至 22.1 万人，连续第五周下降，降至 4 月中旬以来的最低水平，显示就业市场具有韧性，但 PPI 低于预期、白宫对美联储降息诉求持续，降息预期整体变化有限，美债利率小幅波动。
- 4) **上周事件：**6 月出口数据高于预期；6 月金融数据整体高于预期；6 月经济数据供需分化显著。
- 5) **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、 上周宏观事件分析 4

 2.1 6 月出口数据高于预期 4

 2.2 6 月金融数据整体高于预期 5

 2.3 6 月经济数据供需分化显著 6

三、 当周关注 9

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 出口同比增速对比..... 5

Figure 3 出口环比增速对比..... 5

Figure 4 社融分项..... 6

Figure 5 信贷分项..... 6

Figure 6 社融存量增速及规模..... 6

Figure 7 企业中长期贷款同比回升仍未转正..... 6

Figure 8 工业增加值季调环比多年对比..... 7

Figure 9 固定资产投资增速变动 (%) 8

Figure 10 房地产相关增速变动 (%) 8

Figure 11 社零季调环比多年对比..... 8

Figure 12 社零总量及分项增速变动 (%) 9

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 15463 亿元，环比放量 501 亿元。上证指数 0.69%，深证成指 2.04%，创业板指 3.17%，万得全 A 1.40%；沪深 300 1.09%，小市值指数 1.39%；恒生指数 2.84%，恒生科技指数 5.53%。板块上，通信、医药生物、汽车表现靠前，传媒、房地产、公用事业表现靠后。风格上，成长好于价值、小盘好于大盘。	1) 基本面方面，6 月出口数据高于预期，5 月 12 日中美日内瓦会谈后，关税摩擦缓和，关税政策调整到订单变动到实际出口变动存在时滞，对美出口降幅大幅收窄，其他国家地区出口保持韧性。财政项目落地加速、信贷端投放约束减弱等带动 6 月金融数据超预期。但从 6 月经济数据来看，生产与其他分项出现断层分化，经季调后的投资、消费分项环比增速双双转负，供强于求的格局显著，与二季度实际-名义增速缺口上升，名义增速低迷表现一致。保持韧性的出口以及有所好转的金融数据对市场情绪有一定支撑，而由于上半年整体 GDP 达到 5.3%，全年目标基本无虞，6 月经济数据分化需求偏弱，形成一定利空出尽的效果。2) 政策方面，中央城市工作会议落地，整体未有超预期表述，房地产政策预期有所回落。
固收	上周债市收益率曲线小幅走陡，走势偏震荡。全周 TL2509 下跌 0.04%，T2509 下跌 0.02%，TF2409 上涨 0.01%。现券来看，10 年国债活跃券下行 0.3BP，30 年国债活跃券下行 0.5BP，10 年国开活跃券下行 0.3BP，5 年国开下行 2BP，3 年国开下行 1.5BP，1 年国开下行 1.1BP。上周央行通过公开市场操作净投放了 12011 亿元流动性。央行在 7 月 15 日加量续做了买断式逆回购。本周央行公开市场到期规模较大，总计 20468 亿元，其中包括 17268 亿元的逆回购、2000 亿元的 MLF 和 1200 亿元的国库现金定存。	1) 上周催化方面，税期走款等影响下资金面有一定的扰动，权益市场反弹也有一定压力，但央行买断式逆回购放量缓解流动性担忧，且经济数据结构较差，供需分化显著，名义增长低迷，仍然支撑债市情绪。2) 短期来看，经济偏弱利空已经落地，资金面月内难见进一步宽松，A 股行情持续走强可能触发理财赎回，利率进一步下行难度较大，久期观点中性；但中期来看，反内卷政策还处于预期阶段，上半年 GDP 增长较高财政政策加码可能性或有所弱化，内需仍然偏弱，基本面和货币政策仍然支撑债市中长期韧性。
海外及其他	上周道指跌 0.07%，标普 500 指数涨 0.59%，纳指涨 1.51%。美债方面，10 年美债收益率保持 4.41%，2 年期美债收益率下行 2bp 至 3.86%。汇率方面，美元指数周涨 0.63%报 98.4914，离岸人民币兑美元跌 75 个基点报 7.1811。大宗方面，美油期货跌 3.54%，COMEX 黄金期货跌 0.25%。	1) 关税方面，美方与印尼、印度、日本、欧盟等都在推进谈判，此前由于关税威胁带来的风险偏好下滑有所缓解，美股小幅反弹。2) 基本面方面，美国 6 月 CPI 同比小幅超预期，通胀整体保持韧性，美国上周初请失业金人数减少 7000 人至 22.1 万人，连续第五周下降，降至 4 月中旬以来的最低水平，显示就业市场具有韧性，但 PPI 低于预期、白宫对美联储降息诉求持续，降息预期整体变化有限，美债利率小幅波动。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 6 月出口数据高于预期

事件：

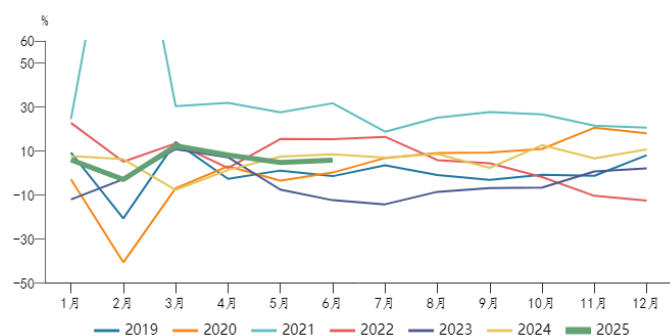
7 月 14 日，海关总署公布 6 月进出口数据，出口（以美元计价）同比 5.8%、预期 3.6%、前值 4.8%；进口（以美元计价）同比 1.1%、预期-0.6%、前值-3.4%。

点评：

6 月出口超预期，环比保持在季节性中枢，主要是对美出口降幅大幅收窄，其他国家地区出口保持韧性带动。具体而言，主要的线索包括：1) 5 月 12 日中美日内瓦会谈后，关税摩擦缓和，关税政策调整到订单变动到实际出口变动存在时滞，6 月高频出口数据中国对美国集装箱发船数量、船只吨位月均值同比读数相较 5 月边际回稳，6 月对美国出口 382 亿美元，环比上升 32.4%，同比降幅也由 5 月的-34.5%收窄至-16.1%，同比拉动由上月-5.1%上升至-2.4%，带动同比变动 2.7 个百分点，6 月出口弹性的主要变量。2) 关税缓和背景下，整体海外需求也边际有所改善，发达国家制造业 PMI 由 5 月的 50.0% 上升至 6 月的 50.5%。其中香港进一步发挥缓冲带作用，同比也由 5 月的 12% 扩大至 19%，同比拉动由上月 0.9% 上升至 1.5%。对东盟、日本出口显现边际韧性，同比均保持扩张。3) 劳动密集型产品出口边际改善幅度较为显著，体现边际上关税缓和的效果，手机、汽车、家具、玩具、灯具、塑料制品等边际改善幅度排名靠前。

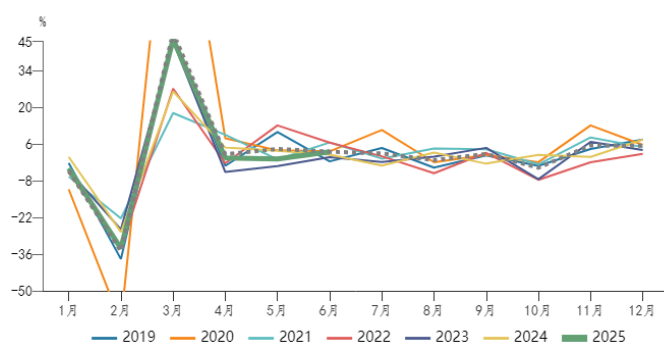
后续来看，7 月对美出口高频相关数据有所转弱，且美国补库动能减弱制约“抢进口”，量层面弹性进一步放大动能相对有限，但出口价格方面短期显现弹性，对出口维持韧性有一定支撑作用。

Figure 2 出口同比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 出口环比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 6 月金融数据整体高于预期

事件：

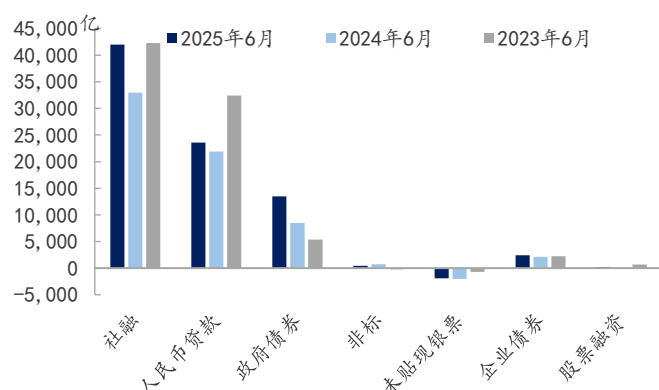
7 月 14 日，中国人民银行公布 6 月金融数据，新增信贷 22400 亿元，预期 18447 亿元，新增社融 41993 亿元，预期 37051 亿元；M2 同比 8.3%，预期 8.1%，前值 7.9%，M1 同比 4.6%，预期 2.6%，前值 2.3%。

点评：

6 月金融数据超预期主要是信贷端超预期带动，政府债同比多增以及企业债在融资利率下行下保持同比同增相对在预期内。信贷端的同比多增反映前期制约信贷需求的因素有所解除，一是 5 月 12 日中美日内瓦会谈后，关税不确定性有所下降，带动企业短期贷款反弹较为显著，二是化债置换影响和制约减少，在超长期特别国债发行、“两重”项目带动下企业中长期贷款同比反弹也较为明显，三是特别国债注资落地，叠加 6 月央行两次买断式逆回购、MLF 超量续作等操作为银行体系补充了中长期流动性，银行信贷投放约束减少。

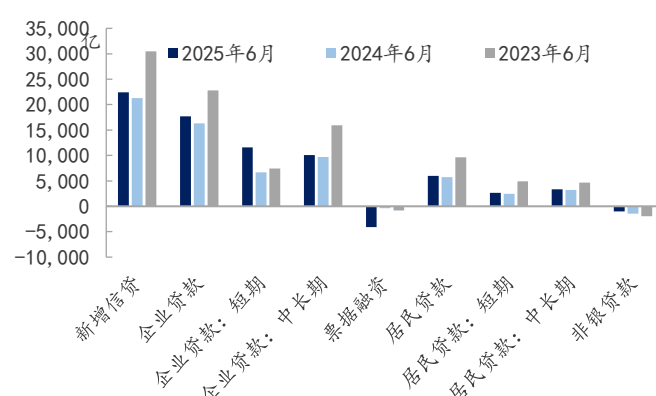
另外，财政项目落地带来融资偏强，财政存款减少活期账款回流增加，加上外贸企业在关税不确定性以及美元偏弱情况下保持偏高结汇规模，带动 M1 显著反弹。

Figure 4 社融分项



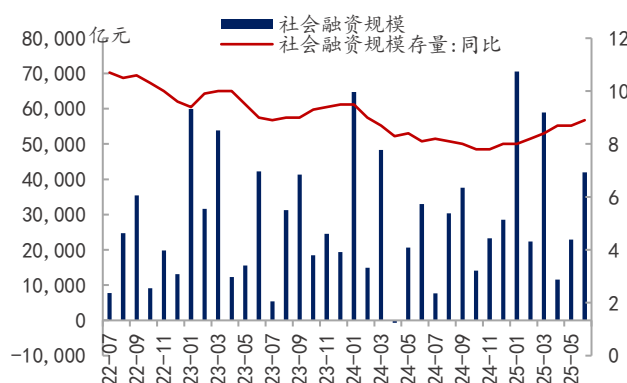
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 信贷分项



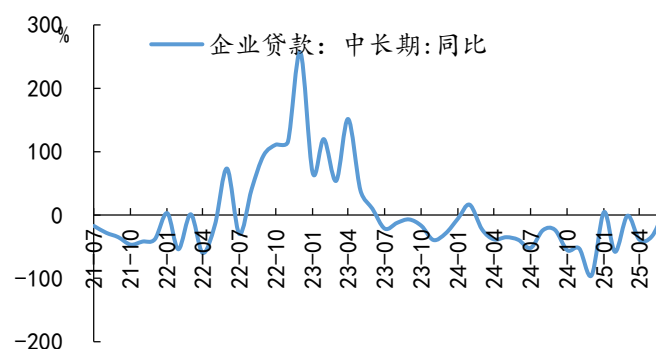
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 社融存量增速及规模



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 7 企业中长期贷款同比回升仍未转正



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.3 6 月经济数据供需分化显著

事件：

中国 6 月规模以上工业增加值同比增长 6.8%，预期增 5.5%，前值增 5.8%。

中国上半年固定资产投资（不含农户）同比增长 2.8%，预期增 3.7%，前值增 3.7%。

中国 1-6 月房地产开发投资 46658 亿元，同比下降 11.2%；新建商品房销售面积 45851 万平方米，同比下降 3.5%；房地产开发企业到位资金 50202 亿元，同比下降 6.2%。

中国 6 月社会消费品零售总额同比增长 4.8%，预期增 5.6%，前值增 6.4%。

二季度实际 GDP 同比增速为 5.2%，较预期基本持平。

点评：

1) 从二季度 GDP 视角，二季度实际 GDP 同比增速为 5.2%，名义 GDP 当

季同比增速为 3.94%，实际-名义增速缺口升至 1.26 个百分点，为近年来高值，名义增长持续低迷仍是现阶段经济基本面的核心问题。上半年实现 5.3% 的实际增长，全年目标增速达成难度相对较低，三季度政策预期有所减弱，三季度虽面临出口、制造业投资降速、商品消费弹性下滑等量层面的动能下行压力，但或在反内卷加码带动下，实现量减价增，带动名义增长上行。

2) 从 6 月边际数据来看，也呈现出相似视角，生产与其他分项出现断层，经季调后的投资、消费分项环比增速双双转负，供强于求的格局显著，也是名义增长低迷的核心。

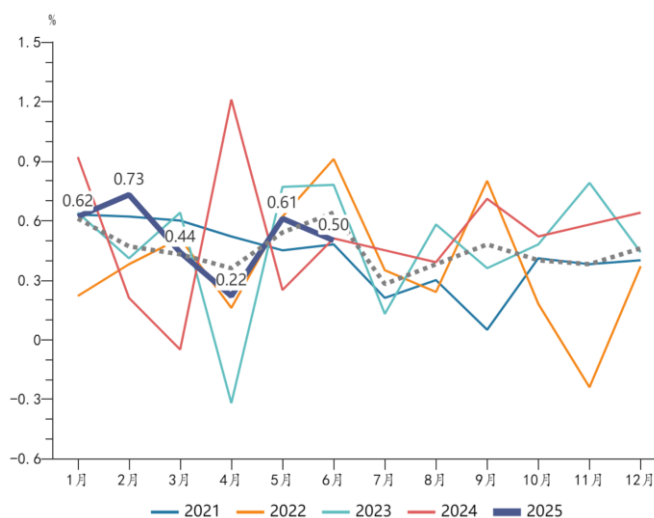
工业增加值当月同比增速为 6.8%，较上月加快 1 个百分点，显著高于预期。基建投资当月同比增速为 5.3%，较上月放缓 4 个百分点，主要还是地方主导基建降速较为显著，有赖于“两重”项目落地进一步带动。

制造业投资当月同比增速为 5.1%，较上月放缓 2.7 个百分点，开始反映反内卷约束投资、设备更新政策弹性减弱等线索。

房地产投资当月同比增速为-12.9%，跌幅环比走扩 0.9 个百分点，地产销售进一步弱化，地产价格下行趋势未止，拖累居民财富预期，对工业价格和消费都形成负向传导。

社零当月同比增速为 4.8%，较上月放缓 1.6 个百分点，6 月补贴受益型商品消费表现仍然突出，但部分品类如家电、通讯器材等增速回落也比较明显，补贴受益型消费或对其他类型消费形成挤出效应，以旧换新拉动强度减弱叠加 618 前置，带动社零增速回落明显。

Figure 8 工业增加值季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 固定资产投资增速变动 (%)

指标名称	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-06	2024-05
固定资产投资:当月同比	-0.15	2.74	3.54	4.30	4.10	2.11	2.29	3.40	3.40	2.01	3.55	3.29
固定资产投资:季调:环比	-0.12	0.33	0.37	-0.15	0.32	0.18	0.24	-0.05	0.65	0.09	0.89	0.21
基础设施建设:当月同比	5.33	9.25	9.57	12.58	9.95	7.42	9.74	10.03	17.50	6.19	10.18	3.78
基础设施建设(不含电力):当月同比	1.96	5.06	5.80	5.94	5.60	6.26	3.35	5.79	2.22	1.24	4.61	4.89
制造业投资:当月同比	5.06	7.79	8.23	9.18	9.00	8.35	9.30	10.03	9.74	7.95	9.26	9.37

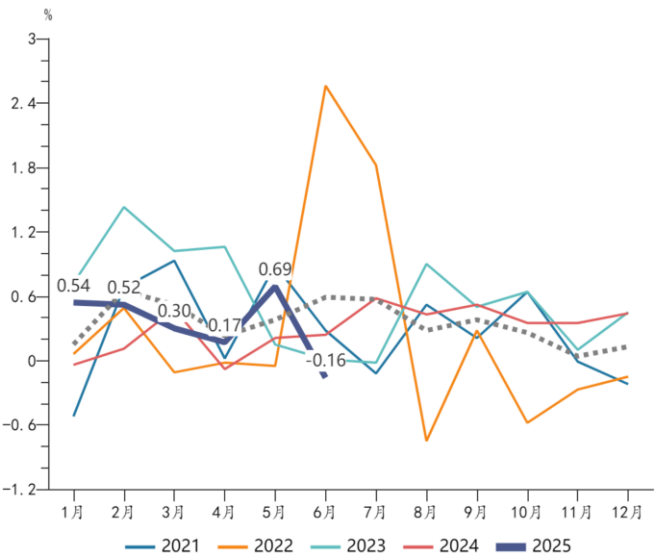
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 房地产相关增速变动 (%)

指标名称	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-06	2024-05
房地产开发投资:当月同比	-12.91	-11.97	-11.30	-10.02	-9.80	-13.63	-11.58	-12.32	-9.36	-10.20	-10.10	-11.15
房屋新开工面积:当月同比	-9.38	-19.23	-22.13	-18.16	-29.60	-23.00	-26.83	-26.69	-19.87	-16.74	-21.74	-22.73
房屋竣工面积:当月同比	-1.79	-19.53	-27.91	-11.52	-15.60	-30.53	-38.78	-20.12	-31.43	-36.59	-29.58	-18.39
房屋施工面积:累计同比	-9.10	-9.20	-9.70	-9.50	-9.10	-12.70	-12.70	-12.40	-12.20	-12.00	-12.00	-11.60
商品房销售面积:当月同比	-5.45	-3.30	-2.11	-0.89	-5.10	-0.37	3.21	-1.62	-10.97	-12.59	-14.38	-20.73
商品房销售额:当月同比	-10.79	-6.02	-6.70	-1.61	-2.60	2.46	1.05	-1.08	-16.25	-17.20	-14.15	-26.32
30大中城市:商品房成交面积:当月同比	-13.25	1.68	-10.80	3.52	-7.25	16.61	19.28	-32.59	-13.46	-16.34	8.68	-37.93

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 社零季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 社零总量及分项增速变动 (%)

消费	指标名称	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-06	2024-05
总量	社零总额:当月同比	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00	3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.00	3.70
	社零总额:季调:环比	-0.16	0.69	0.17	0.30	0.52	0.44	0.35	0.35	0.52	0.43	0.24	0.21
必选	粮油、食品类	8.70	14.60	14.00	13.80	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10	10.80	9.30
	饮料类	-4.40	0.10	2.90	4.40	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70	1.70	6.50
	烟酒类	-0.70	11.20	4.00	8.50	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10	5.20	7.70
	日用品类	7.80	8.00	7.60	8.80	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30	0.30	7.70
	中西药品类	-0.70	0.30	2.60	1.40	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30	4.50	4.30
	化妆品类	-2.30	4.40	7.20	1.10	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10	-14.60	18.70
可选	服装鞋帽针纺织品类	1.90	4.00	2.20	3.60	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60	-1.90	4.40
	金银珠宝类	6.10	21.80	25.30	10.60	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00	-3.70	-11.00
	体育、娱乐用品类	9.50	28.30	23.30	26.20	25.00	16.70	3.50	26.70	6.20	3.20	-1.50	20.20
	文化办公用品类	24.40	30.50	33.50	21.50	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90	-8.50	4.30
	通讯器材类	13.90	33.00	19.90	28.60	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80	2.90	16.60
	家具类	28.70	25.60	26.90	29.50	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70	1.10	4.80
地产相关	家用电器和音像器材类	32.40	53.00	38.80	35.10	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40	-7.60	12.90
	建筑及装潢材料类	1.00	5.80	9.70	-0.10	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70	-4.40	-4.50
汽车	汽车类	4.60	1.10	0.70	5.50	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30	-6.20	-4.40
石油	石油及制品类	-7.30	-7.00	-5.70	-1.90	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40	4.60	5.10
餐饮	餐饮	0.90	5.90	5.20	5.60	4.30	2.70	4.00	3.20	3.10	3.30	5.40	5.00

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
7 月 24 日（周四）	20:30 美国 7 月 19 日初请失业金人数:季调(人): 前值 221,000.00

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。