

宏观要闻

1. 国家统计局发布6月PMI数据，制造业采购经理指数（PMI）为49.7%，比上月上升0.2个百分点，非制造业商务活动指数为50.5%，比上月上升0.2个百分点。点评：49.7%的制造业PMI基本符合市场预期，虽然仍处于分界线下，但环比自4月份以来连续两个月回升，一方面体现5月中旬中美日内瓦会谈后关税缓和和对美出口的修复，另一方面则体现政策的支撑。结构上生产、新订单分项分别环比上升0.3、0.4个百分点至51.0%、50.2%，新订单重回扩张区间，但同时从业人员指数为47.9%，比上月下降0.2个百分点，显示企业内生增长动能仍待进一步改善。6月建筑业商务活动指数为52.8%，比上月上升1.8个百分点，或体现财政支出进一步加快；服务业商务活动指数为50.1%，比上月下降0.1个百分点，主要受五一、端午假期效应消退，航空运输业、水上运输业、道路运输业、住宿业等假期消费相关行业商务活动指数环比下降影响。

2. 中指研究院报告显示，1-6月，TOP100房企销售总额为18364.1亿元，同比下降11.8%，降幅较1-5月扩大1个百分点；6月单月，TOP100房企销售额同比下降18.5%，较5月单月降幅扩大1.2个百分点。点评：伴随9.24政策效果边际减弱，二季度以来房地产再度出现走弱迹象，后期房地产市场的进一步企稳仍需政策支持。

行业要闻

1. 上海有色网报道，据了解，为破除“内卷式”竞争，近日国内头部光伏玻璃企业计划自7月开始集体减产30%，此外部分玻璃企业堵口计划开始增多，预计后续国内光伏玻璃供应量将快速下滑，国内供需失衡的状况将获得改善，预计7月国内玻璃产量将下降至45GW左右。点评：光伏行业供给端逐步限产减产，行业供需格局有望持续改善，关注光伏相关方向的机会。

2. 特斯拉宣布首批V4超级充电桩正式投入使用，覆盖上海、甘肃、浙江、重庆等地服务区。该批充电桩具备防雨防水等六重安全保护机制，并首次向非特斯拉品牌车辆开放。点评：特斯拉新一代超级充电桩逐步投入使用，充电效率有望大幅提升，充电共享也将助推电动汽车销量持续提升，关注超级充电桩相关方向的机会。

3. 马斯克旗下脑机接口公司Neuralink发布了一段长达一小时的视频，展示了他们最新的研究成果及产品发展方向。Neuralink的受试者增至7人，未来有可能通过Neuralink来完全控制Optimus的身体。点评：脑机接口被誉为“21世纪最具颠覆性的技术”。2023-2024年，全球脑机接口领域迎来关键突破：Neuralink获得FDA批准开展人体临床试验，中国“北脑一号”完成首例无线植入手术，Meta公布非侵入式腕带脑机交互原型。这些里程碑事件标志着脑机接口技术正从实验室快速走向商业化应用。中国市场迎来高速增长，存在较大上升空间，关注脑机接口。

4. 蚂蚁集团近日发布AI健康应用AQ，提供健康科普、就诊咨询、报告解读、健康档案等上百项AI功能，连接全国超5000家医院、近百万医生。点评：AI在医疗大模型、医学影像、医学检验等领域不断有技术和产品的加速落地。随着AI的不断演进，预期其在医疗领域将更好弥补人力局限、不断突破技术边界，最终实现医疗的“精准化、高效化、普惠化”。

海外观点

高盛发布境内机构客户访谈纪要。今年以来宏观数据表现比此前预期更为韧性，尽管出口与国内需求之间存在显著分化，且中国在与美国进行的贸易谈判中似乎展现出一定议价能力。总体而言，受访者认为今年上半年出口和制造业投资表现优于市场预期，而房地产市场和价格通胀则弱于预期。他们认同上半年强劲的实际GDP增长可能降低短期内实施重大政策刺激的紧迫性，因为中国的宽松政策模式是“反应性”而非“预防性”，尽管下半年仍需进一步财政扩张以帮助稳定增长、缓解部分工业部门的通缩压力并提振市场信心。

在中美贸易谈判截止日期临近（中国为8月12日，其他国家为7月9日）之际，境内客户对潜在结果似乎缺乏信心。尽管不太可能回归4月极端情景，但他们认为，如果美中达成任何协议，其复杂程度将超过2020年初签署的第一阶段协议，且由于涉及许多非贸易相关问题（如稀土、半导体、地缘政治问题以及与芬太尼控制相关的执法问题），可能不会很快达成。机构客户反馈显示，他们对高盛关于当前美国对华有效关税水平（约39%）可能维持至今年年底的假设并无太大异议，尽管高盛承认风险是双向的。

尽管境内客户不认为中国2024年及2025年初的强劲出口可持续，但他们认为出口在下半年甚至更长时间内可能比预期更具韧性。他们认同中国房地产行业和生产者价格指数（PPI）通缩问题没有快速解决之道——尽管两者的下行空间似乎比之前更小，但要实现重大改善仍需投入更多政策努力和时间。部分客户指出，长假期间旅游人数和客流量稳健，但北京和上海的高端餐饮场所价格低迷且门可罗雀，这反映出消费降级趋势仍在持续。他们对近期汽车行业“价格战”的影响、美团与京东之间的竞争加剧、官方餐食的新“禁酒令”，以及部分地区（如江苏和重庆）消费品以旧换新计划的资金短缺表示更多担忧。在基准情景下，高盛假设一线城市（而非全国范围）房价将于2026年下半年企稳，且PPI同比通胀将于2027年转正。

受访境内客户对下半年国内同比实际GDP增长放缓是否足以触发政策对冲缺乏信心，并指出其他可能触发的因素包括：美中紧张局势的迅速升级、青年失业率的急剧上升、房价下跌和信贷风险增加，以及耐用品销售同比增速的急剧下降（由于9月以后的不利基数效应和消费品以旧换新计划偶尔出现的资金短缺）。客户提到，今年剩余时间内，一些潜在的促进增长和市场友好的政策措施可能尚未被充分定价，包括推出针对多子女家庭的长期全国性财政补贴、向受关税影响的企业和家庭提供更多转移支付、进一步完善社会安全网，以及今年晚些时候为消费品以旧换新和设备升级计划提供额外预算外资金。

与两个月前相比，境内客户对美国政府债务可持续性表现出更多担忧，并预期美元将进一步贬值，因对美国例外主义的信心减弱、财政政策过于宽松，以及政府融资成本可能在较长时间内保持高位。因此，他们认同高盛对人民币兑美元进一步升值的预测（3/6/12个月分别为7.1/7.0/6.9）。在5月中国人民银行实施“双降”政策后，境内客户预期将进一步实施货币宽松政策，但他们认为宽松步伐将较为温和，并认为财政扩张比货币宽松更重要，以提振中国经济。大多数境内客户预计中国利率将保持低位更长时间，且中美利差将保持较大。

境内外投资者观点存在差异，境外投资者更关注即将召开的7月中央政治局会议可能释放的信号，以及中国政策制定者如何通过调整经济结构向消费领域倾斜，而境内投资者则更重视稳定房地产市场、缓解PPI通缩、重建市场信心以及提升地方执行政策激励措施的政策举措。不过，无论是境内还是境外投资者都认为中国股市和人民币（对美元）存在更多上行空间而非下行风险，认为任何重大价格波动都需要宏观催化剂，并视第三季度为中国市场的重要窗口期（例如贸易谈判截止日期、第二季度GDP数据、7月政治局会议，以及可能更多关于中共四中全会和第十五个五年规划的市场讨论）。

利率汇率

图 1：10 年期国债收益率走势（中证），最新值 1.653，变动 0.81BP



数据来源：Wind，银泰证券研究所

图 2：DR007 走势，最新值 1.916，变动 21.91BP

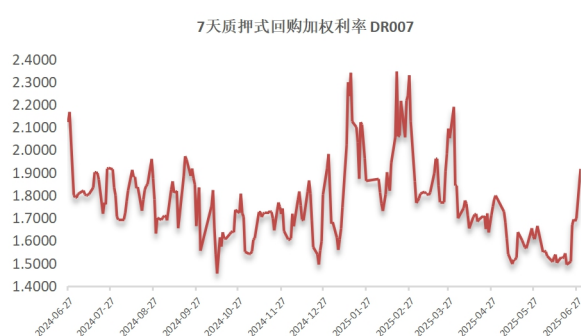


图 3：USDCNH 走势，最新值 7.1575，涨幅-0.21%



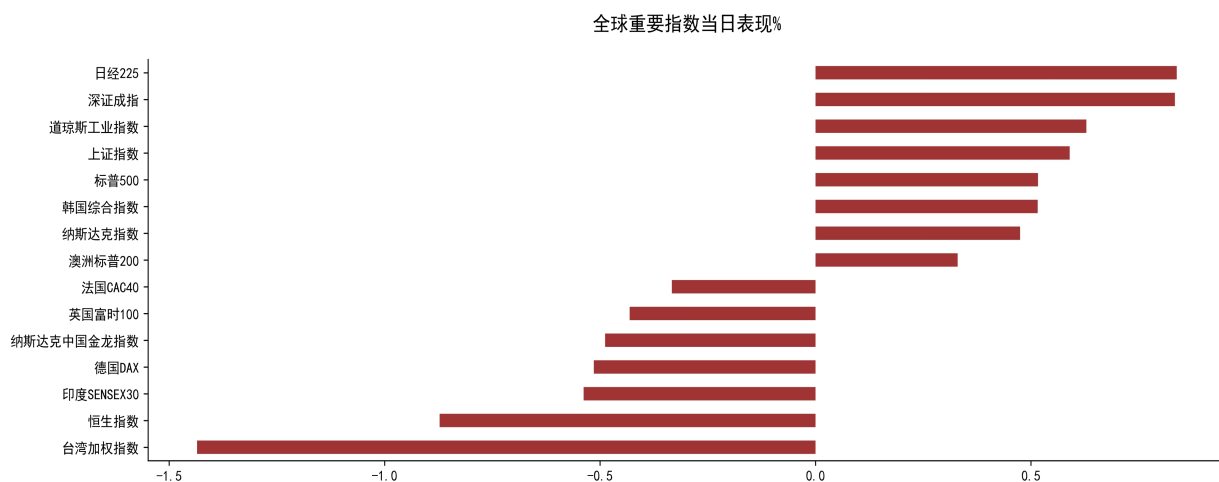
数据来源：Wind，银泰证券研究所

图 4：美元指数走势，最新值 96.77，涨幅-0.50%



全球重要市场

图 5：全球重要股市指数表现



数据来源：Wind，银泰证券研究所

A 股市场

图 6：A 股市场概览

二级市场速览 (更新时间: 2025-06-30)

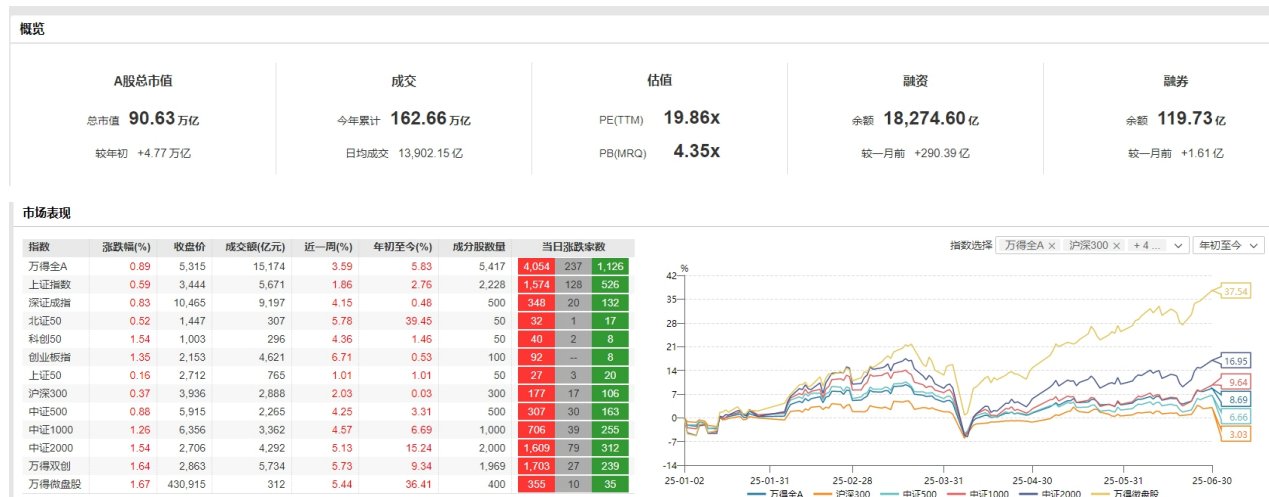
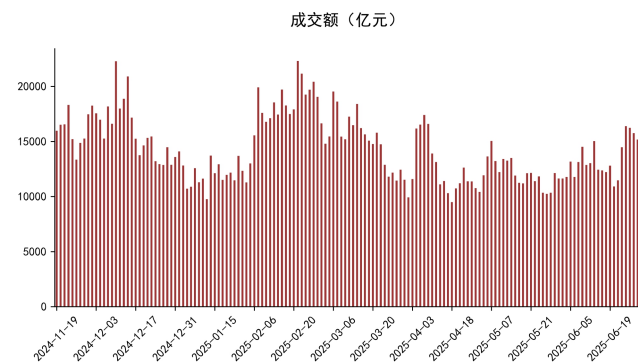


图 7：近 6 个月市场成交额变化，最新值为 15174 亿元



数据来源：Wind，银泰证券研究所

图 8：近 6 个月换手率变化，最新值为 3.46%

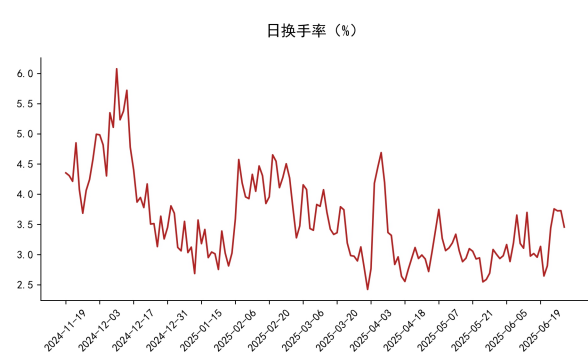
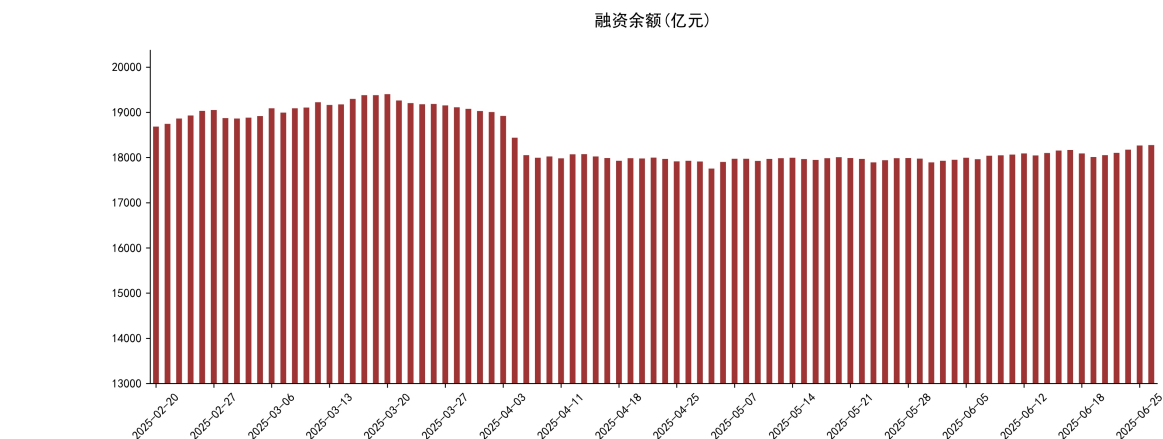


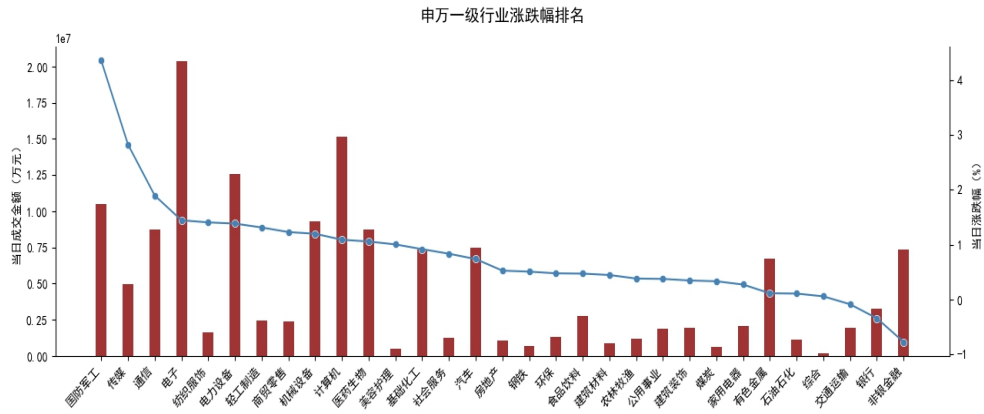
图 9：近 3 个月融资余额变化，最新值为 18275 亿元（数据截至 2025/6/27）



数据来源：Wind，银泰证券研究所

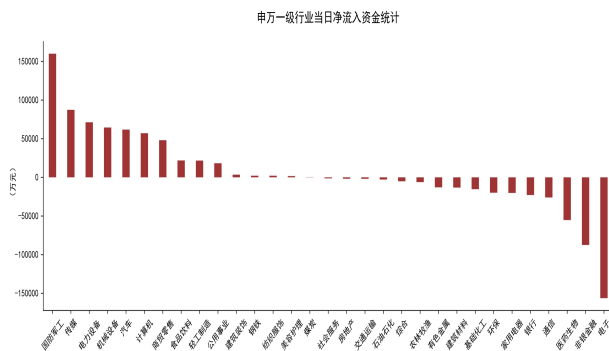
行业表现

图 10：涨幅前三的行业是国防军工、传媒和通信



数据来源：Wind，银泰证券研究所

图 11：当日资金净流入前三行业为国防军工、传媒和电力设备



数据来源：Wind，银泰证券研究所

图 12：尾盘资金净流入前三行业为通信、电子和国防军工

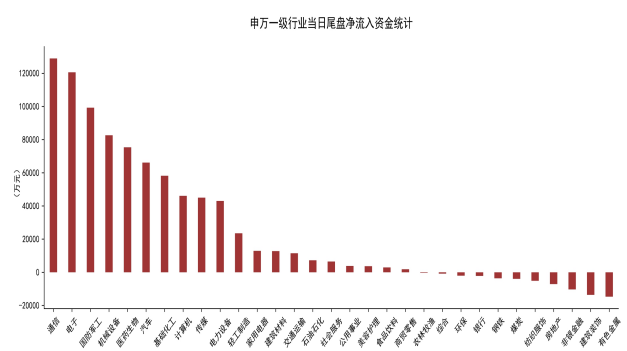


图 13：重点板块成交额占比变化

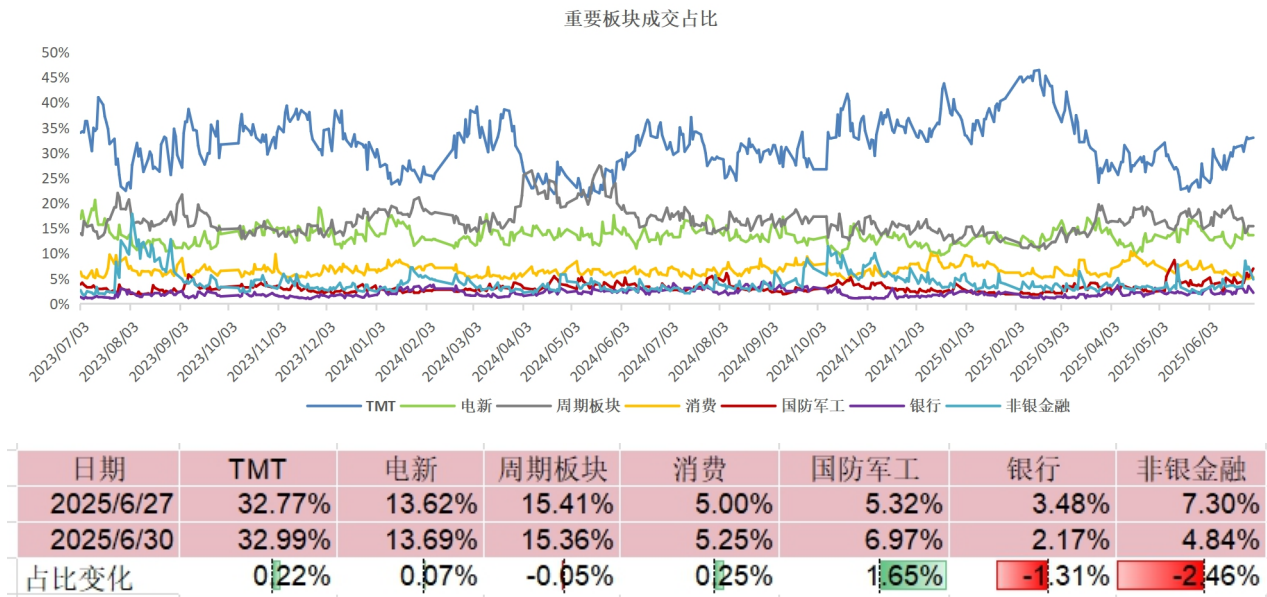
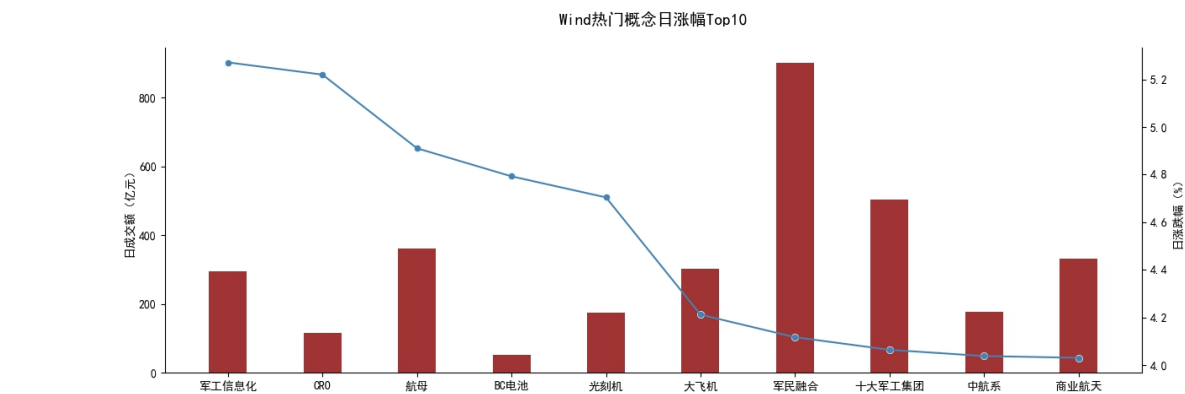


图 14：热门概念表现



风险提示

- 1、政策力度不及预期；
- 2、房地产市场调整超预期；
- 3、中美紧张关系升温。

信息披露

研究员介绍

分析师：陈建华 执业证书编号：S1470512090001

研究员承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位研究员，在此申明，本报告清晰、准确也反映了研究员本人的研究观点。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。

投资评级定义

以报告日起6 个月内，个股相对同期市场基准（沪深300 指数）的表现为标准：

推荐：个股涨幅超基准指数10%以上

谨慎推荐：个股涨幅超基准指数5-10%之间

中性：个股涨幅相对基准指数表现具有较大不确定性

减持：个股涨幅弱于基准指数5%-10%之间

卖出：个股涨幅弱于基准指数10%以上

免责条款

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我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。我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。

本报告仅向特定客户传送，版权归银泰证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。