

宏观

政策预期抬升带动风险偏好上扬

2025 年 07 月 14 日

宏观周报（7 月第 2 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@csc.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关税方面，美国宣布将关税暂缓期延长至 8 月 1 日，短期不确定性减弱，降低关税突然大幅上调的风险，带动亚太股市情绪回暖。②基本面方面，CPI 小幅好于预期，核心的支撑点在于，食品价格降幅小于季节性、油价、金价上涨带动、促消费政策刺激下国内需求持续释放带动。PPI 显著低于预期，主要的拖累在于，中下游制造行业受到关税不确定性、618 促销、部分行业产能利用率偏低等影响，价格下滑比较明显，固定资产投资开工偏弱，国内部分原材料制造业价格季节性下行较为明显等。但汽车制造业价格回升，显示前期反内卷成效。③政策方面，当前对 7 月政治局会议政策预期不高，主要以结构性政策为主，但房地产政策预期抬升，带动市场情绪上扬。
- 2) **固收：上周债市收益率上行。**①上周催化方面，一方面，短期资金利率似到阶段底部压制债市情绪，另一方面，地产政策预期抬升，关税不确定性短期有所减弱，风险偏好有所抬升，股债跷跷板下压制债市情绪。②短期来看，预计本周公布的经济数据读数韧性相对较强，而且资金面月内难见进一步宽松，利率进一步下行难度较大，久期观点中性；但中期来看，无论是反内卷还是房地产政策，当前都还处于预期阶段，债市低利率环境的改变需看到反内卷政策的落地和财政政策的加码，基本面和货币政策仍然支撑债市中长期韧性。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率上行、美元指数上行、人民币贬值、黄金上涨、油价上涨。**①美国宣布将关税暂缓期延长至 8 月 1 日，短期，短期减弱了关税不确定性的担忧，但随后美国陆续对其他国家发布加征高关税的信函，比如加拿大进口商品征收 35%、对巴西商品征收 50% 关税，以及自 8 月 1 日起对铜征收 50% 的关税再度点燃市场对通胀、贸易紧张局势升级和全球经济放缓的担忧，带动美股下跌、美债收益率上行。②降息预期方面，美联储公布的最新 6 月会议纪要显示，官员们对利率前景的分歧日益显现，主要源于他们对关税可能如何影响通胀的预期不同。特朗普再次要求美联储主席鲍威尔辞职，指责其错误判断通胀形势并拒绝降息。目前市场以 9 月、12 月降息两次为中性预期。
- 4) **上周事件：**6 月通胀数据分化显著，PPI 压力较大。
- 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 月通胀数据分化显著，PPI 压力较大..... 4

三、 当周关注 5

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 CPI 环比边际变化 5

Figure 3 PPI 环比边际变化 5

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 14962 亿元，环比放量 547 亿元。上证指数 1.09%，深证成指 1.78%，创业板指 2.36%，万得全 A 1.71%；沪深 300 0.82%，小市值指数 2.40%；恒生指数 0.93%，恒生科技指数 0.62%。板块上，房地产、钢铁、非银金融表现靠前，煤炭、银行、汽车表现靠后。风格上，成长好于价值、小盘好于大盘。	1) 关税方面，美国宣布将关税暂缓期延长至 8 月 1 日，短期不确定性减弱，降低关税突然大幅上调的风险，带动亚太股市情绪回暖。2) 基本面方面，CPI 小幅好于预期，核心的支撑点在于，食品价格降幅小于季节性、油价、金价上涨带动、促消费政策刺激下国内需求持续释放带动。PPI 显著低于预期，主要的拖累在于，中下游制造业受到关税不确定性、618 促销、部分行业产能利用率偏低等影响，价格下滑比较明显，固定资产投资开工偏弱，国内部分原材料制造业价格季节性下行较为明显等。但汽车制造业价格回升，显示前期反内卷成效。3) 政策方面，当前对 7 月政治局会议政策预期不高，主要以结构性政策为主，但房地产政策预期抬升，带动市场情绪上扬。
固收	上周债市下跌，收益率整体上行。全周 T2509 下跌 0.26%，TL2509 下跌 0.49%，TF2509 下跌 0.24%。现券来看，10 年国债活跃券上行 2.2bp，30 年国债活跃券上行 2.3bp，10 年国开上行 2.35bp，5 年国开上行 4.75bp，3 年国开上行 4.75bp，1 年国开下行 4.25bp。 上周央行公开市场共开展 4257 亿元 7 天期逆回购操作，公开市场净回笼 2265 亿元。本周央行公开市场将有 4257 亿元逆回购到期，7 月 15 日(周二)将有 1000 亿元 MLF 到期。	1) 上周催化方面，一方面，短期资金利率似到阶段底部压制债市情绪，另一方面，地产政策预期抬升，关税不确定性短期有所减弱，风险偏好有所抬升，股债跷跷板下压制债市情绪。2) 短期来看，预计本周公布的经济数据读数韧性相对较强，而且资金面月内难见进一步宽松，利率进一步下行难度较大，久期观点中性；但中期来看，无论是反内卷还是房地产政策，当前都还处于预期阶段，债市低利率环境的改变需看到反内卷政策的落地和财政政策的加码，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 1.02%，标普 500 指数跌 0.31%，纳指跌 0.08%。美债方面，10 年美债收益率上行 7bp 至 4.41%，2 年期美债收益率上行 1bp 至 3.89%。汇率方面，美元指数周涨 0.91%报 97.8670，离岸人民币兑美元跌 90 个基点报 7.1736。大宗方面，美油期货涨 2.61%，COMEX 黄金期货涨 0.82%。	1) 美国宣布将关税暂缓期延长至 8 月 1 日，短期，短期减弱了关税不确定性的担忧，但随后美国陆续对其他国家发布加征高关税的信函，比如加拿大进口商品征收 35%、对巴西商品征收 50% 关税，以及自 8 月 1 日起对铜征收 50% 的关税再度点燃市场对通胀、贸易紧张局势升级和全球经济放缓的担忧，带动美股下跌、美债收益率上行。2) 降息预期方面，美联储公布的最新 6 月会议纪要显示，官员们对利率前景的分歧日益显现，主要源于他们对关税可能如何影响通胀的预期不同。特朗普再次要求美联储主席鲍威尔辞职，指责其错误判断通胀形势并拒绝降息。目前市场以 9 月、12 月降息两次为中性预期。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 6 月通胀数据分化显著，PPI 压力较大

事件：

7 月 9 日，国家统计局公布 6 月通胀数据，CPI 同比 0.1%、前值-0.1%、预期 0%、环比-0.1%；PPI 同比-3.6%、前值-3.3%、预期-3.2%、环比-0.4%。

点评：

CPI 同比由上月下降转为上涨 0.1%；环比下降 0.1%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比继续回升，上涨 0.7%。CPI 小幅好于预期，核心的支撑点在于：1) 食品价格降幅小于季节性。受高温、降雨较常年同期偏多影响，食品价格环比下降 0.4%，降幅小于季节性水平 0.5 个百分点。2) 受国际油价变动影响，汽油价格环比由上月下降 3.8% 转为上涨 0.4%，带动能源价格由上月下降 1.7% 转为上涨 0.1%。3) 扣除能源的工业消费品价格环比上涨 0.1%，其中受金价处于高位替代需求增加影响，铂金饰品价格上涨 12.6%，为近 10 年月环比最大涨幅。另外，促消费政策刺激下国内需求持续释放，文娱耐用消费品、家用纺织品和家用器具价格同比分别上涨 2.0%、2.0% 和 1.0%；汽车价格降幅逐步收窄，燃油小汽车和新能源小汽车价格本月同比分别下降 3.4% 和 2.5%。4) 服务价格稳中有涨。其中，毕业季房屋租赁需求有所增加，房租价格上涨 0.1%。值得注意的偏弱板块包括：1) “618”背景下，衣着类价格环比由升转降，对核心 CPI 支撑弱化。2) 酒类价格环比-0.3%，是连续第二个月环比降价。

后续来看，CPI 由降转涨，后续政策提振服务消费的重视度提高，对 CPI 也有稳定作用，猪肉价格 6 月 26 日之后出现一轮较集中上行，应会对 7 月 CPI 有一定带动，后续担忧相对较弱。

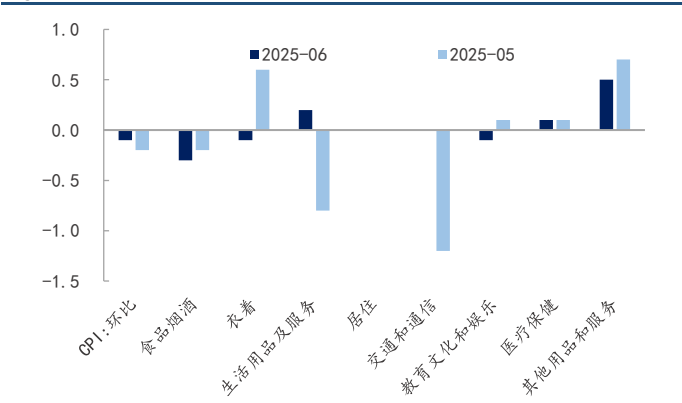
PPI 环比下降 0.4%，降幅与上月相同，同比下降 3.6%，降幅比上月扩大 0.3 个百分点。PPI 显著低于预期，主要的拖累因素包括：1) 中下游制造行业受到关税不确定性、618 促销、部分行业产能利用率偏低等影响，价格下滑比较明显，并且高频数据预测对这部分涵盖性较低。计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 0.4%，电气机械和器材制造业价格下降 0.2%，纺织业价格下降 0.2%。2) 国内部分原材料制造业价格季节性下行。夏季高温雨水天气增多，影响部分房地产、基建项目施工进度，叠加钢材、水泥等供给相对充足，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.8%，非金属矿物制品业价格下降 1.4%，合计影响 PPI 环比下降约 0.18 个百分点。3) 另外绿电增加带动能源价格下降电力热力生产和供应业价格下降 0.9%，煤炭加工价格下降

5.5%，煤炭开采和洗选业价格下降 3.4%。上述 3 个行业合计影响 PPI 环比下降约 0.15 个百分点。

PPI 里面的积极线索则是 6 月汽车制造行业 PPI 环比上涨 0.2%，较 5 月继续回升 0.2 个百分点，反映汽车反内卷成效，汽柴油车整车制造、新能源车整车制造价格环比分别上涨 0.5%和 0.3%，同比降幅比上月分别收窄 1.9 个和 0.4 个百分点。

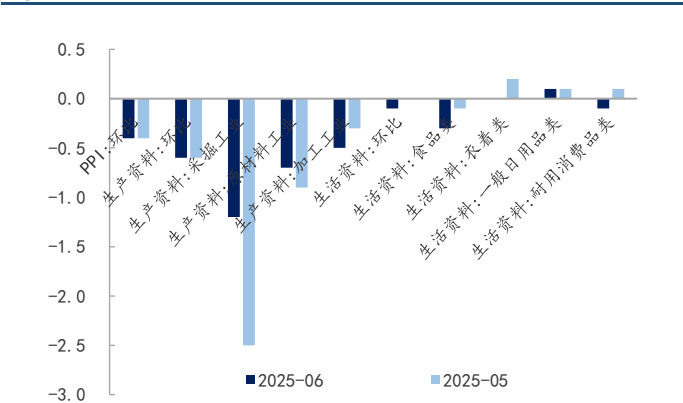
后续来看，PPI 后续关注线索主要是“两重”项目落地是否能推动地方开工加速，带动建筑端原材料需求，另外就是反内卷推进和成效对 PPI 中下游行业的带动。

Figure 2 CPI 环比边际变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PPI 环比边际变化



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 14 日（周一）	待定中国 6 月出口金额:当月同比(%): 前值 4.80，预期 3.60 待定中国 6 月进口金额:当月同比(%): 前值-3.40，预期-0.58
7 月 15 日（周二）	10:00 中国 6 月固定资产投资:累计同比(%): 前值 3.70，预期 3.74 10:00 中国 6 月社会消费品零售总额:当月同比(%): 前值 6.40，预期 5.52 10:00 中国 6 月工业增加值:当月同比(%): 前值 5.80，预期 5.49 10:00 中国 第二季度 GDP:当季同比(%): 前值 5.40，预期 5.17 20:30 美国 6 月 CPI:季调:同比(%): 前值 2.40 20:30 美国 6 月核心 CPI:季调:同比(%): 前值 2.80
7 月 17 日（周四）	20:30 美国 6 月零售销售:同比(%): 前值 3.29

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。