

金融市场分析周报

(2025.06.30-2025.07.04)

报告摘要

- **PMI：延续小幅回升，但内生动能仍然偏弱。**6 月份中国制造业 PMI49.7%，比上月回升 0.2 个百分点，购进价格回升 1.5PCTS 至 48.4%，就业回落 0.2PCTS 至 47.9%，产成品库存回升 1.6PCTS 至 48.1%。6 月 PMI 非制造业经营活动状况 50.5%，环比增加 0.2PCTS；新订单回升 0.5PCTS 至 46.6%，投入价格回升 1.7PCTS 至 49.9%，收费价格回升 1.5PCTS 至 48.8%，就业与上月持平。6 月份中国综合 PMI 产出指数 50.7%，比上月上升 0.3 个百分点。
- **资金面分析：跨季结束央行大额净回笼；下周仍为季初，预计资金面延续平稳态势。**本周央行公开市场共开展了 6522 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 20275 亿元逆回购到期，本周央行公开市场净回笼 13753 亿元。跨季结束央行转为净回笼，资金面维持平衡宽松态势。下周为 7 月份第二周，季初资金面面临的季节性冲击相对有限。本月税期为下下周，下周资金面受税期因素影响的程度预计不大。下周政府债净融资规模环比上行，但仍位于相对偏低位置，结合季初资金面情况，对于资金面的扰动较小。本周跨季后央行大幅净回笼，下周逆回购到期额环比回落，预计央行仍维持净回笼操作。
- **利率债：债券市场低位震荡，久期策略尽显。**本周债市窄幅波动，国债收益率普遍下行，国开债收益率短端上行，长端下行。当前经济内生融资需求偏弱，地产、消费等内需拖累初现苗头。在流动性偏松的环境，市场对关税逐步钝化，交易盘久期大幅上行，大行持续买入各个期限的债券。中美谈判进展、中东地缘冲突等宏观事件影响有所减弱，债市无大幅调整基础，市场关注的核心是资金面。后续关注年中重要会议和央

主要数据

上证指数	3497.4753
沪深 300	3998.4527
深证成指	10588.3948

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

行态度变化，以及银行负债端压力缓解和流动性压力减弱导致减持存单等资产最终带动短端向下突破。

- **权益市场:**本周市场多数上涨, 金融风格表现较强。上证指数(1.40%)、深证成指(1.25%)、沪深300(1.54%)、创业板指(1.50%)、中证500(0.81%)、中证1000(0.56%), 均表现较强, 科创50(-0.35%)表现较弱。行业风格上, 金融风格表现较强, 上涨1.86%。分行业来看, 申万一级行业中钢铁、建筑材料、银行表现较强, 分别上涨5.06%、3.96%、3.77%; 计算机、非银金融、美容护理表现较弱, 分别下跌1.28%、0.72%、0.55%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交金额为14413.96亿元, 较上周减少452.78亿元。展望未来, 美国“大而美”法案落地, 弱美元周期进程提速, 预计全球资本将逃逸至新的避风港。当前中国正在稳步推动经济转型, 中国资产有望承接全球资本, A股经济转型牛主升浪渐进。结构上, 市场短期或将延续“高低切”, 建议关注有基本面支撑、相对低位的科技和军工板块的轮动机会。此前热门行业拥挤度较为健康后, 可再度切换回哑铃策略。

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

一、 本周重点经济	4
1.1 PMI 延续小幅回升，但内生动能仍然偏弱	4
1.2 一周要闻	4
二、 固定收益市场分析	5
2.1 资金面分析：跨季结束央行大额净回笼；下周仍为季初，预计资金面延续平稳态势	5
2.2 利率债走势分析：长债成交占比上升，呈现震荡偏强格局	6
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比回升；信用债收益率整体下行	7
三、 主要资产价格分析	8
3.1 权益市场分析：弱美元周期进程提速，经济转型牛主升浪渐进	9

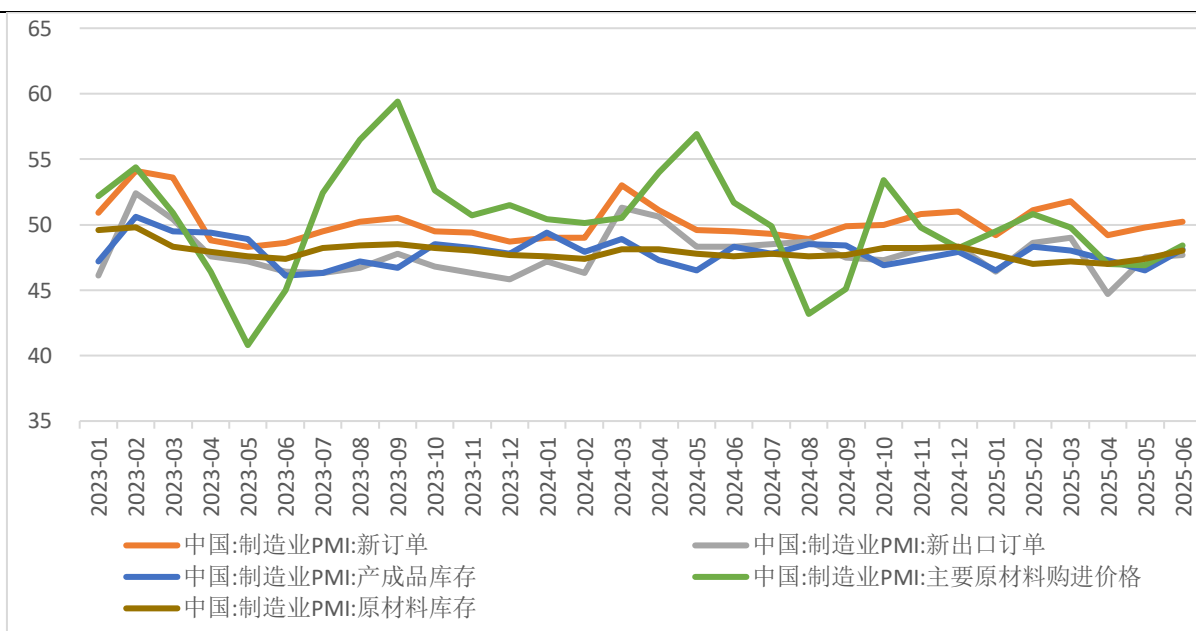
一、 本周重点经济

1.1 PMI 延续小幅回升，但内生动能仍然偏弱

6 月份中国制造业 PMI 49.7%，比上月回升 0.2 个百分点，购进价格回升 1.5PCTS 至 48.4%，就业回落 0.2PCTS 至 47.9%，产成品库存回升 1.6PCTS 至 48.1%。6 月 PMI 非制造业经营活动状况 50.5%，环比增加 0.2PCTS；新订单回升 0.5PCTS 至 46.6%，投入价格回升 1.7PCTS 至 49.9%，收费价格回升 1.5PCTS 至 48.8%，就业与上月持平。6 月份中国综合 PMI 产出指数 50.7%，比上月上升 0.3PCTS。

6 月份制造业 PMI 指数小幅回升，主因制造业供需两端均有改善。同时应注意到，从季节性角度，6 月制造业 PMI 并不算强。2015 年到 2024 年的 10 年间，6 月制造业 PMI 的均值和中位数分别是 50.3% 和 50.2%，结合 6 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数仍在下降，反映需求不足的企业占比仍在扩大，市场引导的需求收缩对制造业生产投资的制约仍然突出。6 月非制造业商务活动指数较上月上升，继续保持在 50% 以上的平稳扩张区间。其中，投资相关建筑活动有所趋升，建筑业商务活动指数升至 52% 以上，环比升幅近 2 个百分点。金融业商务活动指数和新订单指数较上月上升，均升至 60% 以上，金融支持实体经济作用继续增强。

图 1：PMI 延续小幅回升，但内生动能仍然偏弱。



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

1) 国家统计局公布 6 月份 PMI 数据。6 月份我国制造业、非制造业和综合 PMI 分别为 49.7%、50.5% 和 50.7%，比上月上升 0.2、0.2 和 0.3 个百分点，三大指数均有所回升。装备制造业、高技术制造业和消费品行业 PMI 均连续两个月位于扩张区间。

2) 本周公布得美国 6 月份非农数据不及市场预期。美国 6 月 ADP 就业人数意外减少 3.3 万人，自 2023 年

3月以来首次负增长，预期为增长9.8万人，5月份数据在向下修正后仅增加2.9万人。服务业就业在6月份减少6.6万个就业岗位，遭遇自疫情以来的最大降幅。美国利率期货完全消化美联储9月降息预期。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨季结束央行大额净回笼；下周仍为季初，预计资金面延续平稳态势

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 13753 亿元

本周央行公开市场共开展了6522亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有20275亿元逆回购到期，本周央行公开市场净回笼13753亿元。本周跨季，本周一为二季度最后一天，央行当日持续净投放。受跨季因素影响，本周一资金价格一度走高。随本周二跨季结束，资金面转为均衡宽松态势，虽然本周后半周央行持续大额净回笼，但资金面受影响较为有限，资金价格维持相对低位。本周五银行间回购利率R001加权平均降至1.3606%，R007加权平均降至1.4881%；本周五交易所回购利率GC001加权平均降至1.4330%，GC007加权平均降至1.4850%

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	2205	4065	3653	5093	5259
7 天	3315	1310	985	572	340
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	1110	-2755	-2668	-4521	-4919

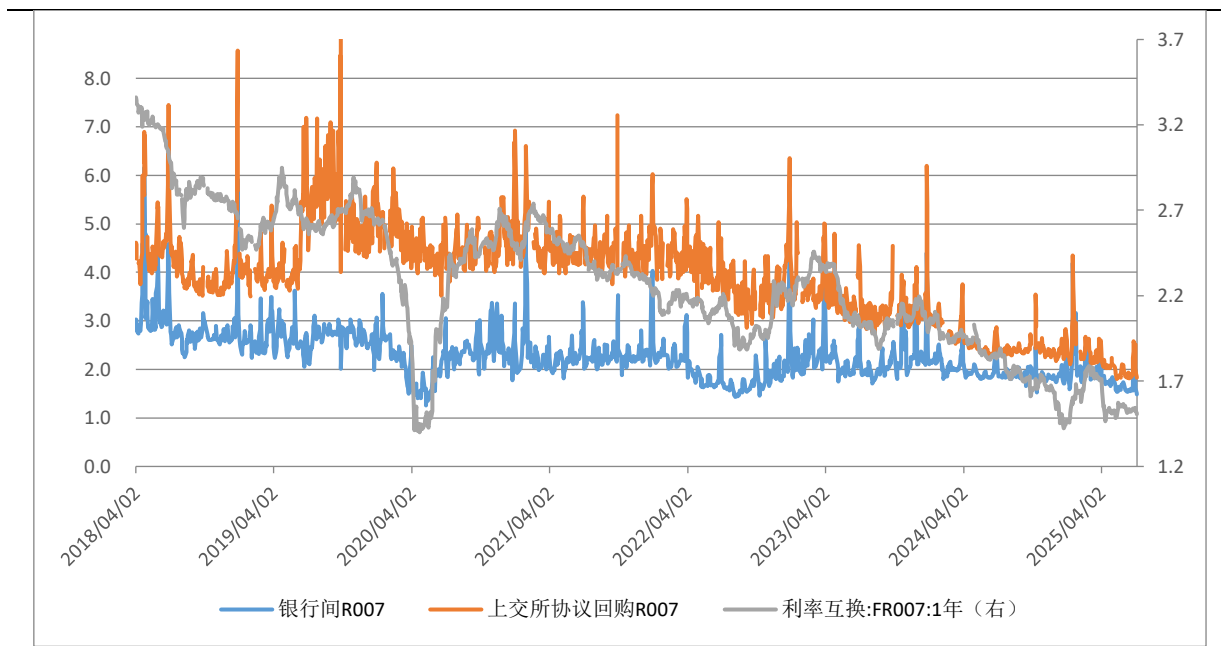
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：下周仍为季初，预计资金面延续平稳态势

近期央行召开2025年第二季度例会，会议提出要实施好适度宽松的货币政策，加强逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。整体来看，当前经济仍处于复苏阶段，金融数据恢复持续性仍有待观察，实体经济融资需求有待增强，中美贸易摩擦边际缓和，但外部环境仍复杂严峻，未来经济不确定性增大，预计后续货币政策仍将维持宽松态势，快速转向的可能较为有限。

下周为7月份第二周，季初资金面面临的季节性冲击相对有限。本月税期为下下周，下周资金面受税期因素影响的程度预计不大。下周政府债净融资规模环比上行，但仍位于相对偏低位置，结合季初资金面情况，对于资金面的扰动较小。本周跨季后央行大幅净回笼，下周逆回购到期额环比回落，预计央行仍维持净回笼操作。

图 2：各期限资金价格走势（%）



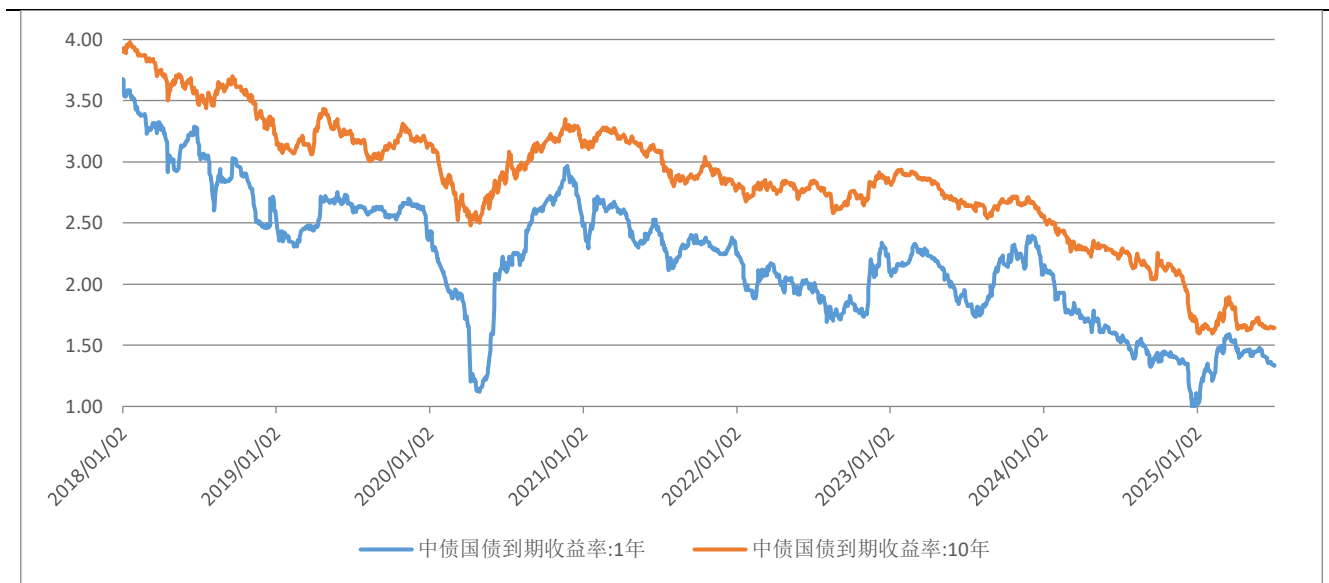
资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：长债成交占比上升，呈现震荡偏强格局

1) 利率债走势复盘：

本周央行公开市场操作逆回购投放 6522 亿元，到期 20275 亿元，净回笼 13753 亿元。跨季后资金面进一步宽松，隔夜利率中枢下移至 1.3% 附近，1Y 和 10Y 国债收益率小幅下行，30Y 国债收益率小幅上行，10 年期国债收益率下行 0.5bp 至 1.641%。10Y-1Y 国债利差下行 0.57bp 至 29bp 水平，10Y-1Y 国开利差上行 0.63 至 21bp 水平；30Y-10Y 国债利差和 30Y-10Y 国开利差分别上行 2.09bp 和 0.36bp。期限利差走阔，曲线牛陡走势。

图 3：本周 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：

中央财经委员会释放“反内卷”信号，研究纵深推进全国统一大市场建设，强调“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等”。从短期维度来看，产能出清的效果比较温和，我们判断在较短时间难以扭转 PPI 持续下行承压的状态。当前债券市场做多情绪依然存在，体现在基金久期与杠杆率均持续提升。叠加流动性持续改善，为利差挖掘行情提供了基础；通过压缩非活跃券溢价、重新定价品种利差。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额环比回升；信用债收益率整体下行

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额环比回升

本周同业存单净融资规模为-22.80 亿元。其中，发行总额达 2,435.10 亿元，平均发行利率为 1.6210%，到期量为 2,457.90 亿元。同业存单融资额环比回升。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 6.64bp 报 1.5700%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 0.67p 报 1.6200%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.45bp 报 1.6339%，9M 存单平均发行利率较上周下行 3.08bp 报 1.6268%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 2,192.67 亿元，环比减少 887.17 亿元，偿还量约 1,361.28 亿元，净融资额约 831.39 亿元，环比回升 851.22 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体下行，1 年期各评级信用债收益率下行 4.09bp~下行 2.09bp，3 年期各评级信用债收益率下行 4.84bp~下行 3.84bp，5 年期各评级信用债收益率下行 5.01bp~下

行 2.46bp。

表 2: 信用债各期限收益率水平 (%)

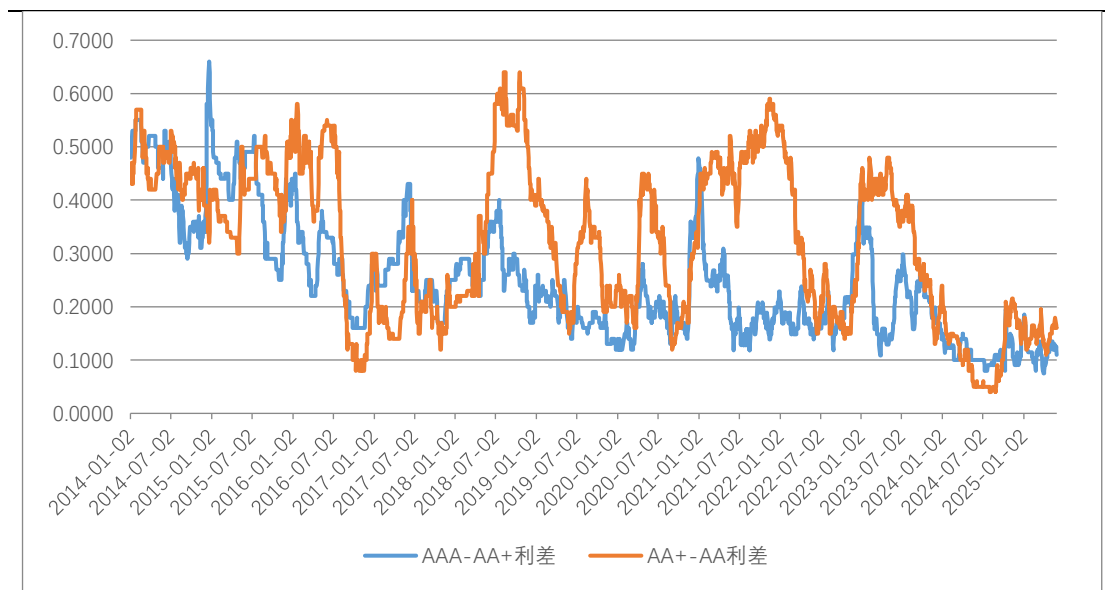
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.6791	0.20%	-2.09
信用债(AAA):3 年	1.7794	0.20%	-4.84
信用债(AAA):5 年	1.8623	0.20%	-4.46
信用债(AA+):1 年	1.7391	0.10%	-2.09
信用债(AA+):3 年	1.8494	0.00%	-4.84
信用债(AA+):5 年	1.9823	0.10%	-2.46
信用债(AA):1 年	1.7691	0.00%	-4.09
信用债(AA):3 年	1.9994	0.00%	-3.84
信用债(AA):5 年	2.2523	0.70%	-5.01

资料来源: Wind、中航证券研究所

期限利差方面, AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体缩小 2.75bp、缩小 2.75bp、扩大 0.25bp, 5Y-3Y 利差分别扩大 0.38bp、扩大 2.38bp、缩小 1.17bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差为 7p, 较上周持平, AA 与 AA+之间的利差为 15bp, 较上周缩小 1bp。

图 4: 各评级信用利差变动 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：弱美元周期进程提速，经济转型牛主升浪渐进

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体上涨，成长风格表现较强

上证指数（1.40%）、深证成指（1.25%）、沪深 300（1.54%）、创业板指（1.50%）、中证 500（0.81%）、中证 1000（0.56%），均表现较强，科创 50（-0.35%）表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 1.86%。分行业来看，申万一级行业中钢铁、建筑材料、银行表现较强，分别上涨 5.06%、3.96%、3.77%；计算机、非银金融、美容护理表现较弱，分别下跌 1.28%、0.72%、0.55%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 14413.96 亿元，较上周减少 452.78 亿元。

2) 权益市场展望：

美国“大而美”法案落地，弱美元周期进程或将提速。该法案大规模减税及支出措施将推升美国政府未来赤字压力和美债偿还风险。本周美元指数一度创逾 3 年新低，上半年大幅走弱为 50 多年来最差表现。预计全球资本将逃逸至新的避风港，当前中国正在稳步推动经济转型，中国资产有望承接全球资本。

中美关系进一步缓和，美国总统特朗普或将带着企业团来访中国，美方近期已取消一些列对华经贸限制措施。国内“反内卷”政策推动落后产能有序退出，有望解决当前供给过剩问题，提升工业产能利用率和推动再通胀，是本轮经济转型的必备一环。历史复盘，2010 年以来工业产能利用率和 PPI 出现较大级别的底部拐点时，A 股大多同步上行。预计未来“反内卷”政策见效后，市场风险偏好有望大幅提升。本周 A 股政策利好下震荡走高，沪指尝试冲击 3500 点，经济转型牛主升浪渐进。

市场常以 AH 溢价指数来对比 A 股、港股性价比情况。2025 年以来港股相对于 A 股的性价比已快速缩窄，近期 AH 溢价指数连续创新低。而本周万得全 A 震荡上涨，恒生指数却震荡下跌，这一组合表现与年初以来相悖。恰逢当前美元指数创新低，全球资本流出美国，并有望成为中国资产的增量资金。全球资金均在关注 AH 股溢价是否迎来转势，是否应 AH 股的配置策略。

2010 年以来，AH 溢价指数与美元指数相关系数达 0.83，或因为相比于内陆和 A 股市场，港币与美元的联系汇率制度大幅消除汇率风险，同时香港市场资本流动更便利、估值相对更低，因此当美元贬值、资本流入中国资产时，港股市场常常更为受益。另一方面，南向资金也持续为港股贡献增量流动性。南向资金买入额占港股成交额中枢过去五年持续上行，2024 年下半年以来显著提升。

Wind 二级分行业看，恒生沪深港通 AH 股溢价指数主要覆盖的行业为两地上市的中国旧核心资产，其中金融板块占比最大，银行和非银占比约 60%。因此，AH 溢价指数呈现的更多是旧核心资产甚至是金融板块在 A 股、港股溢价水平。当前金融板块对 AH 溢价率贡献靠前，其次是汽车与零配件、石油石化、有色金属。在 AH 溢价下行阶段，贡献变化较大的行业仍然为金融。

往后看，今年以来港股涨幅显著大于 A 股，当前 AH 溢价已至近年低点，短期看，做多港股市场情绪较为火热下，同为中国资产的 A 股投资机会更具性价比。中长期看，港股市场在保持此前优势的同时，还在不断聚集更多的中国新经济企业，因此港股市场较过去十年更具投资价值，或仍将是外资配置中国资产的首选，弱美元周期以及未来中美宽货币周期共振下，港股或更为受益。

展望未来，美国“大而美”法案落地，弱美元周期进程提速，预计全球资本将逃逸至新的避风港。当前中国正在稳步推动经济转型，中国资产有望承接全球资本，A股经济转型牛主升浪渐进。结构上，市场短期或将延续“高低切”，可关注有基本面支撑、相对低位的科技和军工板块的轮动机会。此前热门行业拥挤度较为健康后，可再度切换回哑铃策略。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637