

宏观

6 月 PMI 显示内生动能仍然偏弱

2025 年 07 月 07 日

宏观周报（7 月第 1 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：上周市场缩量上涨。**①政策方面，周二中央财经委第六次会议提到“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”，“反内卷”相关题材热度进一步上升。②基本面方面，PMI 指数回升与 EPMI、BCI 指标分化主要是大小企业分化比较显著，大型企业景气带动比较明显，可能与大宗商品价格快速上涨带动有关，价格指数分项也明显扩张，而小企业景气度则明显走弱。从生产经营活动预期指标、就业指标、服务业 PMI 回落中仍然显示内生动能放缓。③海外方面，中美贸易形势相对趋于缓和，商务部回应有关美国总统拟带企业团访华报道称，中方的态度是一贯的且明确的，希望美方与中方相向而行。
- 2) **固收：上周债市收益率下行。**①上周催化方面，跨季后资金面转松，基本面压力犹存，货币政策宽松基调难改，整体呵护债市情绪。②短期来看，短期降准降息概率较低，跨季资金预计保持宽松，7 月政治局目前预期增量政策有限，央行降息或需到三季度末到四季度，国债买入或许到 8 月前后，机构在超长债上拥挤度仍偏高，预计市场波动加大，伴随市场风险偏好回升，预计 10 年区间在 1.6-1.7%，久期维持中性。中期来看，基本面仍然有走弱压力，货币政策呵护流动性，债市仍然偏多，但 10 年突破 1.6 还需等待降息和国债买入信号，三季度后半段行情或更为流畅。
- 3) **海外：美股上涨、美债利率上行、美元指数下行、人民币升值、黄金上涨、油价上涨。**①美国 6 月季调后非农就业增 14.7 万人，预期增 11.0 万人，前值从增 13.9 万人修正为增 14.4 万人。6 月失业率 4.1%，预期 4.3%，前值 4.2%。非农数据超预期叠加失业率低于预期，降息预期回落，美债利率上行。目前市场对九月份美联储降息的概率约为 80%，低于非农就业报告公布前的 98%。当前市场中性预期为 9 月降息，年内降息两次。②美国国会众议院通过“大而美”税收与支出法案，财政可持续性担忧的交易短期利空出尽，对市场影响减弱。③美国与越南达成贸易协议，推动风险偏好有所反弹，本周是贸易谈判最后阶段，部分重点国家地区谈判仍有阻碍，市场波动性仍存。
- 4) **上周事件：**6 月 PMI 指标分化，内生动能仍然偏弱。
- 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 PMI 指标分化，内生动能仍然偏弱 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 1 PMI 分项雷达图 4

Figure 2 PMI 大中小企业分化图 4

Figure 3 PMI 指数热力图 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	上周市场缩量上涨，周均成交额 14414 亿元，环比缩量 453 亿元。上证指数 1.40%，深证成指 1.25%，创业板指 1.50%，万得全 A 1.22%；沪深 300 1.54%，小市值指数 0.96%；恒生指数 -1.52%，恒生科技指数 -2.34%。板块上，钢铁、建筑材料、银行表现靠前，计算机、非银金融、美容护理表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 政策方面，周二中央财经委第六次会议提到“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”，“反内卷”相关题材热度进一步上升。2) 基本面方面，PMI 指数回升与 EPMI、BCI 指标分化主要是大小企业分化比较显著，大型企业景气带动比较明显，可能与大宗商品价格快速上涨带动有关，价格指数分项也明显扩张，而小企业景气度则明显走弱。从生产经营活动预期指标、就业指标、服务业 PMI 回落中仍然显示内生动能放缓。3) 海外方面，中美贸易形势相对趋于缓和，商务部回应有关美国总统拟带企业团访华报道称，中方的态度是一贯的且明确的，希望美方与中方相向而行。
固收	上周债市收益率整体下行。全周 T2509 上涨 0.03%，TL2509 上涨 0.21%，TF2509 下跌 0.01%。现券来看，10 年国债活跃券下行 0.45BP，30 年国债活跃券下行 0.15BP，10 年国开下行 0.45BP，5 年国开下行 0.8BP，3 年国开下行 0.75BP，1 年国开下行 2.75BP。 上周央行公开市场共开展了 6522 亿元逆回购操作，公开市场净回笼 13753 亿元。央行公开市场将有 6522 亿元逆回购到期，其中下周一至下周五分别到期 3315 亿元、1310 亿元、985 亿元、572 亿元、340 亿元。	1) 上周催化方面，跨季后资金面转松，基本面压力犹存，货币政策宽松基调难改，整体呵护债市情绪。2) 短期来看，短期降准降息概率较低，跨季资金预计保持宽松，7 月政治局目前预期增量政策有限，央行降息或需到三季度末到四季度，国债买入或许到 8 月前后，机构在超长债上拥挤度仍偏高，预计市场波动加大，伴随市场风险偏好回升，预计 10 年区间在 1.6-1.7%，久期维持中性。中期来看，基本面仍然有走弱压力，货币政策呵护流动性，债市仍然偏多，但 10 年突破 1.6 还需等待降息和国债买入信号，三季度后半段行情或更为流畅。
海外及其他	上周道指涨 2.30%，标普 500 指数涨 1.72%，纳指涨 1.62%。美债方面，10 年美债收益率上行 7bp 至 4.34%，2 年期美债收益率上行 13bp 至 3.88%。汇率方面，美元指数周跌 0.28% 报 96.9856，离岸人民币兑美元涨 37 个基点报 7.1653。大宗方面，美油期货涨 1.5%，COMEX 黄金期货涨 1.79%。	1) 美国 6 月季调后非农就业增 14.7 万人，预期增 11.0 万人，前值从增 13.9 万人修正为增 14.4 万人。6 月失业率 4.1%，预期 4.3%，前值 4.2%。非农数据超预期叠加失业率低于预期，降息预期回落，美债利率上行。目前市场对九月份美联储降息的概率约为 80%，低于非农就业报告公布前的 98%。当前市场中性预期为 9 月降息，年内降息两次。2) 美国国会众议院通过“大而美”税收与支出法案，财政可持续性担忧的交易短期利空出尽，对市场影响减弱。3) 美国与越南达成贸易协议，推动风险偏好有所反弹，本周是贸易谈判最后阶段，部分重点国家地区谈判仍有阻碍，市场波动性仍存。

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 PMI 指标分化，内生动能仍然偏弱

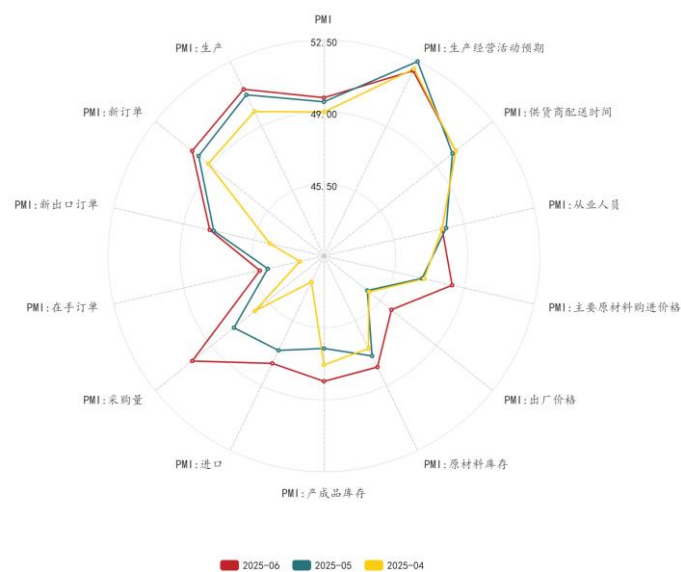
事件：

6 月份，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 49.7%、50.5%和 50.7%，比上月上升 0.2、0.2 和 0.3 个百分点。

点评：

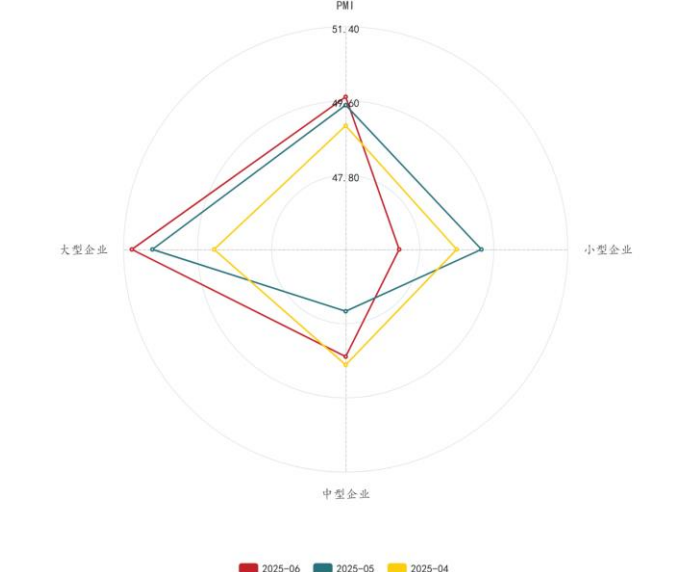
PMI 指数回升与 EPMI、BCI 指标分化主要是大小企业分化比较显著，大型企业景气带动比较明显，可能与大宗商品价格快速上涨带动有关，价格指数分项也明显扩张，而小企业景气度则明显走弱。从生产经营活动预期指标、就业指标、服务业 PMI 回落中仍然显示内生动能放缓。新出口订单指数小幅反弹，与 EPMI 出口指标反向，仍需后续观察，从 6 月高频数据出口边际有所放缓。建筑业 PMI 反弹或主要与财政资金、“两重”项目落地加快有关。

Figure 1 PMI 分项雷达图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 PMI 大中小企业分化图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PMI 指数热力图

指标名称	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-06	2024-05
制造业PMI	49.70	49.50	49.00	50.50	49.10	50.10	50.30	50.10	49.80	49.10	49.50	49.50
PMI:生产	51.00	50.70	49.80	52.60	49.80	52.10	52.40	52.00	51.20	49.80	50.60	50.80
PMI:新订单	50.20	49.80	49.20	51.80	49.20	51.00	50.80	50.00	49.90	48.90	49.50	49.60
PMI:新出口订单	47.70	47.50	44.70	49.00	46.40	48.30	48.10	47.30	47.50	48.70	48.30	48.30
PMI:采购量	50.20	47.60	46.30	51.80	49.20	51.50	51.00	49.30	47.60	47.80	48.10	49.30
PMI:产成品库存	48.10	46.50	47.30	48.00	46.50	47.90	47.40	46.90	48.40	48.50	48.30	46.50
PMI:原材料库存	48.00	47.40	47.00	47.20	47.70	48.30	48.20	48.20	47.70	47.60	47.60	47.80
PMI:主要原材料购进价格	48.40	46.90	47.00	49.80	49.50	48.20	49.80	53.40	45.10	43.20	51.70	56.90
PMI:出厂价格	46.20	44.70	44.80	47.90	47.40	46.70	47.70	49.90	44.00	42.00	47.90	50.40
PMI:从业人员	47.90	48.10	47.90	48.20	48.10	48.10	48.20	48.40	48.20	48.10	48.10	48.10
PMI:生产经营活动预期	52.00	52.50	52.10	53.80	55.30	53.30	54.70	54.00	52.00	52.00	54.40	54.30

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 9 日（周三）	09:30 中国 6 月 PPI:同比(%): 前值-3.30, 预期-3.19 09:30 中国 6 月 CPI:同比(%): 前值-0.10, 预期 0.00
7 月 10 日（周四）	待定中国 6 月 M2:同比(%): 前值 7.90, 预期 8.19 待定中国 6 月新增人民币贷款(亿元) : 前值 6,200.00, 预期 17,707.50 待定中国 6 月 M1:同比(%): 前值 2.30, 预期 2.80 待定中国 6 月社会融资规模:当月值(亿元): 前值 22,870.00, 预期 36,751.67 待定中国 6 月社会融资规模存量:同比(%): 前值 8.70, 预期 8.78

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。