

2025年07月06日

《美丽大法案》与中国反内卷，周期对资产价格的影响

——资产配置周报（2025/06/30-2025/07/04）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwby@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**7月4日当周，全球股市涨跌不一，A股、美股表现亮眼；主要商品期货中黄金、原油、铝收涨，铜收跌；美元指数小幅下跌，非美货币升值。1) 权益方面：道指>标普500>纳指>沪深300指数>创业板指>上证指数>深证成指>英国富时100>法国CAC40>科创50>日经225>德国DAX30>恒生指数>恒生科技指数。2) 美元指数持续回落，提振原油等大宗商品价格。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，炼焦煤、螺纹钢小幅上涨，水泥、混凝土小幅回落；乘用车日均零售6.77万辆，环比上涨17.41%，同比上升15.00%；BDI环比下跌5.6%。4) 国内利率债收益率回落，全周中债1Y国债收益率下跌1.9BP至1.34%，10Y国债收益率下行0.29BP收至1.6433%。5) 美债收益率上行。2Y美债收益率当周上行15BP至3.88%，10Y美债收益率上行6BP至4.35%。6) 美元指数收于96.99，周下跌0.28%；离岸人民币对美元升值0.12%；日元对美元升值0.13%。
- **国内权益市场。**至7月4日当周，风格方面，金融>消费>周期>成长，日均成交额为14153亿元（前值14543亿元）。申万一级行业中，共有25个行业上涨，6个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为钢铁（+5.06%）、建筑材料（+3.96%）、银行（+3.77%）；跌幅靠前的行业为计算机（-1.28%）、非银金融（-0.72%）、美容护理（-0.55%）。
- **《美丽大法案》与中国国内反内卷，周期对资产价格的影响。**7月4日，美国总统签署《美丽大法案》，法案旨在大幅减税、增加国防开支，同时削减社会福利和新能源补贴。从近期经济数据来看，美国6月ISM制造业及服务业PMI均回升，美国6月非农就业数据表现强劲，但美国的潜在通胀风险以及私人部门就业市场降温不容忽视。从目前的经济周期角度看，美联储的货币政策面临两难局面。大而美法案推出后，美联储或存延迟降息的可能，且债务上限提高，美债利率仍有上升可能。中长期而言，美国经济下行压力仍然较大，美债仍具避险功能，且在经济周期的拐点阶段，美债利率与商品价格趋同性较强。在中国国内，我们认为政策导向与市场化驱动的“反内卷”将会同步，光伏、炼化、钢铁等如存在减产预期，预计对上游初级原料如铁矿石、原油等产生影响，同时支撑下游产品价格。我们预计国内短期PPI仍然承压，工业企业利润虽然与PPI同步，但是除采矿业外，预计制造业持续改善；经济周期背景下仍看好科技赋能与内需改善，大宗商品中短期仍存较大压力，建议关注中游钢铁、光伏、炼化、化纤等行业的原料成本下降与下游议价能力提升。
- **利率与人民币汇率。**周内同业存单到期规模明显下降、政府融资明显放缓。跨季平稳度过后，短期资金利率迅速回落创年内新低。7月流动性压力不大，叠加央行支持性态度明确，我们预计市场流动性仍较为充裕。受益于资金宽松，周内国债收益率普遍下行，短端更明显。鉴于多项结构性工具扩容额度仍在执行中，我们认为短期货币政策进一步宽松的必要性不强。此外，近期国家层面“反内卷”政策导向持续发酵，催生类似供给侧改革的资源整合预期，或抑制债市做多情绪。短期债市或仍震荡，关注下半年内外部约束缓解或带来转机。美国受财政赤字上升、6月非农就业超预期影响，周内美债收益率上升。财政赤字上升、通胀粘性较强、经济放缓的复杂局面下，美债短期或仍维持震荡格局，趋势性行情仍需等待财政压力放缓以及通胀、就业等硬指标更加明朗。美元弱势背景下，人民币贬值风险大幅缓解，人民币汇率在7.20左右波动。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：《美丽大法案》与中国反内卷，周期对资产价格的影响	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	7
2. 利率及汇率跟踪	7
2.1. 资金面：跨季后进一步走向宽裕	7
2.2. 利率债：短期仍震荡，下半年内外部约束缓解或带来转机	7
2.3. 美债：复杂局面下或仍维持震荡	8
2.4. 美元弱势背景下，人民币小幅走强	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪	8
3.1. 能源跟踪	8
3.2. 黄金跟踪	10
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题	14
4.1. 行业高频跟踪	14
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪	17
5.1. 6月PMI：温和修复趋势延续	17
5.2. 美国6月非农：私人部门疲软显露，政府部门撑起半边天	18
5.3. 美国《美丽大法案》落地	20
5.4. 资金及流动性跟踪	20
5.5. 美国流动性及利率跟踪	21
6. 市场资讯	22
6.1. 海外市场资讯	22
6.2. 国内市场资讯	23
6.3. 政策面	23
7. 财经日历	24
8. 风险提示	24

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	9
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	9
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	10
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	10
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	11
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	11
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿现货加工 TC, 美元/干吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	13
图 23 中国铜精矿和精炼铜进出口, 万吨	13
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	13
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	13
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	14
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	14
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	14
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	14
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	15
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	15
图 36 主要行业高频数据	15
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	16
图 39 制造业及非制造业 PMI, %	18
图 40 制造业 PMI 各分项, %	18
图 41 制造业 PMI 生产、新订单指数及产需缺口, %, %	18
图 42 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分	19
图 43 分行业工业企业利润当月同比及变化, %, %	20
图 44 两融余额, 亿元, 亿元	21
图 45 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	21
图 46 DR007、7 天期 OMO 利率, %	21

图 47 SHIBOR 3M, %	21
图 48 美国存款准备金占比银行总资产, %	22
图 49 美国金融流动性指标, 十亿美元	22
图 50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps	22
图 51 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元	22
图 52 财经日历	24

1.核心观点：《美丽大法案》与中国反内卷，周期对资产价格的影响

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 《美丽大法案》与中国国内反内卷，周期对资产价格的影响。7月4日，美国总统签署《美丽大法案》（《One Big Beautiful Bill Act》或简称“大而美法案”），法案旨在大幅减税、增加国防开支，同时削减社会福利和新能源补贴。从近期经济数据来看，美国6月ISM制造业及服务业PMI均回升，美国6月非农就业数据表现强劲，但美国的潜在通胀风险以及私人部门就业市场降温不容忽视。从目前的经济周期角度看，美联储的货币政策面临两难局面。大而美法案推出后，美联储或存延迟降息的可能，且债务上限提高，美债承压背景下利率仍有上升可能。中长期而言，美国经济下行压力仍然较大，美债仍具避险功能，且在经济周期的拐点阶段，美债利率与商品价格趋同性较强。从库存周期的角度，因关税影响，上半年美国有一定的补库存迹象，但中美的库存周期趋势均不明显。在中国国内，我们认为政策导向与市场化驱动的“反内卷”将会同步，光伏、炼化、钢铁等如存在减产预期，预计对上游初级原料如铁矿石、原油等产生影响，同时支撑下游产品价格。我们预计国内短期PPI仍然承压，工业企业利润虽然与PPI同步，但是除采矿业外，预计制造业持续改善；经济周期背景下仍看好科技赋能与内需改善，大宗商品中短期仍存较大压力，建议关注中游钢铁、光伏、炼化、化纤等行业的原料成本下降与下游议价能力提升。

2) 利率与人民币汇率。周内同业存单到期规模明显下降、政府融资明显放缓。跨季平稳度过后，短期资金利率迅速回落创年内新低。7月流动性压力不大，叠加央行支持性态度明确，我们预计市场流动性仍较为充裕。受益于资金宽松，周内国债收益率普遍下行，短端更明显。鉴于多项结构性工具扩容额度仍在执行中，我们认为短期货币政策进一步宽松的必要性不强。此外，近期国家层面“反内卷”政策导向持续发酵，催生类似供给侧改革的资源整合预期，或抑制债市做多情绪。短期债市或仍震荡，关注下半年内外部约束缓解或带来转机。美国受财政赤字上升、6月非农就业超预期影响，周内美债收益率上升。财政赤字上升、通胀粘性较强、经济放缓的复杂局面下，美债短期或仍维持震荡格局，趋势性行情仍需等待财政压力放缓以及通胀、就业等硬指标更加明朗。美元弱势背景下，人民币贬值风险大幅缓解，人民币汇率在7.20左右波动。

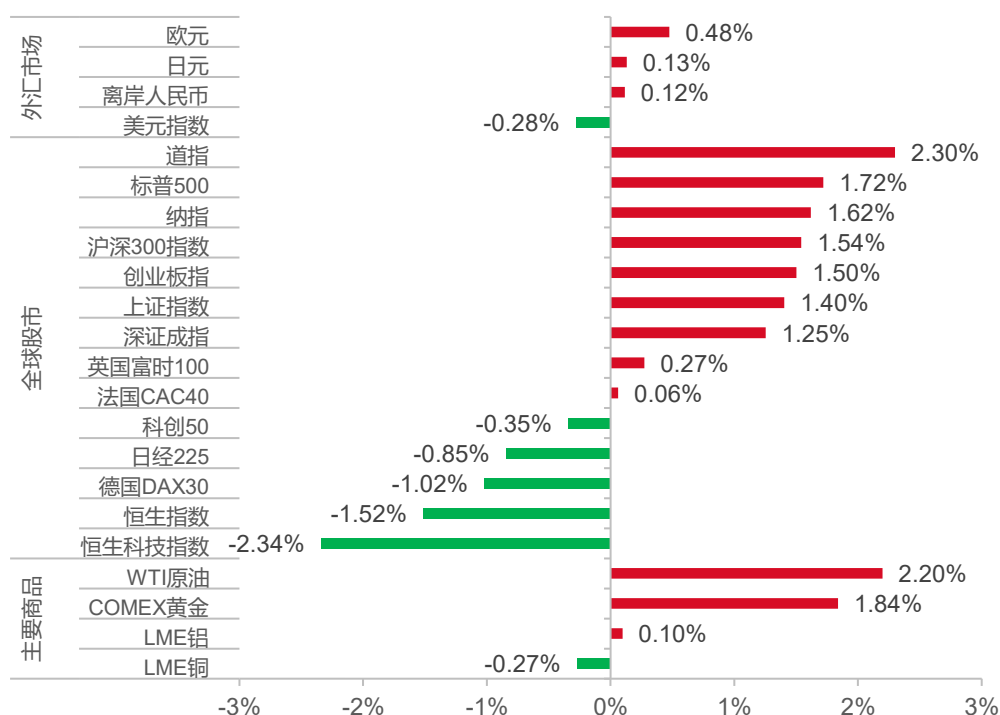
3) 新的一周主要经济数据与市场预期。新的一周，全球主要经济数据是美联储会议纪要、英国GDP和中国内地通胀数据等，同时美国关税最后期限也是市场关注的重点。FOMC多位官员将会讲话，将权衡与关税相关的通胀上升的风险，以及美国近期政策变化对经济增长和就业的抑制作用。墨西哥的通货膨胀数据将受到密切关注，巴西将发布最新的通货膨胀、零售销售和商业信心数据。在欧洲，德国的工业生产预计仍将下降，制造业疲软；欧元区零售额可能下降，而意大利的工业产出预计将略有上升。德国、意大利和法国6月份的最终通胀数据也将受到关注。日本将公布一系列主要经济指标，包括工资、经常项目、机床订单和生产者价格等数据。

1.2.全球大类资产回顾

7月4日当周，全球股市涨跌不一，A股、美股表现亮眼；主要商品期货中黄金、原油、铝收涨，铜收跌；美元指数小幅下跌，非美货币升值。1) 权益方面：道指>标普500>纳指>沪深300指数>创业板指>上证指数>深证成指>英国富时100>法国CAC40>科创50>日经225>德国DAX30>恒生指数>恒生科技指数。国内来看，中美贸易关系有所缓和，美国EDA三大巨头恢复对华供应，另外“反内卷”催生供给侧改革预期。海外方面，《美丽大法案》

获得通过，非农数据结构有分化，市场进行“特朗普交易”。2) 非农对黄金亦有影响，此外对等关税豁免日临近，美国与其他国家贸易冲突可能升级，避险情绪回升。美元指数持续回落，提振原油等大宗商品价格。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，炼焦煤、螺纹钢小幅上涨，水泥、混凝土小幅回落；高炉开工率环比下跌 0.36pct；乘用车日均零售 6.77 万辆，环比上涨 17.41%，同比上升 15.00%；BDI 环比下跌 5.6%。4) 国内利率债收益率回落，全周中债 1Y 国债收益率下跌 1.9BP 至 1.34%，10Y 国债收益率下行 0.29BP 收至 1.6433%。5) 美债收益率上行。2Y 美债收益率当周上行 15BP 至 3.88%，10Y 美债收益率上行 6BP 至 4.35%；10Y 日债收益率下行 1.1BP 至 1.4480%。6) 美元指数收于 96.99，周下跌 0.28%；离岸人民币对美元升值 0.12%；日元对美元升值 0.13%。

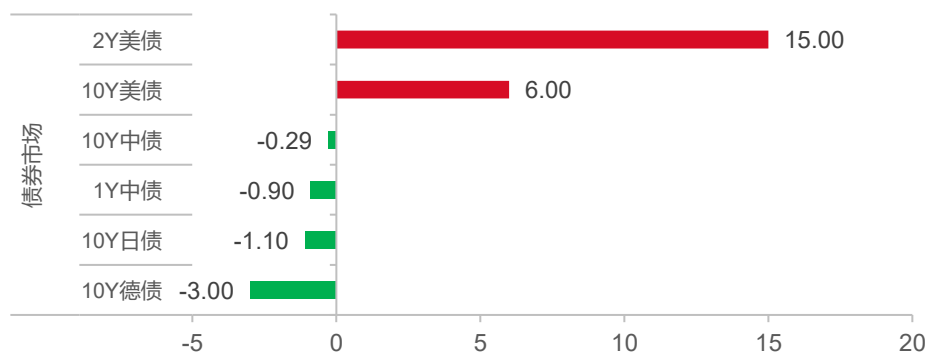
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升贬值。

图2 中债美债周度表现，BP

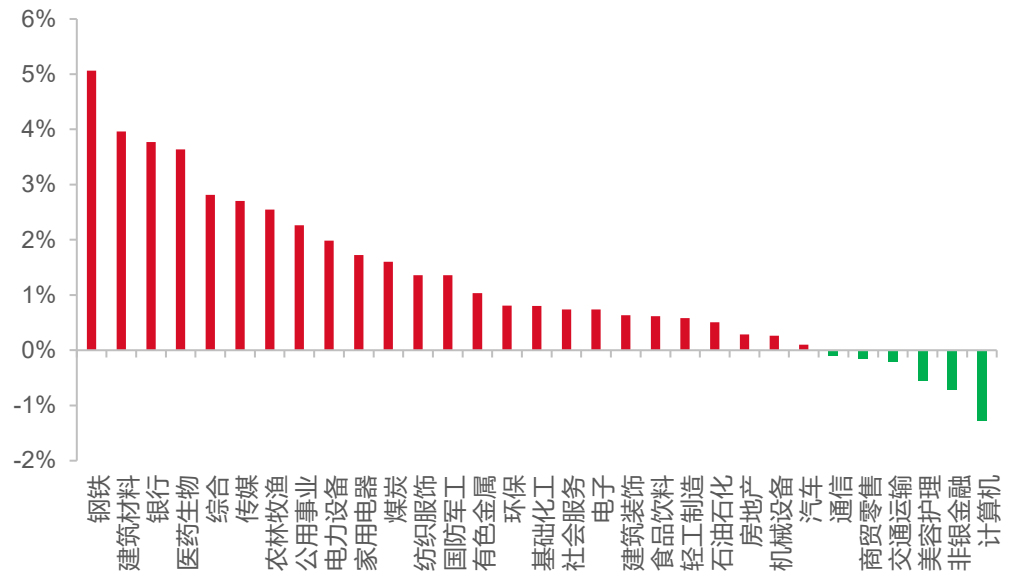


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 7 月 4 日当周，风格方面，金融>消费>周期>成长，日均成交额为 14153 亿元（前值 14543 亿元）。申万一级行业中，共有 25 个行业上涨，6 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为钢铁（+5.06%）、建筑材料（+3.96%）、银行（+3.77%）；跌幅靠前的行业为计算机（-1.28%）、非银金融（-0.72%）、美容护理（-0.55%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，6/30-7/4

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：跨季后进一步走向宽裕

7 月 4 日当周，同业存单到期规模明显下降（到期 2767 亿元，前一周为 1.11 万亿元）、政府融资明显放缓（净融资 2084 亿元，前一周为 6403 亿元）。叠加周一跨季平稳过渡，流动性的需求明显回落。央行 OMO 相应净回收 1.38 万亿元。DR001 与 DR007 加权均价于季末最后一天上升，随后迅速回落并创年内新低，分别为 1.31%与 1.42%。全周 DR001 加权均价区间为 1.31%-1.51%（前一周稳定在 1.37%），DR007 加权均价区间为 1.42%-1.92%（前一周 1.51%-1.70%）。同业存单收益率普遍下行，短端更明显。1M、3M、6M、1Y 收益率分别收于 1.5%、1.53%、1.56%、1.59%，周内分别-10.59bp、-6.88bp、-4.96bp、-3.45bp。7 月同业存单到期压力以及政府债净融资规模较 6 月明显下降，叠加内外部不确定依然较大且央行支持性态度明确的背景下，我们预计市场流动性仍较为充裕，资金利率有望保持低位。

2.2.利率债：短期仍震荡，下半年内外部约束缓解或带来转机

受益于资金宽松，周内国债收益率普遍下行，短端更明显。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期国债收益率分别收于 1.28%、1.28%、1.32%、1.34%、1.49%、1.64%、1.85%，分别较前一周-2.22bp、-4.96bp、-4.04bp、-0.9bp、-1.36bp、-0.29bp、+0.2bp。

最新公布的 6 月制造业 PMI 底部有所改善，动力主要来源于关税 90 天缓冲期的“抢出口”效应和基建投资加速。但 PMI 总体水平仍偏低，且结构上存在新订单指数疲软、中型企

业指数加速下滑等明显短板，指向经济恢复基础仍需要巩固。结合物价指数低位运行、信贷需求偏弱、关税仍存在较大不确定性等因素，我们认为低利率环境将延续。近期召开的央行货币政策委员会二季度例会延续了支持性立场，指出要“实施好适度宽松的货币政策”，“建议加大货币政策调控强度”。这种背景下，中期货币政策对债市的支撑具有很高的确定性。

鉴于多项结构性工具扩容额度仍在执行中，我们认为短期货币政策进一步宽松的必要性不强。央行货币政策委员会二季度例会中“我国经济呈现向好态势”、“灵活把握政策实施的力度和节奏”、“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”等表述也隐含了央行短期谨慎立场。此外，近期国家层面‘反内卷’政策导向持续发酵，催生类似供给侧改革的资源整合预期，或也抑制债市做多情绪。

下半年，银行息差与外部利率偏强等约束若有效缓解，债市震荡格局或出现转机，重点关注以下三个信号。

(1) 关注央行恢复购买国债时点。央行自1月份暂停以来，利率快速下行风险已明显缓解。下半年财政与货币需进一步协同发力，央行恢复国债购买的概率提升。

(2) 关注银行息差压力缓解情况。当前资产端依然承压的情况下，主要看负债端改善的节奏。每年一季度为存款重定价高峰，二季度次之，这意味着下半年银行存款成本改善会较为明显。另外，二季度以来资金利率明显下行，叠加此前发行价格偏高的同业存单到期续发量较大，同业负债成本有望明显下降。

(3) 关注外部利率约束减轻。周内公布的6月非农就业超预期，彭博联邦基金利率期货隐含的降息节奏后移。市场预期7月降息概率极低，9月、12月降息概率较大。

2.3.美债：复杂局面下或仍维持震荡

周内美债收益率持续反弹，主要是受以下因素影响：此前公布的5月美国核心PCE物价指数同比升2.7%，高于预期；受政府部门就业快速扩张支撑，6月非农就业超预期；《大而美法案》获得参议院与众议院表决通过，预期财政赤字上升。截至当地时间7月4日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y年期美国国债收益率分别收于4.35%、4.42%、4.34%、4.07%、3.94%、4.35%、4.86%，分别较前一周+16bp、+3bp、+8bp、+10bp、+11bp、+6bp、+1bp。我们认为，在财政赤字上升、通胀粘性较强、经济放缓的复杂局面下，美债或仍维持震荡格局，趋势性行情仍需等待财政压力放缓，以及通胀、就业等硬指标更加明朗。

2.4.美元弱势背景下，人民币小幅走强

至7月5日，离岸人民币收于7.1646，较6月28日小幅升值83.10基点。4月中下旬以来，随着关税战的缓和及美元走弱，人民币呈现升值态势。与之相契合的是，央行货币政策委员会二季度例会删除了“三个坚决”的表述，反映监管对人民币单边贬值风险大幅缓解的认可。预计人民币汇率在7.20左右波动。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至7月4日当周，WTI原油反弹无力，周内先涨后跌，于周五收于66.50美元/桶，较上周同期上涨1.5%。截至2025年6月27日当周，美国原油产量为1343.3万桶/天，同比增长23.3万桶/天。美国炼厂吞吐量为1710.5万桶/天，开工率94.9%。7月4日当周，美国钻机数539台，较去年同期减少46台；其中采油钻机数425，较去年同期减少54台。

越南国家石油公司（PetroVietnam）正寻求与埃克森美孚达成长期原油供应协议，以满足其榕桔炼油厂（Dung Quat Refinery）13 万桶/日的加工需求。根据 6 月 28 日发布的声明，PetroVietnam 要求旗下子公司越南石油贸易公司（PV Oil）和平山炼油石化公司（BSR）启动与埃克森美孚的长期框架协议谈判。两家企业分别承担原油贸易和炼厂运营职能，而 BSR 目前正推进一项耗资 14.9 亿美元的炼厂扩建计划，预计 2028 年完工。此前 3 月，越南国家石油公司旗下天然气子公司 PV Gas 已与康菲石油（ConocoPhillips）和卓越能源（Excelerate Energy）签订长期 LNG 供应协议。

欧洲正以显著低于过去两年的天然气库存水平进入 2025 年第三季度。主要由于美国总统特朗普的关税暂停政策将于 7 月初到期，叠加中东持续的地缘政治风险。欧洲天然气基础设施公司数据显示，截至 6 月 28 日欧盟储气设施填充率为 58.2%，远低于 2023 年同期（76.6%）和 2024 年同期（76.8%）。相对寒冷的冬季使欧盟库存截至 3 月底仅剩 33.8%，但注气进程在缓慢启动后已加速推进。6 月注气速率显著提升，较前两年平均水平高出 30% 以上。6 月 24 日欧盟议会与理事会达成临时协议，为 90% 的储气目标引入新弹性机制：允许出现十个百分点的偏离；若市场持续恶化可进一步放宽。

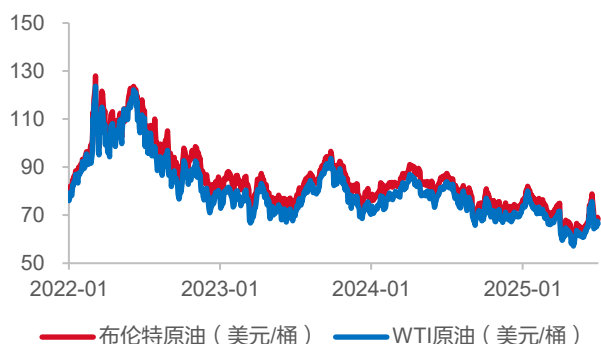
美国总统特朗普于 6 月 30 日签署行政令宣布撤销对叙利亚多项制裁（包括美国进口叙利亚石油的禁令），新政将于 2025 年 7 月 1 日生效。该令废除了奥巴马政府 2011 年 8 月颁布的禁止进口叙利亚原油及石油产品的行政令。此举兑现了特朗普 5 月 13 日宣布的解禁计划。美国政府 5 月 23 日已发布临时制裁豁免令以促进叙利亚能源及公用事业投资。此后叙官员着力重启石油出口业务：2011 年内战爆发前，叙利亚曾是地中海市场重要原油供应国。标普全球大宗商品洞察数据显示，叙原油产量已从 2004 年 44.2 万桶/日降至当前约 9 万桶/日。

英国政府正着手关停濒危的普拉克斯集团（Prax Group）旗下林赛炼油厂（产能 10.8 万桶/日），英国柴油供应缺口或再增 3 万桶/日。该厂 6 月 29 日申请破产清算，可能成为欧洲炼油业困境的最新牺牲品。英国政府数据显示，2025 年一季度该国 59% 柴油和 88% 航煤依赖进口（汽油仍维持净出口）。标普指出，该炼厂柴油产能约 3 万桶/日、汽油 5 万桶/日，虽规模有限但属重要供应源。市场反应方面，柴油交易商争相涌入进口市场锁定船货。期货溢价信号显示短期供应趋紧——7 月 2 日洲际交易所低硫柴油期货近月合约溢价飙升至 4.50 美元/吨，创 16 个月新高。普拉克斯破产还使其 2024 年 7 月与嘉能可签订的长期原油供应协议陷入悬而未决状态。

油价判断：伊以冲突趋缓，短期内地缘政治因素影响边际减弱，原油价格已基本度过季节性低点，预计年内布伦特原油仍将在 60~90 美元/桶区间震荡运行。

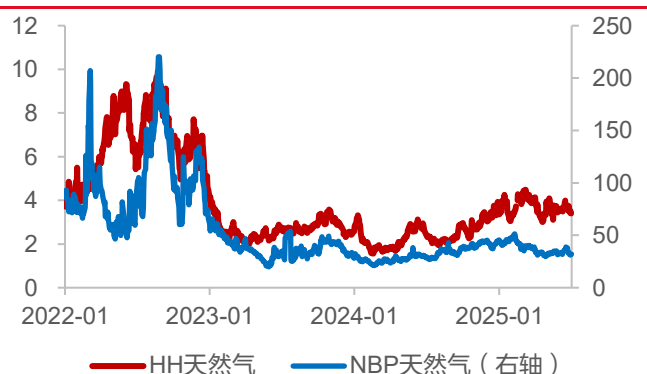
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



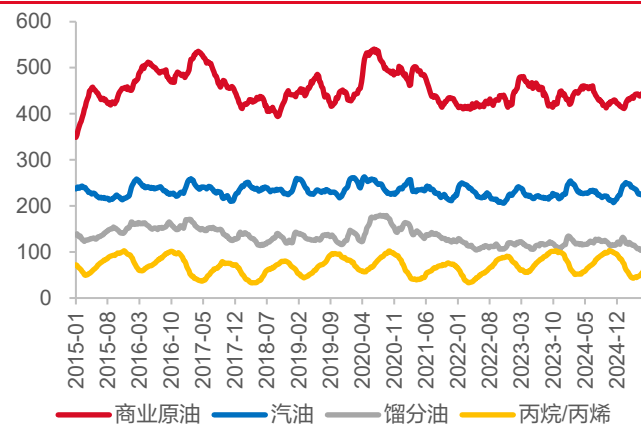
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数，万桶/天，台



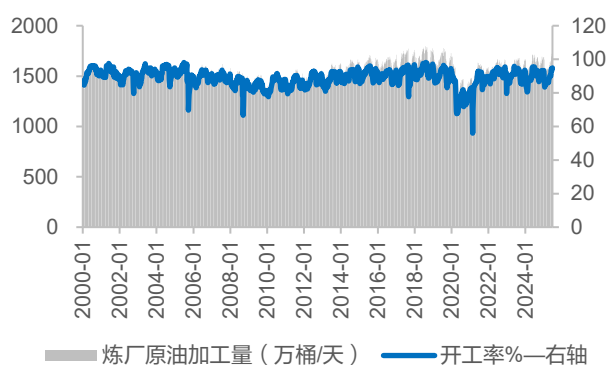
资料来源：EIA，东海证券研究所

图7 美国燃料库存，百万桶



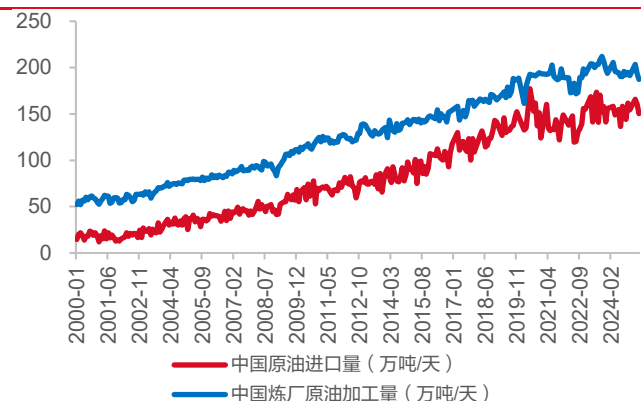
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率，万桶/天，%



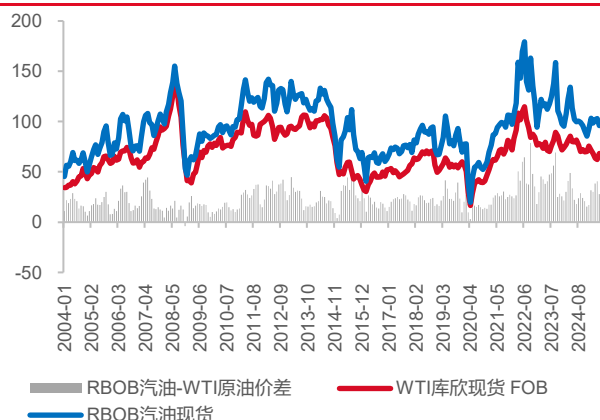
资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量，万吨/天



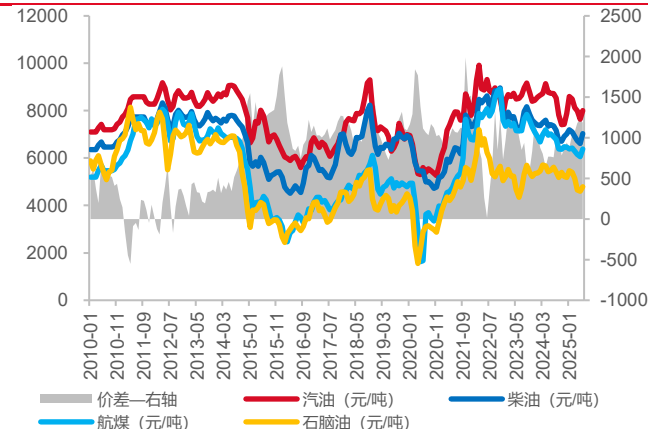
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差，美元/桶



资料来源：EIA，东海证券研究所

图11 国内的成品油价差，元/吨，元/吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

注：价差 = $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油}$
 *VAT*汇率（未考虑副产品和除增值税外各项税）

3.2.黄金跟踪

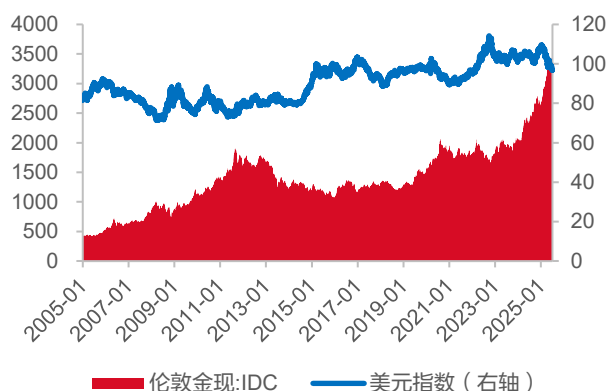
“大而美”法案通过，周内金价有所反弹。周内黄金价格先涨后跌，主要由于伊以局势趋于缓和，周内美越达成贸易协定，“大而美”法案通过，市场避险需求走弱。截至 2025

年7月4日，伦敦金现收于3336.94美元/盎司，较上周同期上涨1.94%。周内美股纳斯达克及标普500指数持续上行突破新高，美元指数继续震荡走低，达到2022年3月以来新低。若美国化债持续遇阻，料美元或大幅贬值。5月我国央行增持黄金储备6万盎司。美联储年内降息次数市场预期进一步降低到两次，7月市场预期继续暂停降息。SPDR持有量较上周末有所改善并接近年内高点，政策面上美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。整体来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元贬值预期走强，黄金长期上涨逻辑增强。

美债利率震荡下行，中债利率震荡运行。截至7月3日，10Y美债利率周内震荡上行，较上周同期上行6bp收于4.35%，10Y中美利差倒挂值为271bp，较上周有所走阔。中国10Y国债利率本周震荡运行，最终报收1.6433%。2025年5月美国CPI同比上涨2.4%，前值2.3%，略低于市场预期，PPI同比增长2.6%，符合预期。6月，我国制造业PMI为49.7%，较前值改善0.2个百分点；美国制造业PMI为49%，因为美国政府关税政策持续带来不确定性，美国制造业连续第三个月收缩。

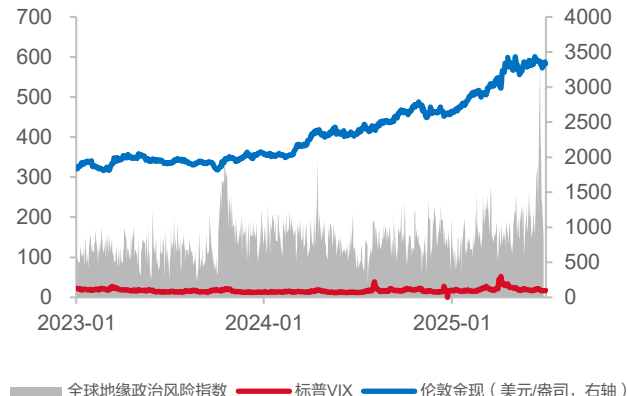
金价判断：中美贸易冲突短期内不会得到彻底解决，美国化债持续受阻，金价长期上涨逻辑不变，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



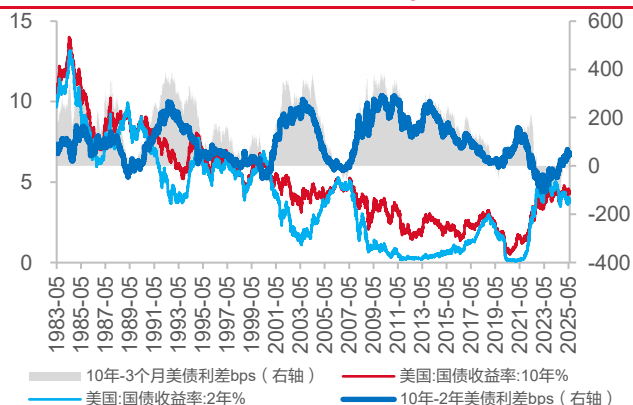
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX与金价，美元/盎司



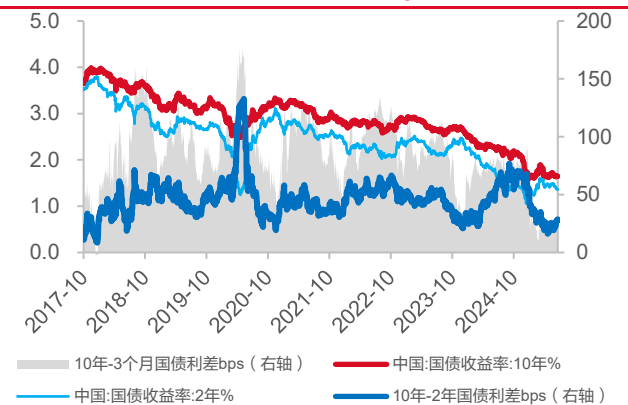
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



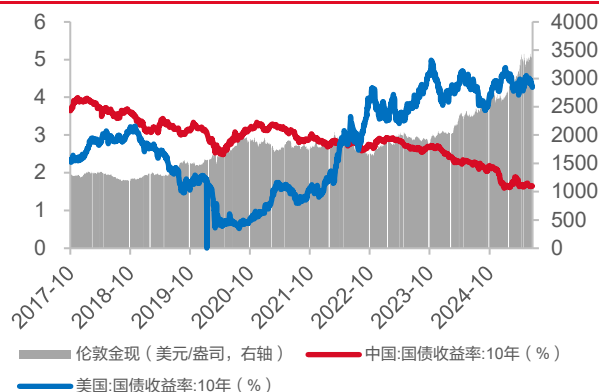
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%



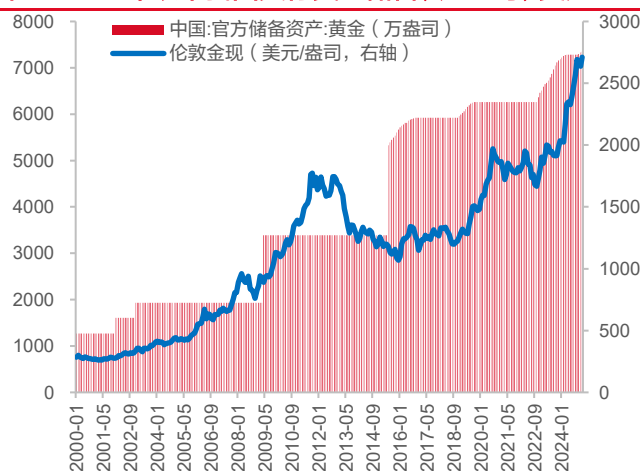
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	95.3%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	66.2%	30.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	43.6%	43.4%	11.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	32.6%	43.4%	19.6%	2.9%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	12.5%	36.4%	35.0%	13.7%	1.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	8.6%	28.6%	35.5%	20.6%	5.7%	0.6%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	12.7%	30.0%	32.4%	17.5%	4.7%	0.5%
2026/6/17	0.0%	0.0%	1.3%	8.8%	23.6%	31.5%	23.1%	9.5%	2.0%	0.2%
2026/7/29	0.0%	0.5%	3.9%	13.8%	26.3%	28.6%	18.4%	6.9%	1.4%	0.1%
2026/9/16	0.2%	1.8%	7.8%	18.7%	27.2%	24.6%	13.9%	4.8%	0.9%	0.1%
2026/10/28	0.2%	1.6%	7.2%	17.6%	26.4%	24.9%	15.0%	5.7%	1.3%	0.2%
2026/12/9	0.7%	3.7%	11.0%	20.8%	25.8%	21.3%	11.6%	4.1%	0.9%	0.1%

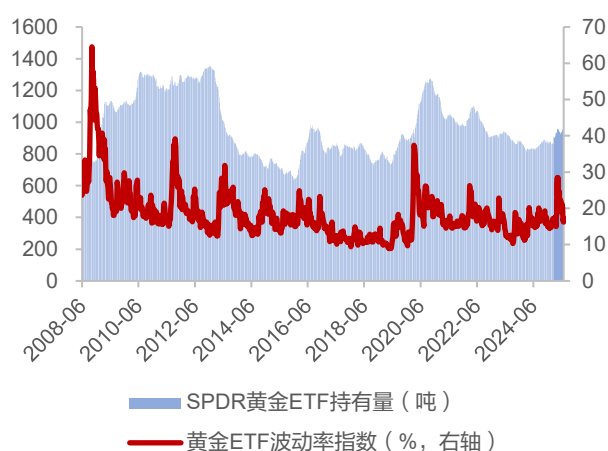
资料来源：CME，东海证券研究所

图18 2000 年以来我国央行黄金储备，万盎司，美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量，吨，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年,金属精炼铜价格震荡上行,7 月 4 日,SHFE 电解铜连续合约结算价格为 80444 元/吨,较上一周价格环比增长 2.1%,价格与去年同比增长 1%;LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9944 美元/吨。金属铜价格本周增幅明显。7 月 4 日,我国铜精矿干净料(25%Cu)远期现货综合价格指数约为 2620.4 美元/干吨,价格环比上升 1.6%,同比上升 7.4%。铜精矿价格较上周价格进一步提升,冶炼成本增加。

2025 年 5 月,我国电解铜产量约为 114.17 万吨,环比增长 2.9%,同比增幅 16.3%,生产能力复苏水平较上期增长明显,下游需求维持旺盛状态。2025 年 5 月,我国电解铜产能为 1648 万吨,产能利用率为 82.25%。2025 年 5 月我国电解铜产量和需求缺口约为 21.52 万吨,缺口较上期同比缩减,供给能力增强。我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 7 月 4 日,电解铜现货库存为 12.65 万吨,和上周环比下滑 4%,同比下滑 69%,港口库存约为 44 万吨,环比下跌 10%,港口库存因生产需求变化明显减少。受政策和市场消费预期影响铜精矿港口库存增多但电解铜现货库存持续下滑,2024 年以来,精矿港口库存和金属铜现货库存几乎呈现反向变化。

2025 年 7 月 4 日当周,我国 SHFE 电解铜持仓量为 220085.2 手,环比增长 29.1%,本周持仓量回升;成交量为 189615.8 手,环比上升 5.6%,电解铜的市场持仓交易成交情绪

增幅明显。2025 年 5 月，沪铜单边交易交割量为 50825 吨，低于去年同期交割水平。主要原因是 2025 年开始，升贴水下跌，现货铜价格相对期货价格走低，期货价格与现货价格趋于一致，市场参与者在现货市场交易数量变多。长期交割量持续下降或将导致基差进一步扩大。

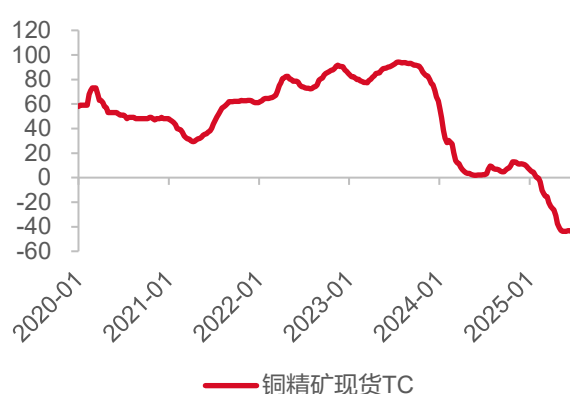
全球部分地区政策和铜生产情况存在不确定性，全球铜金属供应相对紧缺，铜矿现货加工费走高，短期内铜矿供不应求的现状难以缓解。近期主要受智利铜矿罢工导致供应收紧和中国制造业 PMI 超预期提振需求影响，库存下降支撑价格走强。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨



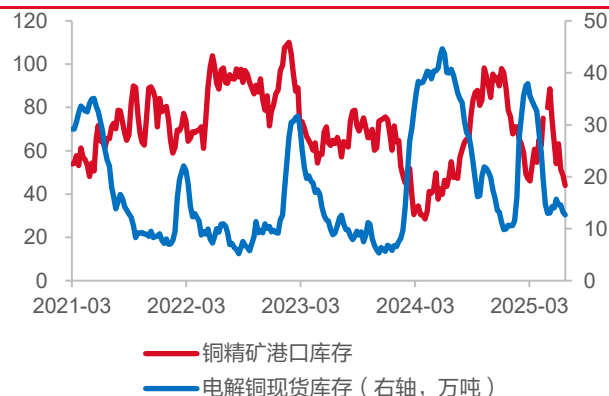
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿现货加工 TC，美元/千吨



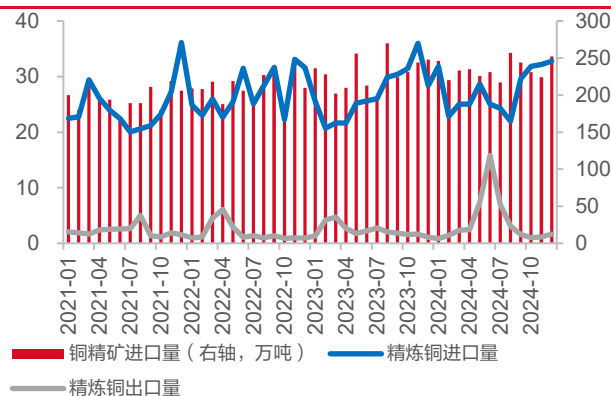
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨



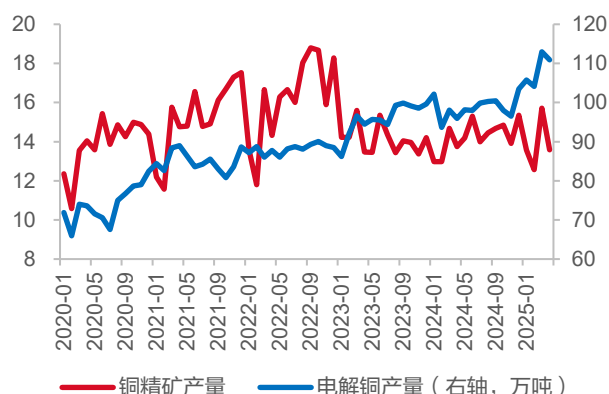
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国铜精矿和精炼铜进出口，万吨



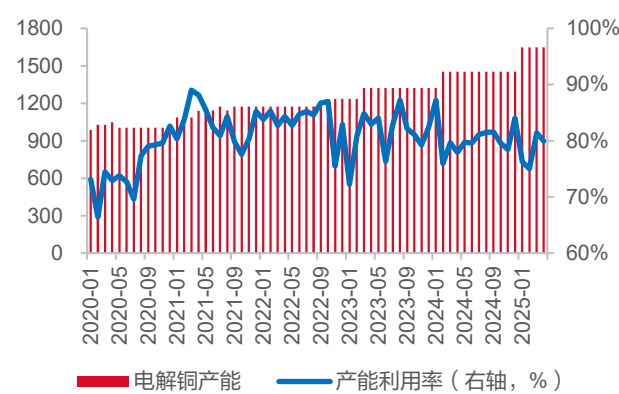
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨



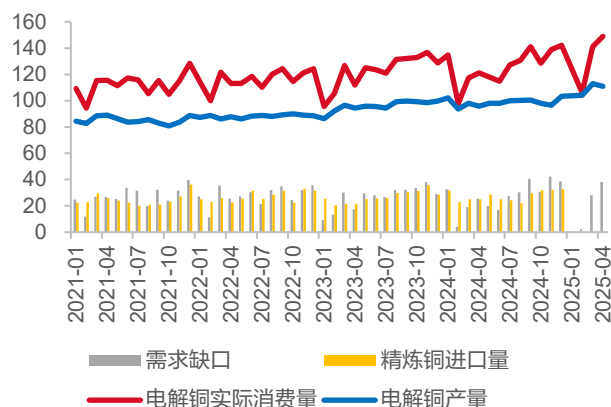
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%



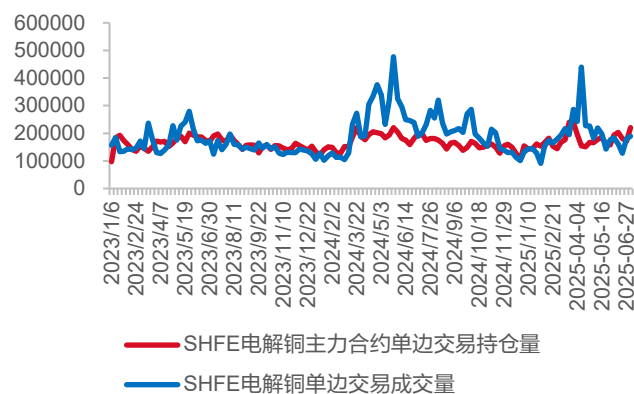
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



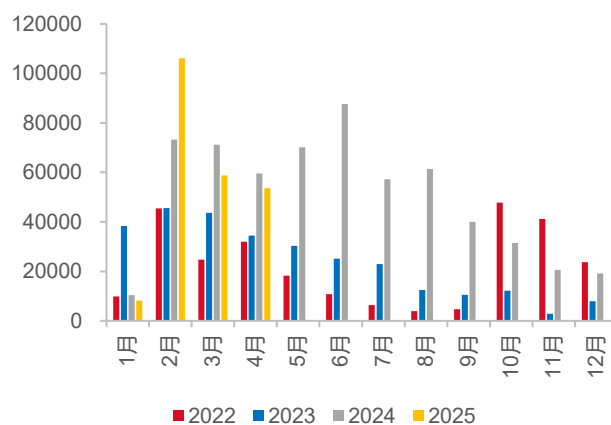
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



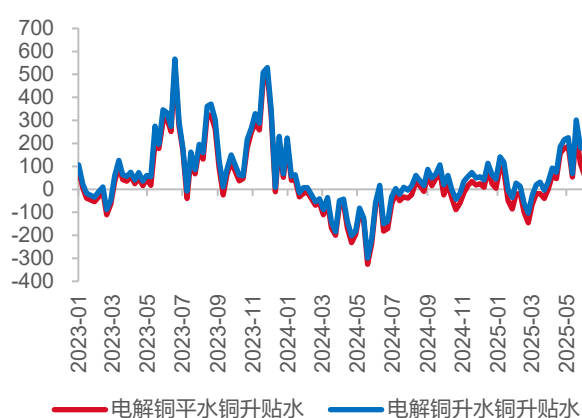
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

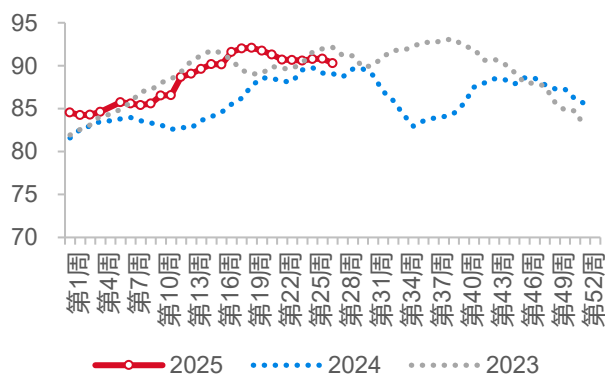


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

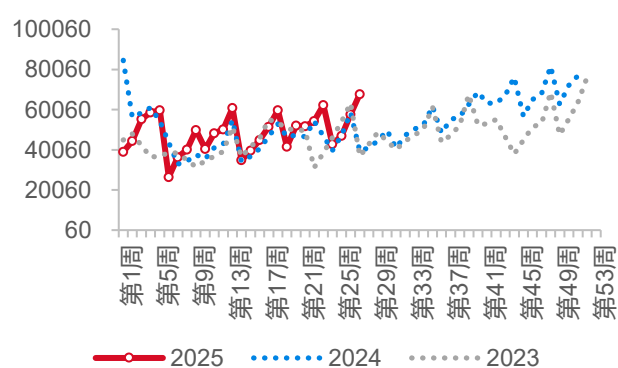
4.1.行业高频跟踪

图30 247 家钢厂高炉产能利用率，%



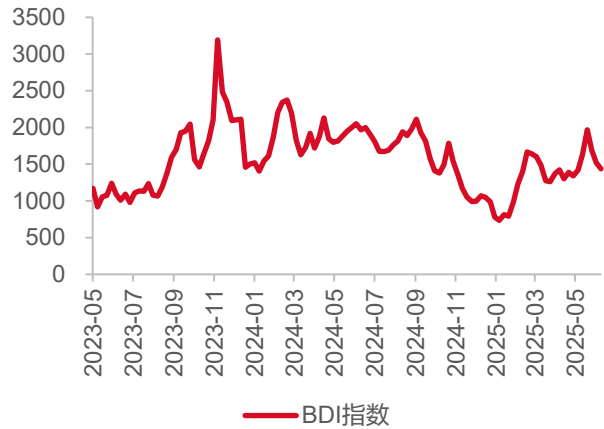
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



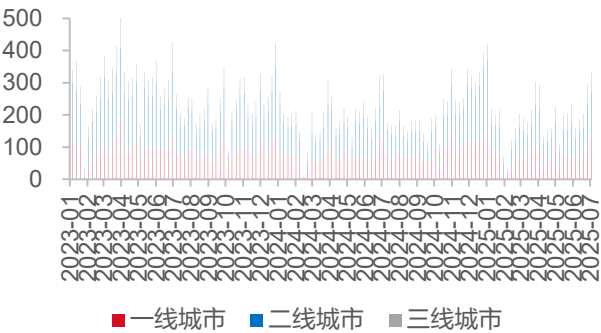
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



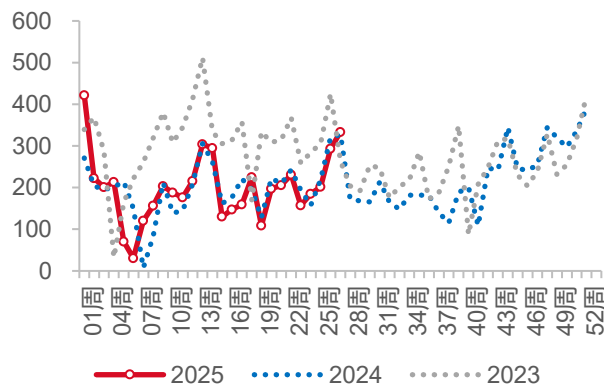
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



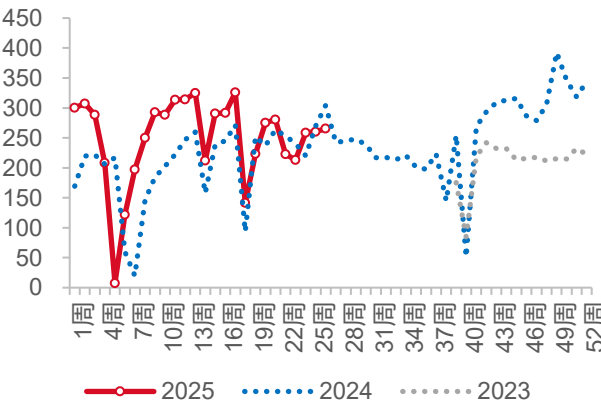
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30 城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14 城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化(pct)	单位	7/4	6/27	6/20	6/13	6/6	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	13.7	1.9	万平方米	333	293	202	185	157	
	一线城市	33.9	3.2	万平方米	131	98	64	63	59	
	二线城市	4.5	-5.9	万平方米	140	134	97	90	68	
	三线城市	1.5	21.3	万平方米	62	61	41	32	31	
消费	国内航班执飞	4.0	1.3	架次	96816	93062	87023	87484	87720	
	国际航班执飞	2.3	14.9	架次	12841	12549	12130	12540	12963	
	电影票房	45.4	7.9	万元	69565	47853	32673	27220	60277	
	观影人次	39.3	12.1	万人次	1767	1268	786	697	1538	
外需	BDI指数	-5.6	-27.0	/	1436	1521	1689	1968	1633	
	CCFI指数	-1.9	-33.2	/	1343	1369	1342	1243	1155	
物价	南华工业品价格指数	0.3	-14.9	/	3546	3536	3568	3460	3416	
	螺纹钢	1.8	-15.2	元/吨	3035	2981	2984	2974	2956	
	水泥价格指数	-1.7	-4.8	/	111.63	113.57	115.36	115.58	114.57	
	南华农产品价格指数	0.0	0.1	/	1082	1081	1063	1063	1056	
	猪价	0.8	-16.2	元/公斤	20.38	20.23	20.29	20.33	20.63	
	7种重点水果	-0.8	2.7	元/公斤	7.36	7.42	7.62	7.72	7.89	
	鸡蛋	-2.5	-20.4	元/公斤	7.13	7.31	7.24	7.35	7.66	
	28种重点蔬菜	-0.5	-5.0	元/公斤	4.35	4.37	4.36	4.34	4.34	
生产开	PTA	0.5	2.5	%	79.13	78.61	81.55	83.25	78.63	
	纯碱	-0.9	-3.5	%	81.32	82.21	86.57	84.90	80.76	
	浮法玻璃	0.7	-7.0	%	75.68	75.00	75.34	75.42	75.53	
	江浙织机	-0.9	-8.8	%	58.09	59.01	60.67	61.02	61.26	
	半钢胎	-7.6	-9.0	%	70.41	78.05	78.29	77.98	73.86	
	全钢胎	-1.9	1.6	%	63.75	65.64	65.48	61.24	63.47	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<沪深 300<上证 180<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平, %

指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
创业板指	14.01	32.63	27.25	4.10
创业板 50	21.37	31.79	29.65	4.61
中证 1000	47.50	38.85	21.06	2.11
中证 500	50.01	28.94	31.45	1.89
沪深 300	69.81	13.23	31.90	1.38
上证 180	71.25	11.55	29.49	1.20
上证 50	77.83	11.32	47.52	1.24
科创 50	97.23	136.27	43.54	4.52

资料来源: 同花顺, 东海证券研究所, 分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值(PE)分位数水平: 周期: 交通运输<有色金属<公用事业。消费: 农林牧渔<食品饮料<美容护理。高端制造: 家用电器<机械设备<汽车。科技: 通信<电子<传媒。金融(PB): 房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	钢铁	0.00	-183.96	38.46	0.97
	交通运输	13.22	16.34	19.96	1.37
	有色金属	16.26	20.61	29.76	2.33
	公用事业	22.01	18.62	34.65	1.74
	石油石化	25.01	11.52	30.46	1.15
	环保	54.44	34.22	11.18	1.57
	建筑装饰	56.89	10.92	4.48	0.78
	煤炭	62.26	12.87	52.83	1.40
	基础化工	80.76	31.14	40.89	1.92
	建筑材料	83.57	36.35	5.47	1.07
消费	农林牧渔	3.38	20.90	6.32	2.43
	食品饮料	14.48	20.96	16.91	4.10
	美容护理	42.84	44.84	10.35	3.11
	纺织服饰	59.47	35.09	14.63	1.78
	商贸零售	74.89	56.35	30.41	1.77
	社会服务	75.31	64.16	11.20	2.86
	轻工制造	76.11	48.14	18.25	2.05
	医药生物	86.52	49.19	10.33	2.91
	家用电器	29.17	15.38	20.16	2.38
	机械设备	49.58	38.31	45.46	2.40
高端制造	汽车	70.12	34.97	81.90	2.80
	国防军工	86.67	153.21	77.88	3.73
	电力设备	92.67	67.41	20.97	2.44

科技	通信	32.86	23.87	33.59	2.05
	电子	70.78	62.60	55.43	3.74
	传媒	77.74	78.51	30.43	2.50
	计算机	92.71	226.19	43.10	4.05
金融地产	房地产	0.00	-6.52	6.64	0.81
	非银金融	7.21	13.46	19.62	1.45
	银行	96.42	7.47	33.76	0.75

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来

注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

5.1.6 月 PMI：温和修复趋势延续

6 月，我国制造业 PMI 为 49.7%，前值 49.5%；非制造业 PMI 为 50.5%，前值 50.3%。

制造业 PMI 继续在荣枯线以下修复。6 月制造业 PMI 继续回升，主因关税冲击缓和后的低位修复。环比 0.2%，持平于近 5 年同期均值。

供需均位于荣枯线以上。需求方面，6 月新订单指数回升至 50.2%（+0.4pct），重回荣枯线上方；新出口订单指数 47.7%（+0.2pct），也有小幅的回升；供给方面，生产指数回升至 51.0%（+0.3pct）。从绝对水平来看，供强于需的趋势未变。

价格水平回升。6 月积极的是价格指数有所回升，主要原材料购进价格指数（48.4%，+1.5pct）以及出厂价格指数（46.2%，+1.5pct）在连续 3 个月下跌后小幅回升，不过仍低于荣枯线。或反映 PPI6 月环比降幅可能有所收窄。

中下游恢复较好，上游仍低于荣枯线。装备制造业、消费品行业 PMI 均继续维持在荣枯线以上，且均较前值小幅回升 0.2pct。高技术制造业 PMI50.9%，持平于前值。基础原材料 PMI 荣枯线以下有所回升，但依然明显低于其他三大行业，上游景气度总体仍然承压。

我们继续从关税冲击前后的修复角度，来观察制造业 PMI 等主要分项。6 月包括制造业 PMI、生产、新订单、新出口订单、出厂价格、主要原材料购进价格均仍低于 2025Q1 均值；分企业类型来看，大型企业恢复至 2025Q1 平均水平、中型及小型企业仍低；分行业来看，高技术、装备制造、消费品均高于 2025Q1 均值，基础原材料仍低。

非制造业 PMI 回升，强于季节性。6 月非制造业 PMI 较前值上升 0.2%，高于近 5 年同期均值（剔除 2022 年异常值后-0.7%）。分项上服务业、建筑业均强于季节性。

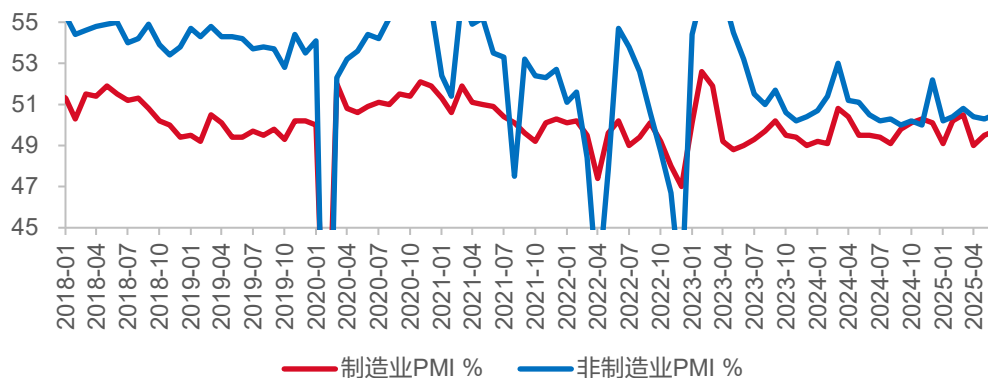
假期效应减退，金融相关服务业位于高景气区间。服务业 PMI50.1%，较前值-0.1pct。行业上五一假期过后与居民出行消费相关的相关行业商务活动指数回落，但电信广播电视及卫星传输服务以及与金融相关的货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数均位于 60.0%以上高位景气区间。

建筑业可能受多雨等天气因素影响季节性回落。6 月建筑业 PMI 回落至 52.8%（+1.8pct），土木工程建筑业商务活动指数回落至 56.7%（-5.6pct）。一方面 6 月多雨等天气原因可能导致建筑业施工受到一定程度影响，季节性回落景气程度仍处相对高位；另一方面地产施工方面的拖累可能仍然较大。

中美贸易缓和的背景下，制造业 PMI 及主要分项指数均延续温和修复的趋势，不过多数未回到 2025Q1 均值水平，或体现年初以来“抢出口”对外需有一定的透支作用。总的来看，

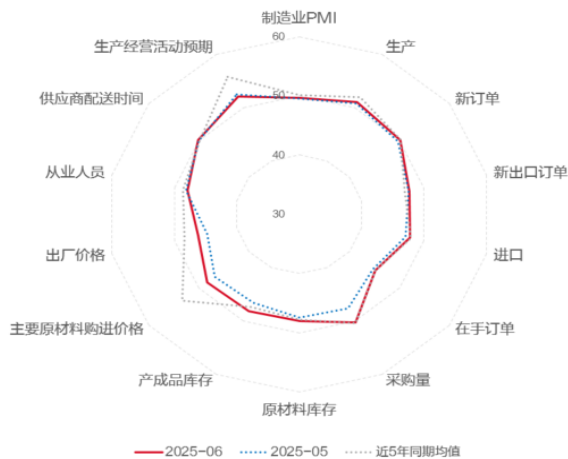
二季度实际 GDP 增速或维持在 5% 以上，但下半年出口增速中枢可能下行，扩内需的重要性可能进一步提升，短期关注 7 月底政治局会议对下半年经济政策的部署。

图39 制造业及非制造业 PMI，%



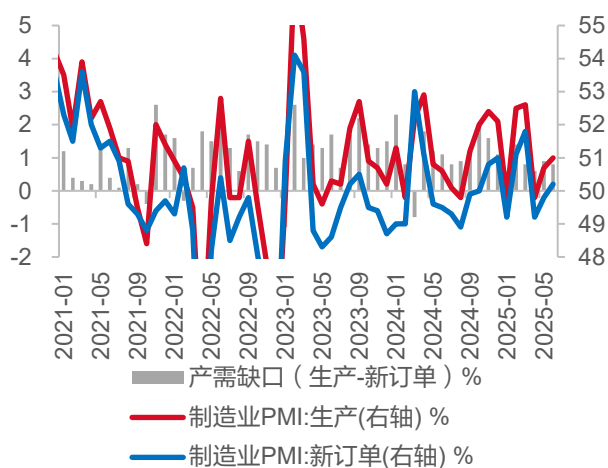
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图40 制造业 PMI 各分项，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图41 制造业 PMI 生产、新订单指数及产需缺口，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.2.美国 6 月非农：私人部门疲软显露，政府部门撑起半边天

美国 6 月季调后非农就业人口新增 14.7 万人，预期 11.0 万人，前值 14.4 万人。6 月失业率先从前值 4.2% 下降至 4.1%。

美国 6 月非农虽然总体强劲，但私人部门就业市场降温不容忽视。美国非农就业虽超预期新增 14.7 万人，表面上和 ADP 就业数据呈现出两极分化，但细分来看，6 月就业数据主要是受到州政府和地方政府岗位扩招支撑。相反，6 月非农私人部门新增就业人数从前值 13.7 万人下跌至 7.4 万人，跌幅近乎过半。从私营这点来看，劳工部非农和 ADP 数据为我们传达的信息其实是一致的——美国经济开始逐步走弱。

制造业和批发业或受“库存积压”影响而就业减少。制造业就业市场在 6 月继续降温，新增就业为-0.7 万人。同时，批发部门新增就业由前值 0.4 万人转为-0.7 万人。由于美国需求端疲软和前期企业“屯库存”共同影响，库存积压问题在制造端和批发端尤其显著。我们认为短期内制造批发端的库存积压问题或使得相应企业不得不采取裁员措施来进行营运周转。

服务业新增就业降幅超半。服务部门 6 月新增就业 6.8 万人，较前值新增人数（14.1 万人）回落超 53%。其中，教育保健和住宿餐饮部门降幅最为明显。教育保健部由前值 8.3 万

人下滑至 5.1 万人；住宿餐饮由前值 1.4 万人大幅回落至 0.5 万人。除此之外，专业技术新增就业由前值-0.2 万人下滑至-0.7 万人，或是受到 6 月美国科技企业进行规模性裁员的影响。

政府部门新增就业大幅增加。政府部门 6 月新增就业从前值 0.7 万人大幅提高到 7.3 万人。其中联邦政府裁员规模边际放慢，新增就业由前值-2.5 万人提升至-0.7 万人；州政府新增就业由前值 0.7 万人提高到 4.7 万人；地方政府新增就业由前值 2.5 万人提高到 3.3 万人。我们认为这或是政府财政政策由上半年“开源节流”转向“开支扩张”的信号。同时，《美丽大法案》的签署通过或是成为政府部门扩张就业岗位的背后支撑。

失业率下降，时薪增速放缓。U3 失业率由前值 4.2%下降至 4.1%，其主要是受到非自愿性失业和再就业人数减少的影响。同时，劳动参与率继续下滑至 62.3%，录得 2023 年以来最低值。时薪增速在 6 月降温较为明显。其中耐用用品制造部门和教育保健部门下滑最为严重，分别由前值 0.4%和 0.5%回落至-0.3%和-0.1%。而信息咨询部门时薪则由于 6 月地缘政治和政府法案或政策的频繁变动而保持高增速，环比由前值 0.7%上升至 0.9%。

私人部门的疲软和政府部门的扩张释放出两个不同的信号。如同我们在 5 月非农报告《就业表面虽有韧性，背后暗涌仍勿忽视》中强调的，美国消费需求端疲态容易被良好的总体就业给忽视掉。6 月私人部门就业市场的迅速降温给到信号——美国劳动力市场的供需紧张程度已经得到较大缓解。与此同时，政府部门的大幅扩招或是释放美国下半年宽松财政的信号。

市场回吐上周的降息预期交易。6 月非农数据出炉后，市场回吐上周的降息预期交易，转而重现年初的“特朗普交易”情景。CME Fedwatch 显示，9 月降息 25bp 概率由 71.5%下降至 68.3%，同时 9 月不降息概率由 4.8%上升至 28.4%。我们认为《美丽大法案》的签署通过以及政府部门的强劲就业数据预示着特朗普竞选口号的兑现。市场从近两月中的“TACO（Trump Always Chickens Out，特朗普总是退缩）交易”中脱离出来，转而投向当初的“特朗普交易”中，促使美债收益率上升，美元上升，黄金下跌。

图42 美国非农就业岗位和时薪增速按部门拆分

	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月	趋势	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月
新增非农就业人数	111.0	102.0	120.0	158.0	144.0	147.0							
私人部门	79.0	107.0	114.0	133.0	137.0	74.0		0.4	0.2	0.3	0.2	0.4	0.2
生产	-11.0	24.0	5.0	2.0	-4.0	6.0		0.5	0.3	0.6	0.0	0.4	0.1
采矿伐木	-3.0	4.0	-1.0	2.0	-3.0	-2.0		0.7	-0.1	0.0	-0.2	0.4	0.1
建筑	-3.0	12.0	5.0	0.0	6.0	15.0		0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
制造	-5.0	8.0	3.0	0.0	-7.0	-7.0		0.6	0.4	0.8	-0.2	0.4	-0.1
制造：耐用用品	-7.0	6.0	-2.0	3.0	-7.0	-5.0		0.7	0.4	1.1	-0.4	0.4	-0.3
计算机/电子设备	-2.3	-2.1	1.1	-3.0	-0.4	-4.9							
运输设备	-11.9	3.3	-1.1	-2.1	-0.8	1.5							
服务	90.0	83.0	109.0	131.0	141.0	68.0		0.4	0.2	0.3	0.2	0.4	0.2
贸易运输和公用事业	54.0	22.0	-8.0	-2.0	4.0	3.0		0.4	0.2	0.6	0.2	0.3	0.1
批发	-4.3	7.1	-4.8	1.3	3.7	-6.6		0.2	0.4	0.6	0.4	0.4	0.2
零售	35.7	-3.8	16.4	4.7	-7.1	2.4		0.4	0.3	0.8	0.2	0.2	0.1
运输和仓储	21.3	18.3	-20.7	-7.6	4.5	7.5		0.3	0.2	0.3	0.4	0.1	0.0
公用事业	1.4	0.8	1.5	-1.2	2.8	0.6		0.0	-0.2	0.1	-0.6	0.0	0.4
信息咨询	-4.0	0.0	-2.0	1.0	5.0	3.0		0.7	0.1	-0.1	0.7	0.7	0.9
金融活动	14.0	15.0	3.0	5.0	10.0	3.0		0.5	0.3	0.6	0.3	0.5	0.1
房地产和租赁	4.2	5.5	-1.3	1.3	-0.4	-0.4							
专业和商业	-35.0	15.0	-11.0	27.0	0.0	-7.0		0.2	0.3	0.3	0.2	0.5	0.5
专业技术	-2.4	-7.2	3.5	4.7	-2.7	-7.4							
教育和保健	62.0	65.0	65.0	85.0	83.0	51.0		0.3	0.1	-0.1	0.3	0.5	-0.1
休闲和住宿	-14.0	-34.0	45.0	18.0	29.0	20.0		0.6	0.2	0.6	0.0	0.1	0.2
住宿和餐饮	-28.9	-36.8	36.6	16.0	13.8	5.2							
艺术和娱乐	14.7	3.1	8.3	1.8	15.4	15.1							
其他	13.0	0.0	17.0	-3.0	10.0	-5.0		0.6	0.0	-0.6	0.2	0.4	0.5
政府部门	44.0	-5.0	6.0	25.0	7.0	73.0							
联邦	3.0	-13.0	-11.0	-13.0	-25.0	-7.0							
州政府	12.0	-10.0	1.0	11.0	7.0	47.0							
地方政府	17.0	18.0	16.0	27.0	25.0	33.0							

资料来源：BLS，东海证券研究所

5.3.美国《美丽大法案》落地

《美丽大法案》于美国当地时间7月3日通过众议院表决，进入最后总统签字程序。法案永久延长了2017年《减税与就业法案》（TCJA）中在今年年底到期的个人企业税改条款。据CBO统计测算，TCJA条款延长会令政府的个人企业税款收入在未来十年减少超4.6万亿美元。除此之外，法案在国土安全，武装部队以及司法部门均有额外财政支出计划。财政支出削减方面，法案全面取消了拜登时期的电动汽车及气候项目税收抵免，并且大幅削减医疗补助计划（Medicaid），两项措施预计在未来十年内削减财政开支超1.6万亿美元。同时，《美丽大法案》一次性将美国债务上限提高5万亿美元，为史上最大“增幅”。当前财政困境扫清了道路。

我们预计短期内，美国财政部将超量发行短债借以支持TGA余额充足。这可能对隔夜逆回购账户以及存款准备金账户造成一定的流动性冲击。如果准备金账户充裕率持续低于12%（美联储定义的“充足准备金下限”）甚至下降超过10%水平（美联储定义的“稀缺准备金上限”），我们认为美联储或会不得已配合财政部的宽松政策，调整当前量化紧缩（QT）的政策力度，以呵护市场流动性。

图43 分行业工业企业利润当月同比及变化，%，%

主要项目	赤字增加（-）/减少（+），十亿美元，FY2025-2034		
	参议院版本（最终通过）	众议院版本（5月22日）	差额
税率削减	-2193	-2177	-16
标准扣除额度上调	-1425	-1308	-117
废除个人及受抚养人免税额度	1900	1870	30
儿童税收抵免	-817	-797	-20
上调SALT税收抵免额度	-145	-280	135
小计：延长TCJA个人条款	-3852	-3874	22
小计：恢复TCJA企业条款	-772	-270	-502
小费税削减，至2028年	-32	-40	8
加班税削减，至2028年	-90	-124	34
设立“特朗普账户”，至2028年	-15	-17	2
小计：新增个税减免	-417	-396	-21
小计：新增企业税减免	-285	-249	-36
废除电动车税收抵免	192	191	1
废除并改革IRA其他抵免	104	113	-9
小计：废除IRA及其相关税收减免	543	553	-10
医保削减	1074	1007	67
财政委员会总计	-3545	-2941	-604
武装部队	-150	-144	-6
国土安全和政府事务条款	-129	-112	-17
司法部门	-9	37	-46
医疗、教育、劳工和养老金（HELP）	278	383	-105
初步赤字影响	-3366	-2416	-950
利息	-713	-551	-162
总计赤字影响	-4100	-3000	-1100
总计赤字影响（如果期限条款变为永久性）	-5500	-5000	-500

资料来源：CRFB，CBO，东海证券研究所

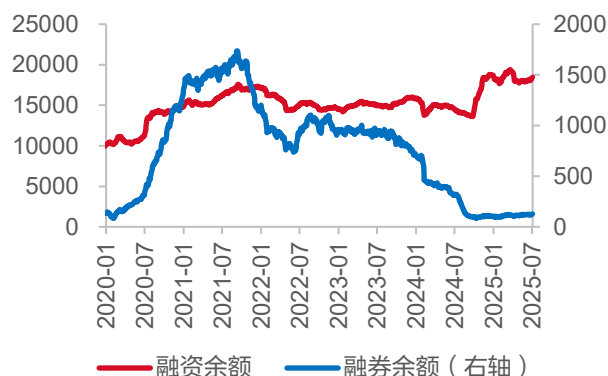
5.4.资金及流动性跟踪

融资余额增长。7月3日，融资余额18463.82亿元，较上周末增长189.42亿元。

基金仓位环比下降。7月4日当周，据同花顺数据，普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为80.36%、76.29%，分别较上周下跌0.92%、0.7%。

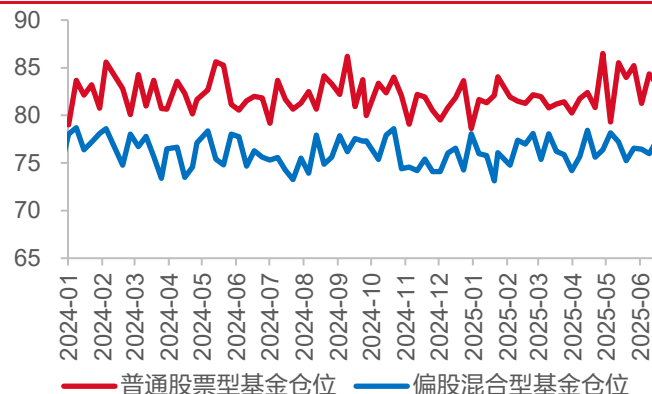
资金利率回落。7月4日当周，DR007周均为1.5713%，较上周环比下降7.90个BP。SHIBOR3M周均为1.6161%，较上周环比下降1.35个BP。

图44 两融余额，亿元，亿元



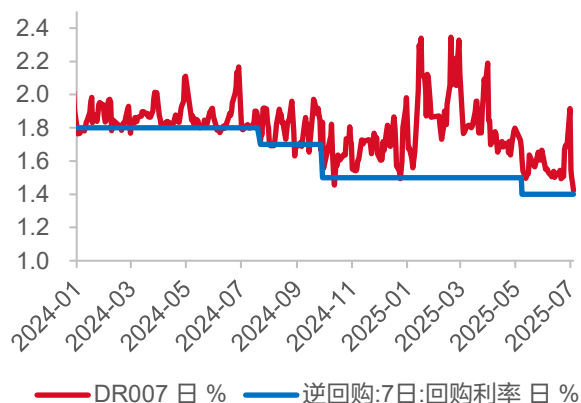
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图47 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.5.美国流动性及利率跟踪

从量的角度，截至7月2日当周，美国金融流动性呈现略微收紧的趋势。美联储负债端的TGA账户本周盈余376.5亿美元，同时隔夜逆回购账户新增471亿美元，两者共同吸收了较多流动性，使得我们跟踪的美国流动性指数当周减少878亿美元。《美丽大法案》通过后，预计后续TGA账户余额或受美短债发行而上升，会在短期内从隔夜逆回购账户和存款准备金账户中吸收较大市场流动性。我们认为美联储方面可能会视市场流动性需求而重新审定调整量化紧缩（QT）政策，呵护市场流动性。

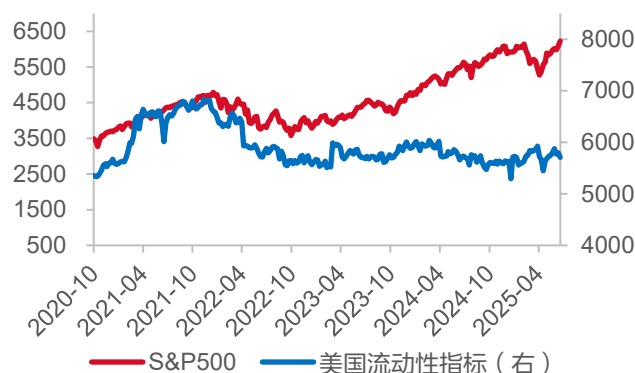
从价的角度，截至7月4日，美国货币市场流动同样呈现收紧趋势，这或是由于《美丽大法案》的通过预示特朗普竞选口号的兑现，导致市场趋向于年初的“特朗普交易”。SOFR先在周中上行至4.45%，达到年内最高值，随后回落至4.40%，位于IORB线上。SOFR-FFR利差保持在7bp，依然年内高位，表明回购市场流动性依然相对紧张。房地产市场方面，由于住房市场的持续降温，30年期和15年期的住房抵押贷款利率分别下降10bp和9bp至6.67%和5.80%。

图48 美国存款准备金占比银行总资产，%



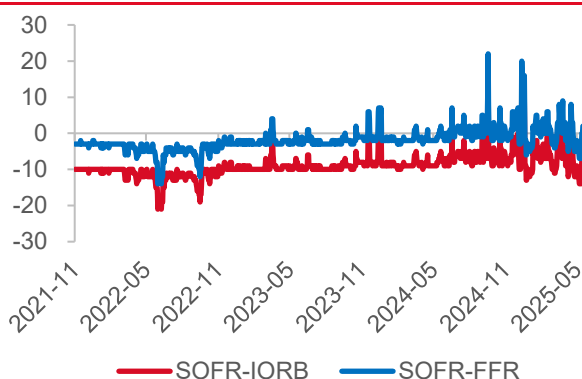
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图49 美国金融流动性指标，十亿美元



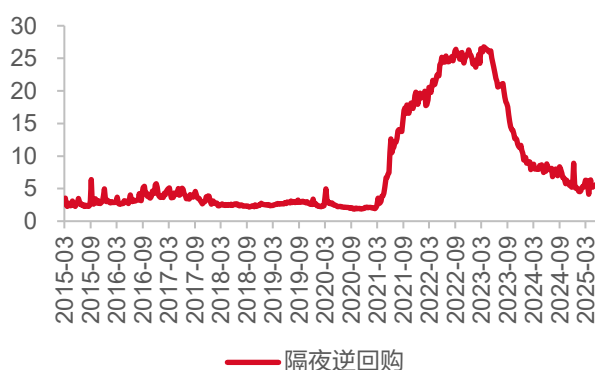
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图50 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差，bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图51 美联储隔夜逆回购协议，十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6. 市场资讯

6.1. 海外市场资讯

1) 7月1日，美国总统特朗普表示，不考虑延长7月9日关税谈判截止日期；7月9日之前可能无法与日本达成协议；日本可能面临30%或35%的关税；有两到三个候选人可以担任美联储主席。可能将与印度达成协议。

2) 7月3日，美国总统特朗普在社交媒体上表示，美国已经与越南达成贸易协议。特朗普称，美国将对越南出口到美国的产品征收20%的关税。越南将对美国“完全开放市场”。

3) 7月4日，美国总统特朗普签署“大而美”税收和支出法案，使其生效。

4) 7月4日，美国总统特朗普表示，美国政府将从当天起开始致函贸易伙伴，设定新的单边关税税率。特朗普称，新关税“十有八九”从8月1日开始生效。从4日开始，美国将向多个国家发出信件，预计当天会有“10或12封”发出，更多信件将在未来几天寄出。对于将设定的新关税，特朗普说，“关税税率可能从60%、70%到10%、20%不等”。

5) 7月1日，美联储主席鲍威尔表示，大多数美联储官员预计今年将降息，时点取决于数据；当前政策具有适度限制性，经济与就业保持稳固。

6) 7月3日，西门子公司称，美国商务部已通知全球三大芯片设计软件供应商——新思科技、楷登电子和西门子，此前要求其在华业务必须申请政府许可的规定现已撤销。

7) 美国 6 月 ISM 制造业 PMI 为 49, 预期 48.8, 前值 48.5。

8) 6 月 30 日, 加拿大取消数字服务税, 以推进与美国贸易谈判。加拿大总理卡尼与美国总统特朗普一致同意, 各方将重启谈判, 以期在 2025 年 7 月 21 日前达成协议。

9) 欧元区 6 月 CPI 初值同比升 2%, 预期升 2%, 5 月终值升 1.9%; 环比升 0.3%, 预期升 0.3%, 5 月终值持平。欧元区 6 月核心 CPI 初值同比升 2.4%, 预期升 2.4%, 5 月终值升 2.4%; 环比升 0.3%, 5 月终值升 0.1%。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.2.国内市场资讯

1) 7 月 1 日, 国家主席习近平主持中央财经委会议, 强调推进全国统一大市场“五统一、一开放”, 治理无序竞争, 优化产能和制度体系; 推动海洋经济创新协同发展, 强化科技支持, 优化港口布局, 深化国际合作。

2) 国务院总理李强将应邀于 7 月 5 日至 8 日赴巴西里约热内卢出席金砖国家领导人第十七次会晤。应埃及总理马德布利邀请, 国务院总理李强将于 7 月 9 日至 10 日对埃及进行正式访问。

3) 国家发展改革委近日安排超 3000 亿元支持 2025 年第三批“两重”建设项目。至此, 今年 8000 亿元“两重”建设项目清单已全部下达完毕。

4) 7 月 3 日, 工信部部长李乐成主持制造业座谈会, 强调依法治理光伏行业低价无序竞争, 推动落后产能退出。企业应聚焦技术创新和质量安全, 拓展应用, 加强国际合作, 打造下一代光伏竞争优势, 提升全球影响力。

5) 7 月 4 日, 商务部发公告称, 自 2025 年 7 月 5 日起, 对原产于欧盟的进口相关白兰地征收反倾销税。

6) 上交所召开落实科创板“1+6”政策股权投资机构座谈会, 加快推动改革落地见效, 构建更有利于支持科技创新的资本市场生态。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1) 《轻资产、高研发投入认定标准》印发。主要内容: 一是“轻资产”认定标准: 固定资产等占总资产比重不高于 20%可认定为轻资产; 二是“高研发投入”标准: 近三年研发投入占收入比不低于 15%, 或累计投入不低于 3 亿且占比不低于 3%; 三是风险警示公司, 募集资金用于流动资金或偿债比例不得超过 30%。

2) 《关于境外投资者以分配利润直接投资税收抵免政策的公告》印发。境外投资者以中国居民企业分配利润用于境内直接投资, 可在 2025 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日期间, 按投资额的 10%抵免当年应纳税额, 不足部分可结转至以后年度。

3) 《横琴粤澳深度合作区产业发展规划(2025-2029 年)》印发。明确支持企业赴澳门发行债券, 推动内地地方政府和企业到澳发行各类债券, 助力澳门建设以人民币、澳门元计价的国际债券市场。

4)《支持创新药高质量发展的若干措施》印发。提出三点：一是支持医保数据用于创新药研发,推动医保数据共享与利用;二是健全医保药品目录动态调整机制,定期优化目录;三是加强药品准入政策指导,畅通医保部门与创新药企沟通渠道。

(信息来源:同花顺、Wind、央视新闻)

7.财经日历

图52 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
7/7	待定	中国	6月外汇储备(亿美元)	32852.55	33380
7/7	待定	中国	6月黄金储备(万盎司)	7383	
7/9	09:30	中国	6月PPI:同比(%)	-3.3	-3.19
7/9	09:30	中国	6月CPI:同比(%)	-0.1	0
7/9	待定	美国	7月美国对等关税暂停期结束		
7/10	02:00	美国	7月美联储公布货币政策会议纪要		
7/10	待定	中国	6月M2:同比(%)	7.9	8.19
7/10	待定	中国	6月新增人民币贷款(亿元)	6200	17707.5
7/10	待定	中国	6月M1:同比(%)	2.3	2.8
7/10	待定	中国	6月社会融资规模:当月值(亿元)	22870	36751.67

资料来源: Wind, 东海证券研究所

8.风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估,可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性,若关税政策超预期,或导致中国出口规模的下降,影响顺差规模回落,或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性,或导致美国通胀预期走高,影响美联储长期维持高利率,对人民币汇率形成压力,进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响,消费价格同比下降或影响消费预期,工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089