

2025年7月1日

## 大盘震荡中枢有望稳步抬升

2025年7月份投资策略报告

投资策略

月度策略

证券研究报告

### 投资要点：

分析师：费小平

SAC 执业证书编号：

S0340518010002

电话：0769-22111089

邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺

SAC 执业证书编号：

S0340522120001

电话：0769-22118627

邮箱：

yinweiqi@dgzq.com.cn

分析师：曾浩

SAC 执业证书编号：

S0340523110001

电话：0769-22119276

邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

### 市场主要指数 6 月份表现

|        | 收盘点位     | 涨跌幅   |
|--------|----------|-------|
| 上证指数   | 3444.43  | 2.90% |
| 深证成指   | 10465.12 | 4.23% |
| 沪深 300 | 3936.08  | 2.50% |
| 创业板指   | 2153.01  | 8.02% |
| 科创 50  | 1003.41  | 2.70% |
| 北证 50  | 1447.18  | 2.73% |

资料来源：东莞证券研究所，iFinD

### 上证指数月线走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

■ **2025年6月大盘先抑后扬。**6月中上旬，由于伊以冲突的影响，市场一度震荡调整，而后随着地缘局势缓和，市场重回反弹态势。尤其是6月最后一周，沪指强势拉升突破震荡区间，重新站上3400点，两市成交额升至1.5万亿上方。总体上6月科技风格明显占优。截至6月30日，上证指数月K线上涨2.90%，深证成指月K线上涨4.23%，创业板指月K线上涨8.02%，科创50月K线上涨2.70%，北证50月K线上涨2.73%。个股板块涨多跌少，通信、国防军工、有色金属、电子和传媒等板块表现靠前；食品饮料、美容护理、家用电器、煤炭和交通运输等板块表现靠后。

■ **2025年7月份行情研判：大盘震荡中枢有望稳步抬升。**海外方面，美联储6月FOMC会议继续暂停降息的同时上调通胀和失业率预测。我们认为，美国经济依旧稳健，美联储仍有动力维持观望态度，且通胀压力逐步传导，后续关税谈判及其影响存在较大不确定性，美联储暂停降息步伐或有所延续，9月或重启降息。此外，中美伦敦谈判达成“落实框架”，未来中美双方在该框架协议下的科技与经贸博弈仍将持续，关注7月9日、8月12日两个暂缓期窗口。国内方面，尽管国际经贸形势仍充满变数，但国内5月经济基本面依然表现稳健，6月PMI继续回升，展现出较强韧性。但与此同时，国内价格水平偏低、消费内生动能仍待提振、地产止跌企稳基础尚不牢靠等问题依然较为明显，后续外贸仍面临较大不确定性。往后看，考虑到国内经济和出口仍有韧性，二季度实现5%GDP目标的压力较小，预计短期较难出台超预期的增量政策，关注7月底政治局会议定调。市场方面，6月最后一周，沪指强势拉升突破震荡区间，重新站上3400点，并一度创出年内新高，目前两市成交额维持在1.5万亿元附近，短线市场情绪改善，投资者风险偏好有所提升。展望后市，7月中报预告、快报陆续发布，业绩对于个股表现的影响显著。此外，随着中东局势的缓和，市场的关注焦点将转向国内政策、中美关税和美联储降息，这或是中期行情的基础，7月政治局会议依然是重要的观察窗口。因此，在多空因素交织背景下我们对7月大盘谨慎看多，平台震荡的中枢区间有望稳步抬升。

■ **板块上建议关注金融、TMT、基础化工、有色金属、电力设备、机械设备和商贸零售等行业。**

■ **行业配置：超配金融、TMT、基础化工、有色金属等。**综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，7月建议超配：金融、TMT、基础化工、有色金属等。

■ **风险提示：**美联储超预期延长加息缩表进程，收紧国内市场资金面；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1、月度行情回顾 .....                        | 3  |
| 2、2025 年 7 月份市场环境分析 .....             | 4  |
| 2.1 全球经济增长动能趋弱，国内经济维持韧性表现 .....       | 4  |
| 2.2 中美伦敦谈判达成“落实框架”，金融、消费亦有新举措 .....   | 6  |
| 2.3 6 月 LPR 按兵不动，资本市场支持优质科创企业融资 ..... | 8  |
| 3、7 月行情研判：大盘震荡中枢有望稳步抬升 .....          | 9  |
| 4、行业配置：超配金融、TMT、基础化工和有色金属 .....       | 11 |
| 5、风险提示 .....                          | 13 |

## 插图目录

|                        |   |
|------------------------|---|
| 图 1：近期指数走势 .....       | 3 |
| 图 2：6 月份各大指数表现 .....   | 3 |
| 图 3：行业板块 6 月份涨跌幅 ..... | 3 |
| 图 4：国内消费数据 .....       | 5 |
| 图 5：工业增加值增速 .....      | 5 |
| 图 6：PMI 数据 .....       | 6 |
| 图 7：重要股东交易增减持数据 .....  | 8 |

## 1、月度行情回顾

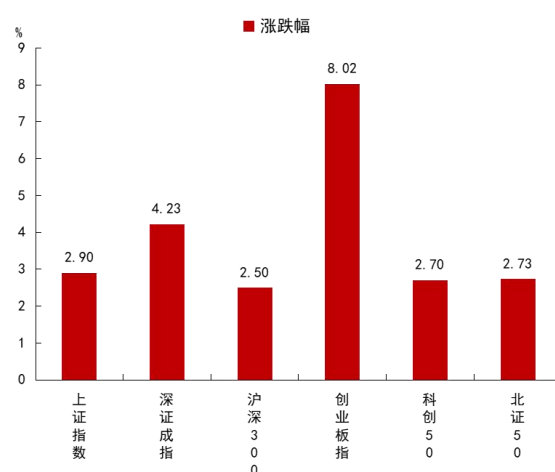
**2025 年 6 月大盘先抑后扬。**6 月中上旬，由于伊以冲突的影响，市场一度震荡调整，而后随着地缘局势缓和，市场重回反弹态势。尤其是 6 月最后一周，沪指强势拉升突破震荡区间，重新站上 3400 点，两市成交额升至 1.5 万亿上方。总体上 6 月科技风格明显占优。截至 6 月 30 日，上证指数月 K 线上涨 2.90%，深证成指月 K 线上涨 4.23%，创业板指月 K 线上涨 8.02%，科创 50 月 K 线上涨 2.70%，北证 50 月 K 线上涨 2.73%。个股板块涨多跌少，通信、国防军工、有色金属、电子和传媒等板块表现靠前；食品饮料、美容护理、家用电器、煤炭和交通运输等板块表现靠后。

图 1：近期指数走势



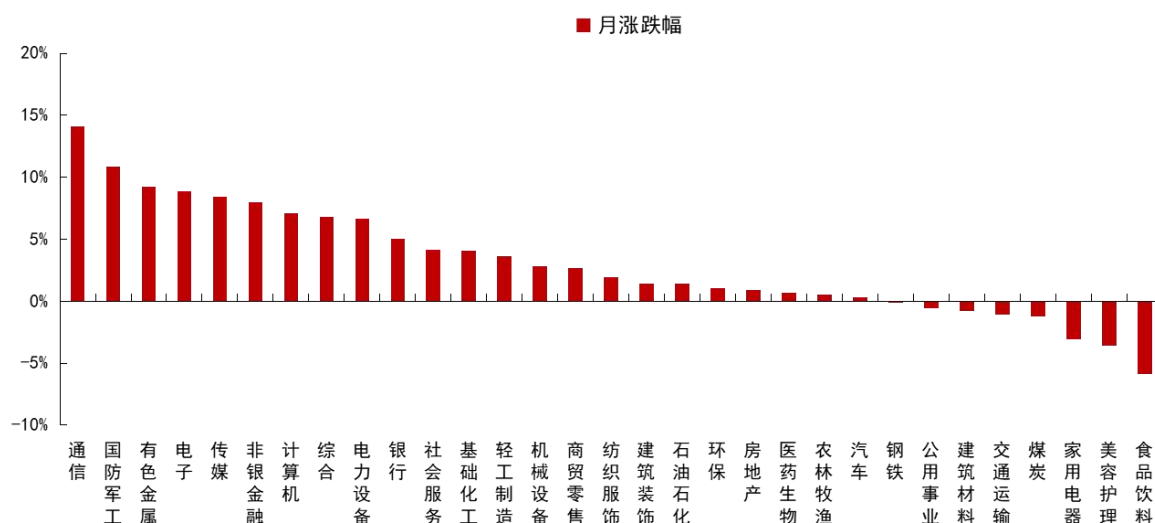
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：6 月份各大指数表现



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：行业板块 6 月份涨跌幅



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2、2025 年 7 月份市场环境分析

### 2.1 全球经济增长动能趋弱，国内经济维持韧性表现

#### （1）海外制造业 PMI 表现分化，美联储继续按兵不动

根据 iFinD 数据显示，5 月摩根大通全球制造业 PMI 指数录得 49.6%，较前值回落 0.2 个百分点，连续两个月落入荣枯线下方，关税负面效应逐步显现。美国方面，季调后，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 52.0%，与前值持平，高于预期的 51.0%；服务业 PMI 初值为 53.1%，较前值回落 0.6 个百分点，高于预期的 52.9%；综合 PMI 指数回落 0.2 个百分点至 52.8%。整体而言，美国制造业 6 月继续保持稳定扩张步伐，但价格压力显著上升，后续需持续关注关税政策对美国经济的韧性以及通胀的影响。欧元区方面，6 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.4%，与前值持平，低于预期的 49.8%，依然处于荣枯线之下的萎缩状态；服务业 PMI 初值录得 50.0%，较前值回升 0.3 个百分点；综合 PMI 初值录得 50.2%，与前值持平但低于市场预期的 50.5%，欧元区经济整体维持弱复苏态势。日本方面，6 月，日本 Markit 综合 PMI 初值录得 51.4%，较前值上升 1.2 个百分点，其中制造业 PMI 上升 1.0 个百分点至 50.4%，服务业 PMI 上升 0.5 个百分点至 51.5%，6 月日本制造业和服务业 PMI 双双反弹。

货币政策上，美联储 6 月 FOMC 会议将联邦基金利率区间维持在 4.25%-4.50%，并下调增长预测、上调通胀和失业率预测，2025 年维持 2 次降息指引，但 2026 年降至 1 次。6 月美联储如期按兵不动，符合市场预期，本次会议释放的增量信息有限，美联储仍保持观望态度，通胀和就业数据仍是关键变量。关注未来两个月贸易谈判结果、财政法案落地情况、伊朗-以色列局势演化。虽然在美国总统频繁施压下，近期美联储内部出现分歧，但迄今为止，仅有两名美联储政策制定者表示可能会支持 7 月份降息。我们认为，美国经济依旧稳健，通胀压力仍在传导，后续关税谈判及其影响仍然存在较大不确定性，美联储降息步伐或继续放缓，2025 年 9 月继续下一次降息。欧洲方面，6 月欧洲央行将三大关键政策利率再度下调 25 个基点，符合市场预期，为连续第 7 次降息。声明指出，欧元区当前的整体通胀水平已接近央行设定的 2% 中期目标。在物价压力持续缓解的同时，外围经济环境趋弱使增长前景承压，政策立场正转向更具灵活性的路径。欧洲央行行长表示，欧元区当前的利率水平已经处于“有利位置”，货币政策周期正在“接近尾声”。我们预计，欧洲央行将在 7 月会议上暂时维持利率不变，并可能在 9 月再次降息，以应对“对等关税”暂缓期结束后的冲击和经济不确定性。

#### （2）5 月国内经济仍有较强韧性，二季度 GDP 或延续良好表现

从供给端来看，5 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.8%，虽较前值放缓 0.3 个百分点，但“两新”政策与“抢出口”共振，生产仍有较强支撑；5 月服务业生产指数同比较前月小幅加快 0.2 个百分点至 6.2%，节日效应下服务业景气度较为乐观。从需求端来看，消费表现好于投资，消费品以旧换新政策效果充分释放，叠加 618 提前、双节等效应提振，5 月社会消费品零售总额同比增长 6.4%，创 2024 年以来增速新高；投资增速持续放缓。1-5 月全国固定资产投资累计同比增长 3.7%，剔除地产投资后增长 7.7%，均较前月放缓 0.3 个百分点。其中 1-5 月房地产开发投资同比-10.7%，

前值-10.3%，地产仍有压力，后续或进一步出台托底政策。此外，制造业投资和基建投资增速放缓，其中 1-5 月制造业投资增速降至 8.5%，录得 2023 年 12 月以来新低，或因关税政策影响。外贸方面，以美元计价，5 月出口总额同比增加 4.8%，进口同比减少 3.4%。5 月我国出口延续正增、韧性仍强，但增速有所放缓、对美出口降幅扩大是主要拖累。往后看，预计 6-7 月我国出口仍能维持小幅正增，但随着七八月两个关税暂缓期结束，出口对经济的拖累或逐步显现。

通胀数据方面，5 月 CPI 同比增速录得-0.1%，与前值持平，仍处于收缩区间。核心 CPI 同比上涨 0.6%，已连续三个月为正，涨幅较上月扩大 0.1 个百分点。总体来看，5 月 CPI 环比略强于季节性主要受食品和服务价格带动，但同比连续第四个月为负，整体需求依然偏弱；5 月 PPI 同比下降 3.3%，降幅较前值扩大 0.6 个百分点。能源价格下行压制生产价格，天气因素影响基建与地产开工，中美贸易摩擦降温或支撑 PPI 后续修复。金融数据方面，5 月社会融资规模增量为 2.29 万亿元，同比多增 2271 亿元，社融增速录得 8.7%，环比持平。其中，政府债券新增 14633 亿元，同比多增 2367 亿元，财政前置发力节奏延续，地方政府债供给节奏仍快；企业债券新增 1496 亿元，同比多增 1211 亿元，或由于企业发债成本低位下行以及科创债落地。信贷方面，5 月新增人民币贷款 6200 亿元，同比少增 3300 亿元，信贷增速录得 7.1%，环比回落 0.1 个百分点。信贷结构中，除非银贷款同比多增外，居民、企业贷款同比少增，信贷持续性偏弱主要受企业端信贷需求的制约，企业中长期贷款已连续两个月同比少增超 1500 亿元。

6 月制造业 PMI 指数录得 49.7%，较前值上升 0.2 个百分点。随着国际经贸形势边际改善，国内政策效果充分释放，企业生产经营活动加快。6 月制造业景气水平继续改善，其中产需两端双双反弹，生产指数和新订单指数分别为 51.0%和 50.2%，比前值上升 0.3 和 0.4 个百分点，此外进出口指数小幅回暖、价格指数明显上行。6 月非制造业商务活动指数录得 50.5%，较前值上升 0.2 个百分点，非制造业扩张步伐有所加快。服务业方面，服务业商务活动指数为 50.1%，比前值略降 0.1 个百分点，服务业景气度基本稳定；建筑业方面，建筑业商务活动指数为 52.8%，比前值上升 1.8 个百分点，景气水平回升。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 56.7%，连续三个月位于 55.0%以上较高景气区间，表明近期基础设施项目建设保持较快施工进度。总体来看，随着中美经贸关系改善，以及存量政策持续落地，6 月制造业 PMI 小幅上升，产需两端也延续回暖，指向经济继续平稳修复。此外，6 月非制造业 PMI 亦企稳上行。

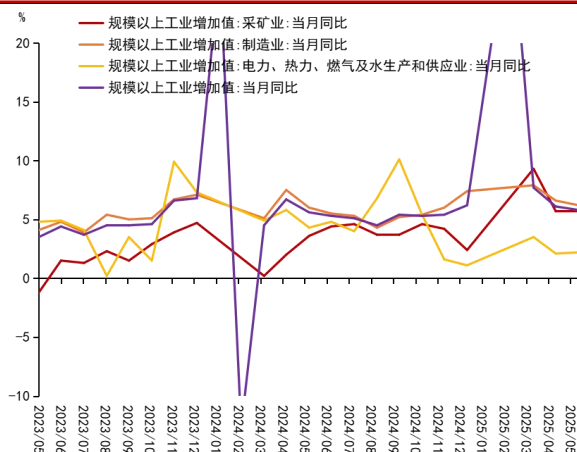
综上所述，中国 5 月经济继续平稳运行，经济韧性超出预期，其中生产、消费表现较好，而房地产开发投资跌幅扩大、制造业投资和基建投资增速放缓。内需方面，投资增速有所回落，近年来绝对增速降至历史较低水平，反映提振内需的重心逐渐转向消费端。外贸方面，中美伦敦谈判达成“落实框架”，进一步缓和了贸易紧张局势，但美国关税政策仍存变数，海外需求能否企稳尚待观察。展望后市，6 月 PMI 继续回升，尽管国际经贸形势仍充满变数，但国内经济基本面依然表现稳健，展现出较强韧性，二季度 GDP 有望实现 5%的增速目标。但与此同时，国内价格水平偏低、消费内生动能仍待增强、地产止跌企稳基础尚不牢靠等问题依然较为明显，后续出口仍面临较大不确定性。此外，2025 年作为“十四五”规划的收官之年，同时也是巩固经济回升向好态势的关键之年，面对经济形势的不确定性，下半年仍需适时加力推出一些增量政策巩固经济企稳向好势头。

图 4：国内消费数据

图 5：工业增加值增速

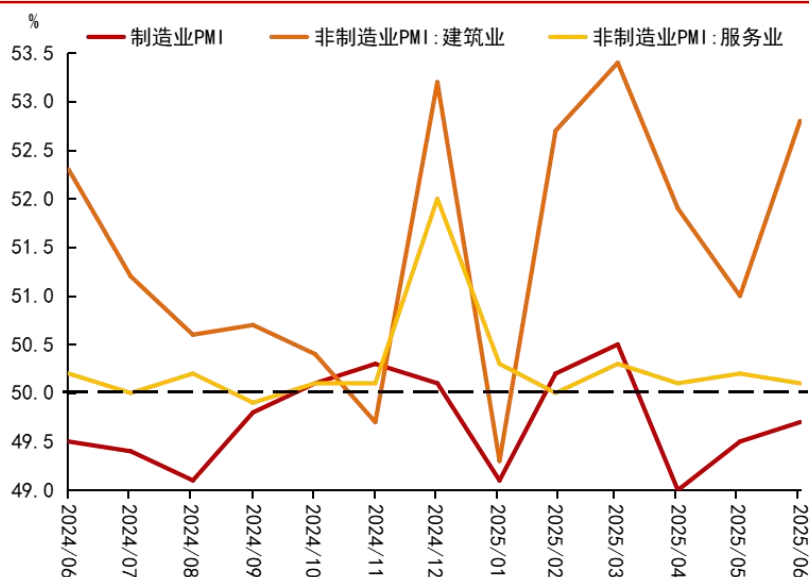


资料来源: iFinD 资讯, 东莞证券研究所



资料来源: iFinD 资讯, 东莞证券研究所

图 6: PMI 数据



资料来源: iFinD 资讯、东莞证券研究所

## 2.2 中美伦敦谈判达成“落实框架”，金融、消费亦有新举措

当地时间 6 月 9 日至 10 日，中美经贸磋商机制首次会议在英国伦敦举行。双方进行了坦诚、深入的对话，就各自关心的经贸议题深入交换意见，就落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。近日商务部表示，经批准，双方进一步确认了框架细节。中方将依法审批符合条件的管制物项出口申请。美方将相应取消对华采取的一系列限制性措施。我们认为，针对关税，中美伦敦谈判达成“落实框架”，也希望继续保持沟通对话，进一步缓和了贸易紧张局势，有力地支撑海外需求的企稳，风险偏好有望进一步回升。此外，针对稀土，中方将“依法依规对稀土相关物项出口许可申请进行审查，已依法批准一定数量的合规申请”。因而，我们认为本次会谈可能不仅聚焦传统关税和供应链合作，大概率还将人工智能、半导体、稀土等关键资源议题纳入核心框架，展现出经贸战与科技战的深度融合。总体看，本次会议后中美关税水平保持现

状，但后续美国与中国、欧盟等国的关税谈判仍存变数，需密切关注 7 月 9 日、8 月 12 日两个暂缓期窗口。

6 月 18 日上午，第 19 届陆家嘴论坛在上海召开，“一行一会一局”领导出席开幕式并发表主题演讲。首先，中国人民银行行长宣布了八项金融开放举措，包括设立银行间市场交易报告库、设立数字人民币国际运营中心、设立个人征信机构、在上海临港新片区开展离岸贸易金融服务综合改革试点、发展自贸离岸债、优化升级自由贸易账户功能、在上海“先行先试”结构性货币政策工具创新、会同证监会研究推进人民币外汇期货交易。显示央行搞活国内金融市场、加大对外开放的政策取向。其次，针对科创板，中国证监会主席表示将加力推出进一步深化改革的“1+6”政策措施。在科创板设置科创成长层；重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市；对于适用科创板第五套标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度；面向优质科技企业试点 IPO 预先审阅机制；扩大第五套标准适用范围等。后续监管对未盈利企业上市的受理可能会显著提速，有望进一步激发科技创新活力，推动产业结构优化升级。最后，金融监管总局聚焦支持上海金融开放，并与上海政府联合发布《支持上海国际金融中心建设行动方案》，鼓励上海在科技金融、跨境金融等领域开展创新探索。

消费政策方面，中国人民银行等 6 部门对外发布《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，推出 19 条举措，聚焦消费重点领域和环节，强化商品消费和服务消费金融供给，更好满足消费领域金融服务需求。《意见》明确，设立服务消费与养老再贷款，额度 5000 亿元。健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展。文件还提到“创新适应家庭财富管理需求的金融产品，规范居民投资理财业务，提高居民财产性收入”。我们认为，上半年国内消费数据表现亮眼，但政策拉动类别偏强、内生动能仍待提振。除强化消费金融供给外，如何增强居民消费能力、培育消费需求是关键，收入预期、资产价格、不确定感等因素或为痛点，因而需要稳股市、稳楼市配合。此外，国家发改委表示，将于今年 7 月份下达今年第三批消费品以旧换新资金，在外需前景尚不明晰的背景下，下半年内需的重要性进一步凸显。房地产方面，6 月 13 日国常会首次提出要将“好房子”建设纳入城市更新机制加强工作统筹。并表示，“要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳”，指向新一轮稳地产政策有望出台。

总体来看，6 月外贸环境依旧复杂多变，中美伦敦谈判达成“落实框架”，中美经贸冲突进一步缓和，而国内在金融开放、提振消费等方面亦有新举措。首先，中美伦敦谈判达成“落实框架”，本次会议后中美关税水平保持现状，我们对后续实施细节和长期效果保持谨慎乐观。未来中美双方在该框架协议下的科技与经贸博弈仍将持续，需密切关注 7 月 9 日、8 月 12 日两个暂缓期窗口。金融方面，陆家嘴论坛开幕，“一行一会一局”领导均出席并发布相关金融政策。消费方面，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出 19 项重点举措。往后看，考虑到国内经济和出口仍有韧性，二季度实现 5%GDP 目标的压力较小，预计短期较难出台超预期的增量政策，关注 7 月底政治局会议定调。

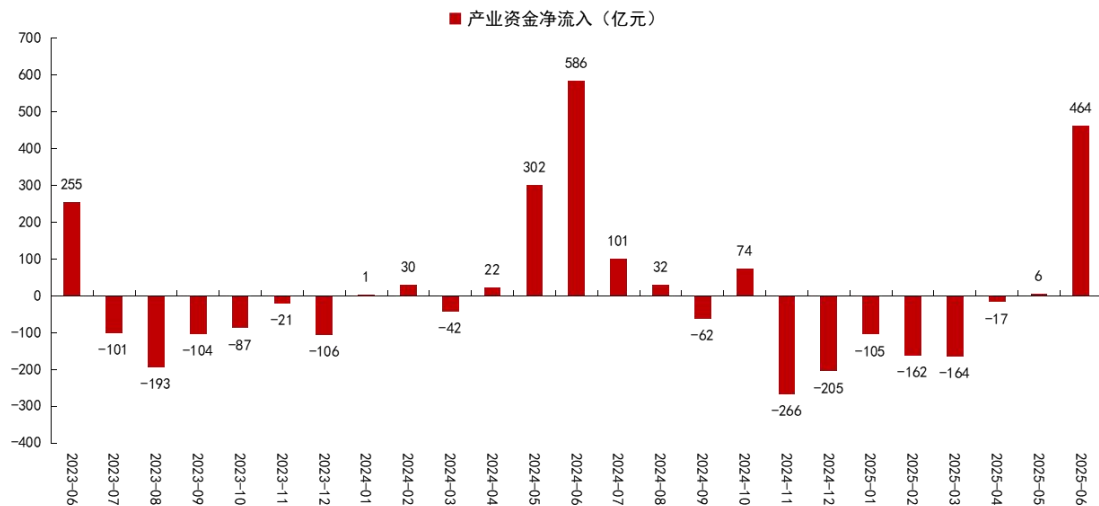
## 2.3 6 月 LPR 按兵不动，资本市场支持优质科创企业融资

公开市场操作方面，2025 年 6 月央行累计开展了 51084 亿元逆回购以及 3000 亿元 MLF 操作，鉴于当月有 48845 亿元资金到期，央行 6 月公开市场累计净投放 5439 亿元，较 5 月投放金额有所收敛。值得注意的是，中国人民银行于 6 月初罕见提前公告并启动 1 万亿元买断式逆回购操作。央行公告方式的转变，一方面或为提升公开市场操作信息的透明度，另一方面则是打消市场对跨季压力的担忧。6 月以来，央行操作体现出的呵护意味愈发明显，两次“加量”买断式逆回购，有效对冲了政府债供给上量、存单集中到期的压力。我们对后续资金面继续保持乐观，预计 7 月央行仍以呵护为主，资金大幅收敛的风险相对可控，短期内重启国债买卖的必要性不高。LPR 方面，在 5 月两个期限 LPR 各下降 10 个基点之后，本月 LPR 维持不变，符合预期。往后看，伴随中美宣布达成阶段性关税共识，以及 5 月一揽子政策的逐步显效，短期进一步降准降息的空间有限，后续央行货币政策的重点或将集中在结构性政策工具。但与此同时，下半年货币政策“适度宽松”仍是大方向，考虑到美联储有望在 9 月重启降息，加之关税暂停结束背景下外需承压，三季度仍有必要进一步引导货币政策放松和实际利率下行，来激发实体内生性需求。

6 月 18 日，证监会主席在 2025 陆家嘴论坛上表示，证监会将继续充分发挥科创板示范效应，加力推出进一步深化改革的“1+6”政策措施。当日，证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》，以设立科创成长层为抓手，重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市，并推出 6 项改革举措，着力打通支持优质科技型企业发展的堵点难点。此外，创业板第三套标准也将启用，支持优质未盈利创新企业上市。6 月 18 日，10 家公募基金公司上报首批科创债 ETF。未来，随着科创债 ETF 发行增多，将进一步吸引各类资金精准投向科技创新重点领域，为科创企业拓宽融资来源、降低融资成本、提高融资效率。

两融资金方面，随着中美经贸关系逐步缓和，投资者信心修复，A 股市场两融余额呈现攀升态势。截至 6 月末，沪深两市两融余额为 18394.33 亿元。其中，融资余额为 18274.60 亿元，较 5 月末小幅增加约 400 亿元。此外，6 月末两融余额占 A 股流通市值的比重约为 2.26%，较 5 月末的 2.28% 小幅回落。重要股东交易方面，6 月份重要股东净增持约 463.61 亿元，增持力度较 5 月大幅上升。股权融资方面，按网上发行日进行统计，6 月份股票融资规模约为 5383.53 亿元，其中定向增发募集资金达 5332.31 亿元；此外，6 月 IPO 融资规模为 51.23 亿元，较 5 月有所回落。

图 7：重要股东交易增减持数据



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

综上所述，资金面方面，6月以来，央行操作体现出的呵护意味愈发明显，两次“加量”买断式逆回购，有效对冲了政府债供给上量、存单集中到期的压力。预计7月央行仍以呵护为主，资金大幅收敛的风险相对可控。货币政策方面，在5月两个期限LPR各下降10个基点之后，6月LPR维持不变符合预期。往后看，伴随中美宣布达成阶段性关税共识，以及5月一揽子政策的逐步显效，短期进一步降准降息的空间有限，后续央行货币政策的重点或将集中在结构性政策工具。资本市场端，6月份A股市场两融余额继续小幅上行，重要股东净增持力度较5月大幅攀升，股票融资规模显著回暖。此外，新一轮科创板改革增强制度包容性和适应性，更好服务科技创新和新质生产力发展，向优质硬科技企业释放积极信号。

### 3、7月行情研判：大盘震荡中枢有望稳步抬升

对于2025年7月份的行情走势，我们认为：

**第一，全球经济增长动能趋弱，国内经济维持韧性表现。**5月摩根大通全球制造业PMI指数录得49.6%，较前值回落0.2个百分点，连续两个月落入荣枯线下方，关税负面效应逐步显现。6月美国制造业继续保持稳定扩张步伐，但价格压力显著上升，后续需持续关注关税政策对美国经济的韧性以及通胀的影响；欧元区经济整体维持弱复苏态势；日本制造业和服务业PMI双双反弹。货币政策上，美联储6月议息会议如期按兵不动，整体仍保持观望态度，市场预计9月有望重启降息。国内方面，中国5月经济继续平稳运行，经济韧性超出预期，其中生产、消费表现较好，而房地产开发投资跌幅扩大、制造业投资和基建投资增速放缓。内需方面，投资增速有所回落，近年来绝对增速降至历史较低水平，反映提振内需的重心逐渐转向消费端。外贸方面，中美伦敦谈判达成“落实框架”，进一步缓和了贸易紧张局势，但美国关税政策仍存变数，海外需求能否企稳尚待观察。展望后市，6月PMI继续回升，尽管国际经贸形势仍充满变数，但国内经济基本面依然表现稳健，展现出较强韧性，二季度GDP有望实现5%的增速目标。但与此同时，国内价格水平偏低、消费内生动能仍待增强、地产止跌企稳基础尚不牢靠等问题依然较为明显，后续出口仍面临较大不确定性。此外，2025年作为“十四五”规划的收官之年，同时也是巩固经济回升向好态势的关键之年，面

对经济形势的不确定性，下半年仍需适时加力推出一些增量政策巩固经济企稳向好势头。

**第二，中美伦敦谈判达成“落实框架”，金融、消费亦有新举措。**6月外贸环境依旧复杂多变，中美伦敦谈判达成“落实框架”，中美经贸冲突进一步缓和，而国内在金融开放、提振消费等方面亦有新举措。首先，中美伦敦谈判达成“落实框架”，本次会议后中美关税水平保持现状，我们对后续实施细节和长期效果保持谨慎乐观。未来中美双方在该框架协议下的科技与经贸博弈仍将持续，需密切关注7月9日、8月12日两个暂缓期窗口。金融方面，陆家嘴论坛开幕，“一行一会一局”领导均出席并发布相关金融政策。消费方面，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。往后看，考虑到国内经济和出口仍有韧性，二季度实现5%GDP目标的压力较小，预计短期较难出台超预期的增量政策，关注7月底政治局会议定调。

**第三，6月LPR按兵不动，资本市场支持优质科创企业融资。**资金面方面，6月以来，央行操作体现出的呵护意味愈发明显，两次“加量”买断式逆回购，有效对冲了政府债供给上量、存单集中到期的压力。预计7月央行仍以呵护为主，资金大幅收敛的风险相对可控。货币政策方面，在5月两个期限LPR各下降10个基点之后，6月LPR维持不变符合预期。往后看，伴随中美宣布达成阶段性关税共识，以及5月一揽子政策的逐步显效，短期进一步降准降息的空间有限，后续央行货币政策的重点或将集中在结构性政策工具。资本市场端，6月份A股市场两融余额继续小幅上行，重要股东净增持力度较5月大幅攀升，股票融资规模显著回暖。此外，新一轮科创板改革增强制度包容性和适应性，更好服务科技创新和新质生产力发展，向优质硬科技企业释放积极信号。

从7月份的市场环境来看，海外方面，美联储6月FOMC会议继续暂停降息的同时上调通胀和失业率预测。我们认为，美国经济依旧稳健，美联储仍有动力维持观望态度，且通胀压力逐步传导，后续关税谈判及其影响存在较大不确定性，美联储暂停降息步伐或有所延续，9月或重启降息。此外，中美伦敦谈判达成“落实框架”，未来中美双方在该框架协议下的科技与经贸博弈仍将持续，关注7月9日、8月12日两个暂缓期窗口。国内方面，尽管国际经贸形势仍充满变数，但国内5月经济基本面依然表现稳健，6月PMI继续回升，展现出较强韧性。但与此同时，国内价格水平偏低、消费内生动能仍待提振、地产止跌企稳基础尚不牢靠等问题依然较为明显，后续外贸仍面临较大不确定性。往后看，考虑到国内经济和出口仍有韧性，二季度实现5%GDP目标的压力较小，预计短期较难出台超预期的增量政策，关注7月底政治局会议定调。市场方面，6月最后一周，沪指强势拉升突破震荡区间，重新站上3400点，并一度创出年内新高，目前两市成交额维持在1.5万亿元附近，短线市场情绪改善，投资者风险偏好有所提升。展望后市，7月中报预告、快报陆续发布，业绩对于个股表现的影响显著。此外，随着中东局势的缓和，市场的关注焦点将转向国内政策、中美关税和美联储降息，这或是中期行情的基础，7月政治局会议依然是重要的观察窗口。因

此，在多空因素交织背景下我们对 7 月大盘谨慎看多，平台震荡的中枢区间有望稳步抬升。

板块上建议关注金融、TMT、基础化工、有色金属、电力设备、机械设备和商贸零售等行业。

## 4、行业配置：超配金融、TMT、基础化工和有色金属

综合市场以及基本面等因素，我们认为，在行业配置上，7 月建议超配：金融、TMT、基础化工和有色金属

### （1）金融

根据东莞证券《金融行业双周报（20250613-20250626）：监管禁止分红险“内卷式”竞争，首家中资券商获虚拟资产牌照》报告的观点，银行方面，受到宏观环境以及资本市场波动的影响，上市银行今年一季度整体经营业绩边际下滑，但是与其他行业横向比较来看，银行板块 ROE 仍能维持 10% 以上，处于中上游水平，盈利与分红韧性优势明显。银行经营面或将继续受到政策托底，全方位扩大国内需求的导向有望推动信贷投放实现温和修复，而净息差也将受益于监管对银行负债端成本的呵护压力减轻。展望后市，资金向银行板块迁移的逻辑仍为确定性稀缺时代对相对安全边际的追逐，只要低利率环境和“资产荒”的核心矛盾未发生根本性扭转，险资、被动资金以及公募基金等增量资金对高股息、低估值的银行股的配置需求就会持续存在，该逻辑在强化分红、驱动长期资金入市等政策红利与稳健基本面的共振下，正推动银行股实现估值重塑。

保险方面，从短期来看，由于保险公司的投资收益对股市波动高度敏感，所以保险板块的短期表现与权益市场高度相关。目前我国经济延续缓慢复苏态势，尚未见显著好转拐点，叠加美国关税政策反复、地缘冲突升级等外围扰动以及我国政策催化不足，市场风险偏好有所回落，整个大盘维持震荡态势，保险板块贝塔配置机会相对较弱。而从中长期来看，保险行业负债端改革成效渐显，NBV 实现亮眼增长，分红险等收益浮动型产品持续发展，推动险企从刚性兑付向“保证收益+分红浮动收益”模式转变，助推负债端成本改善。若年内预定利率进一步下调，行业利差损风险将进一步减轻。至于投资端，在低利率环境下，险资入市政策持续松绑，今年以来险企频频举牌银行股，银行板块今年以来强势的行情以及稳定分红将有望增厚险资收益，强化险企投资端的稳健性。而从资金面来看，非银板块长期处于显著低配状态，公募基金考核新规改革有望催生补仓需求，推动板块估值修复。

### （2）TMT

电子方面，根据东莞证券《电子行业双周报（20250613-20250626）：小米发布 AI 眼镜，Marvell AI Day 指引乐观》报告的观点，缩放定律仍然有效，头部厂商一边卷预训练，一边卷后训练和推理，算力需求仍将加大。海内外 CSP 资本开支维持高位，同时 AI 扩散规则取消后，主权 AI 需求加速井喷，中东、欧洲政府大单频出，主权 AI 有望成为继企业支出后又一重要的 AI 支出增量。海外 CSP 除了采购英伟达芯片之外，亦密集推进自研 ASIC 服务器，更适用于推理场景，今明两年出货量在谷歌、亚马逊带动下有望快速放量。A 股受益核心还是以 PCB、CCL 为主，短期涨幅较大，但仍处于合理范围，且即将来临中报，Q2 业绩预计较为亮眼。

通信方面，根据东莞证券《通信行业双周报（20250613-20250626）：我国前 5 个月通信业电信业务收入累计完成 7488 亿元》报告的观点，通信业运行稳中有升，电信业务量收入增速小幅回升，经营业绩方面，上市公司营收与利润维持同比增长，盈余质量持续优化；行业运行指标方面，移动互联网接入流量保持较快增长，新型信息基础设施建设稳步推进。展望后市，一是 AI 应用持续迭代以及智能体在各大垂类应用泛化背景下，生成数据量规模预期持续增长，更多的训练与推理不断产生数据通信需求，前沿云厂商及运营商不断加大 AI 集群基础设施的资本开支，推动连接侧器件与设备往更高速率及低损耗方向发展，建议关注有望受益于连接侧新需求的光模块、交换机等相关标的；二是轻量级 AI 应用的调用成本降低以及各大终端硬件性能的提升为端侧 AI 发展提供了基础，伴随 AI 应用在垂类领域的发展，手机、电脑、汽车座舱等端侧部署进程预期持续推进，建议关注端侧 AI 物联模组的相关标的。

计算机方面，根据东莞证券《计算机行业双周报（20250606-20250619）：国内 AI Agent 产品集中上线，2025 年有望成为 AI Agent 商业爆发元年》报告的观点，4 月以来，国内 AI Agent 产品纷纷上线，其中包括字节旗下的扣子空间、百度的心响 APP、MiniMax 的 MiniMax Agent、360 的纳米 AI 超级搜索智能体等等。AI Agent 作为新一代智能交互范式，目前成为海内外科技巨头、大模型厂商集中发力的方向，2025 年有望成为 AI Agent 商业爆发元年。与此同时，Anthropic 和谷歌先后发布 MCP 协议及 A2A 协议，MCP 协议打通 Agent 与工具/数据的连接，A2A 协议则解决了多 Agent 间的操作，两者并行运行，有望推动 AI Agent 生态加速繁荣。在市场成熟度方面，通用型 AI Agent 在商业应用上更为成熟，目前超过三分之二的市场正在部署或扩展 AI 解决方案。从场景来看，企业服务由于具有天然承载业务流程、数据资源和 ROI 提升显著等优势，有望率先成为 AI Agent 落地和释放价值的场景。例如，海外 SaaS 龙头 Salesforce 推出的 Agentforce 帮助全球领先的人才解决方案提供商 Adecco 处理海量规模的求职申请，通过分析应聘者技能和职位要求，筛选出最佳人选，提高了招聘效率。建议关注 AI Agent 领域相关投资机遇，看好布局通用类 Agent 以及有望率先落地和释放价值的企业服务类厂商（办公/OA/ERP/CRM 等 SaaS 厂商）。

### （3）基础化工

根据东莞证券《基础化工行业双周报（20250613-20250626）：第三批消费品以旧换新资金将下达，新修订的反不正当竞争法表决通过》报告的观点，我国 5 月份 PPI 同环比继续下行，主要是受到国际输入性因素影响，同时国内部分能源和原材料价格也出现阶段性走低。此外，中国化工品价格指数继续维持低位震荡的态势。目前行业盈利处于低点，企业扩产意愿将下降，行业供给有望逐步趋于理性，继续关注供需格局良好的细分领域。

制冷剂方面，2025 年二代制冷剂配额加速削减，三代制冷剂配额继续冻结，供给端约束不改。需求端，近期空调排产数据、新能源车产销数据依然表现亮眼，在我国加力支持消费品以旧换新的背景下，今年空调、新能源汽车产销有望维持良好增长，利好制冷剂需求继续提升。同时，目前主流制冷剂内外贸价格趋同，有利于相关企业业绩进一步释放。

甜味剂方面，三氯蔗糖方面，下游旺季将至，行业集中度高、协同性好，三氯蔗糖价格存在上涨可能，建议关注金禾实业（002597）。阿洛酮糖方面，由于其甜味及口感与蔗糖接近，但热量却远低于蔗糖，其还可与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，因此在食品、保健和医疗领域具有重要的应用价值。目前我国阿洛酮糖产品全部用于出口，后续若阿洛酮糖在我国正式审批，则其在国内的应用有望加速推开。

润滑油添加剂方面，需求端，润滑油添加剂下游的交通用润滑油、工业用润滑油有望随着终端应用领域的汽车、工程机械销量和保有量的增长而增长，但由于以上市场均已进入存量市场阶段，预计增速将保持相对稳定。供给端，目前我国润滑油添加剂仍需每年对外进口 20-30 万吨，其中部分来自美国，在贸易摩擦背景下，供应链安全备受重视，有望加速国产替代进程，内资厂商市场份额有望实现提升。

#### （4）有色金属

根据东莞证券《有色金属行业双周报（20250606-20250619）：美联储维持利率区间不变，金价短期小幅承压》报告的观点，黄金方面，6 月 19 日，美联储公布 6 月议息会议决定，宣布维持基准利率不变，将联邦基金利率目标区间保持在 4.25%至 4.50%之间，符合市场预期。这也是自 1 月以来，美联储第四次决定维持利率不变。点阵图显示，2025 年预计将降息两次，预计 2026 年和 2027 年各降息 25 个基点，2025 年底联邦基金利率预期中值为 3.9%。尽管美联储年内降息时点预期延后，对短期金价造成小幅压力，然而美元信用面临考验已成为推升黄金价格上行的结构性因素，此外，各国央行增持黄金、投资需求激增、避险情绪持续发酵等因素共同作用，使得金价在中长期依然具备一定上行动能。截至 6 月 19 日，COMEX 黄金价格收于 3386.40 美元/盎司，较 6 月初下跌 20 美元，COMEX 白银价格收于 36.76 美元/盎司，较 6 月初上涨 1.83 美元，上海黄金交易所黄金 Au（T+D）价格收于 777.44 元/克，较 6 月初下跌 0.68 元。

稀土方面，19 日商务部例行发布会上，发言人表示，将依法依规不断加快对稀土相关出口许可申请的审查。2025 年以来，国家关税政策的变化以及稀土下游新兴需求提振，推动稀土产业链关注度提升。从供需端来看，稀土行业供给侧加快结构性改革，需求端人形机器人、低空经济等概念打开稀土新的需求曲线，推动稀土行业景气回升。我国稀土产业具备绝对优势，产量规模及冶炼技术等位于全球领先地位，海外在短时间难以形成替代，未来我国稀土产业在资源博弈中将继续发挥重要作用。

钨方面，2025 年度第一批钨矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标为 5.8 万吨，较去年同期的 6.2 万吨同比减少 6.5%。需求端，钨具备高熔点、低溅射率以及超强的抗中子辐照能力，因而成为核聚变反应堆的第一壁与偏滤器的关键制造材料。4 月 30 日，ITER（国际热核聚变实验堆）宣布全球规模最大、功率最强的脉冲超导电磁体系统所有组件制造完成，计划在 2025 年组装结束并进入下一调试阶段。随着全球核聚变研究持续突破，商业核聚变项目加速落地，核聚变领域对钨的需求量有望快速增长。

## 5、风险提示

美联储超预期延长加息缩表进程，收紧国内市场资金面；大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩。

## 东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 |                                                                      |
|--------|----------------------------------------------------------------------|
| 买入     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上                                          |
| 增持     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间                                       |
| 持有     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间                                           |
| 减持     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上                                           |
| 无评级    | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |

| 行业投资评级 |                               |
|--------|-------------------------------|
| 超配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 标配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 低配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系 |                                                                          |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 低风险                | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告                                                  |
| 中低风险               | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告                                                   |
| 中风险                | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告                                             |
| 中高风险               | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险                | 期货、期权等衍生品方面的研究报告                                                         |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

## 证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

## 声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn