

关注 7 月政治局会议，结构性政策依然可期

——2025 年 7 月宏观及大类资产月报

宏观深度研究

● 大类资产表现及配置策略

大类资产表现：6 月，上证综指、沪深 300、创业板指分别上涨 2.3%、2.1%、6.6%。债市走强，债券市场整体上涨 0.3%，国债收益率下降，1 年、5 年、10 年期国债收益率分别下降 11.0bp、5.5bp 与 2.9bp。海外港股恒生指数上涨 4.3%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别上涨 3.7%、6.1%与 4.4%。

A 股大势研判：上月月报预期月内前低后高，两重落地带动指数企稳修复。但最终在美联储部分官员表态转向鸽派以及 9 月 3 日阅兵等消息面带动下，上证指数再创近月新高。7 月财政政策逐步落地，下旬政治局会议即将召开，市场再次进入政策博弈阶段，风险偏好有望阶段性回升。但基本面支撑转弱、中美谈判即将落地，海外通胀抬头趋势更加明显，或压制 A 股海外流动性。月内有望维持偏弱震荡。抢出口带动下，二季度经济数据表现不弱，大幅增量政策出台的迫切性相对较低，但科技、地产、消费、供给侧改革方面结构性政策依然可期，货币政策方面想象空间或许有限，三季度或许降准降息灵活性更强。整体来看，目前市场形势最可类比 2019 年，基本面偏弱但政策面利好持续对冲。6 月底上攻 3400 点后有待整固，市场继续上攻的空间取决于政治局会议预期及落地情况。若政策面空间有限，则市场有望维持偏弱震荡。

A 股配置策略：建议布局低位、补涨品种为主。月内围绕政治局会议布局有望受益政策利好的低位科技、地产、供给侧改革品种，择机布局新型消费。

债券策略：5 月 12 日，中美共同发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，宣布大幅降低双边关税水平，大幅超出市场预期。受此影响，10 年期国债收益率持续上行，最高升至 1.7%附近。到 5 月末，降息预期、中美关税博弈等交易已经阶段性结束。5 月 28 日至今，10 年期国债收益率由 1.7%附近逐步回落，最低至 1.63%附近。国债收益率走势整体与宏观经济基本面走势一致。第一财经高频经济活动指数以及建信高金宏观因子均显示 6 月份，宏观经济有走弱的迹象。7 月末召开的政治局会议十分重要。这次政治局会议将分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。因此，7 月份是重要的降息窗口期。若 7 月份降息 10-15BP，则降息幅度基本符合市场预期，国债收益率或在短暂下行后开始反弹。

● 宏观周期位置及经济基本面

7 月，预计美国经济将体现出“微滞胀”特点。一方面，芬太尼关税以及对等关税将逐渐影响美国物价。另一方面，通胀影响消费者信心，美国经济增速或小幅下滑，并略低于潜在增速，产出缺口开始回落，失业率小幅上升。短期内通胀的重要性大于失业率，降息预期仍可能摇摆。

国内经济韧性较强，政策以落实前期部署为主。出口缓慢回落，同时“两重”“两新”将持续发力，经济仍将保持整体平稳。预计二季度 GDP 同比增速 5.2%左右，上半年 GDP 同比增速 5.3%左右，全年完成经济目标的压力下降，预计 7 月政治局会议仍以落实前期部署为主，暂不出台新增刺激政策。

风险提示：政策落地节奏以及效果存在不确定性；房地产投资有待提振；全球经贸风险较大；美国通胀大幅上升

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

段雅超（分析师）

duanyachao@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060001

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060002

窦 凯（研究助理）

doukai@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280124090001

相关报告

《政策预期支撑，二季度市场情绪或修复》2025-06-01



目 录

1、 大类资产回顾及配置策略.....	4
1.1、 市场回顾：中美二轮贸易谈判，中东局势缓和，稳定币概念火热，大盘指数震荡上涨.....	4
1.2、 大势研判：7月财政政策逐步落地，月内有望维持偏弱震荡.....	8
1.3、 股票策略：建议布局低位、补涨品种为主.....	9
1.4、 债券策略：关注7月政治局会议降息窗口.....	10
1.5、 财经日历.....	11
2、 周期位置及经济基本面.....	12
2.1、 美国经济或逐渐“滞胀”.....	12
2.2、 国内经济韧性较强，政策以落实前期部署为主.....	13
3、 微观流动性.....	17

图表目录

图 1： 中美二轮贸易谈判，中东局势缓和，稳定币概念火热，大盘指数震荡上涨.....	4
图 2： 主要宽基指数普遍收涨.....	5
图 3： 美股三大指数普遍收涨.....	5
图 4： 6月两市日均成交金额为 1.30 万亿元.....	6
图 5： 截至 6 月 26 日，融资融券余额为 18385 亿元.....	6
图 6： 小盘成长股表现居前，大盘股涨幅居后.....	6
图 7： 金融与成长风格表现居前，消费风格逆势下跌.....	6
图 8： A 股行业指数表现，综合金融、通信、有色金属领涨.....	7
图 9： 恒生指数行业表现.....	7
图 10： 行业热力图，TMT 行业转暖，金融行业热度回升.....	7
图 11： BCI 前瞻数据与制造业 PMI.....	8
图 12： 制造业 PMI 与沪深 300 指数.....	8
图 13： 美国通胀数据有抬头趋势.....	9
图 14： 6 月 28 日 CME FED WATCH 预期年内降息 3 次.....	9
图 15： 6 月份，10 年期国债收益率整体回落.....	10
图 16： 高频数据显示，经济在 5 月末后开始放缓.....	11
图 17： 世界经济周期位置.....	12
图 18： 经济周期时钟.....	12
图 19： 6 月 27 日，GDPNow 预测二季度经济增速恢复至 2.9%.....	13
图 20： 美国 5 月失业率仍处于低位.....	13
图 21： 5 月中国经济平稳增长.....	14
图 22： 出口仍有韧性，但同比增速或回落.....	15
图 23： 高炉开工率停止回落.....	15
图 24： 铁水生产停止回落.....	15
图 25： 汽车产业链开工率保持高位.....	15
图 26： 沥青开工率上升.....	15
图 27： PTA 开工率高于上年同期.....	15
图 28： 水泥发运率高于上年同期.....	16
图 29： 螺纹钢需求较弱.....	16
图 30： 新房销售处于历史同期低位.....	16
图 31： 二手房销售回落.....	16
图 32： 汽车消费高增长.....	16

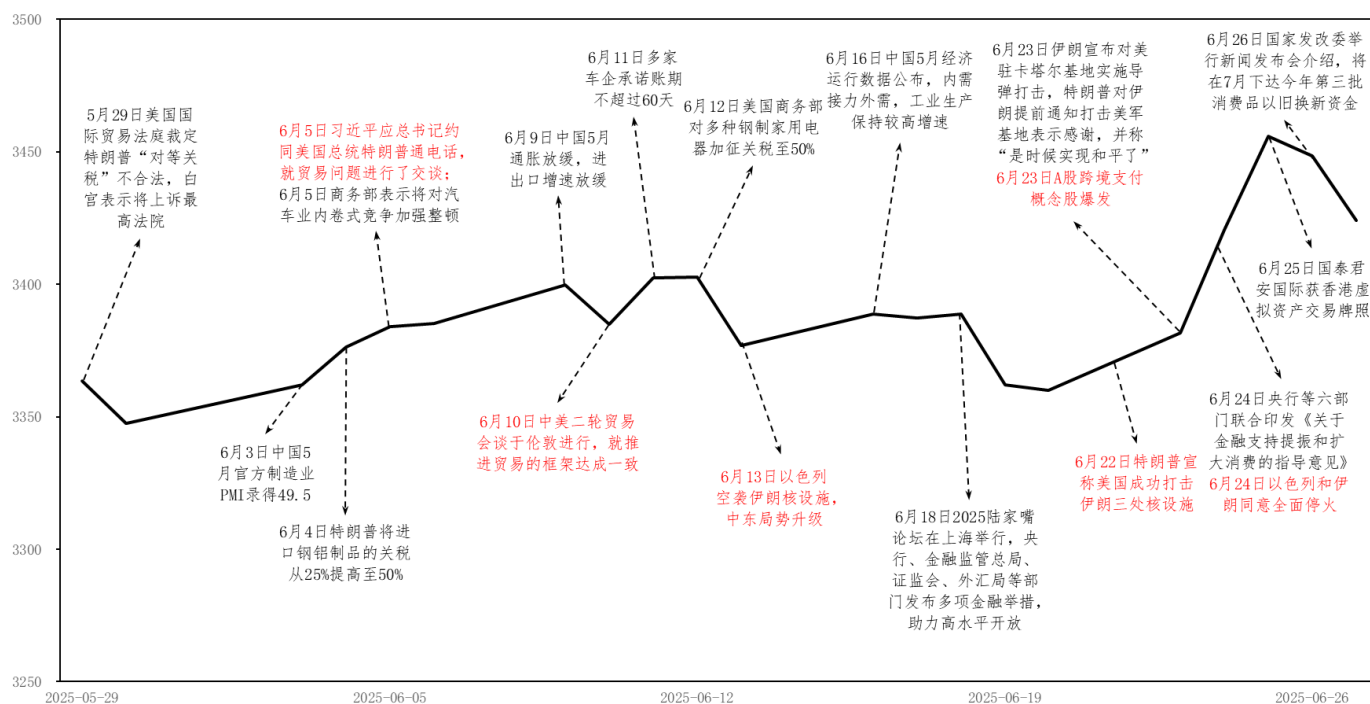
图 33: “618” 叠加补贴拉动消费增长	16
图 34: 6 月新基金发行额较 5 月有所下降	17
图 35: 股票型基金、混合型基金发行额占比下降, 债券型基金发行额占比上升	17
图 36: 6 月主要股东资金净流出增加	17
图 37: 两融余额略微回升	18
表 1: 未来一个月宏观及行业重要事件	11

1、大类资产回顾及配置策略

6月，上证综指、沪深300、创业板指分别上涨2.3%、2.1%、6.6%。债市走强，债券市场整体上涨0.3%，国债收益率下降，1年、5年、10期国债收益率分别下降11.0bp、5.5bp与2.9bp。海外港股恒生指数上涨4.3%，美股三大股指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普500指数分别上涨3.7%、6.1%与4.4%。

1.1、市场回顾：中美二轮贸易谈判，中东局势缓和，稳定币概念火热，大盘指数震荡上涨

图1：中美二轮贸易谈判，中东局势缓和，稳定币概念火热，大盘指数震荡上涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

市场回顾：上月月报预期月内前低后高，“两重”落地带动指数企稳修复，叠加美联储部分官员表态转向鸽派以及9月3日阅兵等消息面带动下，上证指数再创近月新高。

从经济基本面来看，5月份，我国经济内需接力外需，工业生产整体保持较高增速。4月美国对等关税落地之后，我国经济顶住外部压力呈现出较强的韧性。5月，工业生产同比增速从6.1%下降至5.8%，仍保持较高增速，同时环比增速也高达0.61%。从动能来看，内需接力外需，对工业生产的拉动较强。财政、货币政策继续协同发力，持续加大对“两重”“两新”的支持。前5月，政府债券净融资6.3万亿元，同比多融资3.8万亿元。5月末，M2、社融余额同比增速分别维持在7.9%、8.7%的较高水平。服务业生产也有所改善。5月份，受五一假期拉动以及经济韧性影响，全国服务业生产指数同比增速6.2%，比上月加快0.2个百分点。

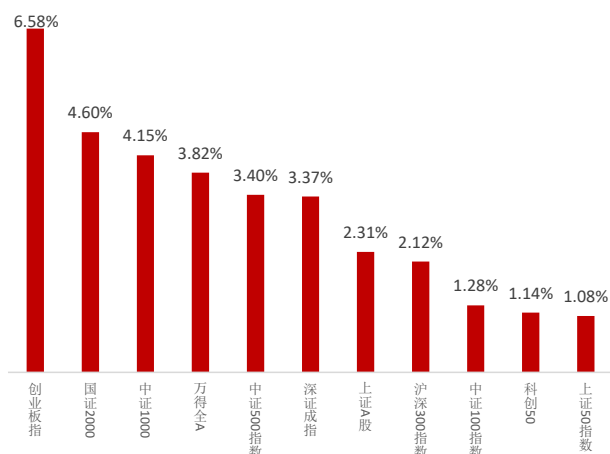
政策方面，6月5日商务部及工信部等多部门表示将加强对汽车行业“内卷式”竞争的管理。6月18日，2025陆家嘴论坛在上海举行，央行、金融监管总局、证

监会、外汇局等部门发布多项金融举措，助力高水平开放。央行将推出 8 项政策举措支持上海国际金融中心建设，包括设立数字人民币国际运营中心、“先行先试”结构性货币政策工具创新等。金融监管总局将支持外资机构参与更多金融业务试点。证监会将在科创板设置科创成长层，同时推出 6 项更具包容性、适应性的改革措施，重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市，支持人工智能、商业航天、低空经济等前沿科技领域企业适用第五套标准，试点引入资深专业机构投资者制度，面向优质科技型企业试点 IPO 预先审阅机制。另外，证监会将在创业板正式启用第三套标准，支持优质未盈利创新企业上市。外汇局将在全国实施支持科研机构吸引利用外资、扩大科技型企业跨境融资便利等政策。6 月 26 日，国家发改委举行新闻发布会介绍，将在 7 月下达今年第三批消费品以旧换新资金。

消息方面，6 月 4 日特朗普将进口钢铝制品的关税从 25% 提高至 50%，包含洗衣机等使用钢铁外壳的产品，并表示如果使用美国钢铁则可申请豁免。6 月 10 日中美二轮贸易谈判于伦敦举行，就推进贸易的框架达成一致。6 月 13 日以色列空袭伊朗核设施，中东局势升级，随后美国介入打击伊朗核设施，伊朗威胁封锁霍尔木兹海峡，最终伊朗做出让步，局势有所降温。6 月 18 日，美联储主席鲍威尔在国会作证时对于 7 月降息的可能性有所“松口”，同时有两位美联储官员意外转向鸽派，7 月降息概率大幅增加。6 月 25 日国泰君安国际获香港虚拟资产交易牌照，稳定币概念、电子支付概念火热。

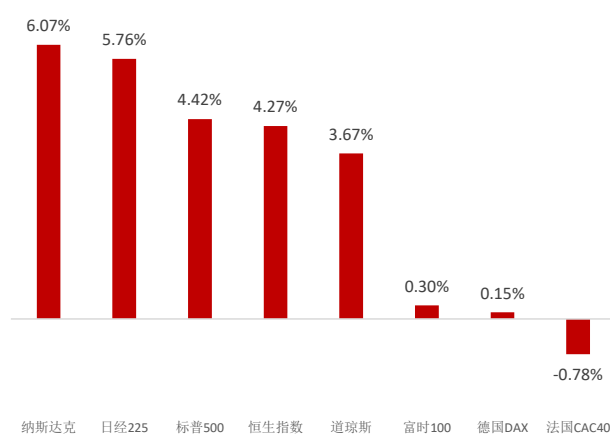
指数表现方面，主要宽基指数普遍上涨，创业板指、国证 2000 整体表现居前，上证 50 表现居后。海外指数方面，5 月主要国际指数普遍上涨，其中纳斯达克指数涨幅最大，当月上涨 6.1%。

图2：主要宽基指数普遍收涨



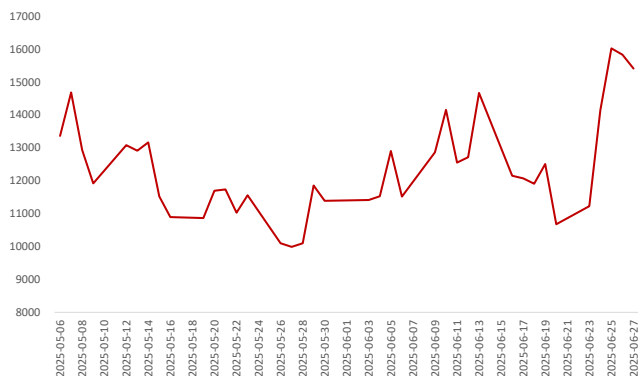
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3：美股三大指数普遍收涨

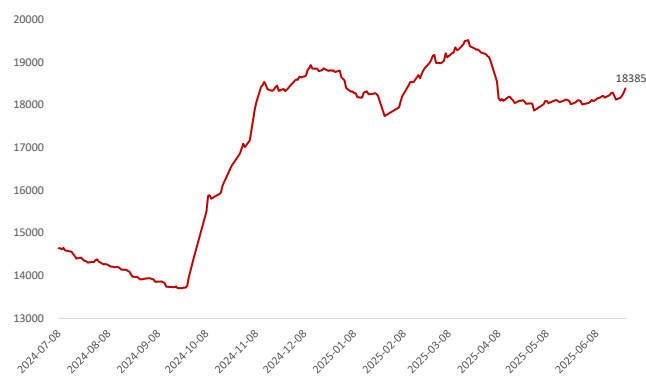


资料来源：Wind，诚通证券研究所

资金面来看，6 月两市日均成交金额为 1.30 万亿元，6 月下旬交投较为活跃，整体较 5 月的 1.18 万亿元上升 9.6%。截至 6 月 26 日，融资融券余额为 18385 亿元，整体较 5 月小幅上升。

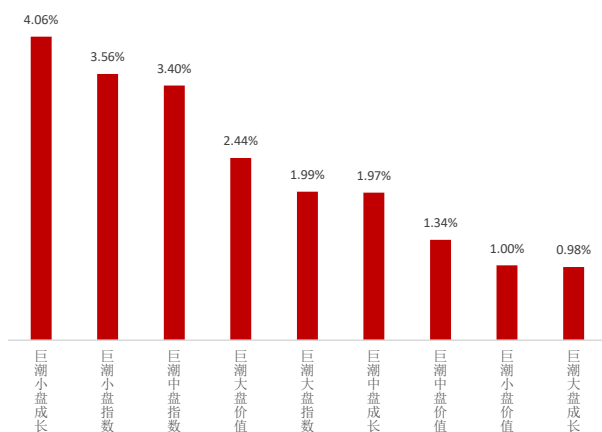
图4： 6月两市日均成交金额为 1.30 万亿元

资料来源：Wind，诚通证券研究所

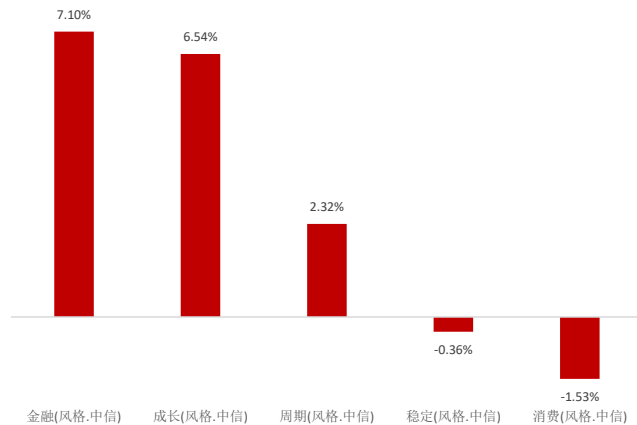
图5： 截至 6 月 26 日，融资融券余额为 18385 亿元

资料来源：Wind，诚通证券研究所

风格表现来看，6月整体较5月出现明显切换，小盘成长股表现居前，大盘股涨幅居后。中信风格指数中，金融与成长风格表现居前，消费风格逆势下跌。得益于政策的强力驱动，央行等六部门联合发布《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，推动中长期资金入市，刺激了券商、保险板块。而且，央行数字货币的加速推广，金融数字化转型趋势日益明显，为金融科技板块带来了新的发展机遇。同时，流动性宽松与外资回流也利好金融板块，央行持续净投放，市场预期降息降准，银行股受益，外资也增配了 A 股大金融低估值板块。受宏观经济复苏节奏影响，消费需求端仍面临一定压力，相关企业业绩增长相对平缓，缺乏明显催化剂，市场情绪相对低落，消费板块面临一定压力。

图6： 小盘成长股表现居前，大盘股涨幅居后

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7： 金融与成长风格表现居前，消费风格逆势下跌

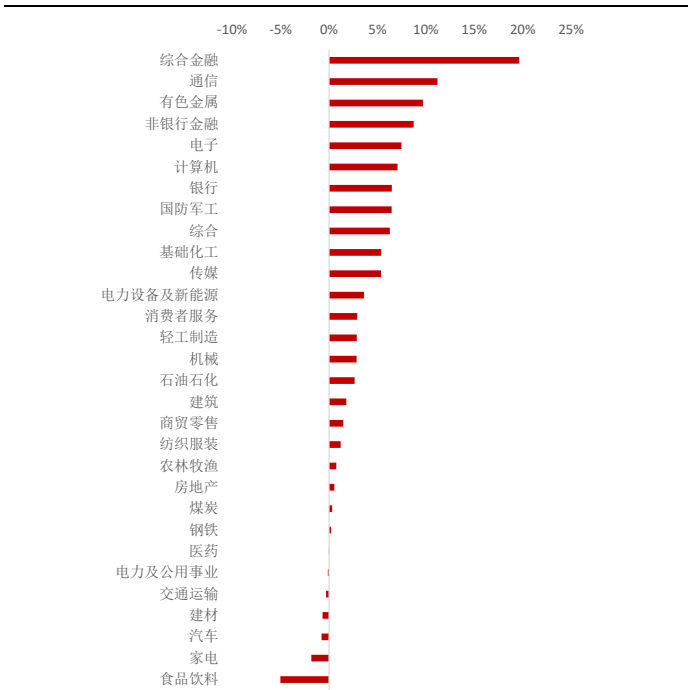
资料来源：Wind，诚通证券研究所

行业表现来看，5月中信一级行业多数收涨，30个行业中23个行业收涨，综合金融、通信、有色金属、非银金融、电子分别上涨19.65%、11.20%、9.70%、8.73%与7.48%，领涨市场；食品饮料、家电、汽车、建材、交通运输逆势下跌领跌市场。

TMT行业在经历3、4月份的冷淡后转暖，受海外AI产业链火热、贸易摩擦缓和影响，市场风险偏好回升，带动TMT行业上行。银行热度持续；非银板块受

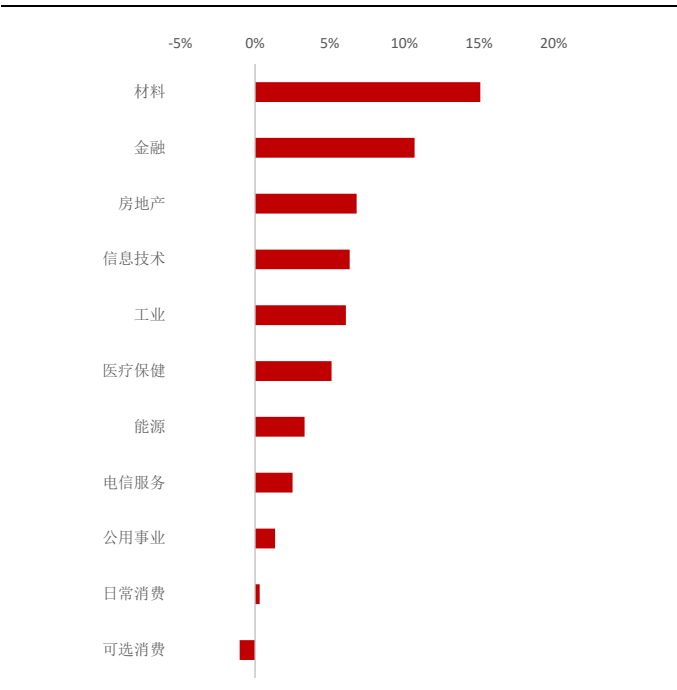
稳定币、数字货币概念驱动，国泰君安国际获香港虚拟资产交易牌照后股价暴涨，带动中资券商板块走强，市场对稳定币作为跨境支付基础设施的预期升温。

图8： A 股行业指数表现，综合金融、通信、有色金属领涨



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图9： 恒生指数行业表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10： 行业热力图，TMT 行业转暖，金融行业热度回升

	2025年1月	2025年2月	2025年3月	2025年4月	2025年5月	2025年6月
石油石化	19	29	17	16	22	16
煤炭	28	30	3	23	11	22
有色金属	1	26	1	24	24	3
电力及公用事业	21	23	6	3	12	25
钢铁	10	7	14	21	25	23
基础化工	8	11	15	20	19	10
建筑	24	14	26	8	15	17
建材	13	21	9	17	18	27
轻工制造	14	17	21	9	8	14
机械	5	2	19	28	21	15
电力设备及新能源	16	8	23	30	17	12
国防军工	29	15	5	14	4	8
汽车	3	4	10	19	23	28
商贸零售	30	18	24	2	9	18
消费者服务	22	16	12	11	29	13
家电	6	24	2	26	10	29
纺织服装	12	20	16	12	13	19
医药	18	12	11	13	3	24
食品饮料	27	13	8	6	26	30
农林牧渔	15	25	7	1	16	20
银行	2	27	4	5	5	7
非银行金融	26	22	20	22	14	4
房地产	25	10	29	10	27	21
交通运输	20	28	13	7	7	26
电子	7	3	28	25	30	5
通信	11	19	27	29	6	2
计算机	9	1	30	27	28	6
传媒	4	5	22	15	20	11
综合	23	9	18	18	1	9
综合金融	17	6	25	4	2	1

资料来源：Wind，诚通证券研究所

债市走弱，债券市场整体下跌 0.5%，国债收益率上升，1 年、5 年、10 期国债收益率分别上升 0.5bp、3.5bp 与 5.4bp。海外港股恒生指数上涨 5.3%，美股三大股

指普遍上涨，道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标普 500 指数分别上涨 3.9%、9.6% 与 6.2%。

1.2、权益大势研判：7 月财政政策逐步落地，月内有望维持偏弱震荡

7 月财政政策逐步落地，下旬政治局会议即将召开，市场再次进入政策博弈阶段，风险偏好有望阶段性回升。但基本面支撑转弱、中美谈判即将落地，海外通胀抬头趋势更加明显，或压制 A 股海外流动性。月内有望维持偏弱震荡。

国内基本面方面，出口端 5 月维持回落态势，略好于市场预期，二季度结束抢出口效应减弱，预计关税负面影响逐步加深。金融数据有所走弱，5 月新增人民币贷款低于预期，处于近年低位。5 月制造业 PMI 荣枯线下小幅回升，但 6 月 BCI 招工及销售前瞻指数看基本面或继续走弱，目前市场一致预期 6 月制造业 PMI 49.3，低于前值的 49.5。整体春季开门红以来，基本面对市场走势的支撑转弱在逐步兑现。

图11：BCI 前瞻数据与制造业 PMI



资料来源：Wind，诚通证券研究所

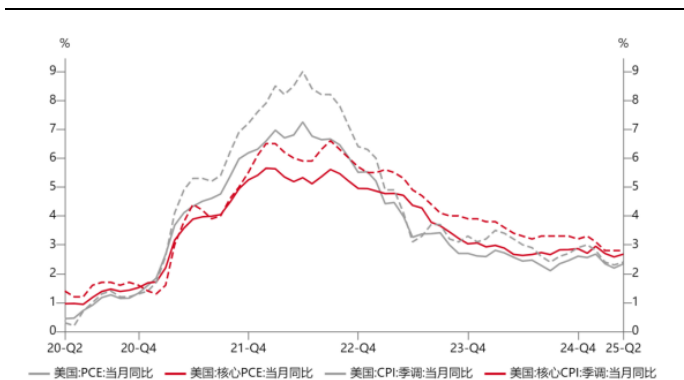
图12：制造业 PMI 与沪深 300 指数



资料来源：Wind，诚通证券研究所

7 月需要关注美国通胀预期对 A 股海外流动性的影响。6 月以来部分美联储官员表态偏鸽，但鲍威尔相对中立，表示将密切关注 6 月和 7 月的通胀数据中关税的影响。从 5 月最新 PCE 读数来看，PCE 同比 2.3%，符合市场预期，高于前值的 2.1%；核心 PCE 同比 2.7%，高于前值的 2.5% 和市场预期的 2.6%。随着美国库存周转率降至低位、关税成本将加速向终端价格传导，通胀数据仍有进一步抬升可能。若 6 月通胀数据回升显著，则海外降息预期进一步走低，对 A 股风险偏好及海外流动性或造成负面影响。

图13： 美国通胀数据有抬头趋势



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： 6月28日 CME FED WATCH 预期年内降息3次

MEETING DATE	175-200	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%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.6%	81.4%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	74.8%	8.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	57.7%	28.1%	2.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	47.3%	34.7%	8.3%	0.6%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	26.9%	41.5%	22.4%	4.7%	0.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	17.6%	35.5%	30.3%	12.0%	2.1%	0.1%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.5%	23.5%	33.7%	24.2%	8.7%	1.5%	0.1%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.4%	4.3%	15.8%	28.8%	28.8%	16.2%	4.9%	0.7%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.7%	8.0%	20.0%	28.8%	24.7%	12.6%	3.6%	0.5%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.6%	3.8%	12.0%	22.9%	27.5%	20.7%	9.6%	2.6%	0.4%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.9%	4.3%	12.7%	23.2%	27.0%	19.9%	9.1%	2.4%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.0%	4.6%	13.0%	23.3%	26.8%	19.6%	8.9%	2.4%	0.3%	0.0%

资料来源：Wind，CME Fedwatch，诚通证券研究所

7月财政政策逐步落地，政治局会议召开仍有期待空间。6月底发改委会议表示，7月将下达今年第三批消费品以旧换新资金，分领域制定落实到每月、每周的“国补”资金使用计划。设备更新方面，超长期特别国债资金支持力度为2000亿元，第1批约1730亿元资金，已安排到16个领域约7500个项目，第2批资金正在同步开展项目审核筛选。对照上半年以旧换新的政策效果，下半年需求端在补贴落地后仍然可期。7月政治局会议即将召开，但抢出口带动下，二季度经济数据表现不弱，大幅增量政策出台的迫切性相对较低，但科技、地产、消费、供给侧改革方面结构性政策依然可期，货币政策方面想象空间或许有限，一季度人民银行例会明确提出“择机降准降息”，二季度全面降准0.5个百分点，7天逆回购利率下调0.1个百分点，全部兑现。二季度例会则提出“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏”，三季度或许降准降息灵活性更强。

消息面，中美关系预计仍有扰动。美国通胀数据抬头、特朗普支持率下降，以及中美在科技等细分领域继续博弈，预计月内消息面仍会对A股有扰动。按照5月《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，8月谈判缓冲期结束，中性预期下此前暂缓的对华24%对等关税仍会加回。贸易摩擦的负面冲击仍未完成，但月内或不会成为影响指数走势的主要变量。

整体来看，目前市场形势最可类比2019年，基本面偏弱但政策面利好持续对冲。6月底上攻3400点后有待整固，市场继续上攻的空间取决于政治局会议预期及落地情况。若政策面空间有限，则市场有望维持偏弱震荡。

1.3、权益策略：建议布局低位、补涨品种为主

现阶段建议布局低位、补涨品种为主。月内围绕政治局会议布局有望受益政策利好的低位科技、地产、供给侧改革品种，择机布局新型消费。

泛科技：上月提示的AI产业链已经有所表现。海外英伟达产业链映射的国内PCB、CPO板块涨幅领先，但鉴于国内中报业绩将兑现、海外流动性收紧预期下美股或许调整，阶段性不建议追高。贸易摩擦仍在继续，科技板块、新质生产力仍有望成为政治局会议重点提及领域。建议政治局会议前逢低布局一季度以来回调较久的泛AI板块上下游以及AI金融、AI医疗等应用板块，仍在涨价的存储器品类。

消费：7月以旧换新特别国债再次落地，政治局会议在消费等细分赛道有增量

政策落地，对消费品类再次催化。建议关注直接受益以旧换新的白色家电，有望受益多胎补贴方案、育儿补贴、辅助生殖政策的奶粉、辅助生殖板块，以及阶段性回调后有望企稳的零食、零售等新型消费品类。

受益供给侧改革、底部反转预期周期品：供给侧改革、防止行业内卷有望再次政治局会议上再次提及。2024 年中央经济工作会议首次将“综合整治‘内卷式’竞争”写入中央经济工作会议公报，2025 年两会再次提及。上半年针对新能源汽车、光伏等价格战影响较大的行业已有行业配套政策出台。当前，5 月 PPI 同比-3.3%，下行幅度较 3 月有所加速，创 2023 年 8 月以来新低。此次政治局会议或再次提及相关表述。阶段性可关注碳酸锂、工业硅板块，月内龙头减产、产能重组预期，落地叠加政治局会议临近，有阶段性博弈的可能性。

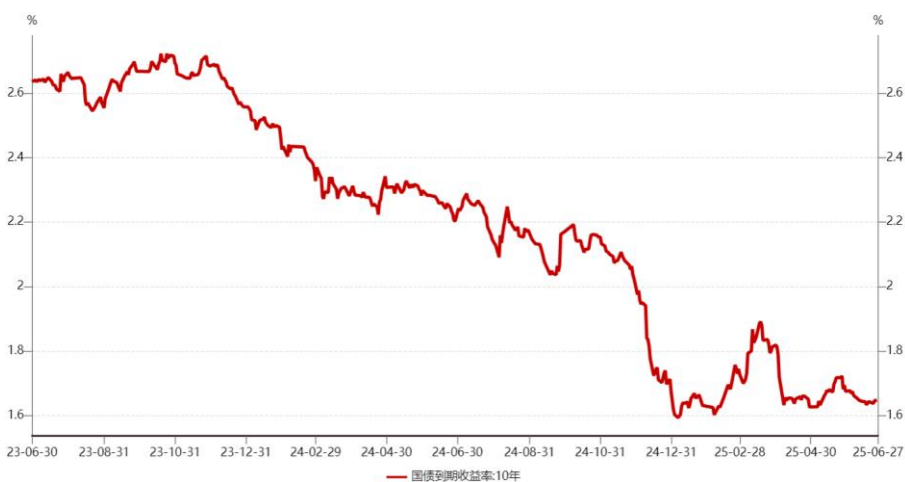
1.4、债券策略：关注 7 月政治局会议降息窗口

5 月 12 日，中美共同发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，宣布大幅降低双边关税水平，大幅超出市场预期。受此影响，10 年期国债收益率持续上行，最高升至 1.7% 附近。到 5 月末，降息预期、中美关税博弈等交易已经阶段性结束。

5 月 28 日至今，10 年期国债收益率由 1.7% 附近逐步回落，最低至 1.63% 附近。国债收益率走势整体与宏观经济基本面走势一致。第一财经高频经济活动指数以及建信高金宏观因子均显示 6 月份，宏观经济有走弱的迹象。

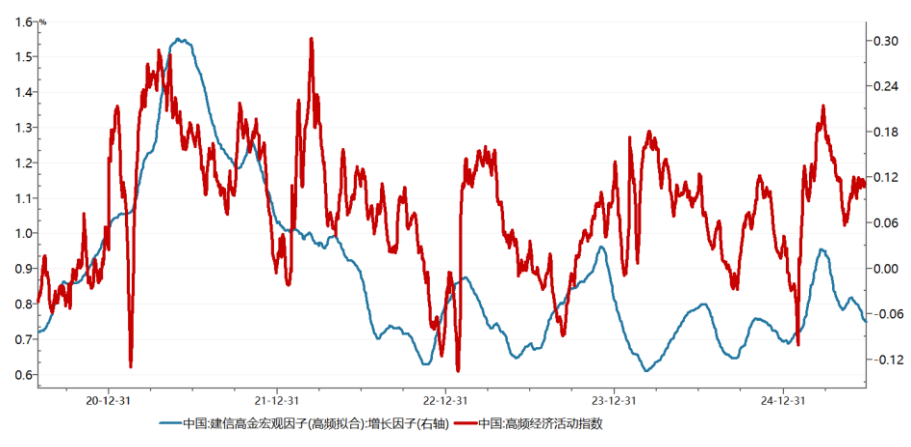
未来国债收益率将怎么走？7 月末召开的政治局会议十分重要。这次政治局会议将分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。因此，7 月份是重要的降息窗口期。若 7 月份降息 10-15BP，则降息幅度基本符合市场预期，国债收益率或在短暂下行后开始反弹。

图15： 6 月份，10 年期国债收益率整体回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图16： 高频数据显示，经济在5月末后开始放缓



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.5、财经日历

7月，国内重点关注经济基本面动能是否减弱。6月BCI招工及销售前瞻指数看基本面或继续走弱，但高频数据显示工业生产基本稳定，“两重”“两新”继续支撑基建、制造业投资、消费。此外，7月下旬政治局会议即将召开，市场再次进入政策博弈阶段。海外重点关注美国对等关税谈判进展以及关税对美国通胀的影响程度如何，还要关注美国减税法案进展。

表1： 未来一个月宏观及行业重要事件

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
6.30	7.1	7.2	7.3	7.4	7.5	7.6
中国6月官方PMI数据		美国6月ISM制造业PMI				
7.7	7.8	7.9	7.10	7.11	7.12	7.13
		中国6月通胀数据	中国6月金融数据			
7.14	7.15	7.16	7.17	7.18	7.19	7.20
中国6月进出口数据	美国6月通胀数据					
7.21	7.22	7.23	7.24	7.25	7.26	7.27
中国7月LPR					中国6月工业企业利润数据	
7.28	7.29	7.30	7.31	8.1	8.2	8.3
		美国7月就业数据	中国7月官方制造业PMI	美国7月ISM制造业PMI		

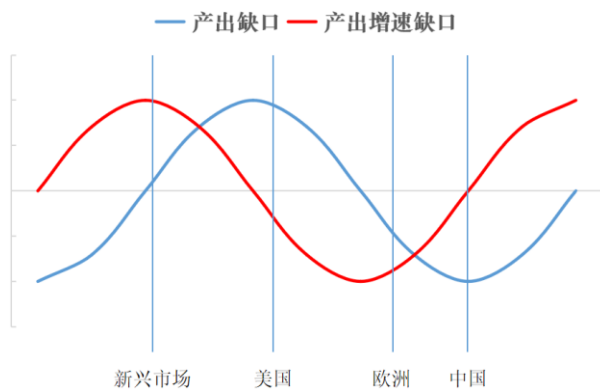
资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、周期位置及经济基本面

7月，预计美国经济将体现出“微滞胀”特点。一方面，芬太尼关税以及对等关税将逐渐影响美国物价。另一方面，通胀影响消费者信心，美国经济增速或小幅下滑，并略低于潜在增速，产出缺口开始回落，失业率小幅上升。短期内通胀的重要性大于失业率，降息预期仍可能摇摆。

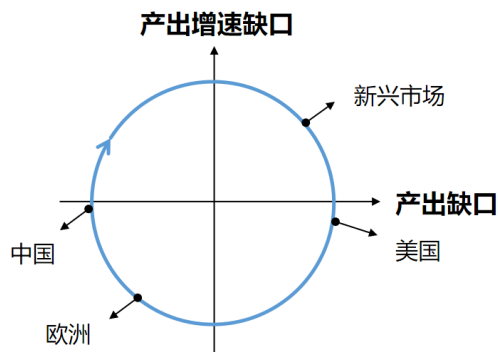
国内经济韧性较强，政策以落实前期部署为主。出口缓慢回落，同时“两重”“两新”将持续发力，经济仍将保持整体平稳。预计二季度GDP同比增速5.2%左右，上半年GDP同比增速5.3%左右，全年完成经济目标的压力下降，预计7月政治局会议仍以落实前期部署为主，暂不出台新增刺激政策。

图17：世界经济周期位置



资料来源：诚通证券研究所

图18：经济周期时钟



资料来源：诚通证券研究所

2.1、美国经济或逐渐“滞胀”

关税对美国经济的影响有通胀预期、通胀实现、经济衰退、经济修复四个阶段。第一阶段：通胀预期。关税影响下，通胀预期上升，存在“抢进口”，经济主体提前增加耐用品消费、资本开支，与此同时也会减少一些非必需品、服务消费。第二阶段：通胀实现。供应链压力增加，终端消费品价格带动物价上涨，中间品投入成本上升后续也会继续传导到终端消费品。第三阶段：经济衰退。通胀导致消费与资本开支下降，经济滞胀。第四阶段：经济修复。全球产业链重构，通胀下降，经济修复。

7月，关税对美国经济的影响或将逐步进入第二阶段。关税对美国5月通胀的影响尚不明显，预计对美国6月、7月通胀的影响将逐渐显现。5月，美国CPI同比增速小幅上升0.1个百分点至2.4%，低于加征关税下人们对通胀的预期。核心CPI同比增速2.8%，持平于前值。其中，核心商品CPI同比增速0.3%，前值0.1%，延续2024年9月以来的上升趋势，但上升幅度较为缓慢。PCE、核心PCE物价同比增速分别从2.2%、2.5%上升至2.3%、2.6%，上升幅度仍较小。

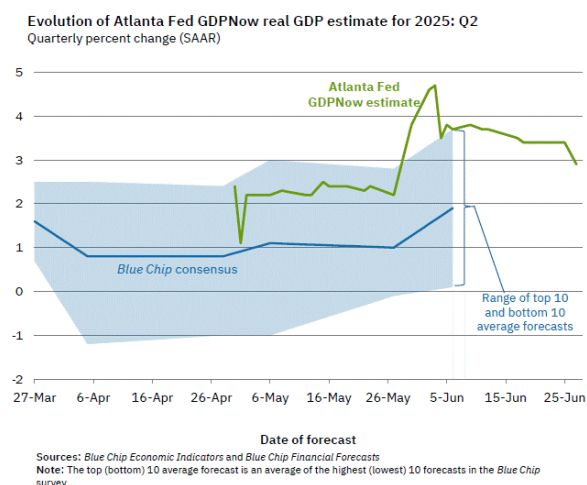
受经济衰退预期、通胀预期影响，美国消费支出有所走弱，预计7月美国经济增速小幅下滑。不过，金融条件有所好转，将在一定程度上支撑居民消费信心。5

月，美国 ISM 制造业、非制造业 PMI 分别从 48.7%、51.6% 下降至 48.5%、49.9%；零售和食品服务销售额季调环比-0.91%，前值 0.08；个人消费支出环比-0.14%，前值 0.21%。关税尚未明显影响美国 5 月就业市场。5 月，美国新增非农就业 13.9 万人，超出预期的 12.6 万人，失业率维持在 4.2%；薪资环比增速 0.4%，高于前值 0.2%；同比增速 3.9%，持平于前值。

6 月 27 日，GDPNow 预测二季度 GDP 季调环比折年率恢复至 2.9%，上半年经济平均增速为 1.2% 左右。和 GDP 同比增速趋势一致的 WEI 经济指数二季度均值为 2.27%，略低于一季度的 2.4%。随着经济增速小幅下滑，美国经济增速将略低于潜在增速，产出缺口开始回落，预计 6 月失业率小幅上升。

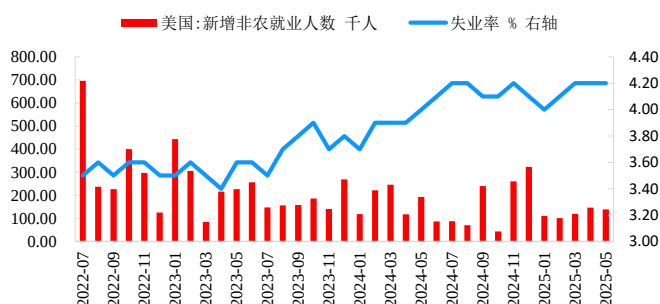
近期美联储官员发言偏鸽，放松降息条件，年内降息预期从两次再次增加至三次。如果关税对美国的通胀开始显现，即使经济增速有所下滑，但只要不大幅低于潜在增速，产出缺口就不会大幅下降，失业率也只是小幅上升。此时，通胀上升的重要性将大于失业率小幅上升，美联储降息预期可能再次缩减。

图19： 6 月 27 日，GDPNow 预测二季度经济增速恢复至 2.9%



资料来源：Atlanta fed，诚通证券研究所

图20： 美国 5 月失业率仍处于低位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2.2、国内经济韧性较强，政策以落实前期部署为主

美国对等关税落地之后，我国经济顶住外部压力呈现出较强的韧性。预计 7 月，内需接力外需，经济增速维持较高水平。

一方面，外需缓慢回落，房地产投资依然较弱。4 月美国对等关税落地后，4 月、5 月中国出口同比增速分别为 8.1%、4.8%，仍然保持正增长，不过出口商可能以去库存为主，影响当月生产的出口交货值同比增速只有 0.9%、0.6%，出口对 4 月、5 月的生产拉动减弱。6 月中国出口高频数据有回落迹象，但仍高于上年同期，预计短期内出口韧性仍较强。6 月前 20 日韩国出口同比增长 8.3%，可能受到 7 月暂停关税即将到期的影响。美国对中国产品暂停关税到期前，也可能继续“抢出口”。

房地产市场或继续拖累经济。前 5 月，房地产投资累计同比下降 10.7%，房地产开工面积同比下降 22.8%，降幅均较大；商品房销售面积同比累计下滑 2.9%；房价继续下跌。6 月房地产市场高频数据继续走弱，若无新增政策，房地产市场修复

动能可能持续衰减。

另一方面，“两重”“两新”持续发力。前5月，政府债券净融资6.3万亿元，同比多融资3.8万亿元。5月末，M2、社融余额同比增速分别维持在7.9%、8.7%的较高水平。在此支持下，全口径基建投资累计同比增长10.4%，制造业投资累计同比增长8.5%，社会消费品零售总额同比增长6.4%。从6月高频数据来看，生产稳定。钢铁产业链开工率停止下滑，汽车开工率保持在较高水平，化工产业链开工率高于上年同期。“618”叠加补贴拉动消费增长。6月1-22日，全国乘用车市场零售126.9万辆，同比去年6月同期增长24%，较上月同期增长8%。

后续“两重”“两新”将继续保持较高强度。截至5月“两重”已安排近5000亿元，预计6月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单。高频数据显示，沥青开工率回升，水泥发运率高于上年同期，基建仍较强。1月、4月，中央财政分别下达了810亿元共1620亿元以旧换新资金，后续还将有1380亿元资金在三、四季度分批有序下达。

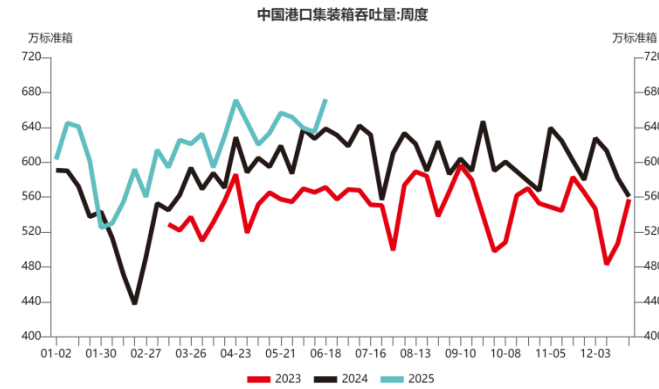
政策方面，预计二季度GDP同比增速5.2%左右，上半年GDP同比增速5.3%左右，全年完成经济目标的压力下降，7月政治局会议或仍以落实前期部署为主，暂不出台新增刺激政策。

图21： 5月中国经济平稳增长

一级指标	二级指标	三级指标	预期差/5月预期值	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
增长动力	GDP	GDP: 当季同比(%)	--	--	--	5.4	--	--	5.4	--	--	4.6
	消费	社会消费品零售: 当月同比(%)	4.9	6.4	5.1	5.9	4.0	--	3.7	3.0	4.8	3.2
	投资	固定资产投资: 累计同比(%)	4.0	3.7	4.0	4.2	4.1	--	3.2	3.3	3.4	3.4
		—— 房地产	-10.5	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	--	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1
		—— 采矿业	--	5.8	6.3	5.6	4.7	0.0	10.5	10.3	13.2	13.2
		—— 制造业	8.5	8.5	8.8	9.1	9.0	--	9.2	9.3	9.3	9.2
		—— 基建	--	10.4	10.9	11.5	10.0	--	9.2	9.4	9.4	9.3
	房地产	商品房销售面积: 累计同比(%)	--	-2.9	-2.8	-3.0	-5.1	0.0	-12.9	-14.3	-15.8	-17.1
		房屋新开工面积: 累计同比 (%)	--	-22.8	-23.8	-24.4	-29.6	0.0	-23.0	-23.0	-22.6	-22.2
		70城二手住宅价格: 当月同比 (%)	--	-6.3	-6.8	-7.3	-7.5	-7.8	-8.1	-8.5	-8.9	-9.0
		土地购置费: 累计同比 (%)	--	-7.1	-5.9	-4.5	-0.3	0.0	-8.7	-7.8	-7.4	-6.9
	对外贸易	进口: 当月同比(%)	0.3	-3.4	-0.2	-4.4	1.5	-16.4	0.9	-3.9	-2.3	0.2
		出口: 当月同比(%)	6.2	4.8	8.1	12.3	-3.0	6.0	10.7	6.6	12.7	2.4
		贸易差额(亿美元)	813.6	1032.2	961.8	1024.2	315.9	1385.6	1050.4	970.2	955.5	817.1
经济运行	生产	工业增加值: 当月同比(%)	5.7	5.8	6.1	7.7	5.9	--	6.2	5.4	5.3	5.4
	景气度	PMI(%)	49.5	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8
	就业	失业率(%)	5.1	--	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.0	5.0	5.1
	价格	CPI(%)	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4
		PPI(%)	-3.2	-3.3	-2.7	-2.5	-2.2	-2.3	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8
金融信贷	信贷融资	人民币贷款: 新增 (亿元)	8,026.3	6200	2800	36400	10100	51300	9900	5800	5000	15900
		人民币贷款余额: 同比 (%)	7.2	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6	7.7	8.0	8.1
		社融存量: 同比 (%)	8.8	8.7	8.7	8.4	8.2	8.0	8.0	7.8	7.8	8.0
	货币供应	M2: 同比(%)	8.1	7.9	8.0	7.0	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8

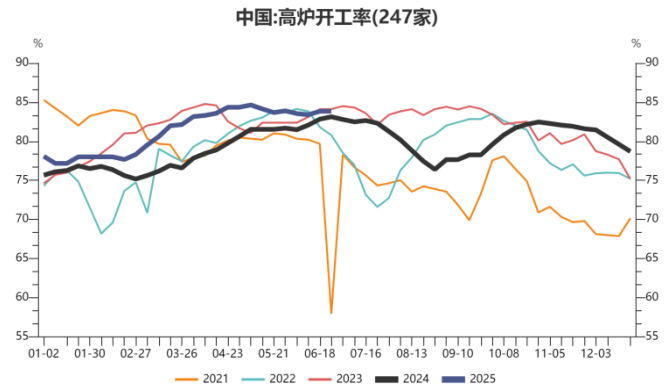
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图22: 出口仍有韧性, 但同比增速或回落



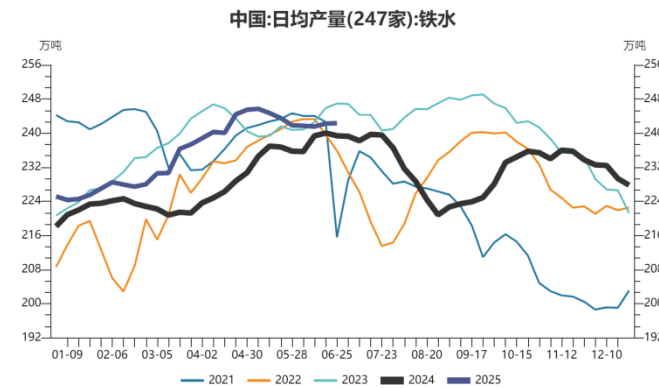
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图23: 高炉开工率停止回落



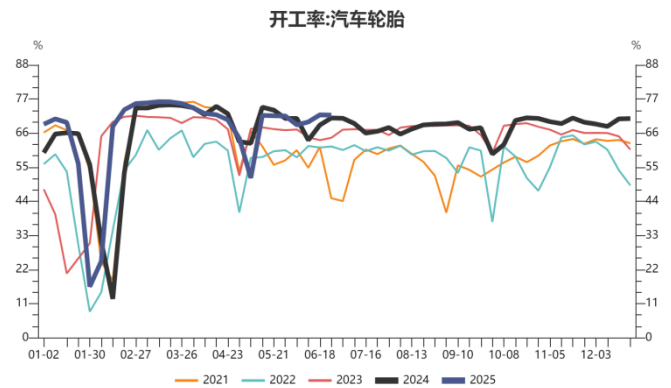
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图24: 铁水生产停止回落



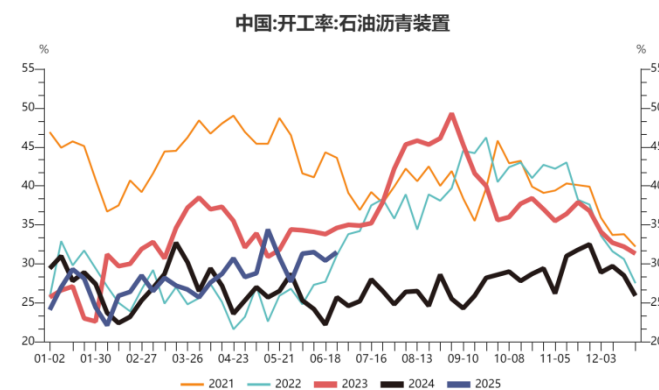
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图25: 汽车产业链开工率保持高位



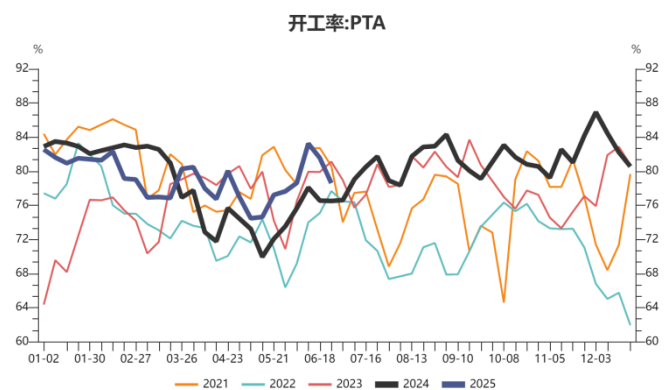
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图26: 沥青开工率上升



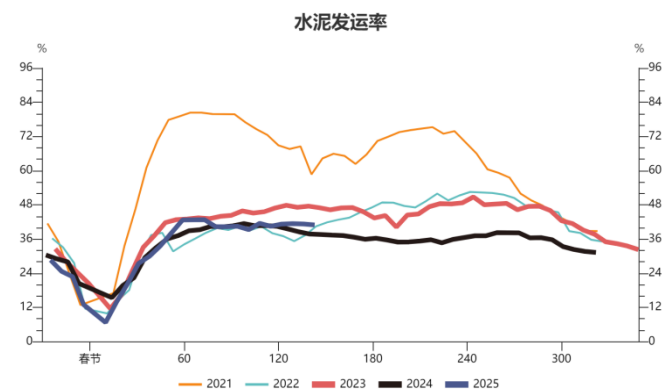
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图27: PTA 开工率高于上年同期



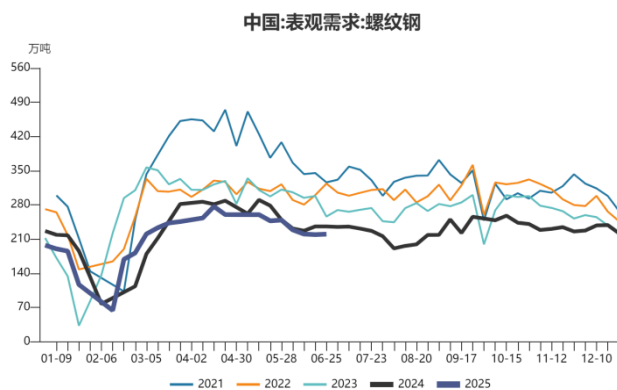
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图28：水泥发运率高于上年同期



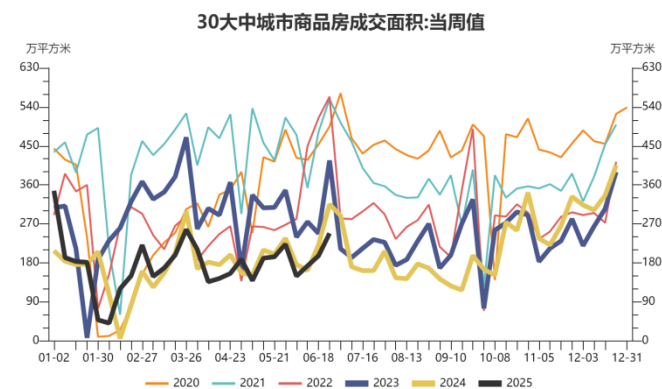
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图29：螺纹钢需求较弱



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图30：新房销售处于历史同期低位



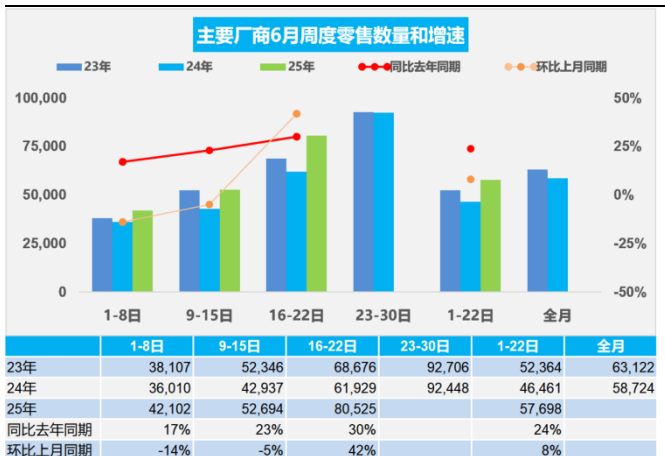
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图31：二手房销售回落



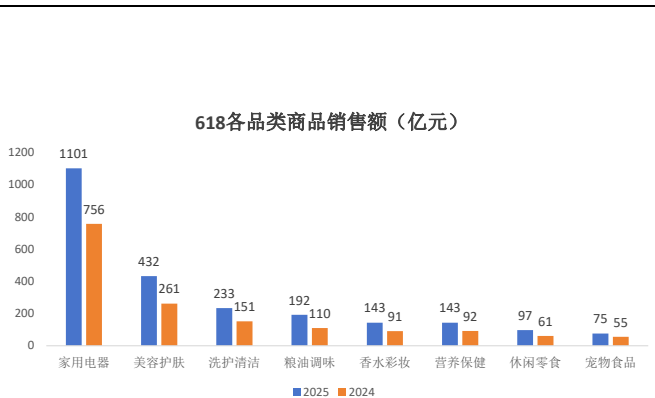
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图32：汽车消费高增长



资料来源：乘联会，诚通证券研究所

图33：“618”叠加补贴拉动消费增长



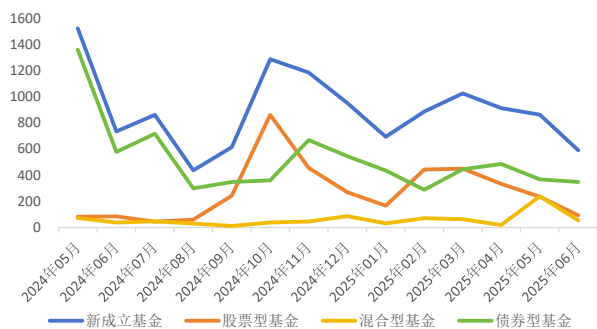
资料来源：奥维云网，诚通证券研究所

3、微观流动性

6月新基金发行减少，主要股东资金净流出增加。微观流动性跟踪依然围绕两类主体、两个层面展开。所谓两类主体，是指一般法人、公募私募基金等国内机构。所谓两个层面，是指自有资金和杠杆资金，目前以场内杠杆也就是券商融资业务为主。

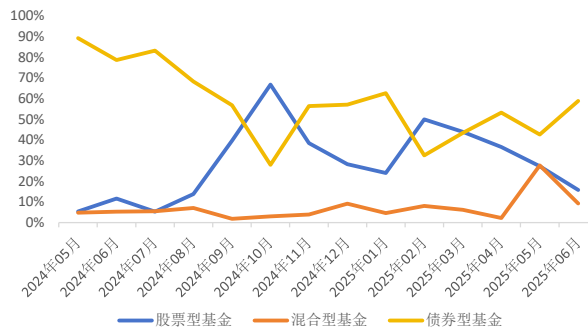
(1) 基金：6月新基金发行减少。截至6月28日，共有117只新基金宣告成立，募集总规模约590.42亿元，较去年同期减少144.48亿元。从新基金类型来看，包括59只股票型基金，募集规模合计为93.43亿元，较去年同期增加8.05亿元；23只混合型基金，募集规模合计为54.61亿元，较去年同期增加15.59亿元；23只债券型基金，募集规模合计为347.69亿元，较去年同期减少230.94亿元。相对去年同期而言，股票型基金、混合型基金发行规模上升，债券型基金发行规模回落。

图34：6月新基金发行额较5月有所下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

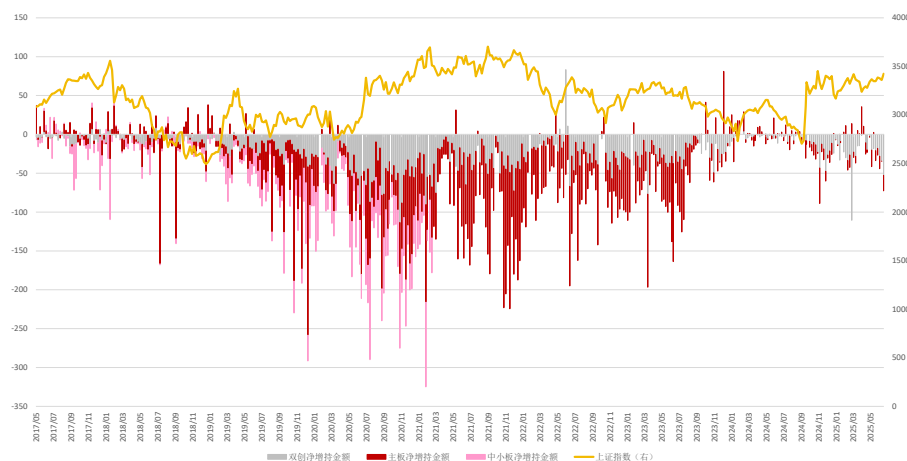
图35：股票型基金、混合型基金发行额占比下降，债券型基金发行额占比上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

(2) 主要股东：流出有所扩大。截至6月28日，6月主要股东净流出178.5亿元，5月净流出94.9亿元，4月净流出17.9亿元。

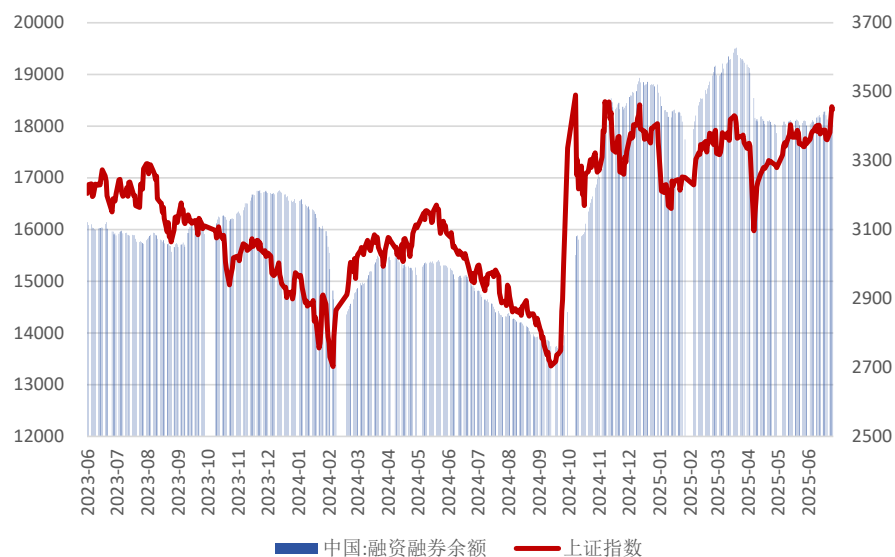
图36：6月主要股东资金净流出增加



资料来源：Wind，诚通证券研究所

(3) 杠杆资金：杠杆资金保持高位，且有回升趋势。截至6月26日，市场情绪回暖，两融余额略微回升，从月初的1.80万亿回升至1.84万亿

图37： 两融余额略微回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>