



2025年7月投资策略月报

2025-06-28

沅京资本管理（北京）有限公司

沣京观点：关税豁免到期日临近，市场波动或再次变大

- **市场回顾：**6月截至目前，Wind全A指数上涨3.82%，上证指数和沪深300指数分别上涨2.29%和2.12%，中证500和中证1000分别上涨3.4%和4.15%，创业板指上涨6.58%，科创50上涨1.14%。行业层面分化较大，综合金融、通信、有色金属、非银金融、电子涨幅靠前，分别上涨19.65%、11.2%、9.7%、8.73%、7.48%；跌幅靠前的为食品饮料、家电、汽车，分别下跌5.04%、1.84%和0.78%。A股日均成交额1.32万亿，较5月环比小幅提升，恒生指数上涨4.27%，恒生科技指数上涨3.31%。
- **短期市场判断：**6月市场整体表现不错，但结构分化极大，哑铃策略更占优，一方面银行持续上涨，在稳定币等金融创新下行情扩散到非银金融，港股金融以及金融科技公司大幅上涨或者波动，另外小盘股轮动加快，热点切换较快。经济基本面层面，国内经济活动放缓，消费在以旧换新支撑下趋势略好，但地产成交依旧较弱，央行二季度例会“择机降准降息”的表述改为“灵活把握政策实施的力度和节奏”，继续做好对“两重”和“两新”的融资支持，预计更多还是结构性政策。海外市场，美国6月制造业和服务业PMI均超预期扩张，通胀温和，但鲍威尔继续强调“数据依赖”，对降息持审慎态度，美联储内部分歧加大。目前主要指数处于前期高位，预计还是结构性行情为主，短期重点关注7月初美国对其他国家关税90天豁免到期后的下一步贸易政策。
- **中长期趋势：**尽管深层次的经济和社会矛盾无法在短期内迅速改善，但目前政策层面已经意识到包括地产、股票等资产价格快速下降对实体和资本市场的负面影响，去年9月底以来的一些列政策调整或为有效的“政策底”，货币政策已经加力，后续重点看增量财政政策的发力，诸多积极变化或将在一定程度上打破资产价格与经济预期期间的负反馈效应，后续重点关注各项具体政策的落地。美国整体处于经济周期高位，虽然降息幅度和节奏会有阶段性调整，但整体趋势难以改变，特朗普的上台，我们外需面临压力将会很大，但这或许也是内需政策加码发力的拐点。
- **投资观点：**当前行情表现比较分化。未来配置方向一是在市场波动加大背景下，通过跟踪高频数据变化做好仓位管理；二是结合经济数据和已发布的财报寻找有盈利支撑的行业和公司；三是关注宏观经济和地缘政治的发展，寻找正向的投资线索。

沅京观点：关税豁免到期日临近，市场波动或再次变大

经济周期

- 美国经济在当前关税贸易摩擦的背景下呈现“强现实、弱预期”的情况，虽然整体经济韧性还在，但市场的预期已经开始走弱，后续需要保持对美国经济需要关注长期通胀预期、以及企业资本开支意愿；
- 中国的经济恢复仍需要较大的努力，包括房地产信心、消费信心等，在出口不确定性因素增多的当下，内需可能是后续需要重点政策发力的方向；

金融周期

- “更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”的政策决心会推动流动性预期改善，但在经济筑底阶段，金融市场流动性如果趋紧，对市场风格将有较大影响；
- 市场预期美联储全年降息1-2次，首次降息或在9月，美联储会议声明首次提出失业率和通胀率上升的风险已经上升，但全年降息空间变化不大，更应该关注是关税政策对通胀带来的压力；

政策周期

- 宏观政策已经明确显著转向，主要看落实落地效果。财政扩张是短期最为有效的手段，货币政策还有调整的空间，特别是需要匹配经济增速和实际利率状况。产业政策继续聚焦新质生产力，特朗普2.0加大了全球宏观的不确定性，包括“对等关税”政策、美国主导下的俄乌停战，其影响不仅仅全球贸易格局，还包括对美国本土的通胀压力、全球能源格局的影响；

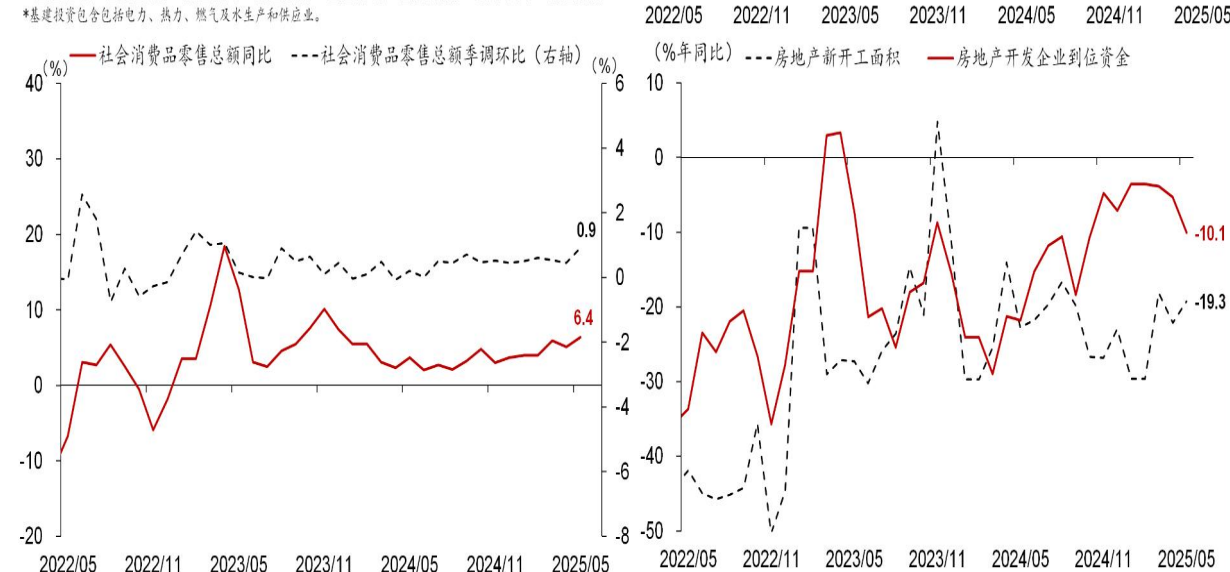
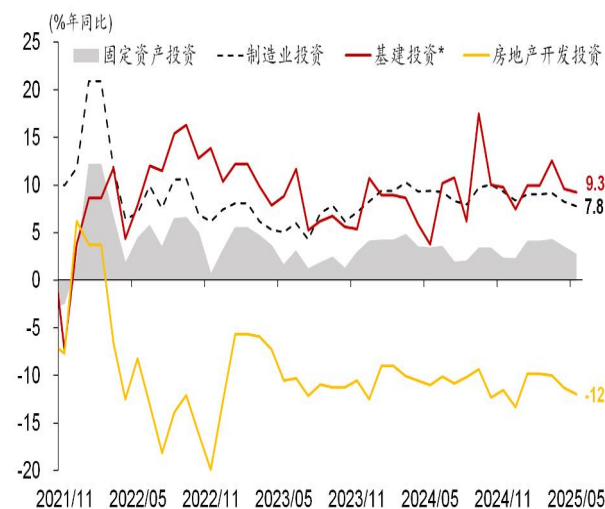
市场周期

- 小盘因子交易集中度达到历史高位，仍以存量博弈为主，市场短期或维持高位震荡格局。
- 当前权益资产的估值吸引力较历史水平有所下降，需在产业趋势与宏观扰动的交织中动态调整仓位，兼顾估值安全边际与成长确定性。

策略聚焦：5月经济环比动能减弱，生产投资持续所放缓

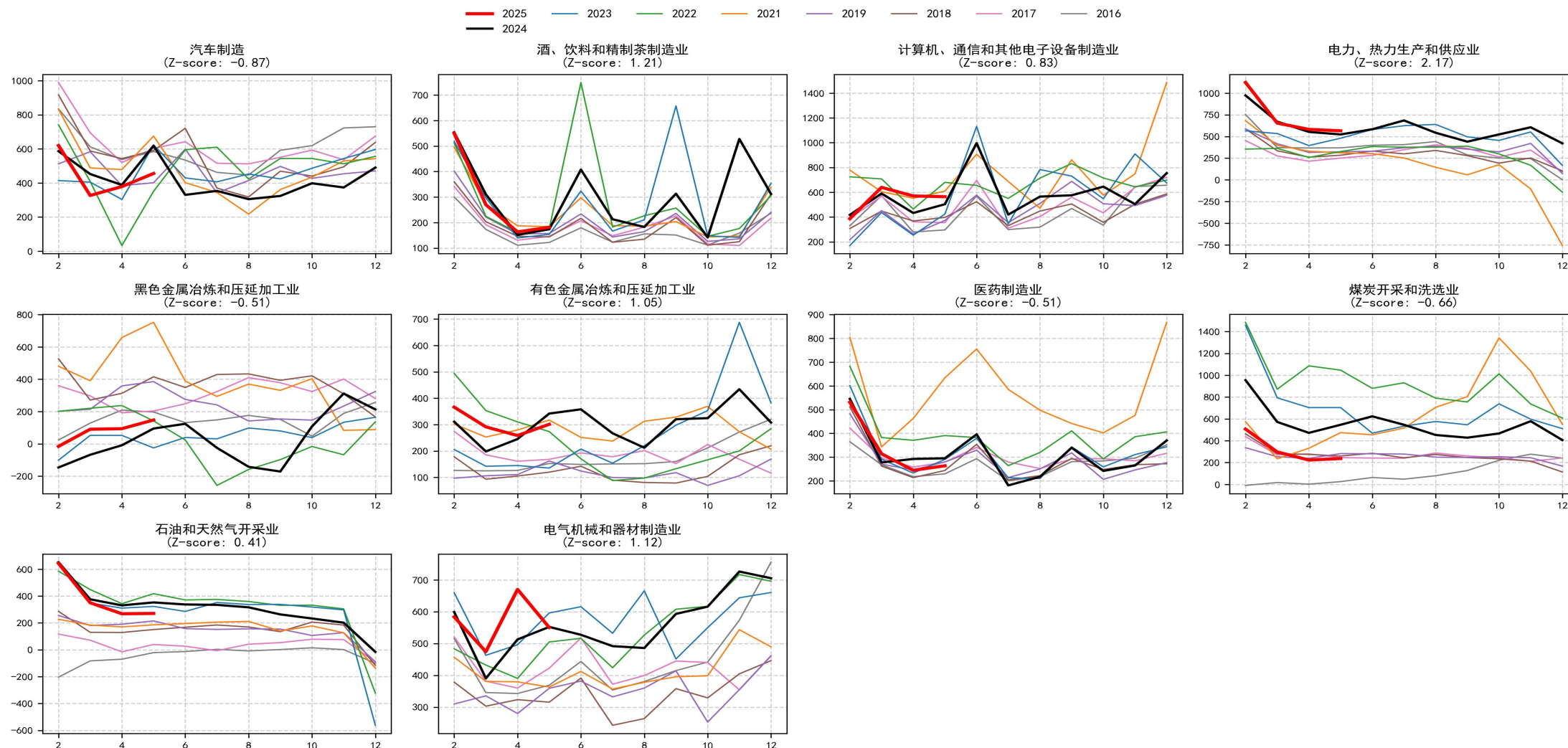
	同比增速									
	2025-05	变化	2025-04	2025-03	202501-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
工业增加值	5.8	↓	6.1	7.7	5.9	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5
季调环比*	0.6	↑	0.2	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.7	0.4
煤炭开采和洗选	5.5	↓	6.3	10.6	5.4	2.7	3.7	4.5	3.2	3.3
石油和天然气开采	5.3	↑	4.3	6.8	0.9	2.2	5.3	5.8	2.0	4.0
通用设备	6.3	↓	7.8	9.3	9.5	7.7	4.4	2.4	4.6	2.2
专用设备	2.3	↓	3.7	4.7	3.8	4.6	3.0	3.0	4.0	2.9
汽车制造	11.6	↑	9.2	11.5	12.0	17.7	12.0	6.2	4.6	4.5
计算机通信等电子设备制造	10.2	↓	10.8	13.1	10.6	8.7	9.3	10.5	10.6	11.3
高技术产业	8.6	↓	10.0	10.7	9.1	7.9	7.8	9.4	10.1	8.6
发电量	0.5	↓	0.9	1.8	-1.3	0.6	0.9	2.1	6.0	5.8
固定资产投资完成额	2.7	↓	3.5	4.3	4.1	2.2	2.3	3.4	3.4	2.0
季调环比*	0.1	↓	0.5	0.1	0.5	0.4	0.4	0.2	0.5	0.4
——制造业投资	7.8	↓	8.2	9.2	9.0	8.3	9.3	10.0	9.7	8.0
——基建投资	9.3	↓	9.6	12.6	9.9	7.5	9.8	10.0	17.5	6.2
——房地产投资	-12.0	↓	-11.3	-10.0	-9.8	-13.3	-11.6	-12.3	-9.4	-10.2
房地产新开工面积	-19.3	↑	-22.1	-18.1	-29.6	-23.0	-26.8	-26.7	-19.9	-16.7
房地产销售面积	-3.3	↓	-2.1	-0.9	-5.1	-0.5	3.2	-1.6	-11.0	-12.6
房地产销售金额	-6.0	↑	-6.7	-1.6	-2.6	2.4	1.0	-1.0	-16.3	-17.2
社会消费品零售总额	6.4	↑	5.1	5.9	4.0	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1
季调环比*	0.9	↑	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.5
——餐饮消费	5.9	↑	5.2	5.6	4.3	2.7	4.0	3.2	3.1	3.3
——商品零售	6.5	↑	5.1	5.9	3.9	3.9	2.8	5.0	3.3	1.9
网上商品消费	8.2	↑	6.1	6.9	5.0	3.8	-2.7	11.3	6.4	4.1
服务业生产指数	6.2	↑	6.0	6.3	5.6	6.5	6.1	6.3	5.1	4.6
城镇调查失业率	5.0	↓	5.1	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3

注：1-2月工业增加值、固定资产投资完成额和社会消费品零售总额的季调环比使用统计局公布的单月环比数据的几何平均值计算。



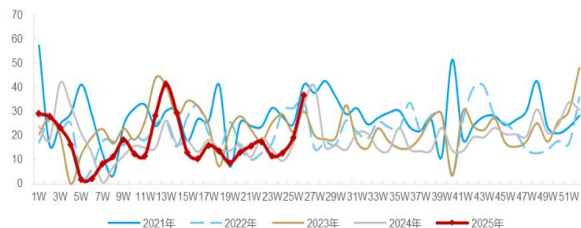
策略聚焦：大部分工业利润弱于历史同期水平

工业企业利润_季节性

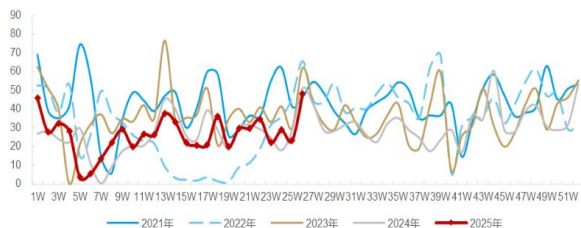


策略聚焦：地产成交整体依旧偏弱，新房持续萎缩

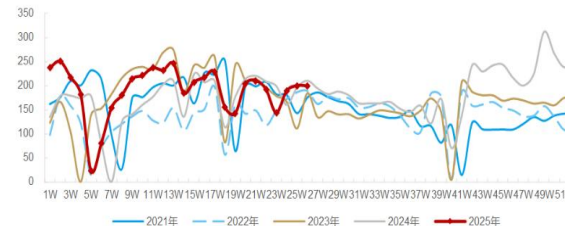
北京新房成交面积



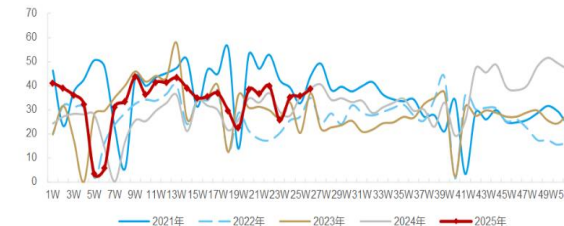
上海新房成交面积



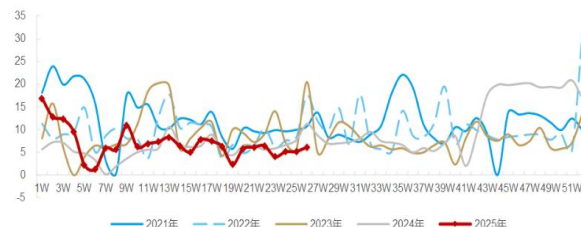
15城二手房成交面积



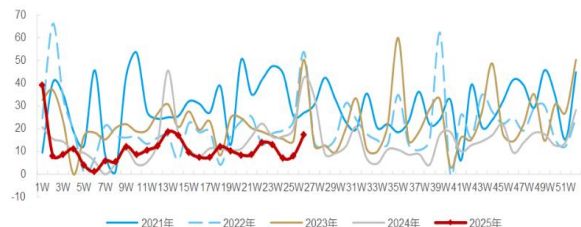
北京二手房成交面积



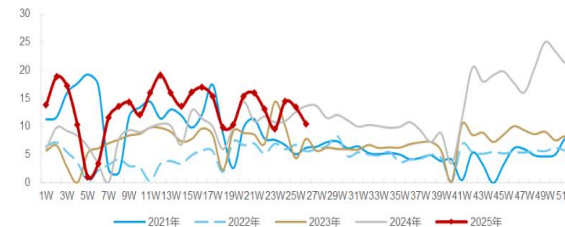
深圳新房成交面积



杭州新房成交面积



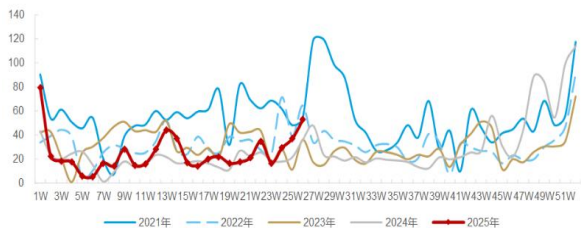
深圳二手房成交面积



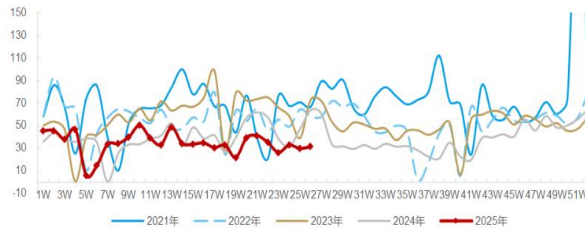
杭州二手房成交面积



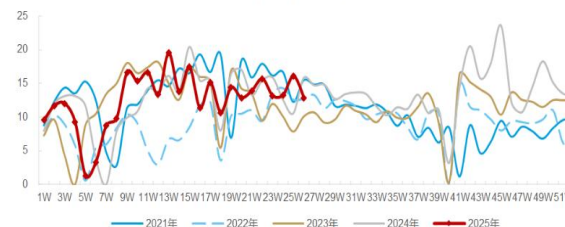
武汉新房成交面积



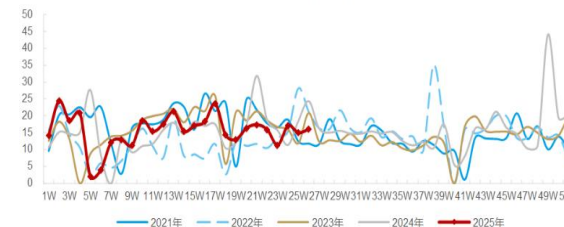
成都新房成交面积



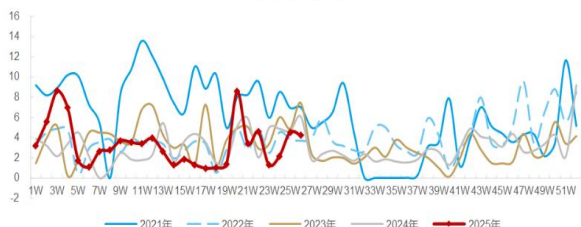
青岛二手房成交面积



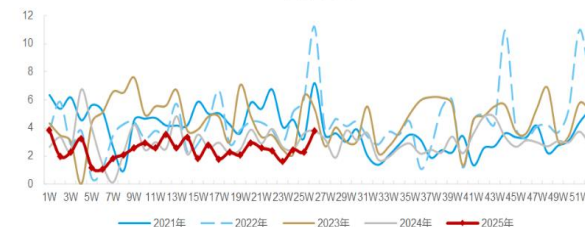
苏州二手房成交面积



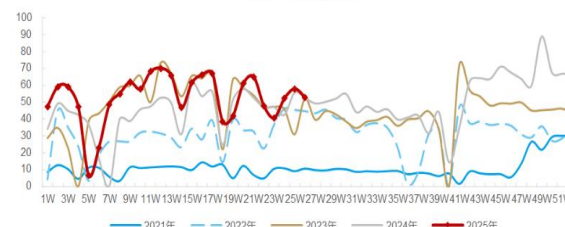
扬州新房成交面积



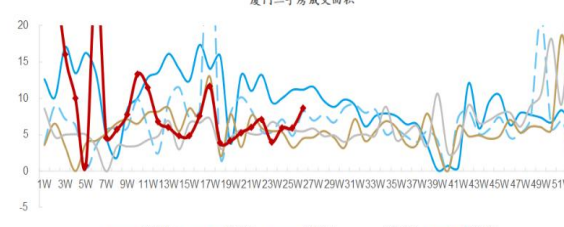
江门新房成交面积



成都二手房成交面积



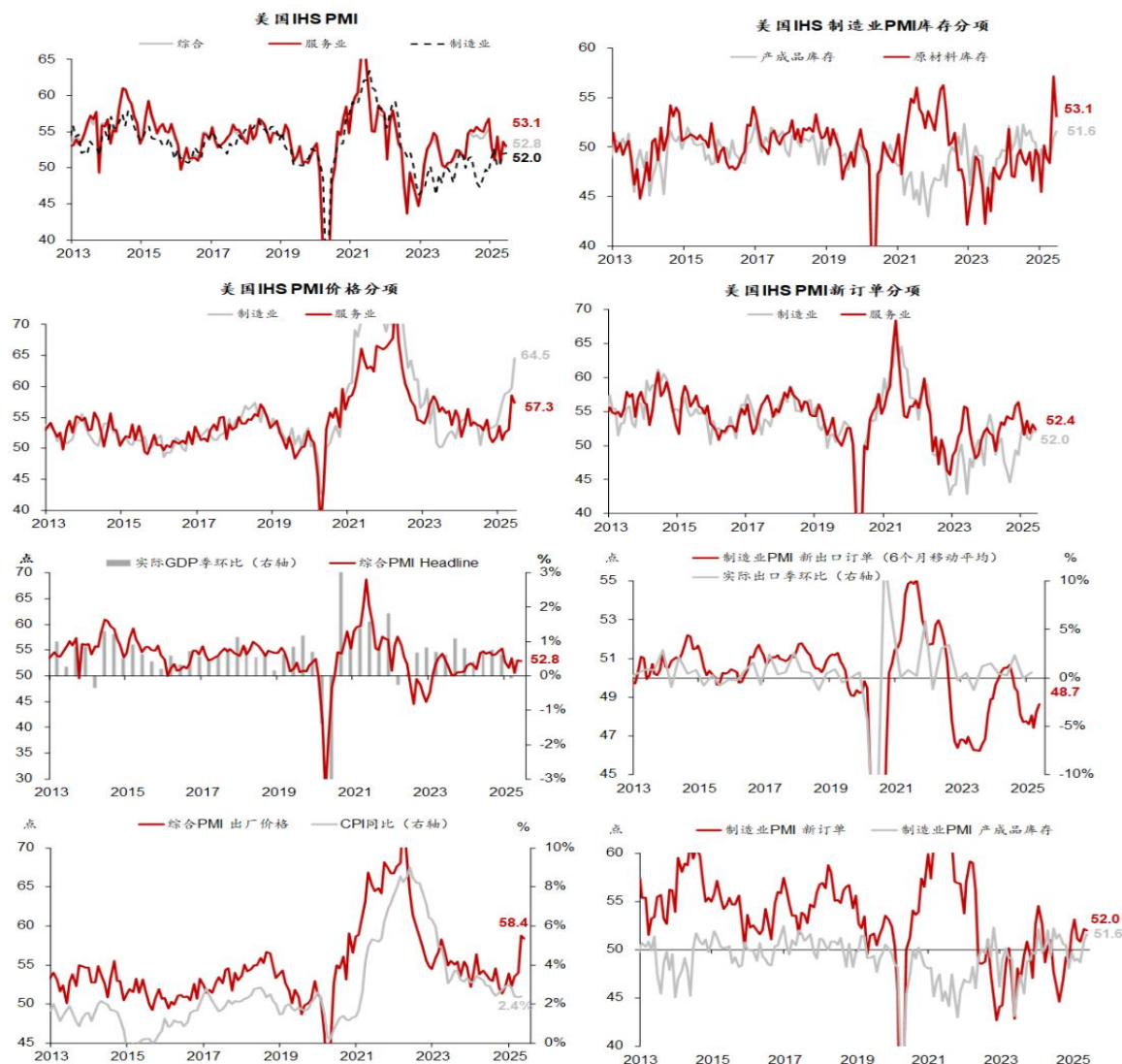
厦门二手房成交面积



策略聚焦：美国6月制造业和服务业PMI均超预期扩张

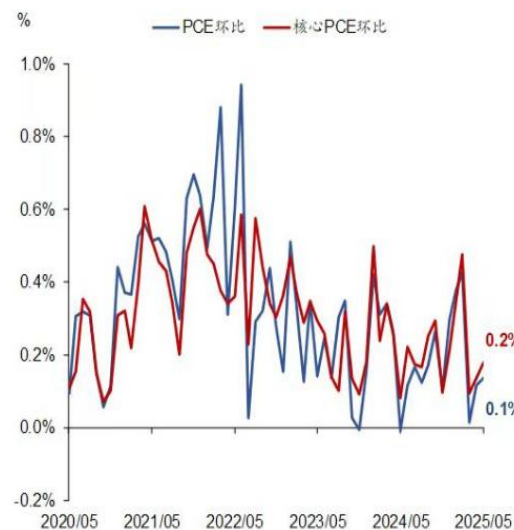
	2025/6	2025/5	2025/4	2025/3	2025/2	2025/1
综合PMI*	52.8	53.0	50.6	53.5	51.6	52.7
制造业PMI	52.0	52.0	50.2	50.2	52.7	51.2
产出	51.5	49.4	49.6	48.6	54.5	51.8
新订单	52.0	52.1	50.8	51.1	53.2	51.8
就业	53.4	50.2	49.4	50.0	51.1	52.0
原材料库存	53.1	57.1	48.4	48.9	50.2	45.5
产成品库存	51.6	50.9	48.7	49.1	48.8	49.8
出厂价格	64.5	59.7	59.2	58.8	57.5	55.5
购进价格	70.0	64.6	65.2	66.0	62.1	57.4
在手订单	52.0	48.8	46.3	46.2	46.9	47.9
新出口订单	49.7	50.3	45.2	50.1	46.8	49.7
服务业PMI	53.1	53.7	50.8	54.4	51.0	52.9
新订单	52.4	53.2	51.8	53.7	51.6	54.1
就业	51.9	51.8	50.3	51.8	49.1	54.3
在手订单	51.9	52.2	50.8	50.6	47.4	51.1
购进价格	60.0	63.0	57.3	60.3	57.8	57.4
出厂价格	57.3	58.6	53.0	52.6	51.4	53.6

综合PMI为制造业PMI产出分项和服务业PMI的加权平均。



策略聚焦：美国5月PCE通胀温和，消费支出延续放缓

	权重	环比 (%)			同比 (%)		
		202505	202505	202504	202505	202504	202503
PCE	100.0%	0.14	0.12	0.02	2.34	2.20	2.34
食品	7.4%	0.17	-0.28	0.45	1.98	1.87	1.98
能源	3.6%	-1.00	0.49	-2.74	-4.59	-5.65	-4.99
能源商品	1.9%	-2.20	-0.27	-5.89	-11.98	-13.07	-10.66
能源服务	1.6%	0.47	1.46	1.48	6.07	5.43	3.21
核心PCE	89.1%	0.18	0.14	0.10	2.68	2.58	2.70
核心商品	21.9%	0.24	0.28	-0.27	0.63	0.23	0.05
耐用品	10.9%	0.01	0.48	-0.05	0.45	-0.33	-1.03
新车	2.0%	-0.30	0.00	0.09	0.46	0.27	-0.13
二手车	1.1%	-0.57	-0.57	-0.68	-0.05	1.14	0.34
家具	2.4%	0.57	0.45	0.00	0.66	-0.94	-2.13
娱乐商品	3.3%	-0.02	1.47	-0.13	-0.14	-1.69	-2.97
其他耐用品	1.4%	-0.46	-0.49	0.93	1.48	1.49	2.56
非耐用品	10.8%	0.47	0.07	-0.48	0.81	0.80	1.14
服装	2.6%	-0.42	-0.05	0.31	-1.05	-0.96	0.25
其他非耐用品	8.3%	0.75	0.10	-0.73	1.48	1.40	1.51
核心服务	67.3%	0.16	0.09	0.21	3.34	3.35	3.57
住房	15.8%	0.26	0.35	0.39	4.07	4.23	4.29
房租	3.6%	0.21	0.34	0.33	3.82	4.01	4.02
等价租金	12.0%	0.27	0.35	0.40	4.14	4.30	4.37
核心服务 ex住房	51.4%	0.13	0.01	0.16	3.13	3.07	3.35
医疗服务	17.0%	0.11	0.25	0.24	2.22	2.40	2.21
交通服务	3.3%	-0.08	0.45	-0.59	3.39	3.06	1.91
娱乐服务	3.9%	-0.26	-0.72	0.36	3.49	3.40	4.47
餐饮住宿	7.1%	0.25	0.35	-0.16	3.02	3.00	2.93
金融服务	8.0%	-0.18	-0.81	0.27	4.98	5.12	7.06
其他服务	8.5%	0.44	-0.02	0.48	2.50	1.69	2.15



策略聚焦：FOMC偏鹰对降息预期影响不大

- 6月FOMC上，鲍威尔在新闻发布会的发言略带鹰派，他更加优先地关注与关税相关的通胀风险，并且弱化了经济预测的意义。关于通胀，他认为，“到头来，关税的成本是要支付的，其中一部分将由最终消费者承担”。此外，FOMC会议的另一偏鹰之处在于本次有7位官员认为年内不会降息，而在3月持有这种观点的只有4个人。
- 但鲍威尔也指出了，“没有人非常确信这些利率路径”。降息预期的变动几乎无几，货币市场计入了到年底51.4bps的降息幅度，并未受到略带鹰派的FOMC的影响。

【宏观】当下到2025.12FOMC的降息幅度预测



	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/7/30						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	79.3%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.1%	74.9%	6.0%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.5%	58.5%	26.3%	1.8%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	47.8%	34.0%	7.6%	0.4%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	28.9%	40.9%	20.8%	4.0%	0.2%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	19.2%	36.0%	29.1%	10.9%	1.8%	0.1%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.0%	24.4%	33.8%	23.4%	8.1%	1.3%	0.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.5%	4.5%	16.3%	29.2%	28.5%	15.6%	4.6%	0.6%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.8%	8.5%	20.6%	29.0%	24.3%	12.0%	3.3%	0.4%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.7%	3.9%	12.3%	23.2%	27.5%	20.4%	9.2%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.2%	5.1%	13.9%	23.9%	26.5%	18.8%	8.2%	2.1%	0.3%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.1%	0.6%	3.1%	9.3%	18.6%	25.1%	22.8%	13.7%	5.3%	1.2%	0.1%

策略聚焦：央行“防空转”与“关注长端收益率”仍有定力

图表 1 Q2 货政例会将对经济修复予以更多的积极表态

分项	2025 年 Q2 货政例会	2025 年 Q1 货政例会	点评
国内外经济金融形势	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济 增长动能减弱 ，贸易壁垒增多，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。 我国经济呈现向好态势，社会信心持续提振 ，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战。	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济 增长动能不强 ，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整不确定性上升。 我国经济运行总体平稳、稳中有进 ，高质量发展扎实推进，但仍面临国内需求不足、风险隐患较多等困难和挑战。	·对于外部环境的判断“增长动能不强”调整为“增长动能减弱” ·对于经济修复的积极因素予以更多肯定。

图表 2 政策基调由“择机降准降息”调整为“灵活把握政策实施的力度和节奏”

分项	2025 年 Q2 货政例会	2025 年 Q1 货政例会	点评
总体基调	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，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。 建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，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。	要实施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，加大货币财政政策协同配合，保持经济稳定增长和物价处于合理水平。 建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况， 择机降准降息。	·5 月双降落地，政策提法沿用灵活把握政策实施的力度和节奏的说法。

图表 4 2024 年四季度以来一直延续“防范资金空转”

分项	2025 年 Q2 货政例会	2025 年 Q1 货政例会	点评
流动性	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。 畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。	强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。推动社会综合融资成本下降。 畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率，防范资金空转。	·表态基本延续。

资料来源：央行，华创证券

图表 7 对“稳汇率”的措辞有所放松，隐去三个“坚决”

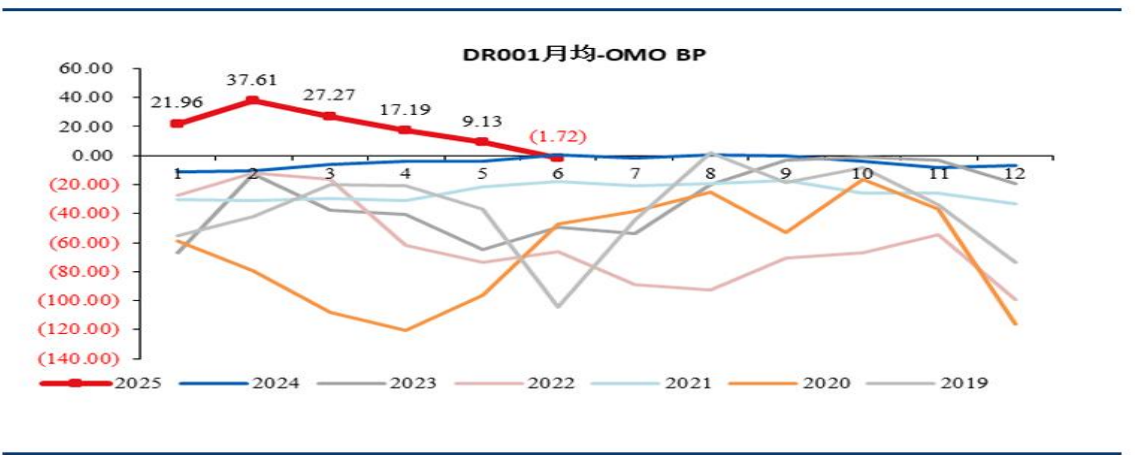
分项	2025 年 Q2 货政例会	2025 年 Q1 货政例会	点评
汇率	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理， 坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	·对“稳汇率”的措辞有所放松，隐去三个“坚决”。

图表 8 “巩固稳定态势”，延续政治局会议相关说法

分项	2025 年 Q2 货政例会	2025 年 Q1 货政例会	点评
地产	着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度， 持续巩固房地产市场稳定态势 ，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。	着力推动已出台金融政策措施落地见效，加大存量商品房和存量土地盘活力度， 推动房地产市场止跌回稳 ，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。	·对于房地产市场强调“巩固稳定态势”，延续政治局会议相关说法。

资料来源：央行，华创证券

图表 6 DR001 月均值高偏 OMO 情况



资料来源：Wind，华创证券

策略聚焦：国债与一般债发行好于往年，专项债与去年节奏类似

截至6月22日，1-6月国债净融资+新增一般债+新增专项债(项目)累计发行5.4万亿(含待发行规模)，同比多2.1万亿，发行进度49%，同比快12个百分点。

图1：2023-2025年国债净融资+新增一般债+新增专项债(项目)发行规模(亿元)

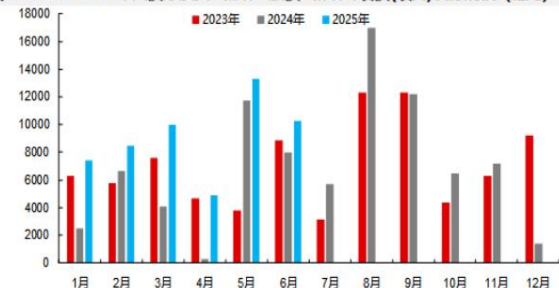
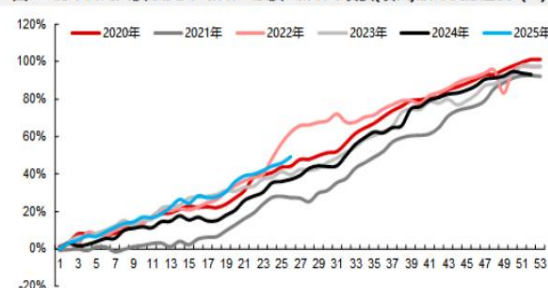


图2：历年各周国债净融资+新增一般债+新增专项债(项目)累计发行进度(%)



截至6月22日，1-6月国债累计净融资33402亿(含待发行规模)，同比多17896亿，发行进度50%，同比快14个百分点。

图3：2023-2025年国债当月净融资规模(亿元，含特别国债、待发行规模)

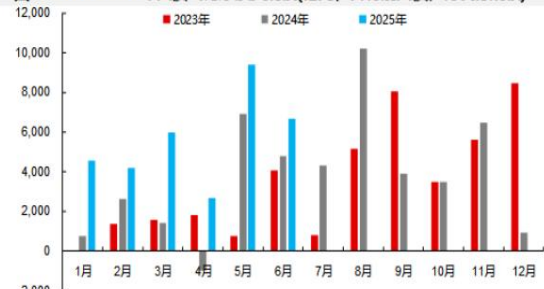
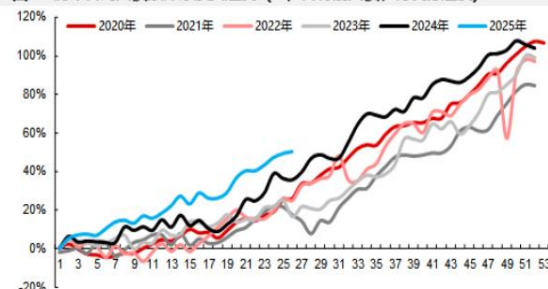


图4：历年各周国债累计净融资进度(%)，含特别国债、待发行进度)



截至6月22日，1-6月累计发行新增一般债4398亿(含待发行规模)，同比多1074亿，发行进度55%，同比快9个百分点。

图5：2023-2025年新增一般债当月发行规模(亿元)

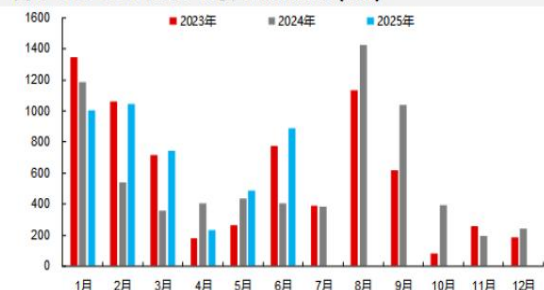
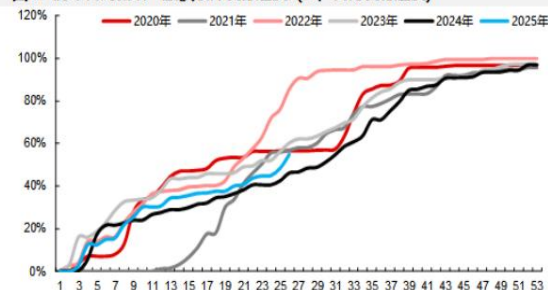


图6：历年各周新增一般债累计发行进度(%)，含待发行进度)



截至6月22日，1-6月累计发行新增专项债(项目)16628亿(含待发行规模)，同比多2213亿，发行进度46%，同比慢1.5个百分点。

图7：2023-2025年新增专项债当月发行规模(亿元)

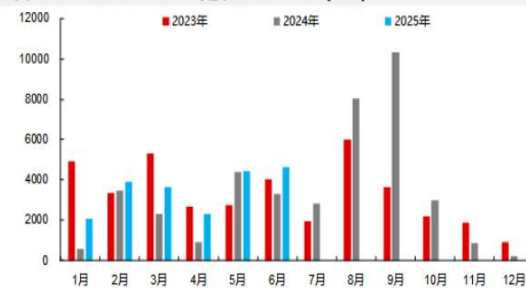
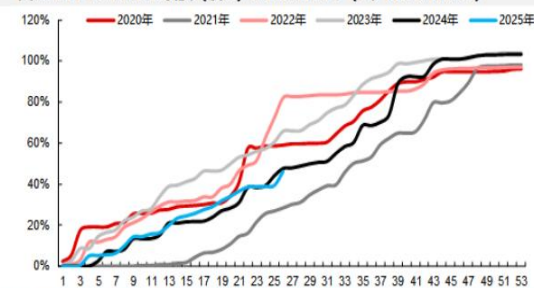


图8：历年各周新增专项债(项目)累计发行进度(%)，含待发行进度)



截至6月22日，2025年化债资金已披露22304亿，包括特殊新增专项债4344亿，特殊再融资债(置换存量隐性债)17959亿；2023、2024年化债资金合计1.7万亿、3.4万亿。

图9：历年各月政府债发行规模(亿元)

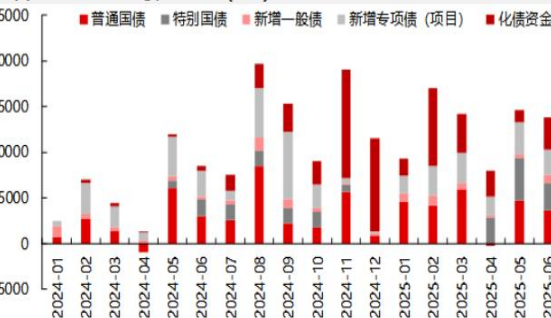


图10：历年各月化债资金规模(亿元)

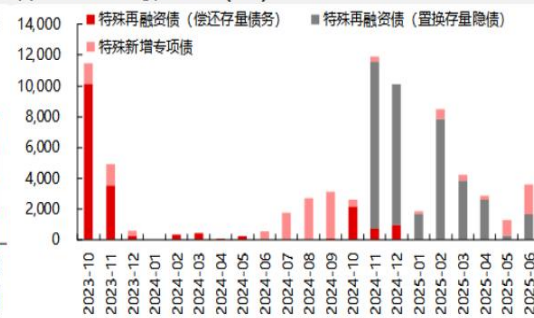


图11：2025年新增专项债资金用途分布(亿元，%)

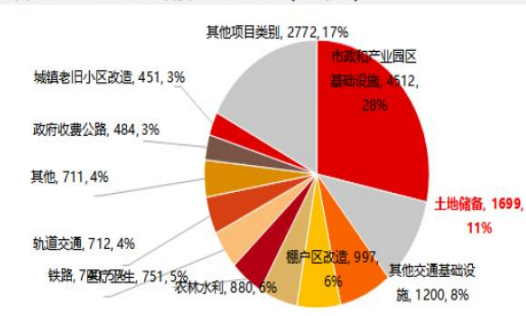
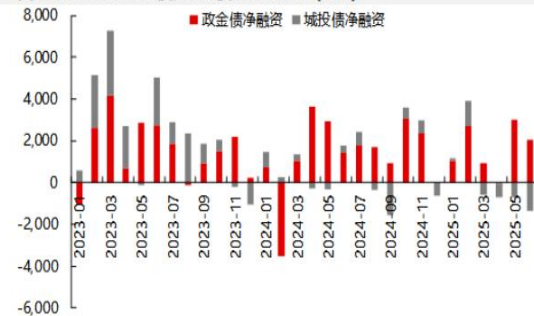


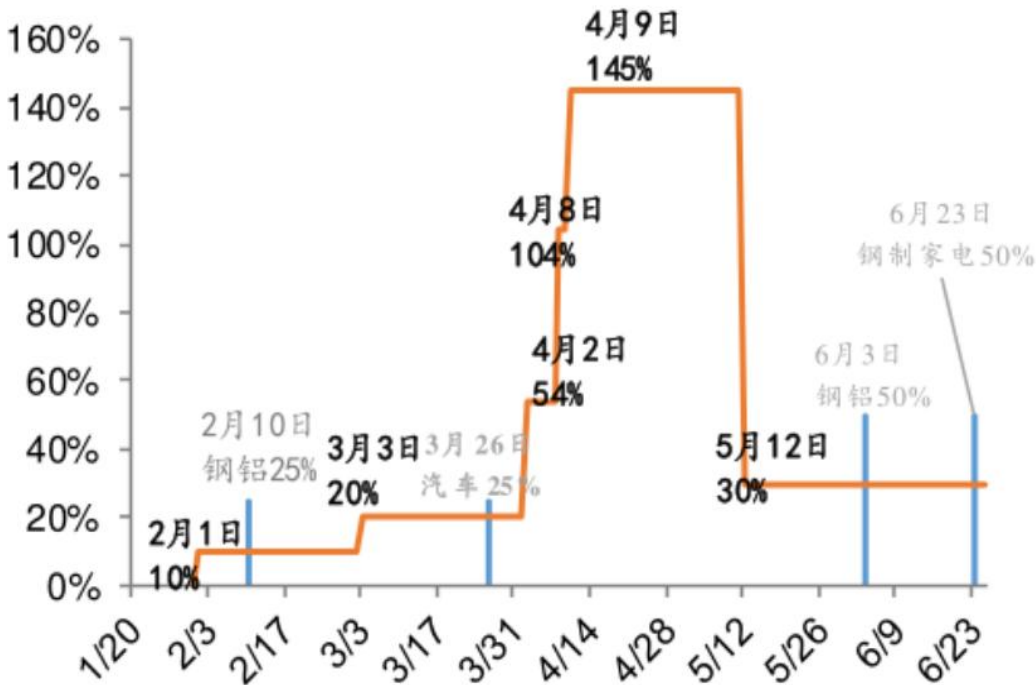
图12：历年各月政金债、城投债净融资规模(亿元)



策略聚焦：关税豁免期临近到期，关注贸易格局演变

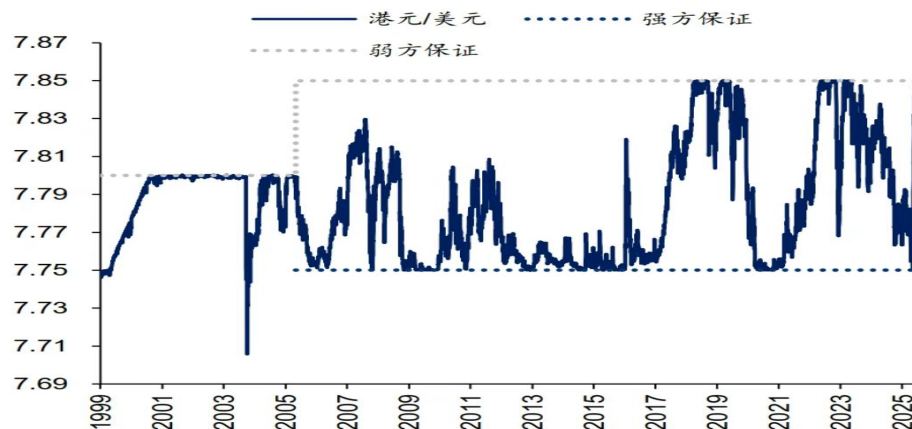
- 据日媒《日经亚洲》消息美国官员正在为美国总统特朗普的访华行程制定计划，今年晚些时候，特朗普或将率领由数十名首席执政官(CEO)组成的代表团访问中国。报道称，此次访问预计将与特朗普5月份的中东之行类似。
- 7月8日除中国外主要贸易体的关税豁免期即将到期，全球产业链或将面临重构压力，密切关注国际贸易走向，警惕资本市场波动加剧。

国家/地区	协定内容	生效时间	预计到期时间	备注
英国	降低汽车、钢铁关税	2025年5月8日	未明确	可能与其他暂停政策同步 7 8。
加拿大、墨西哥	USMCA合规商品免税	2025年3月	部分至2025年4月2日	非合规商品仍征25% 8 12。
欧盟	暂停20%对等关税	2025年4月9日	2025年7月14日	双方暂停反制措施 7。
日本、韩国	暂停24%-25%对等关税	2025年4月9日	2025年7月8日	恢复10%基准关税 7 12。
东南亚国家	暂停36%-46%对等关税	2025年4月9日	2025年7月8日	越南、泰国等 7 10。



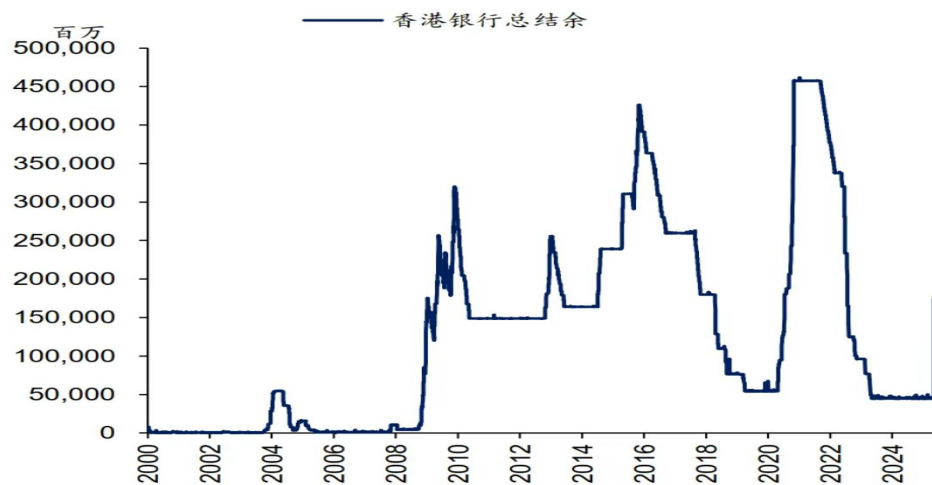
策略聚焦：港美汇率触及弱方保证，但实际利差角度影响有限

图表3：港美汇率创下了历史上最快的强弱保证切换



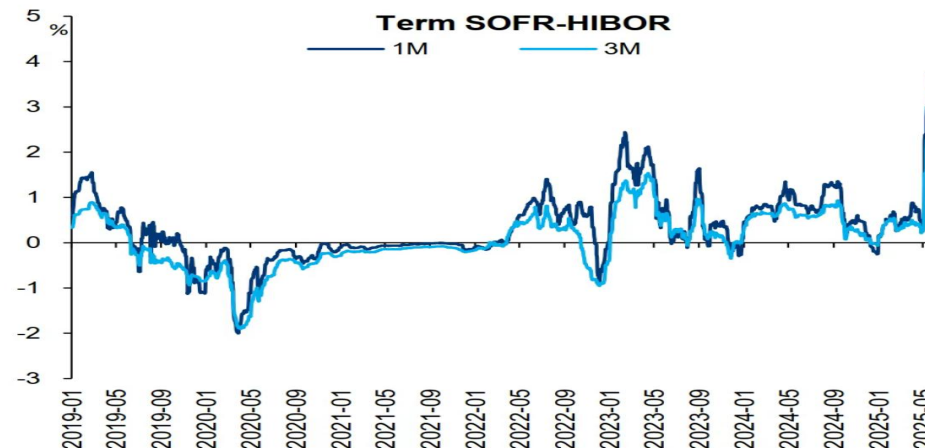
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表4：香港银行总结余迅速上升



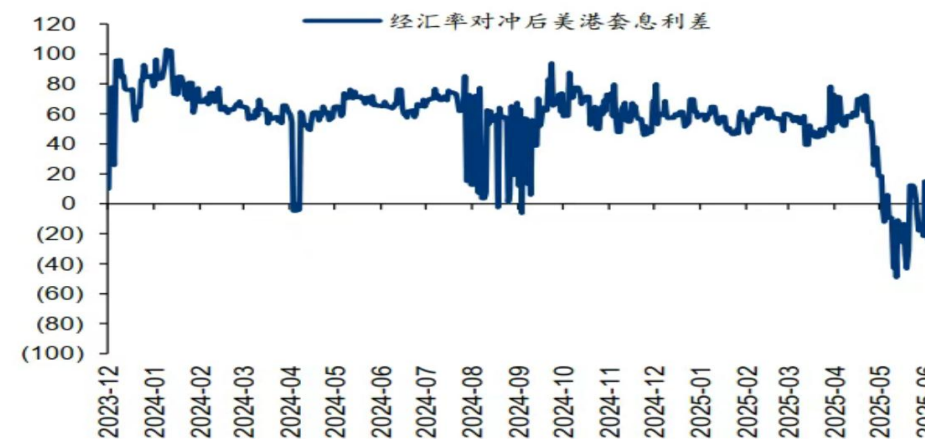
单位：百万港币

图表6：美元-港元息差扩大，提供套息交易空间



资料来源：Bloomberg，华泰研究

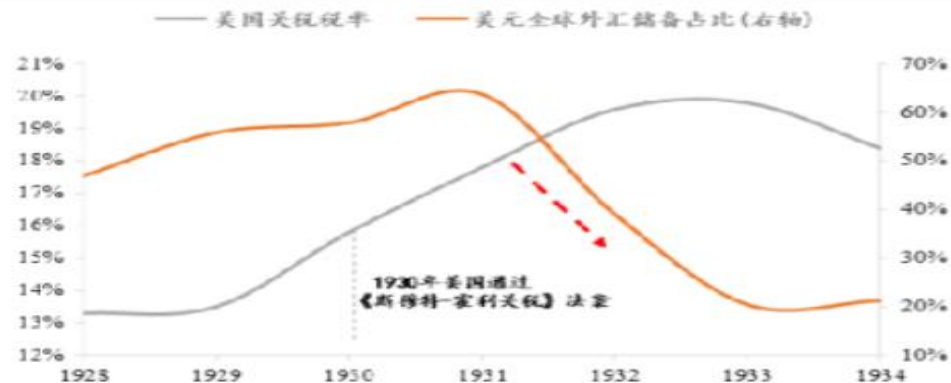
图表21：目前 HIBOR 利率下几乎没有套息空间（以 3M 为例）



资料来源：Bloomberg，华泰研究

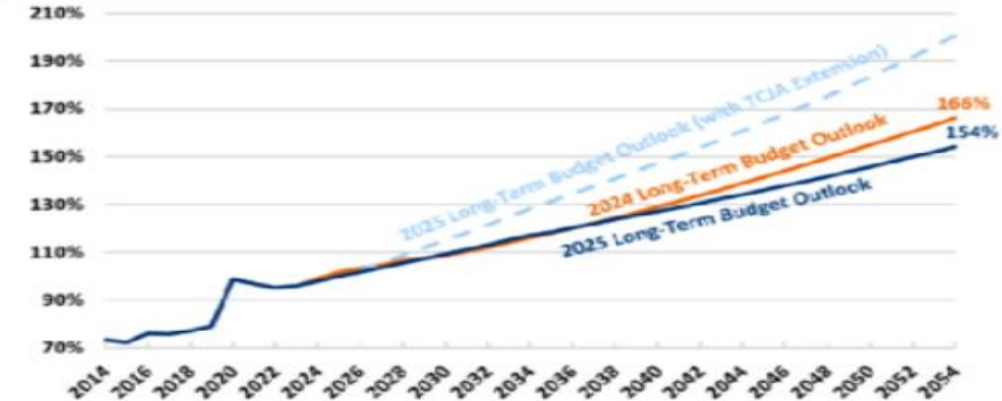
策略聚焦：美元长期走弱，利好港类资产重估

图：1930年《斯穆特-霍利关税》实行，引发强烈的“去美元”进程



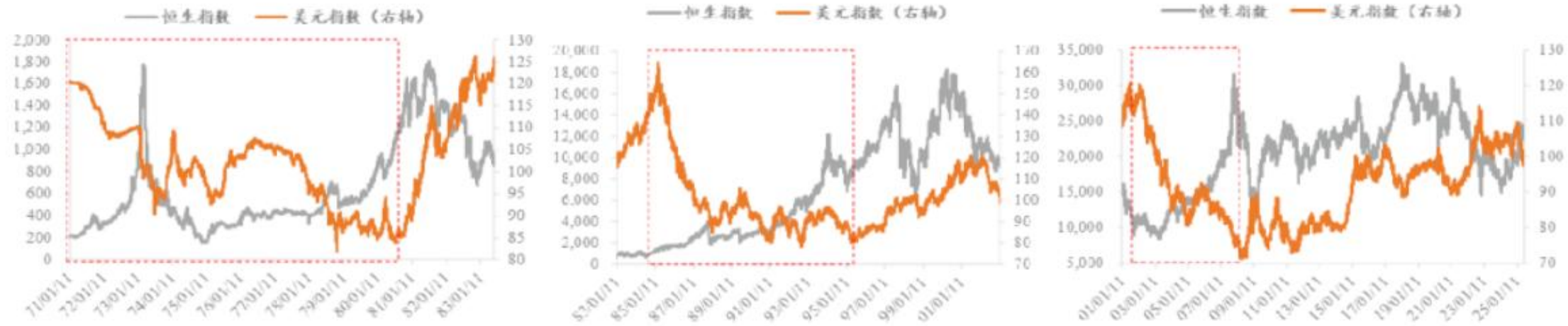
资料来源：Tax Foundation, Eichengreen et al. 《How Global Currencies Work》, 东方财富证券研究所

图：减税法案将扩大美国财政赤字压力



资料来源：CBO, 东方财富证券研究所

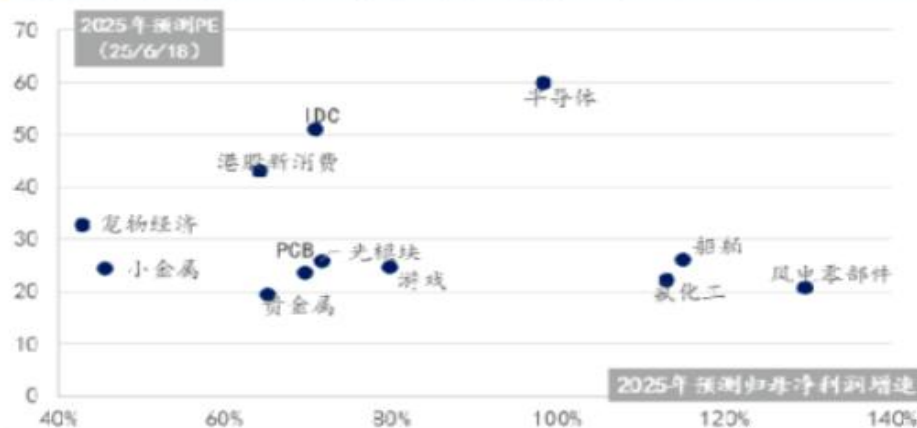
图：历史上三次弱美元周期中，港股均表现出长上行趋势



资料来源：Choice数据浏览器, 东方财富证券研究所

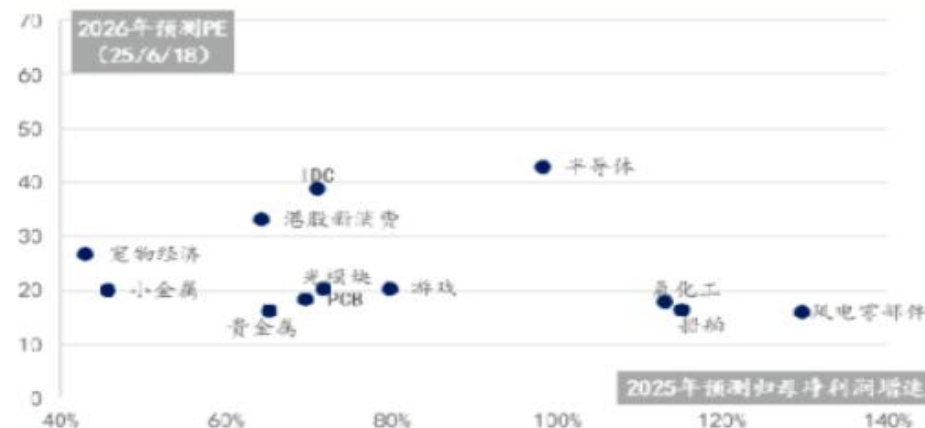
策略聚焦：流动性宽松下，重点关注赔率思维，等待胜率催化

图：主要分子端胜率行业25年归母净利润增速一致预期+25年PE (2025/6/18)



资料来源：Choice数据浏览器，东方财富证券研究所

图：主要分子端胜率行业25年归母净利润增速一致预期+25年PE (2025/6/18)



资料来源：Choice数据浏览器，东方财富证券研究所

图：中万二强行业+部分主题行业25年归母净利润一致预期变化及22年以来涨跌幅表现 (截至2025/6/18)



资料来源：Choice数据浏览器，东方财富证券研究所

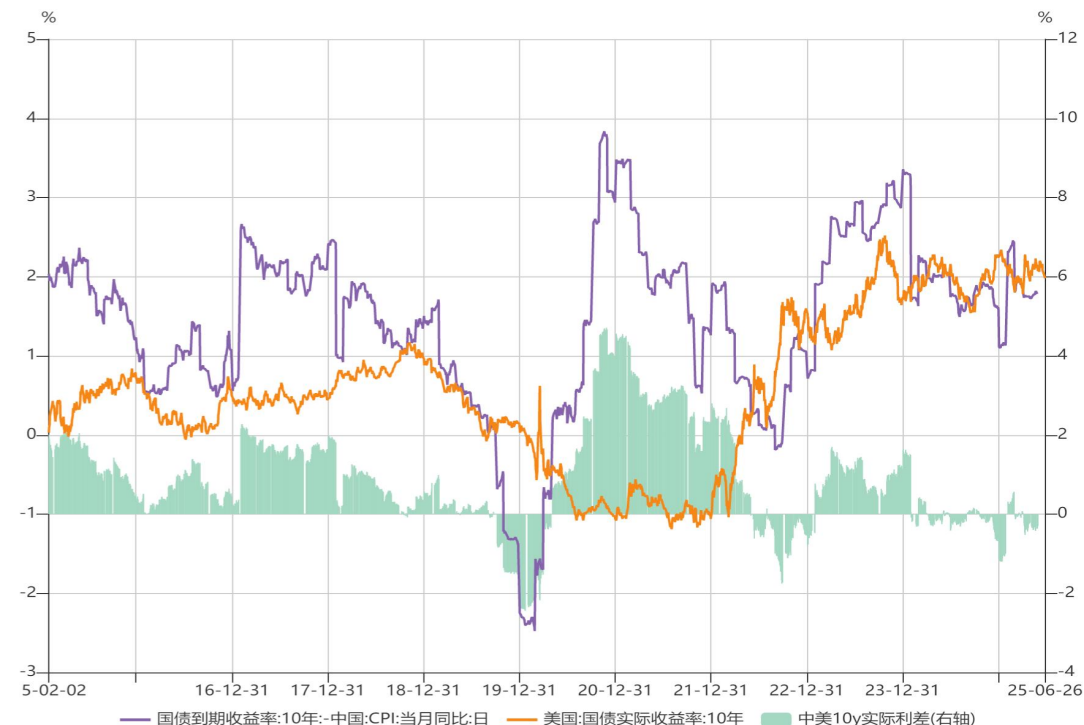
框架更新：基于中美利差的中美经济周期跟踪

- 中美利差大致衡量中美两国经济周期差异，对于大类资产波动有重要含义。
- 在名义利率端，近期中国长债收益率和美债收益率变化不大，中美利差低位震荡；
- 在实际利率端，美国实际利率变化不大，中国波动加大，两国实际利率差低位震荡；

中美10Y国债名义利差



中美10Y国债实际利差



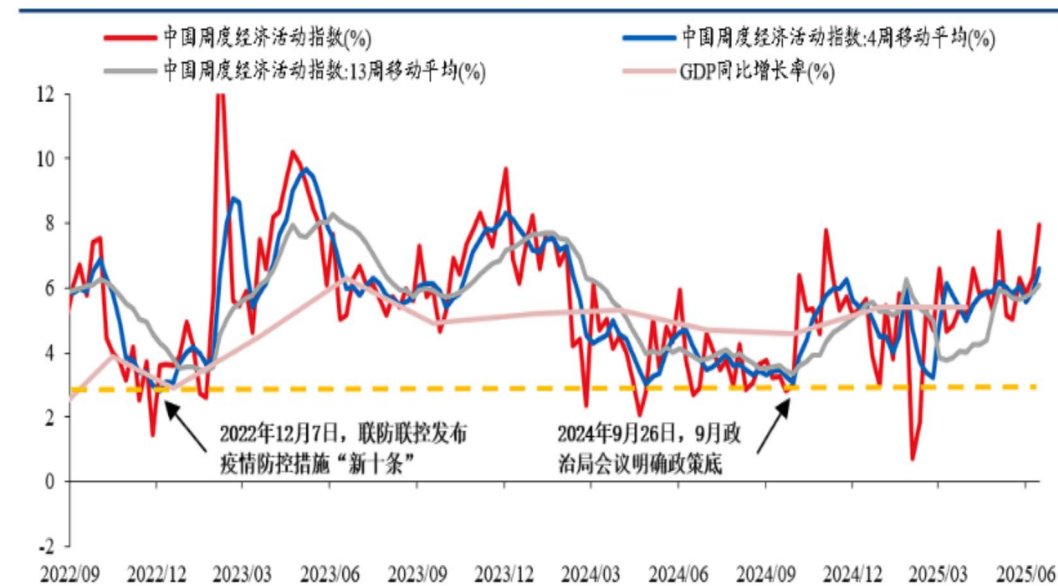
数据来源：Wind

框架更新：1、短期经济拟合

- 我们采用华创证券的WEI指数来表征短期中国经济周度趋势，采用亚特兰大联储的GDPNOW指数来表征短期美国经济周度趋势。
- 短期高频数据显示中国经济在去年9月底回升，整体趋势处于上升通道中，但波动较大；受益于净出口贡献的拉动，美国经济增长预期较前段时间有所提高，但下半年有下行风险；

中国周度GDP拟合趋势

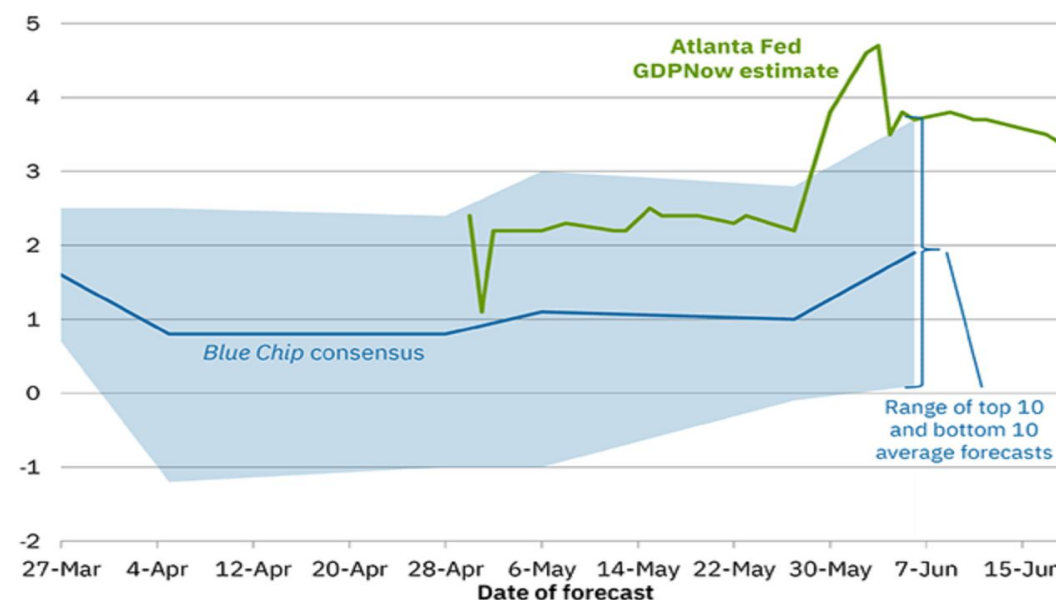
图表 8 华创宏观中国周度经济活动指数和中国季度实际 GDP 同比增长率



资料来源: Wind, 华创证券; 注: 为了剔除移动假日效应, 2025 年1月26日至2025年2月23日的指数为两年同比均值

美国周度GDP拟合趋势

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q2
Quarterly percent change (SAAR)



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

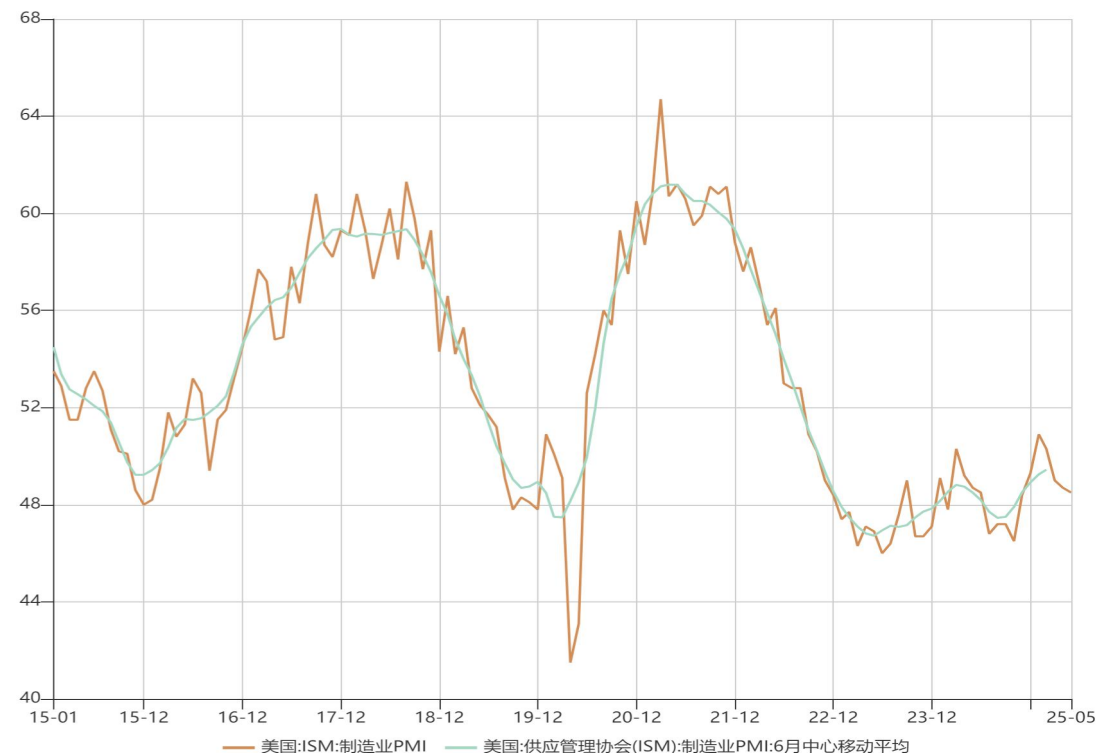
框架更新：2、PMI 景气周期

- 从中美两国PMI综合指数对比来看，5月份中国PMI指数从49微升至49.5，美国PMI指数则从49略降至48.7。
- 从近期数据看，中国数据枯荣线附近徘徊，美国数据连续三个月下滑，继续关注后续几个月两国的PMI趋势；

中国制造业PMI趋势



美国制造业PMI趋势



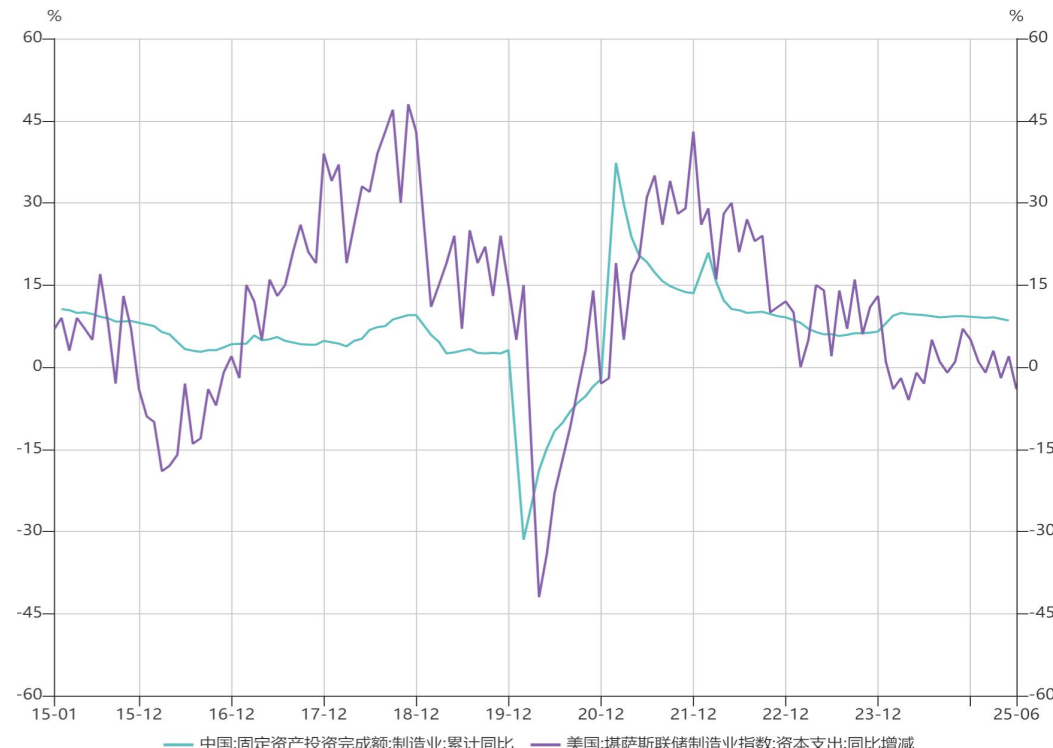
框架更新：3、产能周期

- 从产能利用率角度看，中国的产能利用率整体处于下行通道中，美国的产能利用率也是震荡走弱；
- 从制造业固定资产投资看，中国制造业投资触底低位震荡，美国则偏震荡下行；

中美工业产能利用率趋势



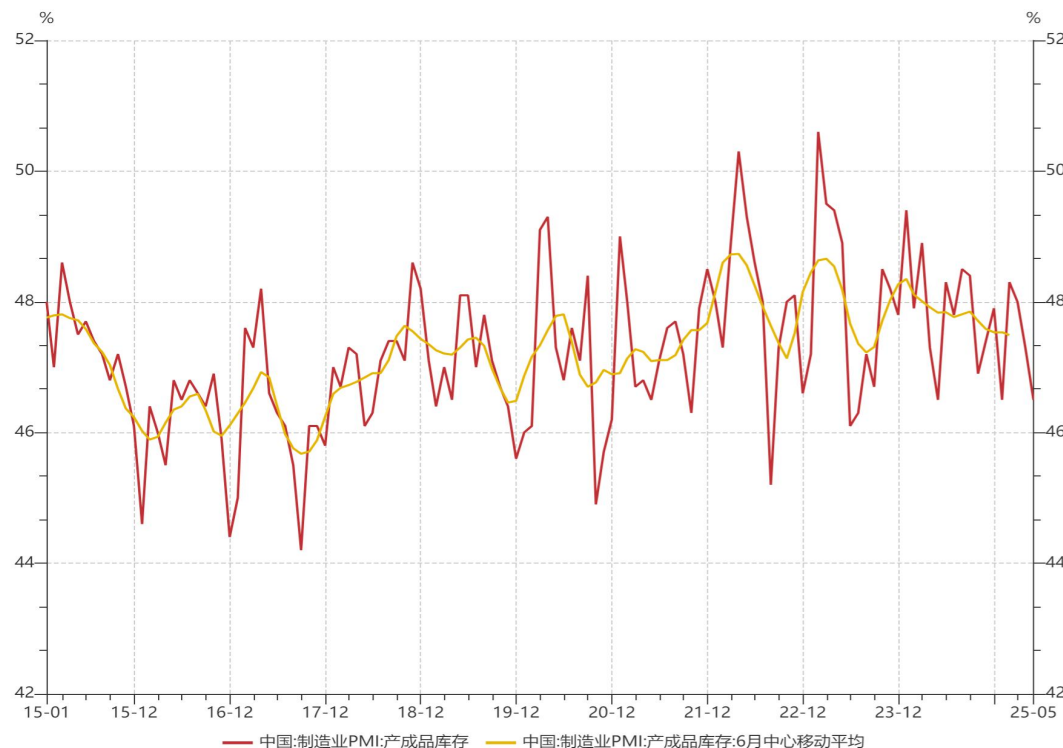
中美固定资产投资趋势



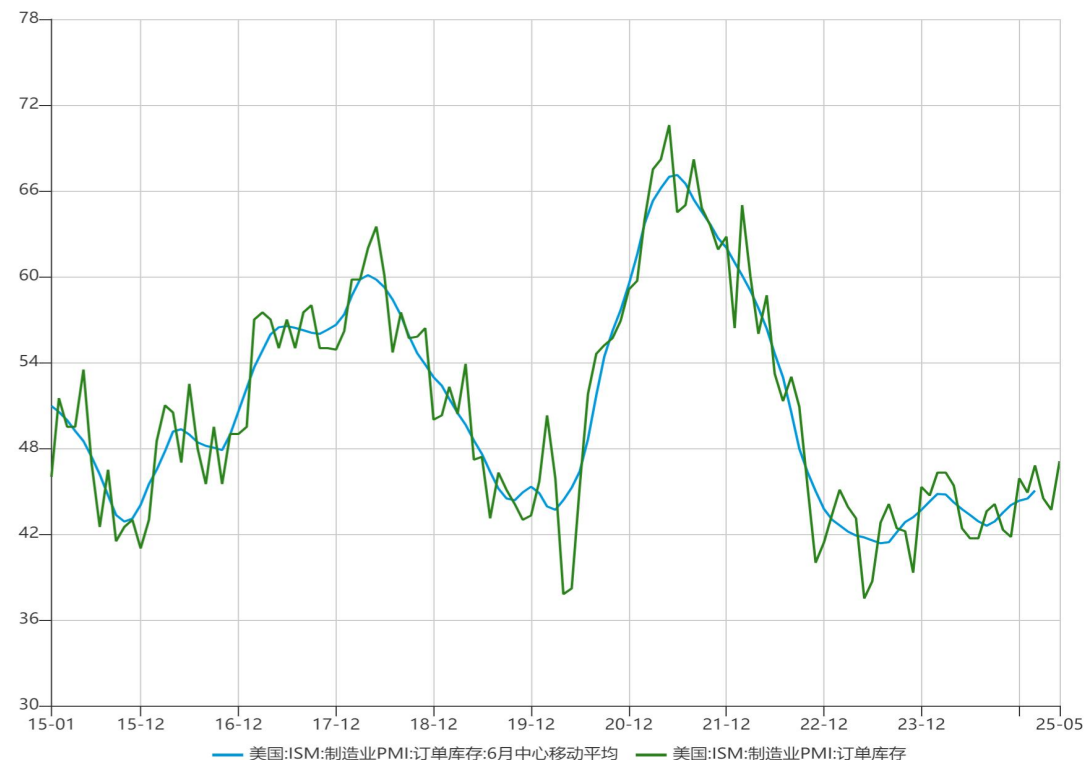
框架更新：4、库存周期

- 库存趋势看两国库存周期都处在底部位置，两国库存水平都在低位，向下空间不大，最近均有补库存(工业口径)的迹象；

中美PMI口径库存趋势



中美工业口径库存趋势



框架更新：5、服务与消费

- 中美两国服务业景气都在低位，中国由于疫情影响波动更大，美国服务业PMI数据自20年触及高点以后持续处在低位。
- 中美消费者信心指数差异明显，中国自疫情发生以后下降以来，目前仍在低位没有回升；美国消费者信心指数在低位逐步恢复后，再次快速回落；

中美服务业PMI趋势



中美消费者信心指数趋势



数据来源: Wind

框架更新：6、通胀周期

- 美国CPI在22年中触及顶点以来，近期在缓慢下降；而中国CPI近期重回负值区间。
- 从PPI角度看，两国趋势基本类似，美国的PPI增速较高但近期也有所回落，中国的PPI偏底部震荡；

中美CPI趋势



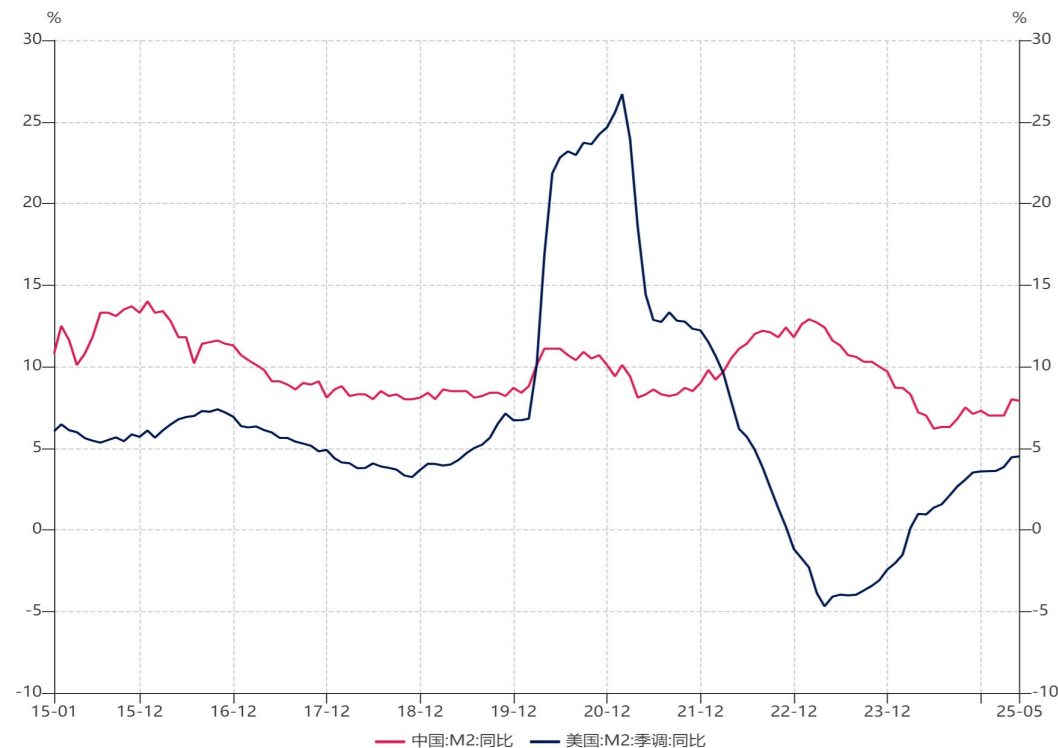
中美PPI趋势



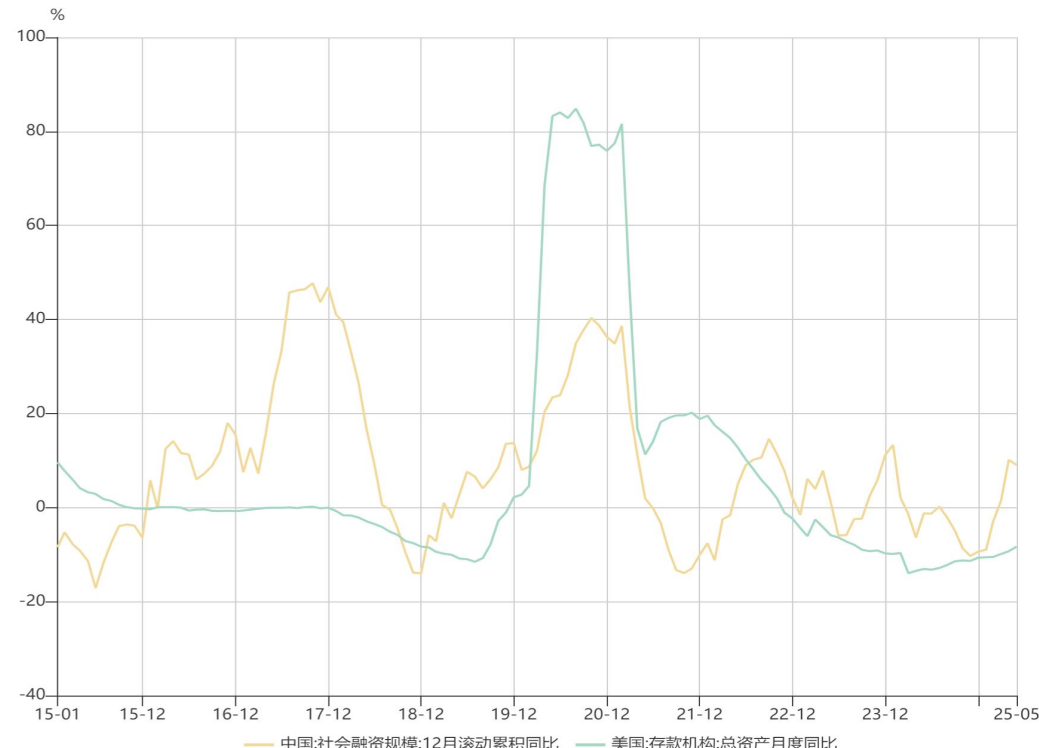
框架更新：7、金融周期

- 从M2的角度看，中美两国有明显差异，中国M2在持续一年多的下行后，有底部企稳迹象，未来看下行趋势是否确
认被扭转；而美国M2则在2023年初开始持续明显回升。另外从社会整体融资角度看，中国社融增速波动较大在低
位震荡，美国央行资产规模扩张增速则在下降。
- 两者结合，从融资扩张角度看，美国在货币数量或融资的扩张上要强于中国。

中美M2趋势



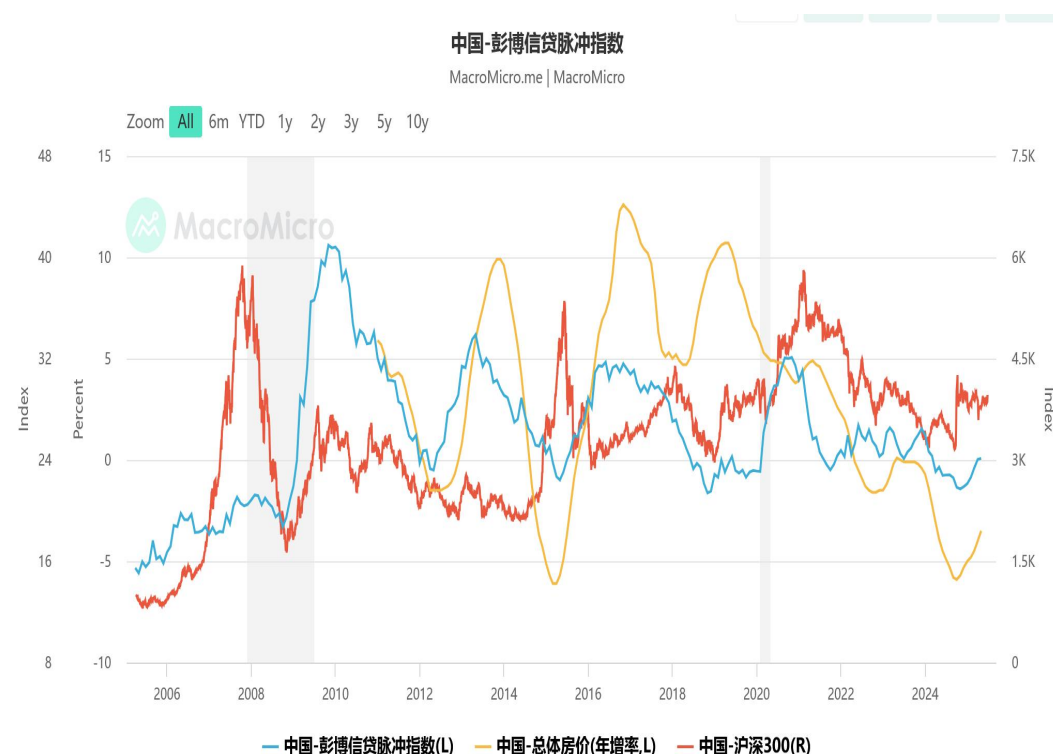
中美社会融资规模趋势



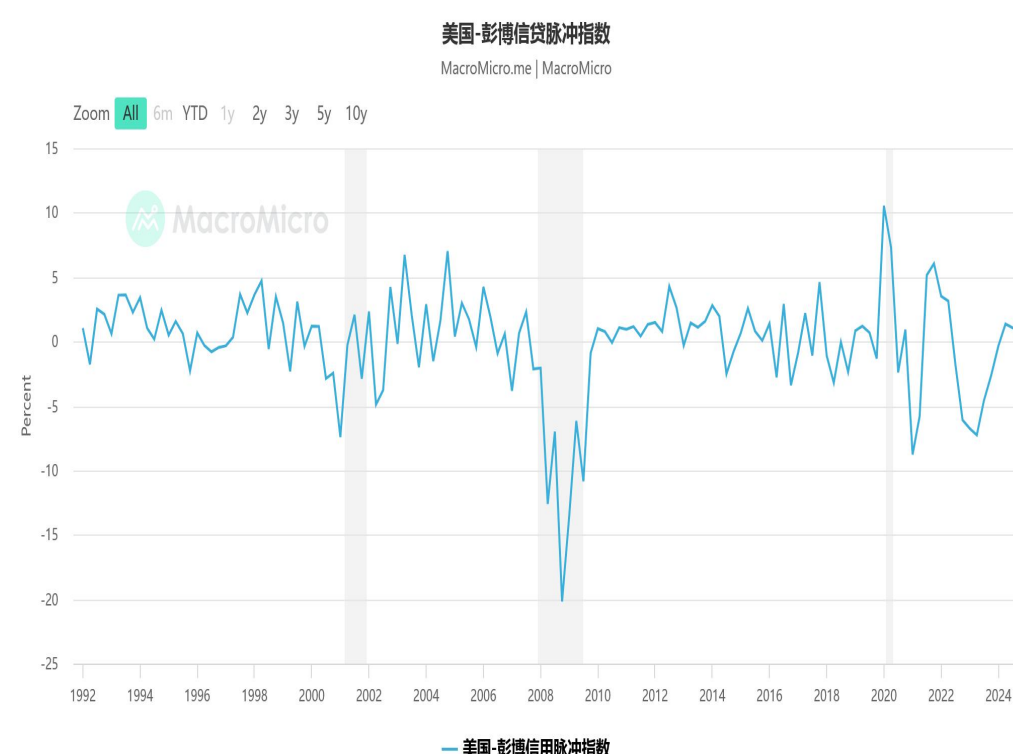
框架更新：8、信贷脉冲

- 中国信贷脉冲重回2018年底的低位，相对应中国的房价指数、股价指数也都处在低位，房价指数下行更明显。
- 美国信贷脉冲出现大幅波动，自23年中以后有明显的上升，显示其扩张力度较为明显，至今仍然维持强扩张态势，这是两国很大的差异所在。

中国彭博信贷脉冲指数



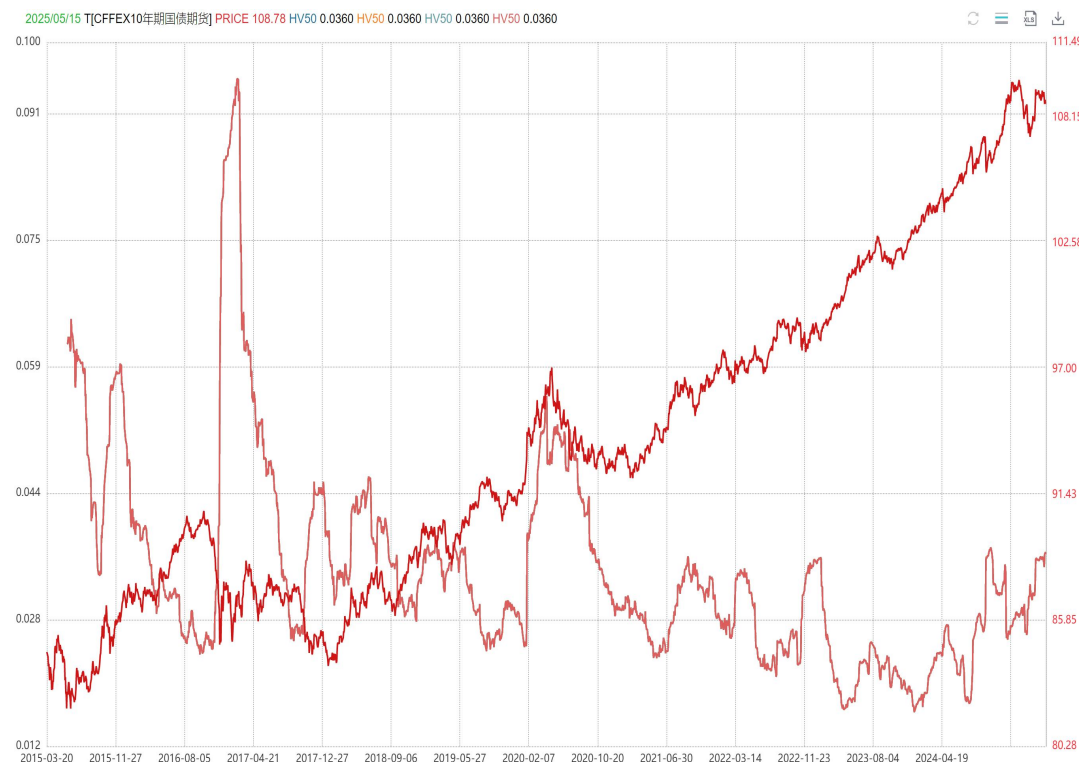
美国彭博信贷脉冲指数



框架更新：9、利率波动率

- 中美两国利率变化的波动率绝对水平都不高，相比之下美债收益率的波动率更低，中国的债券收益率的波动率近期上升明显，关注央行及相关监管部门的表态及动作。

中国10Y国债期货价格的波动率



美国10Y国债收益率的波动率



框架更新：10、货币政策定性评估

中国近期货币政策动向：

- 6月23日央行二季度例会删除“择机降准降息”的明确表述，改为“灵活把握政策实施的力度和节奏”；首次明确“加力支持科技创新、提振消费，做好‘两重’（国家重大战略、重点领域安全）和‘两新’（设备更新、消费品以旧换新）融资支持”；
- 汇率方面删除一季度“坚决纠偏顺周期行为”等强硬措辞，转为常规表述“防范汇率超调风险，保持基本稳定”，首次在例会中强调“物价持续低位运行”，延续“持续巩固房地产市场稳定态势”，推动存量商品房和土地盘活；

美国近期货币政策动向：

- 鲍威尔继续强调“数据依赖”，对降息持审慎态度，将“经济前景不确定性进一步加剧”改为“不确定性有所减弱，但仍处高位”，删除“失业率和通胀上升风险均已上升”的警告；
- 点阵图显示支持年内降息2次（50bps）的官员降至8人，支持维持利率不变的增至7人，内部分歧扩大；

框架更新：总结—中美利差预计不会有显著变化

观察视角	中美对比	对利差影响
1、短期经济拟合	中国整体处于底部恢复状态，美国下半年预期走弱	偏向利差收缩
2、PMI 景气周期	中国在枯荣线附近徘徊，美国连续三个月下滑	偏向利差扩大
3、产能周期	都维持低位且走弱	维持
4、库存周期	均在库存低位	维持
5、服务与消费	中国维持低位，美国小幅再次走弱	偏向利差扩大
6、通胀周期	中国更偏“通缩”	维持
7、金融周期	都在扩张，美国看趋势更好	维持
8、信贷脉冲	美国更超预期	偏向利差扩大
9、波动率	中国波动率高位，美国低位走高	偏向利差扩大
10、货币政策评估	中国开始加码增量政策并管理市场预期，美国乐观降息预期得到修正	偏向利差收缩



共 同 讨 论 ！

联系方式：

公司：沅京资本管理（北京）有限公司

地址：北京市西城区展览路街道西直门外大街18号金贸大厦C2座
1703, 1705

官网：www.fundinbj.com

电话：010-66290069