



2025年8月投资策略月报

2025-07-26

沅京资本管理（北京）有限公司

津京观点：全球股市对特朗普关税脱敏，核心关注政策和业绩

- **市场回顾：**7月截至目前，Wind全A指数上涨5.75%，上证指数和沪深300指数分别上涨4.33%和4.85%，中证500和中证1000分别上涨6.5%和5.51%，创业板指上涨8.69%，科创50上涨5.06%。行业层面，钢铁、建筑材料、有色金属、医药生物涨幅靠前，分别上涨17.94%、15.46%、10.75%、10.66%；下跌的主要是银行，下跌0.91%，公用事业、国防军工、食品饮料涨幅靠后，分别上涨1.33%、1.48%、2.43%。A股日均成交额1.59万亿，较6月环比提升，恒生指数上涨5.47%，恒生科技指数上涨7.07%。
- **短期市场判断：**7月市场活跃，上证指数突破去年10月8日以来的高点，但结构分化，呈现“政策+业绩”双主线主导，在反内卷和雅鲁藏布江水电工程带动下，上游周期资源股领涨，金融地产获险资增持托底指数。经济基本面层面，Q2国内经济活动相对稳健，6月社融好于预期，投资和消费趋势放缓，短期抢出口或带动出口及工业增长回升。海外市场，美国6月美国非农新增数据超预期，“大美丽”法案短期对美国经济增长形成支撑，但可能会导致二次通胀风险，导致美联储降息推迟。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8月A股中报业绩以及反内卷具体成效，海外关注美国关税政策的边际变化。
- **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月底以来的一系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中报业绩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。

津京观点：全球股市对特朗普关税脱敏，核心关注政策和业绩

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；
- Q2国内经济稳健增长，6月社融略超预期，投资、消费增速放缓，但短期抢出口或带动出口及工业增长回升。

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；

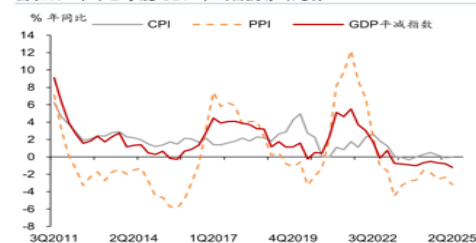
市场周期

- 25Q2主动权益基金剔除股价因素，加仓最多的行业是通信、军工、非银，减仓最多的行业是食品饮料、汽车、电力设备，21年Q4以来，单季增持最高的行业，下个季度的股价表现往往排名居于中下游，但“牛市思维”之下，短期交易拥挤度不构成行情结束的信号，Q3再次到了检验“牛市思维”成色的时刻。

策略聚焦：2季度同比增长稳健，6月投资减速

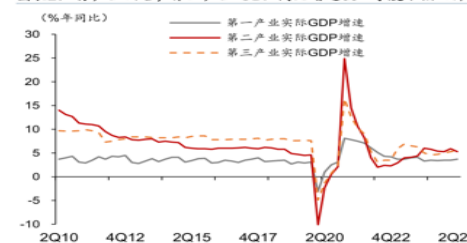
- 偏低基数下二季度GDP同比较一季度的5.4%回落至5.2%，仍维持较高水平；结构上看，第三产业GDP同比回升、但第二产业GDP增速放缓，关税对出口及生产的影响或逐步显现，地产及基建投资减速亦有一定影响。名义GDP增速较一季度的4.6%回落至3.9%，GDP平减指数较一季度的-0.8%回落至-1.2%，名义增长仍待修复。
- 6月名义固定资产投资同比增速从5月的2.7%转负至-0.1%，投资增速总体回落，其中基建和制造业投资均有所放缓，地产投资降幅亦有所走阔。

图表1：今年2季度GDP平减指数有所走弱



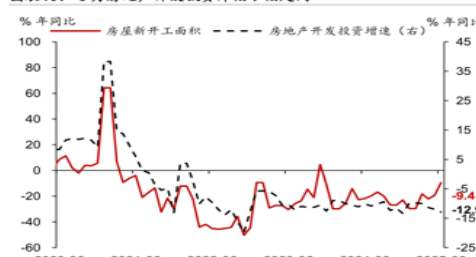
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：分产业而言，第三产业GDP同比增速较一季度小幅回升



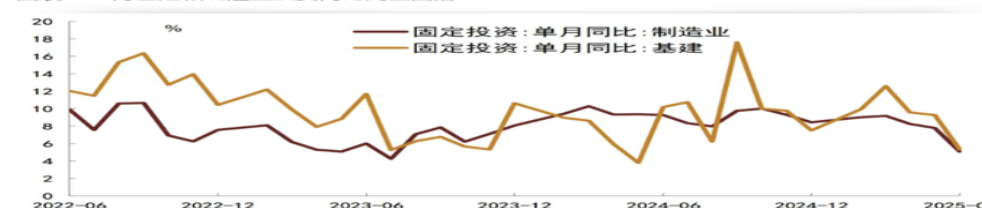
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：6月房地产开发投资降幅小幅走阔



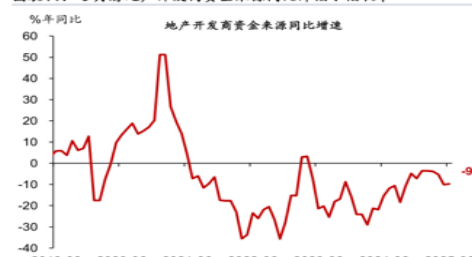
资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

图表4：6月基建和制造业投资同比高位回落



注：数据截至2025年6月
资料来源：Wind，国家统计局，中金公司研究部

图表11：6月房地产开发资金来源同比降幅小幅收窄



资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

图表5：分行业制造业投资增速变化一览

分行业固定资产投资完成额增速				
当月同比	6月同比增速 (%)	增速变动：6月vs.5月 (pct)		
农副食品加工业	20.1	↑	3.6	中游
纺织业	12.9	↓	-3.1	中游
化学原料及化学制品制造业	-5.2	↓	-3.2	中游
有色金属冶炼及压延加工业	-0.5	↓	-9.7	中游
金属制品业	11.3	↑	1.5	中游
通用设备制造业	14.3	↓	-2.3	中游
专用设备制造业	1.4	↓	-5.3	中游
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	30.3	↑	10.5	中游
电气机械及器材制造业	-5.2	↑	6.3	中游
食品制造业	15.8	↑	0.8	下游
医药制造业	-12.1	↓	-9.2	下游
汽车制造业	19.3	↓	-3.6	下游
计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.8	↓	-3.5	下游
整体制造业投资增速	5.1	↓	-2.7	

★ 出口拉动较强的制造业行业

注：标“星”代表该制造业行业受出口拉动较强

资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

策略聚焦：短期抢出口或带动出口及工业增长回升

- 6月，工业增加值同比增速为6.8%。季调环比来看，有所回落，6月为0.5%。1-6月累计来看，工增增速为6.4%，属于偏高水平。产销率来看，6月份，规模以上工业企业产品销售率为94.3%，同比回落0.3个百分点，属于历史同期偏低水平。
- 三大产业看，采矿业6月增速为6.1%，前值为5.7%。制造业6月同比为7.4%，前值为6.2%。电热气水6月同比为1.8%，前值为2.2%。
- 分所有制看，6月份，国有控股企业增加值同比增长5.7%；外商及港澳台投资企业增长5.5%；私营企业增长6.2%。
- 分行业来看，装备制造业偏强。6月，出口交货值增速回升至4.0%，前值为0.6%。汽车增加值增速为11.4%、运输设备为10.1%、电气机械为11.4%、电子设备为11.0%。

图9：6月中国出口和进口增速较前值上升



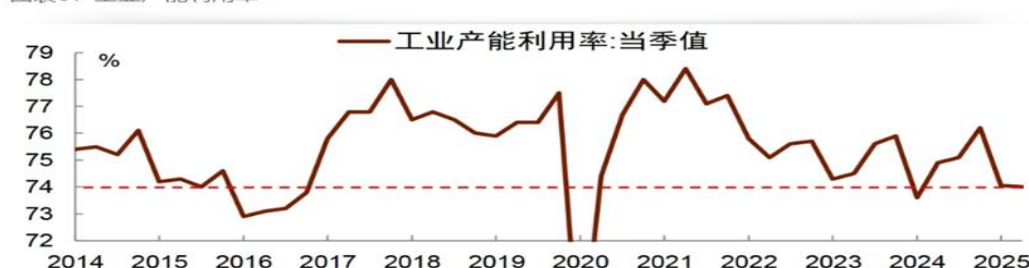
资料来源：Wind，中信证券研究部

图10：6月中国对美国出口增速降幅收窄较多



资料来源：Wind，中信证券研究部

图表6：工业产能利用率



注：数据截至2025年二季度
资料来源：iFind，国家统计局，中金公司研究部

图表3：分行业工业生产增速变化一览

分行业工业增加值增速				
当月同比	6月同比增速 (%)	增速变动：6月 vs. 5月 (pct)		
煤炭开采和洗选业	6.5	↑	1.0	上游
石油和天然气开采业	3.6	↓	-1.7	上游
农副食品加工业	8.2	↑	0.6	中游
纺织业	2.5	↑	1.9	中游
化学原料和化学制品制造业	7.5	↑	1.6	中游
橡胶和塑料制品业	6.7	↑	1.3	中游
水泥制品业	-0.1	↑	0.5	中游
黑色金属冶炼和压延加工业	4.1	↓	-0.7	中游
有色金属冶炼和压延加工业	9.2	↑	1.1	中游
金属制品业	6.7	↑	0.0	中游
通用设备制造业	7.8	↑	1.5	中游
专用设备制造业	4.6	↑	2.3	中游
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	10.1	↓	-4.5	中游
电气机械和器材制造业	11.4	↑	0.4	中游
电力、热力生产和供应业	1.6	↓	-0.4	中游
食品制造业	6.4	↓	-0.3	下游
医药制造业	2.7	↓	1.4	下游
汽车制造业	11.4	↓	-0.2	下游
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.0	↑	0.8	下游
整体工业增加值增速	6.8		1.0	

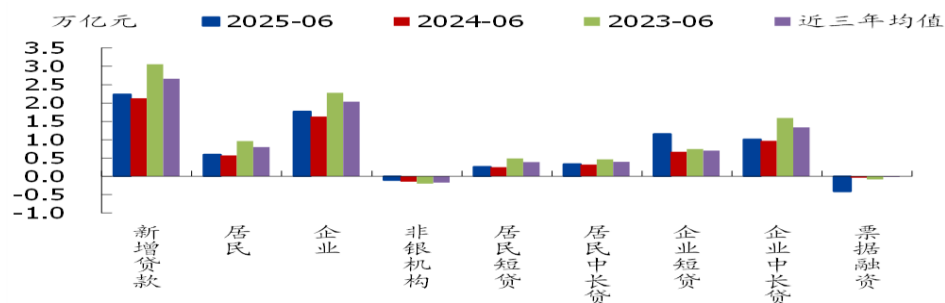
★出口拉动较强的制造业行业

注：标“星”代表该制造业行业受出口拉动较强
资料来源：Wind，CEIC，华泰研究

策略聚焦：6月社融规模好于预期，政府债持续发力

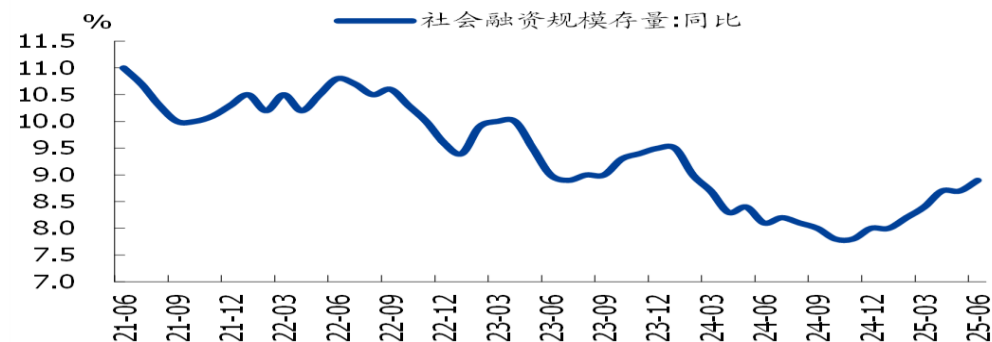
- 6月新增信贷2.24万亿元，相比去年同期的2.13万亿元多增1100亿元，这一水平超过市场预期。政府债延续同比多增，6月新增政府债1.35万亿元，较去年同期多增5032亿元。受政府债与信贷拉动，叠加去年基数较低，社融存量同比增速从5月的8.7%上升到6月的8.9%。6月M1同比增速从5月的2.3%上升到4.6%，M2增速则从5月的7.9%上升到8.3%。

图表1：6月信贷好于预期，但低于季节性



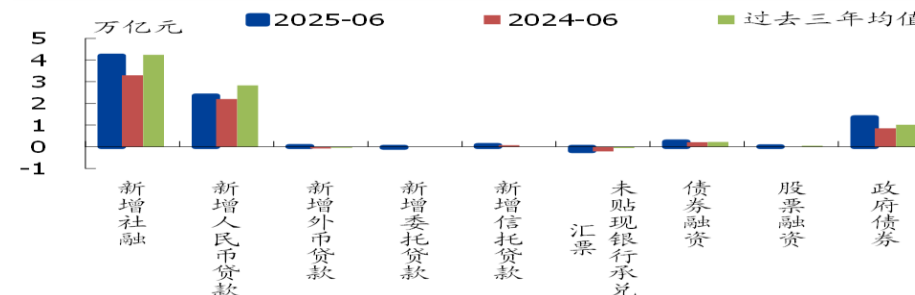
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：6月存量社融增速升至8.9%



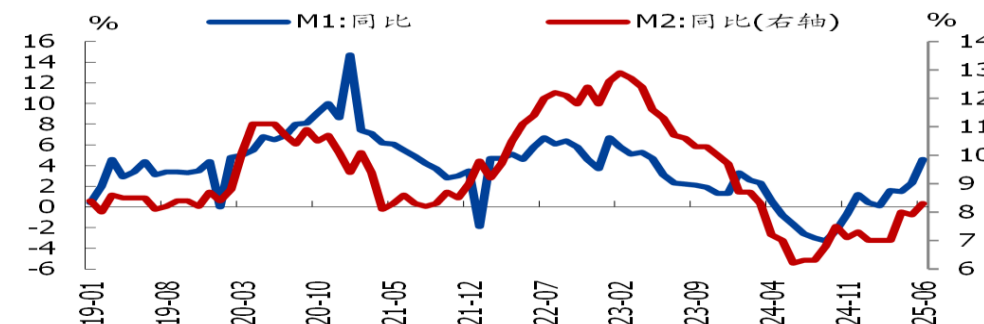
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：6月新增社融规模好于预期



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：6月M1、M2增速均回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

策略聚焦：6月社零增速放缓，内需景气仍待提升

- 社零6月同比增速为4.8%，前值为6.4%。累计来看，1-6月增速为5.0%。分结构来看，6月突出特征是餐饮增速回落较多，6月餐饮增速为0.9%，前值为5.9%，与餐饮相关的商品消费增速同样回落，6月粮油食品增速为8.7%，前值为14.6%；饮料增速为-4.4%，前值为0.1%；烟酒增速为-0.7%，前值为11.2%。
- 其他方面，受618网购提前影响，6月网购增速有所回落，增速为4.7%，前值为8.2%。与网购较为相关的化妆品、服装增速回落。受补贴节奏影响，耐用品增速小幅回落，6月限额以上耐用品增速为11.5%，前值为14.4%。其中，汽车为4.6%、通讯器材为13.9%、家具为28.7%、文化办公用品为24.4%、家电为32.4%、体育娱乐用品为9.5%、金银珠宝为6.1%、建筑及装潢材料为1%。

表 1：剔除石油汽车，6月限额以上商品零售当月同比+8.7%

	2025.6	2024.6	同比 ppts	2025.5	2025.4	2025.3	2025.1-2	2024 全年	2024.12
社会消费品零售总额	42,287	40,732		41,326	37,174	40,940	83,731	487,895	45,172
YoY	4.8%	2.0%	2.8	6.4%	5.1%	5.9%	4.0%	3.5%	3.7%
限额以上企业商品零售总额	16,955	15,708		15,342	13,762	15,899	29,334	432,177	18,050
YoY	5.5%	-1.0%	6.5	8.2%	6.6%	8.6%	4.4%	3.2%	4.2%
汽车	4,638	4,367		4,010	3,626	4,330	6,893	50,314	5,663
YoY	4.6%	-6.2%	10.8	1.1%	0.7%	5.5%	-4.4%	-0.5%	0.5%
石油	1,947	2,074		1,885	1,864	2,073	4,019	24,002	2,024
YoY	-7.3%	4.6%	-11.9	-7.0%	-5.7%	-1.9%	0.9%	0.3%	-2.8%
剔除汽车石油限额以上企业商品零售总额	10,370	9,267		9,437	8,272	9,496	18,422	357,861	10,363
YoY	8.7%	0.4%	8.3	15.4%	12.8%	12.7%	9.0%	3.9%	7.9%

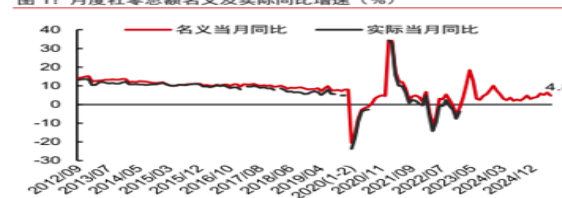
资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：绝对值单位为亿元

表 2：限额以上分品类零售增速一览

分品类 (亿元)	6 月	同比 ppts	5 月	4 月	3 月	1-2 月	全年	12 月
必选								
粮油/食品	2,050		1,799	1,979	4,229	21,737	2,185	1,844
YoY	8.7%	-2.1	14.0%	13.8%	11.5%	9.9%	9.9%	10.1%
日用品	794		644	741	1,386	8,091	738	692
YoY	7.8%	7.5	7.6%	8.8%	5.7%	3.0%	6.3%	8.5%
可选								
化妆品	407		309	428	720	4,357	345	468
YoY	-2.3%	12.3	7.2%	1.1%	4.4%	-1.1%	0.8%	40.1%
金银珠宝	287		296	325	755	3,300	310	264
YoY	6.1%	9.8	25.3%	10.6%	5.4%	-3.1%	-1.0%	-2.7%
服装针织	1,275		1,088	1,240	2,624	14,691	1,629	1,347
YoY	1.9%	3.8	2.2%	3.6%	3.3%	0.3%	-0.3%	8.0%
家电/音像	1,403		914	1,001	1,537	10,307	1,133	993
YoY	32.4%	40.0	38.8%	35.1%	10.9%	12.3%	39.3%	39.2%
地产相关								
家具	208		153	168	262	1,691	194	152
YoY	28.7%	27.6	26.9%	29.5%	11.7%	3.6%	8.8%	7.4%
建筑与装潢	158		138	151	246	1,692	186	150
YoY	1.0%	5.4	9.7%	-0.1%	0.1%	-2.0%	0.8%	-5.8%
其它								
通讯器材	1,006		620	765	1,594	7,902	743	835
YoY	13.9%	11.0	19.9%	28.6%	26.2%	9.9%	14.0%	14.4%
文化办公用品	533		359	421	676	4,327	450	438
YoY	24.4%	32.9	33.5%	21.5%	21.8%	-0.3%	9.1%	18.0%
中西药品	629		588	650	1,176	7,157	695	583
YoY	-0.7%	-5.2	2.6%	1.4%	2.5%	3.1%	-0.9%	1.4%

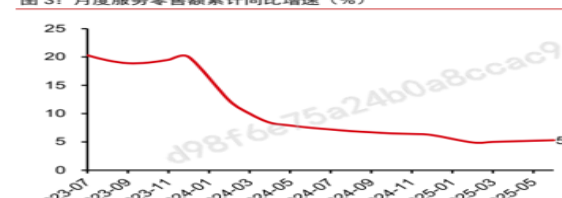
资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：绝对值单位为亿元

图 1：月度社零总额名义及实际同比增速 (%)



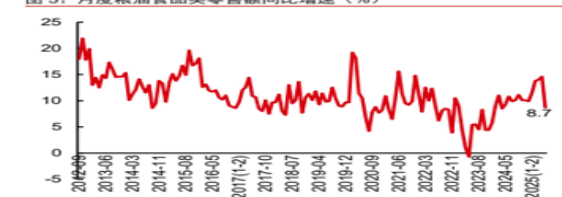
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：月度服务零售额累计同比增速 (%)



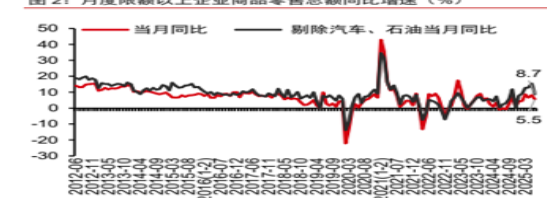
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：月度粮油食品类零售额同比增速 (%)



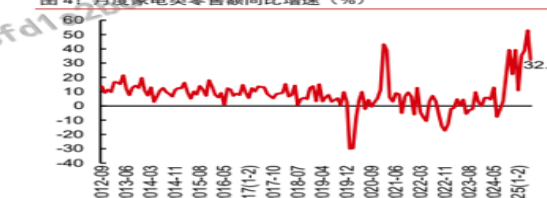
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：月度限额以上企业商品零售总额同比增速 (%)



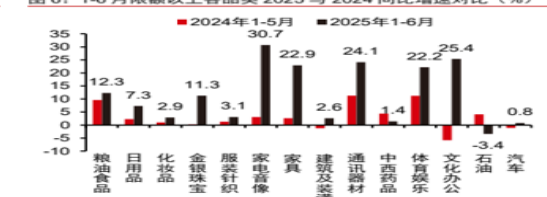
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：月度家电类零售额同比增速 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：1-6 月限额以上各品类 2025 与 2024 同比增速对比 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

策略聚焦：2025Q2基金持仓——港股占比创历史新高

图 1：2025Q2 被动基金规模明显增长，主动基金规模小幅回升

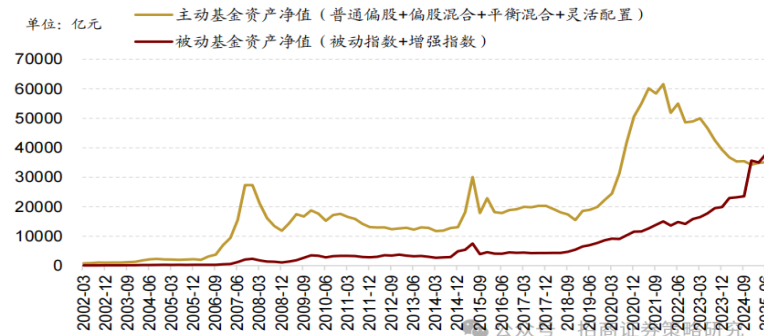
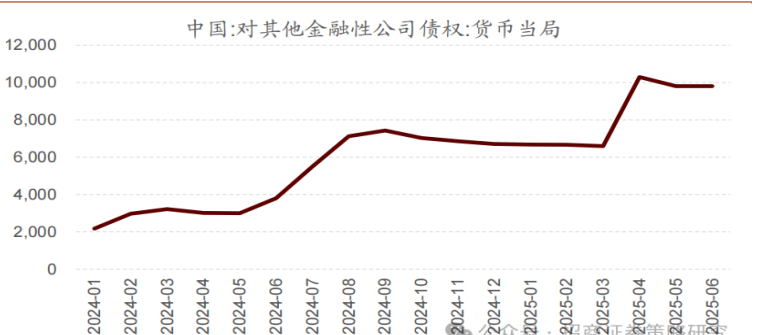
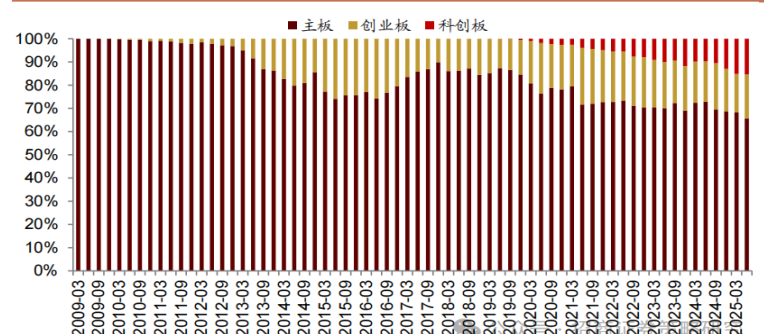


图 8：二季度央行对其他金融性公司债权大增，对应汇金增持



资料来源：Wind、招商证券

图 11：主动偏股公募基金对创业板占比明显回升，主板占比继续下降



资料来源：Wind、招商证券

图 4：主动偏股公募基金平均仓位 87.3%，为近十年的 94.9%分位

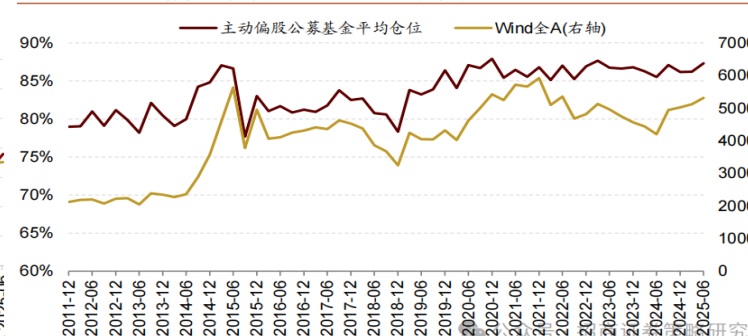
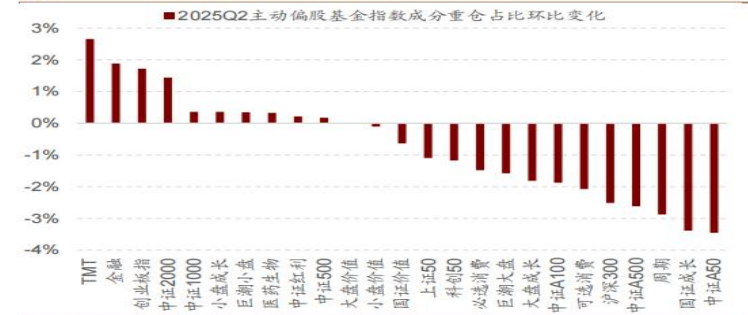
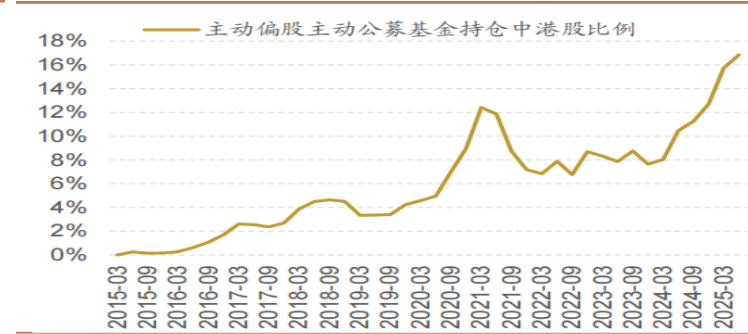


图 12：TMT、金融、创业板指、中证 2000 重仓占比环比升幅靠前



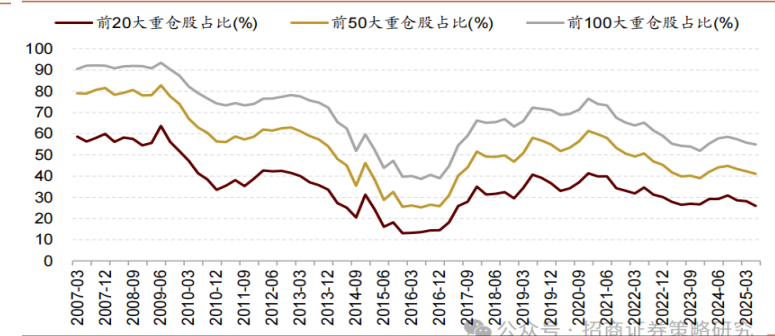
资料来源：Wind、招商证券

图 9：主动偏股基金港股持仓比例续创新高



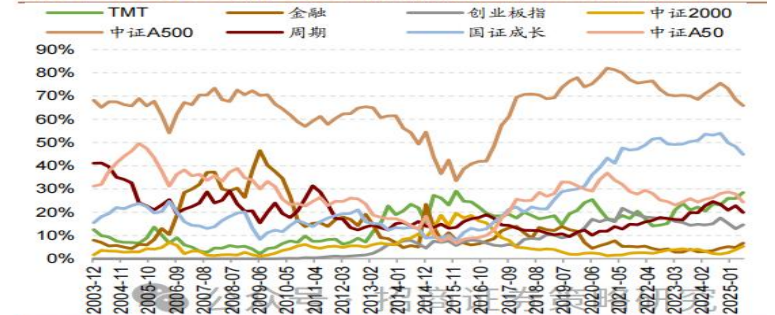
资料来源：Wind、招商证券

图 7：2025Q2 主动偏股公募基金持股集中度继续下降



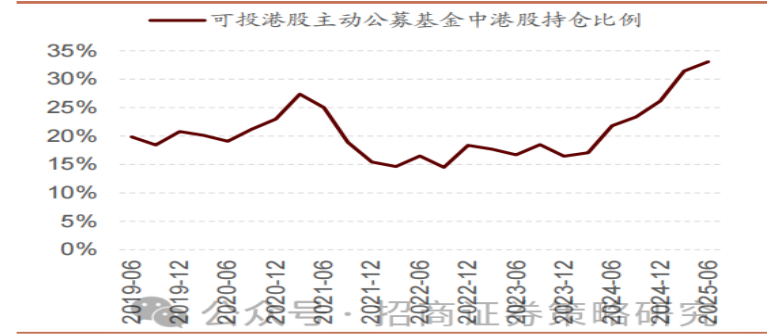
资料来源：Wind、招商证券

图 13：中证 A50、国证成长、周期指数重仓占比环比降幅靠前



资料来源：Wind、招商证券

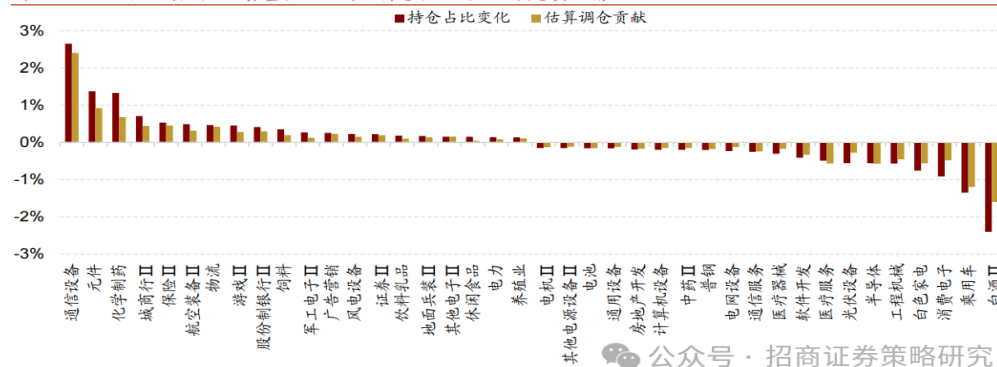
图 10：可投港股的公募基金中港股持仓比例超 30%



资料来源：Wind、招商证券

策略聚焦：2025Q2基金重点增配科技、大金融、军工医药

图 15：2025Q2 主动偏股公募基金二级行业持仓占比变化及调仓贡献情况



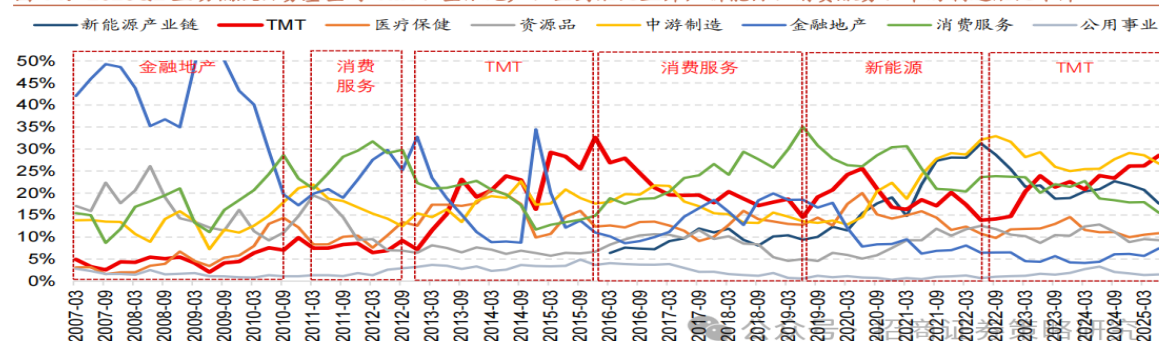
资料来源：Wind，招商证券

表 2：2025Q2 主动偏股公募基金一级行业配比变化

序号	一级行业配比	2025-06	2025-03	环比变化(%)	估算调仓贡献	历史分位(近十年)	近三年配比走势
1	通信	5.3%	2.9%	2.40%	2.16%	97.8%	
2	银行	4.9%	3.8%	1.13%	0.62%	65.2%	
3	国防军工	4.2%	3.2%	0.99%	0.62%	93.5%	
4	非银金融	1.8%	1.1%	0.76%	0.63%	32.6%	
5	传媒	1.9%	1.4%	0.57%	0.39%	41.3%	
6	农林牧渔	1.6%	1.2%	0.45%	0.25%	54.3%	
7	医药生物	10.9%	10.5%	0.34%	-0.30%	19.6%	
8	交通运输	2.0%	1.6%	0.32%	0.21%	47.8%	
9	有色金属	4.7%	4.5%	0.16%	-0.09%	82.6%	
10	公用事业	1.1%	1.0%	0.15%	0.09%	50.0%	
11	美容护理	0.4%	0.3%	0.09%	0.05%	76.1%	
12	商贸零售	0.7%	0.7%	0.04%	-0.09%	19.6%	
13	综合	0.1%	0.1%	0.02%	0.00%	69.6%	
14	基础化工	3.0%	3.0%	0.01%	-0.01%	50.0%	
15	纺织服饰	0.4%	0.4%	0.00%	0.02%	41.3%	
16	轻工制造	0.8%	0.8%	0.00%	0.04%	26.1%	
17	环保	0.4%	0.4%	-0.02%	0.02%	54.3%	
18	石油石化	0.4%	0.4%	-0.02%	-0.03%	21.7%	
19	建筑装饰	0.5%	0.5%	-0.02%	-0.01%	30.4%	
20	建筑材料	0.6%	0.6%	-0.03%	0.06%	21.7%	
21	电子	18.7%	18.7%	-0.06%	-0.04%	95.7%	
22	煤炭	0.4%	0.5%	-0.10%	-0.10%	41.3%	
23	社会服务	0.4%	0.5%	-0.12%	-0.09%	4.3%	
24	房地产	0.7%	0.9%	-0.18%	-0.16%	2.2%	
25	钢铁	0.3%	0.6%	-0.27%	-0.23%	60.9%	
26	计算机	2.6%	3.1%	-0.53%	-0.41%	6.5%	
27	机械设备	3.8%	4.5%	-0.70%	-0.51%	73.9%	
28	家用电器	4.4%	5.2%	-0.79%	-0.47%	58.7%	
29	电力设备	9.9%	10.9%	-1.02%	-0.65%	60.9%	
30	汽车	6.3%	7.8%	-1.48%	-0.53%	95.7%	
31	食品饮料	6.7%	8.8%	-2.08%	-1.47%	23.9%	

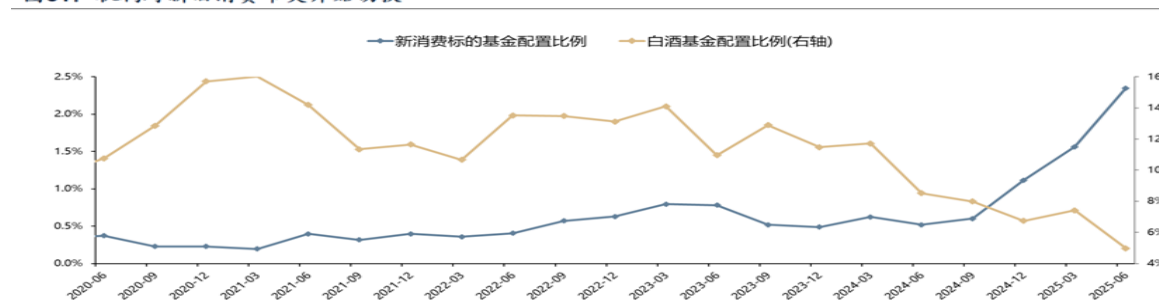
资料来源：Wind，招商证券

图 14：2025Q2 主动偏股公募基金对 TMT、金融地产、医药配比上升，新能源、消费服务、中游制造配比下降



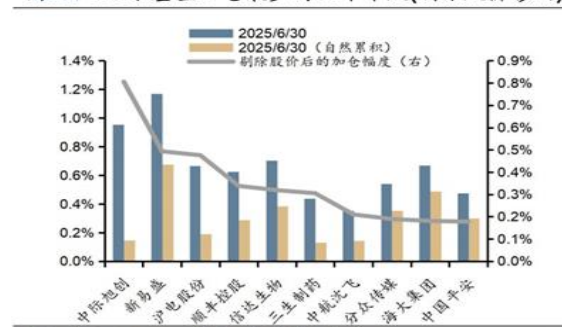
资料来源：Wind，招商证券

图 61：机构对新旧消费审美开始切换



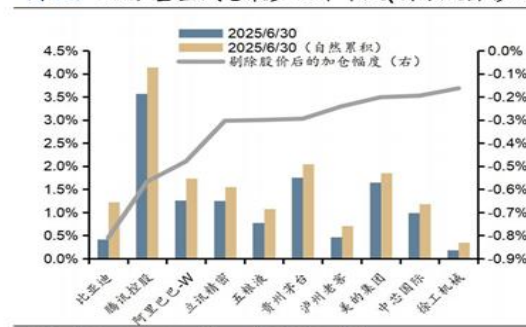
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 67：25Q2 基金加仓最多的 10 个个股(剔除股价影响)



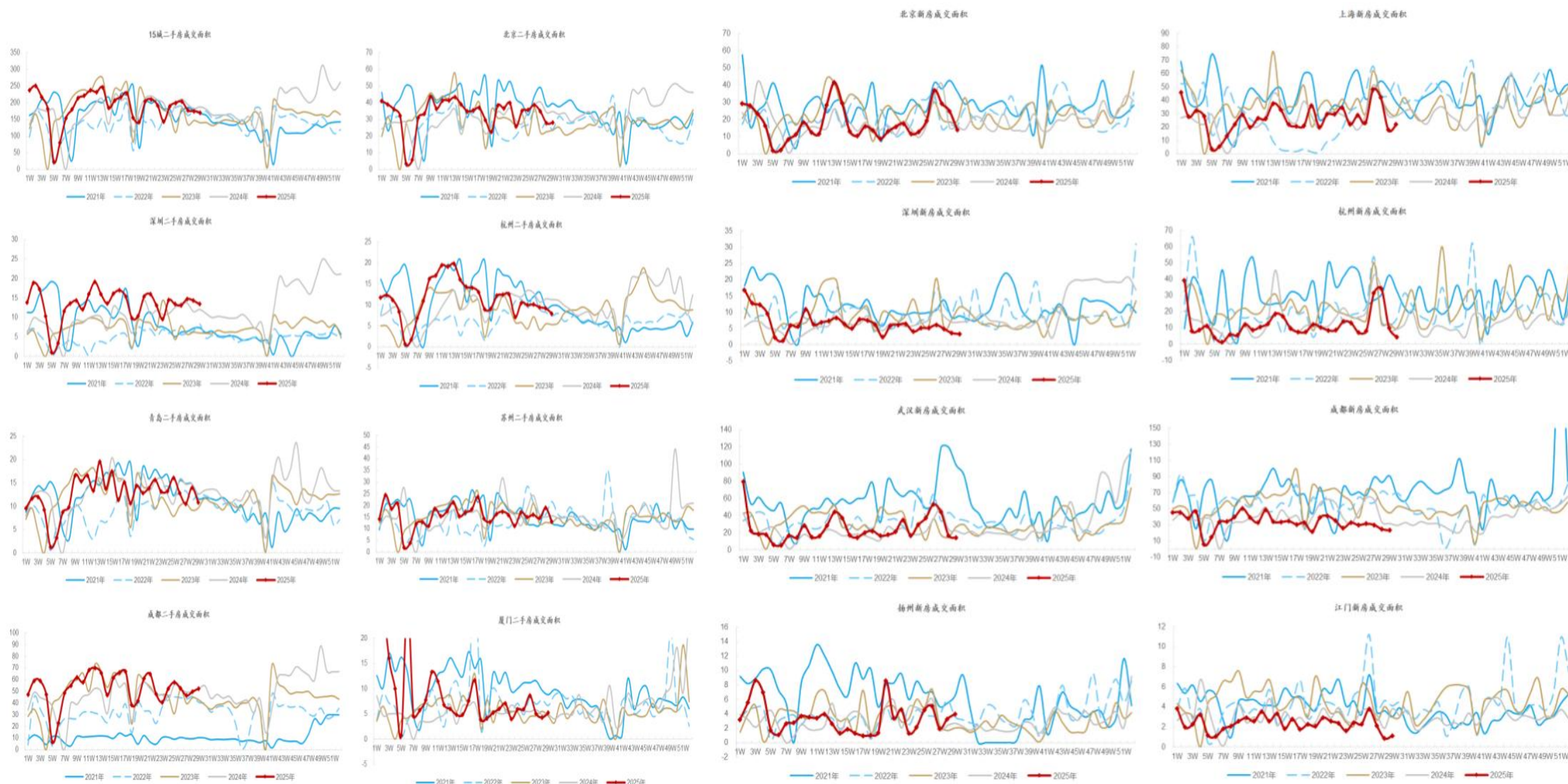
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 68：25Q2 基金减仓最多 10 个个股(剔除股价影响)

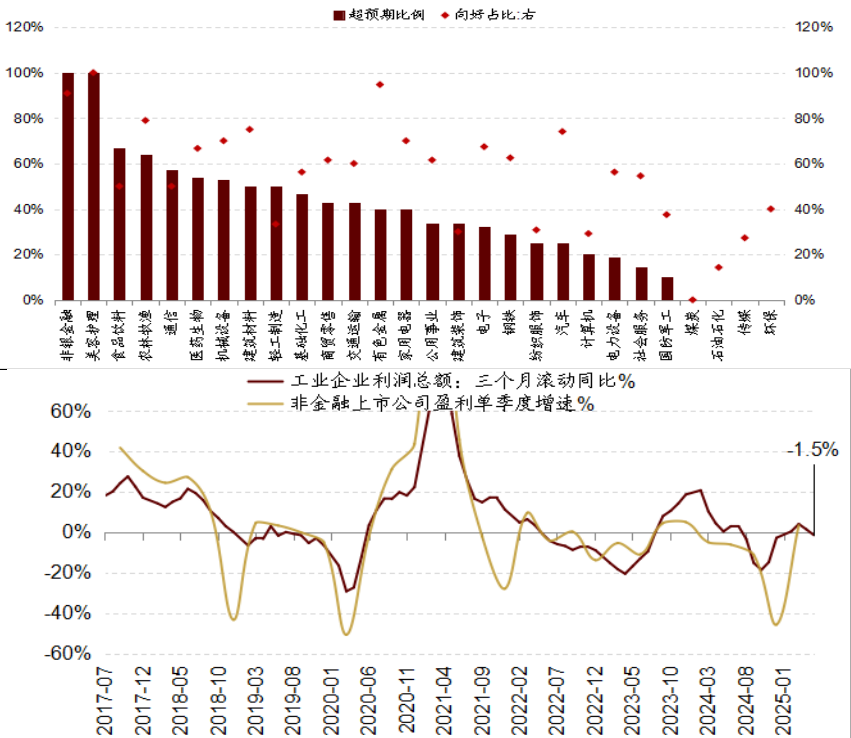


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

策略聚焦：地产成交整体依旧偏弱，新房成交进一步下探



策略聚焦：关注二季报亮点行业

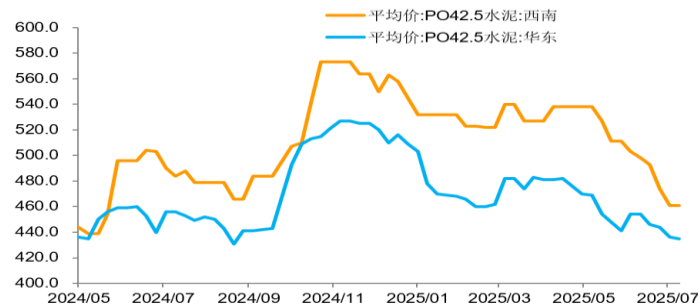


一级行业	行业披露率	业绩向好率	增速中位数 (上半年累计)	增速中位数 (单二季度)	一级行业	行业披露率	业绩向好率	增速中位数 (上半年累计)	增速中位数 (单二季度)
非银金融	13.3%	91%	151%	146%	电力设备	8.2%	56%	46%	51%
公用事业	9.8%	62%	116%	10%	计算机	6.7%	29%	41%	31%
农林牧渔	16.8%	79%	108%	86%	食品饮料	11.0%	50%	29%	28%
建筑材料	21.9%	75%	107%	121%	通信	10.8%	50%	29%	30%
钢铁	63%	78%	19%	19%	社会服务	13.8%	55%	9%	17%
交通运输	7.9%	60%	76%	71%	环保	3.6%	40%	0%	-139%
美容护理	3.0%	100%	71%	1158%	国防军工	11.3%	38%	-4%	54%
有色金属	13.5%	95%	63%	69%	房地产	12.7%	38%	-20%	-48%
家用电器	9.7%	70%	60%	47%	纺织服装	12.1%	31%	-21%	-1%
汽车	9.0%	74%	58%	56%	轻工制造	7.3%	33%	-28%	-5%
基础化工	11.2%	56%	54%	29%	石油石化	14.6%	14%	-60%	-83%
商贸零售	13.3%	62%	51%	13%	建筑装饰	6.1%	30%	-73%	-109%
机械设备	5.1%	70%	51%	45%	煤炭	16.2%	0%	-85%	-5%
电子	9.5%	67%	49%	26%	传媒	8.4%	27%	-116%	-39%
医药生物	4.9%	67%	49%	34%	合计	9.0%	58%	52%	36%

类别	申万二级行业	24年净利润累计 同比增速%	25Q1净利润累 计同比增速%	净利润增速% (2025E)	PE (2025E)	重点关注的二级行业及原因
TMT	半导体	28.0	33.8	96.2	66.0	算力需求持续高景气，中高端芯片需求旺盛
	光学光电子	99.3	1324.4	238.0	42.3	行业供需改善，面板价格小幅回暖
	消费电子	12.6	8.6	29.5	23.9	通讯器材零售持续较高速增长，盈利或改善
	软件开发	-163.6	4.5	687.5	134.5	AI应用商业化加速落地叠加低基数效应
	游戏	-57.9	36.0	155.1	46.3	需求回暖，流水增速趋势扩大
中游制造	汽车零部件	17.0	-0.3	21.1	23.6	以旧换新政策提振，出口结构优化
	商用车	2.9	1.5	74.2	23.6	国四淘汰、新能源替代，销量边际改善
	自动化设备	-21.6	-15.0	47.6	44.3	智能化改造需求持续释放，产量增幅扩大
	军工电子	-113.5	-34.6	1384.2	107.7	订单快速回暖，十四五收官催化
	电网设备	-18.8	5.5	34.9	23.9	新能源装机加速
消费服务	饮料乳品	-8.3	-13.4	22.8	24.5	旺季消费回暖，产量同比增幅扩大
	家用电器	8.7	26.0	14.4	14.2	以旧换新叠加618大额补贴，内需表现亮眼
	家居用品	-16.1	10.5	30.4	23.4	国补政策提振，供给端企业持续降费提效
	饰品	-29.3	-20.8	7.6	26.1	文娱用品、金银珠宝零售同比增幅显著扩大
	美容护理	-16.9	-14.0	48.5	28.6	化妆品零售同比较一季度有所回暖
	饲料	209.2	1406.3	33.5	22.2	下游需求回暖，成本较低
	农产品加工	-17.7	-1.9	17.8	49.3	需求韧性，粮食零售同比增幅扩大
其他	贵金属	55.5	49.1	66.8	19.7	供给刚性，避险需求和投机需求推动价格上涨
	工业金属	30.1	41.9	22.5	12.9	铜铝等价格上涨，库存低位
	小金属	-16.0	80.1	46.0	27.4	受益于阶段性的出口限制和供给约束
	燃气II	-17.3	-2.3	18.0	16.2	国际气价中枢回落，顺价机制落地，毛差修复
	电力	10.0	7.1	10.7	17.2	容量电价补偿机制落地，用电需求稳健增长
	农化制品	-13.6	11.4	47.4	18.6	下游需求回暖或供给受限，价格同比较高增长
	证券	15.4	77.8	18.7	20.6	低基数，市场活跃度同比提升，投行业务回暖
	化学制药	29.2	-28.1	35.2	56.4	创新药出海进程加速

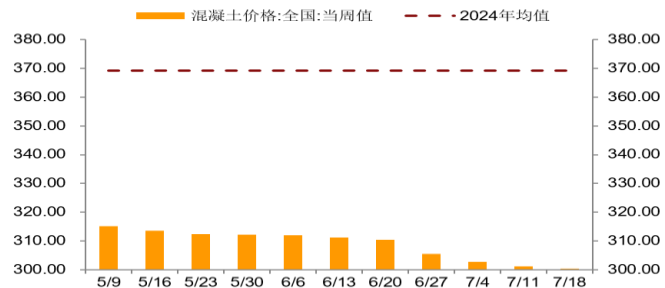
策略聚焦：“反内卷”推动资源品价格

图 26：西南地区水泥价格保持不变 华东地区水泥价格下跌（元/吨）



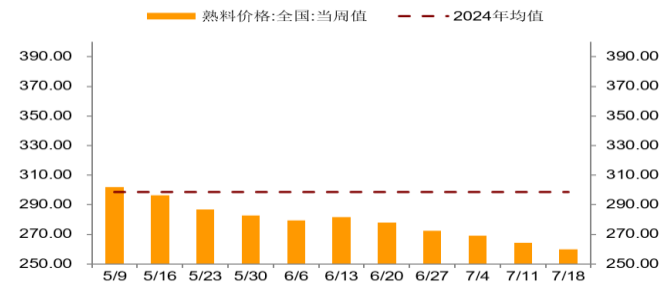
资料来源：Wind、招商证券

图 28：混凝土价格下跌（元/立方）



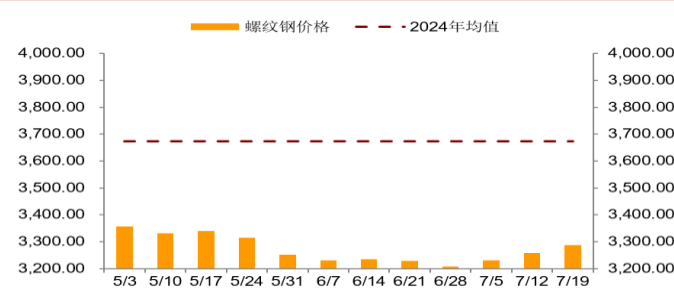
资料来源：Wind、招商证券

图 27：熟料价格下跌（元/吨）



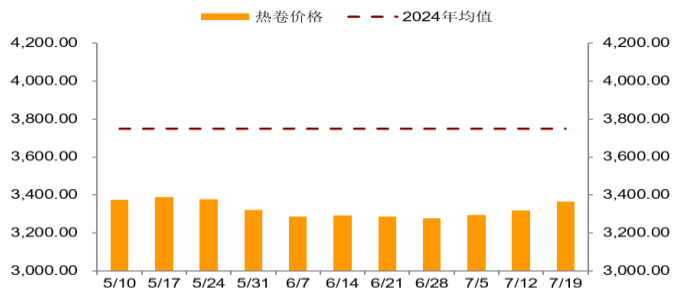
资料来源：Wind、招商证券

图 29：螺纹钢价格上涨（元/吨）



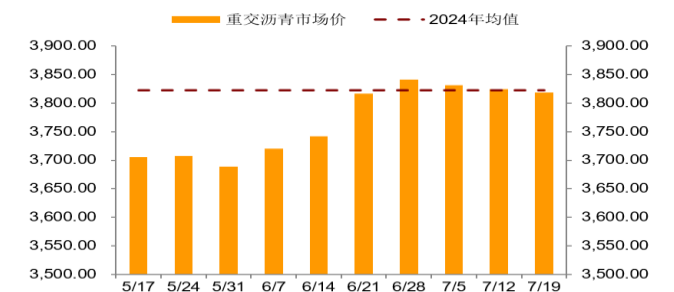
资料来源：同花顺、招商证券

图 30：热卷价格上涨（元/吨）



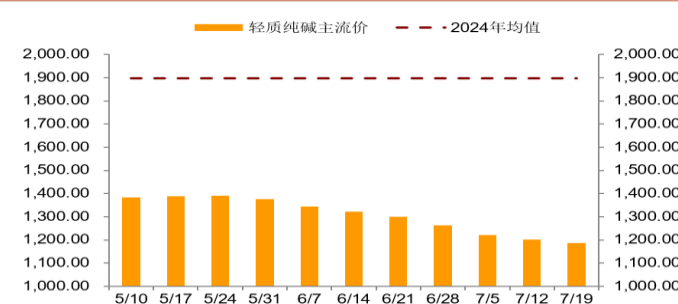
资料来源：同花顺、招商证券

图 31：沥青价格下跌（元/吨）



资料来源：同花顺、招商证券

图 32：纯碱价格下跌（元/吨）



资料来源：同花顺、招商证券

图 33：浮法玻璃价格上涨（元/吨）

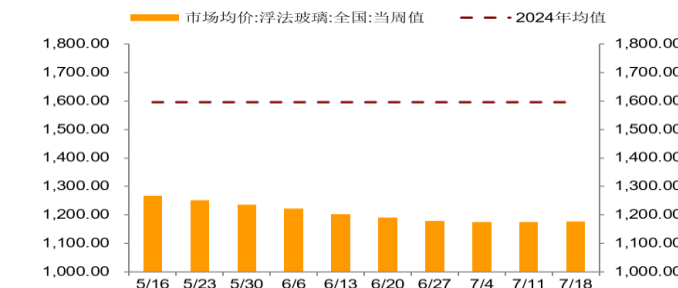
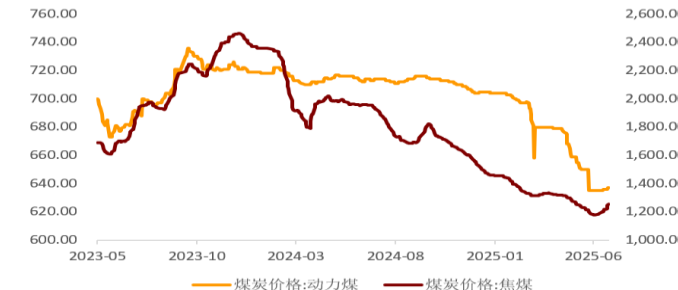


图 36：煤炭价格上涨（元/吨）

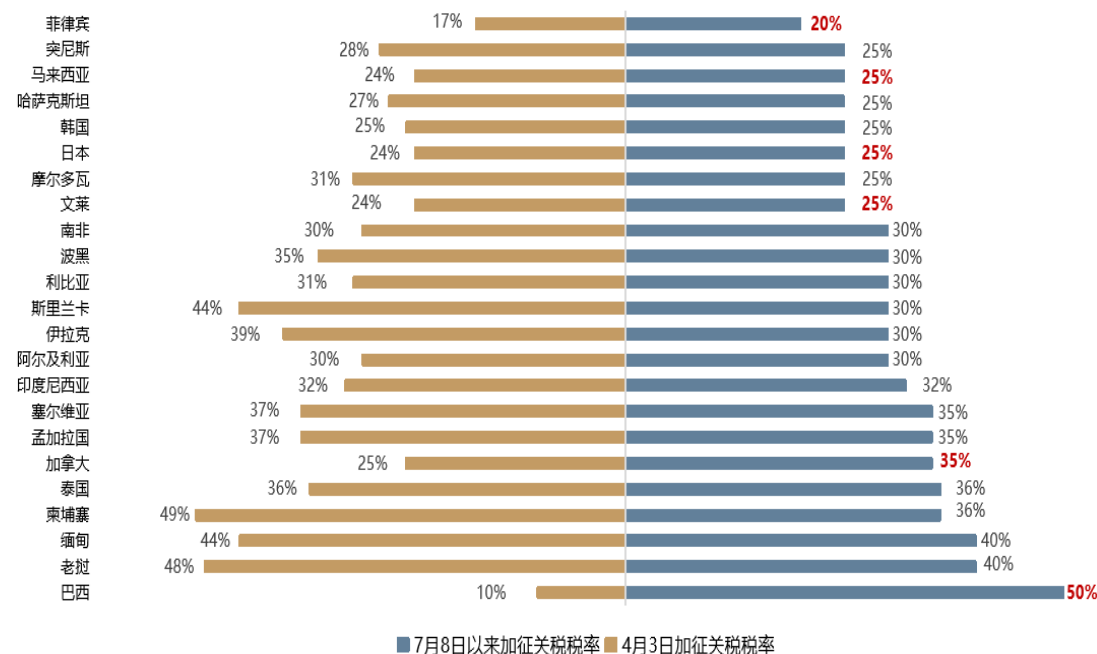


资料来源：同花顺、招商证券

策略聚焦：全球股市对特朗普关税脱敏

- 7月7日，特朗普签署行政令，将“对等关税”暂缓截止日期由7月9日推迟至8月1日，并对14个国家宣布25%~40%不等的新对等关税税率。
- 不过，与4月股市的剧烈波动不同，本次关税交易呈现明显的“钝化”特征，全球股市开始对特朗普关税脱敏。

图：北京时间7月8日以来，特朗普对23国加征关税（标红为本次关税税率高于4月3日对等关税）




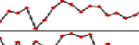
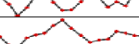
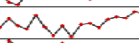
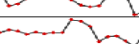
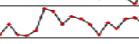



数据来源：中国技术性贸易措施网，新华网，广发证券发展研究中心

表2：7月加关税，全球市场反应“钝化”

北京时间	事件（北京时间）	按逻辑线性外推影响	实际资产表现
股指层面	7月8日凌晨，特朗普对日韩等14个国家加关税。	利空被加征关税国家股市	日经225当日上涨0.26%、韩国综合指数当日上涨1.81%。其余被加征的印尼股市上涨，泰国、马来西亚仅微跌。
行业层面	7月8日凌晨，特朗普对泰国等多个东南亚国家加关税。8月1日起加征关税：泰国36%，马来西亚25%，印尼32%。	利空A股出海泰国等地的公司、利空美股科技股	①出海泰国的PCB、光模块龙头当日大涨，胜宏科技涨9%、新易盛涨6.7%、中际旭创涨7.2%。 ②美股科技股未下跌。 ③出海马来西亚的欧圣电气，以及泰国有产能的巨星科技等均未下跌。
	7月9日凌晨，特朗普威胁对药品加关税。关税将高达200%	利空A股CXO、美股医药股	A股CXO和美股医药股多仍上涨，且后几日涨幅扩大。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表3：全球基本面“共振复苏”

制造业PMI		25年1月	25年2月	25年3月	25年4月	25年5月	25年6月	24年1月以来
日韩	美国	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	49.0	
	日本	48.7	49.0	48.4	48.7	49.4	50.1	
	韩国	50.3	49.2	49.1	47.5	47.7	48.7	
欧洲	德国	45.0	46.1	48.3	48.4	48.3	49.0	
	法国	45.0	45.5	48.5	48.7	49.8	48.1	
	英国	48.3	46.4	44.9	45.4	46.4	47.7	
	意大利	46.3	47.4	46.6	49.3	49.2	48.4	
	荷兰	48.4	50.0	49.6	49.2	49.0	51.2	
	爱尔兰	51.3	51.9	51.6	53.0	52.6	53.7	
	西班牙	50.9	49.7	49.5	48.1	50.5	51.4	
东南亚	印度尼西亚	51.9	53.6	52.4	46.7	47.4	46.9	
	越南	48.9	49.2	47.5	45.6	49.8	48.9	
南亚&南美	印度	57.7	57.1	58.1	58.2	57.6	58.4	
	巴西	50.7	53.0	51.8	50.3	49.4	58.4	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

策略聚焦：6月美国非农新增数据超预期，持续性有待观察

图表3：6月小时工资3个月环比折年增速为3.15%



图表4：6月失业率下降至4.1%



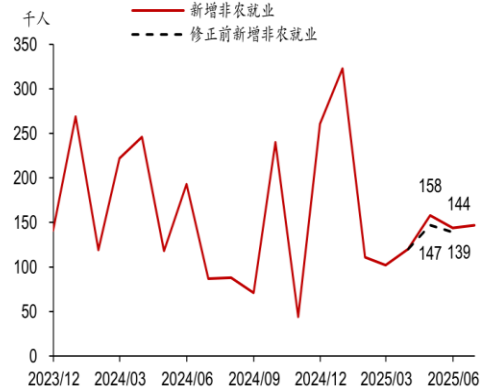
图3：岗位空缺率亦现反弹

岗位空缺率	2025/5/31	2025/4/30	2025/3/31	2025/2/28	2025/1/31	2024/12/31
总计	4.6	4.4	4.3	4.5	4.7	4.5
私人部门	4.9	4.6	4.5	4.6	4.8	4.7
建筑业	2.9	2.8	2.9	3.3	2.8	2.4
制造业	3.1	3.0	3.0	3.4	3.9	3.3
贸易运输和公用事业	3.3	3.4	3.4	3.4	4.1	3.6
零售业	3.0	3.5	3.3	3.3	4.0	3.2
专业和商业服务	5.7	5.8	5.2	5.6	5.1	5.7
教育和保健服务	6.1	5.9	5.3	5.5	5.8	5.6
医疗保健和社会救助	6.5	6.2	5.6	5.7	6.1	5.8
休闲住宿业	6.5	5.1	5.4	5.7	5.9	6.3
艺术、娱乐和休闲	5.3	6.5	4.8	4.6	5.5	6.5
住宿餐饮业	6.8	4.8	5.5	5.9	5.9	6.3
政府：总计	3.4	3.4	3.5	3.6	3.7	3.6
州和地方政府	3.5	3.3	3.5	3.6	3.6	3.5

资料来源：Wind、招商证券

公众号·招商宏观静思录

图表7：4-5月累计小幅上修1.6万人



图表8：新增非农3个月移动均值15万人

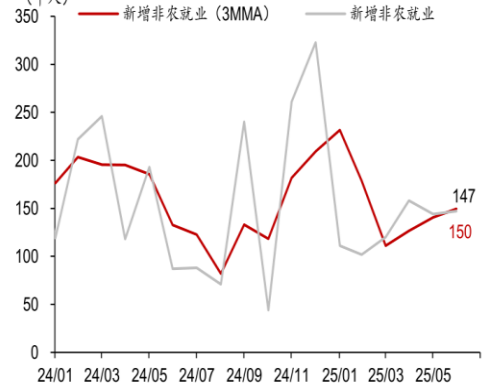


图2：州和地方政府项录得较大增幅

	非农新增就业人数（千人）				平均时薪（美元）			
	2025/6	2025/5	环比增减	环比历史分位数	2025/6	2025/5	环比涨幅	环比历史分位数
非农新增就业	147	144	3	52.9%	36.3	36.2	0.2%	31.09%
私人部门	74	71	3	32.8%	37.0	37.0	0.1%	13.45%
商品	6	4	2	62.2%	40.3	40.3	0.1%	36.13%
采矿业	-2	-3	1	59.7%	39.6	39.4	0.4%	59.66%
建筑业	15	6	9	65.5%	35.2	35.2	-0.1%	5.88%
制造业	-7	-7	0	51.3%	37.3	37.4	-0.3%	2.52%
耐用品	-5	-7	2	53.8%				
汽车及零部件	-0.5	1	-1.5	46.2%				
非耐用品	-2	0	-2	47.9%	31.7	31.6	0.2%	36.13%
服务	68	141	-73	27.7%	36.1	36.1	0.2%	32.77%
批发业	-6.6	3.7	-10.3	10.1%	38.7	38.7	0.2%	36.13%
零售业	2.4	-7.1	9.5	63.0%	25.3	25.3	0.1%	19.33%
运输仓储业	7.5	4.5	3	55.5%	31.4	31.3	0.0%	15.13%
公用事业	0.6	2.8	-2.2	10.9%	52.1	51.9	0.4%	56.30%
信息业	3	5	-2	42.0%	52.7	52.2	0.9%	86.55%
金融活动	3	10	-7	24.4%	47.4	47.4	0.1%	17.65%
商业服务	-7	0	-7	43.7%	44.2	44.0	0.5%	73.95%
临时支持服务	-2.6	-5.7	3.1	63.0%				
教育和医疗服务	51	83	-32	15.1%	35.4	35.4	-0.1%	3.36%
医疗保健和社会救助	58.6	80.7	-22.1	18.5%				
休闲和酒店业	20	29	-9	42.9%	22.8	22.7	0.2%	23.53%
其他服务业	-5	10	-15	16.0%	32.7	32.6	0.5%	79.83%
政府部门	73	7	66	86.6%				
联邦政府	-7	-25	18	90.8%				
州政府	47	7	40	95.0%				
地方政府	33	25	8	60.5%				

资料来源：Wind、招商证券

公众号·招商宏观静思录

策略聚焦：“大美丽法案”导致降息推迟

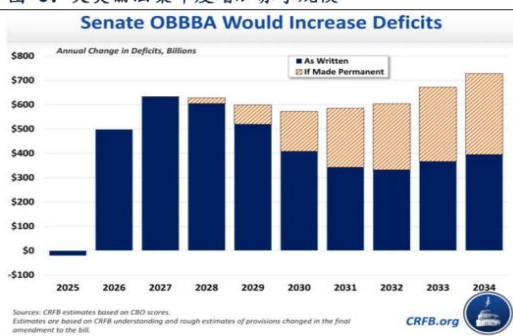
- “大美丽”法案将使得美国财政进一步宽松，短期对美国经济增长形成支撑，但可能会导致二次通胀风险，导致美联储降息推迟，引发市场对美国财政可持续性担忧加剧。
- 中观层面，“大美丽”法案对美国各行各业长期辐射效应不容小觑。该法案的最终版本为传统能源、制造、地产、军工、农业等行业带来显著的税赋和补贴优势，但同时也削减了清洁能源、新能源车、医疗、食品等行业的优惠政策。

表 5：大美丽法案对不同行业的影响

影响	行业	主要政策
积极	能源	将在阿拉斯加、墨西哥湾的公共土地与水域以及西部多州重启油气区块租赁拍卖，降低特许权使用费率，并提升对碳捕捉再利用用于石油采收项目的补贴力度；恢复煤炭租赁，费率降至 7% 等。
	军工	未来五年投入约 1500 亿美元预算，用于舰艇建造、弹药生产和导弹防御系统等大型项目。
	航空	法案中包含一项 125 亿美元的资金，用于革新美国的空中交通管制体系。
	地产	法案保留了允许地产公司 100% 抵扣多项房产改良费用的政策，同时还将对房地产开发项目投资退税“机会区”的税收优惠永久纳入税法。此外，该法案将低收入住房税收抵免项目扩大 12%，该项目每年可资助约 5 万套新住房的开发。
	制造	企业将享受一系列旨在刺激美国国内制造业的税收减免；在 2025 年 1 月 19 日之后开工，并在 2031 年之前投入使用的工厂，可以对建厂成本进行全额税收抵扣。
	半导体	在美国本土新建工厂的芯片制造商，其享有的税收抵免比例将从 25% 提升至 35%。符合条件的新建项目需在 2026 年底前动工。
	农业	建立并更新补充农业灾害援助计划，提高对捕食（100%）和恶劣天气事件（市场价值的 75%）造成的损失的报销率；为各种农业研究项目提供数百万美元的强制性资金；为补充农业贸易促进计划提供 2.85 亿美元等。
中性	教育	根据私立学院和大学的财富规模，对其年度投资收益分别征收 8%、4% 和 1.4% 的分级税率；研究生的联邦贷款额度上限降至 10 万美元，医学院等专业项目的贷款额度上限降至 20 万美元，或将促使更多学生转向私营贷款机构以填补资金缺口。
利空	物流	取消小额包裹免税权。
	人工智能	原本可能暂停州级人工智能监管长达 10 年（修改后缩短至 5 年）的条款被删除。
	食品	削减美国国家食品券计划（即 SNAP）。
	医疗	阻止某些非公民注册或接受医疗补助/CHIP 福利；针对扩大医疗补助计划的州提供的联邦匹配援助百分比（FMAP）激励措施，将在 2026 年 1 月 1 日之后取消；扩大 IRA 对孤儿药的医疗保险药品价格谈判豁免；限制某些非公民通过 ACA 市场计划获得 PTCs 的资格等。
	清洁能源	逐步取消拜登时代《通胀削减法案》中通过的清洁能源税收抵免；风能和太阳能税收抵免将对 2026 年 6 月之后开始建设或 2027 年之后投入使用的项目逐步取消等。
	新能源车	清洁车辆抵免将于 2026 年后废除，2026 纳税年度恢复每制造商 20 万辆的上限；二手电动汽车（25E）和商用电动汽车（45W）的相关抵免也将在 2025 年后取消等。

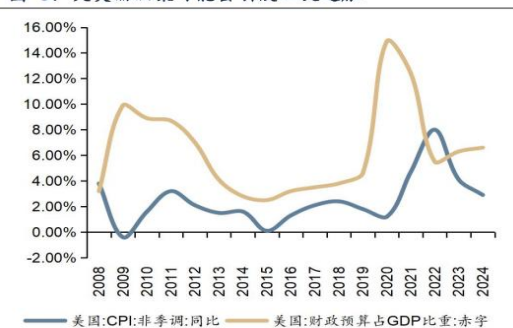
数据来源：“大美丽”法案原文，广发证券发展研究中心

图 6：大美丽法案年度增加赤字规模



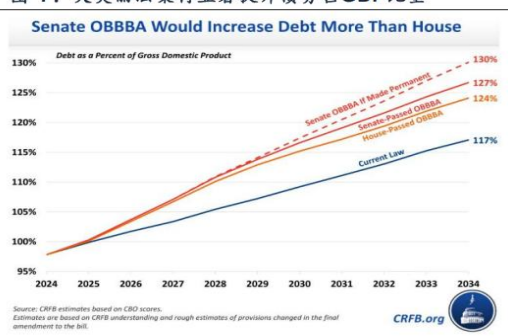
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：大美丽法案可能会引发二次通胀



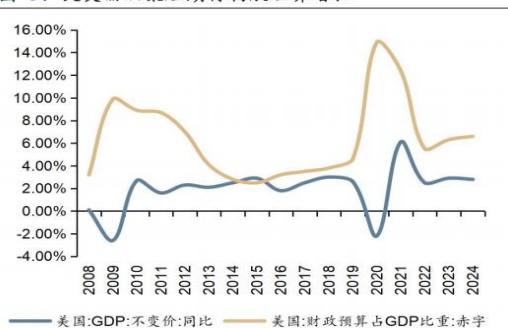
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：大美丽法案将显著提升债务占 GDP 比重



数据来源：CBO、CFRB，广发证券发展研究中心

图 9：大美丽法案短期将刺激经济增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

框架更新：基于中美利差的中美经济周期跟踪

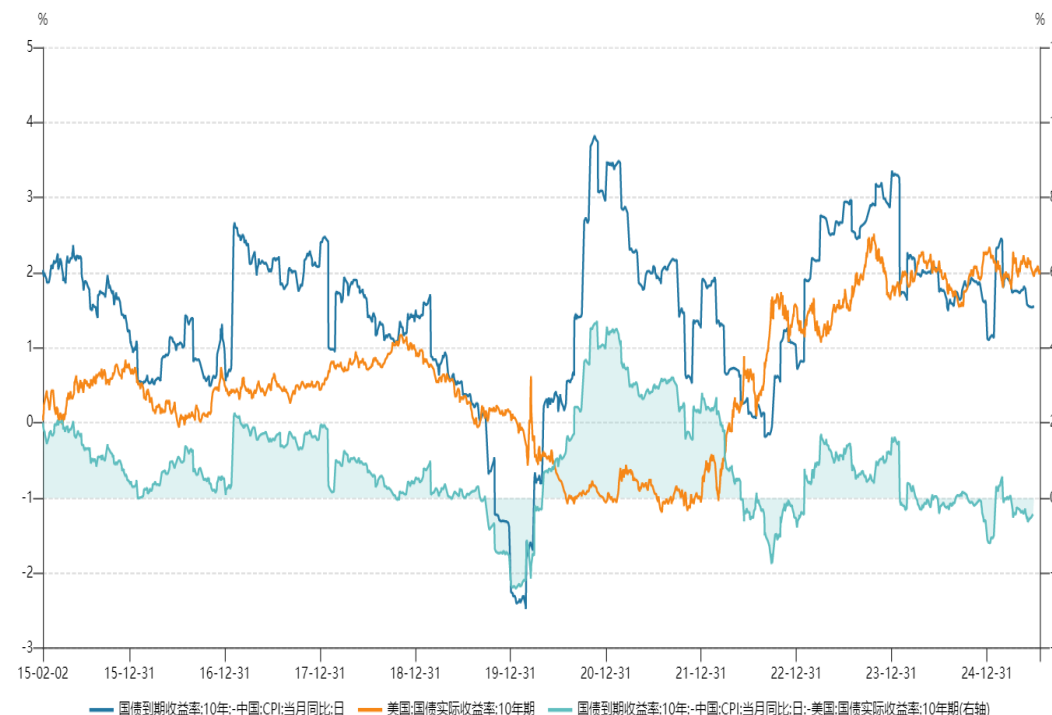
- 中美利差大致衡量中美两国经济周期差异，对于大类资产波动有重要含义。
- 在名义利率端，近期中国长债收益率和美债收益率变化不大，中美利差低位震荡；
- 在实际利率端，美国实际利率变化不大，中国波动加大，两国实际利率差低位震荡；

中美10Y国债名义利差



数据来源: Wind

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

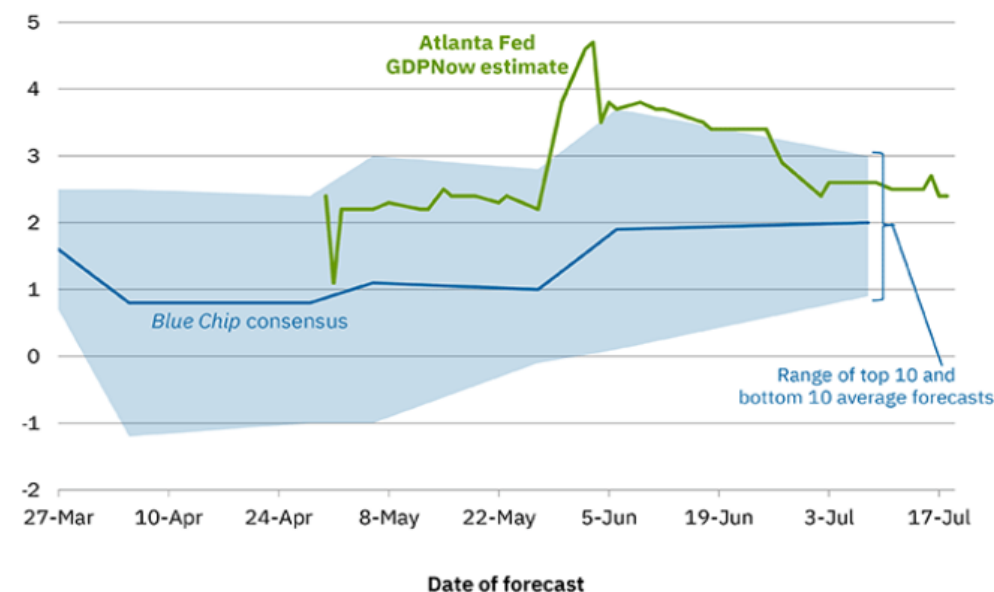
图表 1 华创宏观中国周度经济活动指数和中国季度实际 GDP 同比增长率



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，6月份中国PMI指数从49.5微升至49.7，美国PMI指数则从48.5微升至49。
- 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



数据来源：Wind

美国制造业PMI趋势



数据来源：Wind

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



数据来源: Wind

中美固定资产投资趋势



数据来源: Wind

框架更新：4、库存周期

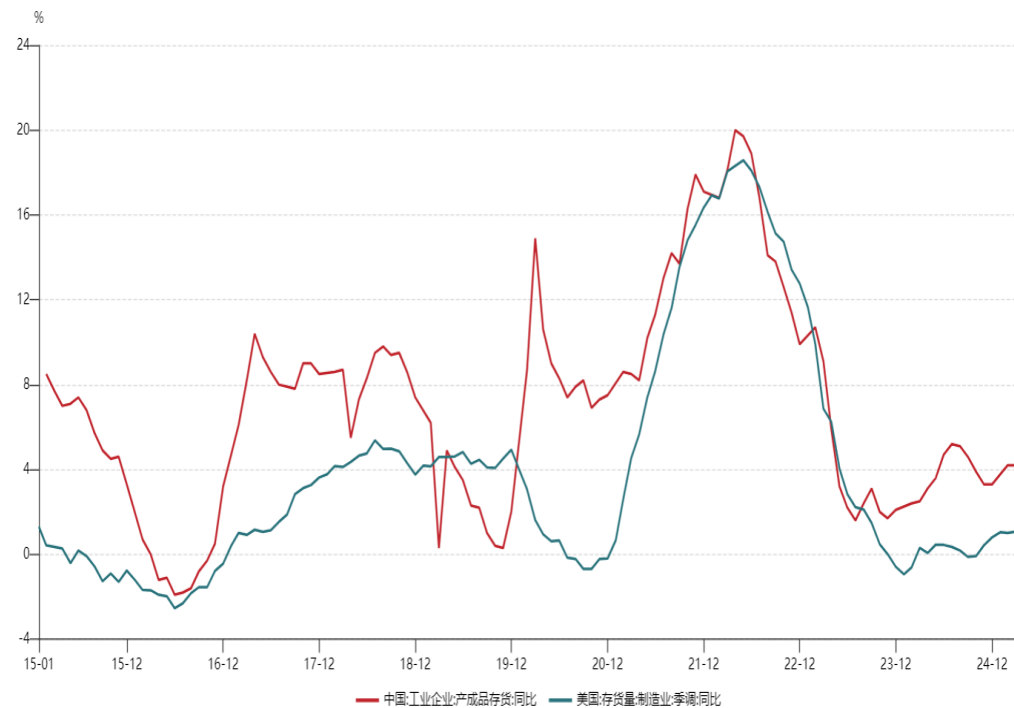
- 库存趋势看两国库存周期都处在底部位置，两国库存水平都在低位，向下空间不大，最近均有补库存(工业口径)的迹象；

中美PMI口径库存趋势



数据来源：Wind

中美工业口径库存趋势



数据来源：Wind

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



数据来源: Wind

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



数据来源：Wind

中美PPI趋势

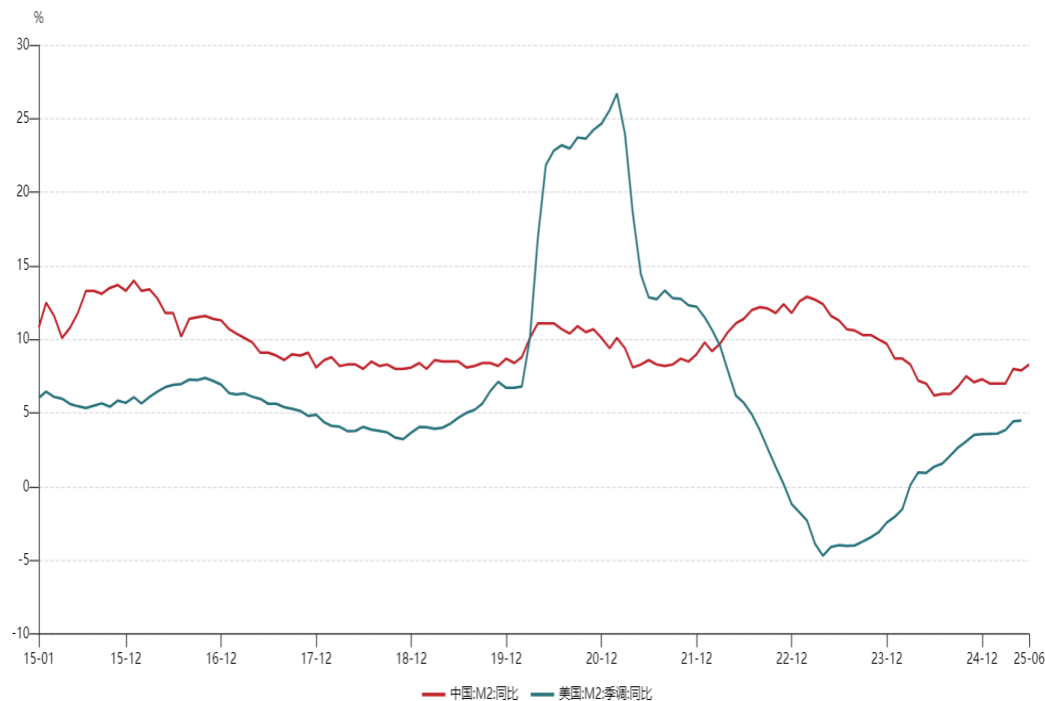


数据来源：Wind

框架更新：7、金融周期

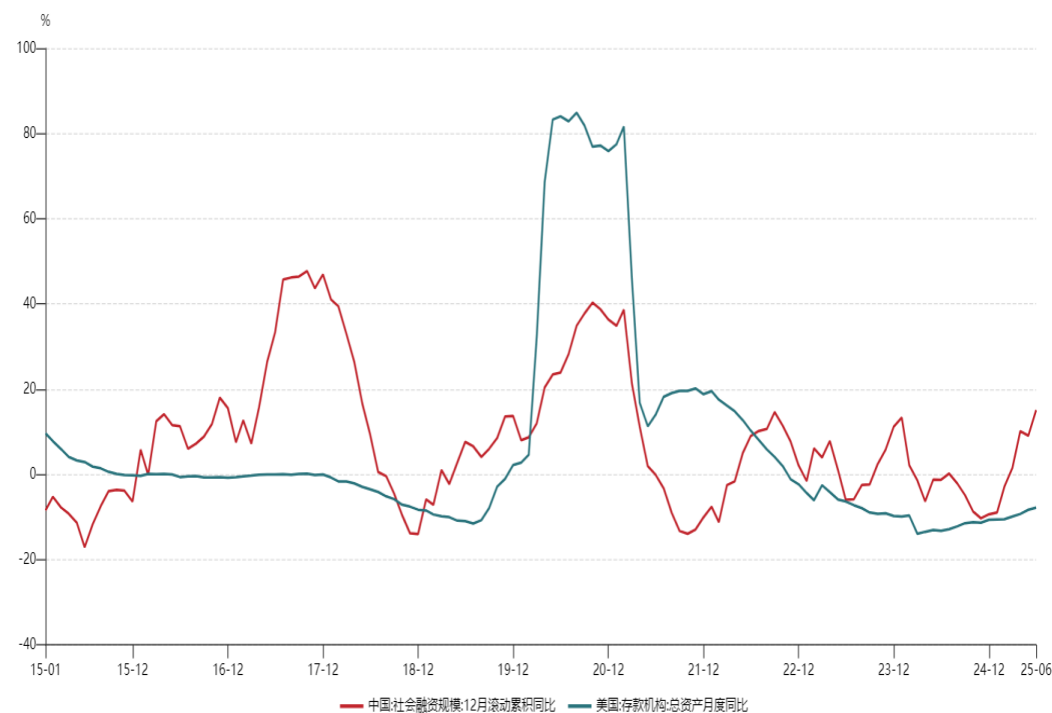
- 从M2的角度看，中美两国有明显差异，中国M2在持续一年多的下行后，有底部企稳迹象，未来看下行趋势是否确认被扭转；而美国M2则在2023年初开始持续明显回升。另外从社会整体融资角度看，中国社融增速波动较大在低位震荡，美国央行资产规模扩张增速则在下降。
- 两者结合，从融资扩张角度看，美国在货币数量或融资的扩张上要强于中国。

中美M2趋势



数据来源: Wind

中美社会融资规模趋势



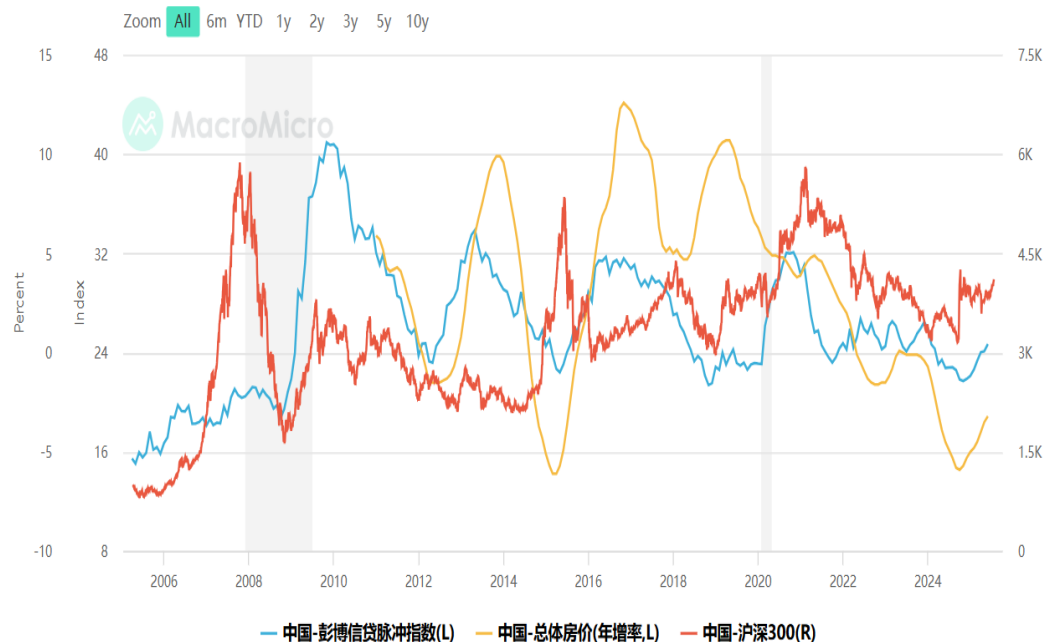
数据来源: Wind

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。

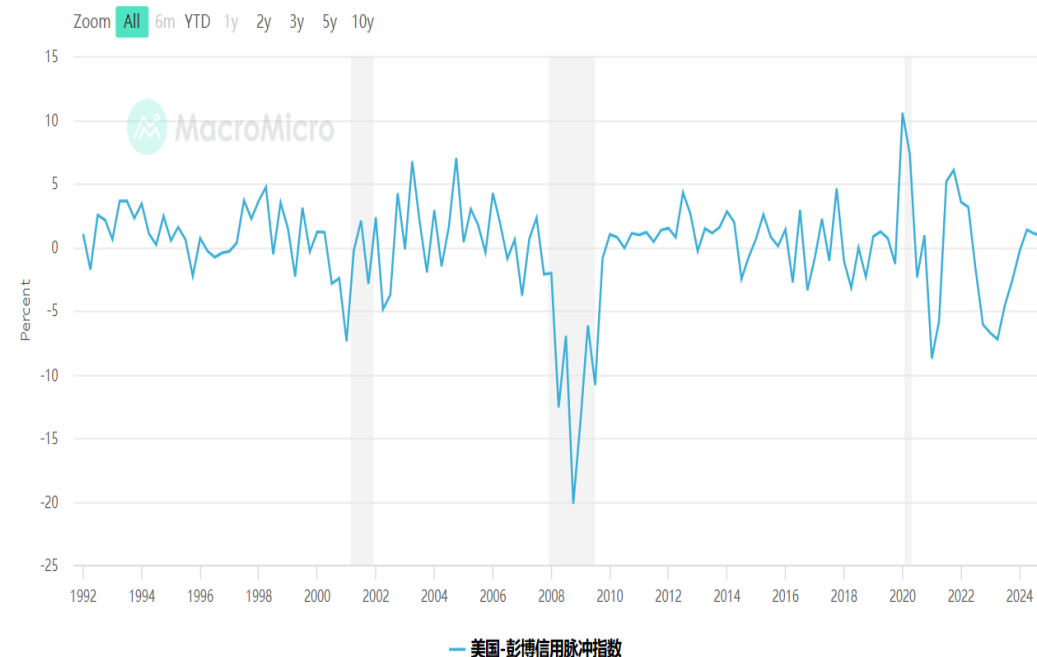
中国彭博信贷脉冲指数

中国-彭博信贷脉冲指数
MacroMicro.me | MacroMicro



美国彭博信贷脉冲指数

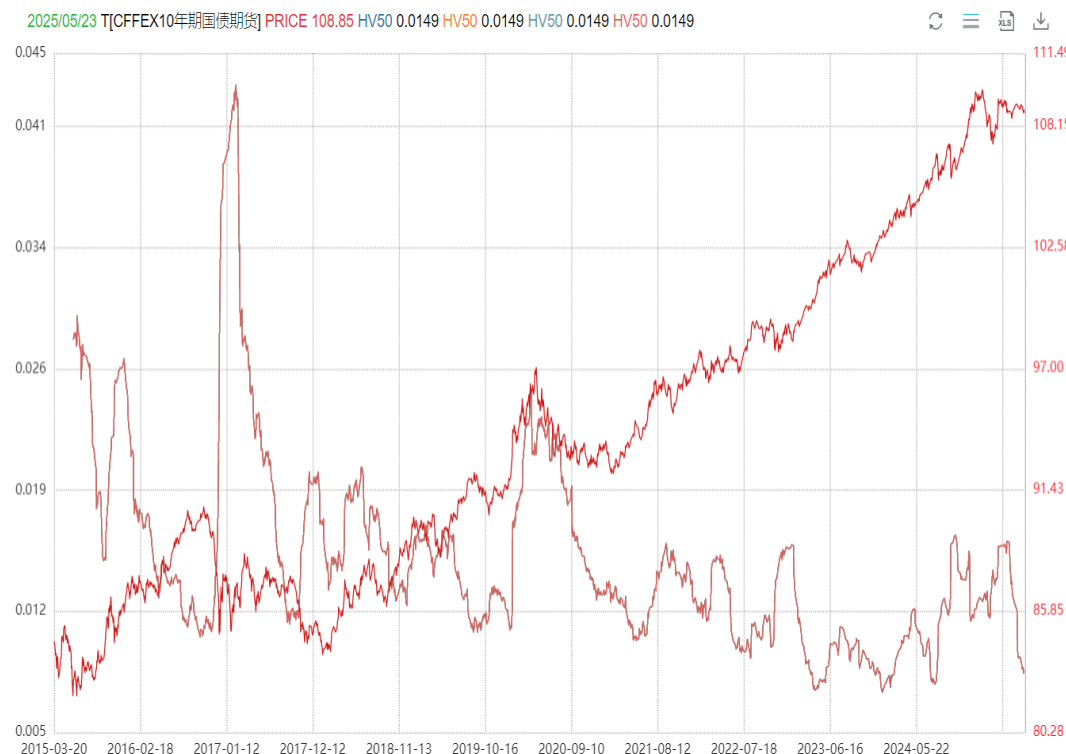
美国-彭博信贷脉冲指数
MacroMicro.me | MacroMicro



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：

- 中国7月LPR连续第二个月“按兵不动”，1年期品种报3.0%，5年期以上报3.5%。货币政策进入观察期，在公开市场7天期逆回购操作利率延续持稳的背景下，LPR报价不变符合市场普遍预期。市场机构普遍预计，下半年LPR有进一步下行空间；
- 根据当前我国宏观经济的运行走势，下半年我国的货币政策是否进一步降准、降息，要重点依据我国物价指数的变化；同时，要关注市场风险与国际环境外溢风险，最终为实现全年5%的增长目标保驾护航。

美国近期货币政策动向：

- 据央视新闻报道，当地时间7月9日，美联储公布联邦公开市场委员会6月17日至18日的会议纪要。会议纪要显示，美联储同意将联邦基金利率目标区间维持在4.25%至4.5%之间；
- 美国总统特朗普表示，美联储鲍威尔即将离任。特朗普称，目前利率过高，这正在影响住房市场。他表示，利率应该降低3个百分点，甚至更多。今年以来，特朗普多次批评鲍威尔，以此施压美联储降息。

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：北京市西城区北展北街华远企业中心D座1单元203

官网：www.fundinbj.com

电话：010-66290069