

## 国内发布二季度经济数据，特朗普与美联储关系缓和

### 一、重要信息点评

- 1、今年上半年，我国社会融资规模增量为 22.83 万亿元，比上年同期多 4.74 万亿元；人民币贷款增加 12.92 万亿元。6 月末，M2 余额同比增长 8.3%。央行相关负责人表示，将继续实施好适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度和节奏，结构性货币政策工具将突出支持科技创新、提振消费等主线。
- 2、以人民币计，今年上半年，我国货物贸易进出口总值 21.79 万亿元，创历史同期新高，同比增长 2.9%。其中，出口增长 7.2%，进口增长 2.3%。
- 3、上半年 GDP 为 66.05 万亿元，同比增长 5.3%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。上半年固定资产投资增长 2.8%，其中房地产开发投资下降 11.2%。6 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.8%，社会消费品零售总额增长 4.8%。
- 4、美国 6 月 CPI 同比上涨 2.7%，为 2 月以来最高，符合市场预期。6 月核心 CPI 同比上涨 2.9%，环比上涨 0.2%，均低于市场预期。数据发布后，交易员预测美联储在 9 月开始降息，到年底前将累计降息近两次。
- 5、美国 6 月零售销售环比增长 0.6%，高于市场预期的 0.1%，前值为下降 0.9%。分析指出，美国 6 月零售销售反弹强于预期，部分增长可能反映出受关税影响的部分商品价格上涨。美国零售销售在各领域全面反弹，13 个零售类别中有 10 个实现增长，主要受汽车销售带动，汽车销售在连续两个月下滑后回升。
- 6、财政部、税务总局宣布调整超豪华小汽车消费税政策，自 2025 年 7 月 20 日起，超豪华小汽车消费税征收门槛降至 90 万元，新能源车型纳入征收范围，对纯电动、燃料电池等没有气缸容量（排气量）的超豪华小汽车仅在零售环节征收消费税；对纳税人销售二手超豪华小汽车，不征收消费税。
- 7、美国总统特朗普表示，药品关税可能将于月底推出，芯片关税时间表和药品类似，但不那么复杂；正在研究 5-6 项贸易协议，8 月 1 日前可能达成 2-3 项贸易协议，将很快发布对较小国家的关税信函，可能对所有小国家征收约 10%的统一关税。将有 150 个国家收到关税支付通知。正与印度谈判，双方接近达成协议。
- 8、美国总统特朗普在谈及美联储主席鲍威尔时表示，目前没有计划采取任何行动，也没有起草解雇信件。特朗普称，他“大概率不会解雇鲍威尔，除非证明存

在欺诈行为”。他还称，白宫经济顾问凯文·哈塞特是其考虑担任美联储职位的人选。而此前一天，特朗普也称财政部长贝森特是美联储主席人选。

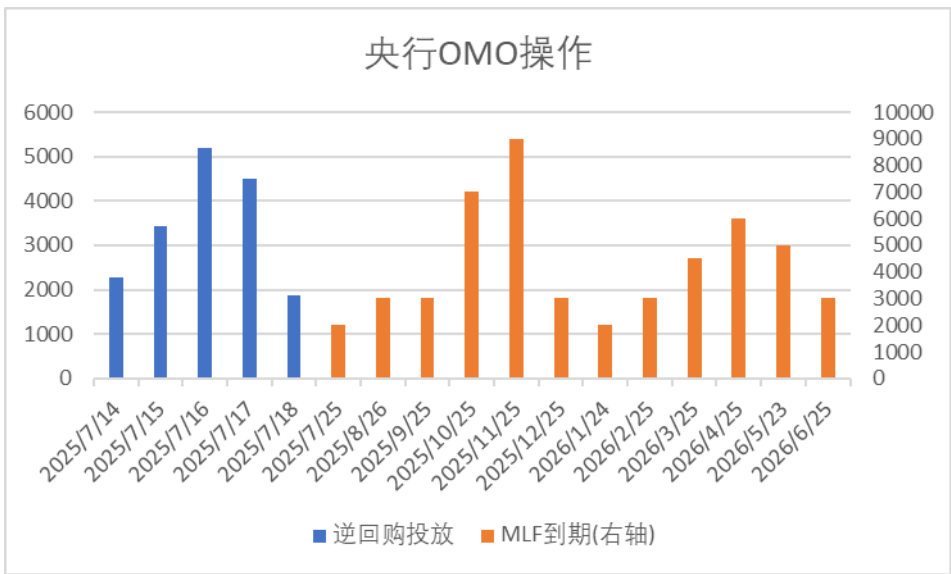
9、美国国会众议院以 308 票赞成、122 票反对的结果通过了《指导与建立美国稳定币国家创新法案》（Genius Act），旨在对加密货币监管进行重大立法改革。该法案将提交美国总统特朗普，预计将由特朗普签署成为法律。此外，众议院还以 294 票赞成、134 票反对的结果通过了第二项范围更广的加密货币市场结构法案《清晰法案》（Clarity Act），该法案将提交参议院审议，该提案旨在为数字资产建立一个更广泛、更有利于行业的监管框架。

10、美国总统特朗普表示，美国可能会按照此前致信内容来执行对日本的关税税率，并可能很快与印度达成贸易协定。特朗普日前致信日本领导人，称将从 8 月 1 日起对从日本进口商品征收 25% 的关税。

11、商务部回应美批准对华销售 H20 芯片表示，中美之间合作共赢才是正道，打压遏制没有出路。美方应摒弃零和思维，继续取消一系列不合理的对华经贸限制措施。另外，就加拿大政府加严钢铁进口限制措施，商务部表示，中方对此强烈不满，坚决反对，将采取一切必要措施坚决维护中方企业的合法权益。

12、美联储理事沃勒继续发出 7 月降息的呼吁，并指出他很担忧私营部门的招聘趋势。他还表示，如果特朗普提名自己担任美联储主席，他会答应。另外，特朗普再次在社交媒体平台发文，敦促美联储主席鲍威尔降息。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

上周央行 OMO 投放 17268 亿，同时到期 4257 亿，共计净投放 13011 亿。此外，7 月 MLF 到期量为 2000 亿。

|         | 2025/7/18 | 2025/7/11 | 2025/6/30 | 2025/6/30 | 2024/7/18 | 环比变化 |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 高炉开工率   | 83.89     | 83.89     | 83.89     | 83.89     | 82.48     | ---- |
|         | 2025/7/16 | 2025/7/9  | 2025/6/30 | 2025/6/30 | 2024/7/16 | 环比变化 |
| 水泥沥青开工率 | 32.8      | 32.7      | 31.5      | 31.5      | 25.2      | ↗    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

生产数据方面，上周高炉开工率持平，同时水泥沥青开工率上行。

|           | 2025/7/13   | 2025/7/6    | 2025/6/30   | 2025/6/30   | 2024/7/13   | 环比变化 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|
| 土地成交面积    | 854.0769    | 1471.51     | 1805.7561   | 1805.7561   | 1000.1165   | ↘    |
| 土地成交溢价率   | 6.99        | 4.8         | 7.95        | 7.95        | 1.63        | ↗    |
| 商品房成交面积   | 18.482767   | 28.87086271 | 51.02854029 | 51.02854029 | 24.41528229 | ↘    |
| 一线商品房成交面积 | 4.815406286 | 8.306997571 | 15.26779971 | 15.26779971 | 7.512116429 | ↘    |
| 二线商品房成交面积 | 9.178115143 | 14.53533986 | 27.92684029 | 27.92684029 | 11.65605414 | ↘    |
| 三线商品房成交面积 | 4.489245571 | 6.028525286 | 7.833900286 | 7.833900286 | 5.247111714 | ↘    |
| 二手房价格     | 153.7       | 153.8       | 153.8       | 153.8       | 165.24      | ↘    |
| 一线二手房价格   | 194.38      | 194.64      | 194.64      | 194.64      | 205.7       | ↘    |
| 二线二手房价格   | 142.83      | 142.73      | 142.73      | 142.73      | 155.94      | ↗    |
| 三线二手房价格   | 133.18      | 133.42      | 133.42      | 133.42      | 144         | ↘    |
| 四线二手房价格   | 114.82      | 114.93      | 114.93      | 114.93      | 119.45      | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

地产数据方面，土拍面积下降背景下溢价率回升，同时商品房成交面积下行，二手房价格下降，地产数据表现不佳。

|            | 2025/6/30 | 2024/6/30 | 2023/6/30 | 2022/6/30 | 2021/6/30 | 同比     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 厂家批发：当月累计值 | 2473270   | 2129557   | 2229708   | 2108618   | 1044389   | 16.14% |
| 厂家零售：当月累计值 | 2038205   | 1754587   | 1895822   | 1924319   | 1098876   | 16.16% |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

汽车销量方面，25 年 6 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 16.14%及 16.16%，汽车销量维持较高水平。

|          | 2025/7/13 | 2025/7/6  | 2025/6/30 | 2025/6/30 | 2024/7/13 | 环比变化 |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 集装箱吞吐量   | 647.3     | 653       | 667.3     | 667.3     | 618.4     | ↘    |
|          | 2025/7/19 | 2025/7/12 | 2025/6/30 | 2025/6/30 | 2024/7/19 |      |
| CCFI指数   | 1303.54   | 1313.7    | 1369.34   | 1369.34   | 2153.56   | ↘    |
| CICFI指数  | 675.78    | 673.88    | 689.78    | 689.78    | 789.36    | ↗    |
|          | 2025/7/31 | 2025/6/30 | 2025/5/31 | 2025/4/30 | 2025/3/31 |      |
| 韩国前十日出口  | 9.5       | 4.9       | -23.8     | 13.4      | 2.6       | ↗    |
| 韩国前二十日出口 | #N/A      | 8.3       | -2.5      | -5.3      | 4.4       | ---- |
| 韩国出口     | #N/A      | 4.3       | -1.3      | 3.5       | 2.8       | ---- |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

进出口数据方面，上周出口运价走弱，同时韩国 7 月前十日出口数据有所回升。

|        | 2025/7/18 | 2025/7/11 | 2025/6/30 | 2025/6/30 | 2024/7/18 | 环比变化 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 农产品价格  | 112.74    | 113.35    | 112.49    | 112.49    | 117.05    | ↘    |
| 猪肉价格   | 20.66     | 20.6      | 20.28     | 20.28     | 25.04     | ↗    |
| 粮油价格   | 112.44    | 112.48    | 112.57    | 112.57    | 114.66    | ↘    |
| 蔬菜价格   | 4.36      | 4.42      | 4.35      | 4.35      | 4.84      | ↘    |
| 水果价格   | 7.26      | 7.45      | 7.41      | 7.41      | 7.34      | ↘    |
| PTA价格  | 4735      | 4747      | 5024      | 5024      | 5950      | ↘    |
| 涤纶长丝价格 | 6550      | 6670      | 7150      | 7150      | 7990      | ↘    |
| 聚酯切片价格 | 5770      | 5800      | 5905      | 5905      | 7130      | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所下降。其中, 蔬菜水果价格下行, 同时猪肉价格升至 20.66 元。纤维方面价格有所回落。CPI 食品分项有所震荡。

|        | 2025/7/18 | 2025/7/11 | 2025/6/30 | 2025/6/30 | 2024/7/18 | 环比变化 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 煤炭价格   | 642       | 632       | 621       | 621       | 846       | ↗    |
| 石油价格   | 69.28     | 70.36     | 67.61     | 67.61     | 85.11     | ↘    |
| 铜杆价格   | 79450     | 79440     | 80660     | 80660     | 78760     | ↗    |
| 铝价     | 20760     | 20760     | 20720     | 20720     | 19560     | ---- |
| 钢材价格   | 90.83     | 90.53     | 90.09     | 90.09     | 101.88    | ↗    |
| 沥青价格   | 3820      | 3810      | 3815      | 3815      | 3580      | ↗    |
| 水泥价格   | 106.98    | 108.57    | 111.78    | 111.78    | 119.16    | ↘    |
| MDI价格  | 15300     | 14800     | 15300     | 15300     | 17200     | ↗    |
| 浮法玻璃价格 | 1203.3    | 1203.3    | 1200      | 1200      | 1596.2    | ---- |
| 工业品指数  | 3640.04   | 3612.73   | 3523.57   | 3523.57   | 4040.09   | ↗    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上行, 其中煤价、铜价、钢材价格、沥青价格及 MDI 价格回升, 油价及水泥价格则有所回落。

|          | 本周涨跌幅  | 本月涨跌幅  | 今年以来涨跌幅  |
|----------|--------|--------|----------|
| ICE布油    | -1.61  | 3.64   | -7.25    |
| COMEX黄金  | -0.25  | 2.07   | 27.05    |
| LME铝     | 1.34   | 1.66   | 3.39     |
| LME铜     | 1.39   | -0.85  | 11.71    |
| CBOT玉米   | 3.82   | 4.01   | -6.65    |
| CBOT大豆   | 2.76   | 1.00   | 2.42     |
|          | 本周涨跌BP | 本月涨跌BP | 今年以来涨跌BP |
| 美元指数     | 58.69  | 168.77 | 1002.92  |
| 美元兑离岸人民币 | 74.00  | 235.00 | 1541.00  |
| 美元兑日元    | 141.10 | 482.15 | -844.85  |

|          | 2025/7/18 | 2025/7/13 | 2025/6/30 | 2025/1/1 |
|----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| ICE布油    | 69.23     | 70.63     | 66.63     | 74.83    |
| COMEX黄金  | 3355.5    | 3370.3    | 3315      | 2639.3   |
|          | 2025/7/18 | 2025/7/13 | 2025/6/30 | 2025/1/1 |
| 美元指数     | 98.46     | 97.8731   | 96.7723   | 108.4892 |
| 美元兑离岸人民币 | 7.181     | 7.1736    | 7.1575    | 7.3351   |
| 美元兑日元    | 148.826   | 147.415   | 144.0045  | 157.2745 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格有所分化，其中玉米涨幅最大，石油跌幅最大。ICE 布油收于 69.23 美元，跌 1.61%，COMEX 黄金收于 3355.5 美元，跌 0.25%。

上周美元指数上行 58.69BP，特朗普表示暂不考虑解雇鲍威尔使得美元信用有所回暖，美元指数上行。在此背景下人民币上周贬值 74 个基点，日元贬值 141.1 个基点。

三、 市场表现回顾

a) 基金市场

| 基金发行情况 | 类型       | 债券型基金  | 主动债券型 | 偏债混合型基金 | 股票型基金  | 主动股票 | 偏股混合型基金 | 灵活配置型基金 | 平衡混合型基金 | FOF基金 | 总计     |
|--------|----------|--------|-------|---------|--------|------|---------|---------|---------|-------|--------|
| 上周     | 数量       | 3      | 3     | 1       | 20     | 1    | 5       | 0       | 1       | 1     | 31     |
|        | 发行规模(亿元) | 55.81  | 55.81 | 7.23    | 71.81  | 2.43 | 46.77   | 0.00    | 0.00    | 0.22  | 181.85 |
| 上上周    | 数量       | 14     | 4     | 0       | 13     | 0    | 5       | 0       | 0       | 2     | 34     |
|        | 发行规模(亿元) | 203.65 | 2.47  | 0.00    | 30.41  | 0.00 | 2.47    | 0.00    | 0.00    | 2.57  | 239.09 |
| 本月以来   | 数量       | 18     | 8     | 1       | 39     | 1    | 12      | 1       | 1       | 4     | 76     |
|        | 发行规模(亿元) | 261.61 | 60.43 | 7.23    | 115.88 | 2.43 | 50.04   | 0.78    | 0.00    | 2.89  | 438.43 |
| 基金申报情况 |          |        |       |         |        |      |         |         |         |       |        |
|        | 普通混合     | 股票型    | 股票指数  | ETF     | 联接     | 定开债  | 中短债     | 债券指数    | 其他债券    | FOF   | 总计     |
| 上周     | 4        | 0      | 8     | 4       | 1      | 0    | 0       | 0       | 6       | 3     | 26     |
| 上上周    | 5        | 1      | 4     | 16      | 6      | 0    | 0       | 1       | 1       | 5     | 39     |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 26 支，其中普通混合型基金 4 支，债券类基金（6 支）少于股票类基金（13 支），FOF 基金申报 3 支。发行一边，上周基金共计发行 181.85 亿，其中股票型基金发行规模有所回升。

b) 股票市场

|           | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 上证50      | 0.28    | 1.94    | 2.97    |
| 沪深300     | 1.09    | 3.11    | 3.14    |
| 中证500     | 1.20    | 3.11    | 6.53    |
| 科创50      | 1.32    | 0.41    | 1.38    |
| 万得全A      | 1.40    | 3.47    | 9.51    |
| 中小板指      | 2.26    | 3.98    | 6.36    |
| 偏股混合型基金指数 | 3.06    | 4.27    | 12.46   |
| 创业板指      | 3.17    | 5.77    | 6.33    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

A 股表现来看，上周主要板块有所上行，其中上证 50 涨 0.28%，涨幅最小；创业板涨 3.17%，涨幅最大。美国批准 AI 芯片对华出口使得市场情绪回升，在此背景下 A 股有所上行。偏股基金指数涨 3.06%。

|        | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|--------|---------|---------|---------|
| 低市净率指数 | -0.81   | 3.36    | 9.19    |
| 低市盈率指数 | -0.53   | 2.48    | 8.31    |
| 大盘指数   | 1.17    | 3.16    | 3.15    |
| 小盘指数   | 1.85    | 3.35    | 9.89    |
| 高市盈率指数 | 2.17    | 2.02    | 6.70    |
| 茅指数    | 2.29    | 4.13    | 5.23    |
| 绩优股指数  | 2.54    | 4.10    | 3.23    |
| 高市净率指数 | 4.09    | 4.32    | 8.16    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

A 股各风格指数中, 高 PB 指数涨 4.09%, 表现最好; 低 PB 指数跌 0.81%, 表现最差。市场风格小盘成长占优。

|      | 上周以来涨跌幅 |      | 本月以来涨跌幅 |      | 今年以来涨跌幅 |
|------|---------|------|---------|------|---------|
| 传媒   | -2.24   | 煤炭   | -0.70   | 煤炭   | -12.90  |
| 房地产  | -2.17   | 美容护理 | -0.18   | 食品饮料 | -5.78   |
| 公用事业 | -1.37   | 国防军工 | 0.20    | 房地产  | -3.58   |
| 非银金融 | -1.24   | 交通运输 | 0.32    | 石油石化 | -1.86   |
| 银行   | -1.03   | 传媒   | 0.39    | 商贸零售 | -1.51   |
| 国防军工 | 2.26    | 建筑材料 | 6.71    | 传媒   | 13.55   |
| 机械设备 | 2.91    | 通信   | 7.70    | 银行   | 15.39   |
| 汽车   | 3.28    | 医药生物 | 8.60    | 医药生物 | 16.59   |
| 医药生物 | 4.00    | 综合   | 9.01    | 通信   | 17.82   |
| 通信   | 7.56    | 钢铁   | 9.54    | 有色金属 | 22.61   |

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 19 个上涨, 12 个下跌。其中, 美国批准 AI 芯片对华出口使得通信行业情绪大幅上行, 上涨 7.56%, 涨幅最大。此外, 市场风险偏好回升背景下成长板块均表现较好, 其中医药生物、汽车、机械设备及国防军工分别涨 4.00%至 2.26%不等, 涨幅居前。另一方面, 国内 2 季度经济数据中地产及消费数据表现不佳, 在此背景下房地产、非银金融及银行分别跌 2.17%、1.24%及 1.03%, 跌幅居前。

|        | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|--------|---------|---------|---------|
| 恒生指数   | 2.84    | 3.13    | 23.76   |
| 恒生科技指数 | 5.53    | 4.45    | 23.96   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

港股方面, 恒生指数涨 2.84%, 恒生科技指数涨 5.53%。A 股风险偏好回升背景下港股有所上行。

|         | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|---------|---------|---------|---------|
| 标普小盘600 | -0.85   | 2.33    | -3.08   |
| 道琼斯工业指数 | -0.07   | 0.56    | 4.23    |
| 标普中盘400 | -0.03   | 2.21    | 1.62    |
| 标普500   | 0.59    | 1.48    | 7.06    |
| 纳斯达克指数  | 1.51    | 2.58    | 8.21    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

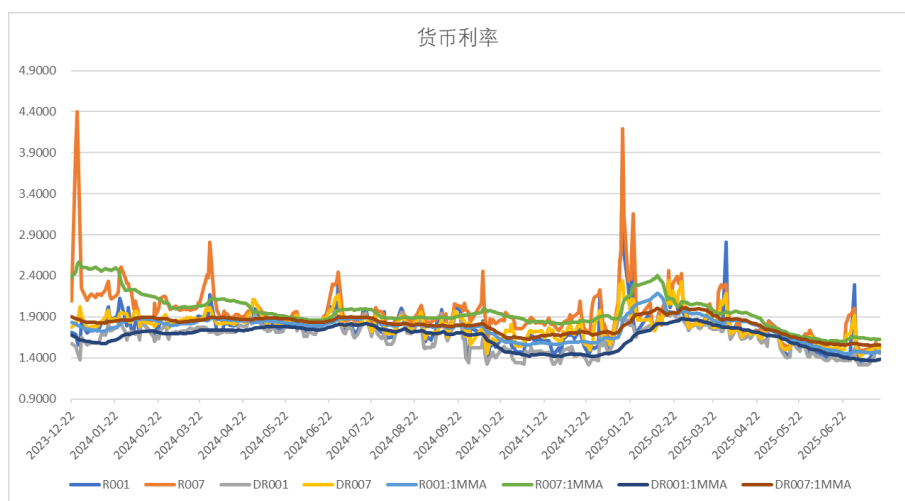
美股方面上周有所分化，其中，小盘 600 指数跌 0.85%，表现最差；纳斯达克指数涨 1.51%，表现最好。一方面，美国政府许可 AI 芯片对华出口使得科技板块情绪回升；另一方面美国通胀数据高于预期对后续降息空间形成压制，在此背景下美股表现有所分化。需要注意的是，随着美国政策再次通过关税手段进行新一轮贸易战，全球经济均会面临一定影响，关注美国高利率背景下能否实现经济软着陆。

|            | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|------------|---------|---------|---------|
| 印度SENSEX30 | -0.90   | -2.21   | 4.68    |
| 法国CAC40    | -0.08   | 2.04    | 5.99    |
| 德国DAX      | 0.14    | 1.59    | 22.00   |
| 韩国综合指数     | 0.39    | 3.79    | 32.86   |
| 英国富时100    | 0.57    | 2.64    | 10.02   |
| 日经225      | 0.63    | -1.65   | -0.19   |
| 胡志明指数      | 2.71    | 8.81    | 18.20   |
| 台湾加权指数     | 2.78    | 5.06    | 1.51    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

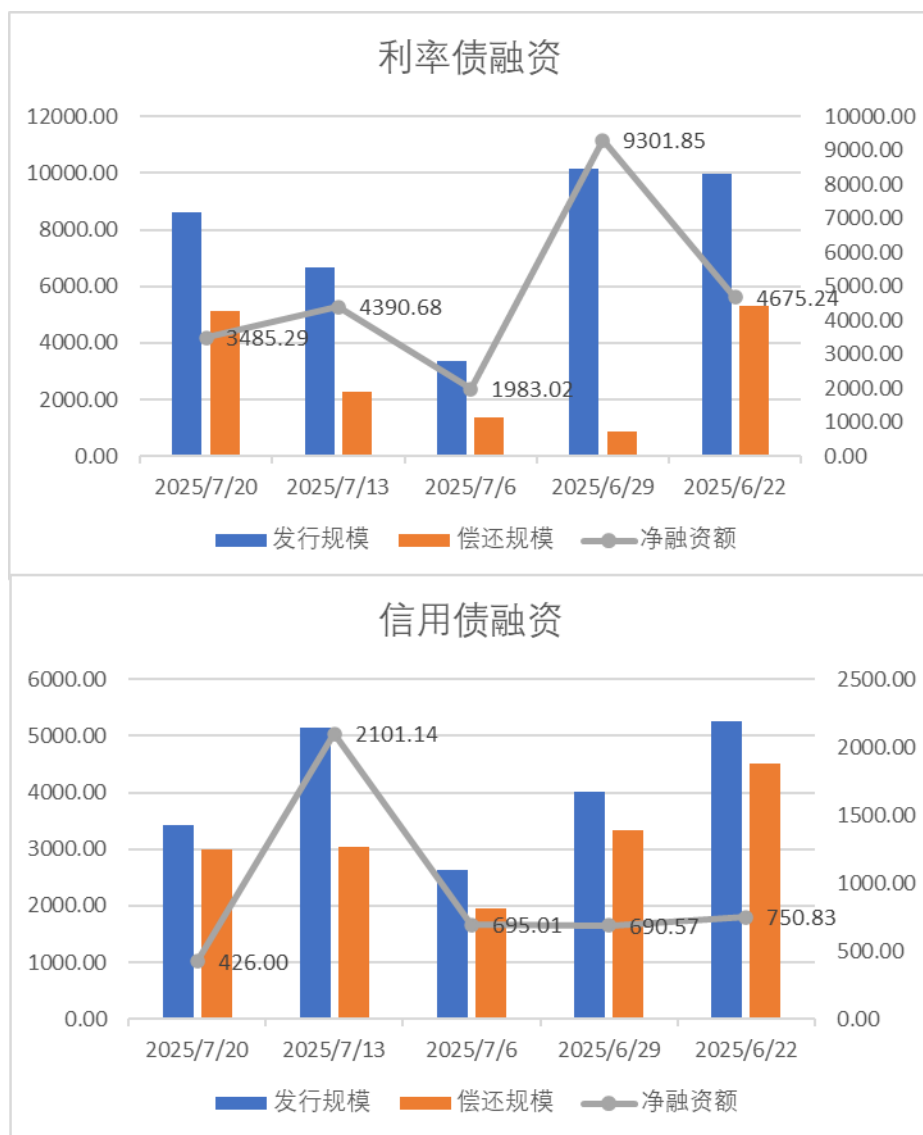
其他海外市场方面，印度市场跌 0.90%，表现最差；台湾市场涨 2.78%，表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

#### a) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

上周货币市场利率有所上行, DR001 一月均值升至 1.38, 资金面较上上周更为紧张。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

债券融资方面, 上周利率债净融资额 3485.29 亿, 维持大额净发行; 信用债净融资额 426 亿, 较此前有所回落。上周债券净发行量有所下降。

| 收益率    |      |      |      |      | 期限利差   |       |       |        | 信用利差   |       |        |        |
|--------|------|------|------|------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|        | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 10Y  |        | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |        | 1Y    | 3Y     | 5Y     |
| 国债     | 1.35 | 1.40 | 1.53 | 1.67 | 国债     | 5.53  | 12.13 | 13.96  | 国债     | -     | -      | -      |
| 国开债    | 1.48 | 1.60 | 1.60 | 1.72 | 国开债    | 12.11 | 0.44  | 11.27  | 国开债    | -     | -      | -      |
| AAA信用债 | 1.60 | 1.72 | 1.82 | -    | AAA信用债 | 12.35 | 10.14 | -      | AAA信用债 | 11.65 | 11.89  | 21.59  |
| AA+信用债 | 1.65 | 1.77 | 1.87 | -    | AA+信用债 | 12.35 | 10.14 | -      | AA+信用债 | 16.65 | 16.89  | 26.59  |
| AA信用债  | 1.72 | 1.90 | 2.18 | -    | AA信用债  | 18.35 | 28.14 | -      | AA信用债  | 23.65 | 29.89  | 57.59  |
| AA-信用债 | 2.19 | 2.73 | 3.12 | -    | AA-信用债 | 54.35 | 39.14 | -      | AA-信用债 | 70.65 | 112.89 | 151.59 |

| 上周以来利率变动 |    |    |    |     | 本月以来利率变动 |     |     |     |     | 今年以来利率变动 |     |     |     |     |
|----------|----|----|----|-----|----------|-----|-----|-----|-----|----------|-----|-----|-----|-----|
|          | 1Y | 3Y | 5Y | 10Y |          | 1Y  | 3Y  | 5Y  | 10Y |          | 1Y  | 3Y  | 5Y  | 10Y |
| 国债       | -2 | -1 | 0  | 0   | 国债       | -1  | 0   | 1   | 2   | 国债       | 26  | 22  | 11  | -1  |
| 国开债      | -2 | 0  | -1 | 0   | 国开债      | -1  | 2   | 3   | 3   | 国开债      | 28  | 17  | 14  | -1  |
| AAA信用债   | -3 | -4 | -3 | -   | AAA信用债   | -9  | -10 | -9  | -   | AAA信用债   | -9  | -3  | -5  | -   |
| AA+信用债   | -3 | -4 | -3 | -   | AA+信用债   | -10 | -11 | -13 | -   | AA+信用债   | -14 | -13 | -17 | -   |
| AA信用债    | -3 | -3 | -4 | -   | AA信用债    | -7  | -10 | -16 | -   | AA信用债    | -16 | -16 | -11 | -   |
| AA-信用债   | -3 | -3 | -5 | -   | AA-信用债   | -8  | -12 | -18 | -   | AA-信用债   | -52 | -37 | -29 | -   |

| 收益率分位数 |      |      |      |      | 期限利差分位数 |       |       |        | 信用利差分位数 |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|---------|-------|-------|--------|---------|------|------|------|
|        | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 10Y  |         | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |         | 1Y   | 3Y   | 5Y   |
| 国债     | 0.05 | 0.05 | 0.06 | 0.06 | 国债      | 0.08  | 0.24  | 0.21   | 国债      | -    | -    | -    |
| 国开债    | 0.04 | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 国开债     | 0.16  | 0.08  | 0.09   | 国开债     | -    | -    | -    |
| AAA信用债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -    | AAA信用债  | 0.16  | 0.10  | -      | AAA信用债  | 0.00 | 0.00 | 0.03 |
| AA+信用债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -    | AA+信用债  | 0.12  | 0.07  | -      | AA+信用债  | 0.00 | 0.00 | 0.01 |
| AA信用债  | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -    | AA信用债   | 0.12  | 0.33  | -      | AA信用债   | 0.00 | 0.01 | 0.08 |
| AA-信用债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -    | AA-信用债  | 0.36  | 0.44  | -      | AA-信用债  | 0.00 | 0.02 | 0.03 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年7月18日. 分位数为过去5年分位数。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债有所下行，其中5YAA-下行5BP，下行幅度最大。同时利率债短端下行大于长端，1Y国债及国开债下行2BP，下行幅度最大。一方面，资金面维持宽松叠加6月内需数据表现不佳使得利率继续下行，同时低利率环境下各类券种利差有所压缩。往后看，虽然美国关税政策对国内出口形成一定压制，但国内财政政策发力也有望带动社融企稳回升，后续债市走势仍取决于国内信用扩张情况。

| 上周以来期限利差变动 |       |       |        | 本月以来期限利差变动 |       |       |        | 今年以来期限利差变动 |       |       |        |
|------------|-------|-------|--------|------------|-------|-------|--------|------------|-------|-------|--------|
|            | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |            | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |            | 3Y-1Y | 5Y-3Y | 10Y-5Y |
| 国债         | 1     | 1     | 0      | 国债         | 1     | 1     | 1      | 国债         | -5    | -11   | -12    |
| 国开债        | 2     | -1    | 1      | 国开债        | 3     | 1     | 0      | 国开债        | -10   | -3    | -15    |
| AAA信用债     | -1    | 1     | -      | AAA信用债     | -1    | 1     | -      | AAA信用债     | 6     | -2    | -      |
| AA+信用债     | -1    | 1     | -      | AA+信用债     | -1    | -2    | -      | AA+信用债     | 1     | -4    | -      |
| AA信用债      | 0     | -1    | -      | AA信用债      | -4    | -5    | -      | AA信用债      | 0     | 6     | -      |
| AA-信用债     | 0     | -2    | -      | AA-信用债     | -4    | -6    | -      | AA-信用债     | 15    | 8     | -      |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2025年7月18日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差大体震荡，30年国债利率升至1.89，大部分券种期限利差维持较低分位数区间。

| 上周以来信用利差变动 |    |    |    | 本月以来信用利差变动 |    |     |     | 今年以来信用利差变动 |     |     |     |
|------------|----|----|----|------------|----|-----|-----|------------|-----|-----|-----|
|            | 1Y | 3Y | 5Y |            | 1Y | 3Y  | 5Y  |            | 1Y  | 3Y  | 5Y  |
| AAA信用债     | -1 | -4 | -2 | AAA信用债     | -8 | -12 | -12 | AAA信用债     | -36 | -20 | -19 |
| AA+信用债     | -1 | -4 | -2 | AA+信用债     | -9 | -13 | -16 | AA+信用债     | -42 | -30 | -31 |
| AA信用债      | -1 | -3 | -3 | AA信用债      | -5 | -12 | -19 | AA信用债      | -43 | -33 | -25 |
| AA-信用债     | -1 | -3 | -4 | AA-信用债     | -7 | -14 | -21 | AA-信用债     | -80 | -54 | -43 |

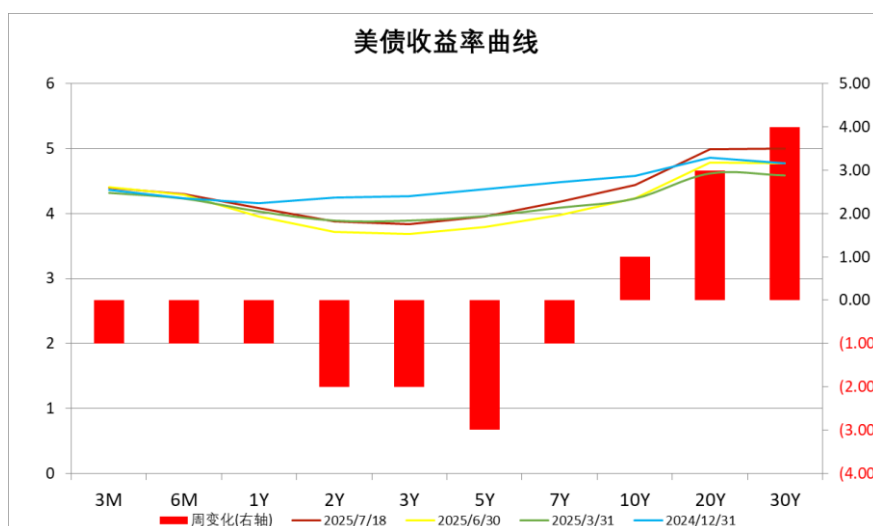
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日. 信用利差为信用债与相同  
期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周信用债下行幅度更大使得利差收窄。历史来看，信用债  
利差分位数维持历史极低区间。

| 最新收益率 |        |        |        |       |        |
|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 类型    | 1M     | 3M     | 6M     | 9M    | 1Y     |
| 总体    | 1.56   | 1.59   | 1.64   | --    | --     |
| 国有银行  | 1.53   | 1.53   | 1.59   | 1.61  | 1.61   |
| 股份银行  | 1.52   | 1.54   | 1.60   | 1.62  | 1.63   |
| 城商行   | 1.58   | 1.58   | 1.64   | 1.67  | 1.70   |
| 农商行   | 1.56   | 1.57   | 1.63   | 1.66  | 1.67   |
|       |        |        |        |       |        |
| 一周变化  |        |        |        |       |        |
| 类型    | 1M     | 3M     | 6M     | 9M    | 1Y     |
| 总体    | 2      | 2      | 0      | --    | --     |
| 国有银行  | 3      | 1      | 4      | 0     | 0      |
| 股份银行  | 2      | 0      | 5      | 0     | 0      |
| 城商行   | 0      | 0      | 0      | -1    | -1     |
| 农商行   | 0      | -7     | -1     | 1     | -2     |
|       |        |        |        |       |        |
| 发行规模  |        |        |        |       |        |
| 类型    | 1M     | 3M     | 6M     | 9M    | 1Y     |
| 总计    | 1008.9 | 1158.3 | 1860.9 | 627.9 | 4738.1 |
| 国有银行  | 138    | 2      | 397    | 234   | 2676   |
| 股份银行  | 472    | 491    | 172    | 50    | 968    |
| 城商行   | 368    | 604    | 948    | 136   | 996    |
| 农商行   | 32     | 60     | 344    | 208   | 98     |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

同业存单方面，上周发行利率有所下行，其中发行规模最多的 1Y 国有银行  
维持不变，为 1.61%；1Y 城商行下行 1BP，为 1.70%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

美债方面，上周利率有所震荡下行，其中 5Y 下行 3BP，下行幅度最大。一方面，美国 6 月通胀数据上行推升美债利率，但是随着特朗普表示不会解雇鲍威尔以及美联储官员发表鸽派言论，美债利率又有所下行。同时，随着关税政策大面积落地，后续关注国际政治环境扰动下美国经济能否平稳落地。

#### 四、 资产配置观点

##### 4.1.1 国内基本面数据分化，美国通胀有所走强

上周，国内公布 6 月进出口、金融及二季度经济数据，其中虽然 6 月出口金额由 5 月的 4.7%回升至 5.9%，但二季度实际 GDP 由 1 季度的 5.4%下滑至 5.2%，显示全球贸易冲突大背景下国内经济受到了一定的影响。此外，6 月消费及地产数据均表现不佳，虽然社融同比 5 月的 8.7%回升至 8.9%，但地产投资大幅下滑至 -11.2%，社零也由 6.4%下滑至 4.8%，种种迹象皆表明 3 季度经济可能会出现进一步的回落。往后看，随着关税暂停到期，贸易冲突出现了一定的反复，中长期维度来看逆全球化仍将继续。内需方面，进一步降息可能需要等待 9 月美联储 FOMC 会议，因此需要财政进一步发力带动居民信心回升及经济企稳。不过这一过程需要一定时间，期间宏观数据仍会面临一定波动。海外方面，美国发布 6 月通胀数据，其中 CPI 由 5 月的 2.4%回升至 2.7%，显示加征关税对美国国内物价造成了一定程度的影响，后续通胀可能存在较强韧性。贸易冲突方面，美国上周宣布药品关税可能将于月底推出，芯片关税时间表和药品类似，后续关注实际落地情况。降息预期方面，美联储理事沃勒呼吁 7 月进行降息，市场降息预期小幅回升，7 月降息的预期由 5%上升至 6%。

| 指标(2025/06/30) | 预测值      | 实际值      |      | 2025/5/31 |
|----------------|----------|----------|------|-----------|
| PMI            | 49.3     | 49.7     | ↗    | 49.50     |
| 工业增加值:当月同比     | 5.49     | 6.8      | ↗    | 5.80      |
| GDP:当季同比       | 5.17     | 5.2      | ↗    | ----      |
| 固定资产投资:累计同比    | 3.73     | 2.8      | ↘    | 3.70      |
| 制造业投资:累计同比     | 8.35     | 7.5      | ↘    | 8.50      |
| 基建投资:累计同比      | 8.84     | 8.9      | ↗    | 10.42     |
| 地产投资:累计同比      | -11.09   | -11.2    | ↘    | -10.70    |
| 社会消费品零售总额:当月同比 | 5.56     | 4.8      | ↘    | 6.40      |
| 出口金额:当月同比      | 3.21     | 5.9      | ↗    | 4.70      |
| 进口金额:当月同比      | 0.18     | 1.1      | ↗    | -3.40     |
| 社会融资规模:当月值     | 37051    | 41993    | ↗    | 22,870.00 |
| 社融规模:同比        | 8.81     | 8.9      | ↗    | 8.70      |
| 人民币贷款:当月值      | 18447.29 | 22400    | ↗    | 6,200.00  |
| 人民币贷款:同比       | 6.98     | 7        | ↗    | 7.00      |
| M1:同比          | 2.7      | 4.6      | ↗    | 2.30      |
| M2:同比          | 8.08     | 8.3      | ↗    | 7.90      |
| CPI:当月同比       | -0.03    | 0.1      | ↗    | -0.10     |
| PPI:当月同比       | -3.21    | -3.6     | ↘    | -3.30     |
| 1年存款利率(央行)     | ----     | 1.5      | ---- | 1.50      |
| 1年贷款利率(央行)     | ----     | 4.35     | ---- | 4.35      |
| 美元兑人民币汇率       | 7.16     | 7.181405 | ↗    | 7.21      |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

| 美国经济指标    | 2025-07 | 2025-06 | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2025-01 | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 趋势   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|
| 实际GDP(同比) | ----    | ----    | ----    | ----    | -0.50   | ----    | ----    | 2.40    | ----    | ----    | 3.10    | ↘    |
| PMI       | ----    | 49.00   | 48.50   | 48.70   | 49.00   | 50.30   | 50.90   | 49.30   | 48.40   | 46.50   | 47.20   | 震荡下行 |
| 消费者信心     | 61.80   | 60.70   | 52.20   | 52.20   | 57.00   | 64.70   | 71.70   | 74.00   | 71.80   | 70.50   | 70.10   | 震荡   |
| 零售        | ----    | 3.71    | 3.16    | 5.19    | 4.76    | -0.14   | 5.07    | 4.66    | 4.03    | 4.84    | 0.25    | 震荡下行 |
| 房地产       | 33.00   | 32.00   | 34.00   | 40.00   | 39.00   | 42.00   | 47.00   | 46.00   | 46.00   | 43.00   | 41.00   | 震荡下行 |
| 耐用品订单     | ----    | ----    | 16.37   | -6.64   | 7.56    | 0.96    | 0.22    | 0.77    | -1.68   | 0.27    | 0.88    | ↗    |
| CPI       | ----    | 2.70    | 2.40    | 2.30    | 2.40    | 2.80    | 3.00    | 2.90    | 2.70    | 2.60    | 2.40    | 拐头向上 |
| 核心CPI     | ----    | 2.90    | 2.80    | 2.80    | 2.80    | 3.10    | 3.30    | 3.20    | 3.30    | 3.30    | 3.30    | 震荡下行 |
| PCE       | ----    | ----    | 2.34    | 2.20    | 2.34    | 2.68    | 2.56    | 2.60    | 2.46    | 2.34    | 2.10    | 震荡下行 |
| 核心PCE     | ----    | ----    | 2.68    | 2.58    | 2.70    | 2.95    | 2.71    | 2.86    | 2.83    | 2.82    | 2.66    | 震荡下行 |
| 非农就业      | ----    | 147.00  | 144.00  | 158.00  | 120.00  | 102.00  | 111.00  | 323.00  | 261.00  | 44.00   | 240.00  | 震荡下行 |
| 失业率       | ----    | 4.10    | 4.20    | 4.20    | 4.20    | 4.10    | 4.00    | 4.10    | 4.20    | 4.10    | 4.10    | ---- |
| 职位空缺率     | ----    | ----    | 4.60    | 4.40    | 4.30    | 4.50    | 4.70    | 4.50    | 4.80    | 4.60    | 4.30    | 震荡   |
| 时薪增速      | ----    | 0.22    | 0.39    | 0.17    | 0.33    | 0.20    | 0.42    | 0.20    | 0.37    | 0.42    | 0.28    | 震荡下行 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

## 4.2 股票市场观点

### 4.2.1 五年分位数角度，目前 A 股估值处于偏低水平。

近期万得全 A 预测 PE17.76 倍，处于 93%分位水平，股权溢价率 3.18%，处于 65%分位水平。市场估值分位数位于中性区间。

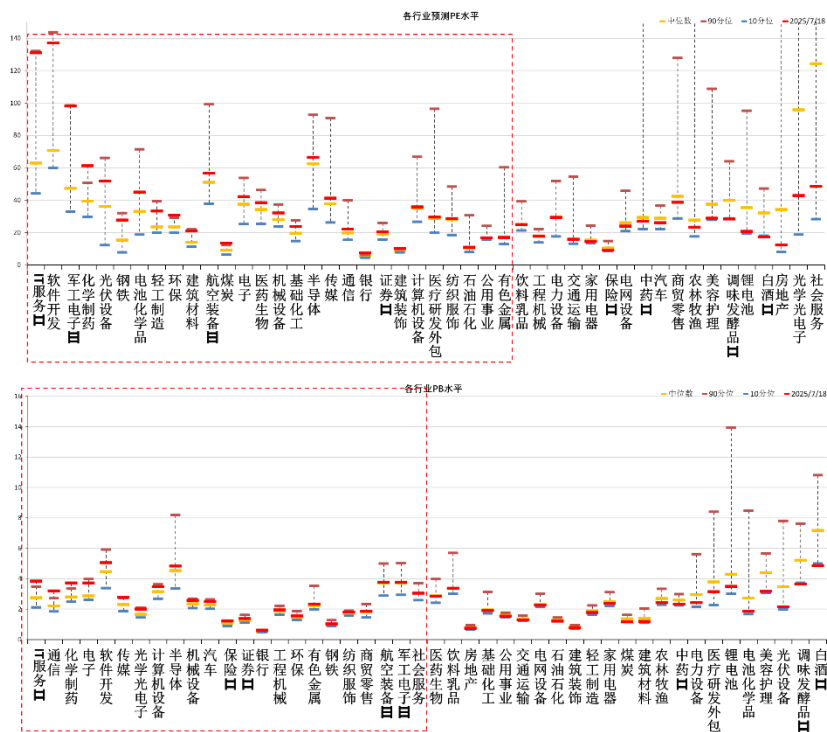
| 指数    | 指标值   |       |      |       | 5年分位数 |      |      |       |
|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|-------|
|       | PE    | 预测PE  | PB   | 股权溢价率 | PE    | 预测PE | PB   | 股权溢价率 |
| 上证50  | 11.40 | 11.20 | 1.26 | 7.05  | 0.81  | 0.88 | 0.54 | 0.43  |
| 沪深300 | 13.39 | 12.48 | 1.41 | 5.75  | 0.74  | 0.84 | 0.55 | 0.57  |
| 中小板指  | 27.70 | 21.76 | 2.95 | 1.89  | 0.55  | 0.60 | 0.38 | 0.61  |
| 创业板指  | 33.89 | 26.34 | 4.24 | 1.23  | 0.40  | 0.57 | 0.36 | 0.81  |
| 中证500 | 29.85 | 23.15 | 1.99 | 1.63  | 0.94  | 0.97 | 0.76 | 0.46  |
| 万得全A  | 20.42 | 17.76 | 1.68 | 3.18  | 0.81  | 0.93 | 0.55 | 0.65  |

| 指数       | 指标值   |      |       | 5年分位数 |      |       |
|----------|-------|------|-------|-------|------|-------|
|          | PE    | PB   | 股权溢价率 | PE    | PB   | 股权溢价率 |
| 恒生指数     | 11.04 | 1.16 | 4.62  | 0.77  | 0.81 | 0.01  |
| 标普500    | 28.16 | 5.26 | -0.89 | 0.72  | 1.00 | 0.05  |
| 纳斯达克指    | 42.98 | 6.86 | -2.11 | 0.64  | 1.00 | 0.09  |
| 德国DAX    | 20.78 | 2.03 | ----  | 0.79  | 1.00 | ----  |
| 法国CAC40  | 16.12 | 1.87 | ----  | 0.57  | 0.60 | ----  |
| 英国富时100  | 19.20 | 1.90 | ----  | 0.76  | 1.00 | ----  |
| 韩国综合指    | 14.58 | 1.07 | ----  | 0.47  | 0.71 | ----  |
| 台湾加权指    | 18.29 | 1.84 | ----  | 0.59  | 0.05 | ----  |
| 日经225    | 19.05 | 1.93 | ----  | 0.52  | 0.64 | ----  |
| 胡志明指数    | 14.18 | 1.75 | ----  | 0.64  | 0.55 | ----  |
| 印度SENSEX | 23.83 | 3.82 | ----  | 0.45  | 0.88 | ----  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日.

分行业看，预测 PE 约 60%行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约 50%行业高于过去 5 年估值中位数，电子、计算机、军工估值相对较高

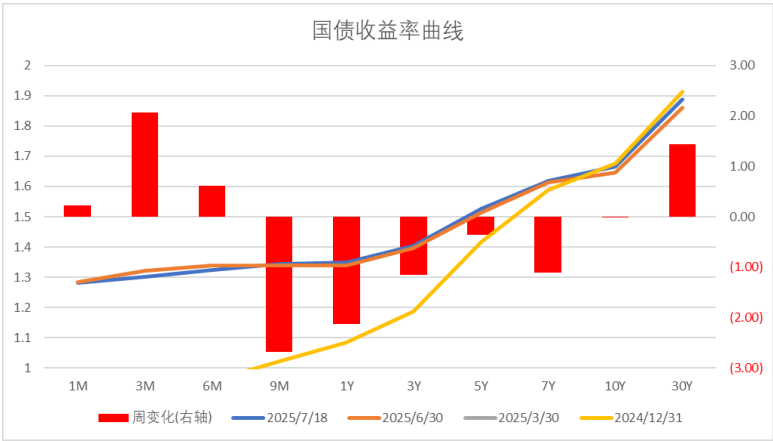


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.3 往后看，配置方向上关注：

- 1、经济总量弹性不大使得债券利率维持历史低位，关注现金流较为稳定的银行、家电等行业。
- 2、贸易战升级利好的自主可控及供应链安全方向。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2025 年 7 月 18 日

中短期看，由于地产政策仍以托底为主，内需大幅企稳回升仍然面临一定的难度；同时全球贸易冲突使得出口也面临一定的压力，在此背景下债券收益率大幅上行的风险不大。另一方面，债券利率进一步下行可能需要等待 9 月份的美联储潜在降息，因此预计未来债市仍会呈现一定的区间震荡。信用策略方面，随着信用利差再次进入极低历史分位数区间，信用下沉的赔率出现了一定程度的下降，久期或转债维度增加弹性的性价比更高。

**风险提示：**本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。