



反内卷定调超预期，分母宽松转入分子景气

——鑫元周观点（2025.06.30-2025.07.06）

一、核心观点

宏观方面，6月PMI数据显示制造业供需持续修复，且需求边际强于供给，扩内需政策的效果或有所体现，生产端维持一定的韧性。中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调规范政府采购和招标投标、规范地方招商引资、治理企业低价无序竞争、推动落后产能有序退出。海外方面，6月ADP就业数据与非农再次背离，尽管ADP意外负增长，6月美国新增非农就业好于预期。但6月新增非农主要由州和地方政府贡献，私人部门仅新增7.4万人，较前月下降较多，结构上难言健康，持续性存疑。“大漂亮”法案在参议院和众议院均得到通过，国会预算办公室（CBO）估计，这可能会让政府预算赤字未来十年内增加3.4万亿美元。美国总统特朗普表示，美政府7月4日起将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知，税率区间为10%至70%，并计划从8月1日起正式实施。

权益市场方面，上周市场的关注点在于大小非农之间的分歧，我们认为其实质是美国经济内部多部门之间不一致性的结果。总体而言，美国的经济数据表明软着陆预期得到进一步的强化。需要关注的是在美国经济软着陆的预期之下，美联储的降息预期已经被充分定价，市场开始从分母驱动进入分子驱动的阶段。中国的反内卷政策定调超预期，对冲外需下行压力，后续需要观察是否有相应的财政措施出台。本周权益策略建议：市场从分母宽松驱动转入分子景气驱动，维持中性仓位。维持哑铃策略：1）稳定类红利资产配置不变（含H股），包括银行、保险、石油石化、公用事业、煤炭、电信运营商；2）上周提到的超跌反弹类机会趋近尾声，止盈是更为重要的；3）如果有短线波段交易的需求，可参与的短线操作品种：高位短线品种：CPO+PCB、军工、固态电池、港股创新药、可控核聚变、稳定币；低位事件驱动品种（需要提前埋伏）：光伏、半导体、地产链。

固收市场方面，上周债市围绕季末资金面、股债跷跷板及中美贸易关系等交易，债市急跌慢涨，债市收益率先上后下，难现趋势性行情，低位震荡态势不改，机构“卷利差”叙事继续。上周初跨季资金超预期紧张，叠加高频数据表现不弱，债市调整加剧，跨季后资金面

如期转松，市场流动性超预期充裕，资金利率下至新低，1Y 国股行下破 1.6%，中短债表现强势，带动下长债收益率偏强震荡，尽管盘中外部因素加大扰动，权益压制作用持续凸显，债市调整风险整体有限，机构持续挖掘非活跃券利差及国债“博边”机会。全周来看，债市整体维持低位震荡局面，其中 30y、10y、1y 国债收益率分别变化 0.2bp、-0.3bp、-1bp 收于 1.85%、1.64%、1.34%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 0.5bp、0.6bp 收于 21bp、31bp。5 月以来基本面的高频数据略有走弱，加上近期央行对资金面呵护态度明显，债市看多情绪有所升温。但债市胜率仍在但赔率不足的情况可能延续，向下突破需要资金利率继续下行、经济预期反馈强化、央行态度进一步转松等催化，逢调整可适当增配，窄幅震荡下适当保持久期，但若收益率靠近前低需注意止盈。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国家统计局公布的数据显示，6 月份，我国制造业、非制造业和综合 PMI 分别为 49.7%、50.5%和 50.7%，比上月上升 0.2、0.2 和 0.3 个百分点，三大指数均有所回升。装备制造业、高技术制造业和消费品行业 PMI 均连续两个月位于扩张区间。

6 月财新中国制造业 PMI 录得 50.4，高于 5 月 2.1 个百分点，与 4 月持平，重回临界点以上。新订单指数反弹至略高于临界点水平。生产指数亦重回扩张区间，创近七个月来新高。

有消息称美方恢复 EDA 软件、乙烷、飞机发动机等产品对华出口。商务部回应表示，中美伦敦经贸会谈后，双方于近期确认了落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的具体细节。目前，双方团队正在加紧落实伦敦框架有关成果。中方依法依规审批符合条件的管制物项出口许可申请。美方也采取相应行动，取消对华采取的一系列限制性措施，有关情况已向中方作了通报。此外，中欧电动汽车谈判的技术部分已经基本完成，只欠临门一脚，关键在于欧方能否展现出相应的政治意愿推动问题的解决。另外，商务部公告，自 7 月 5 日起，对原产于欧盟的进口相关白兰地征收反倾销税，实施期限为 5 年。

中央财经委员会召开第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调，要依法依规治理企业低价无序竞争，规范政府采购和招标投标、招商引资，着力推动内外贸一体化发展，持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系。要加强顶层设计，加大政策支持力度，鼓励引导社会资本积极参与发展海洋经济。

国家医保局就 2025 年医保药品目录调整及相关文件征求意见。此次调整将首次新增商

保创新药目录，主要纳入超出保基本定位、暂时无法纳入基本目录，但创新程度高、临床价值大、患者获益显著的创新药，推荐商业健康保险、医疗互助等多层次医疗保障体系参考使用。

国务院发文复制推广上海自贸区 77 条试点措施，涵盖服务贸易、货物贸易、数字贸易、知识产权保护、政府采购改革、“边境后”管理制度改革、风险防控等 7 个方面。其中，加强数字人民币试点应用场景创新等 34 条措施复制推广至其他自贸区；推进电子支付跨境应用等 43 条措施复制推广至全国。

证监会党委召开扩大会议强调，要持续优化股债融资、并购重组等资本市场机制安排，促进要素向最有潜力的领域高效集聚。牢记我国资本市场中小投资者众多的最大市情，不断完善投资者保护制度体系。深入推进以“两创板”改革为抓手的新一轮全面深化资本市场改革。全力抓好资本市场自主开放重点举措落地。始终把维护市场稳定作为监管工作首要任务，推动健全常态化稳市机制安排，平稳有序防控债券违约、私募基金等领域风险。

（二）海外宏观

当地时间 7 月 4 日，美国总统特朗普签署“大而美”税收和支出法案，使其生效。美国国会众议院 3 日下午以 218 票赞成、214 票反对的表决结果通过了总统特朗普推动的“大而美”法案。美国国内担忧该法案将进一步加剧美国财政赤字与债务风险。“大而美”法案是特朗普 2025 年初重返白宫后推出的标志性立法议程。该法案主要内容包括延长特朗普在其第一个任期内于 2017 年通过的企业和个人减税措施，让小费和加班工资收入免于纳税等，其核心条款是降低企业税。

马斯克严厉批评美国总统特朗普力推的“大而美”税收与支出法案，称其“将摧毁美国数百万个就业岗位，并对美国造成巨大的战略伤害”。针对特斯拉 CEO 马斯克连发数十条帖文抨击“大而美”法案，特朗普表示，马斯克获得的补贴可能比历史上任何人都多，如果没有补贴，马斯克“可能早就回南非了”。而当被问及是否会考虑驱逐马斯克时，特朗普回应称“得考虑一下”。特朗普还称，马斯克因为失去电动车补贴而感到沮丧，但他可能失去的远不止于此。

美国总统特朗普表示，他认为自己不需要延长此前为各国设定的 7 月 9 日最后期限，以促使它们与美国达成协议，从而避免更高的关税。与此同时，特朗普宣布与越南达成贸易协议，越南对美出口商品将被征收 20% 关税，任何转运货物将被征收 40% 的关税。另外，越南已同意取消对进口美国商品的所有税费。

欧盟外交官表示，欧盟谈判代表未能在美欧贸易谈判中取得突破，相关谈判将持续至周末。欧盟谈判代表表示，若无法达成更广泛的贸易协议，他们希望确保美国暂缓加征关税的期限得以延长。据悉，欧盟的第二轮反制措施规模已从最初的 950 亿欧元缩减至 720 亿欧元。欧盟外交官表示，美国威胁可能会对欧盟农产品出口征收 17% 的关税。

美国 6 月非农就业人口增加 14.7 万人，远超预期的 11 万人，4 月和 5 月就业人数合计上修 1.6 万人。失业率意外降至 4.1%，预期为升至 4.3%。美国上周初请失业金人数 23.3 万人，创六周新低。数据公布后，市场放弃对 7 月美联储降息的押注，9 月降息的概率也下滑至 80% 左右。

美国总统特朗普在社交媒体发文表示，“太迟先生”美联储主席鲍威尔和整个委员会都应该为没有降息感到羞耻。特朗普表示，如果他们好好工作，“美国就能节省数万亿美元的利息成本”，“但委员会只是袖手旁观，所以他们也难辞其咎”。特朗普称，美国应该支付 1% 的利率。

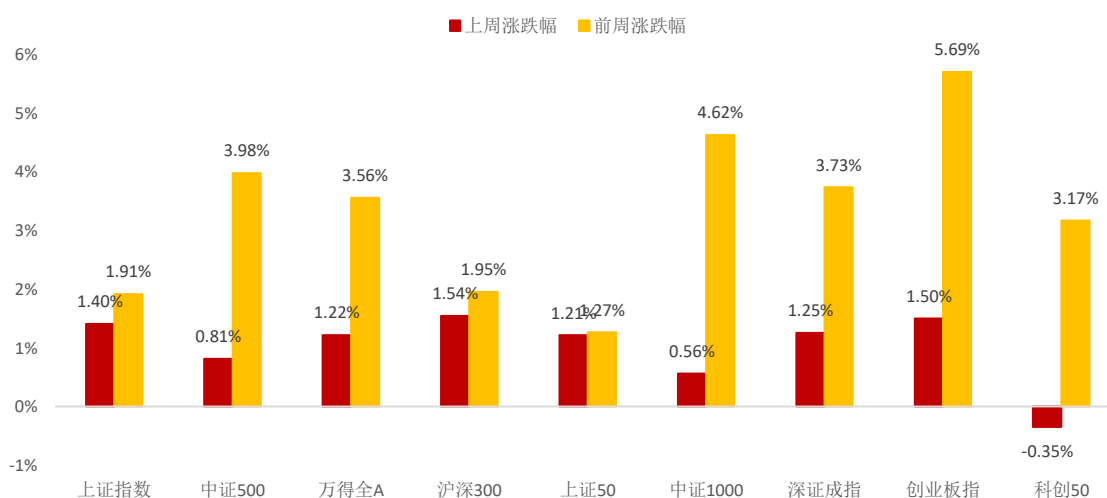
美联储主席鲍威尔表示，如果不是因为美国总统特朗普的关税政策，美联储目前应该会采取更宽松的货币政策。在被问及 7 月份降息的可能性时，鲍威尔称不会排除任何可能性，这将取决于数据。他表示，美联储“绝大多数”成员确实预计今年晚些时候再次降息是合适的。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股宽基指数大部分上涨。截至 7 月 4 日，沪深 300 上涨 1.54%，涨幅居前。从行业板块看，上周**钢铁、建筑建材、银行**领涨，**计算机、非银金融、美容护理**领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2025/7/4	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	15.2	↑ 0.22	45.3	↑ 1.58	76.6%	90.9%	87.8%
深证成指	26.8	↑ 0.30	59.0	↑ 1.44	60.1%	70.3%	59.8%
上证 50	11.3	↑ 0.14	55.4	↑ 1.50	82.7%	85.2%	79.9%
沪深 300	13.2	↑ 0.21	53.0	↑ 4.54	72.7%	78.6%	72.8%
中证 500	28.9	↑ 0.22	47.5	↑ 1.88	59.8%	89.7%	85.8%
中证 1000	38.7	↑ 0.28	50.4	↑ 1.48	50.4%	70.4%	71.4%
创业板指	32.4	↑ 0.47	14.4	↑ 1.28	16.5%	27.9%	31.4%
科创 50	136.3	↓ 0.45	97.4	↓ 0.29	97.4%	97.4%	97.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

	2025/7/4	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	17.5	↑ 0.44	5.51%	↑ 1.43	5.5%	9.3%	12.8%
基础化工(申万)	25.0	↑ 0.22	49.45%	↑ 0.60	49.4%	83.4%	78.5%
钢铁(申万)	35.2	↑ 1.73	78.55%	↑ 4.33	78.5%	100.0%	100.0%
有色金属(申万)	19.6	↑ 0.20	18.37%	↑ 0.92	18.4%	31.0%	42.7%
电子(申万)	52.6	↑ 0.43	68.81%	↑ 1.04	68.8%	86.7%	82.1%
家用电器(申万)	14.1	↑ 0.24	27.79%	↑ 4.36	27.8%	30.6%	30.4%
食品饮料(申万)	20.6	↑ 0.13	16.37%	↑ 0.54	16.4%	7.2%	10.0%
纺织服装(申万)	25.6	↑ 0.34	54.75%	↑ 1.85	54.8%	72.1%	67.9%
轻工制造(申万)	28.2	↑ 0.10	49.33%	↑ 0.34	49.3%	79.3%	71.4%
医药生物(申万)	35.1	↑ 1.22	43.27%	↑ 6.53	43.3%	69.4%	72.0%
公用事业(申万)	18.5	↑ 0.49	27.58%	↑ 6.51	27.6%	27.3%	34.4%
交通运输(申万)	16.2	↓ 0.04	41.57%	↓ 0.35	41.6%	50.5%	63.2%
房地产(申万)	39.7	↑ 0.13	98.23%	↑ 0.19	98.2%	97.0%	95.9%
商贸零售(申万)	37.9	↓ 0.07	81.69%	↓ 0.34	81.7%	94.2%	92.0%
社会服务(申万)	42.3	↑ 0.36	36.78%	↑ 1.25	36.8%	45.1%	24.7%
综合(申万)	42.4	↑ 1.16	39.71%	↑ 4.06	39.7%	51.3%	34.1%
建筑材料(申万)	26.8	↑ 1.00	76.36%	↑ 4.30	76.4%	98.7%	98.2%
建筑装饰(申万)	10.9	↑ 0.07	57.66%	↑ 1.28	57.7%	85.6%	93.7%
电力设备(申万)	30.5	↑ 0.62	26.61%	↑ 1.78	26.6%	44.9%	43.1%
国防军工(申万)	81.1	↑ 1.22	72.26%	↑ 0.55	72.3%	99.3%	99.1%
计算机(申万)	81.9	↓ 0.96	91.93%	↓ 0.86	91.9%	97.1%	96.0%

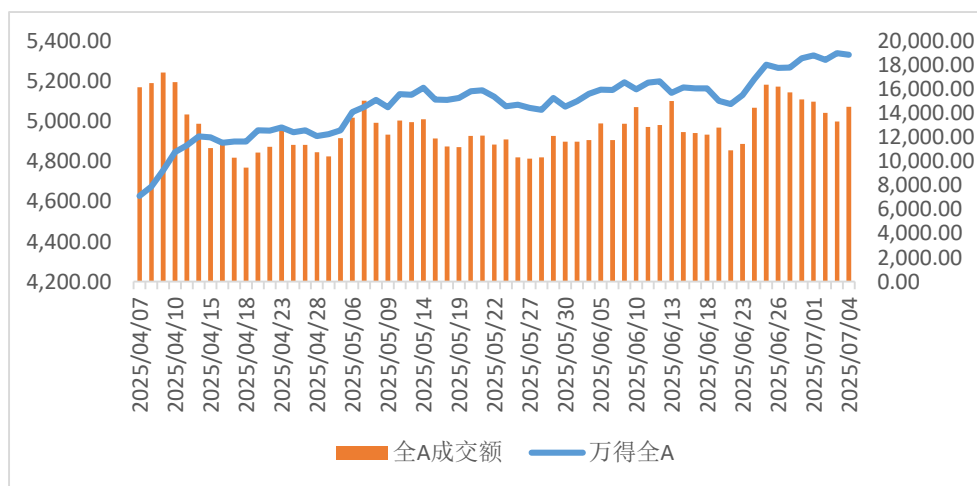
传媒(申万)	42.9	↑	1.18	60.17%	↑	2.50	60.2%	86.7%	84.7%
通信(申万)	32.6	↑	0.01	23.33%	↑	0.03	23.3%	36.9%	49.7%
银行(申万)	7.1	↑	0.27	84.09%	↑	10.10	84.1%	88.4%	88.3%
非银金融(申万)	14.7	↓	0.10	28.31%	↓	1.15	28.3%	35.7%	44.2%
汽车(申万)	26.0	↑	0.05	66.97%	↑	0.31	67.0%	50.8%	32.3%
机械设备(申万)	31.7	↑	0.13	61.06%	↑	0.65	61.1%	84.4%	85.6%
煤炭(申万)	12.8	↑	0.20	66.96%	↑	2.44	67.0%	98.0%	98.0%
石油石化(申万)	16.3	↑	0.07	44.54%	↑	0.71	44.5%	72.8%	78.7%
环保(申万)	24.6	↑	0.18	55.31%	↑	0.76	55.3%	93.4%	98.9%
美容护理(申万)	37.4	↓	0.21	50.33%	↓	1.07	50.3%	46.4%	31.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值和行业指数估值上下不一。当前仍存在宽基指数估值水平在历史 50% 分位数以下，未来存在一定估值提升空间。从行业板块看，上周**银行、医药生物、公用事业**估值上行最多，**非银金融、美容护理、计算机**下行最多。当前**房地产、计算机、银行、商贸零售、钢铁**板块估值处于历史较高水平；**农林牧渔、食品饮料、有色金属、通信、电力设备**板块估值处于历史较低水平。

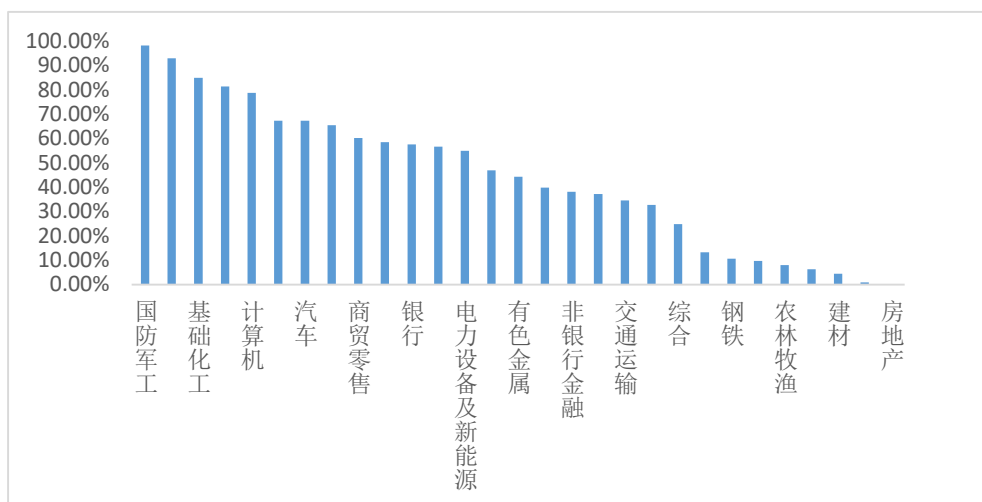
3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



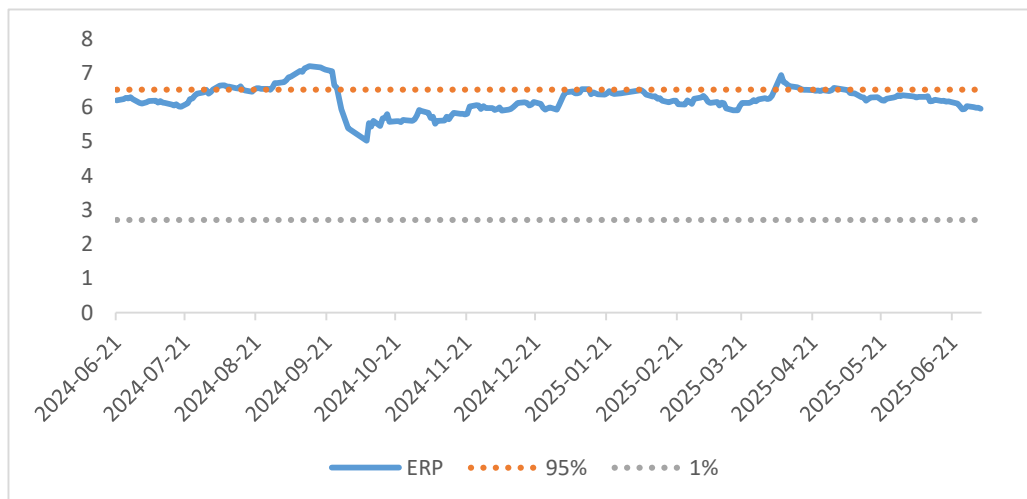
数据来源：Wind

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind

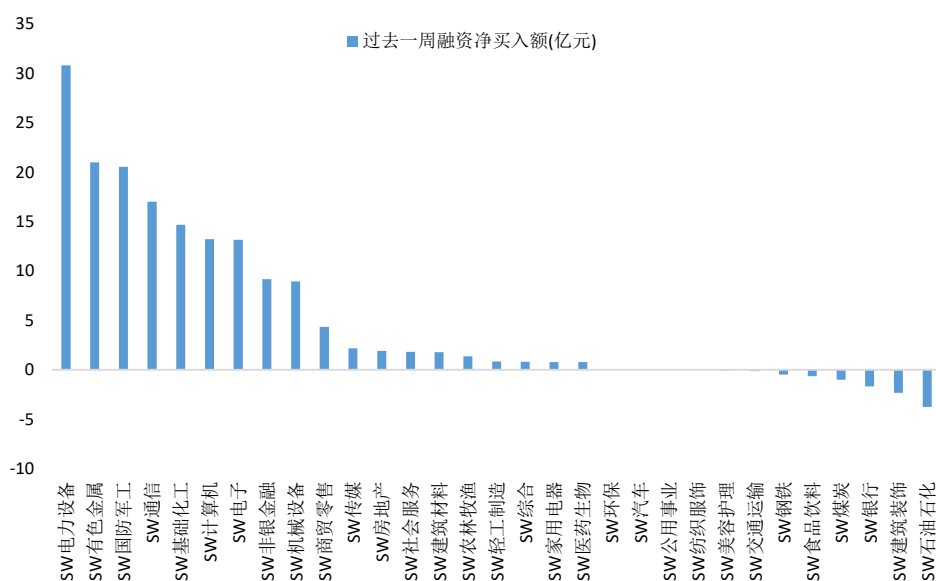
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，国防军工，机械，基础化工的拥挤度较高。

从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.96%，处于历史 76.44% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

4、权益市场资金

7 月 4 日，两融资金占比为 4.13%，6 月 27 日为 9.65%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至 7 月 4 日，上周融资净买入的前三行业为电力设备、有色金属、国防军工。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

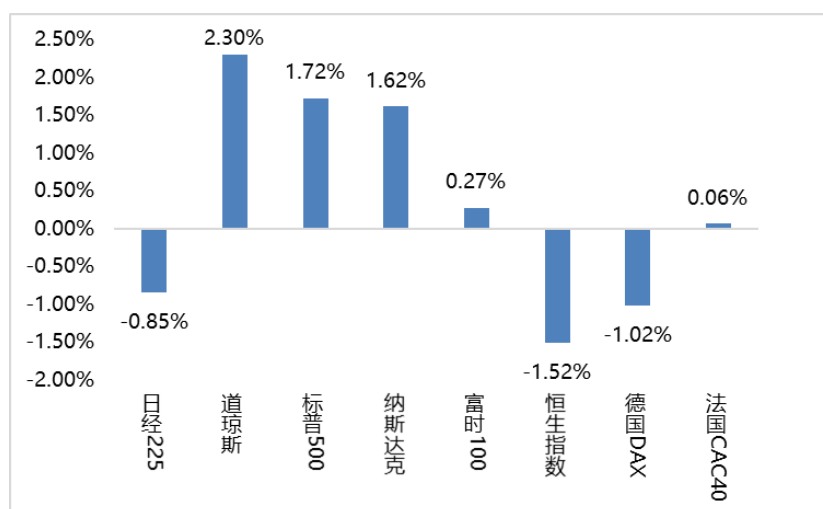


数据来源: Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌分化。美国股市方面，道指上涨 2.30%，标普 500 上涨 1.72%，纳指上涨 1.62%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.27%，德国下跌 1.02%，法国上涨 0.06%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.85%，恒生指数下跌 1.52%。

图：上周海外主要指数涨跌

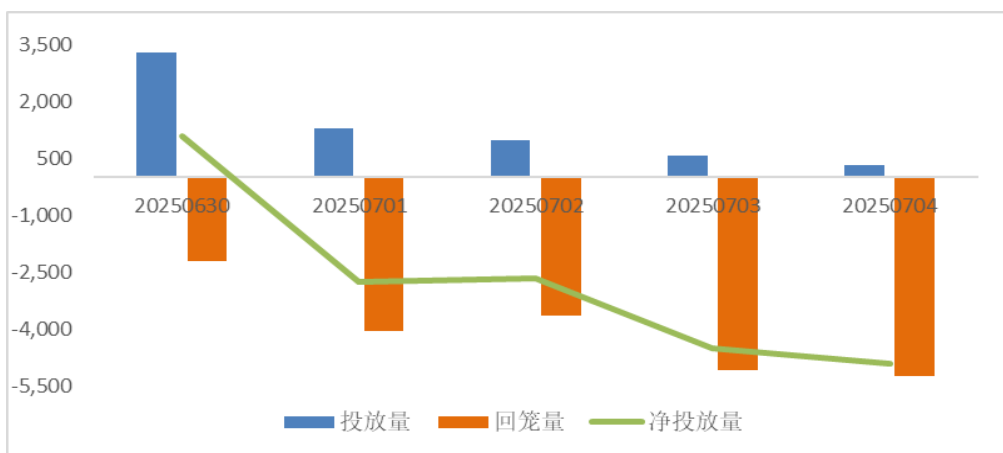


数据来源: Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展 6522 亿元逆回购操作，因有 20275 亿元逆回购到期，整体上实现净回笼 13753 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 0 亿元，地方政府债计划发行 2250 亿元，整体净缴款 2511 亿元。

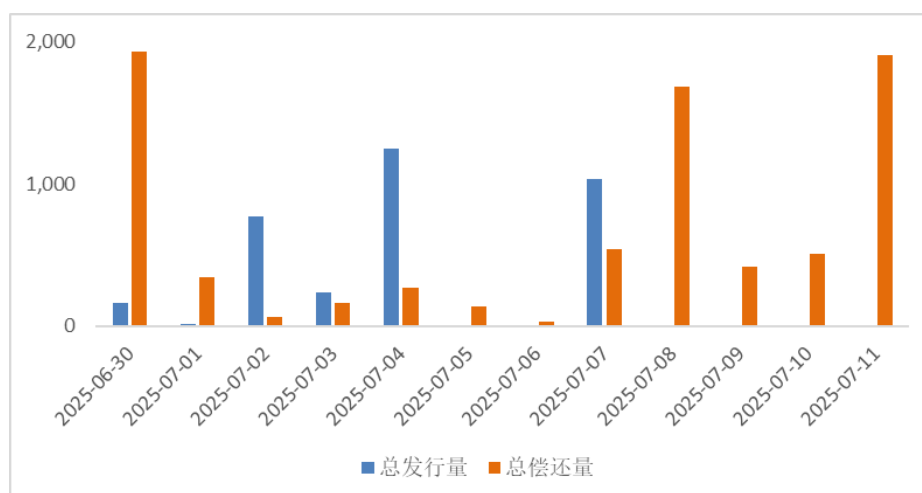
图：7 月 7 日-7 月 11 日政府债发行缴款

单位：亿元

	7 月 7 日		7 月 8 日		7 月 9 日		7 月 10 日		7 月 11 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	549	0	705	0	512	0	254	0	230
到期	0	333.38	0	146.6	0	167.9	1000.7	333.63	0	33.7
缴款	2400	107	0	549	0	705	0	512	0	254
净缴款	2174		402		537		-822		220	

同业存单发行：本周（7 月 7-7 月 11 日）存单到期 5213 亿元，到期规模较前一周的 2767 亿元有所提升。往后看，后续一周存单到期量将继续提升至 7000+亿元。

图：同业存单到期与发行



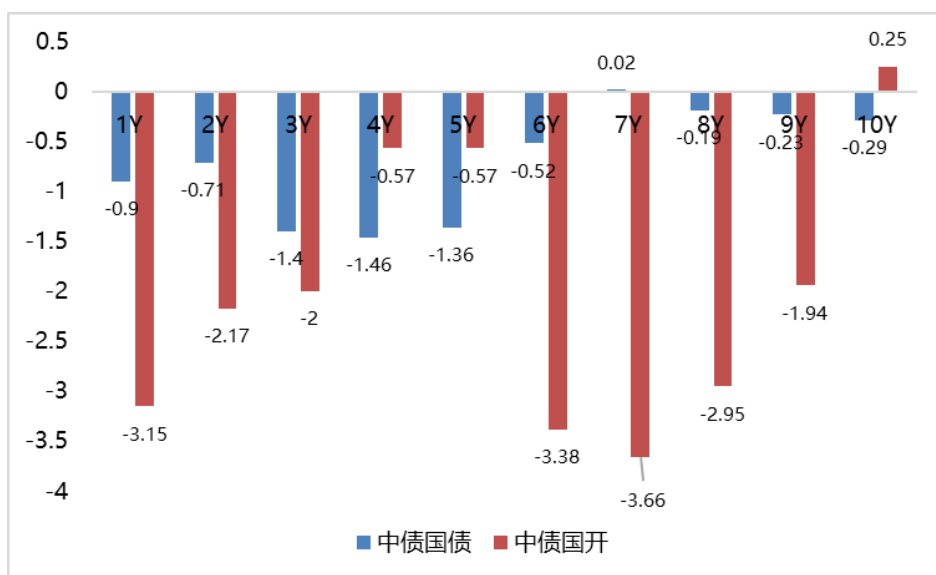
回购市场：尽管央行回笼步调加速，但资金面仍呈季节性转松态势。隔夜资金利率下探至 OMO 利率以下，R001 由上周一（6 月 30 日）的 2.30% 连续下行至上周五的 1.37%，跌破 OMO 利率，且低于跨季前一周 1.44% 的平均水平；DR001 由 1.51% 下行至 1.31%，逐步逼近 1.30% 一线，同样较跨季前一周 1.37% 的资金中枢进一步走低。7 天资金价格也回落至 1.5% 水平以下，R007 由上周一的 2.01% 降至 1.49%，DR007 同样由 1.92% 下行至 1.42%。

全周来看，季初资金面如期转松，不过由于包含 6 月 30 日季末时点，隔夜资金周均值仍较前一周走升，R001 环比上行 14bp，DR001 微升 0.3bp；而 7 天资金利率有所回落，R007、DR007 分别较前一周下行 18、8bp。

票据利率：上周月末月初时点，资金利率呈现涨后回落的走势。上周一为月末 6 月末最后一个交易日，市场交投较为活跃，供需情绪波动起伏，票价震荡上行。上周二至上周四，月初时点，一级市场票源供给尚未起量，卖盘出票以年内票为主，买盘较为偏好跨年一月到期票，供需博弈下，票价走势有所分化，足月到期票价快速下行，其余期限票价则在月初低开后区间震荡。上周五，买盘收口情绪减弱，卖盘出票力量有所补充，票价止跌回调。

（三）债券市场

图：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	4.29	11.38	15.04	15.52
环比	-0.50	0.04	1.07	42.91
年初以来	-16.69	0.31	-0.48	-14.88
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	25.66	15.34	18.47	47.42
2016 年以来分位数	4.96%	24.18%	32.63%	18.21%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2025 年 7 月 4 日）

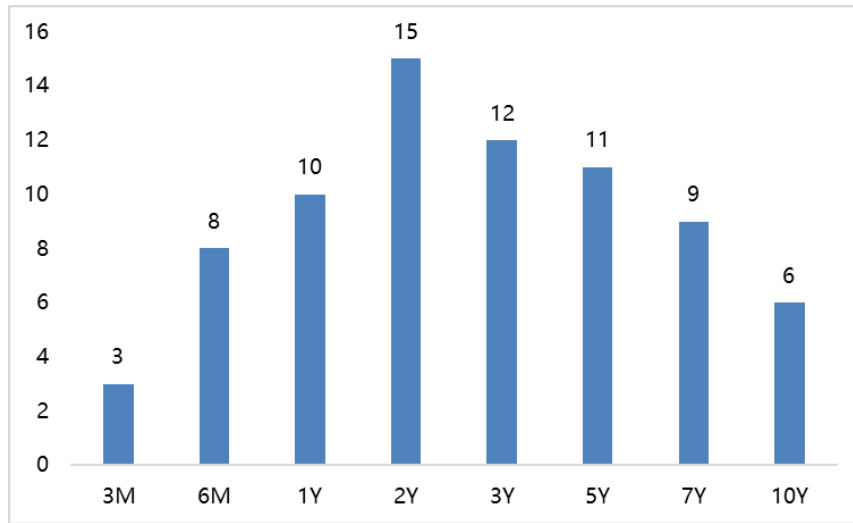
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	23.31	21.05	22.37	26.89	29.76
环比	1.06	-2.68	-2.84	-3.95	-3.89
年初以来	-9.03	-14.18	-14.89	-6.75	-15.36
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	44.69	35.85	38.28	42.44	43.84
2016 年以来分位数	4.50%	7.78%	8.07%	7.70%	11.77%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 0.9BP 至 1.3362，3 年期下行 1.4BP 至 1.3791，5 年期下行 1.36BP 至 1.4929，10 年期下行 0.29BP 至 1.6433。

长期限高等级票据信用利差短期走阔，长期收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.06BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.68BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.84BP。

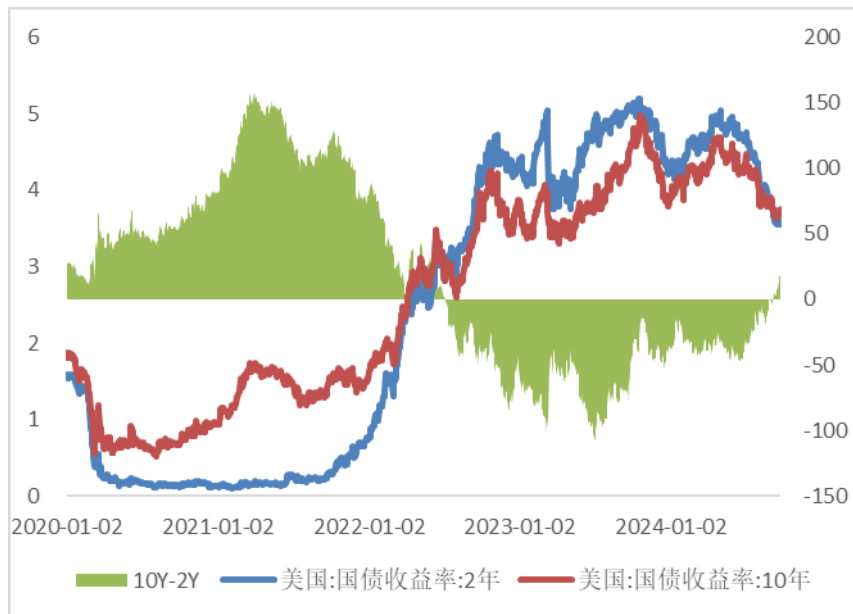
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体上行。上周 10 年期美债收益率上行 6BP，10 年期国债收益率下行 0.29BP，中美利差倒挂程度增大。全周来看，1 年期美债收益率上行 10BP，3 年期美债收益率上行 12BP，10 年期美债收益率上行 6BP。

图：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 0.28%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.13%，即期汇率贬值 0.05%，离岸人民币汇率贬值 0.12%。

表：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币： 中间价	美元兑人民币：即期 汇率	美元兑人民币： 离岸
选定日期	96.988	7.1535	7.1652	7.1646
对照日期	97.2612	7.1627	7.169	7.1729
涨跌	-0.28%	0.13%	0.05%	0.12%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，6月PMI数据显示制造业供需持续修复，且需求边际强于供给，扩内需政策的效果或有所体现，生产端维持一定的韧性。中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调规范政府采购和招标投标、规范地方招商引资、治理企业低价无序竞争、推动落后产能有序退出。海外方面，6月ADP就业数据与非农再次背离，尽管ADP意外负增长，6月美国新增非农就业好于预期。但6月新增非农主要由州和地方政府贡献，私人部门仅新增7.4万人，较前月下降较多，结构上难言健康，持续性存疑。“大漂亮”法案在参议院和众议院均得到通过，国会预算办公室（CBO）估计，这可能会让政府预算赤字未来十年内增加3.4万亿美元。美国总统特朗普表示，美政府7月4日起将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知，税率区间为10%至70%，并计划从8月1日起正式实施。6月PMI为49.7，较上月0.2pct，一方面，上月关税缓和后PMI数据修复不及预期，本月延续修复；另一方面与石油行业等结构性带动相关。6月制造业生产指数51%，较上月上升0.3个百分点；新订单指数50.2%，较上月上升0.4个百分点。6月新出口订单指数47.7%，较上月上行0.2个百分点；进口指数47.8%，较上月上行0.7pct。6月原材料价格指数48.4%，较上月上升1.5pct；出厂价格46.2%，较上月上升1.5pct，价格表现上行。6月服务业商务活动指数为50.1%，较上月下行0.1pct。6月建筑业商务活动指数52.8%，较上月上行1.8pct。7月1日召开的中央财经委员会第六次会议（以下简称“会议”），对推进全国统一大市场建设进行部署。此次会议提出了纵深推进全国统一大市场建设“五统一、一开放”的基本要求，即统一市场基础制度、统一市场基础设施、统一政府行为尺度、统一市场监管执法、统一要素资源市场，持续扩大对内对外开放。其中，“统一政府行为尺度”“持续扩大对内对外开放”等新提法引发各界关注。海外方面，6月新增非农

就业 14.7 万，预期 10.6 万，前值由 13.9 万上修至 14.4 万；前两个月数据累计上修 1.6 万。失业率 4.1%，低于预期（4.3%）与前值（4.2%）。时薪环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%。本次得到众议院通过的“大漂亮”法案将美国联邦政府的法定债务上限提高 5 万亿美元，国会预算办公室（CBO）估计，这可能会让政府预算赤字未来十年内增加 3.4 万亿美元。法案还提出，永久延长 2017 年特朗普执政时出台的减税政策；免征加班费、小费和部分社会保障收入的税款；若要得到医疗补助 Medicaid，身体健全的成年人要么参加志愿者活动，要么从事每周 20 小时的低薪工作；废除前总统拜登任内制定的大部分清洁能源税收抵免；授权增加 400 亿美元边境安全开支，并资助一项全国性的驱逐出境计划。7 月 5 日，特朗普在空军一号上向媒体确认，他已签署了将发往“大概 12 个”国家的关税信函，并计划于 7 月 8 日发出。他将这些信函形容为“要么接受，要么放弃”（take it or leave it）的最后通牒。

（二）权益市场展望和策略

上周市场的关注点在于大小非农之间的分歧，我们认为其实质是美国经济内部多部门之间不一致性的结果。总体而言，美国的经济数据表明软着陆预期得到进一步的强化。需要关注的是在美国经济软着陆的预期之下，美联储的降息预期已经被充分定价，市场开始从分母驱动进入分子驱动的阶段。中国的反内卷政策定调超预期，对冲外需下行压力，后续需要观察是否有相应的财政措施出台。本周权益策略建议：市场从分母宽松驱动转入分子景气驱动，维持中性仓位。维持哑铃策略：1）稳定类红利资产配置不变（含 H 股），包括银行、保险、石油石化、公用事业、煤炭、电信运营商；2）上周提到的超跌反弹类机会趋近尾声，止盈是更为重要的；3）如果有短线波段交易的需求，可参与的短线操作品种：高位短线品种：CPO+PCB、军工、固态电池、港股创新药、可控核聚变、稳定币；低位事件驱动品种（需要提前埋伏）：光伏、半导体、地产链。

（三）债券市场展望和策略

上周外部宏观环境继续缓和，消息显示中美关税谈判在结构性议题及关键产品出口限制上取得进展，但债市对谈判进展反应基本钝化，越南方面达成的贸易协议显示对美出口征收 40% 的转口关税，继续关注美国与其他国家达成的贸易协议是否对后续中美关税谈判的指引作用。美国大美丽法案顺利通过抬升全球权益市场风险偏好致债市承压，但国内权益市场受情绪面主导因素大，债市交易基本面为主。当前无论从政策预期还是技术面均显示权益市场交易相对充分，基本面整体支撑的情况下债市反转概率很低。国内基本面变化方面，M1 在经历了“924”以来的短暂回暖后，4 月份开始又有所弱化，说明前期化债带来的企业现金流改善

并未对居民端构成有效传导。而 5 月份金融数据也可以看到信贷冲量逐步见顶，说明有限的财政力度带动的信贷回暖从高度和持续性上都难言乐观。5 月份的社零数据超预期，但考虑到国补更多的是透支需求，后续逐步走弱的概率较高。后续市场关注的 7 月政治局会议建议放低期待，当前经济增速并不差，出政策的急迫性并不强，更多的后手政策需要留给中美谈判结果。考虑到 4 月政治局会议表态以“稳”为主，财政政策难以给到向上的驱动，债市中期做多逻辑依然稳固，过往经验显示利率在横盘震荡后多数下行。

策略层面，如果现阶段债市回归基本面定价，那么市场环境也依然有利于债市。我们此前的周报里也提及过去年“924”反映的更多的是政策态度的变化，而并非政策方向的变化。当前核心问题在于产能过剩及内需疲软导致的企业端利润不足，除非政策层能够直接补贴至居民部门，抑或加大政策力度打通企业端利润至居民端收入的传导路径，否则私人部门信用周期很难起来，更何况关税也仅仅是暂缓 90 天，并且关税力度也高于过往，那么长端依然有其配置价值，只是较低的收益率水平约束下行空间。随着关税谈判落地带来的情绪冲击逐渐消退，我们观察到美国经济走弱的背景下第二轮抢出口的效应是在减弱的，叠加上财政给到的内需冲量减弱，那么近期情绪或供给冲击也至少是年内的高点，操作思路建议逢调整买入。6 月份从高频数据看基本面跟随一线二手房价格回调而加速见顶回落，当前宏观基本面依然支持债市走强。二季度央行货政报告再次关注长端收益率，和去年相比基本面引导利率下行但央行态度并不支持的情况类似。今年高层格外重视预期管理，预计利率自我强化式螺旋下行很难看到，窄幅波动下逢调整加仓及靠近前低后的止盈操作胜率较高。中长期看，中美之间长期经济结构的不平衡注定了两国贸易谈判短期只能缓和但无法和解，而特朗普带来的中美脱钩加剧国内长期缺乏需求的现实，那么即便超长端利率已临近前低，其配置价值属性会高于其交易价值属性，更何况特朗普反复的政策可以作为风险对冲的底部仓位，而剩余仓位可根据风险偏好配置短端以控制久期。信用债方面，当前债市情绪整体较好，长端此前已计入较多的下行空间，在资金面整体较为宽松的支撑下中短久期信用品种或仍有压缩空间，但随着距离 OMO 利差越近，建议做好止盈准备。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。