

## 整治内卷式竞争成为焦点，关注反内卷行情

——鑫元周观点（2025.07.21-2025.07.27）

### 一、核心观点

**宏观方面**，1-6月全国规模以上工业企业实现利润总额 34365 亿元，同比下降 1.8%，较 1-5 月份下滑 0.7 个百分点。其中，6 月份规模以上工业企业实现利润总额 7155.8 亿元，同比下降 4.3%，降幅较 5 月份收窄 4.8 个百分点，主要系“两新”政策带动效果持续显现。同时，财政部发布 2025 年 6 月财政数据。2025 年 6 月一般公共预算收入同比下降 0.3%（前值 0.1%），其中税收收入同比增长 1.0%（前值 0.6%）；6 月一般公共预算支出同比增长 0.4%（前值 2.6%）。6 月税收收入小幅回升，一方面反映 6 月经济运行较为稳健，增值税和企业所得税表现较好，另一方面也可能受益于税收征管效率的提升。6 月财政支出增速有所下降，结构上社会保障与就业支出连续 4 个月保持高增速，而 5-6 月基建相关项目支出延续显著负增长。

**权益市场方面**，上周美国经济方面基本处于数据空窗期，无新的边际变化。美日谈判结果优于市场预期，美日协议是美国和主要赤字来源经济体达成的第一份正式框架，降低了市场的不确定性，后续关注正式协议文本的发布。中美贸易新一轮会谈将于 7 月 27 日至 30 日在瑞典举行。国内方面，国家统计局发布数据显示，规模以上工业企业营业利润率下行，处于相对低位，部分企业持续出现了增收不增利的情况，整治“内卷式”竞争成为必然。墨脱项目落地+反内卷，正在逐渐反馈国内财政端更为积极的态度。央行对于市场流动性的呵护不改，货币政策继续支持财政储备发力。维持之前国内分母偏松的判断，债市的调整主要源于国内更为积极的财政预期，所带来股债之间的资金再平衡。

目前市场处于小幅的风偏提升阶段，建议维持中性仓位、哑铃策略。行业上可以关注：1) 稳定类红利资产（含 H 股）配置不变，包括保险、券商、银行、石油石化、煤炭、电信运营商；建议加仓金融行业品种，短期 H 股的性价比更高。2) 短期建议降低海外算力相关硬件端、AI 应用的持仓；适当提升在医药生物、能源金属、稀有金属等方向的仓位。反内卷行业在经过初期的价格反弹之后，进入需求侧政策支持阶段。反内卷且具备需求刚性的行业，是这一阶段要重点关注的对象。关注中报业绩预喜的行业。观察 7 月底左右的政治局会议是否会给

出新的政策指引，从而实现内部结构性分子的叙事逻辑。

**固收市场方面**，上周债市围绕“反内卷”行情、股债跷跷板交易，股市、商品大幅走强对债市情绪形成压制，而资金面趋紧态势进一步加速“反内卷”逻辑运行，叠加超长国债发行遇冷、基金负反馈等利空因素，债市收益率大幅上行。赎回潮下市场出现踩踏，10y 国债一度升破 1.75%，央行上周五大额投放下，情绪暂且企稳。全周来看，债市全面走熊，现券收益率登上阶段性高点，其中 30y、10y、1y 国债收益率分别变化 8bp、7bp、3bp 收于 1.97%、1.73%、1.38%。期限利差方面，30y-10y、10y-1y 期限利差分别变化 2bp、3bp 收于 24bp、35bp。上周债市受市场情绪影响较大，当前国内基本面其实并未发生实质性变化。本轮权益以及商品上行驱动主要来自高层反复提及“反内卷”后社会层面对于工业品价格预期的普遍改善，而随着上周五交易所开始干预商品价格近期过热的行情，以及央行对于资金面进行呵护，若月底召开的政治局会议不及预期，我们预计债市将迎来一定的修复性行情。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

国务院常务会议部署逐步推行免费学前教育有关举措。会议指出，逐步推行免费学前教育是涉及千家万户、事关长远发展的重要惠民举措。要指导各地尽快细化工作方案，按照分担比例安排好补助资金，确保按时足额拨付。

国务院总理李强日前签署国务院令，公布《住房租赁条例》，自 2025 年 9 月 15 日起施行。《条例》旨在规范住房租赁活动，维护住房租赁活动当事人合法权益，稳定住房租赁关系，促进住房租赁市场高质量发展，推动加快建立租购并举的住房制度。

商务部新闻发言人介绍，经中美双方商定，国务院副总理何立峰将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈。中美双方将按照两国元首 6 月 5 日通话重要共识，发挥好中美经贸磋商机制作用，本着相互尊重、和平共处、合作共赢的原则，继续就彼此关心的经贸问题开展磋商。

证监会部署下一阶段改革发展七大重点任务。其中提出，全力巩固市场回稳向好态势；推出深化创业板改革的一揽子举措；从资产端、资金端进一步固本培元，加快推进财务造假综合惩防意见落地；持续提升监管执法效能；精准防控资本市场重点领域风险，统筹化解处置房企债券违约风险和支持构建房地产发展新模式。

财政部最新数据显示，上半年，全国财政收入 11.56 万亿元，税收收入连续 3 个月实现同比增长。全国财政支出 14.13 万亿元，同比增长 3.4%。第三批 690 亿元以旧换新补贴资金

已下达，剩余 690 亿元资金将在 10 月份下达。

国资央企援藏再升级。在国资央企助力西藏高质量发展推进会上，共有 16 家中央企业与西藏自治区签署 75 个产业项目投资协议，投资额达 3175.37 亿元。此次签约的产业项目主要集中于西藏最急需的清洁能源、绿色矿产、电力通信、基础设施等重点领域。

商务部表示，打击战略矿产走私出口面临的形势依然复杂严峻，下阶段将采取建立两用物项出口管制联合执法协调中心，将违法境外实体列入出口管制管控名单，制定发布战略矿产合规出口工作指引等举措。

央行将于 7 月 25 日开展 4000 亿元 MLF 操作，7 月 MLF 操作将实现净投放 1000 亿元，为连续 5 个月超额续作 MLF。

经党中央批准，海南自贸港将于今年 12 月 18 日启动全岛封关运作。一批政策举措陆续对外公布，将于全岛封关之日起施行。其中：“一线”进口的“零关税”商品税目比例将由 21%提高至 74%，在岛内享惠主体之间可以免进口税收流通，加工增值达到 30%的可免关税销往内地。

据证券时报，自《关于深入推进深圳综合改革试点 深化改革创新扩大开放的意见》印发以来，深圳相关部门加强与中央部委的沟通，同时全面梳理相关上市的粤港澳大湾区企业情况，了解企业的相关诉求。目前主管部门已与中国证监会相关司局就资本市场支持深圳综合改革建立常态化沟通机制，预计年内将有包括“在港上市的大湾区企业回深交所上市”等一系列改革成果落地。

央行统计，二季度末，人民币房地产贷款余额 53.33 万亿元，同比增长 0.4%，增速比上年末高 0.6 个百分点，上半年增加 4166 亿元。个人住房贷款余额 37.74 万亿元，同比下降 0.1%，增速比上年末高 1.2 个百分点，上半年增加 510 亿元。

Wind 数据显示，1998 年至 2025 年二季度末，中国公募基金整体为持有人创造了 5.94 万亿元的利润。二季度末，公募基金市场规模突破新高，达 33.73 万亿元；公募基金整体净利润超过 3800 亿元；利润排名前 20 的基金中，大部分都是宽基 ETF，且利润多数超过 20 亿元。

## （二）海外宏观

在美联储大楼耗资高达 25 亿美元的翻修项目引发广泛争议之际，美国总统特朗普于美东时间 7 月 24 日罕见造访美联储总部。特朗普进一步施压美联储降息，但同时了解雇鲍威尔发表了相对谨慎的言论。

日美关税谈判达成协议。美方对日本实施的“对等关税”税率将从 25%下调至 15%，日本

将在现行的“最低准入制度”下增加美国大米的进口量。该协议还包括日本向美国投资 5500 亿美元的承诺。美国白宫表示，美日投资协议将重点关注半导体设计和制造、天然气和新造船厂。

特朗普在社交平台宣布，美国分别与菲律宾和印尼达成了贸易协定。特朗普称，将菲律宾商品关税从 20% 下调至 19%。菲律宾将对美国开放市场，并实行零关税。印尼将对美国取消 99% 的关税壁垒。而印尼出口到美国的所有产品则需缴纳 19% 的关税。此外，印尼将向美国供应其珍贵的关键矿产，并签署价值数百亿美元的重大协议，采购波音飞机、美国农产品和美国能源。特朗普表示，将对世界其他大部分国家征收 15% 至 50% 的简单关税。

特朗普称，与欧盟达成协议的可能性为 50%，大多数贸易协议在 8 月前达成，但他没有把与加拿大达成贸易协议作为重点。

美国财长贝森特表示，关税收入“数额巨大”，可能占美国 GDP 的 1%，未来十年关税收入有望达到 2.8 万亿美元。贝森特批评美联储对关税的“恐慌宣传”，指出关税迄今几乎没有产生通胀效应，强调需要审查美联储是否成功履行职责，同时明确表示特朗普政府更注重贸易协议质量而非时间节点。

知情人士称，在上周日本与美国就关税问题达成协议后，日本央行内部人士开始重新考虑在年内再次加息的可能性。东京 7 月核心 CPI 同比涨 2.9%，自今年 3 月以来首次跌破 3% 关口。

欧洲央行维持三大利率不变，自去年 6 月以来连续 8 次降息后首次按下降息“暂停键”，强调当前环境“异常不确定”。欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行目前处于“观望”模式。欧洲央行管委卡扎克斯表示，除非经济遭受重大打击，否则欧洲央行几乎没有理由进一步降低利率。在当前节点，采取稳健的政策才是恰当的。

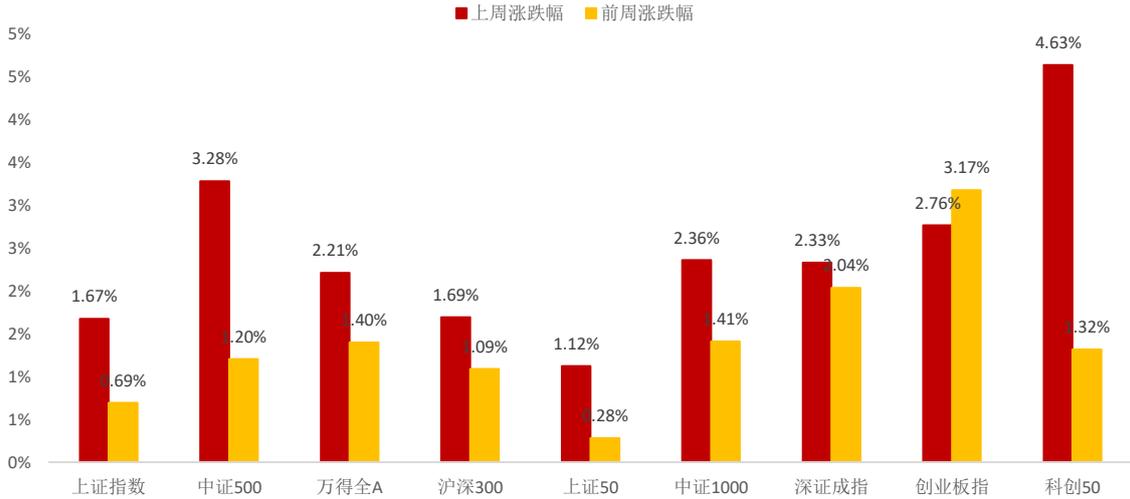
特朗普政府发布了《AI 行动计划》，旨在通过放宽监管和扩大数据中心能源供应，来加速美国人工智能的发展，并在新发布的指导方针中建议，暂停对那些对新兴技术施加过多规定的州的资金支持。

### 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股宽基指数悉数上涨。截至7月25日，创业50上涨4.63%，涨幅居前。从行业板块看，上周**建筑材料、煤炭、钢铁**领涨，**银行、通信、公用事业**领跌。

## 2、权益市场估值

图：上周A股市场宽基指数PE（TTM）

	2025/7/25	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	15.6	↑ 0.19	48.2	↑ 2.87	81.7%	94.0%	91.9%
深证成指	28.3	↑ 0.64	65.1	↑ 3.55	69.9%	80.9%	73.8%
上证50	11.4	↑ 0.01	56.1	↓ 0.04	83.6%	86.1%	81.2%
沪深300	13.5	↑ 0.12	56.7	↑ 1.89	76.9%	81.8%	75.9%
中证500	30.7	↑ 0.89	56.2	↑ 2.82	68.7%	94.3%	92.2%
中证1000	41.3	↑ 1.05	60.5	↑ 2.83	60.5%	84.3%	83.5%
创业板指	34.8	↑ 0.92	19.8	↑ 1.50	20.8%	35.1%	40.8%
科创50	146.2	↑ 6.40	99.7	↑ 0.89	99.7%	99.7%	99.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周A股市场申万一级行业PE（TTM）

	2025/7/25	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)	18.0	↑ 0.63	7.11%	↑ 1.74	7.1%	12.0%	16.4%
基础化工(申万)	26.9	↑ 1.07	56.19%	↑ 3.83	56.2%	86.8%	81.8%
钢铁(申万)	39.8	↑ 2.83	80.47%	↑ 0.28	80.5%	99.9%	99.9%
有色金属(申万)	21.5	↑ 1.36	23.26%	↑ 2.63	23.3%	39.1%	53.6%
电子(申万)	56.0	↑ 1.59	76.47%	↑ 3.09	76.5%	94.2%	92.2%
家用电器(申万)	14.3	↑ 0.06	32.88%	↑ 1.26	32.9%	36.6%	38.0%
食品饮料(申万)	21.1	↑ 0.15	18.98%	↑ 1.00	19.0%	10.6%	14.6%
纺织服装(申万)	26.4	↑ 0.37	58.97%	↑ 1.95	59.0%	76.1%	71.0%

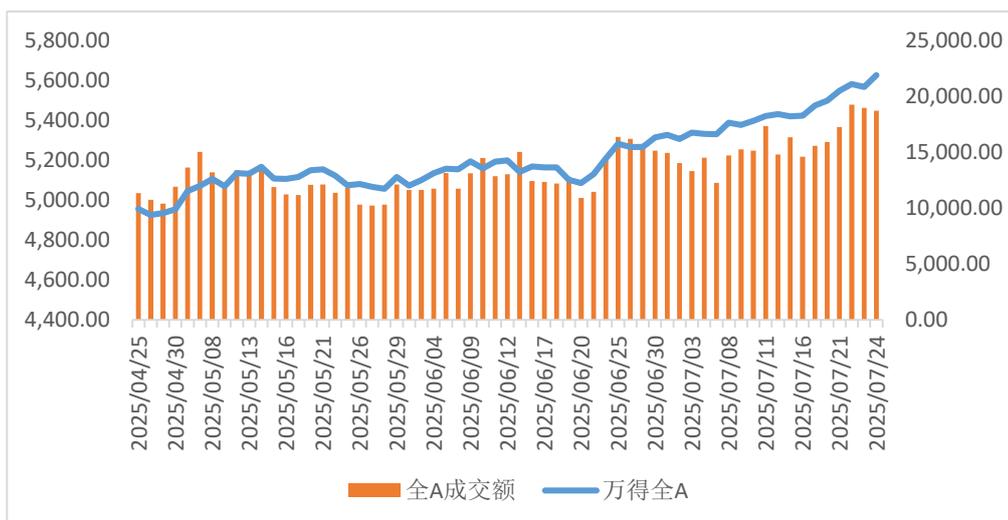
轻工制造(申万)	29.3	↑	0.55	53.10%	↑	1.70	53.1%	84.8%	79.2%
医药生物(申万)	38.0	↑	0.73	59.76%	↑	4.49	59.8%	78.4%	74.7%
公用事业(申万)	18.8	↑	0.33	31.55%	↑	4.70	31.6%	32.8%	40.0%
交通运输(申万)	16.8	↑	0.48	48.27%	↑	5.74	48.3%	61.4%	70.9%
房地产(申万)	42.9	↑	1.68	99.67%	↑	0.63	99.7%	99.4%	99.2%
商贸零售(申万)	40.0	↑	1.05	85.70%	↑	1.61	85.7%	99.1%	98.7%
社会服务(申万)	44.6	↑	0.98	43.62%	↑	2.43	43.6%	47.9%	28.4%
综合(申万)	44.9	↓	0.11	45.40%	↓	0.18	45.4%	58.8%	43.4%
建筑材料(申万)	29.9	↑	2.29	80.55%	↑	2.53	80.6%	99.8%	99.8%
建筑装饰(申万)	11.8	↑	0.65	66.42%	↑	5.34	66.4%	93.7%	99.8%
电力设备(申万)	32.4	↑	0.98	34.90%	↑	5.38	34.9%	57.9%	51.3%
国防军工(申万)	84.9	↑	1.08	73.69%	↑	0.31	73.7%	100.0%	100.0%
计算机(申万)	87.9	↑	1.57	94.47%	↑	0.41	94.5%	99.8%	99.7%
传媒(申万)	44.0	↑	0.79	61.72%	↑	1.33	61.7%	88.6%	86.6%
通信(申万)	35.7	↓	0.28	38.03%	↓	1.03	38.0%	57.9%	71.5%
银行(申万)	6.8	↓	0.21	70.36%	↓	8.69	70.4%	76.1%	83.4%
非银金融(申万)	15.6	↑	0.53	43.54%	↑	9.22	43.5%	57.7%	66.8%
汽车(申万)	27.2	↑	0.48	72.01%	↑	1.73	72.0%	57.2%	41.2%
机械设备(申万)	34.1	↑	0.85	68.27%	↑	1.44	68.3%	95.1%	97.7%
煤炭(申万)	13.6	↑	1.00	72.50%	↑	8.40	72.5%	99.9%	99.8%
石油石化(申万)	17.3	↑	0.43	49.57%	↑	1.45	49.6%	78.5%	84.3%
环保(申万)	25.8	↑	0.41	57.71%	↑	0.77	57.7%	96.5%	99.9%
美容护理(申万)	40.0	↑	2.06	57.76%	↑	5.31	57.8%	54.7%	38.8%

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，上周钢铁、建筑材料、美容护理估值上行最多，通信、银行、综合下行最多。当前房地产、计算机、商贸零售、建筑材料、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、公用事业、家用电器板块估值处于历史较低水平。

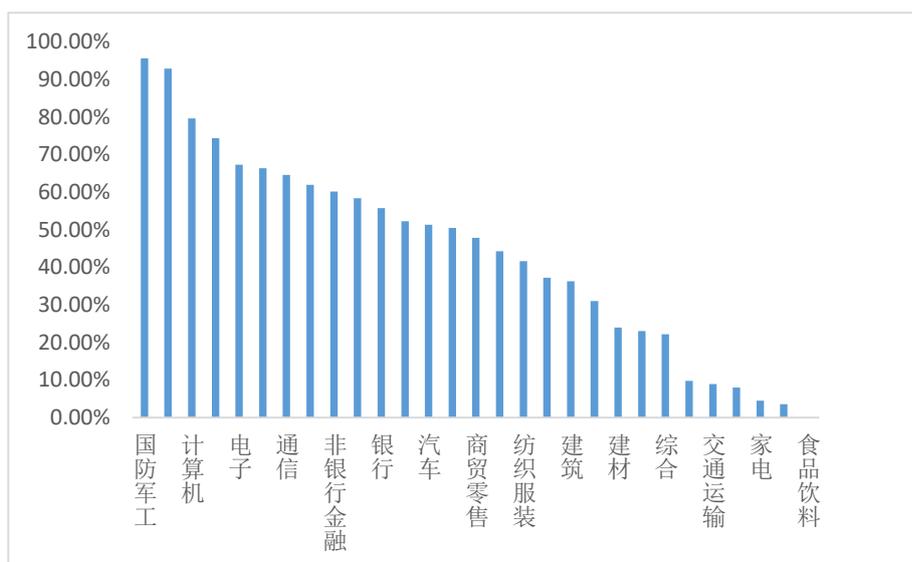
### 3、权益市场情绪

图：全市场成交金额



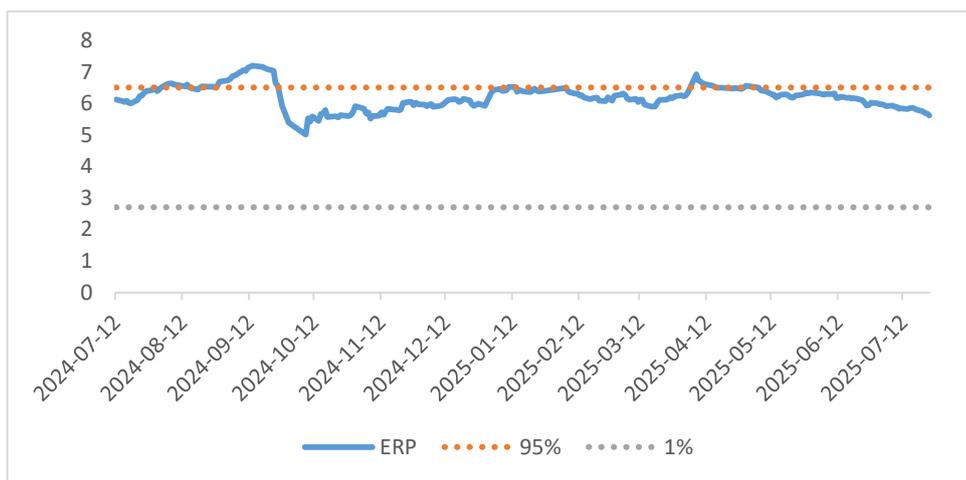
数据来源：Wind

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

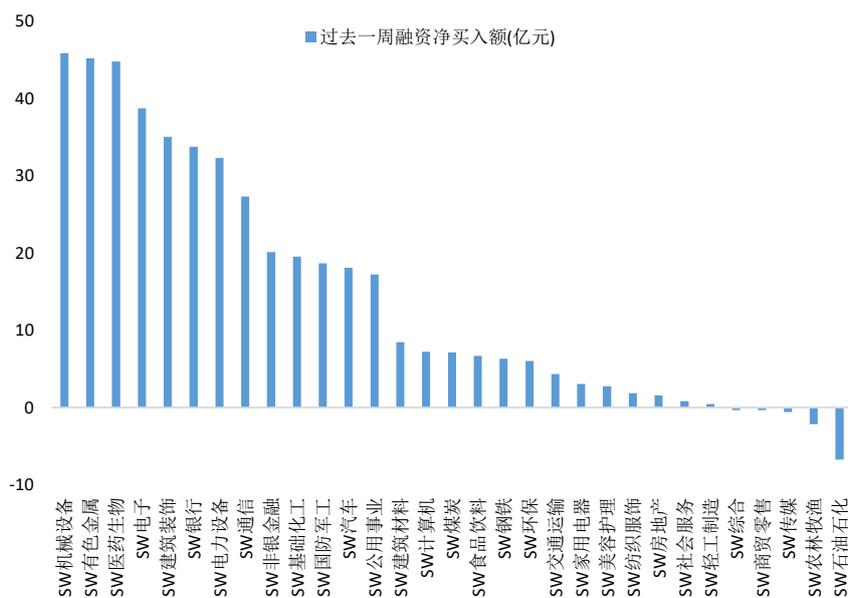
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，国防军工，机械，计算机的拥挤度较高。

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 5.62%，处于历史 64.78% 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 24 日，两融资金占比为 10.45%，7 月 17 日为 9.78%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至 7 月 25 日，上周融资净买入的前三行业为机械设备、有色金属、医药生物。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

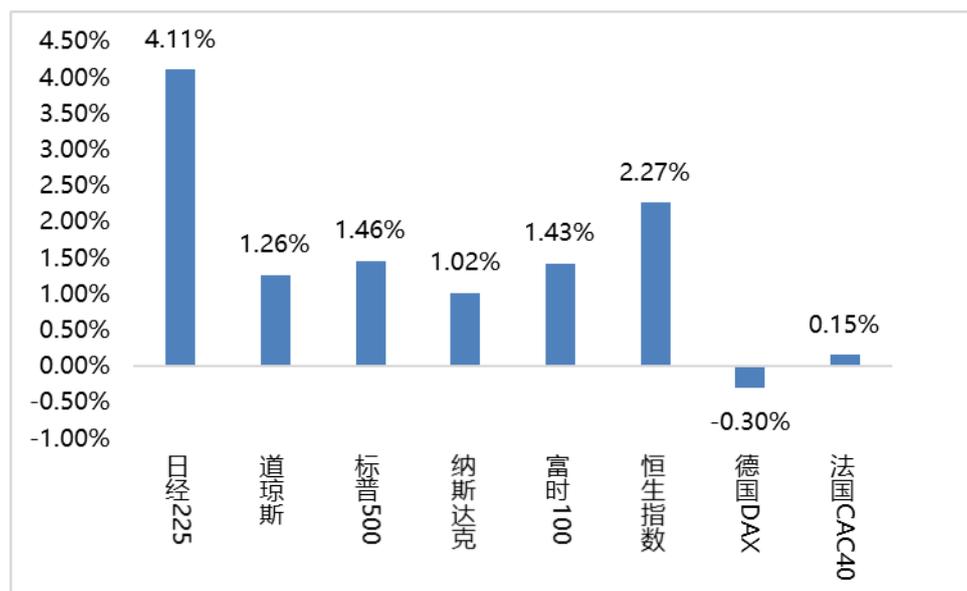


数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

上周海外股市上涨居多。美国股市方面，道指上涨 1.26%，标普 500 上涨 1.46%，纳指上涨 1.02%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 1.43%，德国下跌 0.30%，法国上涨 0.15%；亚太股市方面，日经指数上涨 4.11%，恒生指数上涨 2.27%。

图 11：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 16563 亿元逆回购操作、4000 亿元 MLF 操作和 1000 亿元国库现金定存操作，因有 17268 亿元 7 天期逆回购、2000 亿元 MLF 和 1200 亿元国库现金定存到期，整体实现净投放 1095 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 1800 亿元，地方政府债计划发行 3372 亿元，整体净缴款 2876 亿元。

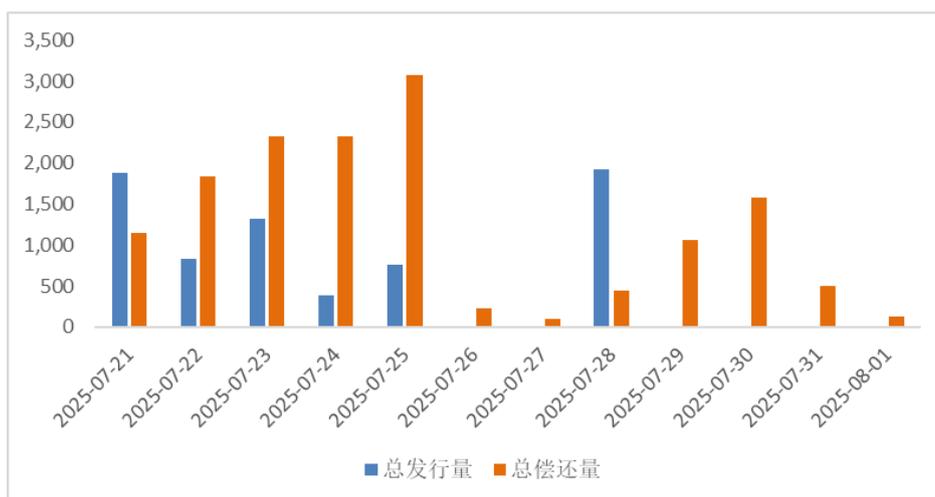
表：7 月 28 日-8 月 1 日政府债发行缴款

单位：亿元

	7 月 28 日		7 月 29 日		7 月 30 日		7 月 31 日		8 月 1 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	1316	0	914	0	703	0	438	1800	0
到期	0	408.27	0	48.65	0	202.62	200.4	104.7	0	247.84
缴款	0	717	0	1316	0	914	0	703	0	438
净缴款	308		1267		712		599		190	

**同业存单发行：**本周 7 月 28 日-8 月 1 日存单到期 4035 亿元，降至年内相对低位（今年以来存单单周到期规模中枢为 6326 亿元）。不过后续一周（8 月 4-8 日）存单到期量将回升至 5000+亿元。

图：同业存单到期与发行



**回购市场：**7月21-25日，资金面“过山车”。复盘上周资金市场，上周初税期已过、跨月未至，资金面如期转松，隔夜利率重回1.40%附近，上周二R001、DR001一度下探至1.36%、1.31%。然而伴随央行税期逆回购投放悉数回笼，资金面逐步收敛（21-23日逆回购分别净回笼555、1277、3696亿元），不过绝对水平并不算太高，21-23日隔夜利率依然分布在OMO利率附近，7天资金价格也基本稳定在1.50%以下。

上周四开始（24日），资金面“超预期”收敛，隔夜利率迅速攀升至1.65%以上，R001单日上行27bp至1.69%、DR001也大幅上行28bp至1.65%，7天资金也迅速提价，R007、DR007上行近10bp，分别至1.60%、1.58%。与此同时，央行加大投放力度，24日尾盘，央行如期公告7月MLF续作4000亿元，全月净投放1000亿元，7月中长期资金累计净投放3000亿元（其中，买断式逆回购净投放2000亿元）。随后25日早盘，逆回购投放量也大幅升至7893亿元，净投放6018亿元，单日净投放量为今年以来次高点（最高点为1月15日的9584亿元），其背后或反映央行对资金面依旧呵护。

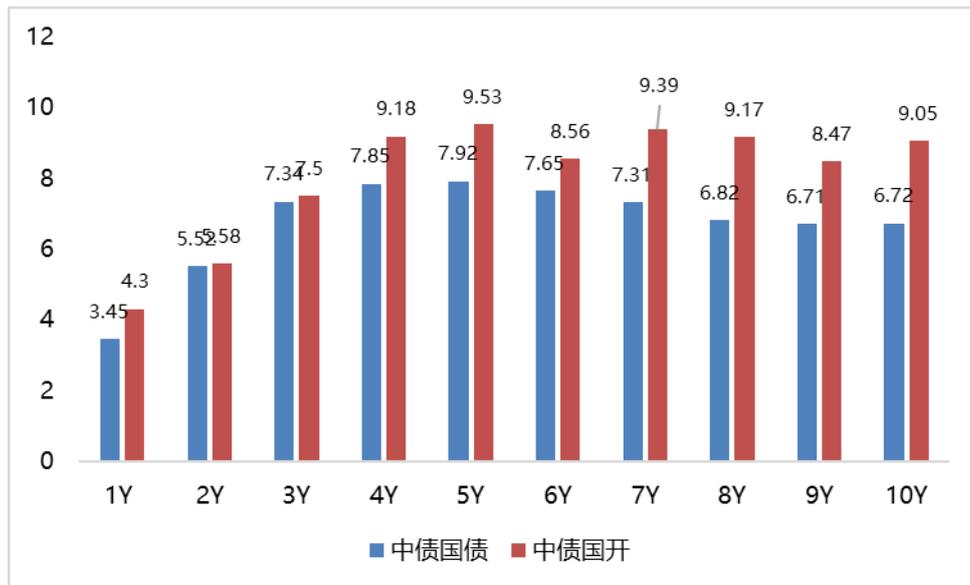
在央行的大额净投放之下，上周五资金面压力略有缓和，隔夜利率回落，R001、DR001分别下行14、13bp，分别收至1.55%、1.52%。不过，周五（25日）7天资金可支持跨月，7天资金利率仍延续上行态势，R007、DR007分别升至1.69%、1.65%。

**票据利率：**上周在主要大行的报价带动下，市场供需情绪变化反复，票价经历的跌后回暖再下行的走势。上一至上周二，大行调整规模的需求较为迫切，积极进场降价收票，叠加上周初票源供给尚未起量，卖盘出票相对谨慎，趁机压价出票，市场情绪整体低位运行，票价快速下探。上周三上午，市场行情延续前日，大行足月报价跌破0.7%，足月国股票价一度降至0.69%附近，年内票价也被带动下行。临近午盘，部分大行收票停止，出票力量占据

优势，票价止跌回升。上周四，随着月末临近且票价低位，企业融资贴现情绪攀升，票源供给明显增长，维持在两千亿元水平，卖盘力量得到补充，机构出票止盈需求释放，同时主要大行收票节奏放缓，供需情绪全天高位运行，票价震荡上行。上周五，月末规模因素影响，买盘收票需求继续释放，标杆大行降价进场，票价下行空间再度打开。

### (三) 债券市场

图 14：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 2：中债国债期限利差（2025 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	9.42	12.71	12.76	3.87
环比	3.89	0.58	-1.20	-11.93
年初以来	-11.56	1.64	-2.76	-26.53
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	25.53	15.32	18.44	47.21
2016 年以来分位数	12.24%	31.68%	21.48%	13.12%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2025 年 7 月 27 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	21.94	20.96	21.02	25.25	29.1
环比	5.31	6.24	2.90	0.89	1.04
年初以来	-10.4	-14.27	-16.24	-8.39	-16.02
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	44.52	35.74	38.16	42.32	43.74

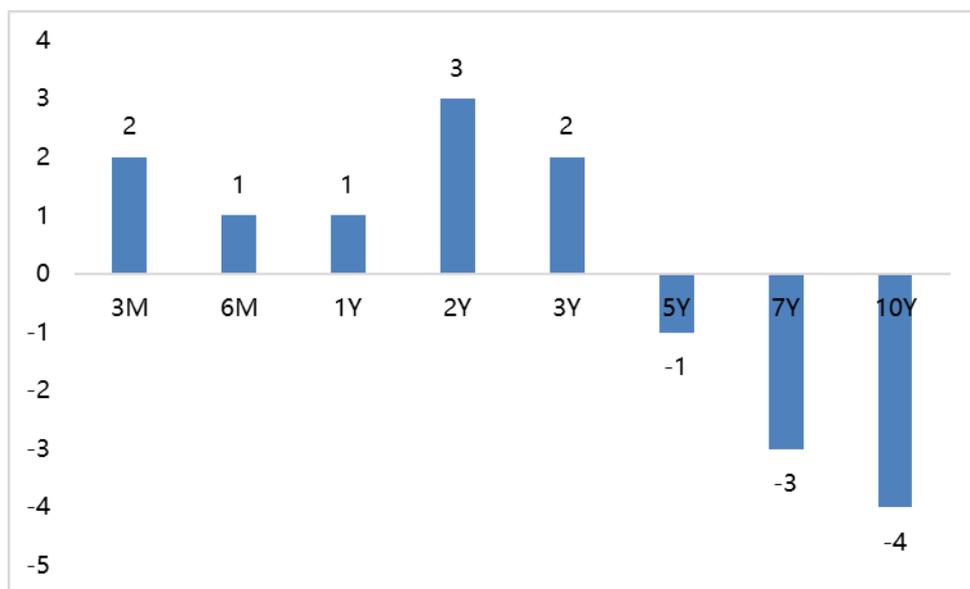
2016 年以来分位数	3.38%	8.02%	6.64%	6.44%	11.32%
-------------	-------	-------	-------	-------	--------

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上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 3.45BP 至 1.3835，3 年期上行 7.34BP 至 1.4777，5 年期上行 7.92BP 至 1.6048，10 年期上行 6.72BP 至 1.7324。

长时期高等级票据信用利差集体走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.31BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 6.24BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.90BP。

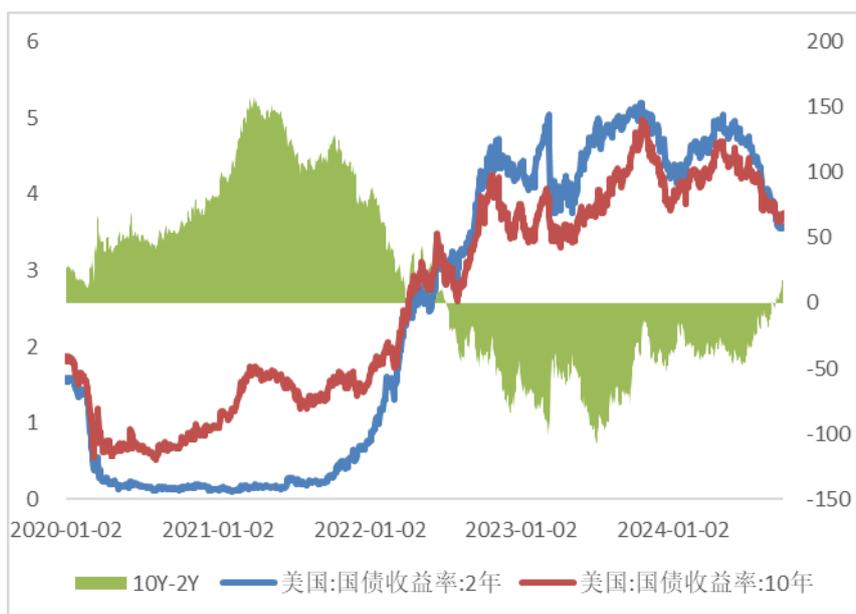
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率短期上行，长期下行。上周 10 年期美债收益率下行 4BP，10 年期国债收益率上行 6.72BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率上行 1BP，3 年期美债收益率上行 2BP，10 年期美债收益率下行 4BP。

图 16：10 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 0.08%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.11%，即期汇率贬值 0.12%，离岸人民币汇率贬值 0.18%。

表 4：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	97.6701	7.1419	7.1679	7.1681
对照日期	98.46	7.1498	7.1766	7.1810
涨跌	-0.80%	0.11%	0.12%	0.18%

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，7月27日，国家统计局公布数据显示，1-6月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 34365.0 亿元，同比下降 1.8%，较 1—5 月份下滑 0.7 个百分点。其中，6 月份规模以上工业企业实现利润总额 7155.8 亿元，同比下降 4.3%，降幅较 5 月份收窄 4.8 个百分点，主要系“两新”政策带动效果持续显现。同时，财政部发布 2025 年 6 月财政数据。2025 年 6 月一般公共预算收入同比下降 0.3%（前值 0.1%），其中税收收入同比增长 1.0%（前

值 0.6%)；6 月一般公共预算支出同比增长 0.4%（前值 2.6%）。6 月税收收入小幅回升，一方面反映 6 月经济运行较为稳健，增值税和企业所得税表现较好，另一方面也可能受益于税收征管效率的提升。6 月财政支出增速有所下降，结构上社会保障与就业支出连续 4 个月保持高增速，而 5-6 月基建相关项目支出延续显著负增长。

宏观展望，总体看，6 月份规模以上工业企业利润增速降幅收窄，主要系“两新”政策带动效果持续显现。目前，国际环境变数仍多，需求不足、价格下降等制约因素仍然存在，工业企业效益稳步恢复的基础还需继续巩固。下半年财政存量政策仍有使用空间，目前“落实存量政策”的优先级高于“出台增量政策”。因此 7 月政治局会议政策大力加码的可能性较小。

## （二）权益市场展望和策略

权益市场方面，上周美国经济方面基本处于数据空窗期，无新的边际变化。美日谈判结果优于市场预期。根据特朗普在社交媒体上发布的内容：美日之间新的关税水平为 15%（略高于之前 13%的实际税率，但低于原本 8 月 1 日 25%的对等关税 2.0 水平）；日本同意向美国投资 5000 亿美元；日本将向美国开放汽车、大米等市场。美日协议是美国和主要赤字来源经济体达成的第一份正式框架，降低了市场的不确定性，后续关注正式协议文本的发布。中美贸易最新一轮会谈将于 7 月 27 日至 30 日在瑞典举行。

国内方面，国家统计局发布数据显示，1-6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 34365.0 亿元，同比下降 1.8%。1-6 月份，规模以上工业企业实现营业收入 66.78 万亿元，同比增长 2.5%。6 月份，规模以上工业企业利润同比下降 4.3%。规模以上工业企业营业利润率下行，处于相对低位，部分企业持续出现了增收不增利的情况，整治“内卷式”竞争成为必然。反内卷离不开供需两侧协同发力，促进总供给和总需求动态平衡。供需不匹配、不平衡是导致“内卷式”竞争的重要原因。这就要求整治“内卷式”竞争必须供需两侧协同发力、协调配合，既要做大市场空间，也要提高供给质量。墨脱项目落地+反内卷，正在逐渐反馈国内财政端更为积极的态度。央行对于市场流动性的呵护不改，货币政策继续支持财政储备发力。维持之前国内分母偏松的判断，债市的调整主要源于国内更为积极的财政预期，所带来股债之间的资金再平衡。

目前市场处于小幅的风偏提升阶段，维持中性仓位、哑铃策略为主。行业上可以关注：1) 稳定类红利资产（含 H 股）配置不变，包括保险、券商、银行、石油石化、煤炭、电信运营商；建议加仓金融行业品种，短期 H 股的性价比更高。2) 短期建议降低海外算力相关硬件端、

AI 应用的持仓；适当提升在医药生物、能源金属、稀有金属等方向的仓位。反内卷行业在经过初期的价格反弹之后，进入需求侧政策支持阶段。反内卷且具备需求刚性的行业，是这一阶段要重点关注的对象。关注中报业绩预喜的行业。观察 7 月底左右的政治局会议是否会给出新的政策指引，从而实现内部结构性分子的叙事逻辑。

### **（三）债券市场展望和策略**

当前市场对于债市的方向相对明确，即中长期在基本面弱修复、资产荒延续、货币宽松预期下，债牛趋势未改，主要的分歧在于短期节奏。国内基本面变化方面，经济总量平稳但地产和社零偏弱符合预期，但社融偏强且信贷冲量并未拐头向下整体超出市场预期。从现有的线索看，我们认为是同样超预期的出口支撑了国内的需求侧，驱动来自海外而非国内，往后看，在关税影响以及美国补库透支效应影响下，出口短期大概率会回落，但在美国降息预期以及大美丽法案的支撑下，预计出口仍能维持较高韧性。那么只要国内地产处在弱平的状态，基本面对利率下行的驱动效应是在下降的。政策方面，尽管市场对于 7 月政治局会议的总量型政策期待不高，但我们仍然建议关注是否有结构型的举措，以推进国内“反内卷”工作，这是逐步改善居民预期并带动存贷比扭转的关键。总而言之，我们依然处在经济走平的初期，宽货币的进程仍在，债市中期做多逻辑依然稳固，但不可否认的是随着政策带来基本面的转变正逐步积累并慢慢改变市场预期，利率特别是长端下行空间可能已经有限。

策略层面，随着近期政策层开始关注并尝试解决当前国内企业有量没利润的状态，如果去年“924”是政策态度的拐点，而今年“反内卷”则是政策方向的拐点，因此弱现实更多的对债市起到支撑而非驱动下行。当然我们认为当前股市对“反内卷”本身过度交易短期情绪而忽视了长期效应，本轮“反内卷”与 15-16 年供给侧改革相比，首先体量更大，其次以光伏、汽车等结构性行业有待出清，并非过去的落后产能，并且从激励目标来看，由于上述行业中民企居多，因此从中央到地方乃至企业的诉求各不相同，整体有待观察执行层面落地情况。除非政策层能够采用比如生育补贴等方式直接补贴至居民部门，抑或在补贴企业部门的同时提高最低工资标准的方式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。本轮股市上涨行情离不开“反内卷”逻辑下商品价格的持续上行，但随着上周五交易所开始干预商品价格走势，商品价格见底驱动市场盈利周期见底的逻辑毫无疑问会受到弱化。因此我们认为近期的情绪或供给冲击是提供波段操作的买点，当市场节奏重新切回弱现实，建议等会议落地后逢调整买入，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，进一步突破需要看到央行态度的变化。中长期看，中美之间长期经济结构的不可

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。

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。