



市场透视

2025年7月

7月中国制造业景气水平回落，非制造业虽仍高于荣枯线，但房地产、居民服务等行业继续低迷；社零数据受618错位的扰动较大，固定资产投资转负，出口因中美关系缓和，对美抢出口再现。工业生产保持增长，社融显著增加。美国通胀有所反弹，就业数据走弱，美联储维持利率不变并出现内部意见分化，主席鲍威尔发言相对偏鹰，市场降息预期承压。国内政策继续保持积极财政与适度宽松货币基调，着力支持科技创新、消费和小微企业，推动全国统一大市场建设，同时防范地方债务风险。短期抢出口动能仍在，但地产和消费持续低迷，市场流动性压力不减。投资重点将聚焦自主科技、新消费及优质央企国企等红利资产。风险主要包括美国关税政策推高通胀、中报业绩不及预期以及短期流动性波动。

宏观经济

• 国内经济

中国7月制造业PMI为49.3%，环比下降0.4个百分点，受传统淡季及部分地区高温、暴雨洪涝灾害影响，制造业景气水平回落。分项指数中：生产指数50.5%延续扩张，新订单指数49.4%显示需求趋缓，从业人员指数48.0%略有改善；大型企业PMI维持在50.3%，中型企业49.5%小幅回升，小型企业46.4%持续承压。非制造业PMI为50.1%，环比下降0.4个百分点，仍高于荣枯线：铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等行业保持高景气，但房地产、居民服务等行业继续低迷。6月经济数据：社零同比+4.8%，明显低于前值的+6.4%。6月社零数据受618错位的扰动较大，消费前置一定程度上提振了5月社零，但反过来拖累了6月增速。进出口方面，按美元计价，6月出口3,251.8亿美元，同比+5.8%，5月前值为+4.8%；6月进口2,104.1亿美元，同比+1.1%，5月前值为-3.4%。6月出口数据主要得益于中美关系缓和，报复性关税暂停，叠加7月9日美国对等关税豁免的截止日期临近，对美抢出口再现。6月固定资产投资同比-0.1%，较5月前值的+2.7%大幅回落转负。基建投资和制造业投资增速均有放缓，地产投资仍是主要拖累。而6月工业增加值同比+6.8%，5月前值为+5.8%。6月工业生产走强，主要是与出口紧密相关的行业带动，也同样反映抢出口现象。6月CPI同比+0.1%，好于前值的-0.1%；CPI环比-0.1%，较前值的-0.2%环比降幅收窄。社融方面：6月新增社融4.2万亿元，同比多增0.9万亿元，其中新增人民币贷款2.24万亿元。6月末M2同比增长8.3%，M1同比增长4.6%；社会融资规模存量为430.22万亿元，同比增长8.9%。

• 海外经济

6月美国CPI同比+2.7%，较前值的+2.4%继续反弹；环比+0.3%，高于前值的+0.1%。6月美国整体通胀有所反弹，特朗普政府的关税政策对于商品通胀的影响开始显现。就业方面：在最新公布的7月非农新增就业人数新仅为7.3万，为近九个月最低水平，同时5月和6月的就业数据合计下调25.8万人，失业率上升至4.2%。7月31日凌晨美联储议息会议上，宣布维持基准利率在0~0.25%的区间不变，符合市场预期。此次会议利率声明整体偏鸽，另外，本次投票中出现两位理事对利率决定提出异议，是1993年以来首次出现两名理事投票反对，凸显出美联储内部分化。但主席鲍威尔发布会上的发言相对偏鹰，他表示尚未就9月是否降息作出决定，导致市场降息预期继续承压。在贸易政策方面，7月特朗普宣布与多国完成了贸易谈判，包括菲律宾、马来西亚等国，并与多个国家和地区达成原则性协议，包括日本、韩国、欧盟等。

政策措施

7月24日发改委与市场监管总局公布《价格法修正草案（征求意见稿）》，为1998年实施以来首次修订，重点完善低价倾销认定标准，明确禁止利用算法从事不正当价格行为，并将规制范围扩大至服务和平台定价，反内卷政策持续推进。7月30日中共中央政治局召开会议，会议整体基调偏稳。会议强调要持续发力积极财政与适度宽松货币政策，加快政府债券发行使用，降低社会融资成本，支持科技创新、消费和小微企业发展，同时深化改革、推动全国统一大市场建设、扩大高水平开放，并积极稳妥防范地方债务风险，巩固资本市场回稳向好势头。7月31日中美斯德哥尔摩经贸会谈结束，双方将继续展期已暂停的关税政策。

大中华股指	收盘价（6月30日）	单月变动 %	YTD变动 %	52周低点	52周高点
沪深300指数	4075.59	6.13	3.58	3145.79	4450.37
MSCI中国指数	78.94	7.86	21.99	54.37	81.96
香港恒生指数	24773.33	6.37	23.50	16611.14	25735.89
恒生中国企业指数	8882.95	5.35	21.85	5839.44	9295.86
全球股指					
标普500指数	6339.39	7.23	7.78	4835.04	6427.02
道琼斯工业指数	44130.98	4.40	3.73	36611.78	45073.63
纳斯达克综合指数	21122.45	10.51	9.38	14784.03	21457.48
富时100指数	9132.81	4.11	11.74	7544.83	9190.73
德国DAX 30指数	24065.47	0.28	20.88	17233.07	24639.10
日经225指数	41069.82	8.18	2.95	30792.74	42065.83

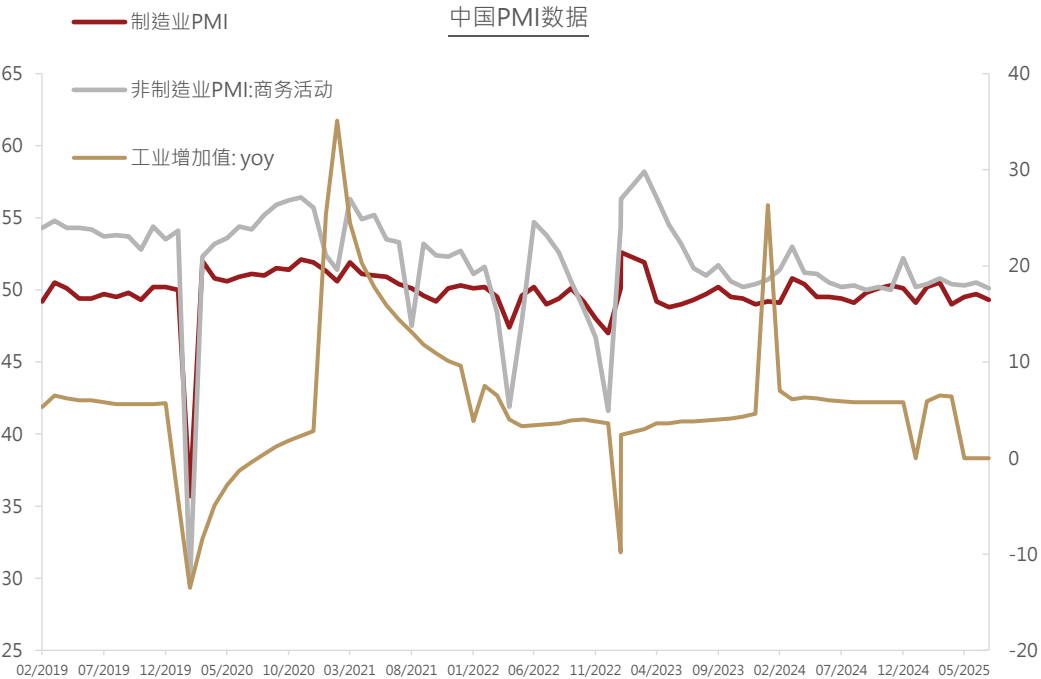
市场展望与行业配置

7月底的政治局会议表态整体偏稳，对国内未来的政策预期将偏弱。短期抢出口的动能依旧存在，但地产、消费持续低迷，整体经济层面难以有比较大的改观；虽然7月南向资金净流入大幅反弹，但外部资金面环境则有所走弱，美联储降息预期依旧不确定性较大，市场依旧面临一定的流动性压力，港元持续触发联系汇率机制下的弱方兑换保证。

我们将持续在价值与成长之间寻求平衡，聚焦中国自主科技能力的提升的相关板块和标的，包括在AI、互联网、创新药等相关行业的投资机会；并持续关注新消费以及优质的央企等红利资产。

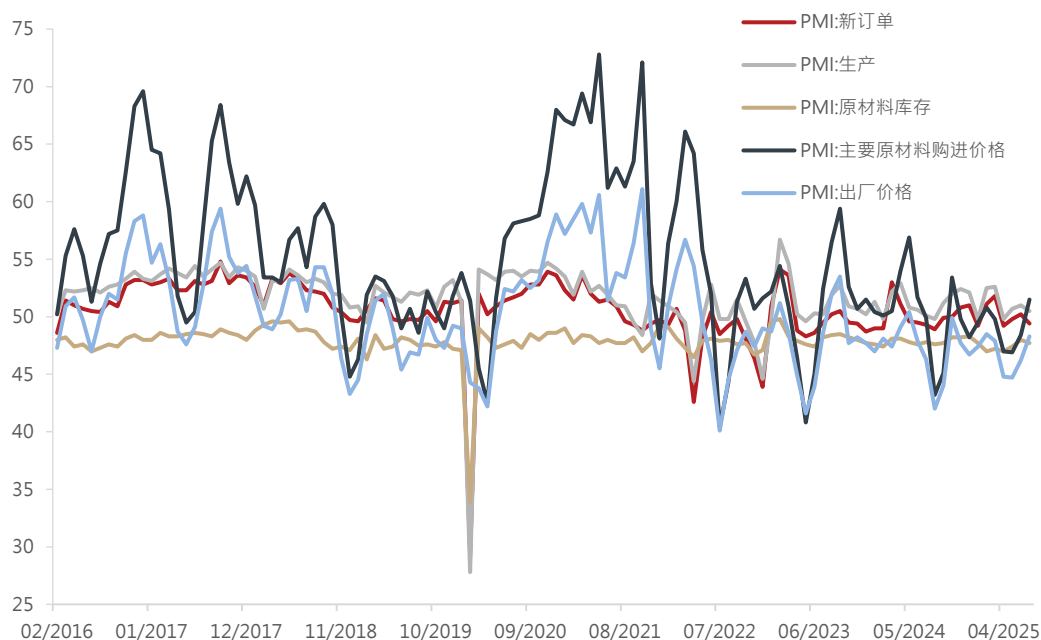
风险点

美国受特朗普关税政策影响，通胀超预期的风险；中报业绩低于预期的风险以及短期流动性波动的风险。

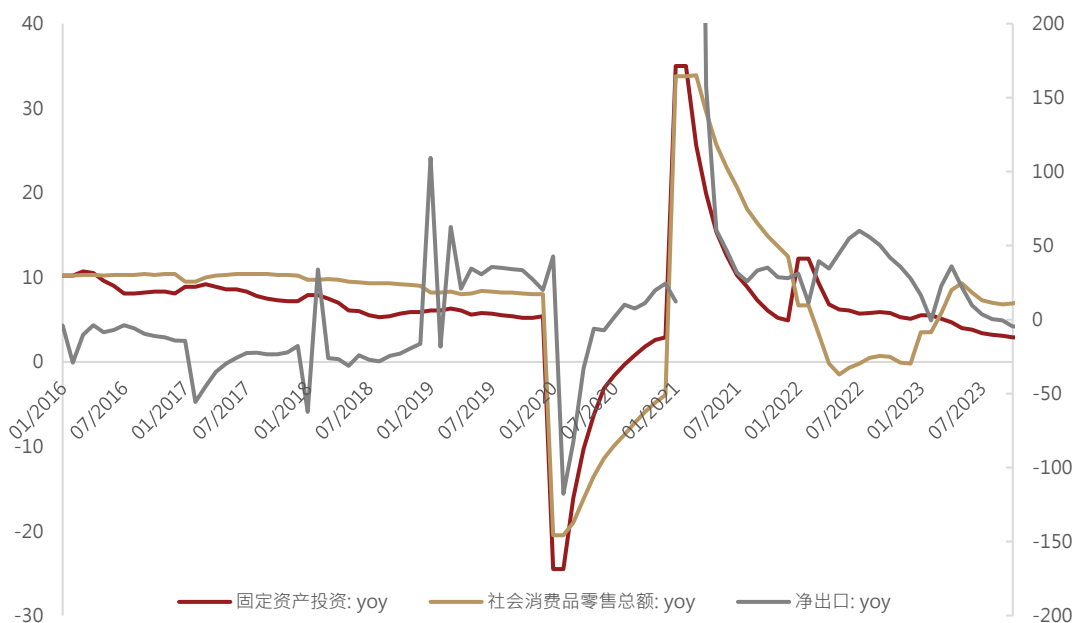


数据源：若未特别注明，本文件资料来自华夏基金(香港)、彭博、万得，截至2025年7月31日。数据显示仅供信息及参考用途，历史资料并不代表未来发展趋势。

中国PMI数据



中国经济活动



7月市场整体维持较好风险情绪，财政和贸易不确定性有所缓解，美国经济虽有小幅走弱迹象，但软数据多数表现良好，整体仍具韧性。美联储内部观点分化，9月降息概率走低，美债收益率波动上行，美元指数反弹，美股再创新高。美国就业数据遭意外下修引发市场对美国经济的担忧，但失业率未上升，经济快速失速可能性不大，AI投资与财富效应提供托底。欧洲经济走弱，日本通胀继续承压，非美资产中期表现值得期待。展望方面，美债收益率预计在区间内波动，整体信用利差预计仍会低位震荡，配置上延续对于信用中性判断并关注非美货币及部分行业机会。

市场表现

7月市场整体维持了较好的风险情绪，随着OBBB法案顺利通过，美国将关税期限进一步延长并逐渐与欧洲、日韩等多国达成贸易协定，市场对财政和贸易不确定性的担忧有所缓解。美国经济呈现小幅走弱迹象，美联储观点分化，两名委员对维持基准利率投下反对票，但主席鲍威尔继续延续了边走边看的表态，9月降息概率走低，美债收益率波动上行。美元指数出现反弹，美股继续创下历史新高，AH股以及原油也表现较好。

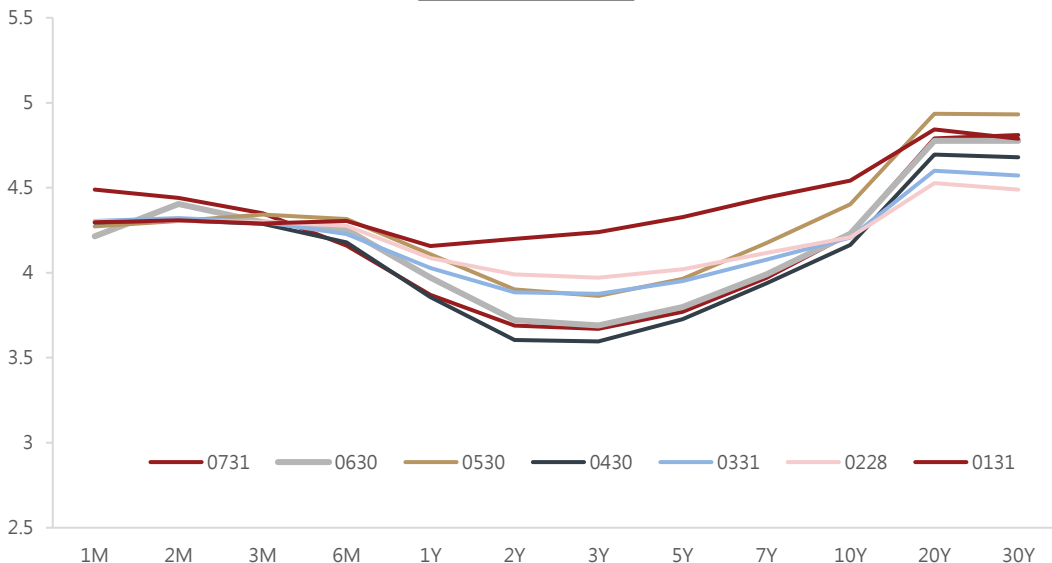
 美国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	3.96	24	-28	3.43	4.42
5Y	3.97	18	-41	3.38	4.62
7Y	4.16	17	-32	3.48	4.72
10Y	4.37	15	-20	3.60	4.81
30Y	4.90	13	12	3.89	5.15

 中国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
3Y	1.45	4	25	1.09	2.06
5Y	1.58	7	18	1.33	1.97
7Y	1.69	7	12	1.49	2.19
10Y	1.71	6	4	1.59	2.26
30Y	1.96	9	2	1.80	2.45

 日本	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	0.82	7	22	0.25	0.89
5Y	1.10	12	35	0.36	1.19
7Y	1.31	15	46	0.46	1.39
10Y	1.56	13	46	0.74	1.62
30Y	3.08	17	79	1.90	3.22

 德国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	1.96	10	-12	1.62	2.46
5Y	2.30	13	14	1.84	2.61
7Y	2.43	10	29	1.83	2.71
10Y	2.70	9	33	2.01	2.94
30Y	3.18	8	58	2.26	3.26

美国国债收益率曲线





经济数据

美国七月新增非农就业7.3万人，与此同时，五月和六月非农数据意外大幅下修，就业数据的参考价值引发市场质疑。通胀数据继续低于预期，但关税对商品价格的影响仍未完全反映。美国二季度GDP增速虽小幅超预期，但居民需求分项表现相对一般，软数据方面多数表现较好，当前经济仍具有韧性。其他国家方面，欧洲经济相对走弱，日本通胀继续承压，日本政局也出现一定扰动。

主要CDX 指数	现值	一月变动	YTD变动	52周低点	52周高点
投资级 CDX	51	0	1	47	81
高收益 CDX	323	5	12	289	476
新兴市场 CDX	154	(3)	3	150	230
主要债券指数					
亚洲美元公司债	493	0.6%	4.8%	446	485
中资美元债 投资级	231	0.4%	4.5%	210	228
中资美元债 高收益	196	0.7%	7.2%	163	192
美国投资级	3473	0.1%	4.4%	3171	3441
美国高收益	1806	0.4%	5.0%	1600	1756
新兴市场公司债	486	0.6%	5.9%	433	473
全球投资级债券指数	490	-1.5%	5.7%	450	490
全球1-3年投资级债券指数	185	-1.2%	5.9%	170	184



美元债市场

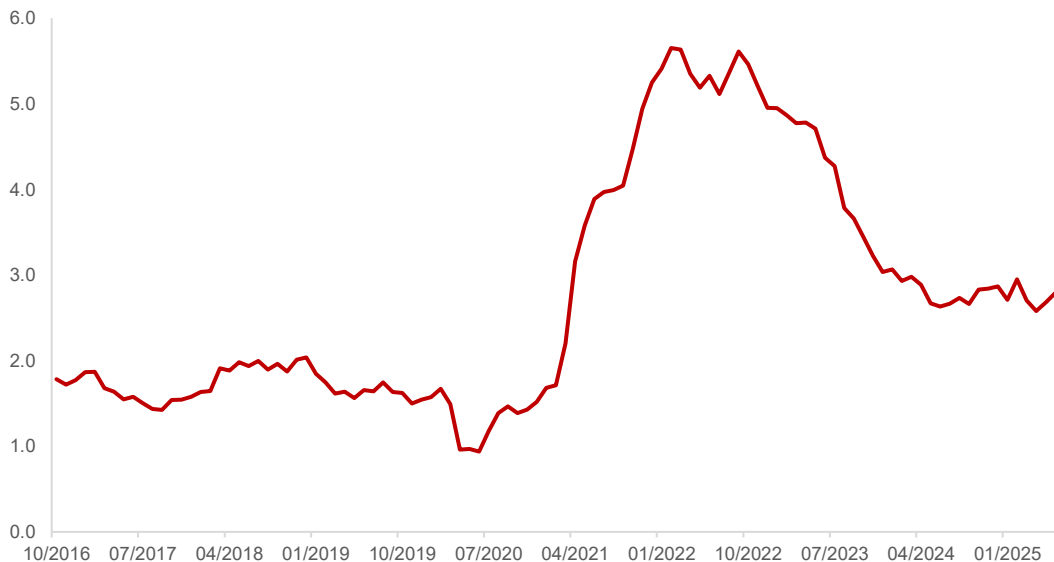
美债收益率整体震荡上行，呈现熊平走势，核心原因是市场对降息预期的进一步推后，财政部季度再融资计划基本符合预期，市场对长端供应的担忧小幅缓解。全球各国利率均有不同程度的走高。信用债方面，一级新发供给相对平淡，已公布的企业季报不同行业间分化较大，在技术面的支撑下，信用利差多数时间呈现小幅收窄的趋势，部分板块信用利差刷新低点。中资债券方面，美元债继续表现稳定，点心债交投趋于活跃。

市场展望与行业配置

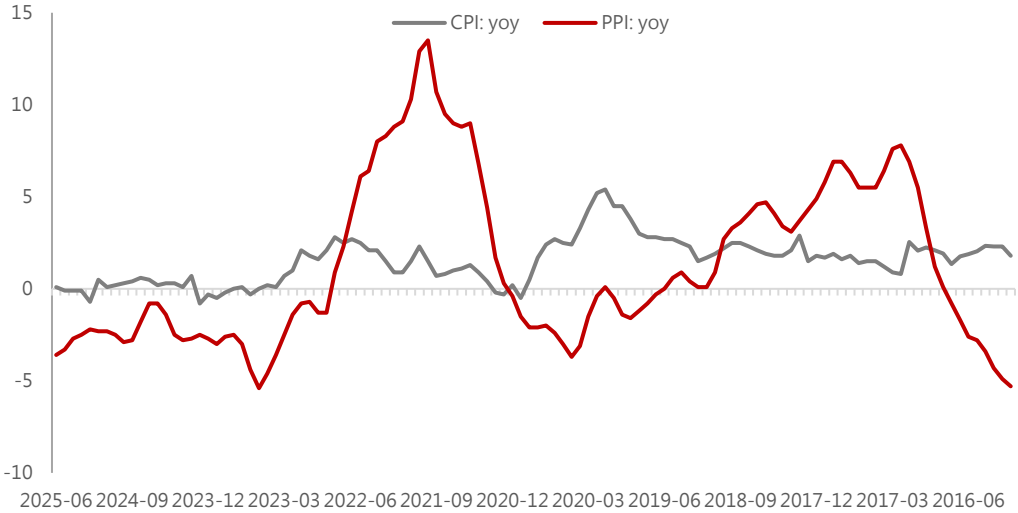
近期市场整体波澜不惊，尽管特朗普不断对美联储施压降息，但联储整体仍按兵不动维持独立性。就业数据遭意外下修引发市场对美国经济的担忧，但一方面新增就业数据可信度存疑且失业率并未上升，就业实际情况可能没有数据反映那么不堪，另一方面软数据多数良好，美国经济快速失速的可能性不大。此外美股持续上涨对居民财富效应的积累，大型企业对AI的扩大投资也会对经济产生一定托底。财政和贸易谈判相对顺利也降低了一定事件性风险。去美元交易虽然有所逆转，但随着欧洲日本等国政坛不确定性缓和，以及不少新兴市场经济数据好于预期，非美资产中期表现值得期待，中美博弈仍是市场较大的风险因素。

在中美谈判，特朗普和美联储博弈的大背景下，资产价格的波动仍会存在。美债方面，基于对于美国经济的判断，我们整体认为年内次数在两次以内，2年期美债或在3.6-3.9%之间波动，10年期美债在4.15-4.5%之间波动。考虑到美国与欧洲，日韩等达成的关税协定中均包含一定对美投资的要求，虽然后续路径存在不确定性，但或能在一定程度上缓解美国的财政压力，2-10年利差或维持区间窄幅波动。信用债方面，大量的到期从技术面维度对信用利差形成支撑，美国企业二季度盈利状况整体延续了温和复苏，整体信用利差预计仍会低位震荡。我们延续对于信用中性判断，分散化配置并积极关注非美货币和个别行业或发行人的投资机会。

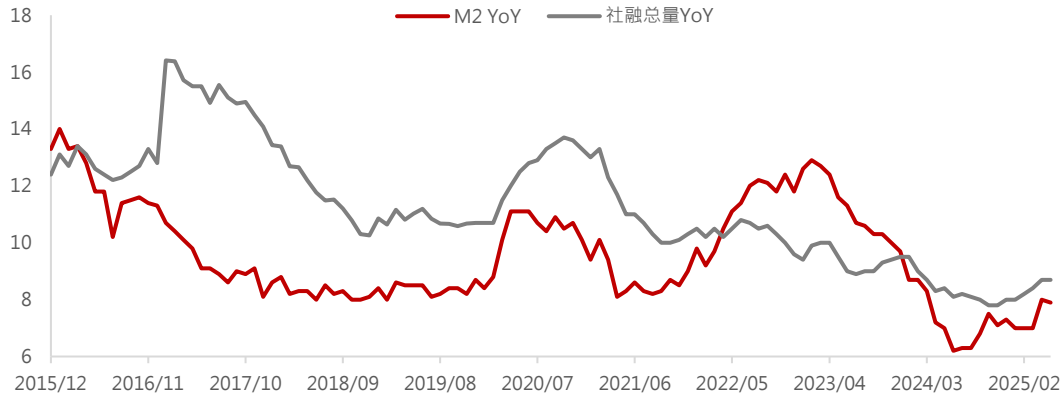
美国核心PCE



中国通胀数据



中国货币总量



数据源：若未特别说明，本文件资料来自华夏基金(香港)、彭博、万得，截至2025年7月31日。数据显示仅供信息及参考用途，历史资料并不代表未来发展趋势。

免责声明：

本数据仅供指定收件人之信息及参考之用，并不构成对于任何证券或基金的买卖或进行任何交易之邀约或任何投资建议。本资料有关基金内容 (如有) 不适用于在限制该内容之发布的区域居住之人士。任何人士均不得视本资料为构成购买或认购参与基金股份的要约或邀请，也不得在任何情况下使用基金认购协议，除非在相关司法管辖区内该邀约和分发是合法的。非香港投资者有责任遵守其相关司法管辖区的所有适用法律法规，然后继续阅读本数据所包含的信息。

本数据所载之信息仅反映现时市场状况及华夏基金（香港）有限公司（“本公司”）于编制资料当日的判断，并不代表对个券或市场走势的准确预测，而判断亦可随时因应个券或市场情况变化而更改，恕不另行通知。于制作本资料时，本公司依赖及假设公共媒介提供的数据的正确性及完整性。本公司认为本文件所载资料为可靠的；然而，本公司并不保证该数据的完整性及准确性。本公司或其联营公司、董事及雇员概不对于本数据内所提供之信息的任何错误或遗漏负上任何责任，且本公司不应就任何人士因依赖或使用该等数据而招致的任何损失负责。

投资涉及风险。过往业绩不代表将来表现。基金价格及其收益可升可跌，概不能保证。投资价值亦可能受到汇率影响。投资者可能无法取回原本的投资金额。

本资料并未经香港证监会审阅。发布人：华夏基金(香港)有限公司。在未经华夏基金(香港)有限公司同意前，不得复印，分发或复制本数据或本数据内任何部份内容给予预定收件人以外的任何人士。

香港花园道1号中银大厦37楼

www.chinaamc.com.hk

华夏基金(香港)有限公司

关注我们: 华夏基金香港

电话: (852) 3406 8688

传真: (852) 3406 8500

产品查询及客户服务

电邮: hkservice@chinaamc.com

电话: (852) 3406 8686

