

宏观和大类资产配置周报

美国关税政策即将对全球经济产生实质性影响

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据**：6 月份，规模以上工业企业利润同比下降 4.3%。
- **要闻**：国家主席习近平会见欧洲理事会主席科斯塔、欧盟委员会主席冯德莱恩；海南自贸港将于今年 12 月 18 日启动全岛封关运作；1-6 月份，全国新开工改造城镇老旧小区 1.65 万个。

资产表现回顾

- **人民币风险资产价格上涨**。本周沪深 300 指数上涨 1.69%，沪深 300 股指期货上涨 1.99%；焦煤期货本周上涨 32.60%，铁矿石主力合约本周上涨 0.95%；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率上涨 2BP 至 1.09%；十年国债收益率上行 7BP 至 1.73%，活跃十年国债期货本周下跌 0.57%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币**。随着 8 月 1 日逐渐接近，美国的关税政策也将迎来落地时点，继两周前美国总统特朗普对 14 个国家和 8 个国家通知关税税率后，本周特朗普再次表示通过协商确定了对日本、菲律宾和印尼的关税税率。目前来看，与美国关税税率尚未确定的主要经济体是中国与欧盟，其中中方代表将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈，而欧盟成员国投票通过一项对总额 930 亿欧元的美国产品加征反制关税的措施，如果在 8 月 7 日之前欧美贸易谈判失败，这些反制措施将自动生效。从截至目前的国际机构对 2025 年全球经济增速预测来看，IMF 预测经济增速 2.79%，WB 预测经济增速 2.30%，OECD 预测经济增速 2.93%，均预期经济增速较 2024 年有不同程度的下行。考虑到上半年净出口对我国 GDP 增速拉动 1.65 个百分点，我们认为从国内稳增长的需要出发，宏观政策有加码的空间，政策作用方向或包括消费补贴、稳定房地产市场、继续大力支持两重两新、重大基建项目落地等等，同时货币政策和财政政策可能都有继续宽松的空间。短期建议关注政治局会议，中期建议关注三季度末四季度这一时点。
- **风险提示**：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《中银量化大类资产跟踪》20250727
《策略点评报告》20250727
《中银量化多策略行业轮动周报 - 20250724》20250727

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359
Qibing.Zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2025.7.27）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2% 上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览	4
人民币资产风险偏好提升	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A 股：关注跨境资金流动	9
债券：债市收益率出现调整	10
大宗商品：周期品价格上涨	11
货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方	12
外汇：美元指数维持弱势调整	12
港股：关注 8 月美国关税对全球经济的实质性影响	13
下周大类资产配置建议	15
风险提示：	15

图表目录

本期观点（2025.7.27）	1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议	4
图表 2. 大类资产收益率横向比较	4
图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）	5
图表 4. 原材料产品高频指标周度表现	7
图表 5. 建材社会库存周度表现	7
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	7
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	7
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	7
图表 9. 30 大中城市商品房周成交面积表现	8
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	8
图表 11. 汽车周消费规模表现	8
图表 12. 权益类资产节前涨跌幅	9
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	10
图表 14. 信用利差和期限利差	10
图表 15. 央行公开市场操作净投放	10
图表 16. 7 天资金拆借利率	10
图表 17. 大宗商品本周表现	11
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）	11
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	12
图表 20. 理财产品收益率曲线	12
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	12
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	12
图表 23. 恒指走势	13
图表 24. 陆港通资金流动情况	13
图表 25. 港股行业涨跌幅	13
图表 26. 港股估值变化	13
图表 27. 本期观点（2025.7.27）	15

一周概览

人民币资产风险偏好提升

人民币风险资产价格上涨。本周沪深 300 指数上涨 1.69%，沪深 300 股指期货上涨 1.99%；焦煤期货本周上涨 32.60%，铁矿石主力合约本周上涨 0.95%；股份制银行理财预期收益率收于 1.85%，余额宝 7 天年化收益率上涨 2BP 至 1.09%；十年国债收益率上行 7BP 至 1.73%，活跃十年国债期货本周下跌 0.57%。

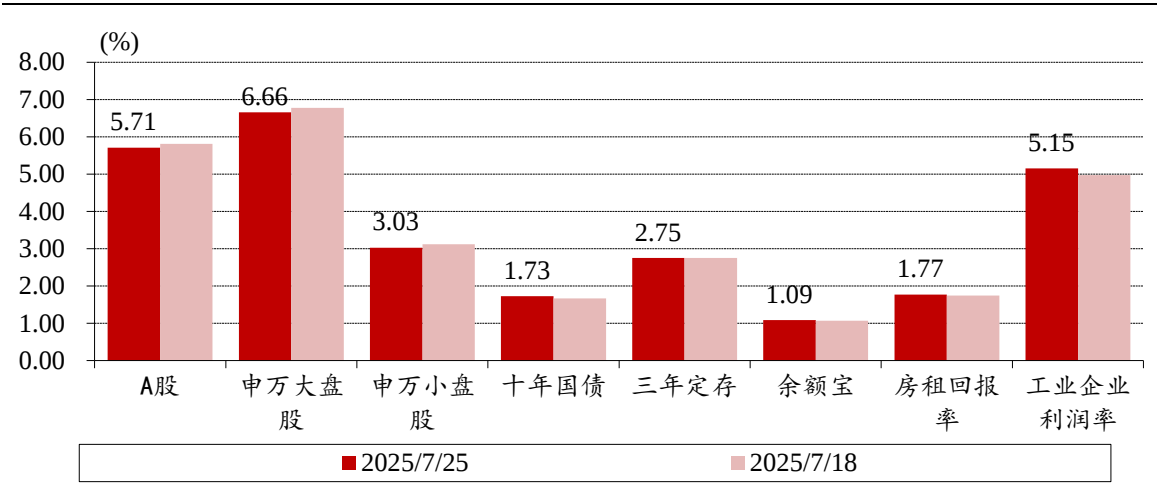
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +1.69% 沪深 300 期货 +1.99%	10 年国债到期收益率 1.73%/本周变动 +7BP 活跃 10 年国债期货 -0.57%
本期评论：关注“增量”政策落实情况	本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市
配置建议：超配	配置建议：低配
大宗	保守
铁矿石期货 +0.95% 焦煤期货 +32.60%	余额宝 1.09%/本周变动 +2BP 股份制理财 3M 1.85%/本周变动 0BP
本期评论：关注财政增量政策落实进度	本期评论：收益率将在 2% 上下波动
配置建议：标配	配置建议：低配

资料来源：万得，中银证券

6 月工业企业利润率较 5 月明显上行。本周 A 股指数普涨，小盘股估值上行的幅度大于大盘股。本周央行在公开市场净投放 1095 亿元，本周拆借资金利率先降后升，周五 R007 利率收于 1.69% GC007 利率收于 1.64%。本周十年国债收益率收于 1.73%，较上周五上行 7BP。6 月工业企业利润率较 5 月上行 0.18 个百分点达到 5.15%，关注工业企业盈利向好的情况。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

美国关税谈判结果逐渐落地，美元指数仍偏弱。股市方面，本周 A 股主要指数普涨，领涨的指数是创业板指（2.76%），涨幅较小的指数是上证综指（1.67%）；港股方面恒生指数上涨 2.27%，恒生国企指数上涨 1.83% AH 溢价指数下行 2.76% 收于 123.52；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.46%，纳斯达克上涨 1.02%。债市方面，本周国内债市普跌，中债总财富指数本周下跌 0.39%，中债国债指数下跌 0.55%，金融债指数下跌 0.34%，信用债指数下跌 0.19%；十年美债利率下行 4 BP，周五收于 4.40%。万得货币基金指数本周上涨 0.02%，余额宝 7 天年化收益率上行 2 BP，周五收于 1.09%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌 1.48%，收于 65.07 美元/桶；COMEX 黄金下跌 0.59%，收于 3338.50 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 6.34%，LME 铜上涨 0.18%，LME 铝上涨 0.06%；CBOT 大豆下跌 1.35%。美元指数下跌 0.80% 收于 97.67。VIX 指数下行至 14.93。本周美国与日本、菲律宾、印尼等国家谈定关税税率，我们预计 8 月 1 日开始，美国关税将对全球贸易产生实质性影响。

图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2025/7/21 上期涨跌幅	- 本月以来	2025/7/25 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,593.66	1.67	0.69	4.33	7.22
	399001.SZ	深证成指	11,168.14	2.33	2.04	6.72	7.24
	399005.SZ	中小板指	6,953.67	2.44	2.26	6.52	8.95
	399006.SZ	创业板指	2,340.06	2.76	3.17	8.69	9.27
	881001.WI	万得全 A	5,620.73	2.21	1.40	5.75	11.93
	000300.SH	沪深 300	4,127.16	1.69	1.09	4.85	4.89
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	249.47	(0.39)	0.08	(0.21)	0.84
	CBA00603.C	中债国债	246.99	(0.55)	0.07	(0.43)	0.44
	CBA01203.C	中债金融债	246.63	(0.34)	0.05	(0.28)	0.29
	CBA02703.C	中债信用债	223.76	(0.19)	0.08	0.03	1.24
	885009.WI	货币基金指数	1,724.59	0.02	0.02	0.08	0.78
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	65.07	(1.48)	(3.54)	(0.06)	(9.27)
	GC.CMX	COMEX 黄金	3,338.50	(0.59)	(0.25)	0.93	26.41
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,356.00	6.34	0.45	11.53	(0.70)
	CA.LME	LME 铜	9,796.00	0.18	1.39	(0.74)	11.72
	AH.LME	LME 铝	2,631.00	0.06	1.34	1.29	3.12
	S.CBT	CBOT 大豆	1,021.75	(1.35)	2.76	(0.51)	1.11
货币	-	余额宝	1.09	2 BP	0 BP	-13 BP	-17 BP
	-	银行理财 3M	1.85	0 BP	-5 BP	0 BP	3 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	97.67	(0.80)	0.60	0.93	(9.97)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.17	0.12	(0.08)	(0.03)	1.79
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	8.41	(0.73)	0.33	(0.18)	(10.57)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.85	(0.41)	1.11	2.43	(3.76)
港股	HSHI.HI	恒生指数	25,388.35	2.27	2.84	5.47	26.56
	HSCEI.HI	恒生国企	9,150.49	1.83	3.44	5.44	25.52
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	123.52	(2.76)	(2.24)	(6.42)	(19.48)
美国	SPX.GI	标普 500	6,388.64	1.46	0.59	2.96	8.62
	IXIC.GI	NASDAQ	21,108.32	1.02	1.51	3.63	9.31
	UST10Y.GBM	十年美债	4.40	-4 BP	1 BP	16 BP	-18 BP
	VIX.GI	VIX 指数	14.93	(9.02)	0.06	(10.76)	(13.95)
	CRB.RB	CRB 商品指数	302.25	(1.26)	0.86	1.67	1.86

资料来源：万得，中银证券

注：货币类产品单位：%；大宗商品现价单位：原油：美元/桶；黄金：美元/盎司；螺纹钢：元/吨；铜：美元/吨；铝单位：美元/吨；大豆：美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

1-6 月份，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%；6 月份，规模以上工业企业利润同比下降 4.3%。国家统计局：6 月份，规模以上工业企业利润同比降幅较 5 月份有所收窄，以装备工业为代表的新动能行业利润增长较快，“两新”政策带动效果持续显现。

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。

国家主席习近平会见欧洲理事会主席科斯塔、欧盟委员会主席冯德莱恩，并就中欧关系未来发展提出三点主张。一是坚持相互尊重，巩固伙伴关系定位。二是坚持开放合作，妥善处理分歧摩擦。三是践行多边主义，维护国际规则秩序。另外，国务院总理李强表示，希望欧方为中国企业赴欧投资提供公平、公正、非歧视的营商环境。

国务院总理李强出席 2025 世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议开幕式并致辞。李强围绕如何把握人工智能公共产品属性、推进人工智能发展和治理，提出三点建议。一是更加注重普及普惠，充分用好人工智能发展的已有成果。要坚持开放共享、智能平权，让更多国家和群体从中受益。二是更加注重创新合作，力求更多突破性的人工智能科技硕果。要深化基础科学和技术研发合作，加强企业和人才交流，为人工智能发展不断注入新动力。三是更加注重共同治理，确保人工智能在造福人类上最终修成正果。

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。

央行、农业农村部印发《关于加强金融服务农村改革 推进乡村全面振兴的意见》，提出要加大乡村振兴重点领域的金融资源投入，包括加大对粮食主产区、产粮大县信贷资源倾斜，支持拓宽农民增收渠道等。

国家发改委表示，2025 年 7350 亿元中央预算内投资已基本下达完毕，重点支持现代化产业体系、现代化基础设施体系、新型城镇化和乡村全面振兴等领域项目建设。

国务院国资委举办地方国资委负责人研讨班强调，要优化国有资产增量投向，调整存量结构，带头抵制“内卷式”竞争，加强重组整合，推动国有资本优化配置，形成新的国有资本布局结构。

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。

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。

国家数据要素综合试验区落地北京、辽宁、浙江、安徽、山东、河南、湖北、湖南、海南、贵州 10 个地方，加快探索数据市场化价值化路径。

住建部数据显示，1-6 月份，全国新开工改造城镇老旧小区 1.65 万个，河北、辽宁、重庆、黑龙江、上海、福建等 6 个地区开工率超过 80%。2025 年，全国计划新开工改造城镇老旧小区 2.5 万个。

据央行统计，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。

商务部介绍，今年以来，超 6600 万名消费者购买 12 大类家电以旧换新产品超 1.09 亿台，超 6900 万名消费者购买手机等数码产品超 7400 万件，全国 8.2 万家销售门店开展电动自行车以旧换新，累计换购新车 905.6 万辆。

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。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，7月25日当周各品种钢材开工率环比上周上升，螺纹钢和线材开工率分别环比上升1.02个百分点和0.57个百分点；建材社会库存连续两周回升，本周较前一周上升4.21万吨。7月23日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周持平或下降，华北、东北和西北地区开工率较前一周持平，华东和华南地区开工率较前一周下降。

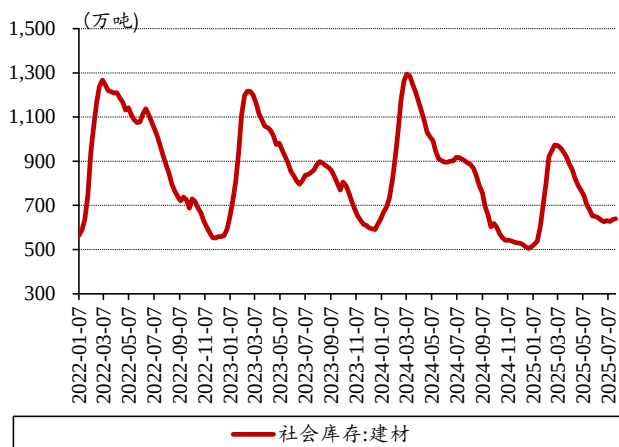
图表4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较2025年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率（%）	43.95	1.02	4.62
	线材：主要钢厂开工率（%）	47.10	0.57	0.00
石油沥青装置	开工率：华东地区（%）	24.50	(5.20)	(8.30)
	开工率：华北地区（%）	13.80	0.00	(24.40)
	开工率：华南地区（%）	35.00	(1.00)	10.80
	开工率：东北地区（%）	20.50	0.00	1.60
	开工率：西北地区（%）	37.90	0.00	17.00

资料来源：万得，中银证券

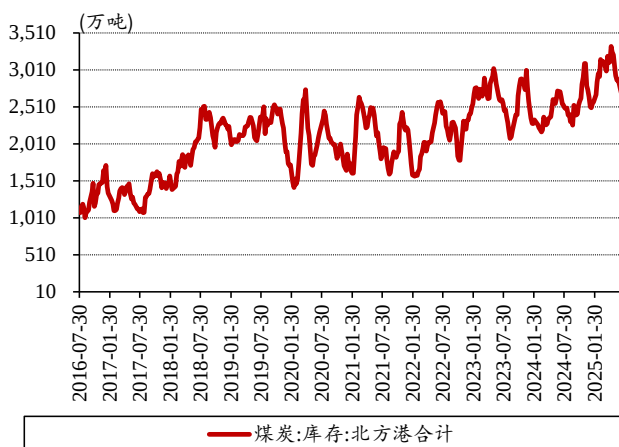
海外机构持仓方面，本周SPDR黄金ETF持仓总价值变动1.07%。原油库存方面，7月18日当周，美国API原油库存下降，本周环比下降57.70万桶。

图表5.建材社会库存周度表现



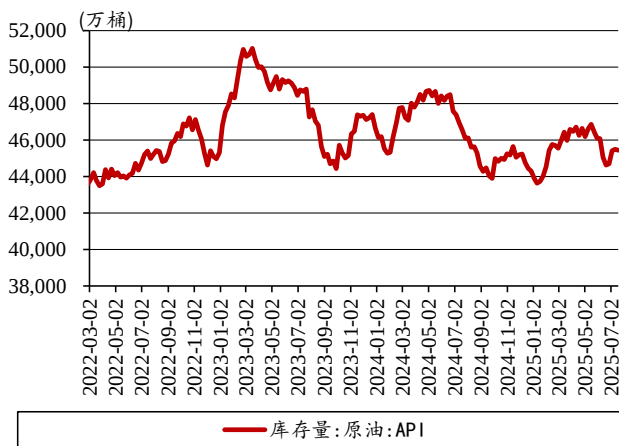
资料来源：万得，中银证券

图表6.北方港煤炭库存周度表现



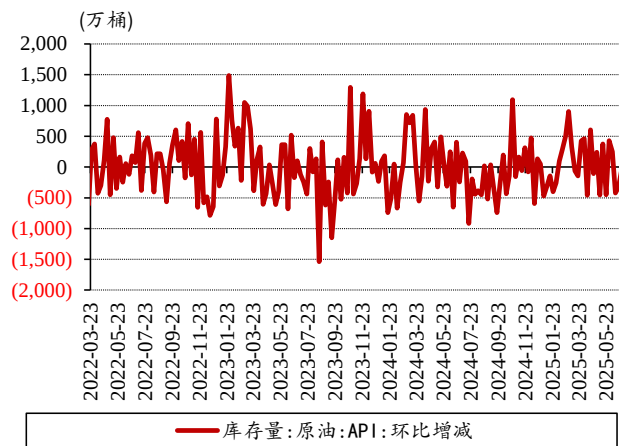
资料来源：同花顺，中银证券

图表7.美国API原油库存周度表现



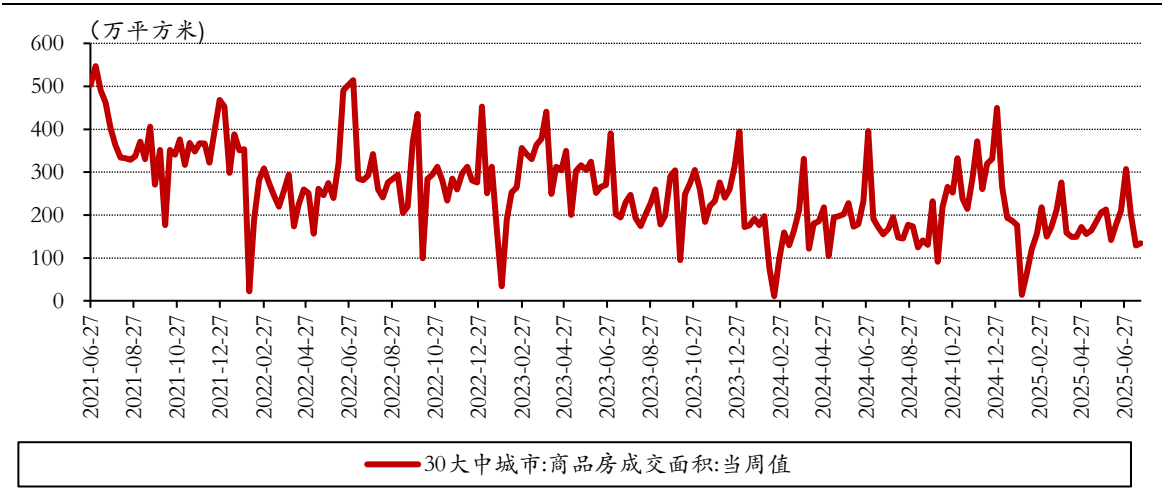
资料来源：万得，中银证券

图表8.美国API原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大中城市商品房周成交面积表现

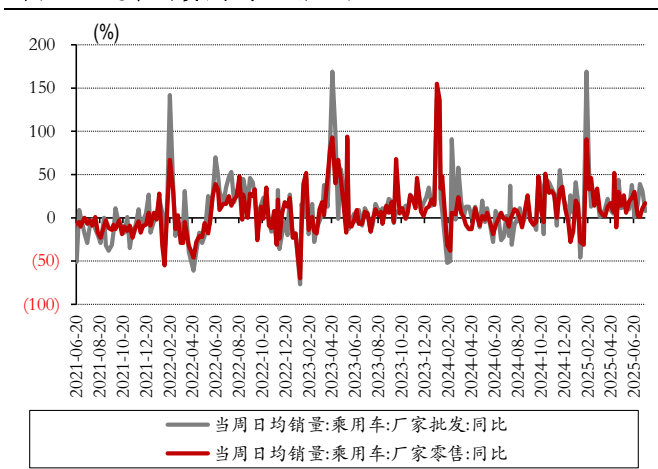


资料来源：万得，中银证券

7月初商品房成交环比连续两周回落后，本周成交环比有所回升。7月20日当周，30大中城市商品房成交面积环比上升，单周成交面积环比变动4.53万平方米。央行货币政策委员会二季度例会指出，要加大存量商品房和存量土地盘活力度，持续巩固房地产市场稳定态势。

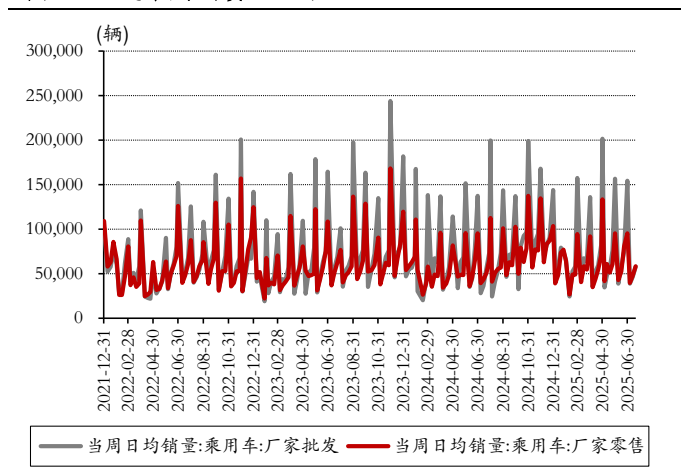
汽车方面，7月20日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为8.00%和17.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，汽车销量或保持较好增速。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：关注跨境资金流动

上证 380 指数领涨。本周市场指数普涨，领涨的指数包括上证 380（3.48%）、中证 500（3.28%）、创业板指（2.76%），涨幅较小的指数包括上证 50（1.12%）、上证综指（1.67%）、沪深 300（1.69%）。行业方面涨多跌少，领涨的行业有煤炭（8.00%）、钢铁（7.55%）、有色金属（7.10%），领跌的行业有银行（-2.89%）、通信（-0.47%）、电力及公用事业（-0.03%）。本周周期品行业指数领涨，银行业指数跌幅较大。

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证 380	3.48	煤炭	8.00	小金属指数	10.08
中证 500	3.28	钢铁	7.55	稀土永磁指数	8.15
创业板指	2.76	有色金属	7.10	海绵城市指数	6.28
沪深 300	1.69	电力及公用事业	(0.03)	次新股指数	0.35
上证综指	1.67	通信	(0.47)	区块链指数	0.32
上证 50	1.12	银行	(2.89)	ST 概念指数	(0.16)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

电动车 | 新版强制性国家标准《电动自行车安全技术规范》将于 9 月 1 日施行。工信部等四部门发文作出部署，保障新旧标准车辆平稳过渡；一是加快新标车研发生产，二是强化检测认证保障，三是合理控制旧标车增量。

光伏 | 在光伏行业供应链发展（大同）研讨会上，多晶硅材料制备技术国家工程实验室主任严大洲表示，近年来多晶硅综合能耗持续降低，正在推进修订多晶硅单位产品综合能耗标准，以实现推动落后产能出清。

人工智能 | 上交所举办上海市人工智能产业链企业座谈会表示，将以人工智能等前沿科技领域为战略支点，进一步强化优质科技企业全生命周期、全产品线、全业务链条培育和服务，加快推动典型案例早日落地。

光伏 | 国家能源局公布，截至 6 月底，全国累计发电装机容量 36.5 亿千瓦，同比增长 18.7%。其中，太阳能发电装机容量 11 亿千瓦，增长 54.2%；风电装机容量 5.7 亿千瓦，增长 22.7%。

游戏 | 国家新闻出版署公布 7 月网络游戏审批信息，共 127 款国产游戏获得版号，7 款进口游戏获得版号。继《黑神话：悟空》之后，又一国产 3A 游戏《明末：渊虚之羽》登上 Steam 平台热销榜第一。该款游戏售价 248 元，豪华版售价达到 298 元，即将在 7 月 24 日正式推出。

机器人 | 字节跳动 Seed 团队发布通用机器人模型 GR-3，具备泛化到新物体和新环境的能力。该团队还开发一款通用双臂移动机器人 ByteMini，搭载 GR-3 模型可高效在真实环境中处理复杂任务。

机器人产业 | 三家具身智能公司千寻智能、逐际动力、众擎机器人接连发布融资消息，背后的领投方均为京东。京东回应密集投资机器人企业表示，将持续通过内部技术创新和外部投资等方式来构建技术创新生态，让技术为产业和消费者创造价值。

AI 产业 | 阿里更新了旗舰版 Qwen3 模型，推出 Qwen3-235B-A22B-FP8 非思考模式(Non-thinking)的更新版本，命名为 Qwen3-235B-A22B-Instruct-2507-FP8。新的 Qwen3 模型，通用能力显著提升，包括指令遵循、逻辑推理、文本理解、数学、科学、编程及工具使用等方面，在众多测评中表现出色。

基建产业 | 雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市举行。工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设 5 座梯级电站，总投资约 1.2 万亿元。工程电力以外送消纳为主，兼顾西藏本地自用需求。

AI 产业 | 据全球大模型竞技场 LMArena 消息，开源模型与闭源模型的竞争进一步升级。在全球开源模型排行榜中，KimiK2、DeepSeekR1、Qwen3 等 3 个来自中国的开源模型排名前三，领先于谷歌 Gemma3 和 Meta 旗下 Llama4，KimiK2 成为全球最强开源模型。

债券：债市收益率出现调整

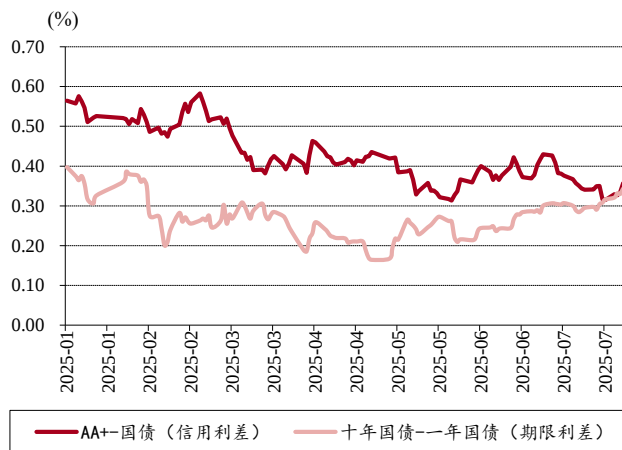
信用债和长久期利率债收益率上行幅度较大，期限利差持续小幅上行。十年期国债收益率周五收于 1.73%，本周上行 7BP，十年国开债收益率周五收于 1.81%，较上周五上行 9BP。本周期限利差上行 3BP 至 0.35%，信用利差上行 4BP 至 0.35%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

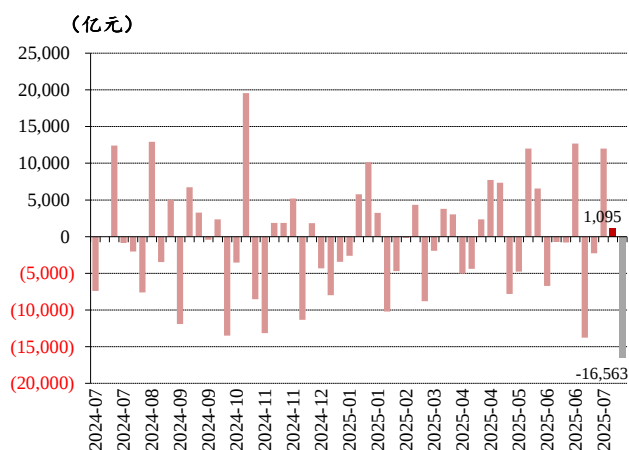
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

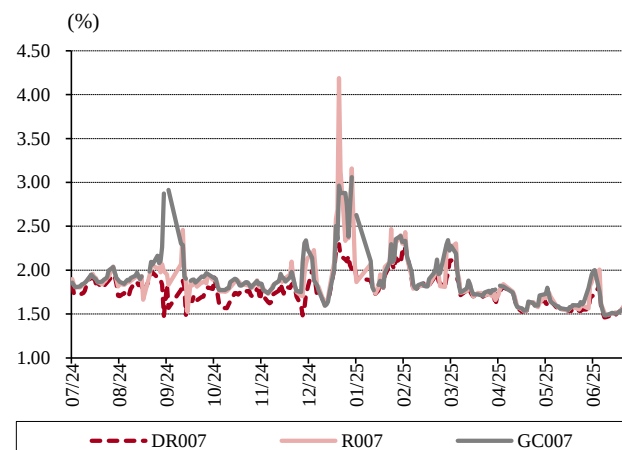
央行有意维持利率市场平稳。本周央行在公开市场净投放 1095 亿元。本周资金拆借利率出现上行，周五 R007 收于 1.69%，周五 GC007 收于 1.64%。本周拆借资金利率先下后上，且周四周五上行幅度较大，但央行周五在公开市场投放 4000 亿一年期 MLF 资金，表明央行有意维持资金拆借市场利率平稳，我们认为下半年在稳增长的背景下，货币政策仍有降准降息的空间，短期关注 7 月政治局会议对下半年经济工作的具体部署。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻 (新闻来源：万得)

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%。

银行业理财登记托管中心报告显示，今年上半年，全国新发理财产品累计募集资金 36.72 万亿元。截至 6 月末，银行理财市场存续规模达 30.67 万亿元，较年初增加 2.38%。

财政部介绍，2025 年的 2 万亿元置换债券截至 6 月末已发行 1.8 万亿元，占全年额度的 90%，已使用 1.44 万亿元。

截至 6 月末，境外机构持有银行间市场债券 4.23 万亿元，约占银行间债券市场总托管量的 2.5%。

大宗商品：周期品价格上涨

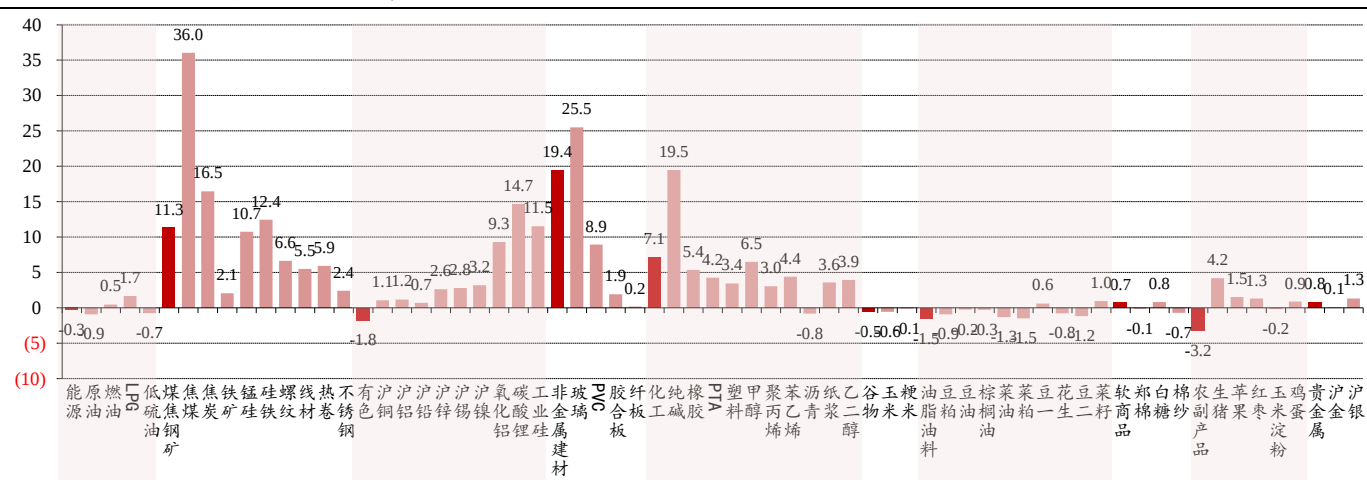
大宗商品价格分化。本周商品期货指数上涨 1.37%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（19.41%）、煤焦钢矿（11.30%）、化工（7.14%）、贵金属（0.76%），下跌的有能源（-0.29%）、谷物（-0.55%）、油脂油料（-1.51%）、有色金属（-1.77%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有焦煤（36.04%）、玻璃（25.51%）、纯碱（19.47%），跌幅靠前的则有菜粕（-1.49%）、菜油（-1.33%）、豆二（-1.16%）。受大型基建项目落地提振，周期品价格本周涨幅较大。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +1.37%	能源 -0.29%	煤焦钢矿 +11.30%
有色金属 -1.77%	非金属建材 +19.41%	化工 +7.14%
谷物 -0.55%	油脂油料 -1.51%	贵金属 +0.76%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

EIA 天然气报告显示，截至 7 月 18 日当周，美国天然气库存总量为 30750 亿立方英尺，较此前一周增加 230 亿立方英尺，较去年同期减少 1530 亿立方英尺，同比降幅 4.7%，同时较 5 年均值高 1710 亿立方英尺，增幅 5.9%。

中国煤炭运销协会：7 月上旬，受降雨天气多发影响，重点监测企业煤炭供应量有所减量，煤炭企业去库存进程加快，下游用户采购仍保持谨慎，以刚性需求和长协煤采购为主，受此影响，煤炭生产及销售环节均出现不同程度回落。

国际铜研究组织（ICSG）：2025 年 5 月全球精炼铜市场供应过剩 9.7 万吨。

国际铝业协会（IAI）称，6 月份全球氧化铝产量为 604.5 万吨，去年同期为 598.9 万吨，前一个月修正值为 625.1 万吨。预计 6 月中国氧化铝产量为 362.5 万吨，前一个月修正值为 374.6 万吨。

农业农村部召开推动生猪产业高质量发展座谈会指出，当前，生猪产业面临产能阶段性偏高、生产和价格波动风险大等问题。要严格落实产能调控举措，合理淘汰能繁母猪，适当调减能繁母猪存栏，减少二次育肥，控制肥猪出栏体重，严控新增产能。

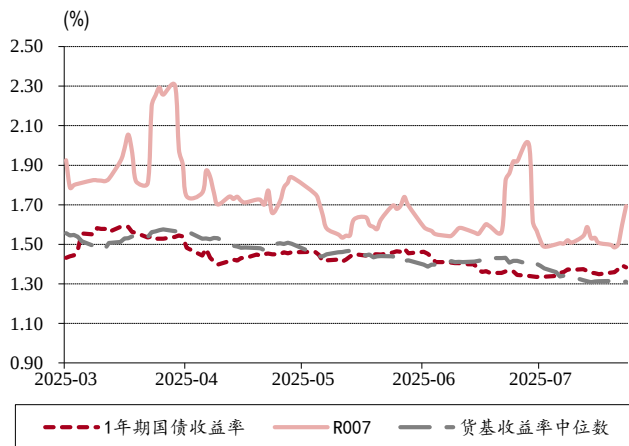
美国牛肉价格创下历史新高。根据美国政府数据，6 月份碎牛肉平均价格比去年上涨近 12%，未加工牛肉牛排的平均价格上升 8%。美国 7 月 14 日宣布对大部分墨西哥产新鲜番茄征收约 17% 关税，事实上终结了两国先前达成的番茄贸易协议。

据中国黄金协会最新统计，上半年，全国共生产黄金 252.761 吨，同比增长 0.44%；黄金消费量 505.205 吨，同比下降 3.54%；国内黄金 ETF 增仓量为 84.771 吨，同比增长 173.73%，至 6 月底持仓量为 199.505 吨。

货币类：货币基金收益率波动中枢在 1.5% 下方

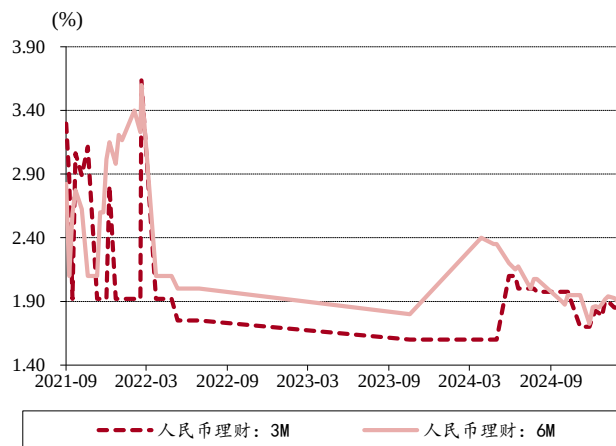
拆借资金利率波动，不影响货币类产品收益率整体维持在偏低水平波动。本周余额宝 7 天年化收益率上行 2BP，周五收于 1.09%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率下行 3BP 收于 1.90%。本周万得货币基金指数上涨 0.02%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.31%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

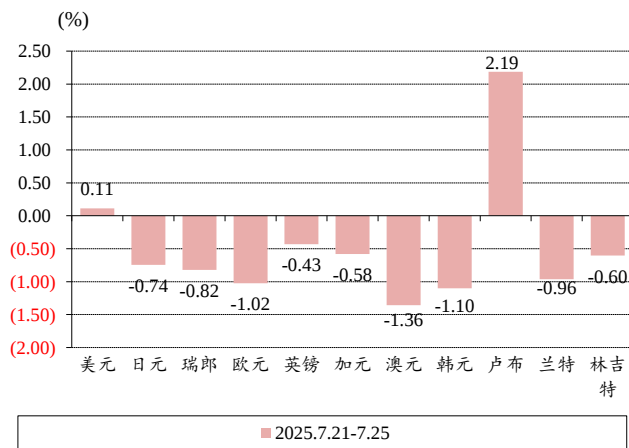


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数维持弱势调整

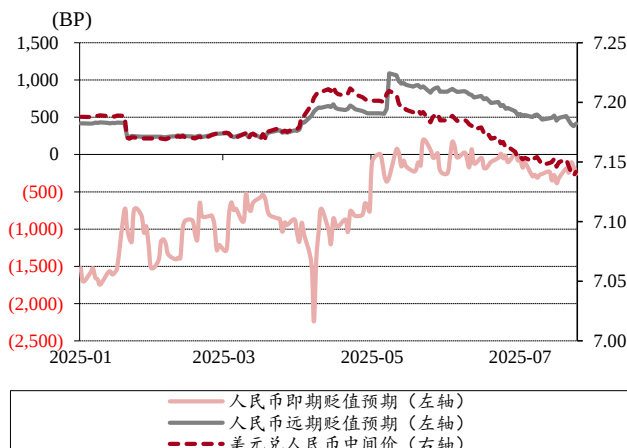
人民币兑美元中间价本周下行 79BP，至 7.1419。本周人民币对卢布(2.19%)、美元(0.11%)升值，对英镑(-0.43%)、加元(-0.58%)、林吉特(-0.60%)、日元(-0.74%)、瑞郎(-0.82%)、兰特(-0.96%)、欧元(-1.02%)、韩元(-1.10%)、澳元(-1.36%)贬值。美元指数本周回落。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

环球银行金融电信协会 (Swift) 数据显示，今年 6 月，在基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币排名全球第六大最活跃货币的位置，占比 2.88%。

央行、外汇局拟出台文件，将低版本资金池政策推广至全国，建立本外币一体化的资金池政策框架，未来各地新增资金池业务及存量外币资金池业务，均按照低版本资金池规定办理。

国家外汇局介绍，上半年，非银行部门跨境资金净流入 1273 亿美元，外资净增持境内股票和基金 101 亿美元，扭转过去两年总体净减持态势，预计外资仍会逐步增配人民币资产。

港股：关注 8 月美国关税对全球经济的实质性影响

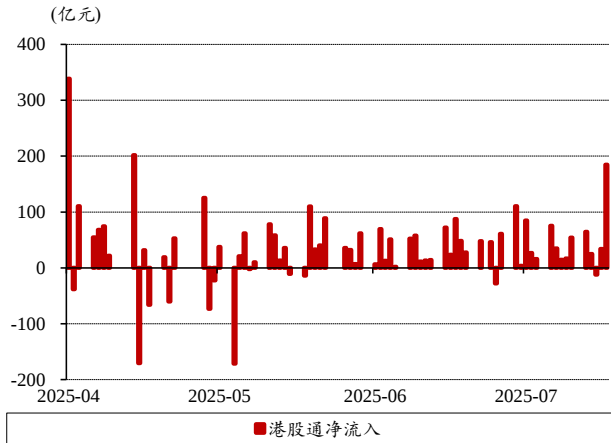
本周美国方面宣布与日本、菲律宾、印尼等国家谈定了关税税率，我们预计 8 月 1 日开始，美国关税将对全球贸易产生实质性的负面影响，关注全球经济增长前景和通胀走势的波动。行业方面本周领涨的有综合企业（8.77%）、原材料业（7.69%）、能源业（5.41%），下跌的仅有电讯业（-1.05%）。本周南下资金总量 295.66 亿元。

图表 23. 恒指走势



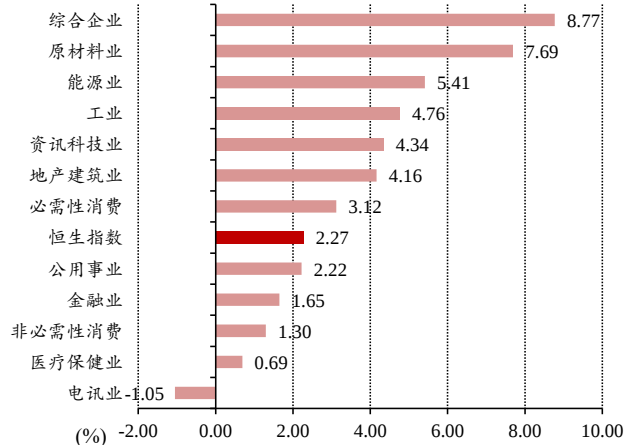
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



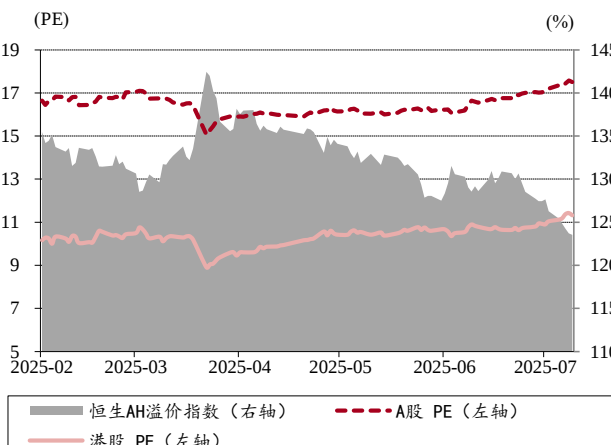
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

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”。由于关税最终如何落地尚不清晰，欧洲央行没有就后续政策路径提供任何前瞻指引，并罕见地将“贸易争端”列为政策不确定性的主要来源，强调当前环境“异常不确定”。

俄罗斯央行将基准利率从 20% 下调至 18%，符合市场预期。俄罗斯央行表示，将维持紧缩的货币政策，直至 2026 年将通胀率恢复至目标水平。

土耳其央行重启降息周期，将基准利率从 46% 下调至 43%，且降息幅度超出市场预期。

美国总统特朗普称，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。特朗普还表示，美联储主席鲍威尔是个“非常好的人”，他可能准备降息，仍希望美元强势。

美国上周初请失业金人数为 21.7 万，连续第六周下降，仍是 4 月中旬以来的最低水平，低于市场预期的 22.6 万和前值 22.1 万。

美国 6 月耐用品订单初值环比减 9.3%，为 2020 年 4 月以来最大降幅。核心耐用品订单环比意外下降 0.7%，市场预期增长 0.1%。

欧元区 7 月制造业 PMI 初值录得 49.8，创 2022 年 7 月以来最高值；服务业 PMI 意外升至 51.2，带动综合 PMI 至 51，均高于市场预期。德国、法国 PMI 数据也均有所回升。

韩国第二季度 GDP 环比增长 0.6%，好于经济学家预期，主要得益于消费复苏和出口向好。实际国内总收入（GDI）环比增长 1.3%，高于 GDP 增幅。

美国全国房地产经纪协会（NAR）报告显示，6 月二手房成交量下降 2.7%，至折合年率 393 万套，创九个月低点。二手房售价中值同比增长 2%，至 43.53 万美元。

美国总统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。

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。日本将购买价值 80 亿美元的美国商品，包括玉米、大豆、化肥、生物乙醇和可持续航空燃料。

美国总统特朗普表示，将对世界其他大部分国家征收 15% 至 50% 的简单关税。特朗普还说，美国正在与欧盟进行认真谈判，如果他们同意向美国企业开放，美国将允许他们支付较低的关税。

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。

美国总统特朗普造访美联储。特朗普表示，跟美联储主席鲍威尔讨论了利率问题，称“这次谈话很有成效”。特朗普表示，希望鲍威尔能降低利率，如果把利率降低三个百分点至一个百分点，美国就能省下一万多亿美元。他将观察委员会如何制定利率规则。

美国总统特朗普的支持者领导的一家投资公司起诉美联储主席鲍威尔和其他美联储官员，要求美联储以公开的方式召开货币政策会议。美国投资者 James Fishback 的 Azoria Capital 公司在诉讼中说，FOMC 几十年来闭门开会的做法违反了政府透明度法。

欧盟成员国投票通过一项对总额 930 亿欧元的美国产品加征反制关税的措施。欧盟委员会发言人奥洛夫·吉尔表示，如果在 8 月 7 日之前欧美贸易谈判失败，这些反制措施将自动生效。

在日本第 27 届参议院选举中，自民党和公明党组成的执政联盟失去参议院过半席位。这是自民党自 1955 年成立以来，首次在国会众参两院都未能取得过半数席位。

印度与英国签署自由贸易协议。印度出口英国的商品 99% 将实现零关税。英国出口印度的商品中，90% 的关税税率将下调，85% 的商品将在 10 年内实现零关税。该协议是印度十多年来与发达经济体签署的首个重要双边贸易协议。

下周大类资产配置建议

上半年经济数据收官。1-6 月份，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%；6 月份，规模以上工业企业利润同比下降 4.3%。国家统计局：6 月份，规模以上工业企业利润同比降幅较 5 月份有所收窄，以装备工业为代表的新动能行业利润增长较快，“两新”政策带动效果持续显现。

美国与菲律宾、印尼和日本达成贸易协定。美国总统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；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。从美国目前的关税谈判情况看，即便达成协议，协议方对美国关税或有大幅调降，但是美国对协议方的关税仅表现出些微调降。我们维持此前观点，认为 8 月 1 日美国关税政策落地将对全球贸易和经济产生冲击，美国与各个国家已经谈定的关税协议不会影响全球贸易受影响的结果。

美国关税政策即将对全球经济产生实质性影响。随着 8 月 1 日逐渐接近，美国的关税政策也将迎来落地时点，继两周前美国总统特朗普对 14 个国家和 8 个国家通知关税税率后，本周特朗普再次表示通过协商确定了对日本、菲律宾和印尼的关税税率。目前来看，与美国关税税率尚未确定的主要经济体是中国与欧盟，其中中方代表将于 7 月 27 日至 30 日赴瑞典与美方举行经贸会谈，而欧盟成员国投票通过一项对总额 930 亿欧元的美国产品加征反制关税的措施，如果在 8 月 7 日之前欧美贸易谈判失败，这些反制措施将自动生效。从截至目前的国际机构对 2025 年全球经济增速预测来看，IMF 预测经济增速 2.79%，WB 预测经济增速 2.30%，OECD 预测经济增速 2.93%，均预期经济增速较 2024 年有不同程度的下行。考虑到上半年净出口对我国 GDP 增速拉动 1.65 个百分点，我们认为从国内稳增长的需要出发，宏观政策有加码的空间，政策作用方向或包括消费补贴、稳定房地产市场、继续大力支持两重两新、重大基建项目落地等等，同时货币政策和财政政策可能都有继续宽松的空间。短期建议关注政治局会议，中期建议关注三季度末四季度这一时点。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

风险提示：

全球通胀二次上行；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点（2025.7.27）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注国内稳增长政策的落地情况	不变
三个月内	=	关注中美经贸磋商进展及其释放的重要信息	不变
一年内	=	地缘关系仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	+	关注“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在 2%上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371