

2025年07月27日

商品价格波动加大，看好行业龙头持续改善

——资产配置周报（2025/07/21-2025/07/25）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

联系人

陈伟业

cwj@longone.com.cn

投资要点

- **全球大类资产回顾。**7月25日当周，全球股市多数收涨；主要商品期货中铜小幅收涨，铝、黄金、原油下跌；美元指数下跌，非美货币升值。1) 权益方面：科创50>日经225>创业板指>恒生科技指数>深证成指>恒生指数>沪深300指数>上证指数>标普500>英国富时100>道指>纳指>法国CAC40>德国DAX30。2) 美欧贸易磋商扰动避险情绪，欧央行暂停降息亦有影响，黄金价格当周回落，原油价格延续调整。3) 工业品期货：南华工业品价格指数连涨4周，炼焦煤、螺纹钢上涨，水泥、混凝土下跌；高炉开工率持平上周；乘用车日均零售4.89万辆，环比上涨11.40%，同比上升11.00%；BDI环比上涨10.0%。4) 国内利率债收益率明显上行，全周中债1Y国债收益率上涨3.45BP至1.3835%，10Y国债收益率上涨6.72BP收至1.7324 %。5) 长短端美债收益率涨跌不一。2Y美债收益率当周上行3BP至3.91%，10Y美债收益率下行4BP至4.40%。6) 美元指数收于97.6674，周下跌0.82%；离岸人民币对美元升值0.18%；日元对美元升值0.52%。
- **国内权益市场。**7月25日当周，风格方面，周期>消费>成长>金融，日均成交额为15260亿元（前值14762亿元）。申万一级行业中，共有27个行业上涨，4个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为建筑材料（+8.20%）、煤炭（+7.98%）、钢铁（+7.67%）；跌幅靠前的行业为银行（-2.87%）、通信（-0.77%）、公用事业（-0.27%）。
- **商品价格波动加大，看好行业龙头持续改善。**商品的价格通常取决于生产端的边际成本的最高者，在经历了前期的大涨之后，焦煤、焦炭、纯碱、氧化铝等商品期货价格在7月25日出现大幅回调。我们认为在现货价格出现大幅上涨之后，短期或推动下游补库存，但是最终价格仍由供需决定。在现货价格上涨过程中，保持高开工率并且拥有合约货长约的行业龙头将会明显受益。上半年全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降1.8%，但相较于工业生产者出厂价格同比2.8%的下降已经改善。由于房地产等项目拖累，加之“反内卷”背景下对于上下游产业链各个环节的影响不一，我们认为未来商品的价格呈结构化，但是整体推动PPI回升，行情的持续性比高度更加重要，看好周期的行业龙头。从资产配置的角度，股、债、商品之间仍存在一定的跷跷板效应，长周期角度看权益资产表现，推荐周期龙头、科技、消费等行业。
- **利率与人民币汇率。**周内资金利率先下后上。新的一周，同业存单到期压力下降、政府债融资力度稳定、央行维稳态度明确，以上因素对资金面较为有利。不过，权益与商品市场分流压力、债基赎回压力以及跨月因素对流动性的扰动仍值得警惕。周内债市调整幅度较大，国债长端收益率上行较明显。近期“反内卷”政策催生通胀预期，股市与商品市场情绪较好，债市震荡或加剧。美债方面，市场已逐步计价关税及年内美联储降息路径影响，开始关注下一届美联储主席政策取向。叠加特朗普继续向美联储施压，周内美债长端收益率有所下降。美债趋势性行情仍需等待财政压力放缓，以及通胀、就业等硬指标更加明朗。受中美将举行新一轮经贸谈判、特朗普表态有意访问中国以及中国风险资产走强等因素提振，人民币对美元升值并创年内新高。我们认为，关税风险大幅缓解，国内基本面预期好转两个关键因素对人民币的支撑力度仍较强。
- **风险提示：**周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

正文目录

1. 核心观点：商品价格波动加大，看好行业龙头持续改善	5
1.1. 市场观点与资产配置建议	5
1.2. 全球大类资产回顾	5
1.3. 国内权益市场回顾	7
2. 利率及汇率跟踪.....	7
2.1. 资金面：银行间缺口上升，利率从底部上行	7
2.2. 利率债：风险偏好提升，长端收益率明显上行	7
2.3. 美债：复杂局面下或仍在高位震荡	8
2.4. 多因素提振人民币表现	8
3. 原油、黄金、金属铜等大宗跟踪.....	8
3.1. 能源跟踪	8
3.2. 黄金跟踪	10
3.3. 金属铜跟踪	12
4. 行业及主题.....	14
4.1. 行业高频跟踪	14
4.2. 主要指数及行业估值水平	16
5. 重要市场数据及流动性跟踪.....	17
5.1. 资金及流动性跟踪	17
5.2. 美国流动性及利率跟踪	18
6. 市场资讯	19
6.1. 海外市场资讯	19
6.2. 国内市场资讯	19
6.3. 政策面	20
7. 财经日历	21
8. 风险提示	21

图表目录

图 1 全球主要大类资产周度表现, %	6
图 2 中债美债周度表现, BP	6
图 3 申万一级行业周度涨跌幅, %	7
图 4 原油价格, 美元/桶	9
图 5 天然气价格, 美元/百万英热	9
图 6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台	10
图 7 美国燃料库存, 百万桶	10
图 8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %	10
图 9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天	10
图 10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶	10
图 11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨	10
图 12 美元指数与伦敦金现, 美元/盎司	11
图 13 VIX 与金价, 美元/盎司	11
图 14 10Y-2Y 美国国债利差, %, bps	11
图 15 10Y-2Y 中国国债利差, %, bps	11
图 16 中美国债收益率与金价, 美元/盎司, %	12
图 17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测	12
图 18 2000 年以来我国央行黄金储备, 万盎司, 美元/盎司	12
图 19 全球黄金 ETF 总持仓量, 吨, %	12
图 20 金属铜价格, 元/吨, 美元/吨	13
图 21 铜精矿 25%Cu: 远期现货综合指数, 美元/千吨	13
图 22 铜精矿和电解铜库存, 万吨	13
图 23 中国矿产粗铜产量, 万吨	13
图 24 中国铜精矿和电解铜产量, 万吨	13
图 25 中国电解铜产能和产能利用率, 万吨, %	13
图 26 中国电解铜和需求缺口, 万吨	14
图 27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量, 手	14
图 28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量, 吨	14
图 29 上海平水铜、升水铜升贴水, 元/吨	14
图 30 247 家钢厂高炉产能利用率, %	14
图 31 乘用车日均零售销量, 辆	14
图 32 BDI 指数	15
图 33 一、二、三线城市新房成交面积, 万平方米	15
图 34 30 城新房成交面积, 万平方米	15
图 35 14 城二手房成交面积, 万平方米	15
图 36 主要行业高频数据	15
图 37 主要指数估值及分位数水平, %	16
图 38 各行业指数估值及分位数水平, %	16
图 39 两融余额, 亿元, 亿元	17
图 40 普通股票型、偏股混合型基金仓位, %	17
图 41 DR007、7 天期 OMO 利率, %	18
图 42 SHIBOR 3M, %	18
图 43 美国存款准备金占比银行总资产, %	18
图 44 美国金融流动性指标, 十亿美元	18
图 45 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps	19
图 46 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元	19

图 47 财经日历 21

1.核心观点：商品价格波动加大，看好行业龙头持续改善

1.1.市场观点与资产配置建议

1) 商品价格波动加大，看好行业龙头持续改善。商品的价格通常取决于生产端的边际成本的最高者，在经历了前期的大涨之后，焦煤、焦炭、纯碱、氧化铝等商品期货价格在 7 月 25 日出现大幅回调。我们认为在现货价格出现大幅上涨之后，短期或推动下游补库存，但是最终价格仍由供需决定。在现货价格上涨过程中，保持高开工率并且拥有合约货长约的行业龙头将会明显受益。上半年全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 1.8%，但相较于工业生产者出厂价格同比 2.8% 的下降已经改善。由于房地产等项目拖累，加之“反内卷”背景下对于上下游产业链各个环节的影响不一，我们认为未来商品的价格呈结构化，但是整体推动 PPI 回升，行情的持续性比高度更加重要，看好周期的行业龙头。从资产配置的角度，股、债、商品之间仍存在一定的跷跷板效应，长周期角度看好权益资产表现，推荐周期龙头、科技、消费等行业。

2) 利率与人民币汇率。周内资金利率先下后上。新的一周，同业存单到期压力下降、政府债融资力度稳定、央行维稳态度明确，以上因素对资金面较为有利。不过，权益与商品市场分流压力、债基赎回压力以及跨月因素对流动性的扰动仍值得警惕。周内债市调整幅度较大，国债长端收益率上行较明显。近期“反内卷”政策催生通胀预期，股市与商品市场情绪较好，债市震荡或加剧。美债方面，市场已逐步计价关税及年内美联储降息路径影响，开始关注下一届美联储主席政策取向。叠加特朗普继续向美联储施压，周内美债长端收益率有所下降。美债趋势性行情仍需等待财政压力放缓，以及通胀、就业等硬指标更加明朗。受中美将举行新一轮经贸谈判、特朗普表态有意访问中国以及中国风险资产走强等因素提振，人民币对美元升值并创年内新高。我们认为，关税风险大幅缓解，国内基本面预期好转两个关键因素对人民币的支撑力度仍较强。

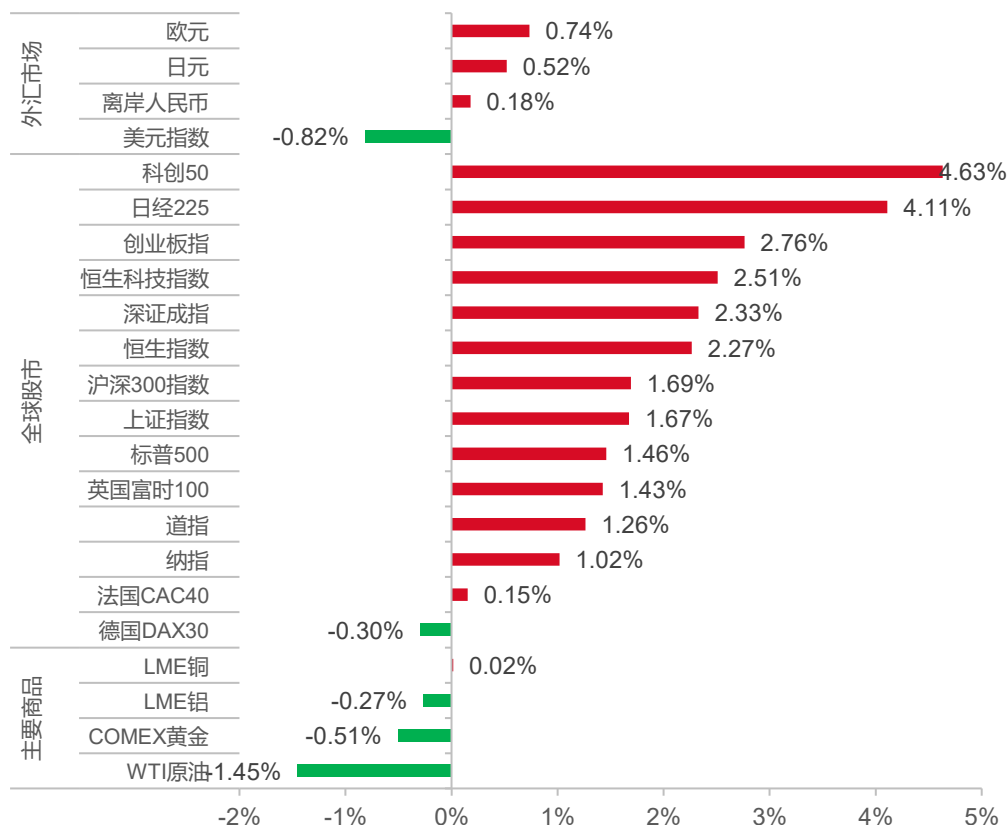
3) 新的一周主要经济数据与市场预期。新的一周美国和欧元区将发布 GDP 和通胀数据，以及美国非农就业和全球制造业 PMI 数据等。中央银行会议包括美联储 FOMC、日本银行和加拿大银行。新的一周将是美国财报季最繁忙的一周，科技公司将成为焦点；与此同时，美联储预计将维持联邦基金利率在 4.25% - 4.50% 不变，政策制定者保持谨慎立场，采取“观望”态度。根据近期标普的 PMI 预览值显示，美国经济在 7 月份的领先表现有所加强，尽管欧元区也加快了增长势头，录得近一年来最强劲的产出增长。采购经理人指数还显示，美国就业增长强劲，通胀高于目标水平；因此，市场将等待个人消费支出数据，以及非农就业数据，以寻找更多通胀信号。

1.2.全球大类资产回顾

7 月 25 日当周，全球股市多数收涨；主要商品期货中铜小幅收涨，铝、黄金、原油下跌；美元指数下跌，非美货币升值。1) 权益方面：科创 50> 日经 225> 创业板指> 恒生科技指数> 深证成指> 恒生指数> 沪深 300 指数> 上证指数> 标普 500> 英国富时 100> 道指> 纳指> 法国 CAC40> 德国 DAX30。国内来看，“反内卷”政策在各行业铺开，雅下水电站带动增量基建需求，商品价格回升的预期下，周期板块活跃度明显提升，市场也在等待政治局会议释放进一步政策信号。海外来看，美日达成贸易协议释放积极信号，但美欧贸易协定仍存不确定性，此外美联储主席鲍威尔是否会遭到解雇也在扰动风险偏好。2) 美欧贸易磋商扰动避险情绪，欧央行暂停降息亦有影响，黄金价格当周回落，原油价格延续调整。3) 工业品期货：南华工业品价格指数连涨 4 周，炼焦煤、螺纹钢上涨，水泥、混凝土下跌；高炉开工率

持平上周；乘用车日均零售 4.89 万辆，环比上涨 11.40%，同比上升 11.00%；BDI 环比上涨 10.0%。4) 国内利率债收益率明显上行，全周中债 1Y 国债收益率上涨 3.45BP 至 1.3835%，10Y 国债收益率上涨 6.72BP 收至 1.7324 %。5) 长短端美债收益率涨跌不一。2Y 美债收益率当周上行 3BP 至 3.91%，10Y 美债收益率下行 4BP 至 4.40%；10Y 日债收益率上行 7.7BP 至 1.6050%。6) 美元指数收于 97.6674，周下跌 0.82%；离岸人民币对美元升值 0.18%；日元对美元升值 0.52%。

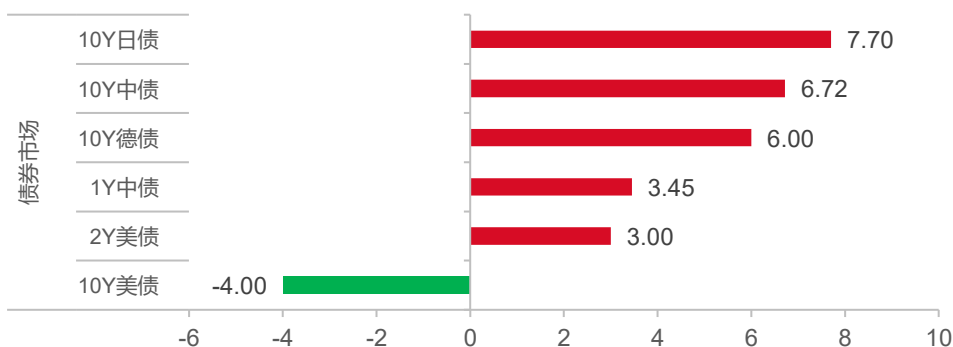
图1 全球主要大类资产周度表现，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

备注：美元兑人民币/日元汇率涨跌幅均取负值表现货币升值贬值。

图2 中债美债周度表现，BP

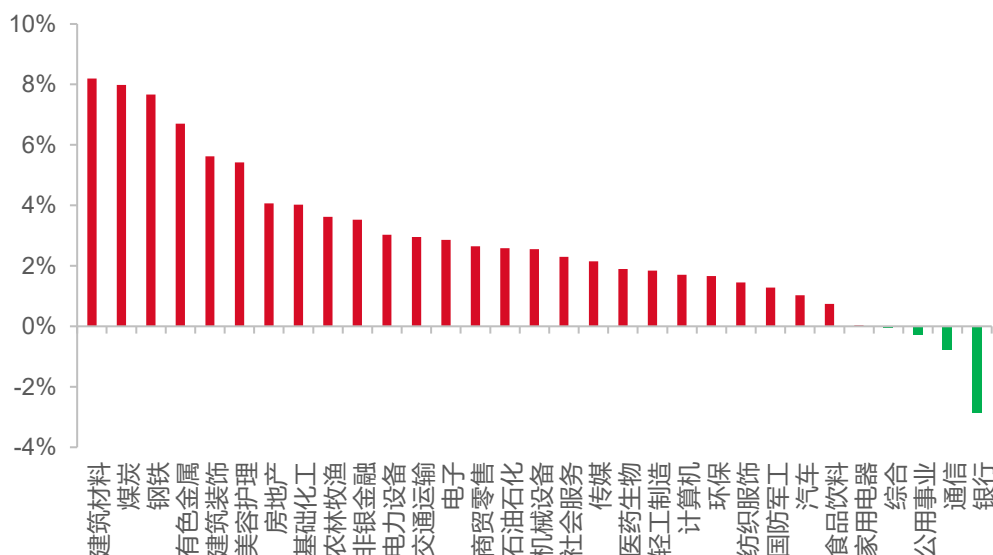


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.国内权益市场回顾

国内权益市场：至 7 月 25 日当周，风格方面，周期>消费>成长>金融，日均成交额为 15260 亿元（前值 14762 亿元）。申万一级行业中，共有 27 个行业上涨，4 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为建筑材料（+8.20%）、煤炭（+7.98%）、钢铁（+7.67%）；跌幅靠前的行业为银行（-2.87%）、通信（-0.77%）、公用事业（-0.27%）。

图3 申万一级行业周度涨跌幅，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所，7/21-7/25

2.利率及汇率跟踪

2.1.资金面：银行间缺口上升，利率从底部上行

周一至周三，由于税期结束且政府融资力度下降，流动性转向宽松。期间央行 OMO 虽然连续净回收，但不影响整体格局，短期资金利率快速下行，并重回年内低位（即 7 月上旬位置）。周四，在 1）债市连续回调触发赎回压力；2）股市和商品市场持续向好对资金的分流效应不断积累；3）同业存单缺口上升（到期规模明显上行，但发行力度未同步上升）等因素综合影响下，银行间资金缺口上升，利率快速上行。周五，央行 OMO 与 MLF 均实现净投放，资金压力有所缓解。全周 DR001 加权均价区间为 1.31%-1.65%（前一周 1.42%-1.53%），DR007 加权均价区间为 1.47%-1.65%（前一周 1.51%-1.57%）。同业存款收益率普遍上行，1M、3M、6M、1Y 期限收益率分别收于 1.56%、1.59%、1.65%、1.68%，分别较前一周+5.16bp、+4.46bp、+5.75bp、+5bp。

新的一周，同业存单到期压力下降、政府债融资力度稳定、央行维稳态度明确，以上因素对资金面较为有利。不过，商品与权益市场分流压力、债基赎回压力以及跨月因素对流动性的扰动仍值得警惕。

2.2.利率债：风险偏好提升，长端收益率明显上行

受风险偏好明显提升影响，周内债市调整幅度较大，国债长端收益率上行幅度更大。1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期国债收益率分别收于 1.29%、1.3%、1.37%、1.38%、

1.6%、1.73%、1.97%，分别较前一周+1.08bp、-0.05bp、+4.81bp、+3.45bp、+7.92bp、+6.72bp、+8.4bp。

6月制造业 PMI 底部有所改善，动力主要来源于关税 90 天缓冲期的“抢出口”效应和基建投资加速。但 PMI 总体水平仍偏低，且结构上存在新订单指数疲软、中型企业指数加速下滑等明显短板。物价指数方面，受文娱、家纺等商品价格改善、能源价格反弹影响，CPI 同比由降转增；但 PPI 同比降幅受煤炭与黑色金属降价及出口承压而继续扩大。出口受“抢出口”影响表现较好。工业生产在出口带动下相应回升。社零因“6.18”前置的透支效应表现较弱。企业信贷在年中旺季效应及企业账期管理趋严影响下边际改善。总体而言，经济结构方面有亮点，但总体基础仍需要巩固。我们认为低利率环境将延续。央行货币政策委员会二季度例会延续了支持性立场，指出要“实施好适度宽松的货币政策”，“建议加大货币政策调控强度”。这种背景下，中期货币政策对债市的支撑具有较高的确定性。

鉴于上半年 GDP 表现较好，多项结构性货币政策工具扩容额度仍在执行中，我们认为短期货币政策进一步宽松的必要性不强。央行货币政策委员会二季度例会中“我国经济呈现向好态势”、“灵活把握政策实施的力度和节奏”、“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”等表述也隐含了央行短期谨慎立场。此外，近期“反内卷”政策催生通胀预期，股市与商品市场情绪较好，债市震荡或加剧。

2.3.美债：复杂局面下或仍在高位震荡

市场已逐步计价关税及年内美联储降息路径影响，开始关注下一届美联储主席政策取向。叠加特朗普继续向美联储施压，周内美债长端收益率有所下降。短端收益率小幅上升。截至当地时间 7 月 25 日，1M、3M、6M、1Y、5Y、10Y、30Y 年期美国国债收益率分别收于 4.37%、4.42%、4.31%、4.09%、3.95%、4.4%、4.92%，分别较前一周+2bp、+2bp、+1bp、+1bp、-1bp、-4bp、-8bp。我们认为，美债收益率顶部区间越来越明确。从节奏上来看，在财政赤字上升、通胀粘性较强、经济放缓的复杂局面下，趋势性行情仍需等待财政压力放缓，以及通胀、就业等硬指标更加明朗。

2.4.多因素提振人民币表现

美元方面，特朗普政府新一轮关税税率陆续公布，市场担忧情绪缓解，美元指数走强。人民币方面，受中美将在瑞典举行新一轮经贸谈判、特朗普表态有意访问中国以及中国风险资产走强等因素提振，人民币对美元升值并创年内新高。离岸人民币收于 7.1681，较前一周升值 129.20 基点。我们认为，关税风险大幅缓解，国内基本面预期好转两个关键因素对人民币的支撑力度仍较强。

3.原油、黄金、金属铜等大宗跟踪

3.1.能源跟踪

截至 7 月 26 日当周，WTI 原油偏弱震荡，周五收于 65.16 美元/桶，较上周同期下跌 3.2%。截至 2025 年 7 月 18 日当周，美国原油产量为 1327.3 万桶/天，同比减少 2.7 万桶/天。美国炼厂吞吐量为 1693.6 万桶/天，开工率 95.5%。7 月 25 日当周，美国钻机数 542 台，较去年同期减少 47 台；其中采油钻机数 415，较去年同期减少 67 台。

美国重质原油供应趋紧，因特朗普政府据称正考虑允许雪佛龙继续在委内瑞拉运营。标普追踪数据显示，7 月迄今美国水运重质原油进口量 1760 万桶，低于 6 月的 2550 万桶及 5 月的 3200 万桶。进口下滑主要是因为委内瑞拉和墨西哥供应减少。船舶追踪数据显示，

7月迄今美国未接收任何委内瑞拉原油（5月进口量390万桶）。3月美国修订允许雪佛龙在委运营的许可证，要求该公司5月27日前逐步关停业务。此外自4月起，任何进口委内瑞拉石油的国家可能面临对美出口商品加征25%关税。作为唯一留守委内瑞拉的美国公司，雪佛龙与国有石油公司PDVSA在该国建立四家合资企业。这些合资项目推动委原油产量超100万桶/日。

阿根廷最大页岩区Vaca Muerta的两家工会宣布将在未来一周分别举行罢工，抗议裁员及欠薪问题——此举可能拉低6月刚创历史新高的油气产量。根据两家工会独立声明，罢工定于7月25日、7月30日及8月1日进行。首次罢工由内乌肯省与里奥内格罗省（Vaca Muerta核心作业区）卡车司机工会发起。卡车司机要求NRG阿根廷公司支付历史欠薪，NRG原预计2024年压裂砂需求将达150万吨/年，但实际仅60万吨/年，激进扩张叠加比索兑美元走强导致本币成本激增。阿根廷国家能源秘书处7月23日数据显示，Vaca Muerta推动6月原油产量同比激增17.8%至77.9万桶/日，天然气产量增长5.8%至1.59亿立方米/日。阿根廷油气勘探生产商会预测，今年全国原油产量将从2024年的71.7万桶/日增长15.8%至83万桶/日，逼近1998年84.7万桶/日历史峰值。

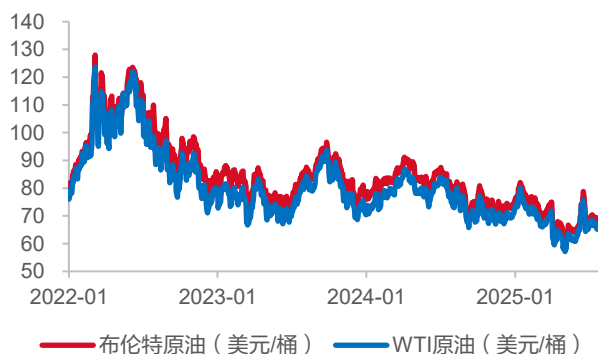
欧盟启动两年多来最全面的对俄石油制裁改革，措施包括将油价上限从60美元/桶降至47.6美元/桶、禁止进口俄原油制成品等，将于2026年1月21日生效。这可能为中东海湾产油国创造机遇，炼油商正寻求替代原料供应以保障欧洲出口市场准入。这一转变正值OPEC+逐步退出减产之际，使海湾产油国有望在土耳其、印度等自2022年依赖廉价俄原油作炼厂原料的市场抢占更大份额。沙特、阿联酋、伊拉克和科威特凭借充足闲置产能及与俄旗舰油种乌拉尔品质相近的原油，具备填补潜在供应缺口的优势。2026年初制裁生效时OPEC+闲置产能预计达480万桶/日，主要集中于沙特和阿联酋。

EQT表示公司已锁定约14亿立方英尺/日的天然气买家，支撑其2%-3%的基础增长率并实现业务价值重估。EQT将向开发商Frontier Group供应8亿立方英尺/日天然气，用于改造退役的270万千瓦布鲁斯曼斯菲尔德燃煤电厂（宾州希平波特），新建燃气电厂将驱动园区内“规划数据中心”，余电输入PJM电网；此外，EQT签订了原则性协议，将供应6.65亿立方英尺/日至霍默市能源园区（前宾州最大燃煤电厂旧址），此处将建设440万千瓦燃气电厂及AI计算设施（2027年投运）。两笔交易采用“指数加成”定价机制，挂钩阿巴拉契亚Texas Eastern M-2枢纽价格，并叠加部分覆盖管输基建成本。

油价判断：伊以冲突趋缓，短期内地缘政治因素影响边际减弱，原油价格已基本度过季节性低点，预计年内布伦特原油仍将在60~90美元/桶区间震荡运行。

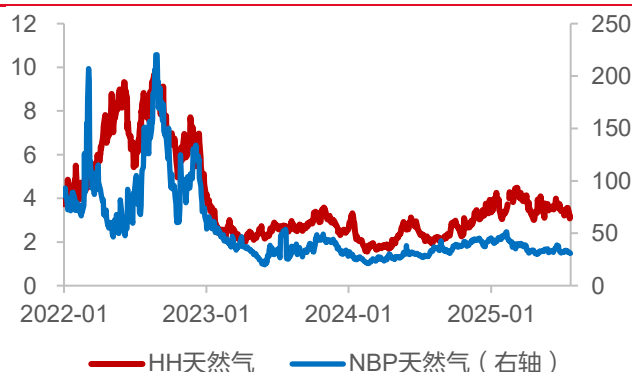
（数据来源：Wind，EIA，Platts，Oilprice，BakerHughes，OPEC）

图4 原油价格，美元/桶



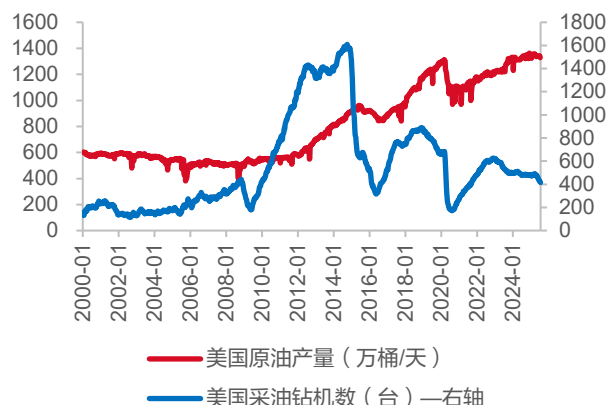
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 天然气价格，美元/百万英热



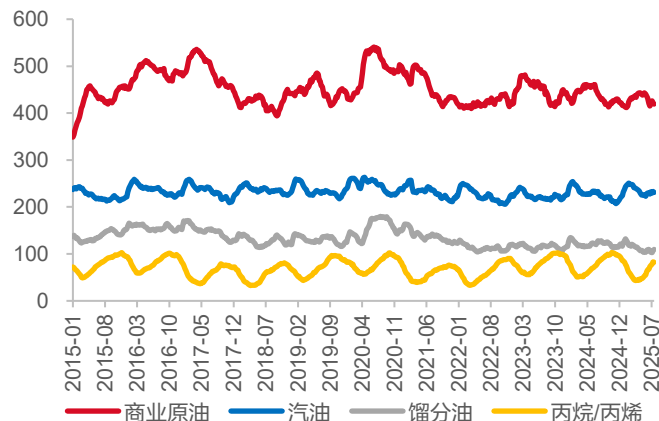
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国原油产量与钻机数, 万桶/天, 台



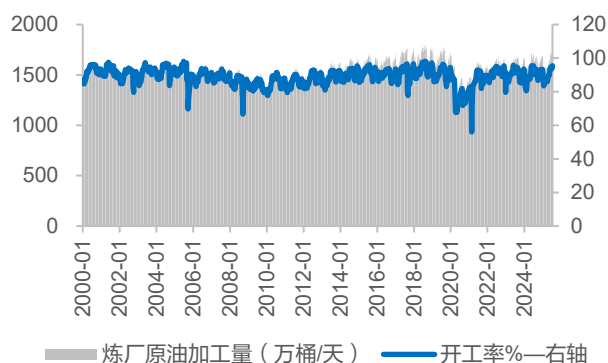
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图7 美国燃料库存, 百万桶



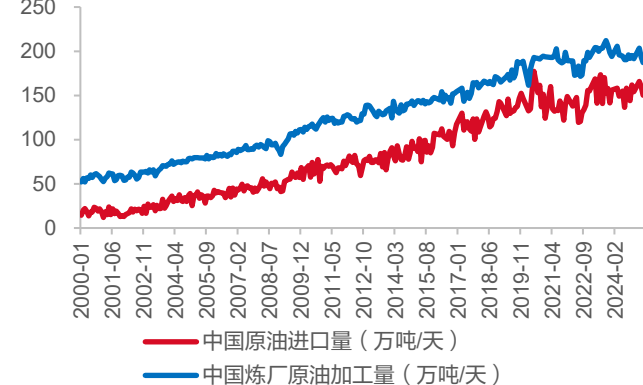
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图8 美国炼厂原油加工量及开工率, 万桶/天, %



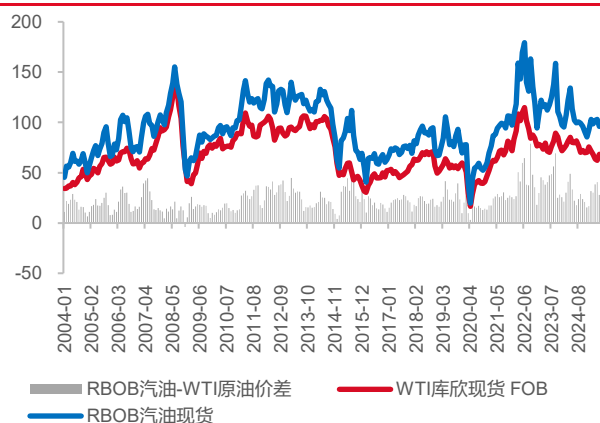
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图9 中国原油进口及炼厂加工量, 万吨/天



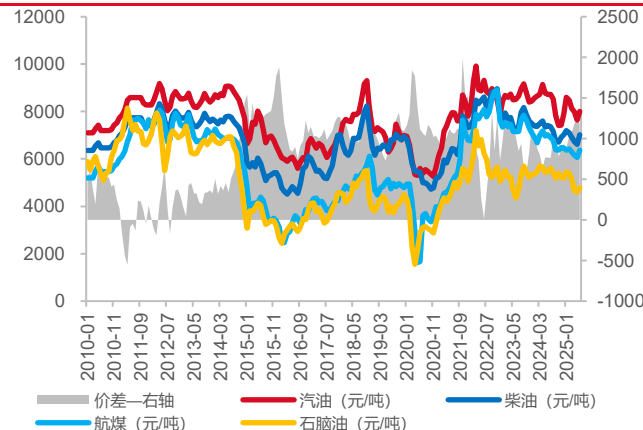
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 美国汽油与原油现货价差, 美元/桶



资料来源: EIA, 东海证券研究所

图11 国内的成品油价差, 元/吨, 元/吨



资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所

注: 价差 = $0.2 \times \text{石脑油} + 0.3 \times \text{柴油} + 0.2 \times \text{汽油} + 0.1 \times \text{航空煤油} - \text{原油}$
 $\times \text{VAT} \times \text{汇率}$ (未考虑副产品和除增值税外各项税)

3.2. 黄金跟踪

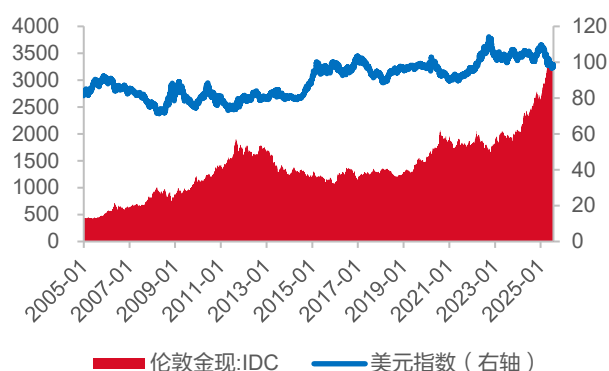
美国总统特朗普对鲍威尔态度“反复横跳”，周内金价先涨后跌。截至2025年7月25日，伦敦金现收于3336.22美元/盎司，较上周同期微跌0.40%。周内美股三大指数震荡上涨，美元指数震荡偏弱。若美国化债持续遇阻，预计美元或大幅贬值。6月我国央行增持黄金

储备 7 万盎司。美联储年内降息次数市场预期进一步降低到两次，市场预期 9 月将降息 25 个基点。SPDR 持有量再度走高，创 2022 年 9 月下旬以来新高，政策面上美国贸易协定、俄乌冲突等仍存在较大不确定性。整体来看，美元及美债的避险属性被削弱，黄金避险需求凸显，美元贬值预期走强，黄金长期上涨逻辑增强。

美债利率震荡微跌，中债利率反向上涨。截至 7 月 25 日，10Y 美债利率周内震荡运行，较上周同期下降 4bp 收于 4.40%，10Y 中美利差倒挂值为 267bp，较上周有所收窄。中国 10Y 国债利率本周震荡走高，最终报收 1.7324%。2025 年 6 月美国 CPI 同比上涨 2.7%，前值 2.4%，符合市场预期，PPI 同比增长 2.3%，低于预期。6 月，我国制造业 PMI 为 49.7%，较前值改善 0.2 个百分点；美国制造业 PMI 为 49%，因为美国政府关税政策持续带来不确定性，美国制造业连续第四个月收缩。

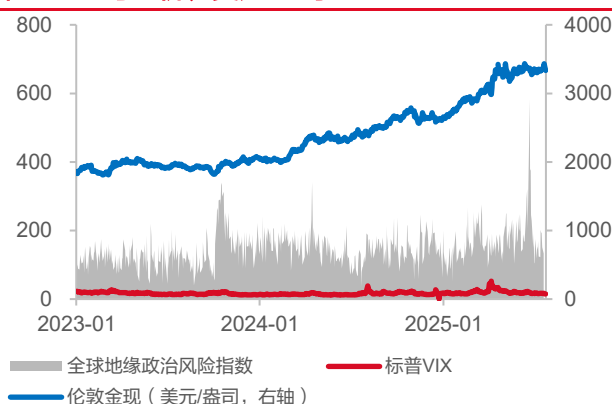
金价判断：中美贸易冲突短期内不会得到彻底解决，美国化债持续受阻，金价长期上涨逻辑不变，建议逢低买入。

图12 美元指数与伦敦金现，美元/盎司



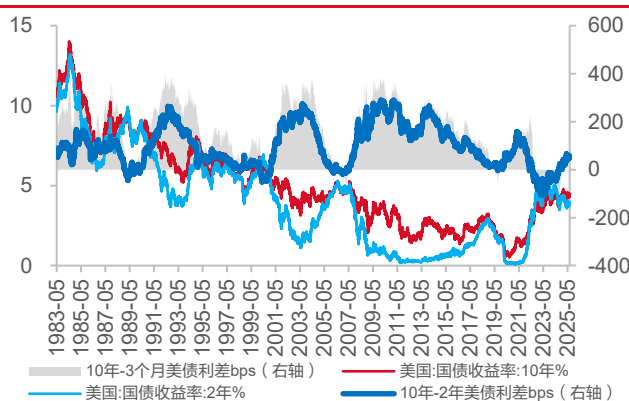
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 VIX 与金价，美元/盎司



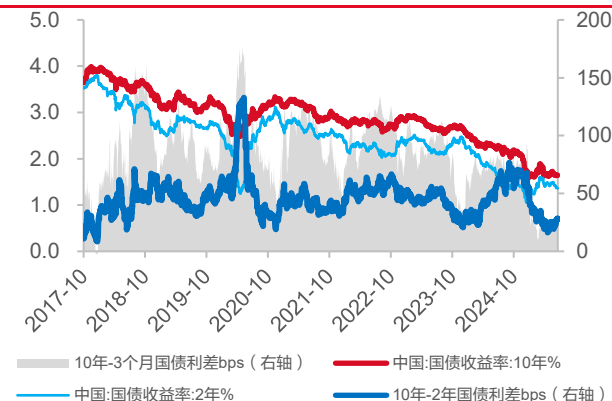
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 10Y-2Y 美国国债利差，%，bps



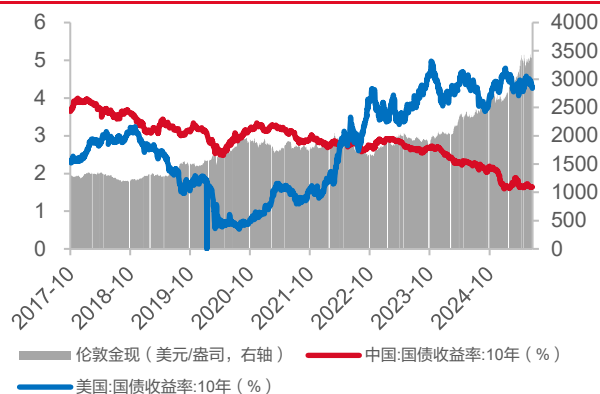
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 10Y-2Y 中国国债利差，%，bps



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 中美国债收益率与金价，美元/盎司，%



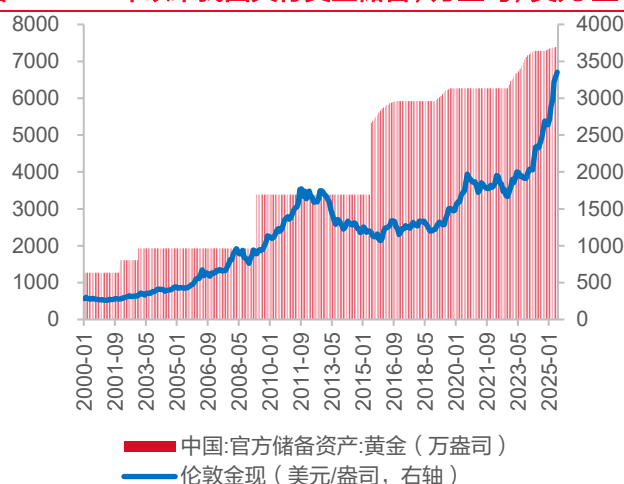
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 CME FedWatch 对美联储降息概率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/7/30					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	95.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	61.9%	35.5%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	30.5%	49.5%	18.8%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	20.1%	42.8%	29.7%	6.7%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	7.6%	28.1%	38.1%	21.5%	4.3%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.9%	17.7%	33.0%	30.0%	13.1%	2.2%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	7.9%	22.1%	32.1%	25.1%	9.9%	1.6%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.7%	4.9%	15.8%	27.7%	28.2%	16.6%	5.3%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.3%	2.2%	8.9%	20.1%	27.9%	24.0%	12.5%	3.6%	0.4%
2026/9/16	0.1%	1.1%	4.9%	13.4%	23.3%	26.3%	19.4%	8.9%	2.3%	0.3%
2026/10/28	0.3%	1.7%	6.3%	15.0%	23.8%	25.2%	17.7%	7.9%	2.0%	0.2%
2026/12/9	0.5%	2.3%	7.5%	16.2%	24.0%	24.2%	16.3%	7.1%	1.8%	0.2%

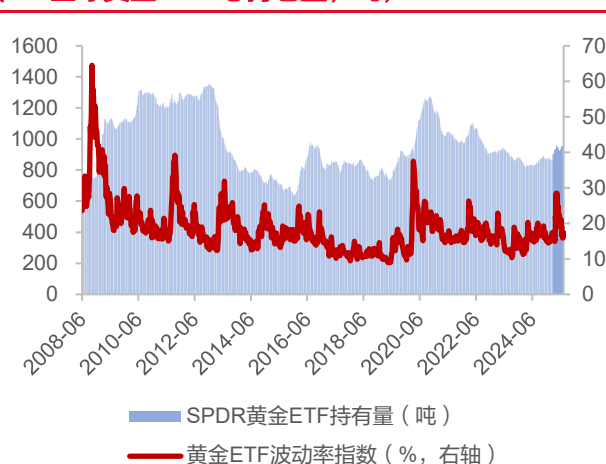
资料来源：CME，东海证券研究所

图18 2000年以来我国央行黄金储备，万盎司，美元/盎司



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 全球黄金 ETF 总持仓量，吨，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.3.金属铜跟踪

2025 年，金属精炼铜价格震荡上行，7 月 25 日，SHFE 电解铜连续合约结算价格为 79490 元/吨，较上一周价格环比上升 1.8%，价格与去年同比增长 7.6%；LME 伦铜 3 个月合约结算价为 9888.5 美元/吨。7 月 25 日，我国铜精矿干净料（25%Cu）远期现货综合价格指数约为 2618.4 美元/干吨，价格环比上升 2.3%，同比上升 16.6%。铜精矿价格较上周价格小幅上升，冶炼成本变化不大。

2025 年 6 月，我国电解铜产量约为 114.79 万吨，环比增长 0.5%，同比增幅 17.1%，生产能力复苏水平较上期增长明显，下游需求维持旺盛状态。2025 年 6 月，我国电解铜年化平均产能为 1648 万吨/年，产能利用率为 82.69%。2025 年 5 月我国电解铜产量和需求缺口约为 21.52 万吨，缺口较上期同比缩减，供给能力增强。我国进口电解精炼铜数量基本可以覆盖生产需求缺口。

2025 年 7 月 25 日，现货库存为 12.37 万吨，和上周环比下降 14%，同比下滑 66%，港口库存约为 40.9 万吨，环比减少 11%，港口库存因海外供应压力扰动下滑。2024 年以来，精矿港口库存和金属铜现货库存几乎呈现反向变化。

2025 年 7 月 25 日当周，我国 SHFE 电解铜持仓量为 167912.8 手，环比增长 4.7%，本周持仓量走高；成交量为 183091.4 手，环比上涨 28.8%，电解铜的市场持仓交易成交情绪显著回暖。宏观面不确定性加剧，叠加美国关税政策，市场交易水平下降。2025 年 6 月，

沪铜单边交易交割量为 39875 吨，低于去年同期交割水平。主要原因是 2025 年开始，升贴水下跌，现货铜价格相对期货价格走低，期货价格与现货价格趋于一致，市场参与者在现货市场交易数量变多。长期交割量持续下降或将导致基差进一步扩大。

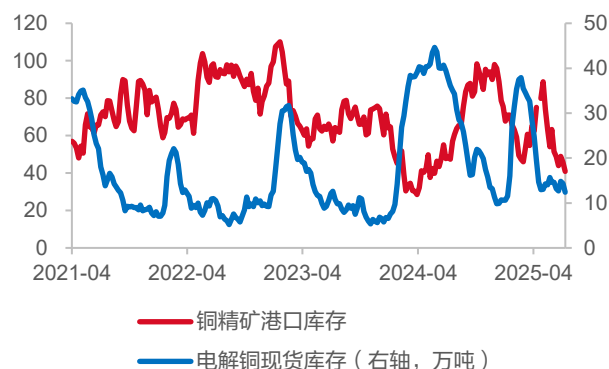
全球部分地区政策和铜生产情况存在不确定性，全球铜金属供应相对紧缺，铜矿现货加工费走高，贸易关税预期平静、LME 库存逐步回补、需求端观望情绪蔓延及美元走强压制大宗商品表现。近期主要受智利铜矿罢工导致供应收紧和中国制造业 PMI 超预期提振需求影响，库存下降支撑价格走强。

图20 金属铜价格，元/吨，美元/吨


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图21 铜精矿 25%Cu：远期现货综合指数，美元/干吨

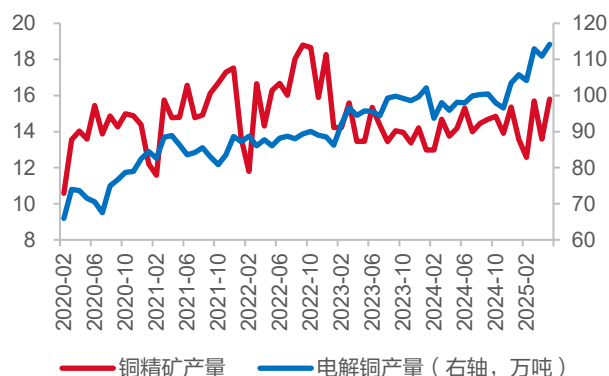

资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图22 铜精矿和电解铜库存，万吨


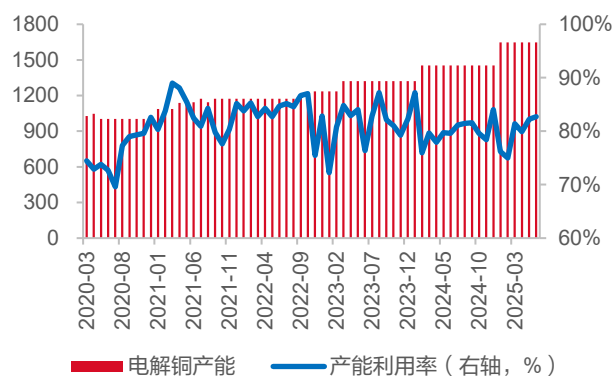
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图23 中国矿产粗铜产量，万吨


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

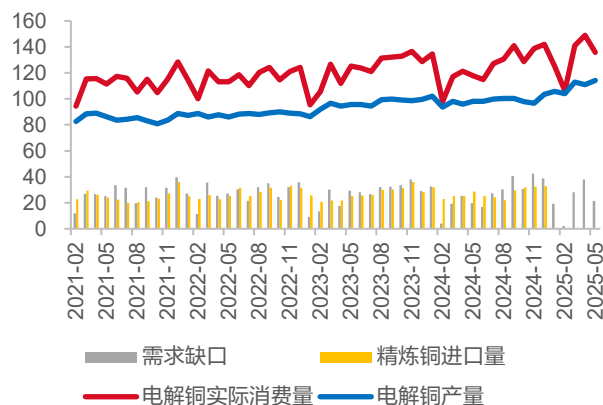
图24 中国铜精矿和电解铜产量，万吨


资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图25 中国电解铜产能和产能利用率，万吨，%


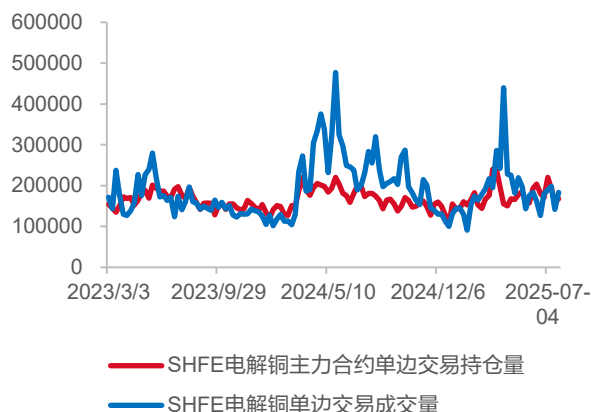
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图26 中国电解铜和需求缺口，万吨



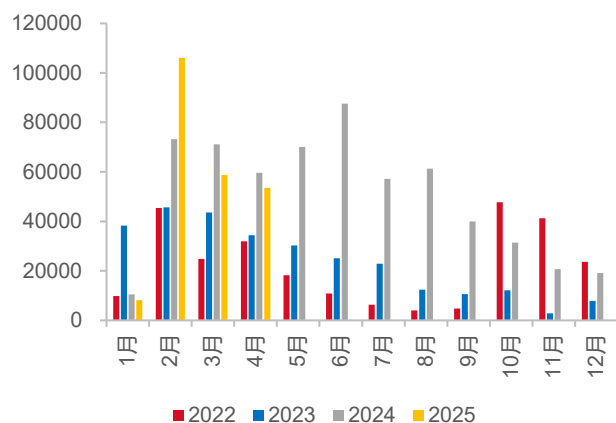
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图27 SHFE 中国电解铜单边交易持仓量和成交量，手



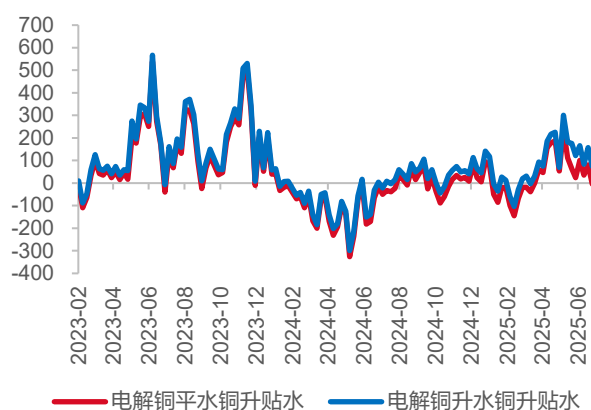
资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图28 SHFE 中国电解铜单边交易交割量，吨



资料来源：钢联数据，东海证券研究所

图29 上海平水铜、升水铜升贴水，元/吨

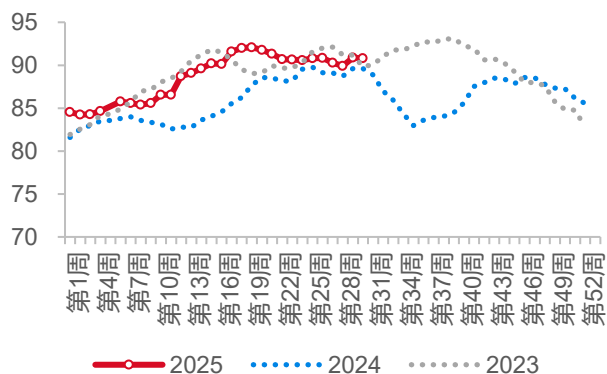


资料来源：钢联数据，同花顺 iFinD，东海证券研究所

4.行业及主题

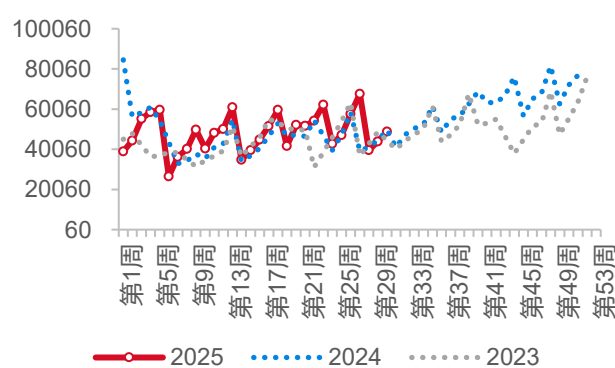
4.1.行业高频跟踪

图30 247 家钢厂高炉产能利用率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图31 乘用车日均零售销量，辆



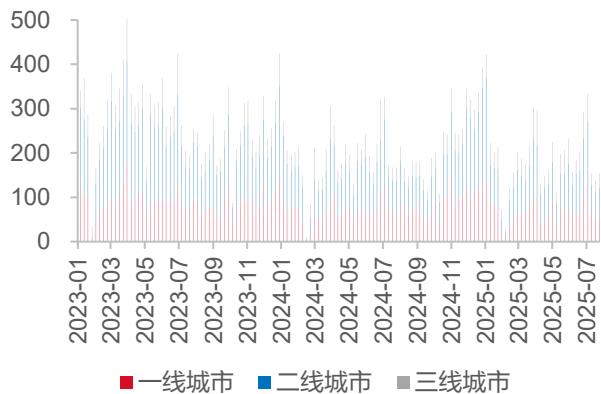
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图32 BDI 指数



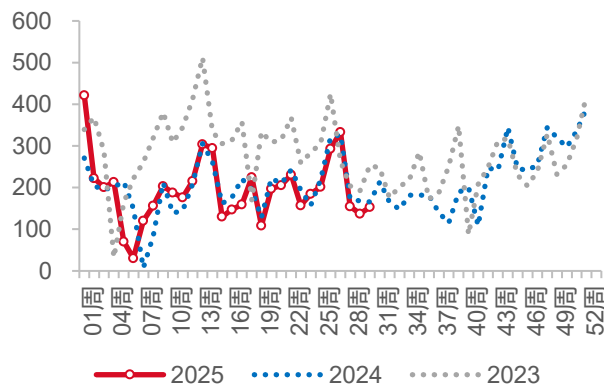
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图33 一、二、三线城市新房成交面积，万平方米



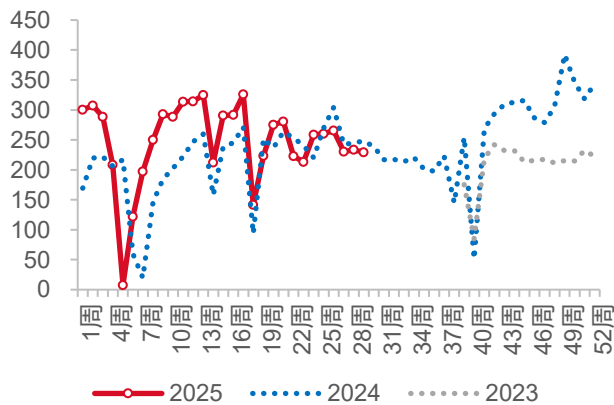
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图34 30 城新房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图35 14 城二手房成交面积，万平方米



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图36 主要行业高频数据

大类	指标名称	环比(%)/ 环比变化(pct)	同比(%)/ 同比变化(pct)	单位	7/25	7/18	7/11	7/4	6/27	走势图
地产	30大中城市商品房销售面积	11.5	-7.6	万平方米	153	137	155	333	293	
	一线城市	-3.0	-20.4	万平方米	50	51	67	131	98	
	二线城市	19.8	-4.6	万平方米	71	59	60	140	134	
	三线城市	21.2	12.5	万平方米	32	27	28	62	61	
消费出行	国内航班执飞	/	/	架次	/	102637	100814	96816	93062	
	国际航班执飞	/	/	架次	/	13133	13035	12841	12549	
	电影票房	47.2	-35.5	万元	95732	65020	66510	69574	47853	
	观影人次	53.6	-29.4	万人次	2556	1664	1670	1768	1268	
外需	BDI指数	10.0	24.8	/	2257	2052	1663	1436	1521	
	CCFI指数	-3.2	-42.2	/	1261	1304	1314	1343	1369	
物价	南华工业品价格指数	4.2	-3.3	/	3772	3620	3584	3546	3536	
	螺纹钢	4.5	-3.9	元/吨	3270	3128	3085	3035	2981	
	水泥价格指数	-1.9	-10.2	/	106.22	108.28	110.35	111.63	113.57	
	南华农产品指数	1.3	4.1	/	1105	1091	1083	1082	1081	
	猪价	0.3	-17.5	元/公斤	20.72	20.65	20.61	20.38	20.23	
	7种重点水果	-2.3	-0.6	元/公斤	7.11	7.28	7.35	7.36	7.42	
	鸡蛋	5.6	-25.6	元/公斤	7.40	7.01	7.02	7.13	7.31	
生产开工率	28种重点蔬菜	0.3	-10.3	元/公斤	4.39	4.38	4.38	4.35	4.37	
	PTA	0.0	-1.0	%	80.76	80.76	80.35	79.13	78.61	
	纯碱	-1.1	-6.0	%	83.02	84.10	81.32	81.32	82.21	
	浮法玻璃	-0.3	-8.4	%	75.00	75.34	75.68	/	75.00	
	江浙织机	-0.2	-8.2	%	55.59	55.83	56.20	58.09	59.01	
	半钢胎	-0.1	-3.3	%	75.87	75.99	72.92	70.41	78.05	
	全钢胎	-0.1	11.0	%	65.02	65.10	64.56	63.75	65.64	

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.2.主要指数及行业估值水平

主要指数估值(PE)分位数水平: 创业板指<创业板 50<中证 1000<中证 500<上证 180<沪深 300<上证 50<科创 50。

图37 主要指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
主要指数	创业板指	18.97	35.06	36.93	4.39
	创业板 50	25.20	34.30	41.25	4.96
	中证 1000	56.26	41.44	31.92	2.25
	中证 500	61.88	30.79	39.19	2.01
	上证 180	72.71	11.67	31.45	1.22
	沪深 300	74.17	13.50	36.72	1.41
	上证 50	78.56	11.39	49.68	1.25
	科创 50	99.70	146.09	59.83	4.84

资料来源: 同花顺, 东海证券研究所, 分位数水平为 2010 年以来

主要行业估值(PE)分位数水平: 周期: 交通运输<有色金属<公用事业。消费: 农林牧渔<食品饮料<美容护理。高端制造: 家用电器<机械设备<汽车。科技: 通信<电子<传媒。金融(PB): 房地产<非银金融<银行。

图38 各行业指数估值及分位数水平, %

分类	指数名称	PETTM 分位数(%)	PETTM	PBMRQ 分位数(%)	PBMRQ
周期	钢铁	0.00	-206.74	51.61	1.09
	交通运输	16.59	16.81	25.77	1.40
	有色金属	22.21	22.52	39.01	2.55
	公用事业	24.65	19.05	42.34	1.79
	石油石化	29.57	11.76	34.21	1.17
	环保	58.60	35.59	16.77	1.63
	煤炭	65.04	13.16	55.47	1.43
	建筑装饰	65.61	11.67	9.31	0.83
	基础化工	83.52	33.66	55.74	2.07
	建筑材料	88.45	40.51	9.97	1.19
消费	农林牧渔	4.57	21.80	10.02	2.54
	食品饮料	16.43	21.44	18.25	4.19
	美容护理	50.38	47.80	16.23	3.31
	纺织服饰	61.85	36.38	24.09	1.84
	社会服务	78.53	67.71	16.56	3.02
	商贸零售	80.86	59.24	34.77	1.86
	轻工制造	82.70	50.25	23.42	2.14
	医药生物	90.55	52.74	14.62	3.12
	家用电器	33.69	15.71	23.74	2.43
	机械设备	58.44	41.36	54.69	2.59
高端制造	汽车	72.42	36.16	83.44	2.89
	国防军工	88.24	160.24	83.41	3.89
	电力设备	96.78	71.62	27.56	2.60

科技	通信	34.02	24.37	35.53	2.09
	电子	78.48	67.14	66.66	4.02
	传媒	79.94	81.04	32.87	2.58
	计算机	93.99	243.07	55.92	4.35
金融地产	房地产	0.00	-7.06	11.93	0.88
	非银金融	12.90	14.18	23.68	1.52
	银行	91.17	7.20	30.90	0.73

资料来源：同花顺，东海证券研究所，分位数水平为 2010 年以来
注：钢铁盈利为负故不显示。

5.重要市场数据及流动性跟踪

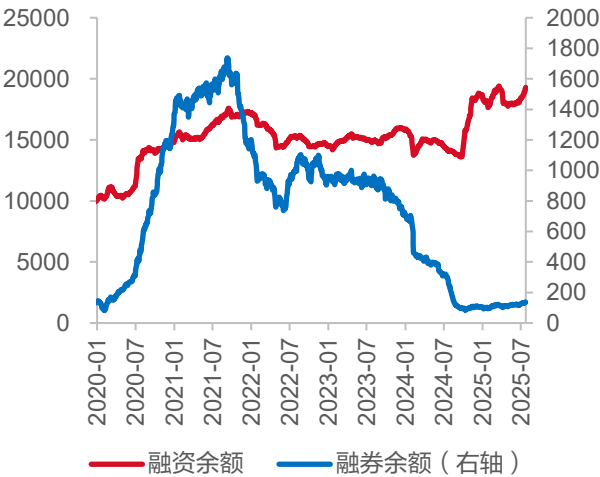
5.1.资金及流动性跟踪

融资余额增长。7 月 24 日，融资余额 19283.46 亿元，较上周末增长 391.96 亿元。

偏股混合基金仓位环比上升。7 月 18 日当周，据同花顺数据，普通股票型、偏股混合型基金平均仓位分别为 82.87%、78.79%，分别较上周下降 0.70%和上升 0.96%

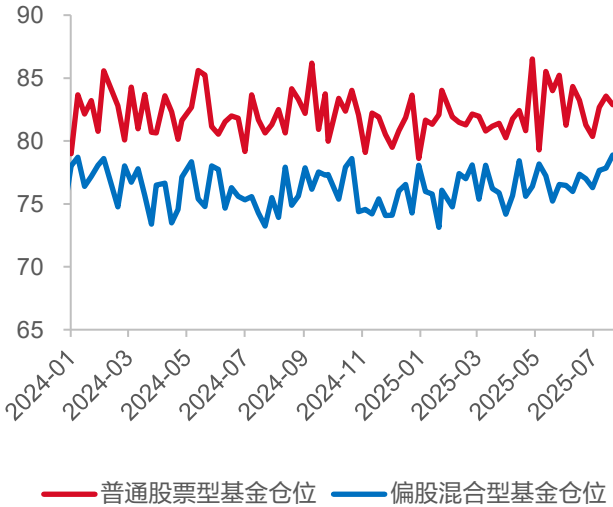
资金利率上升。7 月 25 日当周，DR007 周均为 1.5350%，较上周环比上升 0.23 个 BP。SHIBOR3M 周均为 1.553%，较上周环比下降 0.52 个 BP。

图39 两融余额，亿元，亿元



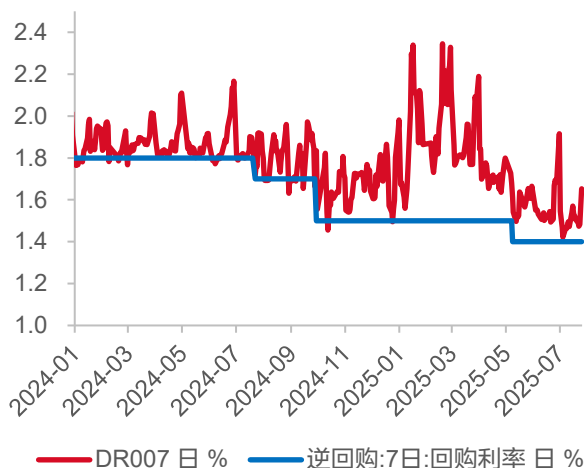
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图40 普通股票型、偏股混合型基金仓位，%



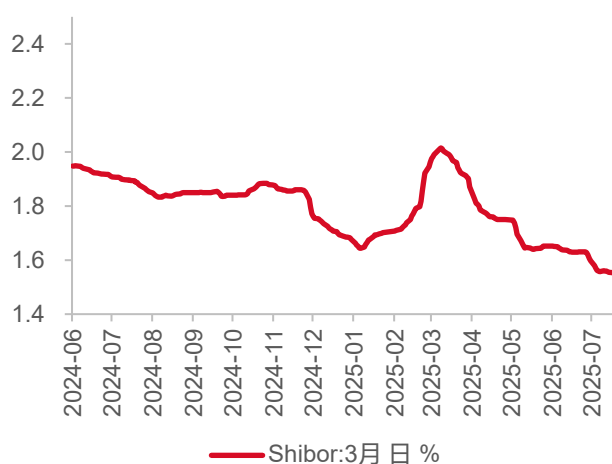
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图41 DR007、7 天期 OMO 利率，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图42 SHIBOR 3M，%



资料来源：同花顺，东海证券研究所

5.2.美国流动性及利率跟踪

从量的角度，截至7月23日当周，受TGA账户回补影响，美国金融流动性有所收紧，流动性指标环比减少154.5亿美元。TGA账户当周新增214.5亿美元，即使受美日贸易协定提振，隔夜逆回购账户向市场回吐76.8亿美元，但依然难以抵消财政账户的流动性吸收。美联储资产端，当周缩表进程依然缓慢，仅有16.7亿美元资产到期，侧面呵护了市场流动性。

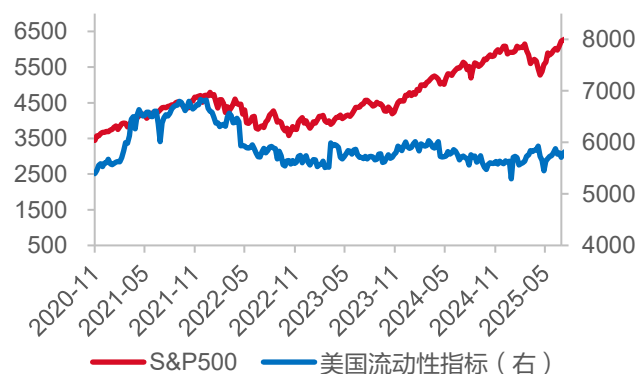
从价的角度，截至7月25日，货币市场保持宽裕水平，SOFR当周波动幅度不大，周一下降2bp至4.28%后保持稳定。SOFR-IORB和SOFR-FFR价差分别维持在-12bp和-5bp相对宽松位置。这或是考虑到下周美国FOMC会议同时叠加较多经济数据公布，机构方面并不愿意在货币市场加杠杆，反之保持稳健持仓或进行去杠杆以应对下周超预期事件冲击。房地产方面，30年期和15年期住房抵押贷款利率分别下降1bp和5bp至6.74%和5.87%。

图43 美国存款准备金占比银行总资产，%



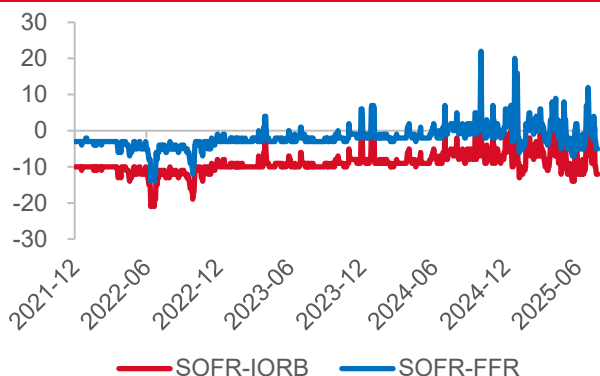
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图44 美国金融流动性指标，十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图45 SOFR-IORB 和 SOFR-FFR 利差, bps



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图46 美联储隔夜逆回购协议, 十亿美元



资料来源：同花顺，东海证券研究所

6. 市场资讯

6.1. 海外市场资讯

1) 7月23日, 美国总统特朗普在社交平台发文称, 刚刚与日本完成了一项规模庞大的交易, 可能是有史以来最大的一笔交易。日本将向美国投资 5500 亿美元, 美国将获得 90% 的利润。此外, 日本将向美国支付 15% 的对等关税。

2) 7月23日, 美国总统特朗普宣布称已与菲律宾总统马科斯达成一项贸易协议。随后, 特朗普还披露了与印度尼西亚达成协议的更多细节。这两项协议的核心内容是, 美国将对来自菲律宾和印尼的商品征收 19% 的关税, 费用由美国企业承担, 而美国出口至两国的商品将免除关税。

3) 美国 7 月标普全球制造业 PMI 初值为 49.5, 预期 52.7, 前值 52.9; 服务业 PMI 初值为 55.2, 预期 53, 前值 52.9; 综合 PMI 初值为 54.6, 前值 52.9。

4) 7月24日, 欧央行维持三大利率不变。欧洲央行行长拉加德称, 不干预任何汇率; 关注贸易谈判的路径; 6 月的基准情景保持不变; 目前通胀率为 2%, 欧洲央行处于良好位置; 企业利润继续抵消工资上涨; 薪资增长正在朝着正确的方向发展。

5) 欧元区 7 月制造业 PMI 初值为 49.8, 预期 49.7, 前值 49.5; 服务业 PMI 初值为 51.2, 预期 50.7, 前值 50.5; 综合 PMI 初值为 51, 预期 50.8, 前值 50.6。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.2. 国内市场资讯

1) 7月24日, 习近平会见来华的欧盟领导人科斯塔和冯德莱恩, 强调中欧应加强沟通、增进互信、深化合作, 共同为全球提供更多稳定性和确定性, 推动中欧关系迈向更加光明的未来。

2) 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。

3) 7月18日, 商务部部长王文涛表示, “十五五”期间将继续减少服务消费限制, 通过扩大开放和政策支持, 提升医疗、养老、家政等服务供给质量。

4) 7月18日, 发改委召开会议强调, 发展低空经济要因地制宜、防止跟风, 优先保障安全, 建立健全监管机制, 强化治理能力, 加快推进无人机实名登记等管理措施。

5) 7月18日, 工业和信息化部总工程师谢少锋在国新办新闻发布会上表示, 钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台, 工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。

6) 7月21日, 中国央行将一年期和五年期贷款市场报价利率(LPR)分别维持在3%和3.5%不变。

7) 截至7月24日, 2025年中央预算7350亿元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、区域协调发展和对外开放、绿色发展、社会民生、国家安全体系和能力现代化、灾后应急恢复等领域项目建设。

8) 7月24日, 国家发展改革委、市场监管总局发布关于《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》公开征求意见的公告。10条, 主要涉及三方面内容: 一是完善政府定价相关内容; 二是进一步明确不正当价格行为认定标准; 三是健全价格违法行为法律责任。

9) 2025年7月25日(周五), 中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展4000亿元MLF操作, 期限为1年期。

10) 上半年, 全国一般公共预算收入115566亿元, 同比下降0.3%。其中, 全国税收收入92915亿元, 同比下降1.2%; 非税收入22651亿元, 同比增长3.7%。分中央和地方看, 中央一般公共预算收入48589亿元, 同比下降2.8%; 地方一般公共预算本级收入66977亿元, 同比增长1.6%; 上半年全国发行新增地方政府一般和专项债券2.6万亿元, 支持地方重点领域重大项目建设, 下达超长期特别国债资金预算6583亿元, 支持“两重”项目建设和“两新”工作。

11) 7月25日, 财政部配合国家发展改革委测算确定了各地区2025年资金规模并下达第三批超长期特别国债资金670亿元, 剩余资金将在10月份下达。

12) 7月24日, 中国证监会召开证监会系统党的建设暨2025年年中工作会议, 会议强调, 尽管资本市场面临复杂挑战, 但经济高质量发展、政策预期和资产估值修复为市场稳定提供了基础。证监会要落实党中央决策, 聚焦市场稳定、严格监管、功能提升、队伍建设, 促进资本市场健康运行。主要措施包括: 巩固市场回稳、深化改革激发市场活力、提升资产和资金端价值、加强监管执法、精准防控风险、推进高水平开放及增强问题研究。

(信息来源: 同花顺、Wind、央视新闻)

6.3.政策面

1)《住房租赁条例》印发, 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。

2)《农村公路条例》印发, 自2025年9月15日起施行。《条例》旨在推动农村公路高质量发展, 适应推进乡村全面振兴、加快农业农村现代化需要。一是明确发展导向; 二是压实责任主体; 三是提升路网质量; 四是加强管理养护; 五是强化安全保障; 六是促进融合发展。

3)《关于海南自由贸易港货物进出“一线”、“二线”及在岛内流通税收政策的通知》《关于海南自由贸易港进口征税商品目录的通知》印发, 明确海南自由贸易港全岛封关时的货物税收政策。国家发展改革委副主任王昌林在国新办发布会上介绍, 海南自贸港将分阶段实施政策, 现阶段封关措施包括“四个更加”: 一是货物“零关税”政策扩大; 二是宽松贸易管理; 三

是便利通行措施；四是高效监管模式。此外，外商投资准入将进一步放宽，出台新一批市场准入特别措施。

（信息来源：同花顺、Wind、央视新闻）

7. 财经日历

图47 财经日历

日期	时间	国家/地区	指标名称	前值	预测值
7/30	17:00	欧盟	第二季度欧元区:实际 GDP:季调:环比(初值)(%)	0.6	
7/30	17:00	欧盟	第二季度欧元区:实际 GDP:季调:同比(初值)(%)	1.5	1.2
7/30	20:15	美国	7 月 ADP 就业人数:季调(人)	134447000	
7/30	20:15	美国	7 月新增 ADP 就业人数:季调(人)	-33000	
7/30	20:30	美国	第二季度实际 GDP:季调:环比折年率(初值)(%)	-0.5	
7/30	20:30	美国	第二季度实际个人消费支出:季调:环比折年率(初值)(%)	0.5	
7/30	20:30	美国	第二季度核心 PCE 价格指数:季调:环比折年率(初值)(%)	3.5	
7/31	02:00	美国	7 月美联储公布利率决议		
7/31	09:30	中国	7 月官方制造业 PMI	49.7	
7/31	11:00	日本	7 月日本央行公布利率决议		
7/31	17:00	欧盟	6 月欧元区:失业率:季调(%)	6.3	
7/31	20:30	美国	6 月个人消费支出:季调(十亿美元)	20592.68	
7/31	20:30	美国	6 月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	65651	
7/31	20:30	美国	6 月核心 PCE 物价指数:同比(%)	2.68	
7/31	20:30	美国	6 月 PCE 物价指数:同比(%)	2.34	
7/31	20:30	美国	6 月核心 PCE 物价指数:环比(%)	0.18	
8/1	17:00	欧盟	7 月欧元区:核心 CPI:同比(初值)(%)	2.3	
8/1	17:00	欧盟	7 月欧元区:CPI:同比(初值)(%)	2	
8/1	20:30	美国	7 月失业率:季调(%)	4.1	
8/1	20:30	美国	7 月非农就业人口变动:季调(千人)	147	
8/1	20:30	美国	7 月劳动力参与率:季调(%)	62.3	
8/1	22:00	美国	7 月 ISM 制造业 PMI	49	

资料来源：Wind，东海证券研究所

8. 风险提示

周度普通股票型基金、偏股混合型基金仓位为预估，可能存在数据计算的结果与实际情况之间存在偏差的风险。

关税政策存在不确定性，若关税政策超预期，或导致中国出口规模的下降，影响顺差规模回落，或对经济下行形成压力。

特朗普政策不确定性，或导致美国通胀预期走高，影响美联储长期维持高利率，对人民币汇率形成压力，进而影响国内货币政策空间。

国内价格走弱的影响，消费价格同比下降或影响消费预期，工业生产者出厂价格下降影响工业企业利润。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089